

対円ドル高、出来高では「ピーク判断」尚早 増加過熱限定、ドル貴重化と円余剰で円転減少は持続

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/11/21 (月)

為替相場のドル/円はドル高の天井ピークが焦点になっているが、東京市場の出来高ではクライマックス示唆の過熱急増は尚早となっている。現在は海外市場主導や内外の短期筋主導という側面はあるが、過去のドル高では出来高急増がドル高の達成感シグナルとなってきた。現在の日本では企業のグローバル化や世界的な先行き不安、資源調達などでドルは貴重化し、FRB の利上げと量的引き締めもドルの金利妙味や逼迫感を高める一方、国内では日銀の緩和堅持や企業の現預金急増などで円余剰が続き、ドル売り・円転の減少が持続している。

出来高急増はドル高ピークの先行指標、現状尚早

「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。

その点でいえば現状の東京市場でのドル/円は、出来高の急増が限定的だ。日銀集計によるスポット（直物）取引の出来高・月中平均は、直近 11 月が 16 日時点で 48.00 億ドルとなっている。10 月の 53.82 億ドルや 9 月の 65.19 億ドルからは再減少となってきた。コロナ危機前である「平時」の 2020 年 1 月にはドル/円が横這い化し、実需・資本・投機取引で過熱感は抑制されていたが、それでも出来高は 57.13 億ドルとなっている。現在は当時と同水準か下回る水準であり、出来高面では良くも悪くも「ドル高・円安のバブル過熱」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ピーク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ピークを形成した。当時はその 5―9 月か月前となる 2014 年 9 月から 2015 年 1 月にかけて、出来高は 5 か月連続で 100 億ドル超えもの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の行き過ぎを示唆し、「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「まだ出来高の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。

現在の場合、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、ドル独歩高に伴う米国など海外市場の主導や、内外の短期筋主導、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過去との違いも示唆されている。

金利差で米優位、短期ドル安でも金利差がカバー

一方で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拡大（ドル買いとドル売りの社内ネット決済など）、日本企業の海外移転と多国籍企業化の進展（生産拠点と東京市場の空洞化）、ドル収入のドル活用などに伴う円転減少、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。

さらにドル/円の出来高低迷のほか、10 月後半以降のドル安・円高でも出来高が急増してこない背景としては、日本の企業や個人による円転（円買い）の需要減少がある。実需の為替需給面でいえば、日本では貿易赤字の拡大が続いたままだ。単純に輸入企業によるドル買い需要が累増しており、輸出企業によるドル売り・円転は差し引きで規模減退が続いている。

しかも現在の日本企業は海外移転や国際分散化を進め、外国企業を買収してグループ入りさせるといったグローバル化が進展してきた。日本の金融機関も、海外向けで投融資を急増させている。その中で現在は世界的に経済・金融・債務不安がくすぶっており、国際決済通貨であるドルは貴重性や確保の重要性が高まっている。同時進行で米 FRB は利上げと量的引き締めを強化させており、これまたドルの金利妙味と逼迫感を高めている。

日本企業からすると、国際展開で得られたドルの利益や輸出で得られたドル収入については、円に戻

すよりも、ドルのまま保有する重要性やメリットが大きくなっている。国際商品相場も高止まりが続いており、原油などの資源調達決済はドル建て取引が中心とあって、ドルは需要の累増が持続している。

