

マーケットの底流を読む

クロス円、コロナ＋通商摩擦前まで上値余地

CRB 指数や世界 PMI は先行回復、円ショート醸成余力も

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/3/12 (金)

為替相場は対円の欧州・資源国通貨といったクロス円取引で、コロナ打撃前のみならず、米トランプ前政権が激化させた通商摩擦前までの外貨上値余地（円安余地）が残されている。すでにコロナワクチン進展などによる経済正常化期待と、米政権交代などによる貿易正常化期待もあって、CRB 商品指数やグローバル製造業 PMI は2018年以来の高水準を先行回復してきた。投機ポジション面では円ショート（売り持ち）醸成余地があるほか、日本では超金融緩和下でのリスク忌避後退により、国外への資金溢れ余地が残されている。

経済正常化と同時に貿易正常化の余地

「ここ数カ月の世界では多くの産業部門の活動が上向き、パンデミック（世界的な感染大流行）の規制に適応しつつある。ワクチンが不均等ではあるが普及し始め、政府の財政刺激策、特に米国のそれが経済活動の主要な牽引役になると見られている」――。

OECD（経済協力開発機構）は9日、このように指摘しながら、世界経済の成長率予測を今年+5.6%、来年+4.0%に上方修正した（昨年12月時は+4.2%と+3.7%）。そのうえで「世界の生産高は2021年半ばにはパンデミック以前の水準に回復する」（同）という見通しを示している。

すでに為替相場では昨年以降、世界景気の修復を先取りする形でクロス円取引では欧州通貨高（ユーロ、ポンド、スイス・フランなど）や資源国通貨高（豪ドル、NZドル、カナダ・ドル、南アフリカ・ランド、メキシコ・ペソなど）、新興国通貨高（トルコ・リラなど）が先行進展してきた（円は下落）。足元ではコロナ打撃前の高値水準を回復しつつある。

しかし、こうした外貨はコロナ要因だけでなく、2017-2018年から激化されてきた前トランプ米政権による保護主義と通商摩擦の中で下落してきた経緯がある。その意味で今後は世界景気のコロナ危機前への「経済正常化」のみならず、通商摩擦前までの「貿易正常化」を織り込む形での外貨上値余地（円安余地）が残されている。

すでに世界の景気や貿易量に先行する CRB 商品指数は、2月25日に一時196を上回り、2018年10月以来の高値を回復してきた。同じく世界景気の先行指標である JP モルガン・グローバル製造業 PMI は、最新2月に53.9と前月の53.6から上昇し、2018年以降では最高を更新している。米国でも重要先行指標である ISM 製造業景況指数が、2月に60.8と前月の58.7から上昇。2018年2月以来の高水準を記録

した。

それに対してクロス円では、ユーロ/円が直近の月間高値で2月に129.98円前後（2月25日）となったが、まだ2018年11月以来の高値にとどまっている。当時の高値である同年9月の133.13円前後や2月の137.51円前後まで、まだ上値余地が残されている。

同様にポンド/円は直近高値が3月9日の151.28円前後だが、2018年は4月に153.86円前後、1月に157.72円前後までのポンド高局面があった。豪ドル/円は直近高値84.95円前後（2月25日）に対し、前回高値は2018年1月の89.08円前後、2017年9月の90.31円前後などとなっている。

また、NZドル/円は直近高値79.21円（2月25日）に対し、前回高値は2018年2月の81.08円前後、1月の81.57円前後、2017年7月の83.91円前後などとなっていた。カナダ・ドル/円は直近高値86.38円前後（3月9日）に対し、前回高値は2018年10月の89.22円前後、同年1月の91.59円前後といった実績が見られている。

今回の場合、各国でワクチン接種拡大や政府・中銀による景気と雇用の配慮姿勢（出口封印）が続く限り、世界景気の回復余力と、クロス円の「2017-2018年の外貨高値」までの上値余地が注目されやすい。

国内は超緩和下でリスク選好、余剰資金が国外へ

しかも日本では日銀による超金融緩和策と国内でのカネ余りが続くなか、法人や個人の間でリスク忌避ムードが後退してきた。リスクテイクを後押しさせるもので、国内の余剰マネーが外国債券・株式への投資や外国企業の買収、投機的な外貨ロング（買い持ち）ポジションの形成などを通じ、国外へと溢れ出される余力が残されている（円安・外貨高の要因）。

