



# Weekly Market Report

Mar 10, 2025

FX, JPY Interest Rate, Topics

## 1. 為替相場概況

米関税政策の関連報道、日本では32年ぶり春闘賃上げが高水準で円高に反応

### USD/JPY (1週間の値動き)



### コメント

(出所) Bloomberg

先週のドル円相場は147円台前半まで円高進行。米関税政策や日銀利上げ観測の動向をめぐり売買が錯綜する展開となった。週初は150円台ではじまると国内実需勢のフローから一時151円台前半まで上昇も、米ISM製造業景況指数がネガティブな結果だったこと、中国・日本への関税を課すとのトランプ大統領の発言で、円高に反応し148円台前半まで下落。週中には米長期金利の上昇とともに150円台を回復も、ADP雇用統計の予想を下回る結果によりドル売りが再燃、148円台前半まで再び円高が進行。6日には米関税実施の延期報道などで安心感が広まり149円台前半まで回復。その後は春闘の賃上げ要求について32年ぶり6%を上回ったとの報道により、日銀の追加利上げ観測から円買いが優勢、147円台前半へ下落した。その後米雇用統計が軟調な結果となり146.9円台を示現。今週は米関税政策の先行きが不透明な中、関連報道で相場は乱高下する展開を予想。経済指標では米CPIの結果について特に注目が集まるものとする。(市場営業部/浅野)

### 今週の経済指標 (予定)

日付	イベント	予想
3/11(火)	(米国) 1月雇用胴体調査 (JOLTS)	775.0万人
3/12(水)	(日本) 2月国内企業物価指数	-0.1%
3/12(水)	(米国) 2月消費者物価指数 (CPI)	+0.3%
3/13(木)	(米国) 1月生産者物価指数 (PPI)	---
3/14(金)	(米国) ミシガン大消費者態度指数	---

### USD/JPY (5年間)



(出所) Bloomberg

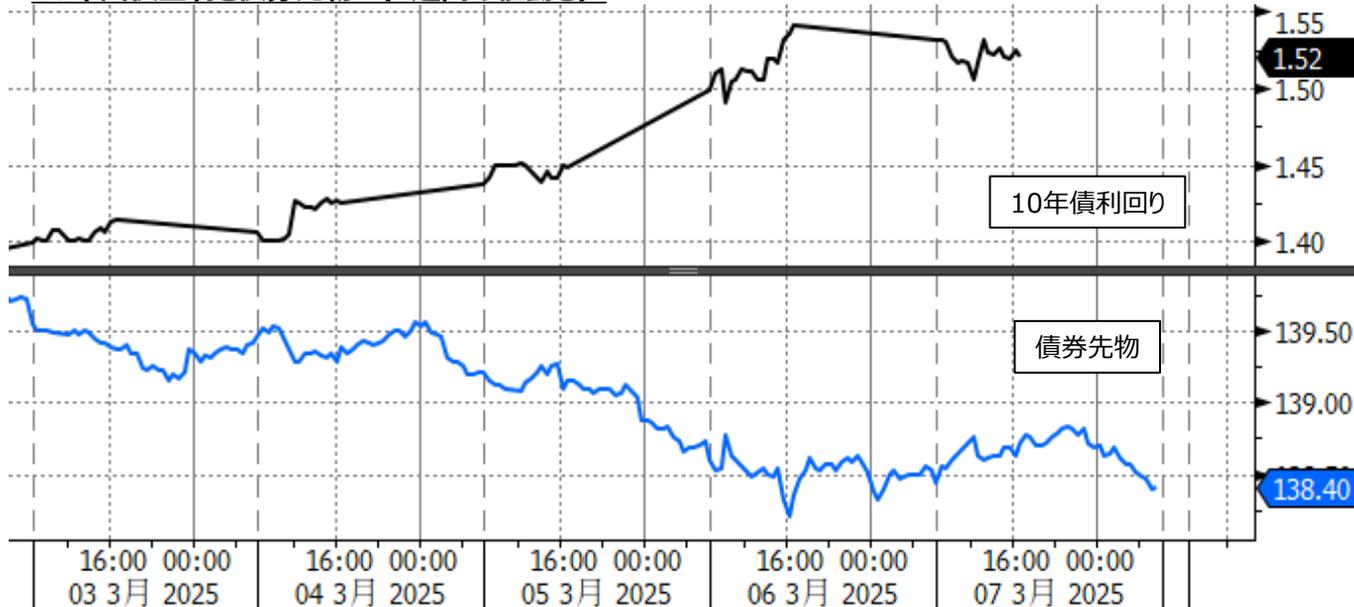
### 今週のレンジ予想 (USD/JPY)

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
黒川隼汰	146.50 - 149.00	米重要経済指標の発表相次ぐため上下に振られやすい地合いだが、投機筋の円買い巻き戻しフローで下値は限定的か。
山口愛	145.00 - 150.00	米国2月CPIやPPIに注目。米ドル安の要因となれば追加利下げを見込んだドル売り円買いは継続する可能性ありと予想。

