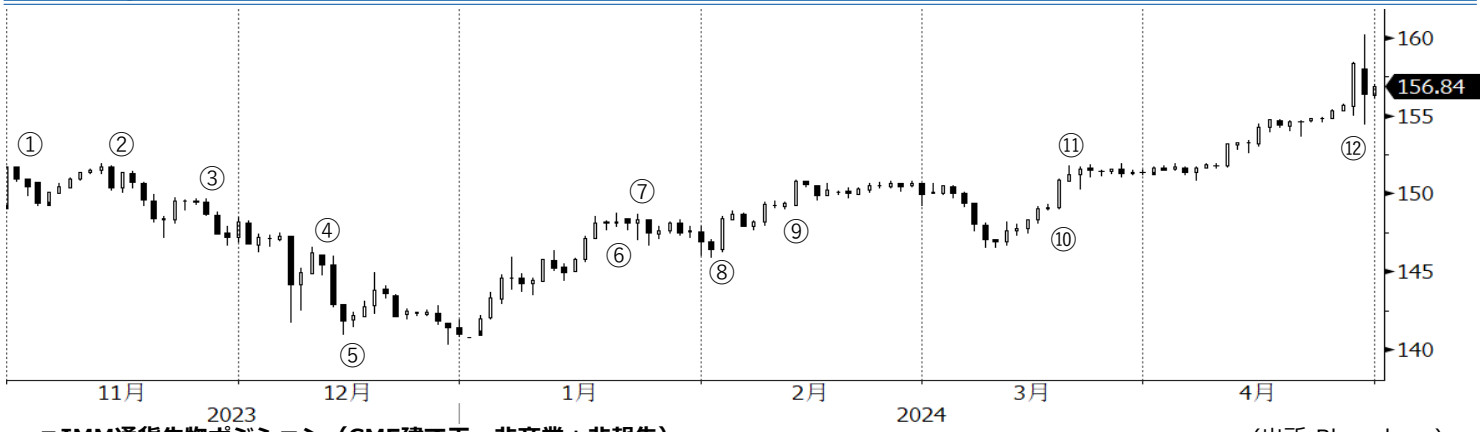
Forex Monthly 5月為替相場展望

三井住友信託銀行
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

マーケット金融ビジネスユニット　為替カスタマーチーム

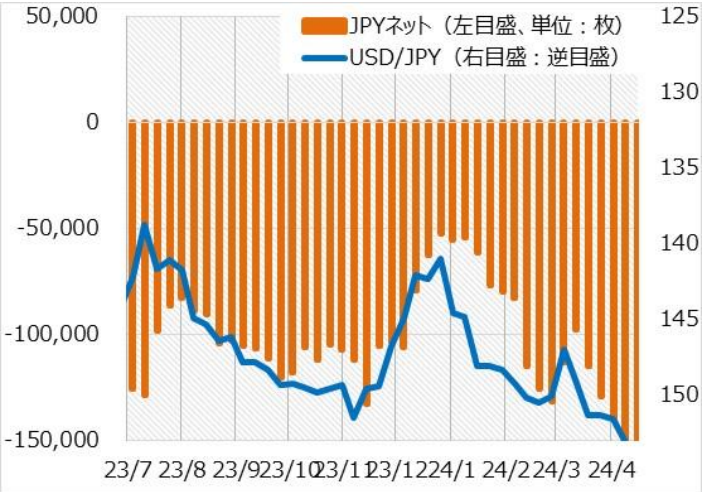
2024年4月30日作成

USD/JPY　5月の予想レンジ：153.00～158.50



(出所:Bloomberg)

■IMM通貨先物ポジション（CME建て玉、非商業＋非報告）



■相場変動要因

①11/03:米　10月非農業部門雇用者数変化　150ｋ（予　180ｋ、前　336ｋ→297ｋ）

②11/14:米　10月CPI(前年比)　3.2%（予　3.3%、前　3.7%）

③11/28:米　ウォラーFRB理事「数か月先に政策金利を引下げる可能性」

④12/13:米　パウエルFRB議長「今日の会合で利下げのタイミングを協議した」

⑤12/15:米　ウィリアムズ･NY連銀総裁:「現在、利下げについて全く協議していない」

⑥01/19:米　ミシガン大消費者マインド指数78.8 (市場予想:70.1)

