

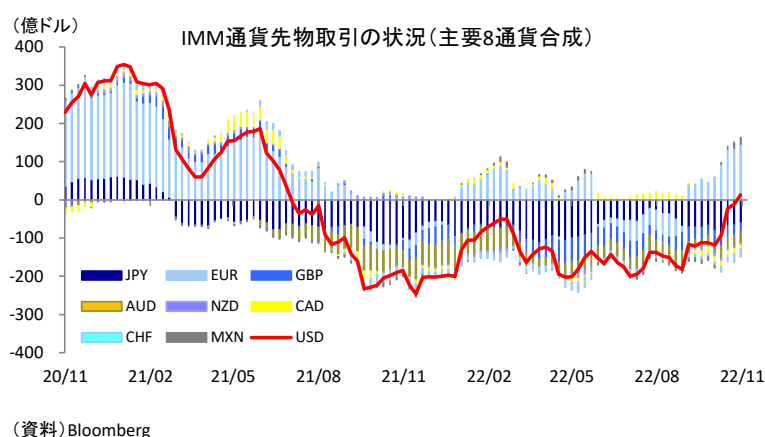
みずほマーケット・トピック(2022 年 11 月 24 日)

## 投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況

為替市場全体に目をやると投機筋の現状を反映する IMM 通貨先物取引のポジションがドル売りに傾斜していることが目を引く。11 月 15 日時点で主要 8 通貨の対ドルでの合成ポジションは 1 年 4 か月ぶりに買い越し(すなわちドルは売り越し)へ転じている。この動きを捉えて「円安・ドル高局面の転換なのか」という照会が増えている。結論から言えば、「ドル高局面の転換である可能性は高いが、円安局面の転換である可能性は低い」と筆者は考えている。今回、IMM 通貨先物取引で見られた動きに関しては①急速なユーロ買いの裏返しであること、②円売りポジションは依然大きいことの 2 点を押えておく必要がある。前者に関して言えば、ショートの水準が急速に小さくなっており、ユーロ安に賭けていた投機筋が域内の金利や需給の風向き変化を察知している様子が窺える。一方、後者に関しては「円が好んで売られている」という状況は殆ど変わっていない印象。ドル/円相場の完全なトレンド転換を予見するほどの材料はまだ乏しい。

### ～1 年 4 か月ぶりのドル売り持ちの読み方～

為替市場全体に目をやると投機筋の現状を反映する IMM 通貨先物取引のポジションがドル売りに傾斜していることが目を引く。11 月 15 日時点で主要 8 通貨の対ドルでの合成ポジションは+13.5 億ドルの買い持ち、すなわちドルから見れば売り持ちに転じている。同ポジションにおいてドルが売り持ちに転じたのは 2021 年 7 月以来、1 年 4 か月ぶりの出来事である



(図)。この動きを捉えて「円安・ドル高局面の転換なのか」という照会が非常に増えているので改めて本欄で基本認識を示しておきたい。

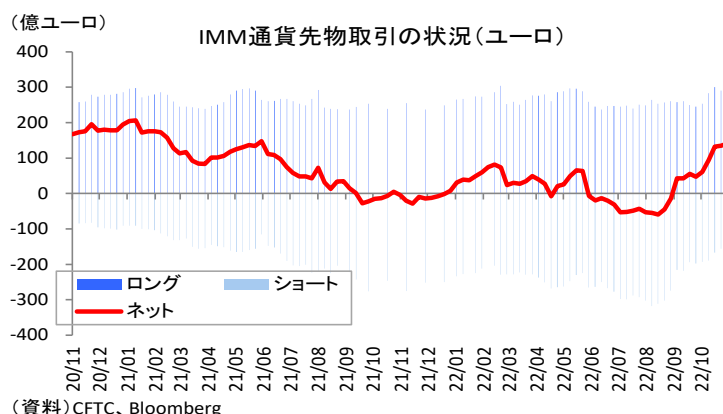
結論から言えば、「ドル高局面の転換である可能性は高いが、円安局面の転換である可能性は低い」と筆者は考えている。今回、IMM 通貨先物取引で見られた動きに関しては①急速なユーロ買いの裏返しであること、②円売りポジションは依然大きいこと、の 2 点を押えておく必要がある。

### ～ドル売り⇄ユーロ買い～

まず①に関しては一瞥すれば分かる通り、足許のドル売りをけん引しているのはユーロ買いである。実勢相場を見ても、パリティ割れが常態化していたところから復調し、1.00～1.03 で安定推移している。ユーロ買いの背景については先週の本欄で詳しく議論した通りだが、金利、需給の両面か

