

円調達キャリー取引、現状は過熱抑制

ピーク比で円ショート5-7割、外銀の円貸出3-4割

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/6/10 (金)

為替相場では円安・外貨高が加速され、円調達による外貨資産や高金利通貨への投資拡大が注目されているが、広義の円調達キャリー取引は過熱が抑制されている。あくまで把握できるデータの範囲内ながら、シカゴ IMM のネット円ショート・ポジション（国際通貨市場、円の売り持ち）は過去ピーク比で5-7割、国内の外国銀行による円貸出は規制強化もあって3-4割となっている。短期調整的な円高・外貨安は想定されるものの、日本の経常黒字減や内外の金利差拡大、日本の実質金利低下などが本格的な円高反転を先送りさせる。

円ショート、5月までは小刻み調整挟み過熱抑制

「岸田文雄首相の選挙区は広島市であり、地元には本社のある自動車大手のマツダや関連企業を含めて、衆院初当選（1993年）以降は長きにわたって地元製造業の支援を受けてきた。首相の夫人も、マツダの元重役秘書だ。過去の円高局面では地元産業界から再三陳情を受けてきた経験もあり、首相の政治的な感覚として円安の弊害問題には今一つ切迫感が高まらないのかもしれない」――。

ある内閣官房の経済担当は、このような解説を行う。現在も日銀の緩和行き過ぎと円安、物価高の懸念は根強いが、岸田首相は3日に「日銀との物価2%目標の共同声明を維持」、「日銀の手法で物価の安定的な上昇実現を期待」、「そのうえで（良い物価上昇と賃金上昇の）好循環を実現し、国民生活を守る」という見解を繰り返している。

現状段階では首相官邸、財務省、日銀ともに、「円安のスピードやマイナス影響には注意を払いつつも、適度な円安による企業収益の改善と賃上げ還元や、企業判断による『価格転嫁実施のための賃上げ配慮』を後押しさせる」という方向性にある。

その中で為替相場では円安・外貨高が加速され、円調達による外貨資産や高金利通貨への投資という円キャリー拡大が注目されている。今後は行き過ぎ過熱や反動修正によるドル安・円高転換が注目されるが、現状段階で広義の円調達キャリー取引は過熱が抑制されている状況だ。

円キャリーの度合いで参考になるシカゴ IMM の投機的な円ポジションは、最新5月31日週に-9万4439枚のネット円ショートになった（国際通貨市場、非商業部門）。前週の-9万9444枚から3週連続で売り持ちが減少し（円買い戻し）、4月12日週の-11万1827枚をピークに上げ渋りとなっている。小刻みな調整円買い（円ショート縮小）を挟みながら円ショートが高止まりしており、円ショート拡大と

円安の過熱感は抑制されている。

一方で5月31日以降は円全面安が加速されており、足元では円ショートが再増加している可能性が高い。それでも最近の円ショート拡大ピーク（＝円キャリーの過熱示唆）は、2017年11月の-13万5999枚となっていた。直近の-9枚44439枚は、その規模に対してまだ約69%の水準だ。その前の拡大ピークは2013年12月の-14万3822枚で、現状は約66%。さらに前では2007年7月に-18万8077枚にまで円ショートが膨張しており、現状は約50%にとどまっている。

過去の円ショート拡大と円キャリーの過熱局面では、連動して海外勢の対日証券投資で「短期債の売り越し」が急拡大となっていた（円売り要因）。

現在は財務省の対内短期債投資でいえば、6週間のネット累計ベースで最新6月3日週に+4兆1811億円の「買い越し」となっている。過去に円ショートや円キャリーの過熱修正により、反動巻き戻しと円高が加速された2016年1月の場合（ドル/円は120円から110円へ）、その前後で6週累計は-4兆2596億円の売り越しが膨らんでいた（円売り蓄積）。こうした大幅な円債売りの巻き戻しが、買い戻しを含めて円高・ドル安を加速させている。

円キャリー時は円債売り・円売り急増、現在限定

その前のドル高・円安局面では、2015年6-8月にかけてドル/円は125円超えで当時のピークをつけている。当時も6週累計は7月時点で、-2兆6044億円の売り越しが膨らんでいた。さらに前のドル高・円安局面では、2007年6月の124円超えでドル高・円安がクライマックスとなった。当時はその前段階の5月時点で、短期債の6週累計が-1兆5434億円の売り越しに増加していた。