⑦01/23:日　日銀金融政策据え置き(政策金利▲0.1%/YCC上限1.0%目途)

⑧02/02:米　1月非農業部門雇用者数変化 353k（予　185k、前　216k→333k）

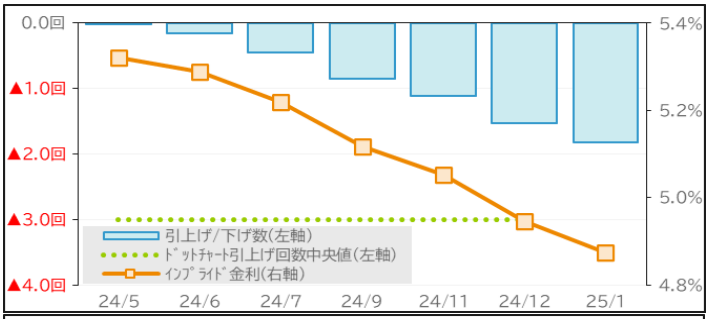
⑨02/13:米　1月CPI（前年比）+3.1%（予　+2.9%、前　+3.4%）

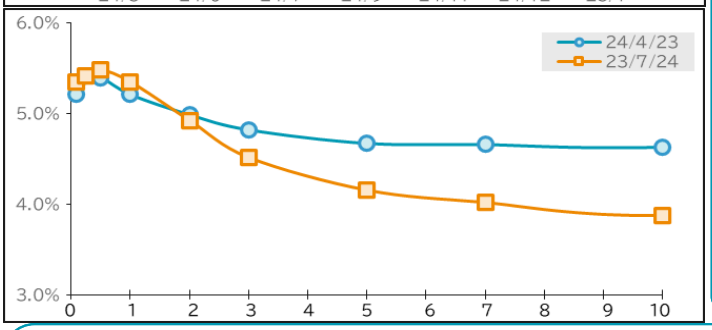
⑩03/19:日　日銀、マイナス金利解除、YCC撤廃、J-REIT・ETFの買い入れ終了を決定

⑪03/20:米　パウエルFRB議長：「「今年中に」緩和を始めるのが適切になるだろう」

⑫04/26:日　4月日銀会合にて、金融政策の現状維持を決定

■FOMCの利下げに対する市場の織り込みとイールドカーブ





⑫04/26:日　4月日銀会合にて、金融政策の現状維持を決定

①IMM通貨先物ポジション(左上図)

4/16時点の円先物ポジションはネットで167,742枚ショートと3月中旬以降一貫して拡大中である。

下記の通り、米国では労働需給の逼迫、物価も高止まりからインフレ再燃の懸念が燻る一方で、日銀は4月金融政策決定会合でも金融政策の据え置きを決定するなど円買いの理由は乏しく、円ショートポジションは更に拡大していよう。

②米国の利下げ回数の織り込みと米債のイールドカーブ

左上図はFF金利先物市場から見るFOMCの利下げ回数の織り込みと3月公表のドットチャートの中央値である。

米4月消費者物価指数の市場予想上振れを受けて、米国の利下げ織り込みは剥落しており、足元では年内1~2回の利下げを見込む向きが大半となっている。また、初回の利下げについても、4月初旬には6月を見込む意見が多かったが、堅調な雇用環境や根強い物価上昇圧力を背景に、秋口に後ずれしてきている。一方で、ドットチャートでは年内3回の利下げが予測中央値となっており、市場の織り込みとの乖離が大きい状況であるものの、個別の意見では年内利下げなしや1回といった意見も見られ、3回未満と見る声も相応にある状況だ。

左下図は米国債の短期から長期にかけてのイールドカーブであり、最後に利上げを行った2023年7月に比べて2年以上のタームの金利は高い状態だ。現状の高い政策金利下においても米国経済は堅調であり、中立金利（景気を熱しも冷ましもしない実質金利水準）は切り上がってきていることがイールドカーブからも推察することができよう。