ら追い風が吹いている現状がある。金利に関して言えば、ユーロ圏の物価先高観は米国のそれよりも強く、結果的に欧米金利差(米国－欧州)の縮小に繋がっている。また、需給面では資源価格の落ち着きもユーロ買いの背中を押しているように感じる。本欄や『中期為替相場見通し』の立場に照らせば、この点が最も想定外であった。6～7月頃の資源価格動向を踏まえれば、「冬になればもっと大変なことになる」との懸念を元に域内の対外経済部門が脆弱になることが目に見えていた。筆者が年末にかけてユーロ相場の軟化を予想することにしたのもそうした理由からであった。

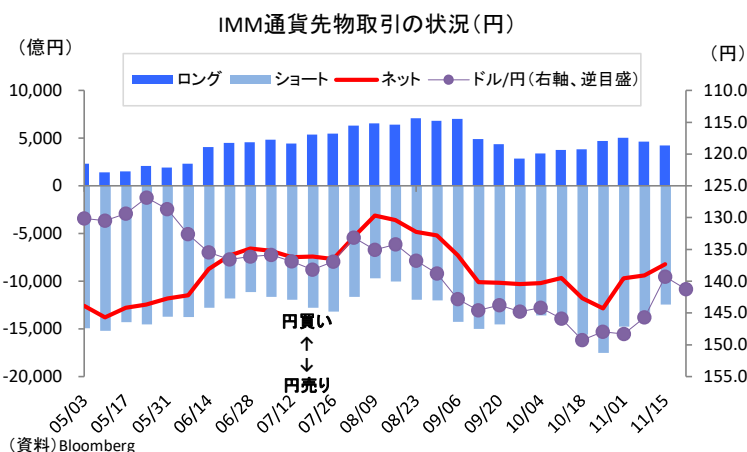
だが、各国の節電努力に加え、予期せぬ暖冬も重なって天然ガス価格は夏場の急騰前の水準に肉薄している。日本と違いドイツには輸出拠点としてのパワーが残っており、鉱物性燃料の輸入さえ押さえ込めれば貿易黒字は順当に回復することが見えている。そうなれば需給面でのユーロ買いは復活する見通しが立つ。なお、IMM 通貨先物取引におけるユーロの持ち高を見ると、



と、ロングの水準は大して変わっていないがショートの水準が急速に小さくなっており、これがネットで見たユーロ買い持ち高を押し上げている。もちろん、FRB のハト派化を織り込んだ動きもあるだろうが、ユーロ安に賭けていた投機筋が域内の金利や需給の風向き変化を察知しているようにも思える。

## ～ドル売り≠円買い～

一方、②の論点だが、円ショートの水準は足許で 1.2 兆円程度だが、円安が始まった 3 月初頭から 10 月末までを平均すると 1.3 兆円程度だった(右図)。数字を見る限り、「投機筋の円売り」にまつわる温度感が大きく変わったとは言えないように思える。ちなみに足許の円ロングの水準は約 4200 億円で 3 月初頭から 10 月末までの平均が約 3700 億円であった。若干円買いに傾いているように感じるが、夏場



は約 7000 億円程度で今の倍近い水準だった。ショートとロングをネットアウトしたポジションで見ても 8 月半ばは約 3000 億円のショートだったが、足許ではまだ約 9000 億円と 3 倍の水準にある。ポジションの水準だけを見れば、夏場の方が現在よりも投機筋の円高期待は大きかったように見える。

もちろん、IMM 通貨先物取引の持ち高から為替市場の真意や全体像が分かるとは限らない。しかし、ロングの水準が不変のままショートの水準が激減したユーロとは異なり、円に対する投機筋の目線が劇的に変わっているというにはまだデータが乏しい。まして、主要 8 通貨の対ドルでの合成

ポジションが買い持ちに転じたからといって、「円が好んで売られている」という状況は殆ど変わっておらず、そのニュースをもって「円安は終わったのか」を疑うのは若干性急に感じられる。

上で見たように、ユーロ相場に買い材料が増え始めている現状を踏まえれば、FRB がハト派色を強めるにしたがって今後ドル相場全体が軟化する可能性は確かに高い。だが、それと「円安が終わること」が同一とは限らない。今回の円安・ドル高はドル全面高と円全面安が合わさった結果、大きな値幅に至っているというのが筆者の基本認識である。ドル全面高の部分が剥落するに伴って、ドル/円相場が 130 円程度まで調整すること自体、驚きはない(それは今年の半値押しである)。しかし、史上最大の貿易赤字や永遠のゼロ金利などが意識された円全面安の部分は残ってしまうと考えるのが自然ではないだろうか。11 月中旬時点の IMM 通貨先物取引からドル/円相場の転換を予想し、元の場所(110～115 円)へ戻る局面が始まったとまで主張するのは無理があるように思う。