## 2. 円金利相場概況

日米中銀イベントを翌週に控える中で、今週は入札と、物価関連の米経済指標に注目

### 10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）

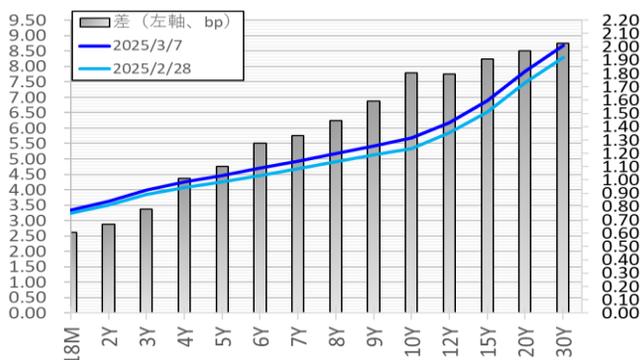


GJGB10 Index (日本国債10年) JGB.F 20 日 30 分 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 10-Mar-2025 07:11:29

コメント (出所) Bloomberg

先週の10年国債利回りは上昇基調で推移。週初は前週末引けより2bpほど高い1.40%近辺でスタートし、翌日の10年債入札への警戒感を背景に狭いレンジで推移。10年債入札はテール21銭（前回3銭）、応札倍率2.66倍（同3.18倍）と軟調な結果に10年国債利回りは1.42%台後半まで上昇。週央にかけては、トランプ大統領によるカナダ・メキシコへの関税発動、対中国の関税引き上げなどの発表と、対米への報復関税懸念による米金利上昇や、国内では内田日銀副総裁の「経済・物価の見通しが実現していけば引き続き政策金利を引き上げる」旨の発言などで、10年国債利回りは1.44%台後半まで上昇。週後半には、ドイツが債務ブレーキを緩和する方針転換で、独長期金利が35年振りの急上昇で海外金利上昇、10年国債利回りは一時1.54%に到達し1.52%程で越週。今週も、国内は金利水準が高止まる中で10日の5年債、12日の20年債入札と、海外は米関税政策とウクライナ関連の報道に注意しつつ、12日の米CPI、13日PPI、14日ミシガン大学消費者マインドに注目したい。（市場営業部/遠藤）

### 金利スワップ変化（1週間）



### 10年円金利スワップ推移（5年間）



### 今週のレンジ予想（10年国債利回り）

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
飯野りさ子	1.48% - 1.58%	欧州を発端とした世界的な金利上昇圧力や、日銀の利上げ観測への警戒感も根強く、金利は高止まりしやすい展開と予想。
伊豆浦有里恵	1.50% - 1.59%	今週は入札に向けた調整や、米インフレ指標の結果が円金利にも波及し易く、更なる金利上昇リスクが意識される。

### 3. 今週のトピックス

#### IMMポジションから見るドル円短期的見通し

**足元の円ロングポジションは過去最大規模。ポジションの巻き戻しに要注意**

為替市場の参加者は、その目的によって「投機筋」「実需筋」と分類される。一般的に割合は投機筋が8割、実需筋が2割を占めるといわれ、投機筋の動向が為替変動の大きな要因となることが多い。本稿では、投機筋の動向からドル円相場の見通しを考察していく。

#### IMMポジションとは

IMMポジションとは通貨先物ポジションに関する米商品先物取引委員会（CFTC）の週次統計であり、当該週の金曜日にHP上で公表される。市場の投機筋ポジションの偏りを見る上で有効とされ、過度にポジションが偏った場合は巻き戻しによる相場変動に注意が必要とされる。

#### 足元のポジション動向

2025年1月最終週以降、IMMネットポジションでは円ロングが膨らみ続けている（図1）。この背景にあるのは、日本は他国に比ベトナム関税の影響が少ないとの予想から消去法的に円買いが波及したこと、主要国の中で日銀のみ利上げフェーズにあることが考えられる。2月以降、日銀の早期追加利上げ期待が高まっていることから急速に円買い・ドル売りポジションが膨らみ、3月第一週ではネット133,651枚と過去最高水準となっている。

一方、円ロングポジションを持つと日米金利差の違いから日々金利を支払う（ネガティブ・キャリー）必要がある。金融政策の違いから、依然として日米金利差は相応に拡大したまま（図2）であり、円高進行が終了するとの思惑が広がれば、早期にポジション解消に動くことが予想される。過度に円ロングポジションが積み上がった状態では円高・ドル安進行の余地は限定的となることが想定され、ポジション巻き戻しの展開となれば、円安・ドル高が急速に進行する可能性が高い。

