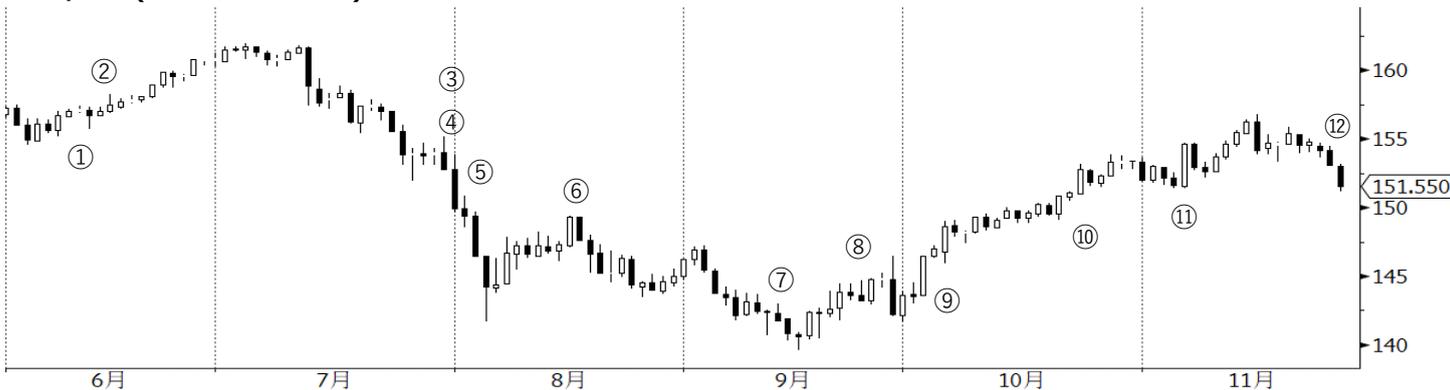
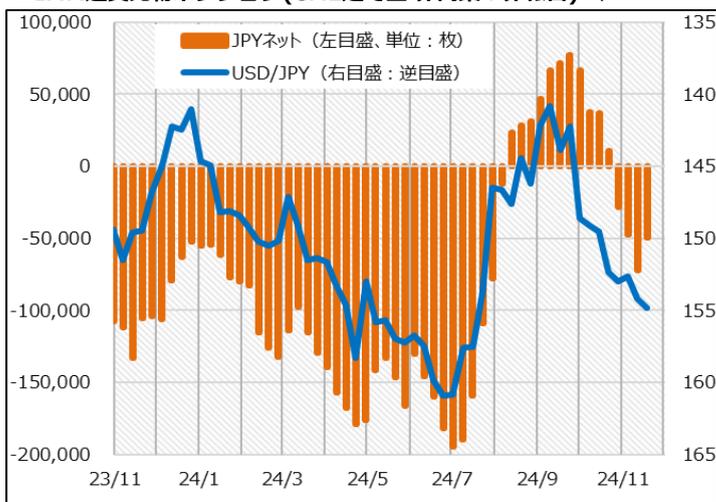


USD/JPY 12月の予想レンジ：145.00～155.00

USD/JPY (過去6か月間の推移)