③米月のドル/円は徐々にレンジを切り上げていくと予想

今月は米経済指標や4月日銀会合の結果を受けて、日米金利差を背景にした円売り・ドル買いが入ったことでドル/円はおよそ34年ぶりの水準まで上昇している。上述の通り、FOMCの利下げ回数の織り込みは剥落しており、初回利下げについても9月ないしは11月といった年後半を予想する声が大半となっている。米金利の上昇圧力がかかる中では、ドルの保有妙味も高く、一時的にドル/円が下落するようなタイミングがあっても、押し目買いも見られよう。

また、152円から1円刻みで本邦輸入企業によるドル買いヘッジのオプションのバリアが軒並みノックアウトし、現在の水準でドル買いをせざるを得ない一方で、本邦輸出企業によるヘッジについてはヘッジコストの高まりと高水準で維持するスポット水準を受けて、様子見姿勢を継続する企業も多く、実需やヘッジの側面で見ても、ドル/円は徐々にレンジを切り上げていく展開となるだろう。

とはいえ、今回の日銀会合・植田日銀総裁記者会見を受けてドル/円は一時160円を突破後に急落していることもあって、政府・日銀による為替介入への警戒感は強く、一方向的に円が売られるような状況にはなりづらいとみて、ドル/円の上昇スピードは限定されるだろう。(文責：丸山)

【ドル高･円安 要因】

- **米インフレ継続、利下げ後ずれによる高金利維持（ドル高）**
- **日米株の堅調な推移による円売り（円安）**
- **世界経済の先行き懸念を背景としたドル保有ニーズの高まり（ドル高）**

【ドル安･円高 要因】

- **米労働市場、インフレ鈍化による早期利下げ期待（ドル安）**
- **本邦当局による介入警戒感（円高）**
- **日銀金融政策の一段の修正期待（円高）**

