マーケットの底流を読む

円ショート「小刻み調整」で反動円高抑制

過去円高は大幅ショート反動で勢い、円ロングには制約

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2020/1/27

為替相場では新型肺炎などでリスク回避の円高が再燃しているが、投機的な円ショート・ポジション（売り持ち）の小刻みな調整を促している分だけ、反動円高を抑制させる。過去に円高が増幅されたのは、いずれも大幅な円ショートの「倍返し整理」が円高のモメンタムを増長させてきた。現在は不透明材料の残存や内外金利差の縮小、高速回転取引・アルゴリズム取引の横行などで一方向の円ショート堆積が制御されているほか、円ロング拡大には日本のマイナス金利や貿易赤字化、米 FRB 利下げ停止といった制約がある。

日銀、過去の「財政出動・金利上昇・円高」遮断

「一般に政府が国債増発を通じて財政支出を増加させる場合には、長めの市場金利に上昇圧力がかかるため、民間投資が抑制される『クラウディング・アウト』が発生し、景気刺激効果が減殺される。他方、中央銀行が、財政拡張と同時に金融緩和を進める場合には、国債発行に伴う金利上昇が抑制されるため、財政拡張と金融緩和が相乗的にプラスに作用し、景気刺激効果がより強力なものとなる」――。

日銀は 21 日の政策会合で提示した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」で、このような解説を行っている。

政府は昨年 12 月、事業規模 26.0 兆円、財政支出 13.2 兆円の大型経済対策を取りまとめたが、現在は日銀が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続させている。こうしたポリシーミックスは、過去の財政出動時に比べると、「景気刺激効果が発揮され、CPI（消費者物価指数）の押し上げ効果は幾分大きくなる」（同）可能性を秘めている。

政府による経済対策については、20 日の IMF による世界経済成長でも、日本の 2020 年成長率見通しを昨年 10 月比で＋0.2%の＋0.7%へと上方修正させる評価をもたらした。実際の成果には不透明感が強いが、日銀が期待するような「ポリシーミックス効果」が少しでも発揮されると、教科書的には為替相場で円安や円高歯止めが支援されていく。

具体的な円安効果としては、財政出動などによるデフレ後退（デフレは通貨高、インフレは通貨安の要因）、内需刺激による輸入増と貿易黒字減少、長期金利の低位安定、その中での緩やかな物価上昇による実質金利（名目金利－物価変動率）の押し下げ――といった要因がある。1990 年代以降の景気対策で繰り返されてきた「財政出動＝金利上昇＝円高・デフレ」という政策ミスを遮断させるものだ。

為替相場の短期的には 21 日以降、新型肺炎懸念などでリスク回避の円高圧力が掛かっている。しかし現状段階では、昨年 10 月以降のリスク選好で積み上がってきた投機的な円ショート・ポジションの健全調整へと寄与（円売り持ちの買い戻し）。先行きの円ショート膨張過熱と、その後の倍返し的な円高モメンタム加速リスクの「未然ガス抜き」調整につながっている。

もちろん、現状段階での円ショートの拡大ブレーキは、一段のドル高・円安を阻むものだ。一方で金利差や経済ファンダメンタルズ、貿易収支、証券投資フローなどを勘案した基本的なドルの下限切り上がり（円の切り下がり）の底固めと基盤強化にはつながりやすい。投機主導の外貨高・円安による「ハリボテ相場化」の脆さを未然に防ぐほか、「山高ければ谷深し」という反動的な外貨安・円高のショック度合いを軽減させていく。

中長期スパンでのドル下限切り上がりの支援材料としては、政府・日銀によるポリシーミックスの先行き効果表出のほか、米トランプ政権による減税を含めた 11 月の大統領選に向けた景気対策強化、FRB による 2 月以降の短期資金供給減額、FRB の利下げ停止持続、米中貿易合意を受けた中国による米国製品輸入の約束（2017 年時の 1863 億ドルから、2020－21 年の 2 年間で計＋2000 億ドルを上積み＝米貿易赤字は縮小へ）――といった要因がある。

マイナス金利や貿易赤字、過去の円高時と違い

過去には投機的な円ショート拡大が先走りすると、短期的にはドル高・円安のスピードが加速されるものの、円ショートが拡大膨張してくると反動の巻き戻しへと転換。円ショート整理が円高のモメンタムを点火させ、慣性的な勢いのままネットでの円ロング（買い持ち）傾斜までドル安・円高がオーバーシュートするパターンが繰り返されてきた。

