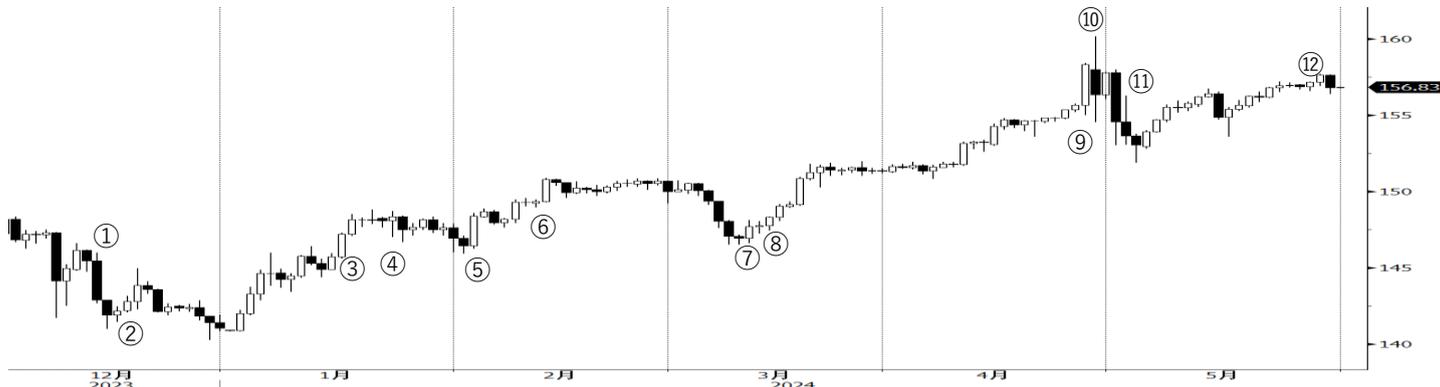
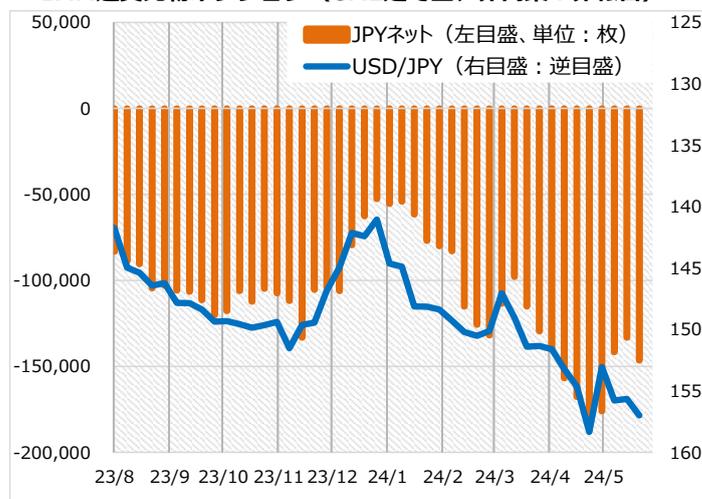


USD/JPY 6月の予想レンジ：154.00~159.00



■IMM通貨先物ポジション（CME建て玉、非商業+非報告）

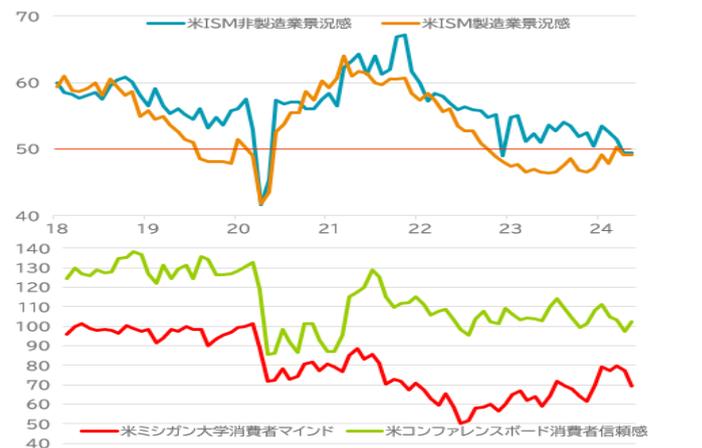
(出所:Bloomberg)



