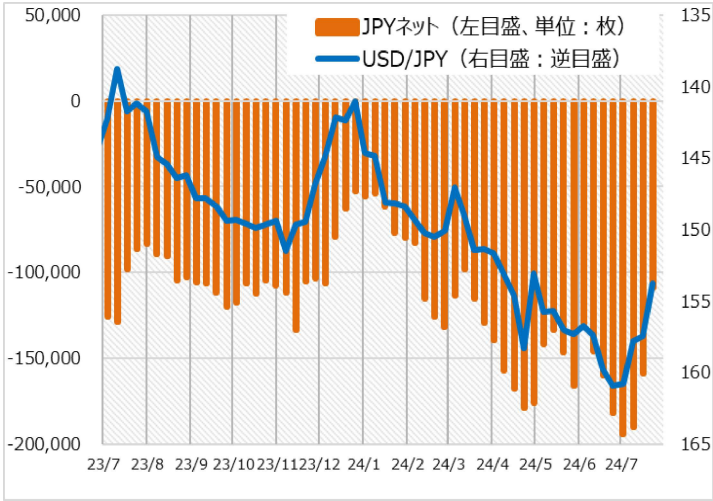


USD/JPY 8月の予想レンジ：150.50～157.00



■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

- ①02/02:米 1月非農業部門雇用者数変化 353k (予 185k、前 216k→333k)
- ②02/13:米 1月CPI (前年比) +3.1% (予 +2.9%、前 +3.4%)
- ③03/19: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
- ④03/20: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」
- ⑤04/26:日 日銀:これまでと同程度の国債購入を継続するとの文言を声明から削除
- ⑥04/29: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」
- ⑦05/01: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」
- ⑧05/27:日 内田日銀副総裁:「今回こそこれまでと違う」
- ⑨06/12:米 FOMC予測中央値、今年0.25% (1回) の利下げを見込む
- ⑩06/14:日 植田日銀総裁:「国債買い入れの減額は相応の規模になると考えている」
- ⑪07/11:日 神田財務官:「介入の有無はコメントする立場でない」
- ⑫07/21:米 バイデン大統領、選挙戦から離脱。ハリス副大統領を大統領候補として支持

■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左図)
7/23時点の円先物ポジションはネットでは108,768枚のショート。前月の流れを引き継ぎ円売りトレンドが継続するなか、7月前半にかけて円ショートポジションは過去最大水準まで増加したが、日銀の円買い介入の思惑や、米インフレ指標の落ち着きを受けた米利下げの進展、日銀会合での利上げの思惑等から7月中旬以降大幅減少。

②ドル/円相場の8月アノマリー (1999年～2023年の月毎の騰落率)
上段の表は過去15年のドル/円の月毎平均騰落率および円安/円高の回数、下段は年毎の騰落率（緑色：上昇、赤色：下落）の詳細を示している。ここ2年は円安トレンドもあってドル/円は8月も大きく上昇しているが、他の月に比べ下落する確率が高いアノマリー（理屈では説明できないが、割とよく観測される経験則）が見られる。一つの要因として挙げられるのが米国債の満期償還、利払いが多い月である（米10年、20年、30年国債は毎月発行されるが2、5、8、11月以外追加発行＝満期はすべて2、5、8、11月となるため）ということだ。再投資に充てられるものが大半であるが、一部満期・利払い分のドル売りなどが相場に影響を与える面もある。また、8月は日本がお盆休みとなり、工場停止等による長期休暇のメーカーなどが多いことから円高ヘッジの急ぎ予約やリブオーダーが入りやすいことも一因と考えられる。日本だけでなく欧州などもバカンスを取る人も多いことから、市場全体が薄気味となりやすく、前述のような要因がドル/円下落に寄与しやすいと言えるかもしれない。

