

2024年9月
TOPIC OF THE MONTH

円キャリートレード： 今後の展開を読む

執筆者

マムード・プラダン
アムンディ・インベストメント・
インスティテュート
グローバル・マクロ経済部門
ヘッド

フェデリコ・セサリーニ
アムンディ・インベストメント・
インスティテュート
先進国為替戦略部門ヘッド

重要ポイント

低調な米国経済指標や日銀による予想以上のタカ派姿勢を背景に、円キャリートレード*の急速な巻き戻しが進んでいるが、円相場は依然としてファンダメンタルズから大きくかい離している。

世界経済が低迷していることや、日銀が世界の多くの中央銀行と異なる方針を打ち出していることが円にとっての追い風となっている。しかし、貿易加重ベースでの円高が急速に進むには、1) 景気後退入り、または2) 日銀による持続的な利上げが必要だと思われる。

日本投資家による海外投資資金の引き揚げは今のところ重大なリスクではないが、大型市場に大きな影響を与える可能性があるため、常に注意を払う必要がある。

*キャリートレードとは、金利の低い通貨（調達通貨）で資金を調達し、リターンの高い別の通貨建の資産に投資する手法。

日本円が大復活

7月の米国経済指標に弱い内容が相次いだことで、市場の「ソフトランディング」説への疑念が高まり、景気後退懸念が再燃する結果となりました。これがそもそもの発端ではありましたが、日銀が予想以上のタカ派姿勢を示したことで円キャリートレードの急速な巻き戻しに拍車がかかったことは疑いありません。円キャリートレードへのエクスポージャーは過去最高水準に達しましたが、そこには、市場全体の値動きが小さく、円の値動きが大きいという背景がありました。それでは、円キャリートレードの巻き戻しは終わったのでしょうか。

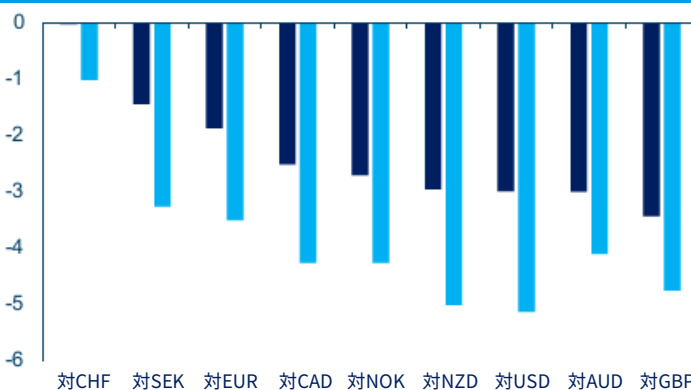
当社では、2025年第2四半期のドル円の想定レートを1ドル=140円から135円に修正しており、この水準から円高がじりじり進むと予想しています。円は依然として割安であり、景気が世界的に減速するなかでもヘッジ特性は大きく変化していません。一方で、今はクロス円のポジションを積極的に調整するべき時ではないと考えています。そのためには、世界経済が大幅に悪化すること、または日銀の利上げ姿勢が一段と鮮明化することが必要条件になると考えられます。