■相場変動要因

- ①12/13: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」
- ②12/15: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」
- ③01/19:米 ミシガン大消費者マインド指数78.8 (市場予想:70.1)
- ④01/23:日 日銀金融政策据え置き(政策金利▲0.1%/YCC上限1.0%目途)
- ⑤02/02:米 1月非農業部門雇用者数変化 353k (予 185k、前 216k→333k)
- ⑥02/13:米 1月CPI (前年比) +3.1% (予 +2.9%、前 +3.4%)
- ⑦03/19: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
- ⑧03/20: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」
- ⑨04/26:日 日銀:これまで同程度の国債購入を継続するとの文言を声明から削除
- ⑩04/29:日 神田財務官:「円介入したかどうかは何も言うことはない」
- ⑪05/01:米 FOMC声明文:「インフレ目標に向けたさらなる進展が見られていない」
- ⑫05/27:日 内田日銀副総裁:「今回こそこれまでと違う」

■米景況感の推移とFRB高官発言



【FRB高官発言サマリー】

- ・5/14パウエル議長「多くの根拠に基づいて、金融政策は抑制的だ」
- ・5/19 ボウマン理事「もし、インフレが長期化、または再燃したら利上げを支持」
- ・5/21ウォラー理事「利下げへの判断はあと数か月必要」
- ・5/21バー副議長「以前考えていたよりも長い間、現在の金利を据え置く必要がある」

■今月の市場分析と展望

**①IMM通貨先物ポジション(左上图)**  
5/21時点の円先物ポジションはネットで146,517枚ショート。4/26の日銀会合で、金融政策を据え置き発表後、内外金利差拡大が継続するとの懸念が強まり、円ショートポジションが拡大。日本勢が不在の4/29にドル/円は約34年振りの水準である160.19円まで上昇した。その後、複数回に渡って政府・日銀による為替介入と見られる巨額の円買いを経て円ショートポジションが急減するも、足元では再び円ショートポジション構築の動きが見られる状況だ。

**②米景況感の推移とFRB高官発言(左下图)**  
左上图は米景況感の推移とFRB高官発言サマリーである。サンフランシスコ連銀が5/6に発表したサーベイでは政府からの補助金などによる過剰貯蓄が底をつき、2024年3月時点ではマイナス圏に突入したと公表された。それに呼応するように足元では米ミシガン大消費者マインドや米消費者信頼感、米ISM非製造業景況感が総じて軟調となっており、一般消費者の消費行動への傾重さを背景にサービス業の先行き不透明感が増していることが示されている。一方で、AIブームの台頭により半導体企業の業績が好調であるなど、製造業の景況感が底打ちしてきており、米経済を下支えしているように見える。しかしながら、高金利が継続している状況下、借入コストの増加などから製造業においても今後の動向は不透明だ。一方で、FRB高官は米インフレ高止まりを背景にタカ派発言が相次いでおり、今後は米経済悪化とインフレ退治のジレンマに陥るリスクに留意したい。

**③来月のドル/円は上値の重い展開を予想する**  
来月は6/13~6/14にかけて6月日銀会合が行われる予定だ。日銀の掲げる物価安定の目標に関しては、最新の「基調的なインフレ率を補正するための指標」にて3指標(対込平均、加重中央値、最頻値)が揃って2%を下回るなど、未だ安定的な物価上昇率2%が見通せるとは言い難い状況だ。また、3月実質賃金総額(前年比)は24ヶ月連続で減少しており、春闘での高い賃上げ率の反映を確認するには、7月分の統計頃まで時間がかかるとの見立てもある。加えて、植田日銀総裁は5/27の講演にて「2%の物価上昇率を持続的・安定的に実現するため注意深く政策を進めていく」と発言しており、6月日銀会合では不可逆的なデフレ脱却に向け自信を示しつつも、緩和的な金融政策を維持するものと見られる。結果、一時的に円売りが強まり、ドル/円は上値重いと予想するが、為替介入への警戒感から上値重く推移しそうだ。また、上述の通り米景況動向に陰りが出てきている。賃金上昇率が落ち着きを見せており、米政策金利が高水準に維持されている状況下、住宅ローンやオートローンなどの支払利息の高止まりから、センチメントだけではなく米小売売上高などハードデータも軟調な結果を予想し、米リセッション懸念からドル売りが強まり、ドル/円の押し材料となりそうだ。(文責:瀬戸)

【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二重の高まり (ドル高)