③来月のドル/円は上昇後、上値の重い展開を予想。
本稿執筆時点では7月末の日銀決定会合、米FOMCの決定内容はわかっていないが、日銀は6月会合にて決定した国債買い入れの金額決定、利上げは見送り、FRBは現状の金融政策維持と9月利下げへの言及を行うと想定している。日銀の買い入れについては先日の「債券市場参加者会合」でも様々な意見が出ており、減額額の大小によっては相場に影響を与えようが、昨今の円安一般もアリコンセンサス並みの3兆円程度となると見ている。現状利上げを相場は相応に織り込んでいる（7/30時点で10bpの利上げを6割程度、15bpの利上げを4割程度）が、円安一般や自民党総裁選の日程が今後固まってくる状況を確認すると今回は見送り、次回利上げを匂わすに留まる可能性が高いのではないかと、日銀・FOMCともに想定通りの結果となれば、今後後半に進んだ調整の動きは一服し、円売り優勢となるなかドル/円は上昇しやす。仮に日銀が10bp程度の利上げを実施したとしても、材料出尽くし感のほうが強いと見ており、ドル/円が大きく下落する可能性は低いと予想する。日米の金融政策決定会合後は、上記①のIMMポジションで確認された投機筋等のポジション調整の動き、ボラティリティ低下による円キャリートレード再開からドル/円はしばらく堅調な展開となりそうだ。一方で、7月FOMCでも9月利下げに向けた地ならしが行われそうなか、8月22日から開催されるジャクソン・ホール会議でもパウエルFRB議長が金融政策に揺れる可能性がある。このところの米インフレ指標の落ち着きや労働市場や景気感のソフトランディングを受けて、FRB高官は総じて利下げに前向きな姿勢を示しており、8月のCPI等の米経済指標でサプライズがない限り、中短期ゾーンを中心とする金利の低下がドルの上値を抑えそう。また、米国では民主党の党大会（8/19～22）が予定されており、正式に民主党の大統領候補が決定される。ハリス現副大統領が候補に指名される可能性が高いが、トランプ共和候補との支持率の優劣も予想しづらく、9/10に予定される第2回テレビ討論会を前に様子見姿勢も強まりやすい。8月は夏季休暇等で市場参加者が少なくなる傾向があり、積極的にポジションを傾ける動きも見えみづらく、ドル/円は反発後、お盆休みやジャクソン・ホール、民主党大会にかけ徐々に上値の重なる展開を予想する。（文責：西田）

■ドル/円相場の8月アノマリー（過去15年の月毎の騰落率）

月	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
平均騰落率	0.0%	0.1%	0.6%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.6%	-0.1%	-0.5%	1.1%	0.3%
円安回数	12	12	12	13	12	14	12	10	15	16	12	12
円高回数	13	13	13	12	13	11	13	15	10	9	13	13

年	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
騰落率	-2.9	1.6	3.6	3.9	2.2	3.7	1.4	2.8	2.6	1.5	-2.9	4.8	-1.1	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
円安回数	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	
円高回数	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	

（出所：Bloomberg）

【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）
- ・リスク選好（株高等）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】

- ・利下げペースの加速観測（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）

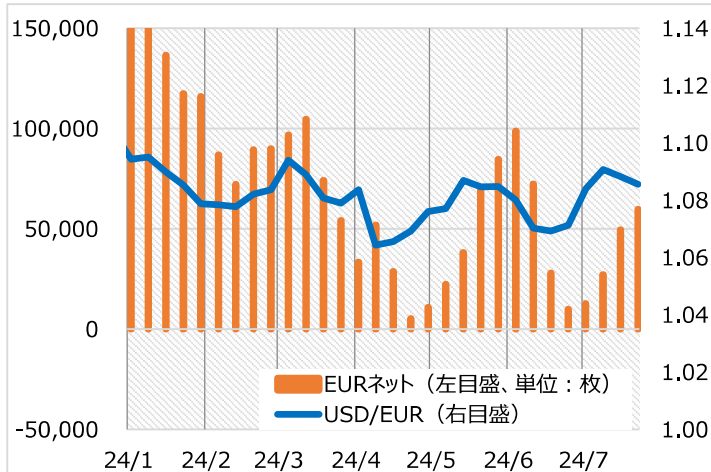
EUR/USD 8月の予想レンジ：1.0600 ～ 1.1000
EUR/JPY 8月の予想レンジ：163.00 ～ 170.00