#### 過去の円ロングポジションの巻き戻し

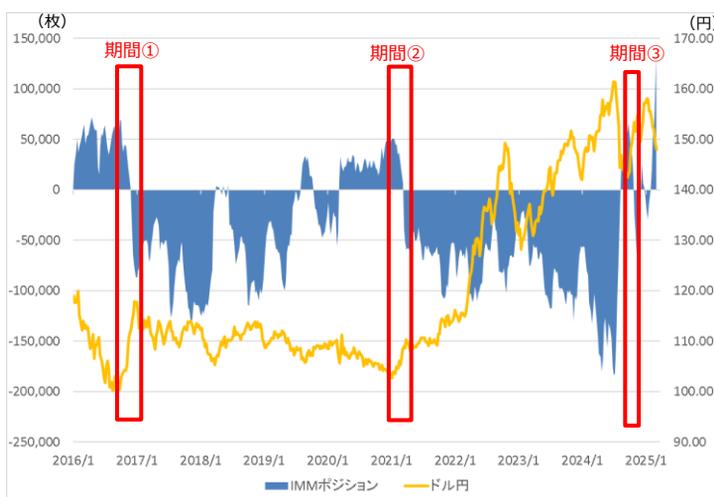
円ロングポジションの巻き戻しが起こった場合、投機筋のポジションに対してどの程度円安・ドル高進行するのかを過去の推移から検証した（図1,図3）。

2016年以降のIMMポジションを平均すると円ショート4万枚程度であり、同水準がドル円ポジションの平時であると仮定して検証実施。2016年以降で円ロング5万枚以上となった時期は図表の3期間。図3にて円ロングポジションのピークを付けた時点、円ショート4万枚付近まで戻った時点のポジション枚数とドル円の変動幅を計算。平均すると1万枚のポジション縮小に対してドル円は0.90円程度円安進行する結果となった。足元の円ロングポジションは133,651枚であることから、ポジションがニュートラルになるまで縮小した場合のドル円の想定上昇幅は12円程度となる。ドル円148円を起点とした場合、160円程度まで円安・ドル高進行する計算である。

上記はあくまで過去データからの計算であり、日銀のマイナス金利からの脱却、トランプ関税、ウクライナ問題など、以前とは環境が大きく異なっている点に留意する必要がある。引き続き投機筋のポジション、ドル円の動向に注目していきたい。

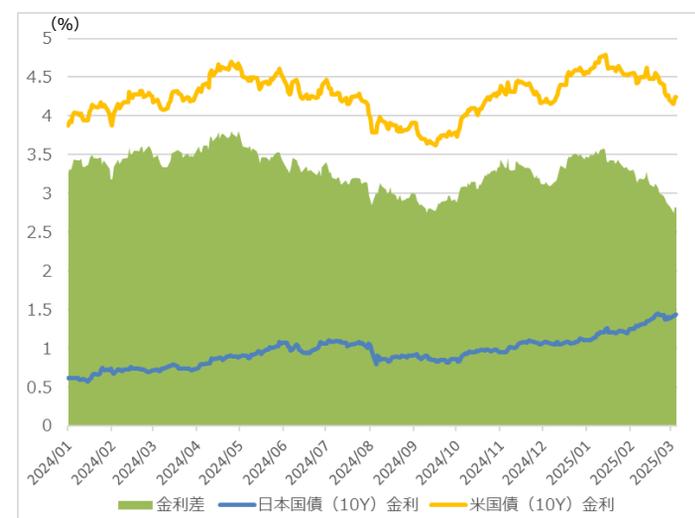
（市場営業部/堀）

【図1】IMMネットポジションとドル円（2016年～）



（ Bloombergよりあおぞら銀行作成）

【図2】IMMポジションとドル円（2016年～）



（ Bloombergよりあおぞら銀行作成）

【図3】円ロングポジションの巻き戻し考察

期間①	2016/9/27	2016/12/6	変動
IMMポジション(枚)	68,892	-33,937	<b>-102,829</b>
ドル円	100.43	114.02	<b>13.59</b>
期間②	2021/1/12	2021/3/16	変動
IMMポジション(枚)	50,520	-39,368	<b>-89,888</b>
ドル円	103.76	109.00	<b>5.24</b>
期間③	2024/9/24	2024/11/5	変動
IMMポジション(枚)	66,011	-44,167	<b>-110,178</b>
ドル円	143.23	151.62	<b>8.39</b>

1万枚当たりのドル円変動 平均 約0.90円  
（ Bloombergよりあおぞら銀行作成）

## ご留意事項

- ・本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の申し込みでも、取引締結の推奨でもなく、売買若しくは何らかの取引を行うことを助言したり、または勧誘したりするものではありません。
- ・本資料の内容につき、当行はその正確性及び完全性を保証するものではなく、一切の責任を負いません。ご利用に際しては、ご自身のご判断をお願いします。
- ・本資料に基づき、お客さまが投資のご判断をされた結果に基づき生じた損害・損失等については、当行は一切責任を負いません。
- ・本資料は著作物であり、著作権法により保護されております。無断で本資料の全部または一部を複製、送信、転載、譲渡および配布することはできません。
- ・本資料に掲載された各見通しは本資料作成時点での各執筆者の個人的見解に基づいており、それらは必ずしも当行の見解を反映しているとは限らず、また、予告なしに変更される場合があります。



商号：株式会社あおぞら銀行（登録金融機関 関東財務局長（登金）第8号）  
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会