【ドル安・円高 要因】

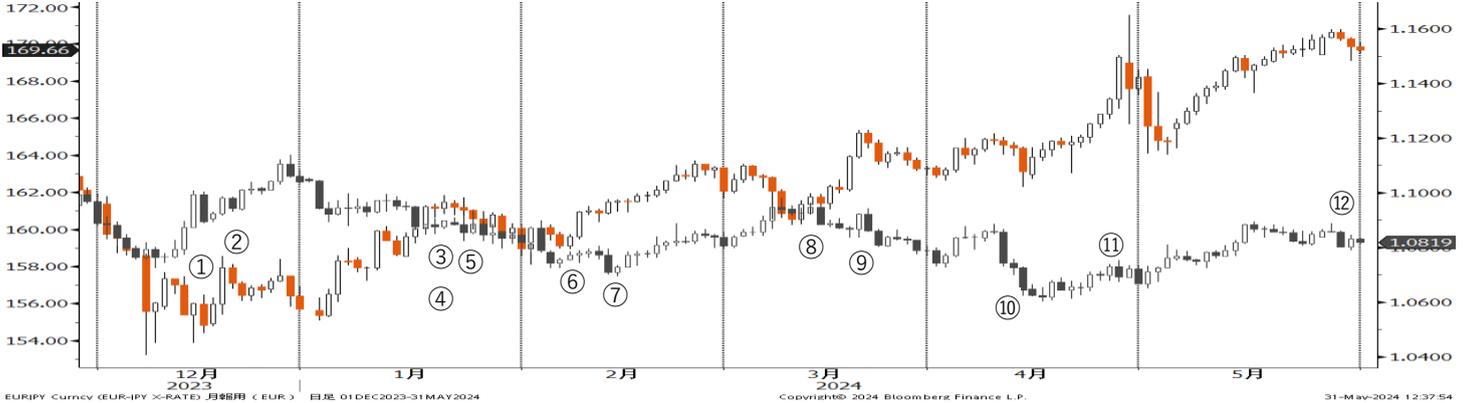
- ・米労働市場、インフレ鈍化による早期利下げ期待 (ドル安)
- ・本邦当局による介入警戒感 (円高)
- ・日銀金融政策の一段の修正期待 (円高)