Forex Monthly 5月為替相場展望

三井住友信託銀行
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

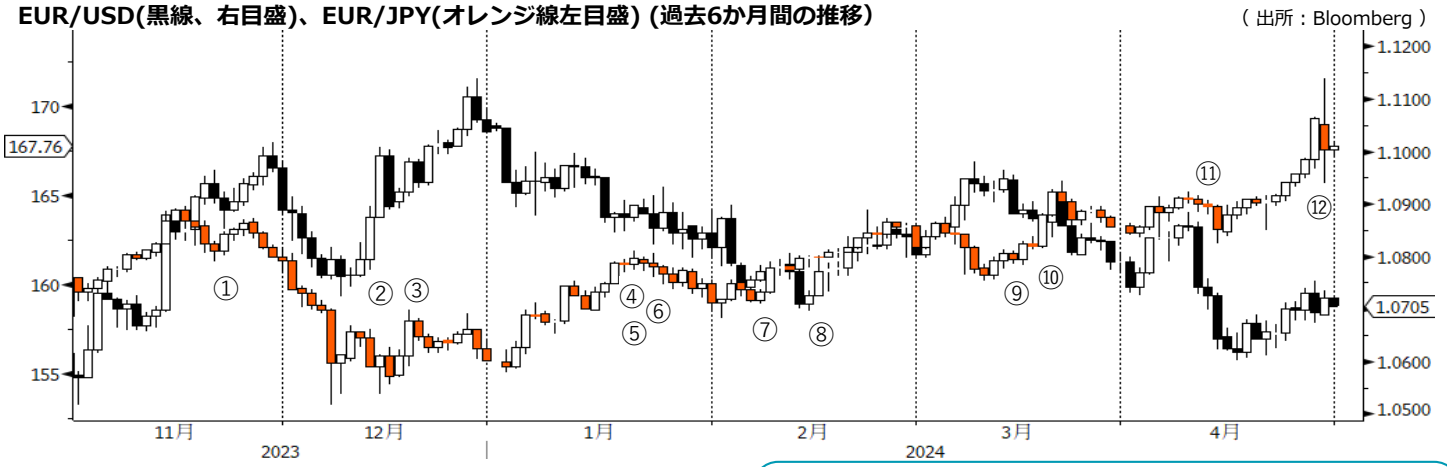
マーケット金融ビジネスユニット　為替カスタマーチーム

2024年4月30日作成

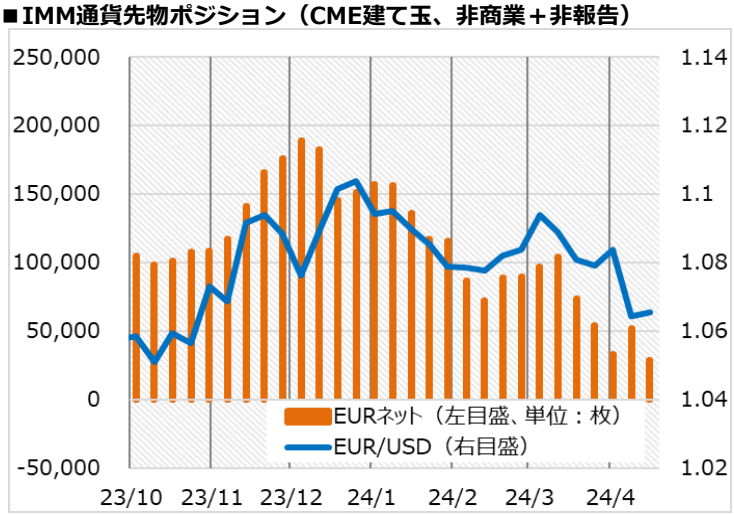
EUR/USD 5月の予想レンジ：1.0500　～　1.0900
EUR/JPY 5月の予想レンジ：164.00　～　172.00

EUR/USD(黒線、右目盛)、EUR/JPY(オレンジ線左目盛) (過去6か月間の推移)

（出所：Bloomberg）



■IMM通貨先物ポジション（CME建て玉、非商業＋非報告）



（出所：Bloomberg）

■相場変動要因

①11/21：ラガルドECB総裁：「インフレに対する勝利宣言は時期尚早」

②12/14：欧「利下げまったく議論せず」 2会合連続で金利据え置き

③12/21：他　フーシ派、紅海を通行する船舶への攻撃継続を言明

④01/23：日　1月日銀金融政策決定会合(1/22-23開催分):政策金利を▲0.1%に据置き

⑤01/23：日　植田日銀総裁:「物価目標の実現確度、少しずつ高まっていると判断した」

⑥01/25：欧　1月ECB理事会主要政策金利　4.5%に据え置き

⑦02/08：日　内田日銀副総裁：「マイナス金利を解除しても緩和的な金融環境を維持」

⑧02/15：欧　ラガルドECB総裁：「インフレ反発のリスクを負いたくない」

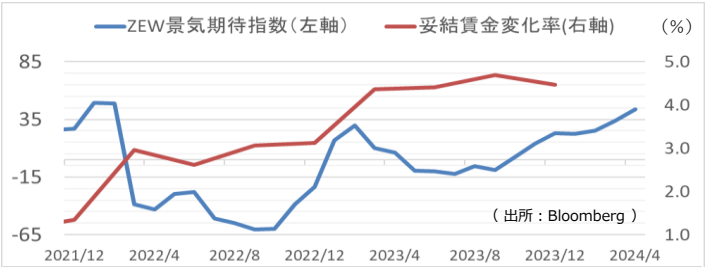
⑨03/14：欧　ECB、金融政策運営枠組みの見直し結果を発表

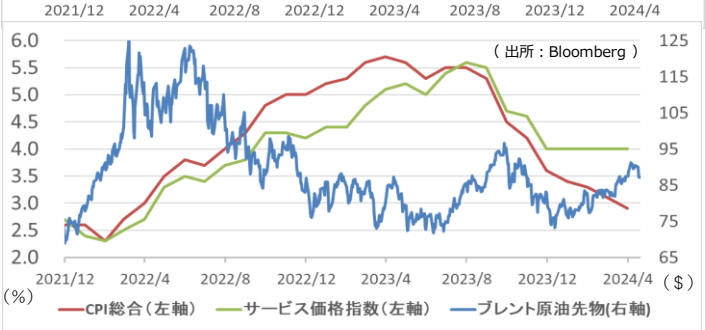
⑩03/19：日　3月日銀会合、マイナス金利解除、YCC撤廃、J-REAT・ETF買入終了