大規模な円ショートの反動整理はドル安・円高のスピードを倍加させる分だけ、国内輸出企業のドル売り遅れや機関投資家の外債ヘッジ対応の遅れ、外債などでの為替差損拡大といった負傷打撃を大きくさせてしまう。そうした実需筋やリアルな資本筋のドル安・円高対応の遅れが、ドル/円でのドルの上値の重さ醸成やドルの見切り売り、ドル安の値幅深化や長期化につながる負の円高連鎖が何度も繰り返されている。

ひるがえって現在は、円ショートの積み上がり規模自体が限定的になっている。シカゴ IMM の投機的な円ポジションでは、1 月 14 日週にネット－3 万 1430 枚となった（国際通貨市場、非商業部門）。前

週の－1 万 2248 枚からは売り持ちが増加しているが、最近の最高である昨年 12 月 3 日週の－4 万 7823 枚のほか、4 月 30 日週の－9 万 9599 枚、2018 年 12 月 4 日週の－10 万 9766 枚などに比べると 3 分の 1 程度にとどまっている。

2018 年 12 月の場合、大幅な円ショートの「倍返し整理」もあって、ドル/円は同月の高値 113 円から翌月には 105 円割れ方向へとドル安・円高が加速された。昨年 4 月のあとも米中貿易摩擦激化などもあり、4 月の高値 112 円から 6 月は安値が 106 円方向というドル安・円高が激化されている。

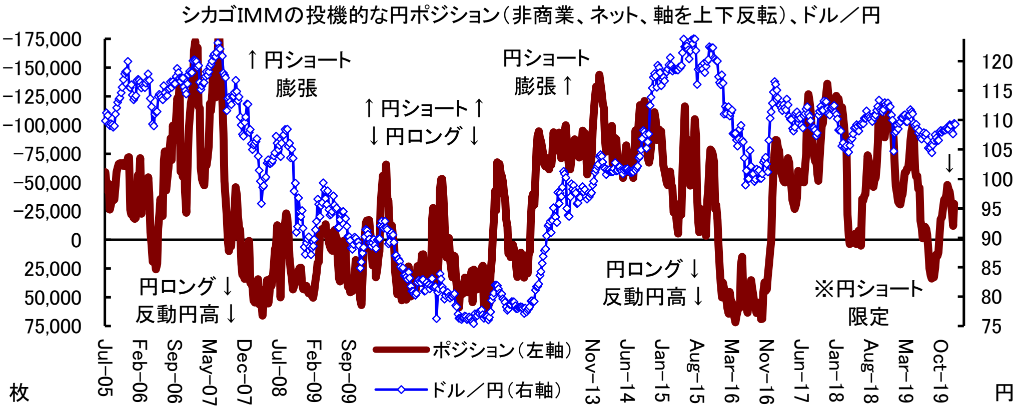
現在の場合、円ショートが小幅にとどまっている分だけ、反動調整の度合いも限られる。しかも現在は不透明材料の残存や内外金利差の縮小、高速回転取引・アルゴリズム取引の横行などで、一方向の円ショート堆積過熱が制御されやすくなってきた。

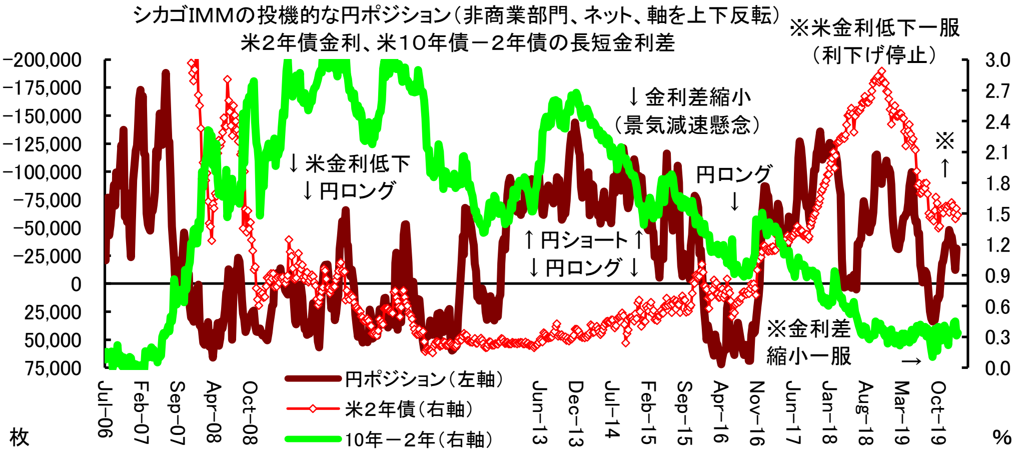
目先、新型肺炎の被害甚大化や世界景気の悪化につながらない限りは、円ショートの短期整理にとどまり、ネット円ロング拡大までの円高加速リスクは制御されそうだ。持続的な円ロング拡大の制約となるのが、日本でのマイナス金利である。しかも日銀が指摘するポリシーミックスの効果が表出される前段階から、原油高や消費増税などで日本の物価は小幅に持ち直しており、実質金利は再低下となってきた。