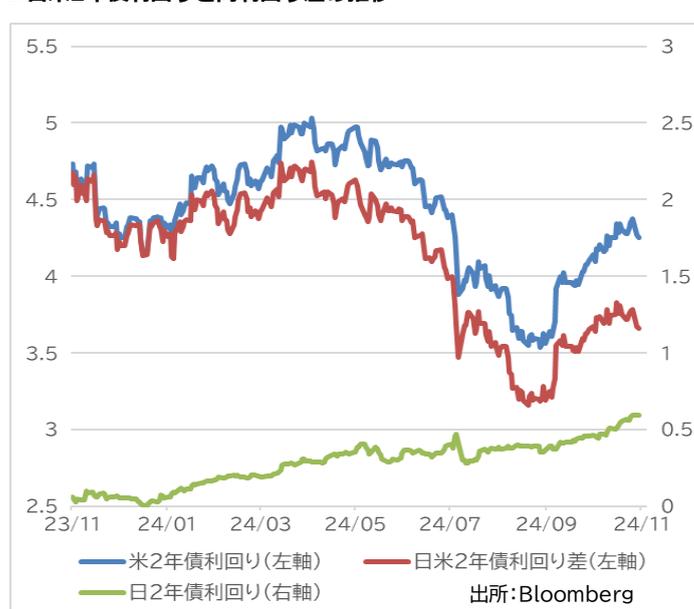


■IMM通貨先物ポジション(CME建て玉 非商業+非報告) (出所: Bloomberg)



(出所: Bloomberg)

■日米2年債利回りと同利回り差の推移



■相場変動要因

- ①06/12:米 FOMC予測中央値、今年0.25%(1回)の利下げを見込む
- ②06/14:日 植田日銀総裁：「国債買入れの減額は相応の規模になると考えている」
- ③07/31:日 植田日銀総裁：「経済・物価見通しに沿って動けば、金利上げていく」
- ④07/31:米 FOMC声明文：「2つの使命の両面に対するリスクを注視している」
- ⑤08/02:米 7月非農業部門雇用者数変化 114k(予 175k、前 206k→179k)
- ⑥08/23:米パウエルFRB議長：「利下げの時が来た」
- ⑦09/18:米 FOMC会合：「FF金利誘導目標を0.5%引き下げ」
- ⑧09/27:日 石破元幹事長を新総裁に選出-自民党総裁選
- ⑨10/04:米 9月非農業部門雇用者数変化 254k(予 150k、前 142k→159k)
- ⑩10/27:日 衆議院解散総選挙 自公で過半数割れ
- ⑪11/06:米 米大統領選、トランプ氏が勝利-主要TV局
- ⑫11/27:米 FOMC議事録「緩やかな」利下げに対して幅広い支持

■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左上図)
11/19時点の円先物ポジションはネット後49,209枚の円ショートとなっている。米大統領選挙において、トランプ氏の勝利及び共和党が上下両院で多数派となるトリプルレッドとなったことを背景に円売り・ドル買いが進展。しかし、その後は地政学リスクや、トランプ氏が公約に掲げる追加関税への言及によって貿易摩擦が深刻化すると懸念から、足許は円ショートポジションの巻き戻しが見られている。

②日米2年債利回りと同利回り差の推移(左図)
足元では、12月日銀会合での利上げ織り込みが6割強まで進み、日本の政策金利の先行きを反映する円2年債利回りは上昇傾向が続き、日米2年債利回り差は徐々に縮小が見られている。また、短期金利上昇に連れる形で、円10年債利回りについても前利上げた7月以来となる1%を上回ってきている状況だ。市場の利上げ期待が高まる中、植田日銀総裁から「金融緩和度合い、むしろ強まっていると評価できる」と、依然として金融緩和的な状況となっているとの認識が示されたほか、人件費を価格に転嫁する動きが幅広く見られている。かかる中、日銀が追加利上げを行える環境は整ってきているとの見方から、日銀は中立金利の下限として市場で推計される1%を目途に緩やかに利上げをしていくパスを見込んでいる。来年、1月にはトランプ氏が正式に米大統領に就任するなど、ドラスティックな政策運営方針を打ち出すことでボラティリティが高まる可能性もあるため、12月日銀会合で利上げに踏み切るだろう。利上げを受けて円金利は更なる上昇を見込み、円安の大きな要因の一つとされる日米金利差の縮小が続くことで、円高・ドル安圧力が強まりドル/円の上値を抑えるよう。