⑪04/17：欧　ラガルドECB総裁：「一段のインフレ鈍化ならＥＣＢは利下げに向かう」

⑫04/26：日　4月日銀会合にて、金融政策の現状維持を決定

■上段：ZEW景気期待指数と妥結賃金の変化率の推移
下段：ブレント原油先物とCPI総合指数、サービス価格指数の推移





■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション（左上図）

4/16時点のユーロ先物ポジションはネット後28,654枚のユーロロング。4月ECB理事会でのラガルドECB総裁の6月利下げを示唆する発言が見られたこともあり、ユーロロングは縮小する結果となった。ただ足許は欧州金利の上昇が見られていることから、ロングポジションは小幅に増加していよう。

②上段：ZEW景気期待指数と妥結賃金の変化率の推移、下段：ブレント原油先物とCPI総合指数、サービス価格指数の推移

欧州圏のインフレ率は、食料・エネルギーや財の項目が減速したことを受けて足許低下基調が見られており、ECBが目指す物価目標の２%に近づいている。4月のECB理事会でも、ラガルドECB総裁から「それなりに短期間で、景気抑制的な金融政策を緩和しなければならないときに向かいつつある」と述べ、利下げに前向きな姿勢を表明している。しかし、下段の図にある通り、サービス価格の上昇率は5か月連続で前年比＋4%を付けて高止まりを示しているほか、上段の図の通り、妥結賃金の上昇率には頭打ち感があるものの、独4月ZEW景気期待指数は前回値から大きく改善を見せ、加えて直近公表された欧4月HCOBユーロ圏サービス業PMIでも11カ月振りの高水準を付けるなどサービス業を中心に景況感は改善してきている。インフレ鈍化から個人消費は引き続き底堅く推移するとみており、良好な景況感を下支えするとの見方から、早期の利下げ期待を押し戻し、ユーロ高が進むと見ている。

なお、地政学リスクにも注意が必要である。今月にはイスラエルとイランが互いにミサイルで応酬するなど緊張感が大きく高まった。両国の和平での解決の見通しも不透明な中、イスラエルは足許で親イランのイスラム教シーア派組織ヒズボラとの交戦を激化させるなど中東情勢は不安定感を深めている。下段の図にもある通り、足許の中東情勢の不安定化から原油価格は昨年の12月ごろから上昇傾向にあり、再びイスラエルとイラン対立の激化や紛争地域の拡大が見られるようであれば、原油価格を押し上げる要因となり、欧州の景気減速懸念からユーロの下押し圧力となろう。

③来月のユーロ/円・ユーロ/ドルの見通し：対円で上昇・対ドルではレンジでの推移を予想。

ここもと、早期の利下げや今後の利下げ回数についてECB高官から慎重な姿勢を示す発言がみられている。ナーゲル独中銀総裁は「インフレが目標水準に早期かつ持続的に戻るとの確信は不十分」と発言し、早期の利下げに慎重な姿勢を表明しているほか、レーンECB専務理事は「現在のディスインフレ局面が平坦でないのは必然」と述べ、CPIの上昇が順調に減速するとは考えにくいとの意見を表明した。来月にはECBが重要視する1-3月期の賃金データが公表されるが、低位に推移する失業率や好調なサービス業から、賃金の高止まりを予想する。そのため、ECB高官のハト派な発言が修正されユーロ高が進むだろう。日銀に関しては、4月会合で現行の低金利政策の継続を決定した。加えて植田日銀総裁から今後の利上げパスについてや、足許の円安についての牽制発言も限定的であったことから円安圧力が強まっている。来月、日銀会合は予定されておらず、本邦通貨当局における介入警戒感は依然として高いものの、利上げや政策修正にかかるヘッドライン等の円高材料には乏しく、絶対的な日米金利差を前にユーロ買いがユーロ/円を押し上げるだろう。他方、米国では米3月雇用統計で平均時給の高止まりや、低失業率が見られており、米3月CPIでも物価の高止まりが確認された。賃金インフレが想定以上に粘り強いとの見方から、ドル高は継続するとみており、対ドルではレンジでの推移を予想する。（文責：深谷）