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)

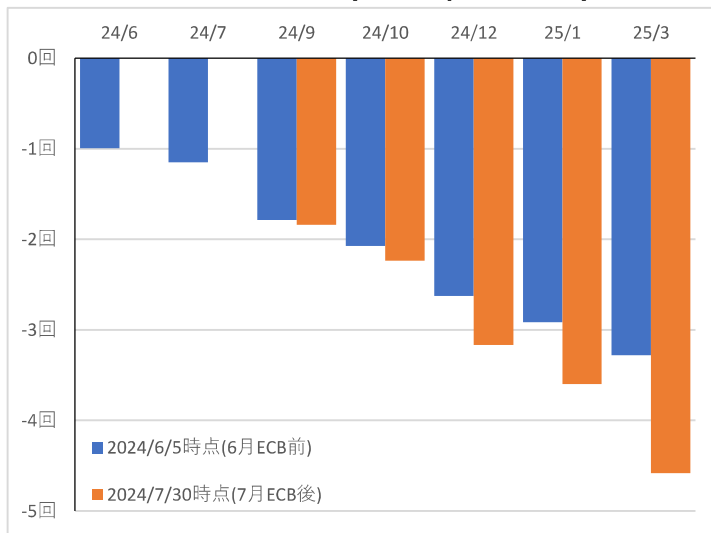


■IMM通貨先物ポジション (CME建て玉、非商業+非報告)



(出所：Bloomberg)

■年度内のECB利下げ織り込み(1回25bpとして換算)



(出所：Bloomberg)

■相場変動要因

- ①02/08：日 内田日銀総裁：「マイナス金利を解除しても緩和的金融環境維持」
- ②02/15：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」
- ③03/14：欧 ECB、金融政策運営枠組みの見直し結果を発表
- ④03/19：日 3月日銀会合、マイナス金利解除、YCC撤廃、J-REIT・ETF買入終了
- ⑤04/17：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」
- ⑥04/30：欧 4月CPIコア（前年比・速報値）2.7%（予 2.6%、前 2.9%）
- ⑦05/23：欧 5月HCOB製造業PMI（速報値）47.4（予 46.1、前 45.7）
- ⑧06/06：欧 ECB主要政策金利公表 4.25%（予：4.25%、前 4.50%）
- ⑨06/14：日 植田日銀総裁：「国債買入、相応の規模になると考えている」
- ⑩07/12：日 日銀がユーロでレートチェック実施-日経
- ⑪07/17：日 日銀は円安是正のために利上げを-河野デジタル相単独インタビュー
- ⑫07/18：欧 ECB主要政策金利公表 4.25%（予：4.25%、前 4.25%）

■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション (左上図)

7/23時点のユーロ先物ポジションはネット後59,873枚のユーロロング。6月は政局不安からユーロロングが縮小する場面もあったものの、7月に入り米国の物価上昇圧力後退および利下げの織り込みが進行すると、ドル売りユーロ買いとなりユーロロングが拡大した。

②金利先物市場から見るECB利下げ織り込み (左下図)

前々回(6月)のECBで利下げを決定したものの、今後の利下げについてはデータ次第という姿勢を崩さなかったことで、過度に進行した利下げ織り込みが後退。7月のECB理事会でも同様に今後の政策金利の道筋についてはデータ次第という姿勢を改めて示しており、ラガルドECB総裁も「経済成長へのリスク、下振れ方向に傾く」「9月にどうするかは未決定」と発言し景況感のダウンサイドへのリスクは認識しつつも今後のデータ次第というスタンスを強調した。

