

ドル高でも出来高「過熱」限定、一段高余地 輸出や外債の盛り上がり欠如、過去は出来高急増でピーク

2022/6/6 (月)

東京外為市場のドル/円ではドル高・円安が進展しているが、スポット（直物）取引での出来高は抑制されている。海外の短期筋主導やクロス円主導（対非ドル通貨での円安）の円安が示唆される一方、過去実績に沿えば、出来高が急増していく過熱ピークまでドル高・円安の寿命余地が残存している。出来高低迷の一因には円安でも輸出や外債投資の盛り上がり欠如していることがあり、その分だけ当座は輸出企業の為替手当てや外債投資の巻き戻しなどによるドル売り・円買いの度合いも限られる。

出来高急増はドル高ピークの先行指標、現在尚早

「出来高は株価に先行する（株価よりもまず出来高が徐々に増え始め、次の段階で株価が上昇する）」、「個別株の上げ相場では、その銘柄の注目度が増し、投資家の買い需要が増えていく。買いたい人が多くなるので、上げ相場では一般的に出来高が増加する」、「個別株の上げ相場や下げ相場の場合、出来高が増加ピークを迎えてから、1週間程度で株価が高値（安値）をつける」――。

株式市場の相場格言や一般的な投資経験則では、このような指摘がなされてきた。為替相場では細かい違いや例外ケースがあるものの、同じ金融マーケットとして無視できない相場判断材料といえる。

現在の為替ドル/円では、ドル高・円安が加速されてきた。今後については米国債金利の上昇ペース鈍化や米FRBによる利上げ加速の織り込み進捗、米国経済の先行き悪化懸念などもあって、一旦のドル高ピーク接近が焦点となっている。

一方で「出来高の観点でのドル天井分析」でいえば、東京外為市場でのドル/円スポット（直物）取引では過熱感が限定的になっている。日銀集計による出来高の月中平均は、5月に53.59億ドルと前月の67.78億ドルから減少した。コロナ危機前である「平時」の2020年1月が57.13億ドルであり、当時をも下回る水準だ。あくまで出来高面では、良くも悪くもドル高・円安バブルは尚早となっている。

過去のドル高局面では株式市場での高値到達ケースと同様、「出来高の急増」が行き過ぎ過熱とドル天井形成の前兆シグナルとなってきた。最近では120円超えのドル高から120円割れ方向へのドル安にトレンド転換した起点の2016年1月に、出来高は114億ドルへの急増となっている。

2012年から2015年のドル高局面の場合、2015年6-8月の125円超えでドルは天井高値を形成した。当時はその5-9月カ月前となる2014年9月から2015年1月にかけて、出来高は5カ月連続で100億

ドル超えの急増となっている。あくまで結果論ながらも、当時はこうした先行での出来高急増が、ドル買い必要者のドル買い進捗や、客観情勢を軽視したドル買い過熱を示唆し、「ドル高相場の終わりの始まり」を示す先行シグナルとなっている。

それ以前でも2002年2月の135円というドル高の天井ピーク形成時には、その前月と翌月に出来高が100億ドルに急増していた。1998年8月の147円超えでの天井時には、同月に150億ドルもの出来高急増となっている。その点で現在の場合、相場格言に沿えば「まだ出来高増加を伴ったドル高余地が残存しており、出来高が急増ピークしたあとで、ドルは天井形成から反落に転じる」という相場の寿命余地が注目される。

もちろん、東京市場でドル/円の直物出来高が低迷する中でのドル高・円安は、海外の短期筋主導やクロス円主導（対非ドル通貨での円安）による円安といった脆弱性も示唆されている。今後は一段の悪材料の浮上など次第で、投機的に膨らんできた円ショート・ポジション（売り持ち）の整理による円高や、流動性の限られるクロス円が主導する形で、短期的に円高・外貨安が加速されるリスクは無視できない。