③来月はドル/円はもみ合いの展開を予想
米国の個人消費が堅調な推移を見せ、インフレの鈍化の停滞も見られる中、パウエルFRB議長から「経済は、利下げを急ぐ必要性についていかなるシグナルも発していない」との発言が見られたほか、11月FOMC議事録でも、多くのFOMC参加者から「時間をかけて政策金利をゆっくり中立的な水準まで引き下げることが適切」との声が多く見られた。加えて、トランプ減税の恒久化や大規模な不法移民の強制送還など、米インフレ上昇圧力を意識させる公約を掲げるトランプ次期大統領の就任を控えている中では、12月FOMCにて政策金利の据え置きを見込み、ドル買いが進展しよう。尤も、例年、年末にかけてポジションの手仕舞いが続く傾向もあることから、ドルの上値は限定的になると予想。また、トランプ次期大統領が、「カナダ、メキシコに対しては25%、中国には10%の追加関税を課す」とSNSで発信したことを受けて、世界的な貿易摩擦への懸念が意識されて株式市場では日経平均が大幅安となり、短期的にリスク回避の買いが進む場面も見られた。ヘッドライン等を受けて足許は円高へ調整しているが、依然としてヘッジファンドを中心にドルロングのポジションに偏っていると見ており、ヘッドラインを受けて一時的に円高に調整する展開には注意が必要だ。(文責：深谷)

【ドル高・円安 要因】

- ・米インフレ再燃、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)

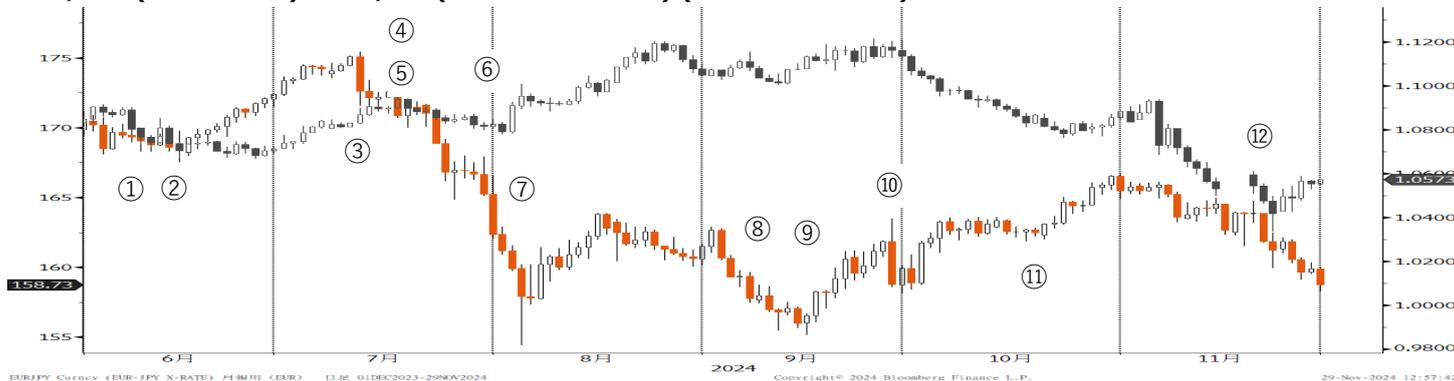
【ドル安・円高 要因】

- ・米景気後退懸念の高まりによるドル売り(ドル安)
- ・日銀による追加利上げ期待の高まり(円高)
- ・米労働市場、インフレ鈍化による大幅利下げ期待(ドル安)