EUR/USD 6月の予想レンジ：1.0400 ~ 1.1100

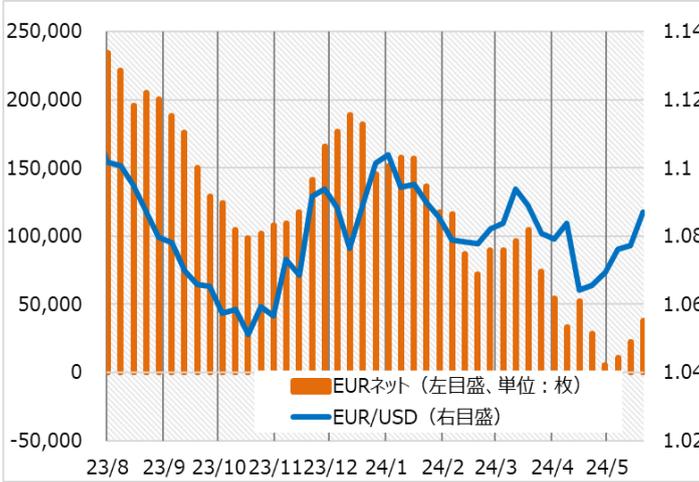
EUR/JPY 6月の予想レンジ：164.00 ~ 172.00

## EUR/USD(黒線、左目盛)、EUR/JPY(オレンジ線、右目盛) (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)

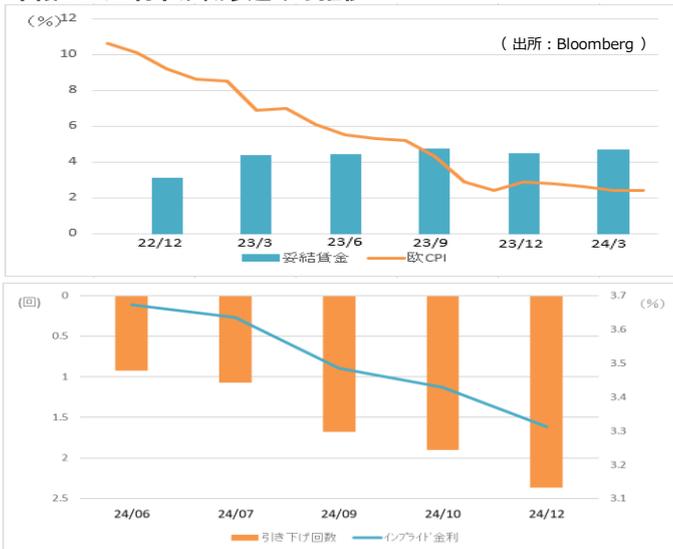


## ■相場変動要因

- ①12/14:欧「利下げまったく議論せず」2会合連続で金利据え置き
- ②12/21:他 フーシ派、紅海を通行する船舶への攻撃継続を言明
- ③01/23:日 1月日銀会合(1/22-23開催分):政策金利を▲0.1%に据置き
- ④01/23:日 植田日銀総裁:「物価目標実現確度、少しずつ高まっていると判断」
- ⑤01/25:欧 1月ECB理事会主要政策金利 4.5%に据え置き
- ⑥02/08:日 内田日銀副総裁:「マイナス金利を解除しても緩和的金融環境維持」
- ⑦02/15: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」
- ⑧03/14:欧 ECB、金融政策運営枠組みの見直し結果を発表
- ⑨03/19: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
- ⑩04/17: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」
- ⑪04/30:欧 4月CPIコア(前年比・速報値)2.7%(予 2.6%、前 2.9%)
- ⑫05/30:日 10年債が12年10か月ぶりの1.1%に上昇

## ■上段：欧CPIと妥結賃金の推移

### 下段：ECB利下げ織り込みの推移



## ■今月の市場分析と展望

**①IMM通貨先物ポジション(左上図)**  
5/21時点のユーロ先物ポジションはネット後69,453枚のユーロロング。4月上旬から縮小傾向だったユーロロングは、欧1Q GDP(季節調整済)が前年比・前期比いずれも持ち直しが見られ、欧州の景気に対する過度に悲観的な見方が後退したことで、6月利下げが確実視される中でも、ロングポジションが拡大している。

**②上段：欧CPIと妥結賃金の推移、下段：ECB利下げ織り込みの推移**  
図(上段)は欧CPI(総合指数)と妥結賃金、図(下段)はECBによる利下げ予想を表している。来月は6月ECB会合が控えており、大半の市場参加者が今会合での利下げが予想している状況だ。欧CPIは低下傾向が続いており、ECBが目指す物価目標の2%に近づいている。また、ラガルドECB総裁は「物価動向に変化なければ6月利下げの可能性は高い」と発言していることに加え、レーンECB専務理事などのECB高官も6月利下げ開始に前向きな姿勢を示しており、6月ECBでは市場予想通り利下げが実施されるだろう。一方で、今月23日公表された欧1-3月期の妥結賃金は、前年同期比+4.7%増加し過去最高を記録した2023年度第3四半期と同水準まで上昇し、加えて欧州圏の失業率が低水準に推移している状況だ。雇用環境の底堅さがインフレを再燃させるとの見方から、市場では先月より利下げ開始時期が後退しており、引続きユーロ圏の経済指標には注目が集まりそうだ。

**③対ドル、対円下落する展開を予想する。**  
前述の通り6月ECBでは、利下げが確実視されている。金利差の縮小からユーロ売りが進むと見ているが、ユーロ/ドル、ユーロ/円に関しては小幅な下落にとどまると予想している。注目は声明文やラガルドECB総裁による今後の利下げペースに対する言及だろう。先日公表された欧5月HCOBコンポジットPMIは約1年ぶりの高水準となり、欧州圏の景気回復が示唆されるなど、今月公表された経済指標は欧州圏の景気回復を示唆するものもあった。一方で、欧4月HCOB製造業PMIは依然50を下回り、製造業に弱さがみられるほか、欧州の中核となるドイツでは個人消費にも弱さが見られており、経済指標全体では未だ強弱入り混じる状況が続いている。ECBは景気とインフレ双方のかじ取りをする必要があり、本会合のラガルドECB総裁の発言が極端にハト派/タカ派に転じることはなく、今後の利下げペースについて「データ次第」との姿勢が示されるだろう。そのことから、本会合後のユーロの値動きは限定的に留まろう。また、今月の欧州圏の景気回復は、中核のドイツにおいて暖冬やイースター時期が例年より早かったことにより、関連需要が押し上げられたことが要因とも見られ、6月の経済指標では軟調な結果になると予想している。利下げが始まるにも関わらず、ユーロが主要通貨に対し底堅く推移している理由は、欧州圏が景気回復傾向に転じるとの見方からであるとされており、その予想が後退しユーロ売りが進むだろう。尤も、米国では米4月小売売上高速報(前月比)が市場予想を下回ったことをはじめ、今まで堅調だった個人消費にも陰りが出ている状況だ。6月も米景気後退懸念からドル売りも入りユーロ/ドルの下落は小幅になるだろう。日本国内においては6月日銀会合が開催されるが追加利上げの期待を高めるものとはならないと予想しているが、円金利が上昇している状況下、円売りも限定的となり、ユーロ/円は下落すると予想している。(文責：茂木)