一方で、上述の通り米国の物価上昇圧力後退からグローバルに金利低下となる局面では年内の利下げ織り込みはじりじりと進んでおり、年内2回程度、年度内は3-4回程度の織り込みが進んでいる状況だ。ラガルドECB総裁の発言の通り、経済は下振れ方向であり、今後もじりじりと景況感が潜在的に押し下げられていく可能性があり、それがPMIなどの結果としてデータに反映されるタイミングでは利下げ織り込みの進行でユーロが売られていくタイミングがありそうだ。

③来月はユーロ/ドルはもみ合い、ユーロ/円は底堅い推移を予想

今月はECBの声明文で「特定の金利道筋を事前に約束はせず」とし上述の通り、データ次第の姿勢を崩さなかったことで政策金利パスに大きな変更がなかったことや、トランプ元米大統領のインタビュー記事に端を発した継続的な円買いフローを受けて、円ショートポジションはロスカットを巻き込んで大きく縮小し、ユーロ/円は一時1992年代ぶりの175円台という水準から足許166円台まで下落している。一方で、ユーロ/ドルは大きな動きがなく、レンジ推移となっている。

来月は各国中銀会合が予定されており、欧米ではサマーバケーションシーズンにもなり市場参加者も多いため、様子見合いが強く、大きな値動きとなる可能性は低いことから、経済指標等の個別の材料を消化しつつもユーロ/ドルはもみ合いとなり、ユーロ/円は仮の円高進行を調整する形で底堅い推移となろう。

尤も、8月にはカンザスシティ連銀が米国ワイオミング州のジャクソンホールで毎年8月に開催する経済政策シンポジウムが開催される。過去には、ドラギECB元総裁による追加緩和の示唆(2014年)やパウエルFRB議長による新たな物価目標に関する説明(2020年)など金融政策の転換点となったこともあり、注意が必要だろう。とはいえ、現時点で予想される年内2-3回のFedの利下げという点については大きく変化する余地はあまりなく、事実で売るような動きとなることが想定されることから、ユーロ/ドルには上昇圧力となりそう。また、それに伴う形でユーロ/円でもユーロ買い優勢となる可能性もあり、注意が必要だろう。

(文責：丸山)

