

PRAEVIDENTIA WEEKLY (9月8日)

ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録

<要約>

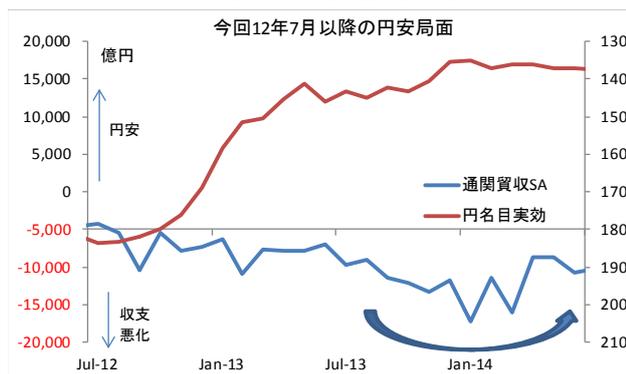
夏場の円高傾向にも拘らずドル/円は100円を割り込まず、むしろ8月後半以降、俄かに米国の利上げ開始早期化期待が高まり、ドル/円はようやく2月以降の102円を中心としたレンジ相場を抜けつつある。日本の異次元緩和だけでなく、米景気回復を利上げに向けた動きも続くとみられ、来年にかけてドル/円が110円へ上昇する可能性は高まった。とは言え、足許の米国の利上げ開始早期化期待は行き過ぎで、年末までにドルが一旦調整するリスクも高まっている。

100円割れ失敗

当社は昨年来、今年は一且100円を割り込み最大で95円への調整もあり得るとみていた。主な理由としては、①アベノミクス開始以降30%近い円安化が時間差を伴って貿易赤字縮小に繋がり（いわゆるJカーブ効果）、円安シナリオの一つの要因が弱まる、②日銀の2015年度中のインフレ目標2%達成の現実味が高まり、市場の追加緩和期待が後退する、③市場のGPIF運用改革への期待も失望に終わる、④夏場の季節的円高傾向、⑤そしてこれらを背景に、大きく積み上げられた円ショート巻き戻しが起きる、などだ。

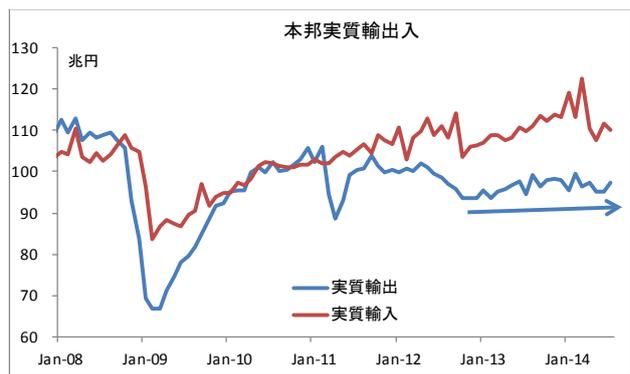
もっとも、これらの一部は実現しなかった。①貿易赤字については、実は1月にピーク（-2.8兆円、季節調整前）を記録した後は縮小しており、Jカーブ効果発現の可能性は残るものの、1兆円近い高水準の赤字が継続しているため、円買戻し材料としては殆ど注目されなかった（図表1、2）。貿易収支が改善しない背景については、循環的要因として、中国や欧州向け輸出の予想外の低調も背景にあらう。過去の円高局面で輸出企業が海外生産比率を高めたことから円安になっても輸出が増えないという構造的要因や、主要輸出産業の一つだった家電業界が国際競争力を失ったというのはよく報じられており一面の真理だろう。むしろ、これだけの円安でも為替差益を通じた利益押上げ以上に、輸出企業の世界シェア拡大や貿易収支改善に繋がらないのであれば、円安＝株高という図式は崩れ、政府・産業界は今後円安政策を追求するインセンティブは大きく低下する。

図表1：今次円安局面の円相場と貿易収支



(出所) トムソン・ロイター、プレビデンティア・ストラテジー

図表2：本邦の実質輸出、輸入の動向



②の日銀の追加緩和期待の後退は現実のものとなったが、市場がなかなかあきらめないうちに、夏場以降、悪天候などもあって消費や生産面で消費増税後の落ち込みからの鈍さが目立っており、緩和期待が再燃している面がある。特に、11月半ばには安倍首相が来年10月の消費税再引き上げの是非を判断する時期も近づいているため、日銀追加緩和期待の後退を捉えた仕掛け的な円買いはタイミングを失った感がある。