1-4月累計で貿易赤字、過去は翌年前年比ドル高

また、東京市場での出来高低迷には、構造要因として日本企業の社内決済（マリー）拡大、企業の海外移転と多国籍企業化の進展（ドル収入のドル活用など、円転減少）、金融機関の規制強化やリスク管理厳格化による外債投資などでの為替ヘッジ強化（為替リスク低減化）などがある。

一方で現在の場合、ドル/円の出来高低迷の一因として、ドル高・円安の進展でも輸出や外債投資の盛り上がり欠けることがある。その分だけ過去にドル高からドル安への転換を促した「輸出増加と輸出企業によるドル売り・円買い手当ての増大」や、「外債投資の巻き戻し（利益確定や損切りなど）や為替ヘッジ対応などによるドル売り・円買いの加速」といった潜在リスクは抑制される。

このうち輸出は海外生産定着のほか、中国を始めとした世界減速懸念、根強い半導体などの品不足と供給制約、素原材料価格や輸送コストの高騰、コロナや戦争打撃による供給網（サプライチェーン）の混乱などが影を落としている。

すでに日本の貿易収支では輸出減と資源高騰などによる輸入増を受けて、貿易赤字が定着してきた。今年は1-4月の累計で-4.1兆円の赤字となっている。1970年代以降の長期実績として、1-4月の累計

で1兆円以上の貿易赤字があるケースでは、為替実需面で「輸出企業のドル戻り売り減退」と「輸入企業のドル押し目買い増加」がその後に累増。1年後にかけてはドル/円の月間ドル高値ベースで、「前年同月比ドル高」が高確率で形成されてきた。

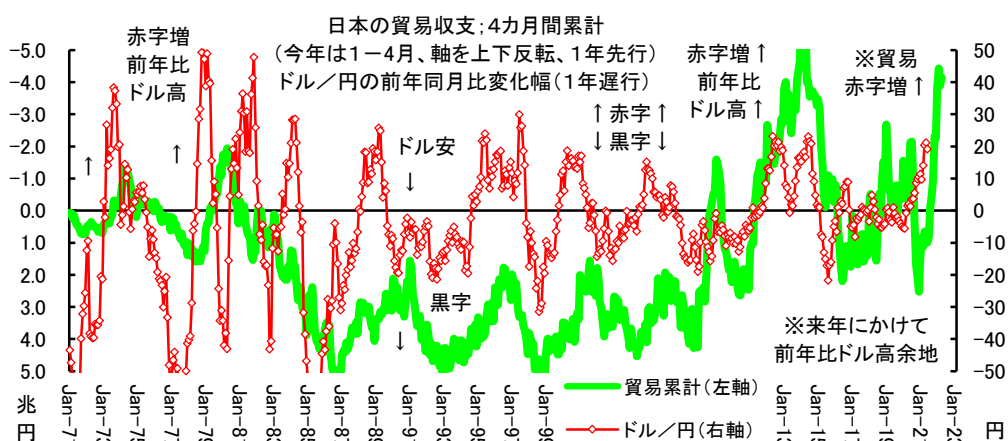
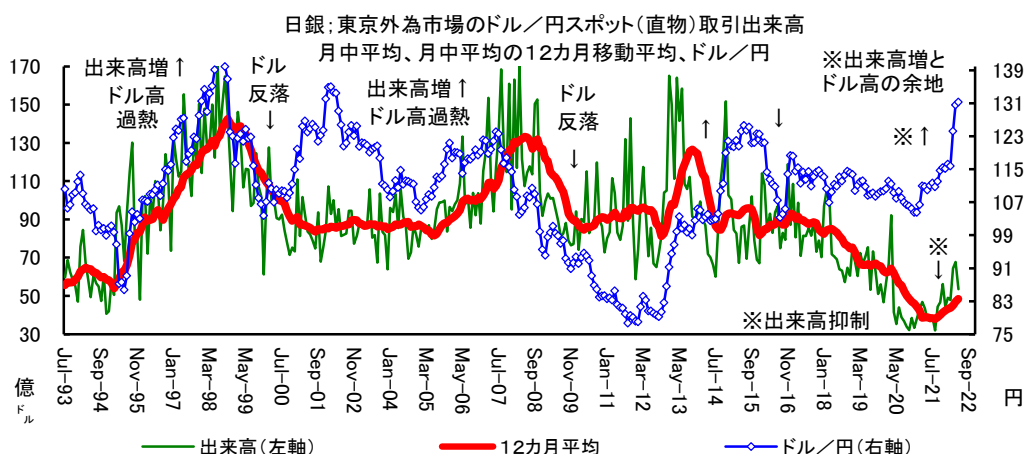
その点でいえば今年のドル/円は月間ドル高値が、4-6月に130-131円となっている。来年4-6月の段階では、130-131円を超える「前年同月比ドル高」の先高余地が無視できない。