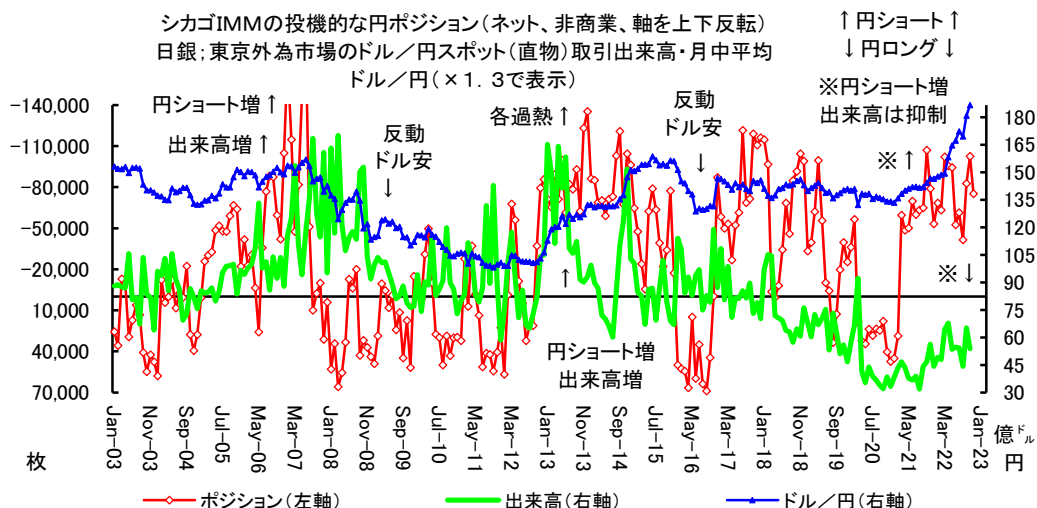
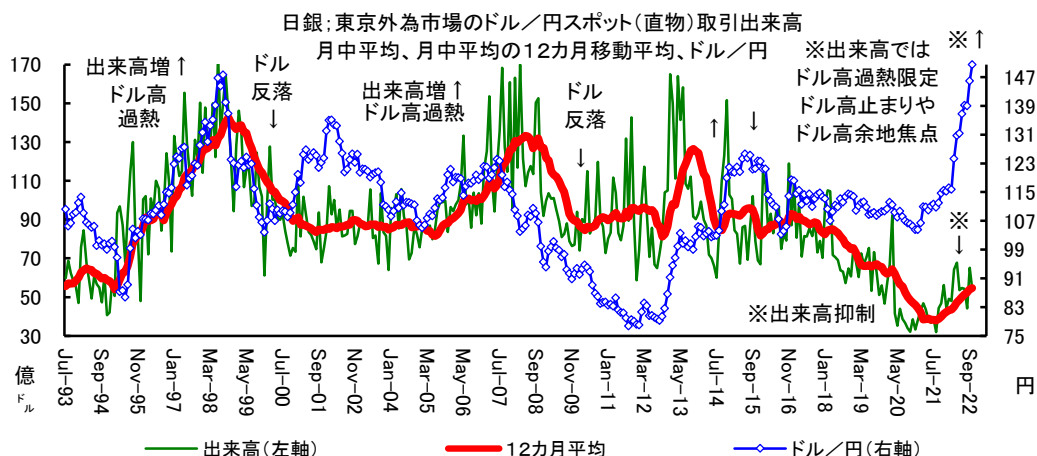
かたや国内では日銀による超低金利政策と量的緩和策が続き、円はカネ余り状態が残存したままだ。その中で日本企業は、手元に滞留させている現金と預金が増加。国内での円余剰状態により、海外で得られたドル資金を無理に円転・ドル売りさせる必要性は減退している。