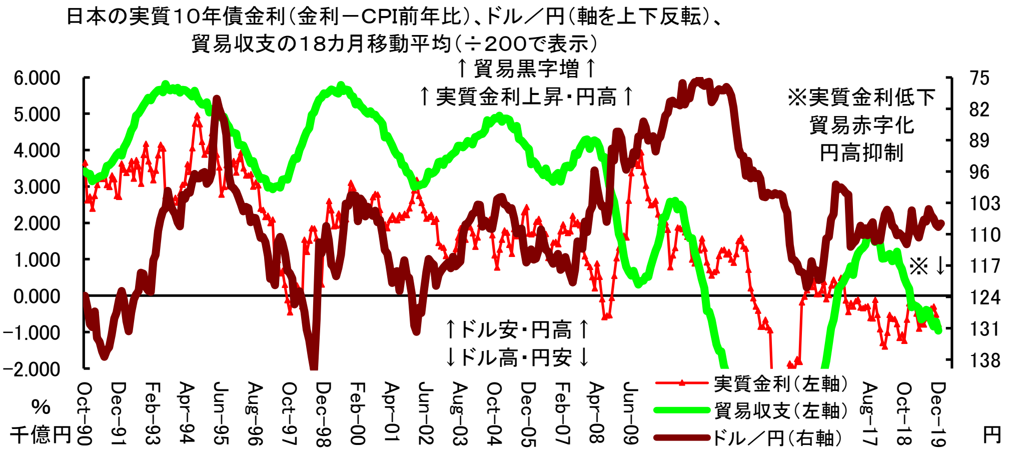
最新 12 月の CPI（消費者物価指数）は前年比＋0.8%と、9－10 月の＋0.2%や 11 月の＋0.5%から上昇している。一方で 12 月に 10 年債金利は月間最高でも 0.019%にとどまっており、「金利－物価変動率」で算出される実質金利は－0.8%となった。9－10 月の－0.3%からマイナス幅を拡大させている。少なくとも 2012 年までの過去の円高局面では見られなかった実質マイナス金利の定着となっている。

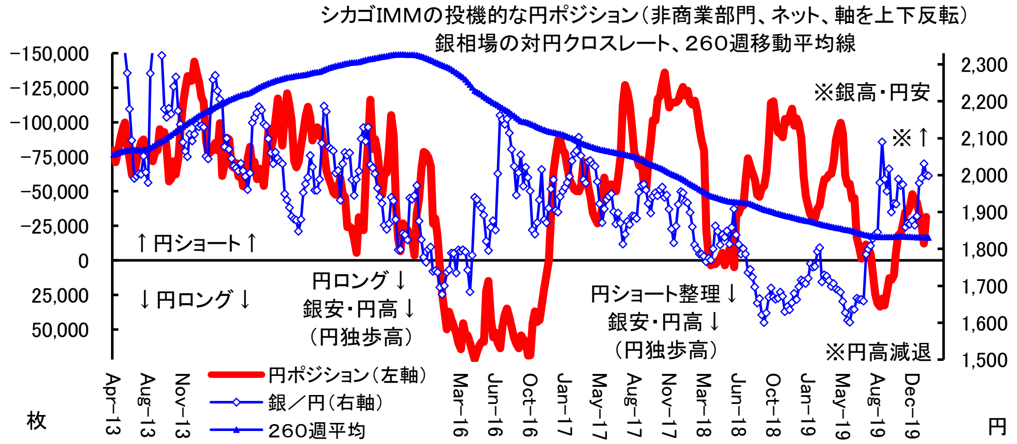
同時に日本の貿易収支に関しても 2012 年までの円高局面とは異なり、赤字化へと転落している。2019 年の年間では－1 兆 6438 億円と、2 年連続での赤字となった。しかも日本では 2011 年以降の 9 年間で、7 年は年間赤字という貿易赤字構造が定着しつつある。

こうした金利面や貿易収支面での構造変化もあり、ジワリとリスク回避局面での円独歩高の圧力が減退してきた。同じ安全逃避資産との比較では、21 日以降に金相場は対円クロス円レートで下げ渋りとなっている。1 月からは金相場の高値警戒感などもあり、銀相場が対円クロスレートで底堅さを示し始めている。金や銀に対しての円の劣勢は、構造的な円高圧力緩和と円の強さ減退を示すとともに、投機的な円ポジションでの「持続的な円ロング拡大の歯止め要因」としても注視されそうだ。









お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。