

円ショート再始動、最低 1-2 割の円安・ドル高 昨年末ほぼ中立、円ショート整理の円高余地を軽減

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2025/1/10 (金)

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、昨年 12 月からの円ロング化を経て円ショートが再始動となってきた（円売り・外貨買いの方向）。過去には円ショートへの転換後、ドル/円は最低でも 1-2 割（10-20%）のドル高・円安が進展している。昨年末時はほぼ中立化されて円ショート整理に伴う円高余地が軽減されており、今年の年間見通しでは昨年末値 157 円を起点にすると、過去 10-30 年の平均で+10 円前後のドル高、-7 円前後のドル安が基本シナリオとなる（150-167 円前後）。

円ショート移行、最低 10-20 円幅のドル高

「(2016 年 11 月の米大統領選でのトランプ氏勝利と今後のトランプ政権=第 1 次では) リーマン・ショック後にオバマ政権が打ち出した金融規制改革法（ドッド・フランク法）の見直しが焦点になっている」、「金利の低い円資金を調達して金利の高いドルで運用するキャリートレードは通常、円安をもたらすが、改革法による規制がそれを妨げている可能性もある」、「(その点を含めて) トランプ政権による規制の見直しは、日本への影響も注目される」――。

前回のトランプ氏勝利を受けた 2016 年 12 月、当時の安倍政権で経済ブレーンや内閣官房参与を務めていた米イェール大学の浜田宏一名誉教授は、このような見解を示していた（産経新聞）。

実際の第 1 次トランプ政権での金融規制見直しと円キャリーへの影響は不明確であったが、第 2 次トランプ政権では改めて金融規制が緩和される方向だ。良くも悪くもながら米国の金融機関や各種ファンドの「リスクテイク支援」を含めて、直接的・間接的な経路による円キャリー再増幅への影響が注視される。

その前段階として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、昨年 8 月までの大幅な円ショート（売り持ち）と、その後の円ロング（買い持ち）急転換、10-11 月の円ショート回帰、12 月からの円ロング再傾斜を経て、12 月末からは円ショートが再始動となってきた（円売り・外貨買いの方向）。

具体的には昨年 12 月 31 日週時点でネット-8443 枚の円ショートとなり、前週の+2311 枚の円ロングから 5 週ぶりの売り持ち超過となっている。

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きた。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の比較によるものだ。

現在でいえば円ショートに再回帰してきた昨年 12 月の月間ドル安値 148.65 円前後を起点にすると、+10 円幅で+158.65 円前後、+10%幅で 163.52 円前後、+20 円幅で 168.65 円前後、+20%幅で 178.38 円前後などに相当し、当座のドル上値メドとして注目される。

最近では昨年 10-11 月にかけて、円ロングから円ショートへの再転換があった。当時は 10 月の月間ドル安値 142.95 円前後から、11 月の月間ドル高値 156.75 円までドル高・円安が進展。ドルの上昇値幅は+9.7%幅、+13.8 円幅という実績が見られている。

年間変動、過去平均は前年末値比+10 円と-7 円

ドル/円の年間見通しでいえば、昨年末は投機的な円ポジションが 12 月 31 日週時点でネット-8443 枚という小幅な円ショートであり、ほぼ中立化されていた。昨年は 7 月に-18 万 4223 枚という過去最大規模の円ショートが膨張し、その後は日銀利上げや米雇用統計の悪化、FRB 利下げ接近観測などにより、円ショート of 巻き戻しが加速。急激な円高・ドル安ショックに見舞われた。それからすると今年の「起点」としては、円ショートの整理に伴う円高・ドル安の潜在余地が軽減される。

昨年末時は投機的なポジションが中立化される中で、ドル/円の昨年 12 月の月末値、年末値は 157.37 円前後となっていた。あくまでシカゴ IMM に限られているものの、投機要因が軽減された「均衡水準」の一つの参考値となるものだ。米日の経済ファンダメンルズ格差や金利差、貿易収支や経常収支などの実需需給、投機でないリアルなマネーの資本収支、証券投資収支などが反映された結果の為替水準となっている。