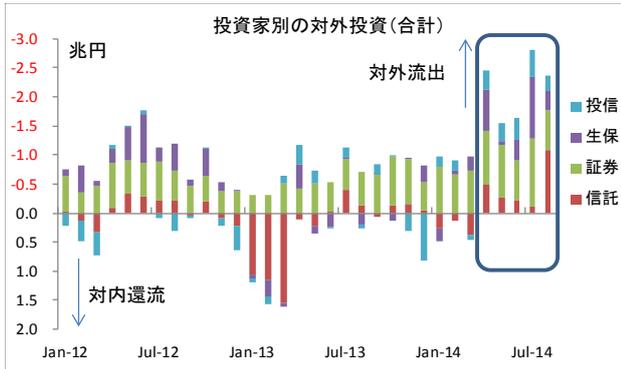
③については、当社は引き続き、秋の臨時国会での審議ののち、GPIFの運用改革の詳細が決定されれば、外貨資産投資への資金配分が然程大きくないことが判明し、円買戻しに繋がる可能性は残っているとみている（GPIFについては8月10日付当社週次レポート「円：GPIFパラドックス」を参照）。月次対外証券投資統計

をみても、年金基金の取引が含まれる「信託」（銀行と信託銀行の信託勘定）の大規模対外投資は 8 月（1 兆 819 億円）しかなく、むしろ今年度入り後持続的に対外投資を増やしてきたのは生保や証券だ（**図表 3**）。但し、市場の期待は根強く、株式への配分増加期待が漠然とした外貨資産投資配分の増加期待にも繋がる状況が続いており、更に内閣改造で運用改革に積極的な塩崎氏が GPIF 運用改革を推進する厚労相に就任したこともあって、政府は上手く市場の期待を長持ちさせている。

他方、米国サイドでは、利上げ早期化期待の高まりが当社の想定以上に早く訪れたことも、想定以上のドル反発を招いた。特に、反発が鈍かった米インフレ率が予想外に速く持ち直したことがドルの下落を阻んだ面がある。米インフレ率（Fed が重視するコア PCE デフレータ）は、4 月以降持ち直し、1.50% と 2% には達しないがディスインフレ・デフレリスクは大きく後退した（**図表 4**）。

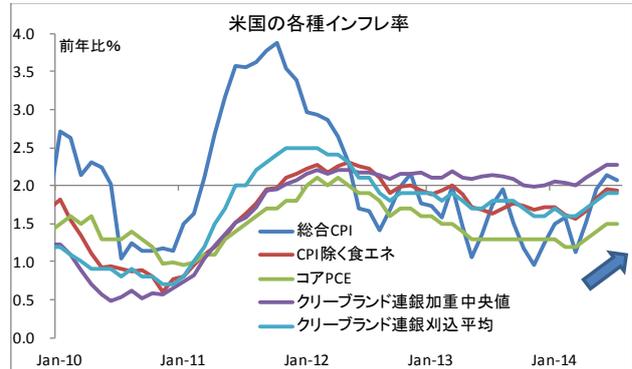
この結果、⑤の IMM 投機筋の建玉でみる円ショートポジションは殆ど巻き戻されず、今年 2 月以降の 102 円を挟んだレンジ相場進行中は横ばいで推移した後、直近の円安化に伴い円ショートが再拡大している（**図表 7**）。

