

日銀利上げ織り込み進展、円ロング整理余地

昨年から利上げ織り込みで円ロング急増、直近ロング残存

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2026/1/9 (金)

国内市場では日銀の利上げ継続に対する織り込みが進展しつつあるが、為替相場では投機的な円ロング・ポジション（買い持ち）の整理余地と円安余地が注目される。昨年前半以降は米関税問題や日本以外の利下げのほか、日銀の利上げ余地を織り込む形で、シカゴ IMM 等では投機的な円ロングが急増となってきた（国際通貨市場、非商業部門）。ネット円ロングは昨年 4 月を最高ピークに減少となっているが、直近も残存となっており、円ロングの解消余地や円ショートへの転換と拡大余力などが焦点となる。

政策金利先行 2 年債、当座最終メド織り込み前進

日銀の政策金利（無担保コール翌日物）に相関性や先行性のある日本の 2 年債金利は、1 月 5 日に一時 1.2% 超えまで急上昇となったあと、上昇一服となっている。5 日以降は中国による対日輸出規制の問題や、米国発の地政学リスクなどを受け、日銀の利上げスケジュールに微妙な不透明感が金利を抑えているが、先行き「政策金利 1.2% 超え方向」の一旦の織り込み一服も影響している可能性がある。

日銀は昨年 12 月に政策金利を 0.75% に引き上げたが、今後の最終到達メドである「ターミナルレート」については、現状段階で 1.25% や 1.50% などが注目されている。現状の 2 年債金利は、1.25% 方向への織り込みが先行で前進となってきた。

過去、政策金利や 2 年債金利の動向に先行実績のある「2 年債金利の前年比」については、月間最高の比較で昨年 12 月が前年比 +0.54%、今年 1 月が 7 日時点で +0.47% の上昇となっている。昨年 3 月の +0.68% が上昇加速のピークとなる形で、昨年 9 月が +0.54%、利上げ実施の 12 月も +0.54% と上昇ペースが鈍化してきた。日銀による正常化利上げというテーマの消化進展や市場インパクトの低下、新鮮味の低下、さらには先行き利上げ終盤入りの織り込み始動などが示唆されている。

昨年以降の為替ドル/円は複合材料があるものの、2 年債金利の前年比と連動する形で、昨年 4 月の 139.89 円前後がドル安のボトム（円高のピーク）となる形で、ドルは下限を切り上げている（円は上値切り下げ）。

昨年前半以降の為替円相場では、米関税問題や日本以外の利下げのほか、日銀の利上げ余地を織り込む形で、シカゴ IMM 等では投機的な円ロングが急増となってきた（円の買い持ち、国際通貨市場、非商業部門）。ネット円ロングは昨年 4 月を最高ピークに減少となっているが、直近も円ロングが残存となっている。今後は日銀の当座の利上げや先行きの利上

げ終盤入りを織り込む形で、円ロングの解消余地や円ショートへの転換と拡大余力などが焦点となる（円は戻り売り、ドルなどの外貨は押し目買い）。

シカゴ IMM のポジション統計は昨秋以降、政府機関の閉鎖などで公表が遅延されてきた。再開後の最新 12 月 30 日週時点における円先物は、+1 万 4068 枚のネット円ロングとなっている。過去最高の円ロングとなった昨年 4 月時の +17 万 9212 枚からは円ロングが大幅減となり、連動の形で同時期以降はドル/円、クロス円で円安・外貨高が進展となってきた（円ロング削減の円売り戻し等）。一方で今後は一段の円ロングの縮小余地や、ネット円ショートへの拡大余地が焦点となる。

昨年 5 月以降の前月比・円ロング減少の局面で、ドル/円の月間ドル高値は前月の月末値比で +4 円幅から +7 円幅のドル高（円安）となるパターンが見られてきた。過去、現在と同じようなネット円ロングのあと、ネット円ショートに転換した局面では、2021 年 3 月に前月末値比 +4.3 円幅、2016 年 11 月に +9.6 円幅、2012 年 2 月に +5.4 円幅、2009 年 12 月に +6.8 円幅といったドル高実績が観測されている。