【 ユーロ高・ドル安 要因 】

- ユーロ圏インフレ高止まりによるECBの金融政策タカ派化（ユーロ高）
- 米労働市場の軟化による早期利下げ期待の高まり（ドル安）

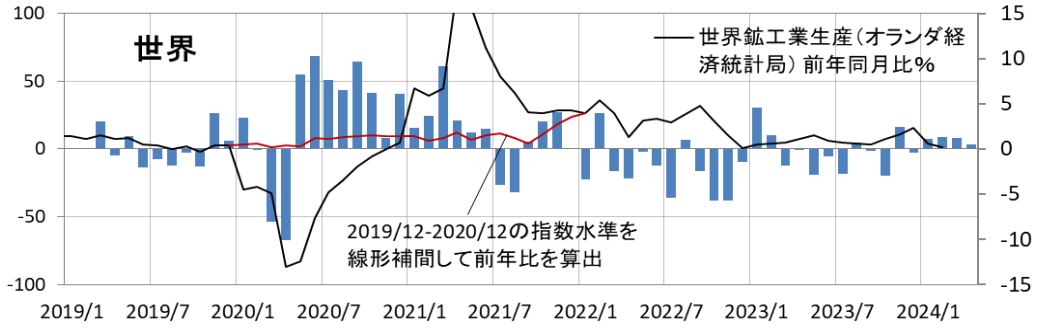
【 ユーロ安・ドル高 要因 】

- 米インフレの継続による高金利維持（ドル高）
- 利上げ効果の波及からユーロ圏の景気悪化によるECBハト派化（ユーロ安）
- 米国対比で軟調な欧州景況感（ユーロ安）

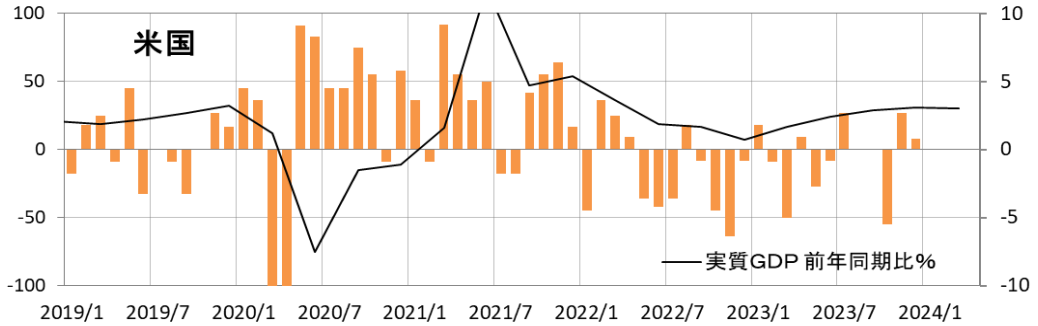
三井住友信託銀行
マーケット金融ビジネスユニット　為替カスタマーチーム
2024年4月30日作成

星取ＤＩ 推移グラフ

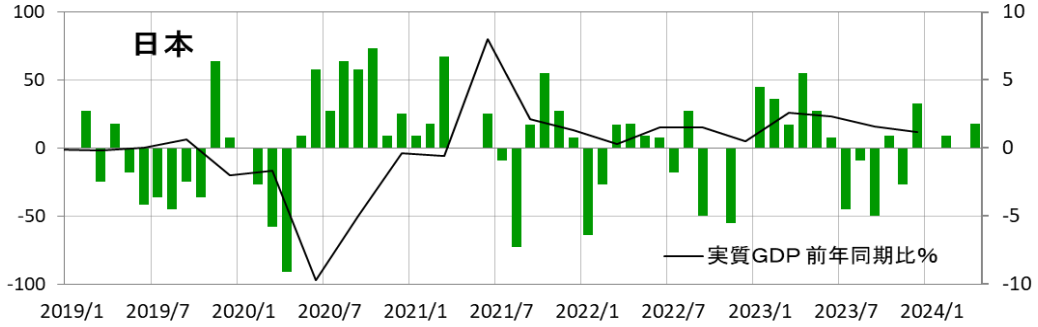
星取DIは、インフレ指標・対外収支を除く経済指標について、経済活動上向きの指標の数の比率から、経済活動下向きの指標の数の比率を差し引いたもの。DIは、「+100～-100」のレンジで推移し、数値が大きいほど、経済活動上向きの指標が多い。「0」は、経済活動上向き・下向きの指標数が拮抗していることを示す。