過去は海外勢による対日短期債の大幅売り越しにまで波及していた「円売りの拡大膨張」が、その後には過熱調整が入る形で円買い戻しと円高・ドル安への転換を促している。その点、現在の「6月3日週時点での6週累計+4兆1811億円のネット買い越し」という状態は、まだ円買い戻しエネルギーが蓄積されていないことを示唆している。

過去には円調達による外貨資産投資や海外利用といった円キャリーの目安として、国内の外国銀行による円貸出が注目されていた。

過去の日銀の貸出・預金動向による「外銀の円貸出・月中平残」では、円キャリーなどでドル安・円高が加速された2006-2007年に大きく増加。2006年8月には7兆9912億円と、前年比+106.7%もの

急増となっている。その後に伸び率が鈍化し、翌2007年7月には-24.7%減の5兆59564億円となっている。当時は円キャリーや円ショートの特需から巻き戻し始動を示す形で、ドル/円は2007年6月の124円から5カ月後の11月には110円方向へとドル安・円高が加速されている。

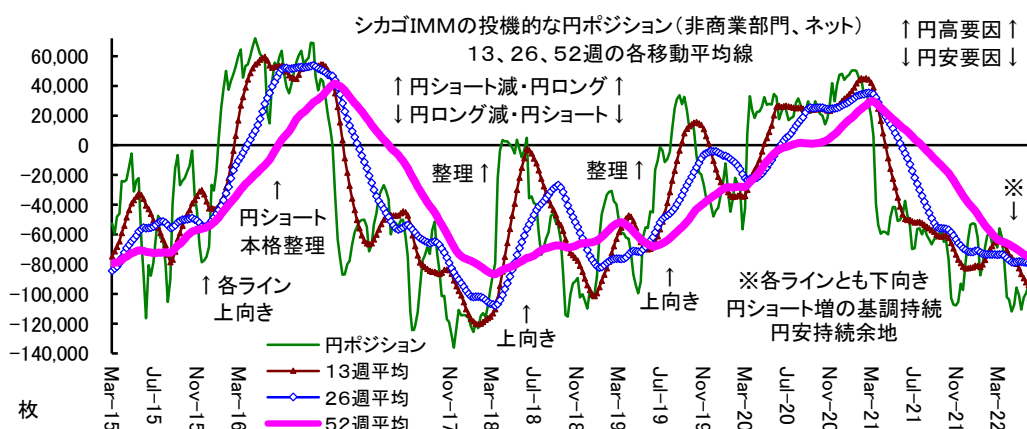
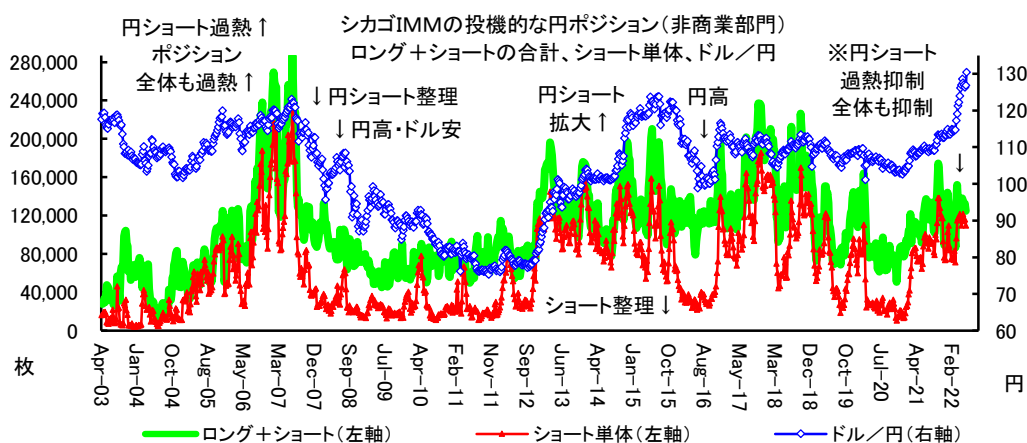
ひるがえって現在は米国などでの金融規制強化のほか、国内での外国銀行の業務縮小などで円貸出は抑制されている。最新の今年5月は3兆4300億円と、2006年8月のピーク7兆9912億円に対して約43%という低水準だ。その他、以前の円キャリー拡大局面では、2002年8月に9兆9558億円にまで円貸出が急増していた。その規模と比較すると、今年5月は34%にとどまっている。