過去、投機ポジションの偏りケースを含めた年末値（前年末値）を起点とする翌年のドル/円の変動幅は、年間ドル高値の前年末値比ドル上昇幅、年間ドル安値の前年末値比ドル下落幅が、2024 年までの 10 年平均で+10.9 円幅、-6.3 円幅、20 年平均で+9.9 円幅、-7.0 円幅、30 年平均で+10.1 円幅、-7.7 円幅となっている。

10-30 年の平均では、ドル上昇幅が前年末値比+10 円の前、ドル下落幅は前年末値比-7 円の前が目安になっている。今年の場合、前年末値で投機

の攪乱要因が軽減されていることもあり、過去平均を参考にすると昨年末値の157円前後から+10円幅で167円前後、-7円前後で150円、年間レンジでは150-167円前後が基本シナリオとして注目されそう。

ドル/円が膠着した2017-20年にかけては、前年末値比でのドル上昇幅が+2円から+3円前後、ドル下落幅が-5円から-9円前後にとどまるという安定化ケースがあった。

今年は米トランプ新政権による保護主義や日銀の利上げ、米国株などの過度な楽観論の反動、米日欧等での国債価格急落(長期金利は急上昇)などの要因により、波乱のリスクも無視できない。

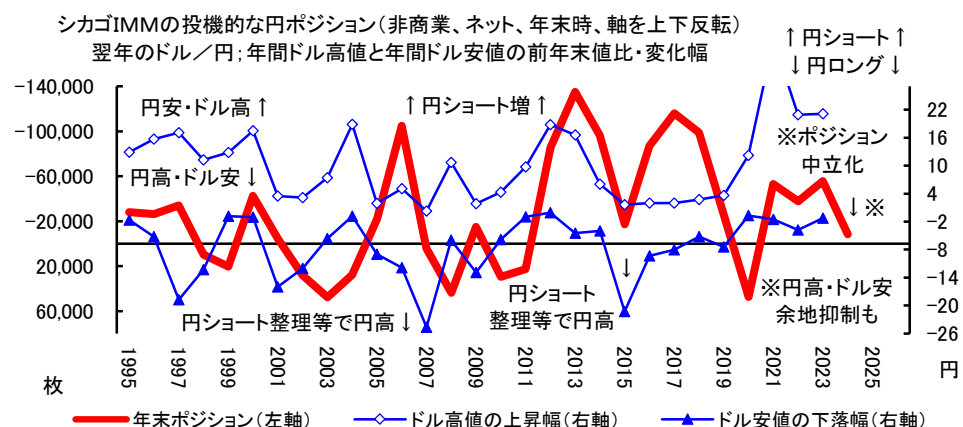
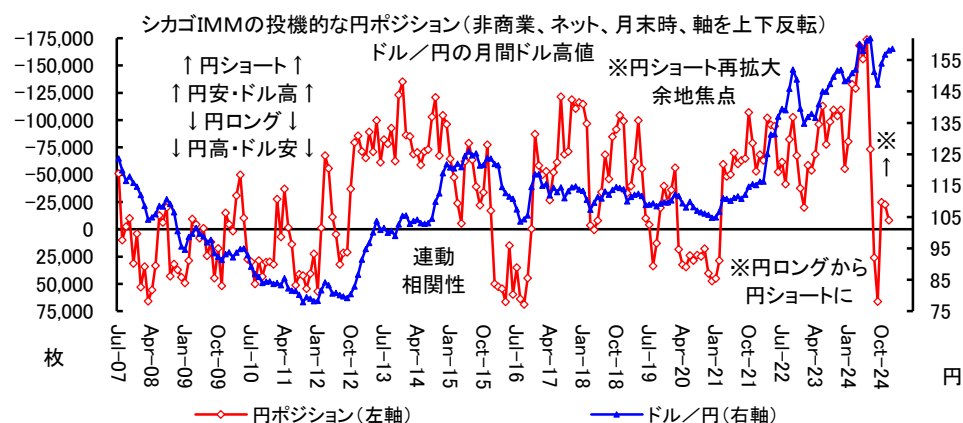
最近のドル/円で前年末値に対し、翌年の年間ドル安値の下落幅が大きかったケースとしては、2016年の-21.3円幅(今年でいえば昨年末値157.37円から136円方向)、リーマン・ショック時である2008年の-24.6円幅(132円方向)などがあつた。

