

## リスク回避の円高、持続性と過熱調整にらむ

### 米国の複合混迷、不安心理、米指標、各国政策など焦点

今週から月末の為替相場は、リスク回避による円高圧力の持続性と過熱調整にらんだ展開が想定されよう。月末にかけての予想はドル/円が109.50-111.30円、ユーロ/円が124.30-127.40円。前週からは米国での政治政策の複合混迷のほか、年末の日米株需給悪化や海外クリスマス相場の薄商いにより、日米などの株安とリスク回避の円高が激化している。目先はこうした要因の行方のほか、内外投資家の不安心理動向、米国の経済指標、市場混乱と景気減速に対する各国の政策対応などが注目される。

#### リスク回避尺度のVIX、月足RSIでは上昇過熱

今週の為替相場で注目されるのは、国内外で大きく高まっている投資家不安心理の行方だ。前週からのリスク回避相場は米トランプ政権やFRBに対する不安や不信、米中貿易協議や世界景気減速の先行き不透明感などが影響しており、過剰楽観の揺り戻しの悲観論は「山高ければ谷深し」の形で長期化するという警戒感が強い。為替相場ではドル/円、クロス円で、リスク回避の円高持続要因となるものだ。

しかも円相場に関しては、シカゴIMMの投機的な通貨先物ポジション（国際通貨市場、非商業部門）で、前週までに円のショート・ポジション（売り持ち）が積み上がってきた。最新12月18日週時点では-10万2771枚のネット円ショートとなり、前週の-9万7606枚から売り持ちが増加。12月4日週の-10万9766枚以来の高水準で高止まりしている。その後に円高が加速されているが、18日以降については「リスク回避の円買い」というよりも、リスク回避を受けたポジション手仕舞いが「大規模な円ショートの整理による円買い戻し」を促している構図だ。

その意味でドル/円、クロス円での円高・外貨安が一服となるメドとしては、円ショート取り崩しの進捗動向が注目されやすい。今回の円ショート拡大（＝円売り増加）の場合、起点は8月28日週の-4万6041枚という直近の円ショート最低から始まった。当時のドル安値は8月22日の110.03円前後や8月21日の109.77円前後となっている。その段階からの円ショート拡大と円売りが「行って来い」で巻き戻されるとなれば、同レート前後への回帰が一旦の円ショート整理進捗とドル安・円高一服のメドとして注目されやすい。

もちろん、今回については8月28日週の-4万6041枚を超えた円ショート解消や、ネット円ロング転換までの円買い持続余地が残されている。ドル/円、クロス円ともに、円高・外貨安のオーバーシュートには注意を要しよう。

ただし、リスク回避の尺度であり、米株投資家の不安心理の度合いを示すシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー・インデックス（VIX指数）は、記録的な上昇によって当座の悪材料を織り込みつつある。24日には36.10まで上昇する場面があり、今年2月以来の高水準となってきた（＝リスク回避激化）。

月足テクニカルでは一目均衡表の雲上限31.78を上抜けしてきたが、リーマン・ショック時を除いた過去実績として、「月足の雲上限の上抜け」はVIX上昇の行き過ぎ過熱ゾーンが意識される。当座の「陰の極」接近が示されるとともに、雲上限の上抜け状態は短期間にとどまるケースが目立っている。

VIXのテクニカルで過熱感を示すRSI指数（相対力指数）では、月足ベースで24日に71.96%となってきた。上昇過熱の上限節目ゾーンである70%を上回り、リーマン・ショック直後である2008年11月の73.76%、同年10月の79.23%以来という高水準へと跳ね上がっている。あくまで月足RSIではVIX上昇の行き過ぎ過熱と、リスク回避による米株安や円高の過熱感が示唆されつつある。その他の注目ポイントは以下の通り。

#### <米国の経済指標>

米国の経済指標については、月末発表分にかけても減速が警戒されやすい。とくに最新12月分となる27日の消費者信頼感や28日のシカゴPMIなどは、米株急落が景況悪化に拍車を掛ける。その反面、27日の新築住宅販売や28日の中古住宅販売成約指数などの住宅指標に関しては、前月までの悪化に対し、金利低下を受けたリバウンド回復が注目されそうだ。

#### <米国の政策対応>

前週以降には米国の政治政策に対する不安や不信感などが、米株急落とリスク回避の円高に拍車を掛けてきた。FRBによる12月利上げの断行と利上げ休止の先送り、それに対するトランプ米大統領のFRB批判と議長解任協議の報道、一方でのマティス国防長官の前倒し退任、トランプ氏と議会・民主党との対立激化による政府機関閉鎖と長期化懸念——などが悪材料になっている。