日銀幹部の発言の変化は重要、しかし円の調達通貨としての長期的な地位が揺らぐことはない

7月に利上げが実施されたことや、日銀が物価目標の持続的な達成に自信を示していることは、**金融政策の段階的な正常化**にとって明

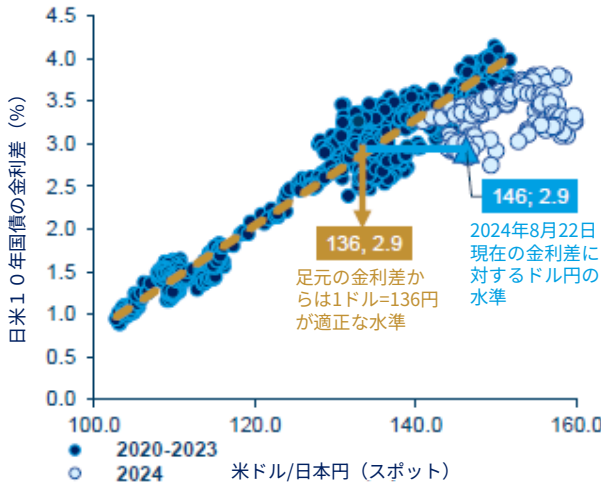
る材料です。しかしその後、日銀が利上げの道筋は市場のボラティリティ（円相場や日経平均株価を参照）と無関係なものではないと表明したことは、日本のファンダメンタルズは賃金上昇や個人消費を中心に改善傾向にあるとはいえ、まだ十分に力強くないという当社の見方を裏付けるものです。日銀の目先の政策に不透明感があることから、今のところ投資家による円のショートポジションは限定的ですが、円高が持続するには、**1) 利上げサイクルが持続する**（90年代後半、日銀は円安に歯止めをかけるため2%の利上げを実施した）、または**2) 主要中央銀行のハト派色が一段と強まる**必要があります。こうした事態が起こらなければ、円は今後も主要な調達通貨の一つであり続けるとみられます。矛盾しているように思われるかもしれませんが、円の値動きが激しくなれば、日銀の政策反応関数が制約されることとなります。また、主要中央銀行のハト派色が強まるとしたら、世界の経済成長率がコンセンサス予想を大幅に下回った場合に限られると考えられます。

日本円の調達通貨としての地位は1年後も引き続き安定



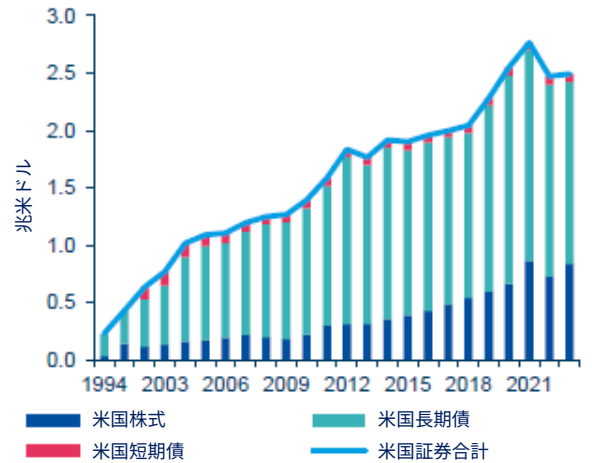
出所：ブルームバーグのデータを基にアムンディ・インベストメント・インスティテュートが作成（2024年8月22日現在）

日本円は2024年のほとんどの期間で、金利差に対して割安な水準で取引されている



出所：ブルームバーグのデータを基にアムンディ・インベストメント・インスティテュートが作成（2024年8月22日現在）

日本の投資家が保有する米国証券の残高



出所：トレジャリー・インターナショナル・キャピタル・システムのデータを基にアムンディ・インベストメント・インスティテュートが作成（2023年6月現在）

円は米国の景気後退局面で力を発揮することが多い

景気が安定する、あるいは上向く局面では、投資家はリスクへのエクスポージャーを高め、キャリーポジションを積み上げるのが通例です。2023年から2024年前半にかけても同じことが起きており、円がほとんどの主要通貨に対して十数年、あるいは数十年ぶりの安値をつける結果となりました。しかし、景気が失速し下方に調整するなか、市場のセンチメントは急速に変化する可能性があります。円のロングポジションは、ボラティリティをロングしキャリーをショートするのと同じであり、過去の景気後退期で効果を発揮した戦略です。これは円が長期金利差の影響を受けやすいことから明らかであり、その感応度の高さはG10通貨の平均を上回ります。米国の景気後退入りすれば（当社の基本シナリオではないが）、米国の長期金利は一層低下する可能性があり、ドル円相場もそれを織り込み下落すると思われる。

伝統的市場でキャリートレードの巻き戻しが進む

個人投資家やアセットマネージャーが3年におよぶショートポジションからネットロングに転じるなど、ほとんどの投資家は円ショートポジションを手仕舞いしています。基本的には、これは円高が急ピッチで進む可能性を低下させるものですが、直ちに反転が起きる保証はありません。レバレッジ型ファンドは6月の水準に比べて円ショートポジションを縮小させていますが、グローバル市場のボラティリティが低下したことで、依然として中立姿勢を保っています。しかし、日銀からタカ派的な発言が出るなどボラティリティが高まる出来事がまた起これば、当社の12ヵ月先のベースライン予測よりもはるかに速いペースで円高が進行する可能性があります。このように目先に不透明感があることから、伝統的なキャリートレーダーは通常よりも慎重姿勢を強めるものと思われる。