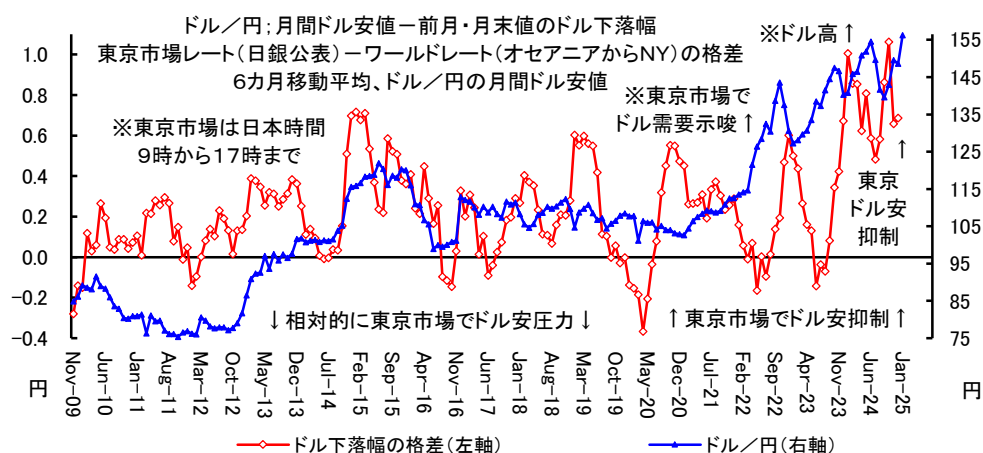
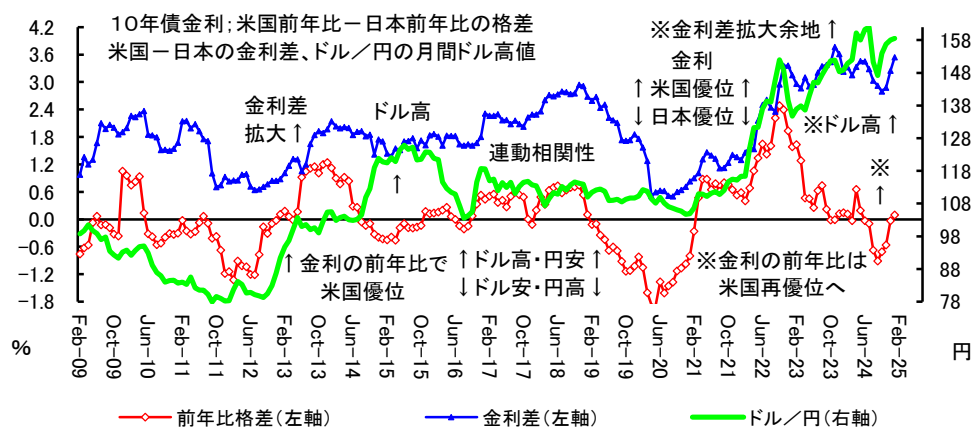
反対に年間ドル高値の上昇幅が大きかったケース

としては、昨年と2023年の+21円前後(今年でいえば178円方向)、2023年の+36.9円幅(194円方向)などがある。

今年に関しては少なくとも年央までのシナリオとして、米FRBの利下げペース鈍化と日銀の利上げペース慎重化による「米国-日本」金利差での米国優位持続、日本での資源エネルギーの調達価格高止まりや、電力需要などの増加傾向を受けた輸入高止まりと恒常的なドル需要の残存などが、ドル高・円安の基本トレンドを維持させていく。

金利差に関しては足元で日本の10年債金利が上昇傾向にあるが、米金利の上昇もあって米国の優位が維持されたままだ。10年債金利の「前年比変化幅」比較でも、米国-日本の格差では2022年以降の日本の盛り返しと米国の劣勢が一服。米国の再優位が見られ始めた。過去は米日金利差の先行指標となっており、先行き金利差の米国優位持続とドル高・円安基調の継続が示唆されている。





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。