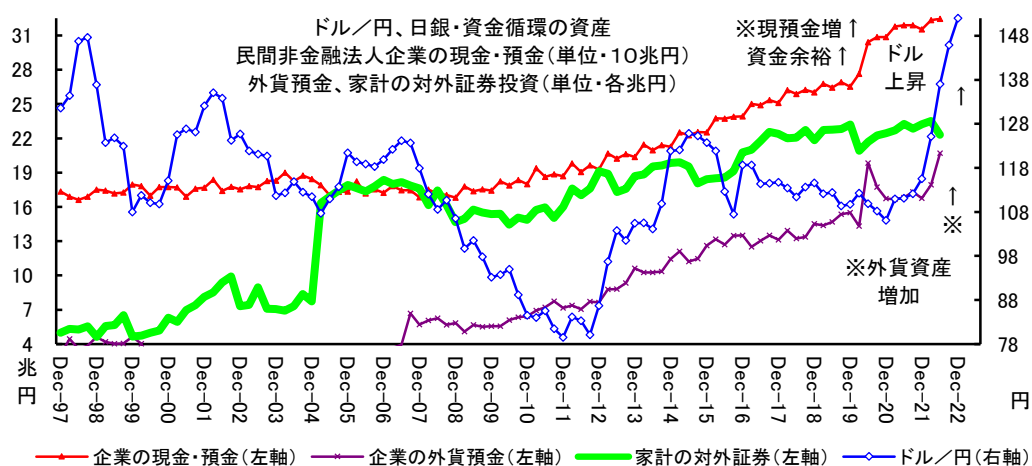
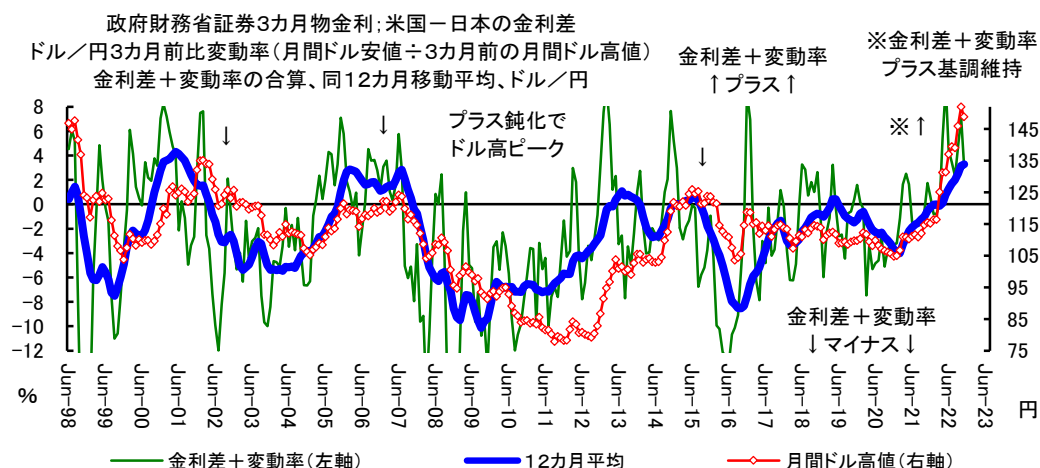
ちなみに日銀の4-6月期末・資金循環によると、民間非金融法人企業の現金・預金は資産ベースで325兆円に膨れ上がってきた。過去に海外の収益・資産の本国回帰などで円転・ドル売りが加速し、1ドル=100円割れまでドル安・円高が進んだ2006年は237兆円、1ドル=80割れまでの円高となった2011年は186兆円となっていた。そこから現在は+90兆円から+140兆円も国内で余剰資金が積み上がっており、本国送金による円転の切迫感は大きく後

退している。

反対に現在は日本の企業、個人ともに、外貨預金や対外証券投資が急増している。日本での超低金利継続やカネ余り、米国での利上げと金利上昇などもあり、「ドルで得られた資金のドル建て活用」や「日本からの円売り・ドル買い手当てを通じたドル資産への投資と保有」が増加傾向にある。

金利面ではFRBの利上げ継続により、米国-日本の3カ月物金利差では米国が+4%以上もの優位となってきた。その中でドル/円は11月からドル安・円高が進展しているが、月間のドル安値は3カ月前の月間ドル高値比で-1.0%のドル安にとどまっている(17日時点)。あくまで計算上は、為替変動によるドル安差損を金利差がカバーできるプラス状態が続いている。過去実績としてこうした3カ月スパンでいえば、「3カ月物の金利差+3カ月前比での為替変動率」の合算で現在のようなプラス化が持続している限り、ドル/円ではドル高のトレンドが維持延命されている。





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。