

マーケットの底流を読む

円ショート転換、最低 1-2 割の円安・株高実績 円ロング整理見極め、円キャリー反転ショックは軽減化

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/10/23 (水)

為替相場では海外投機筋の持ち高で参考になるシカゴ IMM の円先物ポジション（国際通貨市場、ネット）に関し、8 月からの円ロング転換を経た円ロングの整理と円ショート回帰を見極める展開となってきた（円売り・外貨買いの方向）。過去には円ショートへの転換後、為替ドル/円と日経平均株価は最低でも 1-2 割（10-20%）のドル高・円安と株高が進展となっている。先行き日米の政治情勢といった波乱の火種はあるが、8 月にかけての円調達キャリー取引の巻き戻しもあり（円ショート整理）、反動ショックの度合いは軽減化されている。

円ショート移行、ドル/円最低 10-20 円のドル高

「米国では（米大統領選要因などを含めた）インフレ期待の高まりと、米国の財政支出への懸念を背景として、今後 6 カ月以内に米 10 年債金利は 5% の節目を試すことになる」（米運用大手ティール・ロウ・プライス、運用資産約 1.57 兆ドル）、「11 月の米大統領選に備えてオプション市場ではドル買い需要が急増しており、目先は継続の可能性」（米金融大手 JP モルガン・チェース）――。

10 月 21 日にかけては、米国の金融機関からこのような米債金利上昇とドル高に関する指摘がなされている（ブルームバーグが引用で紹介）。

米大統領選での共和党候補・トランプ前大統領の勝利を見据えた「トランプ・トレード（財政出動増や保護主義などを意識）」とも関連したものだが、大統領選でトランプ氏が敗北したとしても、基本的な米財政赤字の高止まりと米国債の発行増持続、米国経済の底堅さと年末商戦やハリケーンの復興需要などに向けた景気の下支え期待などが、米債金利とドルの上昇要因として残されている。

その中で為替相場でのドル/円は、9 月 30 日の 141 円前後を直近ドル安値としてドル高・円安に移行してきた。10 月 22 日のアジア市場では 151 円超えと、7 月末以来のドル高値を更新している。連動の形で海外投機筋の持ち高で参考になるシカゴ IMM の円先物ポジション（国際通貨市場、投機部門＝非商業、ネット）では、8 月からの円ロング転換を経た円ロングの整理と、円ショートへの回帰を見極める展開となってきた（円売り戻しと、ドルなどの外貨買いの方向）。

具体的には 2021 年 3 月以降のネット円ショート（売り持ち）長期化が、8 月 13 日週からネット円ロングに転換となってきた（買い持ち）。そこから 9 月 24 日週に +6 万 6011 枚まで円ロングが急増したあとは、勢い一服となっているが、最新 10 月 15 日

週には +3 万 4110 枚とネット円ロングが残存となっている。そこから 15 日以降は円安持続となっており、足元では「円ロングの整理進展」と「円ショートへの回帰」が焦点になってきた。

1990 年代以降の長期実績として、シカゴ IMM で円ロングから円ショートに転換したあとは、投機的な円売りのモメンタム（勢い）醸成もあり、最低でも 1-2 割のドル高・円安が進展となっている。10-20%、ドル/円の値幅では 10 円から 20 円に相当し、月間ドル安値とその後の月間ドル高値ベースでのドル高との比較によるものだ。

その局面では為替円安や投機的な円売りの背景にあるリスク選好のムードもあり、日本株も連動で上昇になってきた。日経平均株価でいえば、月間安値からその後の月間高値ベースでの高値との比較で、最低でも 10-20% の株高が同時進行となっている。円安進展時には日本株に投資する海外投資家から、円安による為替差損を懸念した為替ヘッジ対応の円売りが増加。円安と日本の株高が連動増幅されやすい。

円ショートへの転換、連動で日経平均上昇

現在でいえば 10 月 15 日週時点での円ロングが最終局面となり、足元では円ショートに転換してきた可能性がある。10 月の月間ドル安値を起点にすると、ドル/円は 10 月 21 日時点で 142.95 円前後となっている。これから実際に円ショート相場に移行するとすれば、+10 円幅で約 153 円、+20 円幅で約 163 円というドル高・円安の潜在余地は無視できない。

日経平均は 10 月 21 日時点での月間安値が、3 万 7651 円となっている。そこから先行き最低 +10% で 4 万 1416 円、+20% で 4 万 5181 円方向まで株高となる伸びシロが注目されそうだ。

現在は世界的に為替取引や株式先物の取引などで、AI・ハイテク技術の活用を含めたアルゴリズム取引、システムトレードの影響力が強まっている。その点でも為替投機ポジションで円ショートに転換すると、追従・便乗的な日本での円安・株高というモメンタムが条件反射的に増幅される可能性がある。