## 【ユーロ高・ドル安 要因】

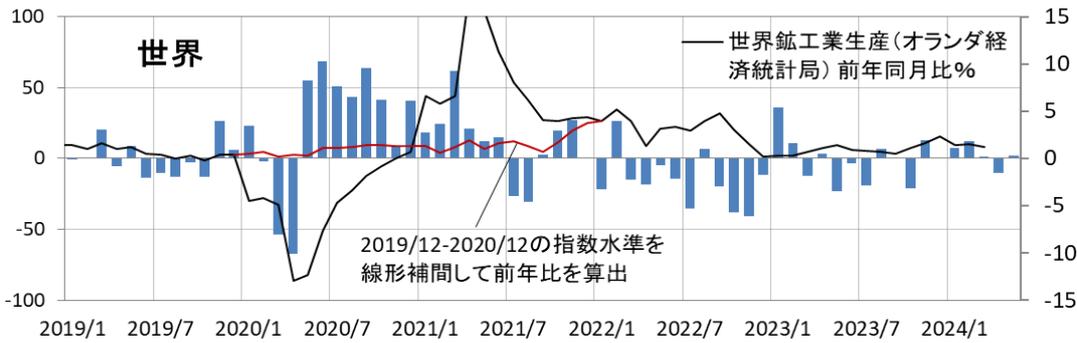
- ・ユーロ圏インフレ再燃によるECBの金融政策タカ派化(ユーロ高)
- ・米労働市場の軟化による早期利下げ期待の高まり(ドル安)

## 【ユーロ安・ドル高 要因】

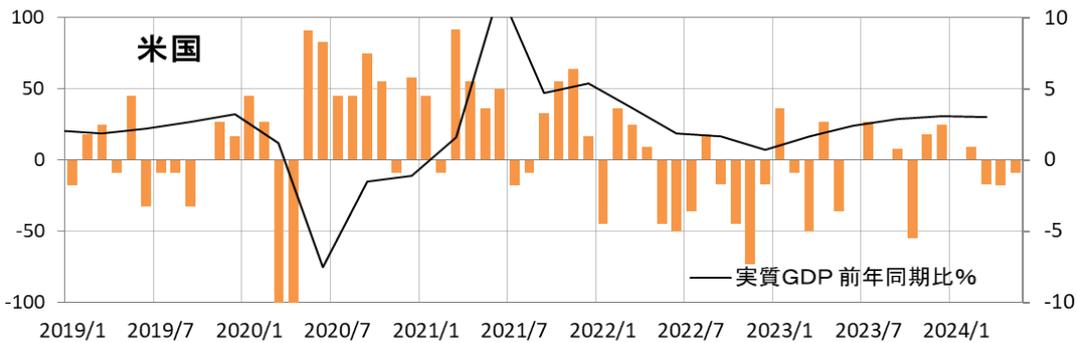
- ・米インフレの継続による高金利維持(ドル高)
- ・インフレ鈍化やユーロ圏の景気悪化によるECBハト派化(ユーロ安)
- ・米国対比で軟調な欧州景況感(ユーロ安)

## 星取DI 推移グラフ

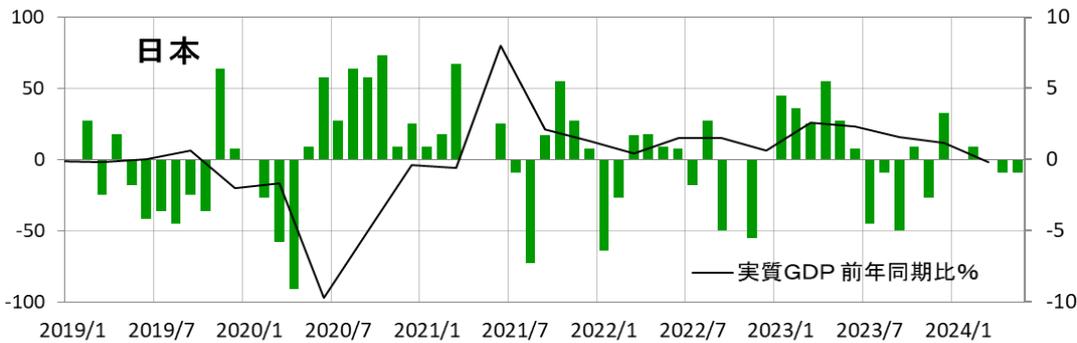
星取DIは、インフレ指標・対外収支を除く経済指標について、経済活動上向きの指標の数の比率から、経済活動下向きの指標の数の比率を差し引いたもの。DIは、「+100~-100」のレンジで推移し、数値が大きいほど、経済活動上向きの指標が多い。「0」は、経済活動上向き・下向きの指標数が拮抗していることを示す。