日本投資家による海外投資資金の引き揚げは今のところ重大なリスクではないが、大型市場に大きな影響を与える可能性があるため、常に注意を払う必要がある

日銀が依然として他の中央銀行と異なる金融政策を打ち出していることで、日本の機関投資家には投資資金の配分に関して異なるトレードオフが生じる可能性があります。日本の機関投資家は2.5兆ドル相当の米国証券を保有していますが、これは米国外で保有される米国証券残高の約10%にあたる額です。公的および企業年金基金や保険会社は、投資資金を徐々に本国に引き揚げたり、海外市場へのエクスポージャーを再びヘッジしたりという手段を取るかもしれません。これは円急騰の引き金になるどころか、円がファンダメンタルズに平均回帰するのを中期的に下支える要因にもなるとみられます。

日本円は以下に示す期待が引き続き下支えになると考えられます。

1. 金融政策の正常化。中立金利が2%を下回る可能性が植田日銀総裁から示されたことで、円の下支えが一段と強まっている。
2. 円相場との連動性が高い日米金利差が縮小している。
3. 一部の新興国通貨は値動きが大きく、キャリートレード戦略のさらなる追い風となる。
4. 日本の公的年金が国内証券への資金回帰を加速させている。

ローラン・コーニエ

アムンディ為替部門グローバルヘッド

A I I * CONTRIBUTORS

SERGIO BERTONCINI

SENIOR FIXED INCOMESTRATEGIST

POL CARULLA

INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

UJJWAL DHINGRA

INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

SILVIA DI SILVIO

CROSS ASSET MACRO STRATEGIST

PATRYK DROZDIK

SENIOR EM MACRO STRATEGIST

DELPHINE GEORGES

SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

KARINE HERVÉ

SENIOR EM MACRO STRATEGIST

GUY STEAR

HEAD OF DEVELOPED MARKETS STRATEGY

SOSI VARTANESYAN

SENIOR SOVEREIGN ANALYST

DESIGN & DATA VISUALIZATION

CHIARA BENETTI

DIGITAL ART DIRECTOR AND STRATEGY DESIGNER, AII*

VINCENT FLASSEUR

GRAPHICS AND DATA VISUALIZATION MANAGER, AII*

CHIEF EDITORS

MONICA DEFEND

HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER

GROUP CIO

MATTEO GERMANO

DEPUTY GROUP CIO

EDITORS

CLAUDIA BERTINO

HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII*

LAURA FIOROT

HEAD OF INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII*

DEPUTY EDITORS

GIANLUCA GALLARATE

INVESTMENT INSIGHTS & PUBLISHING, AII*

FRANCESCA PANELLI

INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION SPECIALIST, AII*

*Amundi Investment Institute

IMPORTANT INFORMATION

This document is solely for informational purposes.

This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction.

Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices.

Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice.

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management SAS and is as of 10 September 2024. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management SAS and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks.

Furthermore, in no event shall any person involved in the production of this document have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Date of first use: 12 September 2024.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus - Eloi_Omella

当資料は、アムンディ・アセットマネジメント、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を、アムンディ・ジャパン（以下、弊社）が一部翻訳したものです。当資料は、当資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。当資料は法令に基づく開示資料ではありません。当資料中に記載したアムンディ・アセットマネジメント、アムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予測、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。当資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。当資料に記載されている内容は、全て当資料作成日以前ののものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。当資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。弊社の許可なく、当資料を複製または再配布することはできません。当資料中に引用した各インデックス（指数）の著作権・知的財産権及びその他一切の権利は、各インデックスの算出元に帰属します。また各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利及び発表を停止する権利を有しています。

商号等：アムンディ・ジャパン株式会社（金融商品取引業者） 関東財務局長（金商）第350号

加入協会：一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、日本証券業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会