過去の円ロングから円ショートへの転換相場によると、最後の円ロング月の月間ドル安値を起点とし、円ショートへの転換月を 1 カ月目とした計算で、2021 年 3 月からの円ショート転換時に、20 カ月目となる 2022 年 10 月のドル高値まで +47.5 円幅のドル高が進展した（IMM 円ポジションの月末時ベース）。日経平均はその前後の 2021 年 2 月から 9 月にかけて、+11.4% の株高が連動観測されている（月間安値か

ら高値の比較)。

その他、円ショート転換後のドル/円は、2019 年 10 月以降が 5 カ月目まで+6.5 円幅のドル高 (日経平均は+17.3%の株高)、2016 年 11 月以降が 2 カ月目まで+17.8 円幅 (日経平均+18.4%高)、2012 年 10 月以降が 8 カ月目まで+26.6 円幅 (日経平均+84.4%高)、2012 年 2 月以降が 2 カ月目まで+8.0 円幅 (日経平均+22.8%高)、2009 年 12 月以降が 6 カ月目まで+10.2 円幅 (日経平均+25.7%高)、2005 年 2 月以降が 11 カ月目まで+19.7 円幅 (日経平均+45.9%高) という、ドルの上昇幅や連動した株高の実績が見られている。

先行き内外の市場では、日米の政治情勢や中東発の地政学リスクなど、相場波乱の火種が消えていない。一方で日本市場への影響でいえば、7-8 月にかけて過熱膨張していた円調達キャリー取引に調整巻き戻しが入っており (円ショート整理)、現在は反動ショックの度合いが軽減されてきた。

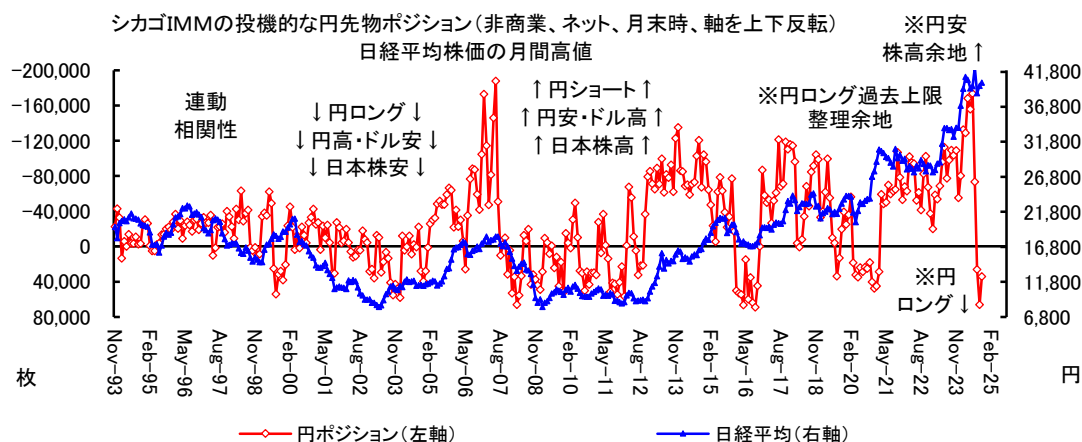
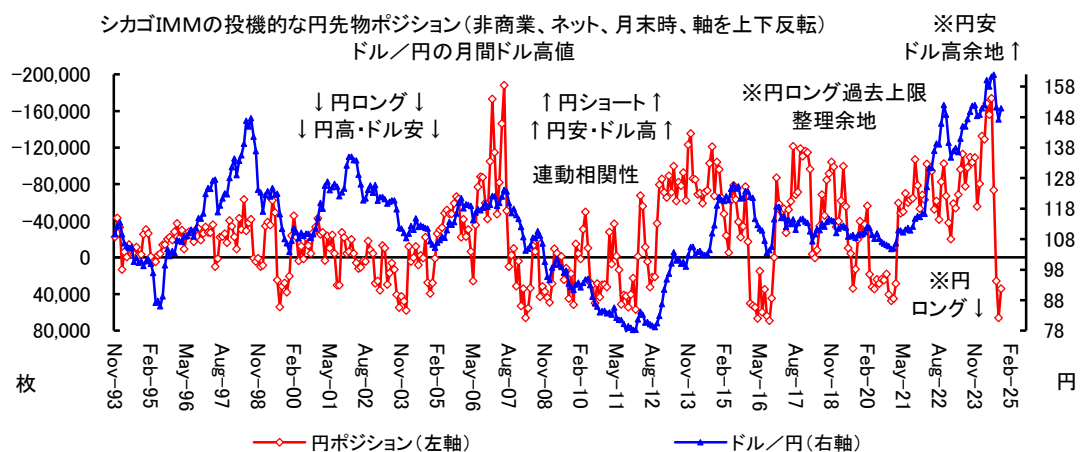
シカゴ IMM の円先物ポジション (国際通貨市場、投機部門=非商業) では、ロングとショートの合計に占める円ショート比率が最新 10 月 15 日週に 37.8%となっている。最近では 5-6 月にかけての