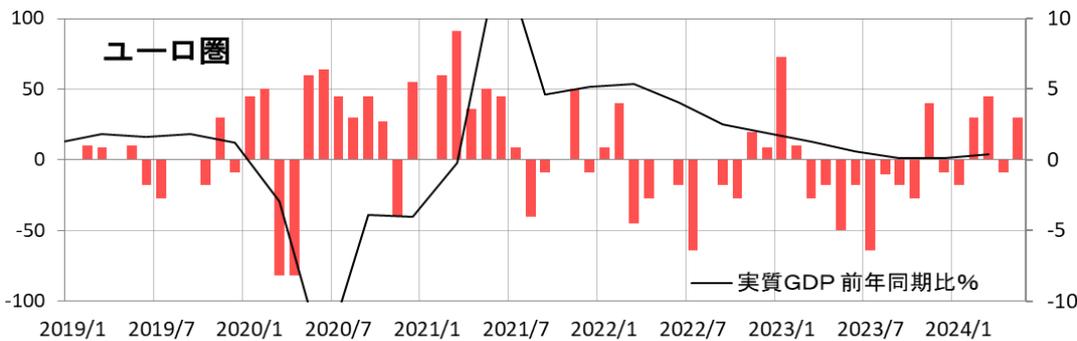
4月の星取DIは小幅マイナスで、世界景気の軟調を示唆。日本・米国・ユーロ圏・中国がすべてマイナス寄与。



4月も小幅マイナスに。ハードデータはままずだだったが、景況感が総じて弱かった。5月の公表済みの景況感は弱め。



4月は景況感中心に若干のマイナスで、景気軟調を示唆。5月のPMI速報は製造業が改善の一方、サービス業は悪化した。



4月の星取DIは若干のマイナスとなった。5月の公表済み景況感は改善が優勢で、製造業PMIは15カ月ぶりの水準へ改善。

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

## 経済指標&イベントカレンダー（2024年6月）

| 月                                | 火  | 水   | 木  | 金        | 土               | 日              |
|----------------------------------|--|---|--|----------|-----------------|----------------|
|                                  |  |   |  |          | 1               | 2              |
|                                  |  |   |  |          |                 | 韓国大統領・<br>議会選挙 |
| 3                                | 4  | 5   | 6  | 7        | 8               | 9              |
|                                  | 日10年国債入札                                       | APEC観光相会合(ヘルン/クスコ)→6/9<br>サンクトペテルブルク国際経済フォーラム→6/8 | 日30年国債入札<br>ECB金融政策会合<br>欧州議会選挙→6/9                            |          |                 |                |
| 10                               | 11   | 12  | 13   | 14       | 15              | 16             |
| 米3年国債入札                          | ウクライナ復興会議(ベルリン)→<br>米10年国債入札<br>FOMC→(経済見通し公表) |   | 日銀政策決定会合→<br>G7首脳会議(伊ブーリア)→6/15<br>米30年国債入札                    |          | ウクライナ平和会議(スイス)→ |                |
| 17                               | 18   | 19  | 20   | 21       | 22              | 23             |
| 豪RBA理事会→                         |  | 日銀議事録(4/26)                                       | 日5年国債入札<br>英中銀MPC政策発表<br>ユーログループ財務相<br>会合<br>米5年インフレ連動<br>国債入札 | EU財務相理事会 |                 | 通常国会<br>会期末    |
| 24                               | 25   | 26  | 27   | 28       | 29              | 30             |
| 日銀主な意見(6/14)<br>日ASEANフォーラム(タイ)→ | 日20年国債入札<br>米2年国債入札                            | 米2年変動国債入札<br>米5年国債入札                              | 日2年国債入札<br>EU首脳会議→<br>バイデン氏・トランプ氏<br>TV討論会<br>米7年国債入札          |          |                 |                |

### (その他のイベント)

- ・1人当たり4万円の所得税・住民税の定額減税実施
- ・(6-7月)FRB議長が半期に1度の議会証言

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。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お願い申し上げます。