EUR/USD 12月の予想レンジ：1.0200～1.0700

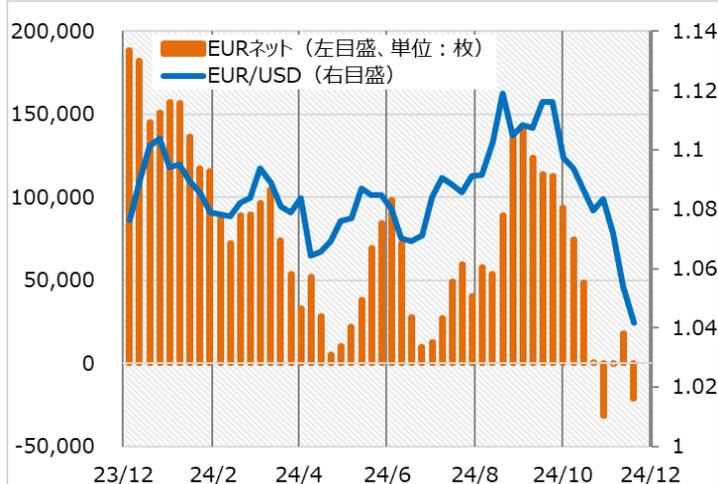
EUR/JPY 12月の予想レンジ：153.00～162.00

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)



■ IMM通貨先物ポジション(CME建て玉 非商業 + 非報告) (出所：Bloomberg)

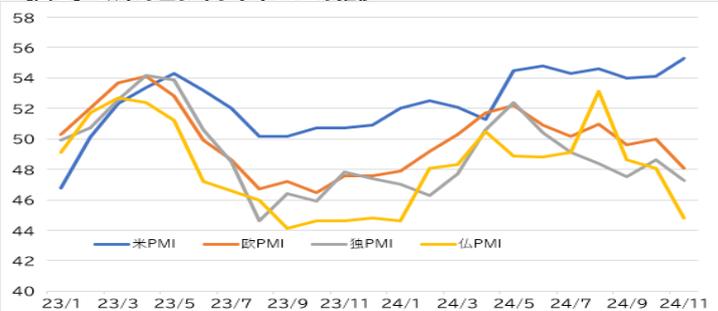
(出所：Bloomberg)



■ 相場変動要因

- ①06/06：欧 ECB主要政策金利公表 4.25%(予：4.25%、前 4.50%)
- ②06/14：日 植田日銀総裁：「国債購入、相応の規模になると考えている」
- ③07/12：日 日銀が対ユーロでレートチェック実施-日経
- ④07/18：欧 ECB主要政策金利公表 4.25%(予：4.25%、前 4.25%)
- ⑤07/18：欧 E C B 政策委、年内利下げあってもあと1回との見方強める -関係者
- ⑥07/30：日 政策金利を0.25%へ引き上げ
- ⑦08/02：米 7月失業率 4.3%(予 4.1%、前 4.1%)
- ⑧09/12：欧 ECB、政策金利を0.25ポイント引き下げ。
- ⑨09/18：米パウエルFRB議長「米経済は基本的に順調だ」
- ⑩09/30：欧 ラガルドECB総裁「デフインフレが過去2カ月で加速した」
- ⑪10/17：欧 ECB、政策金利を0.25ポイント引き下げ。
- ⑫11/22：欧 11月HCOBユーロ圏サービス業PMI (速報値) 49.2 (予 51.6、前 51.6)

【図1】 欧米のコンポジットPMIの推移



【図2】 独米10年債利回り差とEURUSD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)
11/19時点のユーロ先物ポジションはネット後21,047枚のユーロショートとなっている。市場の利下げ予想は年内1回が織り込まれ、来年度7月会合まで毎会合1回ペースの利下げが予想されている。ただ、ラガルドECB総裁はベース効果により今後数ヶ月でインフレ率が上昇する可能性もあると発言するなど、手放しにインフレ低下を喜べない状況だ。かかる中、10月後半から足元にかけてユーロ先物ポジションは一方に傾くことなく推移している。