景況マインドを示す内閣府の景気ウォッチャー調査では、最新2月に「景気の先行き判断」が家計と企業の合計で51.3となり、前月の39.9から大きく改善している。2018年8月以来の高水準となってきた。こちらも通商摩擦前の水準を回復しつつあり、クロス円では同時期までの外貨高・円安余地が支援されそうだ。

こうした景気回復期待のほか資源高などもあって、日本では緩やかながらも期待インフレが修復されつつある。予想物価指標であり、期待インフレを示すブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）は10年物で、9日に一時0.215%と2019年6月以来の高水準に上昇してきた（ブルームバーグ算出）。

現在は名目の10年債金利も上昇しているが、BEIの上昇を受けて「名目金利－期待インフレ率」で算出される実質金利は昨年3月以降の上昇圧力に歯止めが掛かっている。日銀は現状以上の大幅な名目金利上昇は抑え込む構えで、実質金利の上昇抑制や低下余地もまた、クロス円では円安・外貨高の要因となりやすい。

投機的な外貨ロングと、裏表の円ショート（売り持ち）ポジションの醸成余地でいえば、為替相場の一部データでは投機的な円ロング（買い持ち）が残存している。3月以降の円安で円ロングは解消されてきた可能性もあるが、今後は「新規のネット円ショート拡大」転換が焦点になっていく。

シカゴIMMの投機的な円先物ポジションは、3月2日週時点で差し引き+1万9270枚のネット・ロングになった（非商業部門、国際通貨市場）。前週の+2万8622枚から、2週連続で買い持ちが減少している（円売り）。円のロング幅は1月12日週に+5万0520枚となり、2016年10月以来という高水準になっていた。そこから円ロング整理の円売り戻しが優勢となっている。

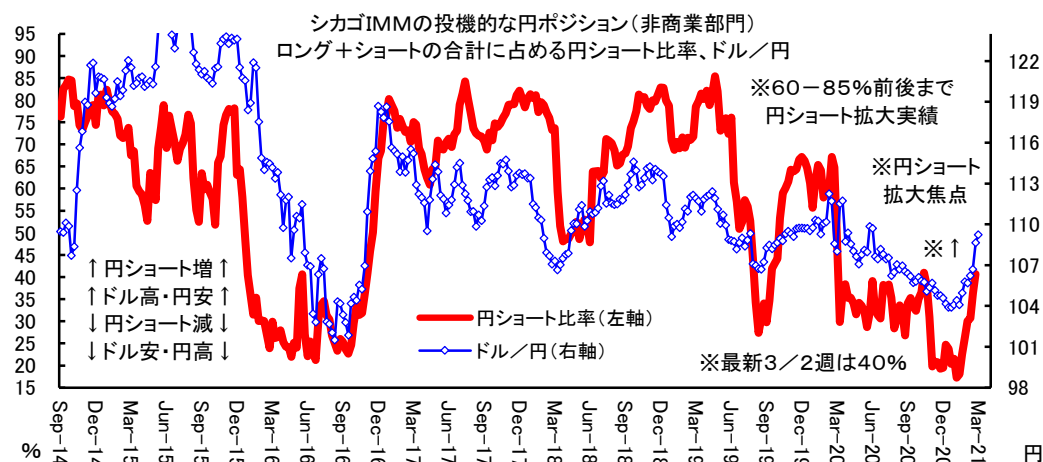
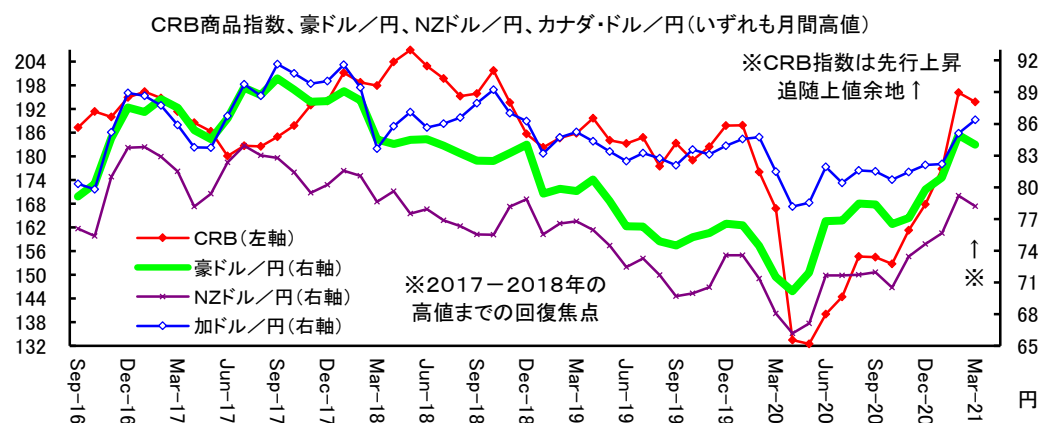
過去実績としてネット円ロング解消までの円売り