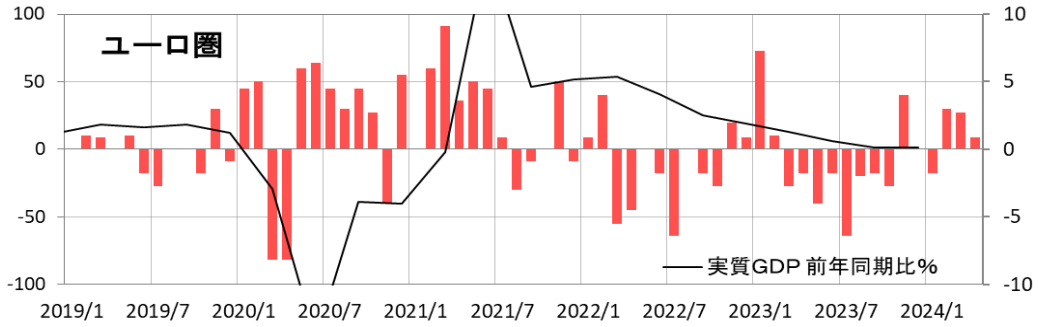
3月の星取DIは小幅プラスで、世界景気の緩やかな回復を示唆。ユーロ圏・中国がプラス寄与。日本・米国はゼロ。



3月も連続でゼロとなり、景気横ばいを示唆。景況感・ハードデータとも強弱まちまち。4月の公表済みの景況感も同様。



3月のDIはゼロで景気横ばいを示唆。景況感中心に強弱まちまちに。4月のPMI速報は製造業・サービス業とも改善した。



3月は景況感中心に改善し、星取DIは連続でプラスとなった。4月の公表済み景況感は総じて改善も、製造業PMIは悪化。

（出所：Bloomberg・Reutersのデータをもとに三井住友信託銀行が算出）

三井住友信託銀行
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK
マーケット金融ビジネスユニット　為替カスタマーチーム

2024年4月30日作成

経済指標＆イベントカレンダー（2024年5月）

月	火	水	木	金	土	日
		1 FOMC(4/30より)→	2 日銀議事録(3/19) ADB年次総会(ｼﾞｮｰｼﾞｱ/ﾄﾋﾞﾘｼ)－－→5/5 OECD閣僚会議(ﾊﾟﾘ)－－→	3	4	5
6 豪RBA理事会－－－－－－－－－→	7 米3年国債入札	8 日10年国債入札 米10年国債入札	9 日銀主な意見(4/26) 英中銀MPC政策発表 米30年国債入札	10 日30年国債入札	11	12 ﾘﾄｱﾆｱ大統領選挙
13 ﾕｰﾛｸﾞﾙｰﾌﾟ財務相会合	14 日5年国債入札 EBRD年次総会(ｱﾙﾒﾆｱ)－－→5/16 EU財務相理事会	15	16 日20年国債入札	17 APEC貿易相会合(ﾍﾟﾙｰ)－－→	18	19
20 日10年物価連動国債入札 ﾄﾗﾝﾌﾟ前大統領の機密文書裁判審理開始	21 日銀の多角的ﾚﾋﾞｭｰの第2回ﾜｰｸｼｮｯﾌﾟ	22 NZ政策金利公表 日40年国債入札 米20年国債入札	23 G7財務相会合(ｲﾀﾘｱ/ｽﾄﾚｰｻﾞ)－－→5/25 米10年ｲﾝﾌﾚ連動国債入札	24	25	26
27 AfDB年次総会(ﾅｲﾛﾋﾞ)－－→5/31	28 日10年CT国債入札 米 2年国債入札 米 5年国債入札	29 南ｱﾌﾘｶ議会選挙 米 2年変動国債入札 米 7年国債入札 ﾍﾞｰｼﾞｭﾌﾞｯｸ	30 日2年国債入札	31		

(その他のイベント)

・(13日)ｳｸﾗｲﾅ戒厳令期限

・(21日)日銀の多角的ﾚﾋﾞｭｰの第2回ﾜｰｸｼｮｯﾌﾟ(これまでに分析を行った案件を包括的に討議)

本資料は当マーケット金融ビジネスユニット為替カスタマーチームの見解を記したものであり、当社としての見通しとは必ずしも一致しません。本資料のデータは各種の情報源から入手したものですが、正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。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にお願い申し上げます。