

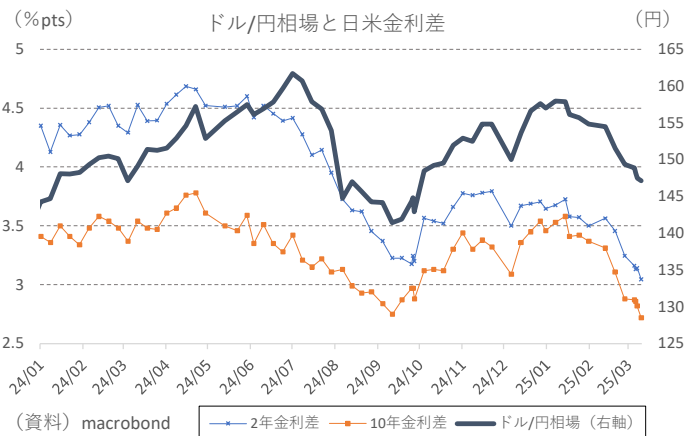
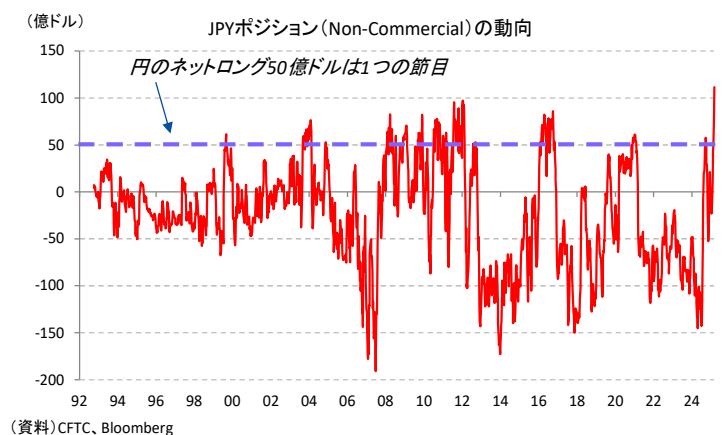
みずほマーケット・トピック(2025 年 3 月 12 日)

## 過去最大の円ロングに勝算はあるのか？

IMM 通貨先物取引の状況を踏まえると、3 月 4 日時点で対ドルでの円の持ち高は+111.5 億ドルのネットロング。同データが入手可能な 92 年 10 月以来で過去最大である。当然だが、日米金利差はまだ大きいため、このポジションの維持には金利差分のコストがかかる。にもかかわらず、「過去最大の円ロング」が存在するという事は、投機筋はそのコストを払っても、円買いに賭けるだけの勝算を持っているという解釈になる。その勝算はどこから来るのか。ひとえに「日銀の利上げ路線に伴って日米金利差はいずれ消滅へ向かい、為替差益も取れる」というシナリオに賭けているのだろう。しかし、それほど日銀利上げは自明なのか。年内最大 1 回の利上げしか織り込んでいない債券市場と為替市場で期待の乖離が大きくなっており、為替市場の性急なポジション構築には危うさを覚える。最も重要なことはこうした円ロング戦略の勝算ではない。本当に憂うべき事実は「過去最大の円ロング」をもってしてもドル/円相場が 146～148 円付近にあり、実質実効為替レートでも「半世紀ぶりの安値」から抜け出せていないという現状である。

## ～過去最大の円ロング～

投機筋の動向を掴む上で参考にされる IMM 通貨先物取引の状況を踏まえると、3 月 4 日時点で対ドルでの円の持ち高は+111.5 億ドルのネットロングとなっており、同データが入手可能な 1992 年 10 月以来で過去最大を記録している(右図・上)。1992 年 10 月以来で過去最大ということは 1 ドル 70 円台をつけた 2008～2012 年の超円高局面と比べてもさらに大きな円買いポジションということである。当然だが、1 年前より縮小したとはいえ、日米金利差は未だに大きいため(右図・下)、ドル売り・円買いポジションを維持するためには金利差分のコストがかかる。にもかかわらず、「過去最大の円ロング」が存在するという事は、投機筋はそのコストを払っても、円買いに賭けるだけの勝算を持っているという解釈になる。その勝算はどこから来るのか。ひとえに「日銀の利上げ路線に伴って日米金利差はいずれ消滅へ向かい、