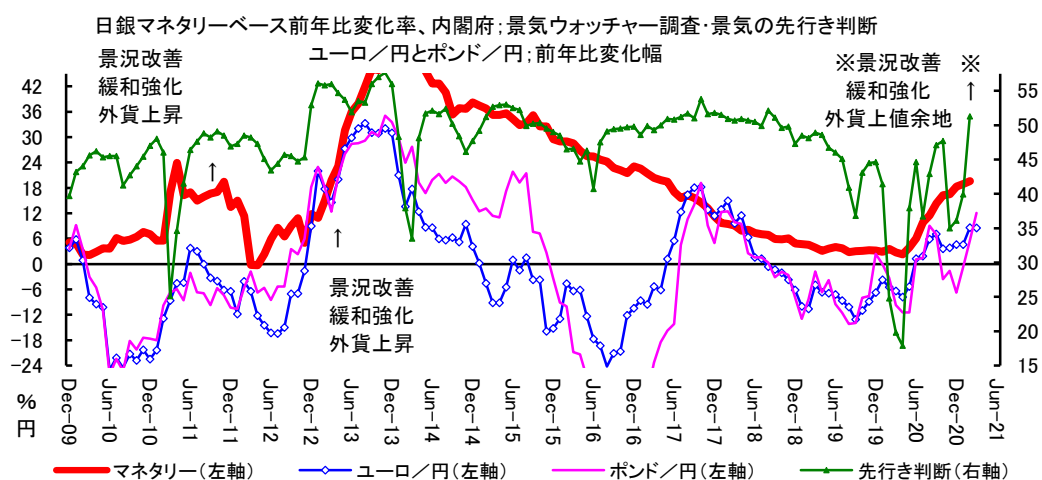
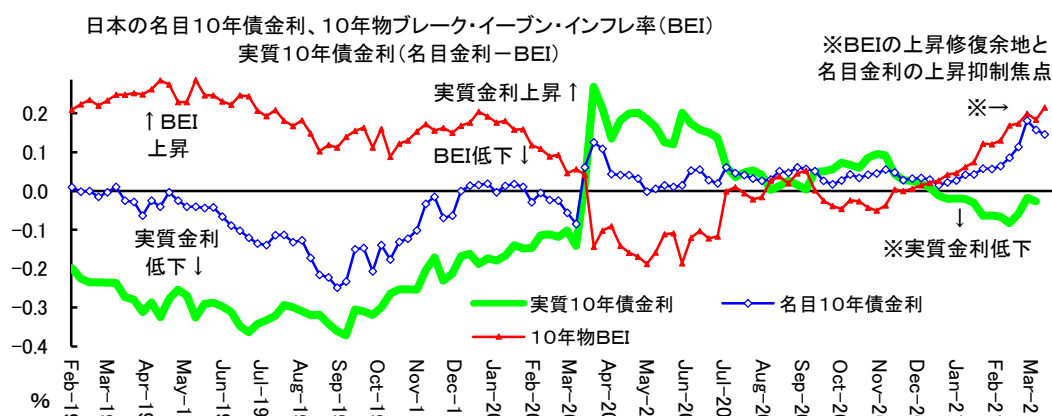
モメンタムが発生すると、慣性的な勢いのままネット円ショート拡大まで円売り優勢の流れが持続してきた。その場合、差し引きする前の円ロングと円ショートの合計ポジションに占める円ショートの比率では、2015年以降の実績として最少で60%超え、最大で85%超えまでの円ショート拡大が繰り返されている。

その点、現在は3月2日週時点で円ショート比率は40.7%にとどまっている。今後はネットでの円ショート転換を含めて、60%から85%方向への円ショート比率拡大と円売り余地が注視されそうだ。

ちなみに前回のネット円ロング状態からの解消は、2019年10月に観測された。当時はその後にネット円ショートが拡大したが、ドル/円は106円から112円方向へと+5.7円前後のドル高・円安が進展している。円ショート比率は、67%にまで拡大する場面があった。

その前では2018年4月から6月にかけて、短期的な円ロングと円ショート転換が見られている。当時のドル/円は107円から113円超えと、+5.6円幅のドル高が進展。円ショートの比率は、83%方向まで拡大した実績を有している。





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。