2 年債は 1 年後に前年比抑制、1 年後ドル高支援

その点、当座のドル高値のメドで参考になる前月 12 月末の終値は、156.83 円前後となっていた。当座のドル高値メドとしては、低め見積り前の前月末値比 +2 円で 158.80 円方向、+4 円で 160.80 円方向、+7 円で 163.80 円方向という可能性が非現実的ではない。

ただし、昨年 5 月以降の円ロング減少局面でも、昨年 8 月は前月末値比 +0.6 円、12 月は +1.6 円という上げ渋りケースもあった。その点で目先は昨年 12 月末の 156.83 円水準から、ドルの上値余地が限られる可能性もある。

過去の長期実績として、日本の 2 年債金利・前年比が現状のような急上昇から上昇一服となる転換点では、時間差ケースを含めてシカゴ IMM での円ポジションは、ネット円ロング（円高要因）からネット円ショート（円安要因）に連動で転換となってきた。

2 年債金利の前年比は、ドル/円の月間ドル高値、月間ドル安値の前年比変化幅とも関連実績を有している。日本の金利上昇局面で円高・ドル安、金利低下の局面で円安・ドル高の圧力が掛かりやすい。

今年 1 月に 2 年債金利は 1.2% 超えに急上昇となり、1997 年以来、約 28 年ぶりの高水準となってきた。しかし、日銀の政策金利などとの見合いでは、

連動の形でドル/円は1年後にかけて、昨年12月時の154-157円や、今年1月の156-157円(7日

30
24
18
12
6
0
-6
-12
-18
-24
-30

円

Sep-92 Jan-95 Mar-96 May-97 Jul-98 Sep-99 Jan-02 Mar-03 May-04 Jul-05 Sep-06 Nov-07 Jan-10 Mar-11 May-12 Jul-13 Sep-13 Nov-14 Jan-16 Mar-17 May-18 Jul-19 Sep-20 Nov-21 Jan-23 Mar-24 May-25 Jul-26

↑ 金利低下
ドル高・円安

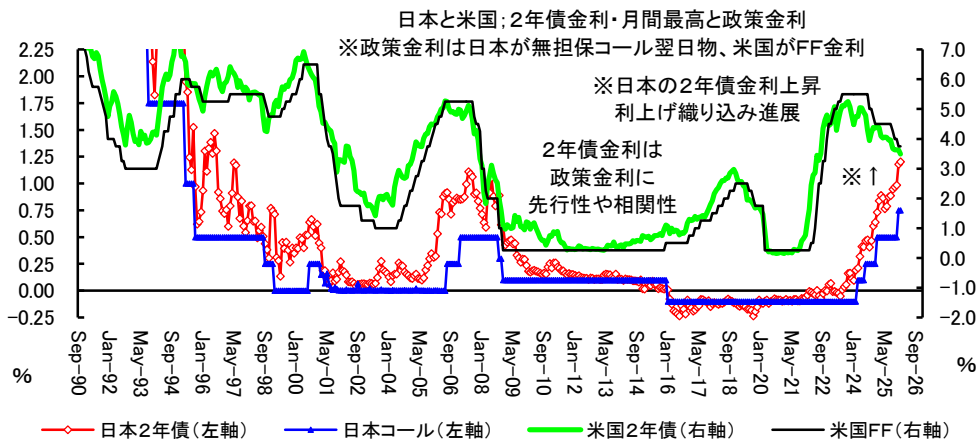
↓ 金利上昇
ドル安・円高

※日本の金利
上昇純化 →

時間差
含め
相関性

●—● ドル高値の前年比(左軸) ●—● ドル安値の前年比(左軸) — 2年債金利の前年比(右軸)

-0.6
-0.4
-0.2
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
%



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。