図表 3：本邦からの対外証券投資（主体別）

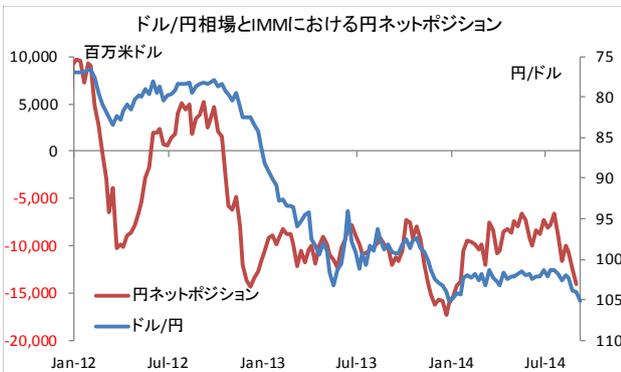


（出所）トムソン・ロイター、プレビデンティア・ストラテジー

図表 4：米国のインフレ率



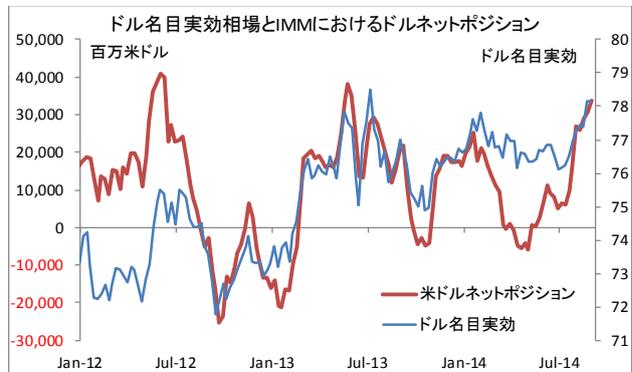
図表 5：IMM 投機筋の円ポジションとドル/円相場



（注）ドルネットポジションは、他通貨（円、ユーロ、ポンド、フラン、豪ドル、NZ ドル、カナダドル、メキシコペソ）のネットポジション合計の符号を逆にしたもの。

（出所）トムソン・ロイター、プレビデンティア・ストラテジー

図表 6：IMM 投機筋のドルネットポジション



ドル高調整のリスク

とはいえ、昨年来、多くの市場参加者が想定していたドル高が実現せず、その要因が一部残存しているのも事実だ。市場では昨年 12 月の FOMC で決定された量的緩和縮小開始（テーパリング）により米長期債利回りが上昇し、ドルが特に米長期債利回りとの連動性が高い対円相場で上昇すると広く期待されていた。もっとも、米長期債利回りはむしろ低下し続け、今年前半は、多くの通貨、特に対円、対ユーロ、対ポンド、対 NZ ドル、対豪ドルに対して米ドルはむしろ軟化した（米長期債利回りが上がらない理由については [6 月 28 日付当社週次レポート「USD：敗因と復活の条件」](#) を参照）。

8 月下旬以降、米雇用統計の改善継続や Fed が以前ほどハト派ではなくなったとの認識が高まり、早期利上げ開始観測が浮上、米 2 年債利回りの上昇と共にドルが全般的に上昇し、ドル/円は 105 円に乗せ 1 月 2 日の年初

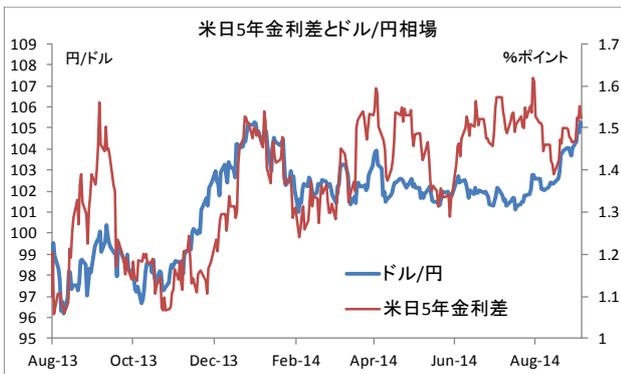
来高値を更新した。もっとも、8月分雇用統計では非農業部門雇用者数の増加が+14.2万人と鈍化するなど、米経済の回復ペースが速まっている訳ではなく、直近7月分のインフレ率もこれまでの上昇傾向が一服、更に11月に中間選挙を控えていることもあり、Fedが利上げ開始を急ぐ喫緊性に乏しい。米日金利差の大半を決定している米中長期債利回りも、2年債では小幅上昇トレンドながら、5年債利回りは横ばい圏内、10年債は上述の通り低下基調が続いている（図表7、8）

こうした中、対ユーロ、対円を中心に米ドルのロングポジション造成が続き、既に高水準に達している（図表6）。雇用統計やインフレ指標など今後の利上げ開始のタイミングを計る上で重要な統計が連続して市場予想を下回る場合には、過度に積み上がった米ドルロングポジションの調整リスクが高まっている（年内のリスクイベント等については8月16日付週次レポート「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」も参照）。