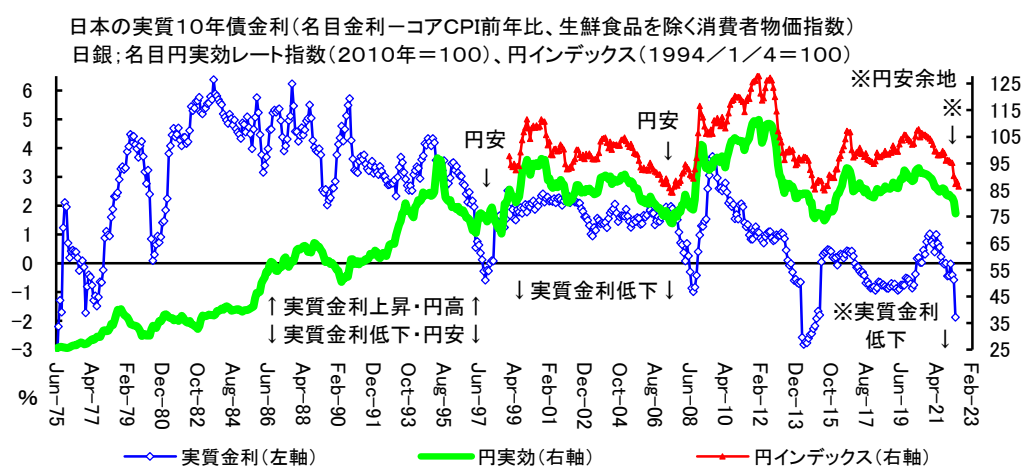
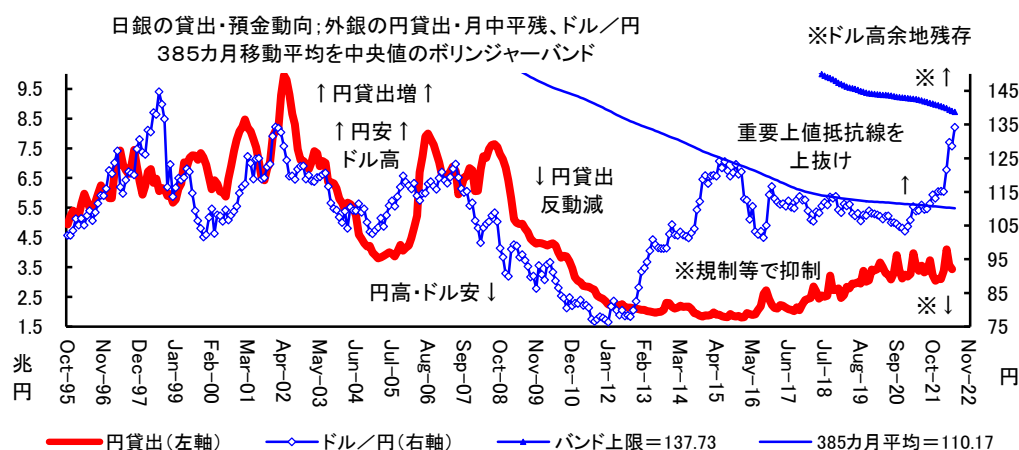
過去は外銀の円貸出が急増過熱となったあと、その巻き戻しがドル安・円高への転換を促してきた。現在は多種多様な経路による円キャリー拡大の可能性もあるが、把握できる同じデータの範囲でいえば、

円キャリーの過熱尚早と反動ショックの度合い抑制が示唆されている。

ドル/円は過去実績として米国の金利やFRBの政策動向と同時に、底流部分でのトレンドと需給に影響を及ぼす「日本の経常収支」と密接な相関性を有してきた。1990年代以降、現在のようなドル高・円安トレンドが終了したのは、いずれも日本の経常収支の24カ月（2年）移動平均といったトレンドが黒字増や赤字減へと基調転換した前後であった。その点、現在は24カ月平均ベースで、経常黒字は減少のモメンタムが持続されている。

さらに現在の日本では物価プラス化の一方、日銀が長期金利の抑制策を堅持させていることで、実質金利は大きく低下している（名目金利－インフレ率）。こうした要因もまた、短期調整的な円高・ドル安やクロス円での円高・外貨安を経ながらの中長期スパンでの円安持続を支援しやすい。





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。