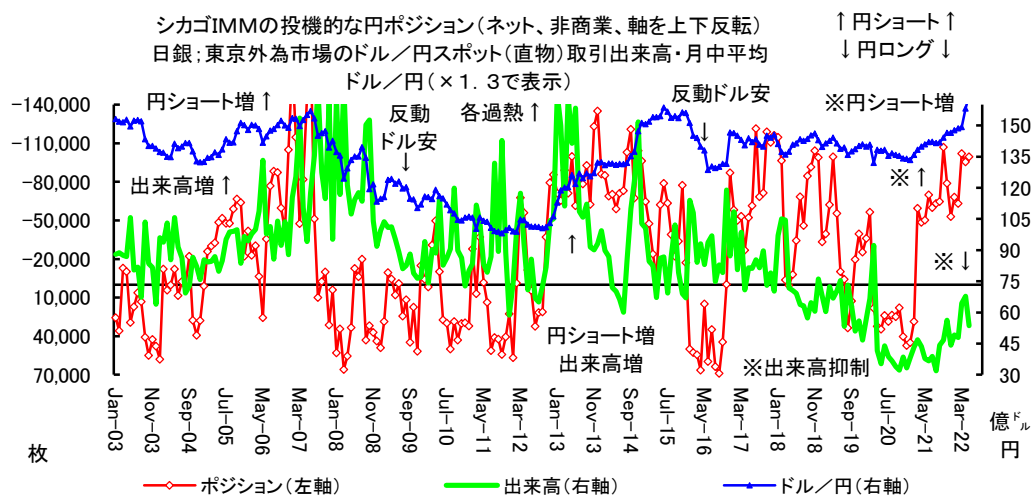
たださえ、米FRBの利上げは来年にかけて持続する可能性がある。FRBの利上げ局面では事前の織り込み局面を含めて、ドル/円は前年同月比+10円幅から+25円幅前後のドル上昇パターンが繰り返されてきた。すでに今年は3月から利上げが開始されているが、4月が前年比+20円幅、5月が+21円幅と過去パターンが踏襲されている。来年4-6月にかけて前年比+5円幅から+10円幅としても、135円から140円方向へのドル高余地は非現実的ではない。

一方、外債投資を含めた対外証券投資は、一定の資本流出も観測されている。それでも2014-2015

年のドル高・円安局面などと比べると、資本流出の勢いは限定的だ。現在は金融規制の厳格化や国内金融機関の体力低下、国際金融市場を取り巻く不透明感のほか、米国債など外債の価格面での下落（金利は上昇）、それに伴う保有外債の損失拡大や先行き損失警戒、急激なドル高・円安に伴う反動調整警戒などが重石になっている。

外貨建て資産に関しては日本経済新聞が5月30日、「円安が進み、日本の個人からは米ドルなど外貨建ての資産を円に換える利益確定が増えている」、「外貨預金・保険で解約が加速」と伝えていた。ブルームバーグは6月3日、「日本の生保の保有するドル建て資産の為替ヘッジ比率が過去10年間で最低となっている」と報道。その中では「米利上げでコスト高となっているヘッジ付き米国債への投資縮小が背景にある」、「生保は2025年に導入される新しい資本規制に向けた対応を進めており、為替のリスク係数が高くなる見通しで、オープン外債（為替ヘッジなし）は投資しづらい可能性」などと指摘している。





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。