ドル/円見通し：ドル高円安方向だが、一旦調整のリスク

このため当社は、今年末以降は米国で利上げ開始時期に関する議論が本格的に高まり米2年債利回りの上昇主導でドル/円の上昇トレンドが明確化するとみているが、足許の市場の早期利上げ開始期待とそれを受けたドル高は行き過ぎとみている。ドルロングポジションも嵩んでいることから、年末までに一旦、102円台への調整が起きるリスクが高まっており、ドル高値追いは目先、危険度が高まっているとみている。

図表7：米日5年金利差とドル/円相場



（出所）トムソン・ロイター、プレビデンティア・ストラテジー

図表8：米国の中長期債利回りの方向性



図表9：当社のG3通貨予想

通貨ペア	直近	14年9月末	14年12月末	15年3月末	15年6月末
ドル/円	105.1	102	104	106	108
(市場予想)		104	105	106	108
ユーロ/ドル	1.320	1.32	1.30	1.28	1.26
(市場予想)		1.31	1.30	1.28	1.27
ユーロ/円	136.0	135	135	136	136
(市場予想)		136.2	136.5	135.7	137.2

（出所）トムソン・ロイター、プレビデンティア・ストラテジー

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいませようよろしくお願い申し上げます。
当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。
当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第2733号
一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧
円	<p>「円：GPIFパラドックス」(14年8月10日)</p> <p>「円高に対する生命保険」(14年5月2日)</p> <p>「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日)</p> <p>「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日)</p> <p>「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日)</p> <p>「M&Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p> <p>「来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう」(13年11月1日)</p> <p>「ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ」(13年8月16日)</p>
ドル	<p>「USD：敗因と復活の条件」(14年6月28日)</p> <p>「FOMC：相手選びは慎重に」(13年10月25日)</p> <p>「ドル：泣く子と議会には勝てず」(13年10月18日)</p> <p>「キャピトルヒルのドルバーゲン」(13年9月27日)</p>
ユーロ	<p>「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日)</p> <p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p> <p>「来年のユーロ：金融政策とプルーデンス政策のコラボで下落」(13年11月8日)</p> <p>「ユーロ：OMTがOMGに？」(13年8月23日)</p>
ポンド	<p>「GBP：パラノからスキゾへ」(14年8月23日)</p> <p>「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日)</p> <p>「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)</p> <p>「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日)</p> <p>「来年のポンド：大英帝国の逆襲」(13年12月13日)</p> <p>「ポンド：対ユーロで続伸余地」(13年9月13日)</p>
豪ドル	<p>「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」(14年5月17日)</p> <p>「来年の豪ドル：通貨安の3つの要因」(13年11月22日)</p> <p>「豪ドル：夕立は一日降らず」(13年8月9日)</p>
NZドル	<p>「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)</p> <p>「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日)</p> <p>「来年のNZドル：キウイがタカになるとき」(13年12月20日)</p> <p>「TaperingはQEよりKiwiが先」(13年10月4日)</p>
加ドル	<p>「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21日)</p> <p>「来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落」(13年12月27日)</p> <p>「カナダ利上げは彼方先ではない」(13年10月11日)</p>
フラン	<p>「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)</p>
主要通貨	<p>「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」(14年8月16日)</p> <p>「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日)</p> <p>「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日)</p> <p>「ガイダンスから為替をガイドする」(13年9月24日)</p>
新興国通貨	<p>「BRL：働く通貨はキャリーだけ」(14年6月7日)</p> <p>「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日)</p> <p>「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日)</p> <p>「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日)</p> <p>「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日)</p> <p>「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日)</p> <p>「ZAR：負けないで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「「リスクオフ」の解体新書」(14年8月31日)</p> <p>「米株価（S&P）とポンド（Sterling Pound）」(14年7月12日)</p> <p>「伝統（的金融政策）に強い英国」(14年6月14日)</p> <p>「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日)</p> <p>「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日)</p> <p>「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(2)ポリシーミックスのバランスが崩れる時」(13年12月6日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(1)長期は損気」ドルへの影響力は長期から短期金利ヘシフト(13年11月29日)</p> <p>「消されるべきヘッドライン」総合ディスインフレより資産インフレとその対応が重要(13年11月15日)</p> <p>「シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に」(13年9月2日)</p>