市場営業部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                      |
|-------------|-------------------------------------------------|
| 2022年11月22日 | 消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI                          |
| 2022年11月21日 | 最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～                     |
| 2022年11月18日 | 週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲慘な状況～)               |
| 2022年11月17日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)                    |
| 2022年11月16日 | FRBは今、何を考えているか?～蘇る平均インフレ目標～                     |
| 2022年11月15日 | 実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート                        |
| 2022年11月14日 | ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～                          |
| 2022年11月11日 | 週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)        |
| 2022年11月10日 | 金利面から見たドル/円相場の現状と展望                             |
| 2022年11月9日  | ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～                      |
| 2022年11月4日  | 週末版                                             |
| 2022年10月28日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)              |
| 2022年10月27日 | ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～                           |
| 2022年10月25日 | 製造業の国内回復報道をどう理解するか?                             |
| 2022年10月24日 | 圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～                     |
| 2022年10月21日 | 週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)                   |
| 2022年10月19日 | 天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～                        |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)                     |
| 2022年10月18日 | 通貨高競争の足音～G20議長総括から何を読むか～                        |
| 2022年10月17日 | トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～                        |
| 2022年10月14日 | 週末版                                             |
| 2022年10月13日 | FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～                         |
| 2022年10月12日 | 「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味                          |
| 2022年10月11日 | 年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド                          |
| 2022年10月7日  | 週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)              |
| 2022年10月6日  | 水際対策完全撤廃を前に論点整理                                 |
| 2022年10月4日  | 散見され始めたドル暴落説を検証する                               |
| 2022年10月3日  | 「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第                          |
| 2022年9月30日  | 週末版                                             |
| 2022年9月27日  | 伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか?                        |
| 2022年9月26日  | 英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け                        |
| 2022年9月22日  | 週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)                |
| 2022年9月20日  | EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～                           |
| 2022年9月16日  | 週末版                                             |
| 2022年9月15日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)                     |
|             | 円安抑止としての日本版HIAの可能性                              |
| 2022年9月13日  | 鎖国政策終了とその後の課題                                   |
| 2022年9月12日  | 動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～                          |
| 2022年9月9日   | 週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)          |
| 2022年9月7日   | 金利差が本当にテーマになるのはこれから                             |
| 2022年9月6日   | ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安                             |
| 2022年9月5日   | 円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～                      |
| 2022年9月2日   | 週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)                  |
| 2022年8月29日  | ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて                            |
| 2022年8月26日  | 週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)     |
| 2022年8月24日  | 水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～                           |
| 2022年8月23日  | パリティ割れと欧州のインフレ動向について                            |
| 2022年8月22日  | 顕著になる鎖国政策の副作用                                   |
| 2022年8月19日  | 週末版                                             |
| 2022年8月18日  | 過去最大を更新し続ける貿易赤字                                 |
| 2022年8月17日  | 生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場                           |
| 2022年8月16日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)                     |
|             | 本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～                       |
| 2022年8月15日  | 独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～                            |
| 2022年8月12日  | 週末版                                             |
| 2022年8月10日  | 独ライン川の水位低下とユーロ安リスク                              |
| 2022年8月9日   | 2022年上半期の国際収支統計を受けて                             |
| 2022年8月8日   | ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか?                           |
| 2022年8月5日   | 週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)        |
| 2022年7月29日  | 週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)                 |
| 2022年7月27日  | IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて                            |
| 2022年7月25日  | ドル/円相場の近況をどう評価するか?                              |
| 2022年7月22日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～) |
| 2022年7月20日  | ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか                           |
| 2022年7月19日  | パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～                            |
| 2022年7月15日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)                     |
|             | 週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)            |
| 2022年7月14日  | 米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも                            |
| 2022年7月12日  | やはり顔を出し始めた新規感染者主義                               |
| 2022年7月11日  | リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～                           |
| 2022年7月8日   | 週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)          |
| 2022年7月7日   | ユーロ相場急落の背景～ECB/ハト派化より重要なこと～                     |
| 2022年7月5日   | やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～                           |
| 2022年7月4日   | 世界の外貨準備状況～22年3月末時点～                             |
| 2022年7月1日   | 週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)     |
| 2022年6月28日  | 家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～                         |
| 2022年6月27日  | 世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～                         |
| 2022年6月24日  | 週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)                |
| 2022年6月22日  | 「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況                          |
| 2022年6月21日  | タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～                        |
| 2022年6月20日  | 疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営                             |
| 2022年6月17日  | 週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)                |
| 2022年6月16日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)                     |
|             | FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～                          |
| 2022年6月14日  | 悲慘指数を感じなかった日本人                                  |
| 2022年6月13日  | 米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来                     |
| 2022年6月10日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)                    |
| 2022年6月9日   | 黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～                      |
| 2022年6月8日   | 金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～                      |