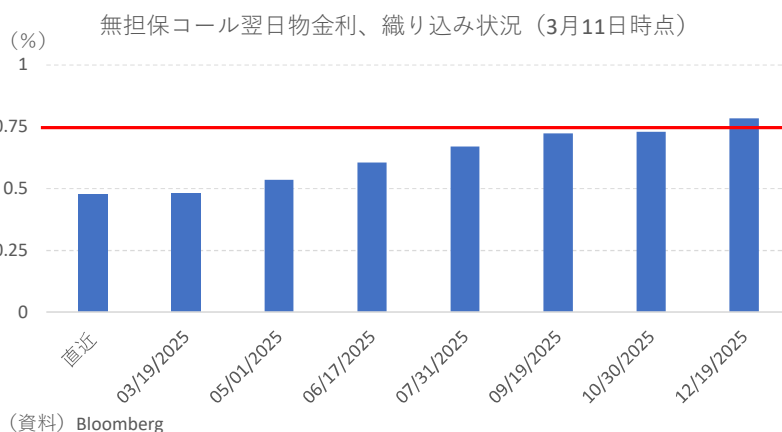


為替差益も取れる」というシナリオに賭けているとしか考えられない。ここにきてトランプ大統領自らが米国経済のリセッションシナリオを口にしていることから、米金利の押し下げも相応に期待できるという思惑も重なっているだろう。しかし、米国経済の悪化はスタグフレーション的な症状も患っていることから、果たして米金利低下を持続的な相場現象として読むことが適切なのか筆者は懐疑的だ。

### ～乖離する債券・為替市場の期待～

また、円ロング戦略の要諦である日銀の利上げ路線も当然視は危ういはずである。そもそも「金融資本市場が不安定な状況で利上げをすることはない(内田日銀副総裁)」という前提に立てば、足許のような株式市場の乱高下は確実に利上げの足枷になる。その上でインフレの起点となっていた円安が明確にピークアウトしており、ドル/円相場は前年比で横ばいかやや円高の状況に差し掛かっている。「過去最大の円ロング」が物語るほど、日銀利上げは自明ではない。

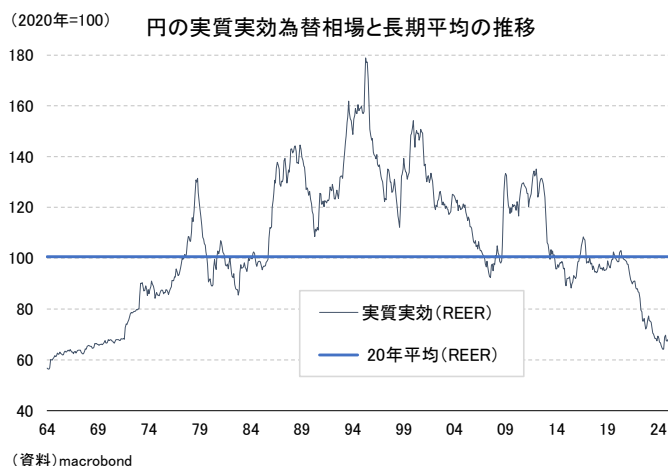
もちろん、現在の日銀は労働面からの需給ギャップ引き締まりを重視する立場にあるため、株や為替の乱高下といった市況要因だけで利上げ路線をあきらめることもないだろう。しかし、現在直面しているのは「過去最大の円ロング」である。それほど勝算を確信させるだけの利上げ材料が整っているとは考えにくいのが実情である。現に、債券市場はそう考えているよう



に見える。本稿執筆時点で金利市場の利上げ織り込みは3月会合で0.5%、次回利上げが100%織り込まれるのは年内最後の12月会合まで待つ必要がある(図)。「過去最大の円ロング」を展開する為替市場とは大分、見えている景色が違う。同じ金融市場でも債券・為替市場における期待形成は乖離しており、当然だが、どちらかが間違っているということになる。筆者は為替市場の期待がやや性急なのではないかと感じる立場だ。

### ～最も重要なこと～

なお、最も重要なことは円ロング戦略の勝算や持続可能性ではない。本当に憂うべき事実は「過去最大の円ロング」をもってしてもドル/円相場が146～148円付近にあり、実質実効為替レート(REER)で見ても「半世紀ぶりの安値」から抜け出せていないという現状である。これまで執拗に繰り返している論点ゆえ改めて詳述は避けるが、「円の弱さ」を「円金利の低さ」と同一視す



る論調は全く正しくないということである。いくら金利面で円がドルに接近(≡日米金利差が縮小)したところで、円相場の需給構造は超円高局面にあった 2008～12 年とは全く異なる。例えばその 5 年間で貿易収支の累積は約+1.9 兆円の黒字だった。これに対し、過去 5 年間の累積は約▲37 兆円の赤字である。これはもはや「別の通貨」と言って良い。加えて、2008～12 年にはデジタル赤字も新 NISA に伴う「家計の円売り」も存在しなかった。今はそれを円安の一因と見なす声が定番化している。当時を凌駕する円ロングがあってもドル/円相場の水準が大きく押し上げられている背景はやはりこうした需給構造に原因を求めたいところだ。

当然だが、投機のポジションはいつか反対売買が必要である。「過去最大の円ロング」は過去最大の巻き戻し(円売り戻し)と表裏一体ということだ。今のドル/円相場の水準からそれが始まると考えれば、恐れるべきは円高ではなく、やはり円安であるという事実は何も変わっていない。

金融市場部  
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
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はすらい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀レビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分) 就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「プラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分) 週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのパリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分) 日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分) 不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版