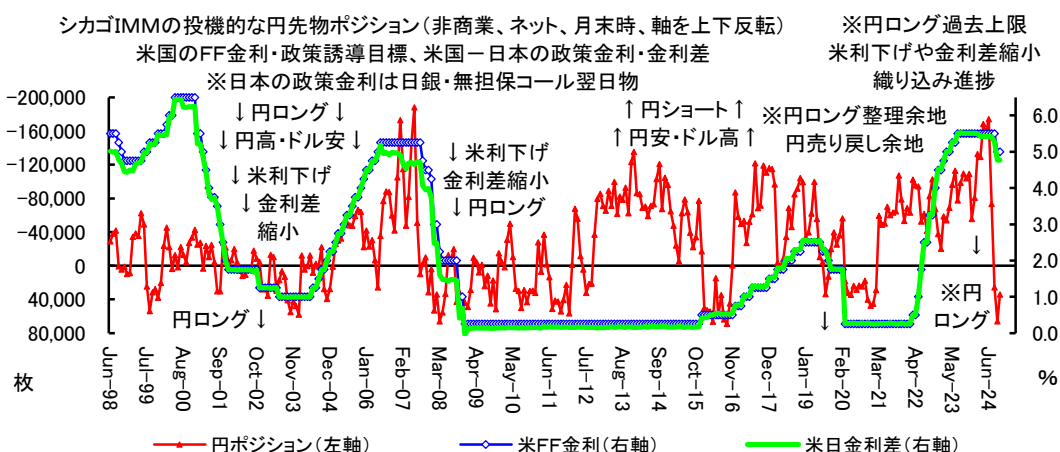
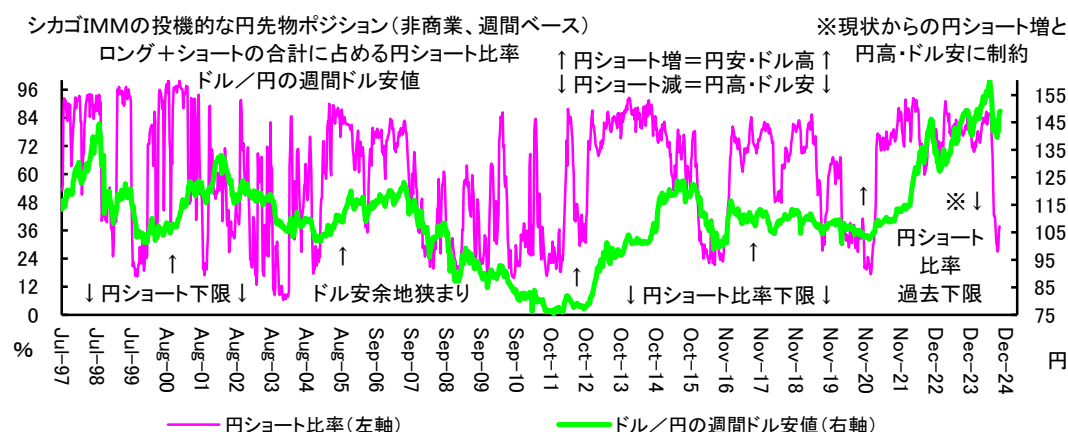
85%から 86%超えという円ショートの偏り過熱を経て、9 月 17 日週には 29.4%にまで円ショート比率が急減となった。連動して為替相場ではドル安・円高 (円ショート整理の円買い) が加速されてきたが、そこから円ショート圧縮は一段落となっている。

過去実績として円ショート比率が直近最低のような 30%割れにまで減少してくると、ドル/円は投機的な円ショートの巻き戻しによる円買いエネルギーの減退へと作用。ドル安・円高の余地が狭まり、ドルは下げ渋りや下値切り上がりに移行している。

また、IMM の円ポジションは 9 月 24 日週に+6 万 6011 枚までネット円ロングが急増したが、2016 年 10 月以来の高水準となっていた。1992 年以降では過去最大レベルになっている。過去にこうした円ロングの急増は、米 FRB の利下げ終盤や米国-日本の金利差縮小終盤で観測されてきた。

現在は先回りの形で、先行きのドル安・円高リスクに対する織り込みが進捗している。その分だけ今後の FRB 利下げや日銀の利上げ、米日の金利差縮小でも、現状からの一段の円ロング増加とドル安・円高のエネルギー、ドル下落幅と円の上昇幅は減退していく可能性がある。





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。