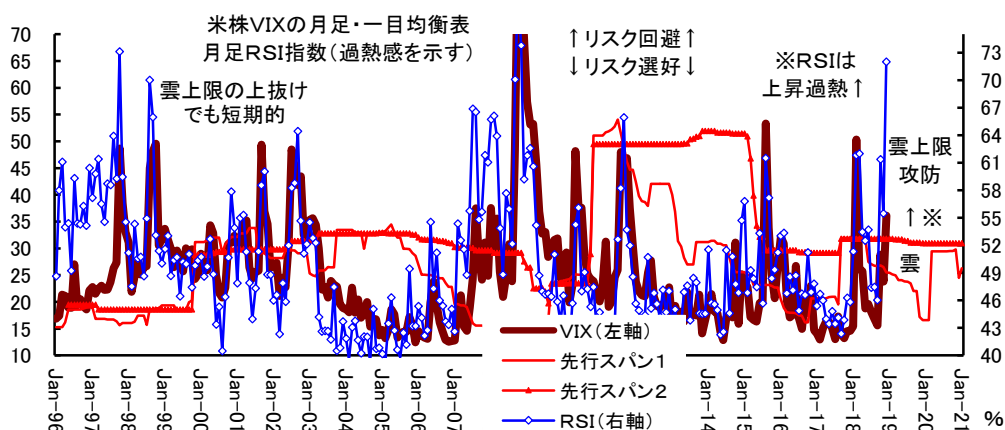
また、株安や景気悪化のリスクに対し、ムニューシン米財務長官は大手金融機関との資金供給などに関する緊急協議を行った。同時にリーマン・ショック以来となる米大統領直属の金融市場に関する作業グループ、別名「急落阻止チーム（Plunge Protection Team）」と金融機関の電話協議を開催している。しかし、唐突な危機対応は、かえって市場の不安心理を煽っている。

こうした危機対応は市場に対し、「一旦の危機相場への備えと緊張感を促した」というプラス面がある。一方で実際の危機相場接近の場合の市場の警告軽視や、米当局の危機管理能力の不安感といった懸念材料も少なくない。

#### <日本の政策対応>

日本では安倍政権が来年10月の消費税10%増税（現在は8%）を前提に経済対策を具体化させる中で、株安・円高と景気悪化リスクに見舞われている。当面は来年2-3月の春闘での「消費税+2%に耐え得る賃上げ」が重要な政治課題となるが、政府・日銀による政策対応の強化が注視されそうだ。

25日の日本の国債市場では、日銀による10年債金利の「下限フロア割り込み容認姿勢」もあって、短中期債金利のマイナス金利拡大や10年債金利の0%到達までの金利低下があった。米国債金利の低下による米日金利差の縮小圧力について、縮小ペースの緩和とドル安・円高のスピード抑制に寄与している。引き続きリスク回避



の円高圧力は警戒される一方、過去の円全面高と比較すると、現状段階でドルの総合力を示すドル実効指数や、金相場の対円クロスレート（金/円）は底堅さを保っている。

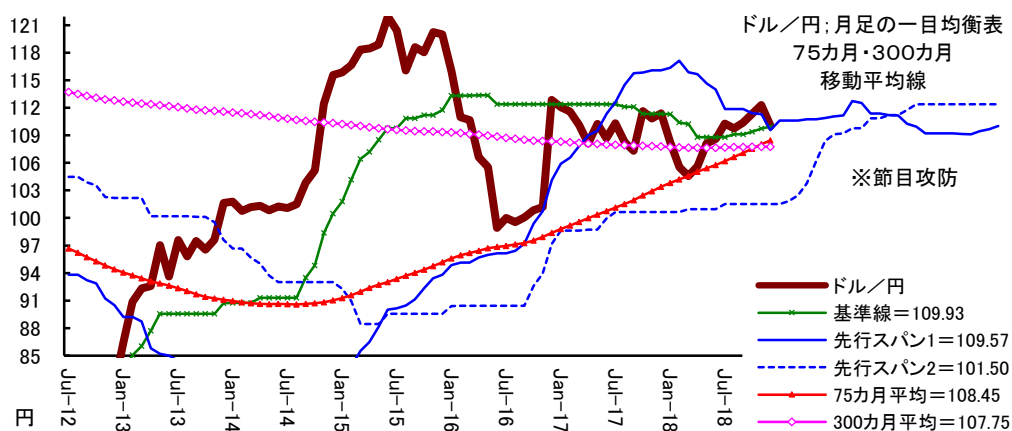
その他、政策対応に関しては、前週の中国共産党による中央経済工作会議で、来年の景気テコ入れや緩和的な金融政策方針が示唆された中国の政策動向も注目されやすい。

### <季節的「年度後半」円高の攻防>

為替相場のドル/円は、国内の年度末3月決算に向けた季節的な円高の攻防が始動してきた。例年、12月後半で米国企業による決算対策や各国金融機関による年越えドル調達といったドル需要が一服となる一方、日本の年度末決算に向けて円転需要が漸増することで、年度後半にかけてはドル安・円高の圧力が強まりやすい。ただし今年度に関しては米国債価格の上昇（金利は低下）による外債差損抑制や貿易収支の赤字化、世界循環減速の終盤入り、短期ドル金利の高止まりなどが過度な円高を制御させる。

ちなみに最近の12月以降のドル/円では、2017年12月が12日に月中ドル高値で、2018年3月26日にドル底入れ、2016年12月が15日ドル高値で2017年4月17日にドル底入れ、2015年12月が2日ドル高値で2016年6月24日にドル底入れ——というドル安パターンが観測されてきた。

一方で2014年は12月8日が月中ドル高値となったあと、ドル反落でも2015年1月16日でドルが早期底入れして6-8月までドル高ラリーが形成されている。2013年も12月30日のドル高値示現のあと、2014年2月4日でドルが底入れ反転。底練りのレンジ相場を経て、8-12月にかけてドル高加速という実績も見られている。



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。