【ユーロ高・ドル安 要因】

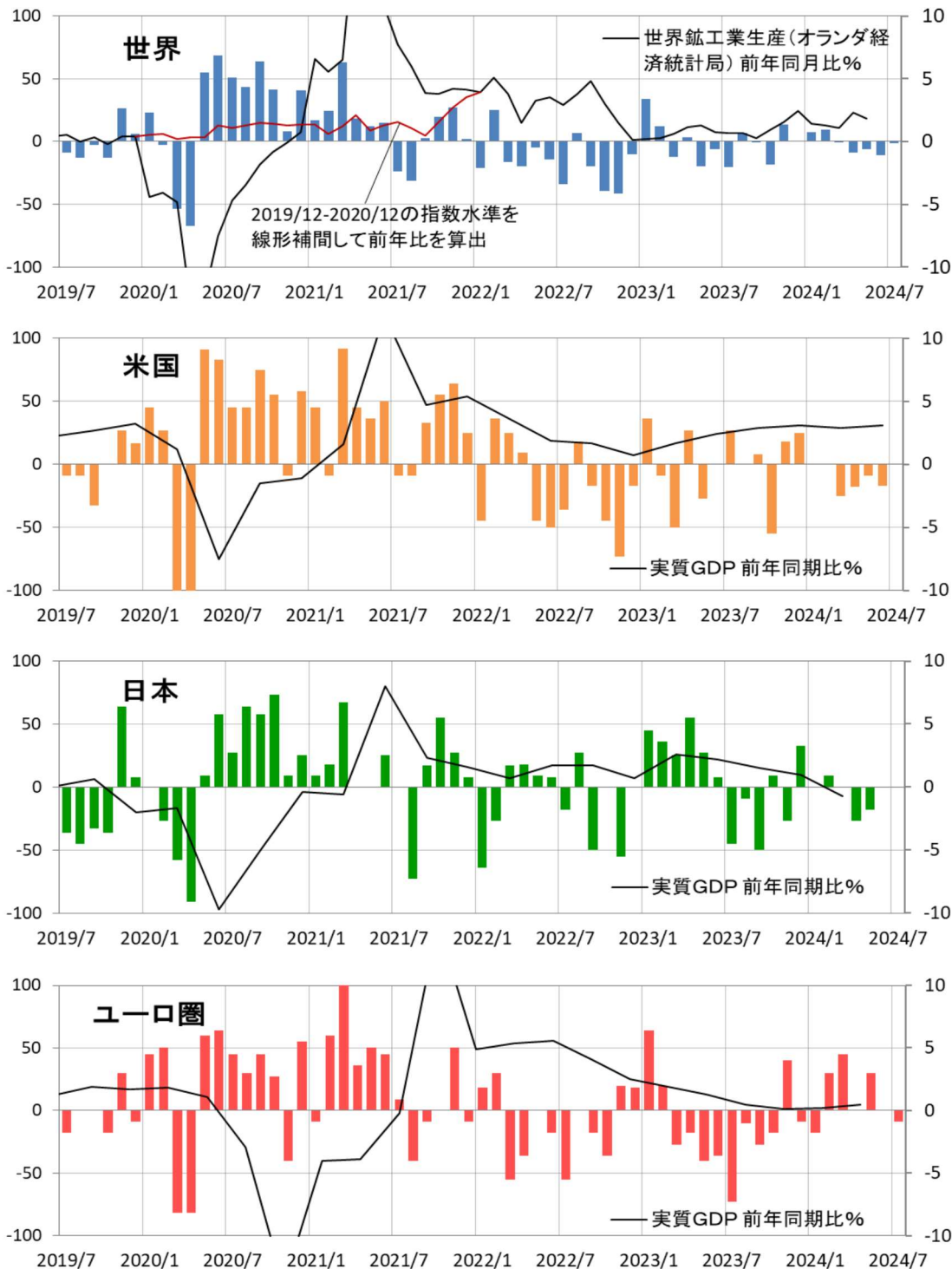
- ・ユーロ圏インフレ高止まりによるECBの金融政策タカ派化（ユーロ高）
- ・米労働市場の軟化による早期利下げ期待の高まり（ドル安）

【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）
- ・ユーロ圏インフレ鈍化や経済・政情悪化（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。



星取DIは4-6月に景況感主導で小幅マイナスが続いた。6月は日本・ユーロ圏がゼロで、米国・中国はマイナス寄与だった。

6月も景況感が弱く、4カ月連続で小幅マイナスに。ハードデータは総じて堅調だった。7月の公表済みの景況感はまちまち。

6月は景況感・ハードデータとも強弱まちまちに。7月のPMI速報は製造業が悪化の一方、サービス業は改善した。

6月は景況感中心に強弱まちまちとなった。7月の公表済み企業景況感は悪化した。消費者信頼感は改善した。

(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8月）

月	火	水	木	金	土	日
			1 英中銀MPC政策発表	2	3	4
5 日銀議事録(6/14) 豪RBA理事会-----→	6 日10年国債入札 米3年国債入札	7 米10年国債入札	8 日銀主な意見(7/31) 日30年国債入札 米30年国債入札	9	10	11
12	13	14 NZ政策金利公表 日5年国債入札	15	16 APECエネルギー担当相 会合(ペルー/リマ) 日10年物価連動 国債入札	17	18
19 民主党全国大会(伊利ノイ州シカゴ)---→8/22	20 日20年国債入札	21 米20年国債入札	22 ジャクソンホール会議-----→8/24 米30年インフレ連動 国債入札	23	24	25
26	27 米2年国債入札	28 米2年変動国債入札 米5年国債入札	29 日2年国債入札 米7年国債入札	30	31	

(その他のイベント)

•(7/26-8/11)夏季パリオリンピック

•(8/22-24)米カンザスシティ連銀金融シンポジウム(ジャクソンホール会議)

•(28日)夏季パリパラリンピック→9/8まで

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。