②【図1】 欧米のコンポジットPMIの推移 / 【図2】 独米10年債利回り差とEURUSDの推移
足元ではドイツ連立政権崩壊やフランス財政問題を受けて欧州での景況感の悪化が顕著だ。図1は欧米のコンポジットPMIの推移であるが、24前半は欧米共に景況感の回復が見られていたものの、足元、米国の景況感と対照的に欧州の景況感が悪化している。元々、ロシア-ウクライナ紛争を背景としたエネルギーコストの上昇を因に製造業を中心とした低迷状況は続いており、欧州の製造業PMIは2022年6月以来活動縮小を示す50以下の推移が続いている。また、11月には諸外国への関税引き上げ案を打ち出すトランプ氏が大統領選挙にて勝利し、メキシコ・カナダ・中国への追加関税政策を打ち出すなど、波及的に欧州の経済へ悪影響が懸念され、デグントスECB副総裁はトランプ氏の再選による物価上昇や経済低迷リスク警告している。
実際にマーケットではトランプ氏の打ち出した関税政策のヘッドラインを受けて、直接関税が課される人民元等の売りに吊られる形でユーロも売られ、図2に示す通り、独米10年債利回り差は拡大傾向が続くことで金利差の拡大を背景としたユーロ/ドルの下落が続く。トランプ氏が大統領就任を目前に更に米国第一主義的な政策をちらつかせることで、欧州経済の悪影響への懸念は続くだろう。

③来月はユーロ/ドル、ユーロ/円ともに堅調な展開を予想
上述した通り、米国とは対照的に欧州での景況感の悪化が顕著となっている。また、欧州内でのフランス等の政情不安も懸る。フランスでは9月にルビエ首相が率いる新政権が発足するも、国民議会の過半数を掌握できていないことから来年度予算案が難航している。予算案の合意が進まない場合は内閣総辞職の可能性もあり、仏独10年債スプレッドは2012年以来的水準まで拡大している状況だ。来月にはECB理事会が予定されているが、欧州の景況感悪化やユーロ圏内の景況格差拡大が危ぶまれる中、トランプ氏の関税政策による将来的な景況感悪化を防ぐために、0.25%の利下げを実施しよう。0.5%もある？同時にECBの経済見通しも公表予定ではあるが、先行きの経済成長率は9月から下方修正されることが見込まれる。
一方、米国が堅調な個人消費や景況感から他主要国と比べ緩やかな利下げとなる。また、日銀については、追加利上げに踏み切るに際してオントラックにあるとの認識と持っていると思われる、足元の市場の利上げ織り込みも6割を超える。かかる状況下、来月のユーロ/ドル、ユーロ/円ともに統落を見込む。(文責：有賀)

【ユーロ高・ドル安 要因】

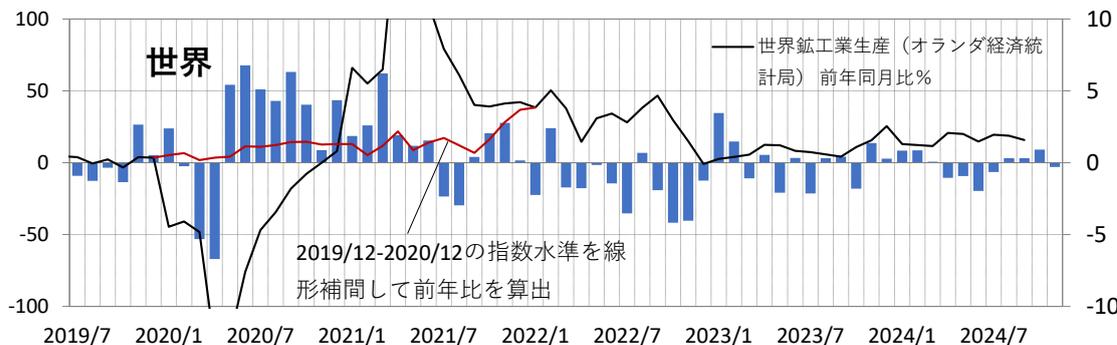
- ・ユーロ圏インフレ高止まりによるECB利下げ織り込み低下(ユーロ高)
- ・米労働市場の軟化による大幅利下げ期待の高まり(ドル安)

【ユーロ安・ドル高 要因】

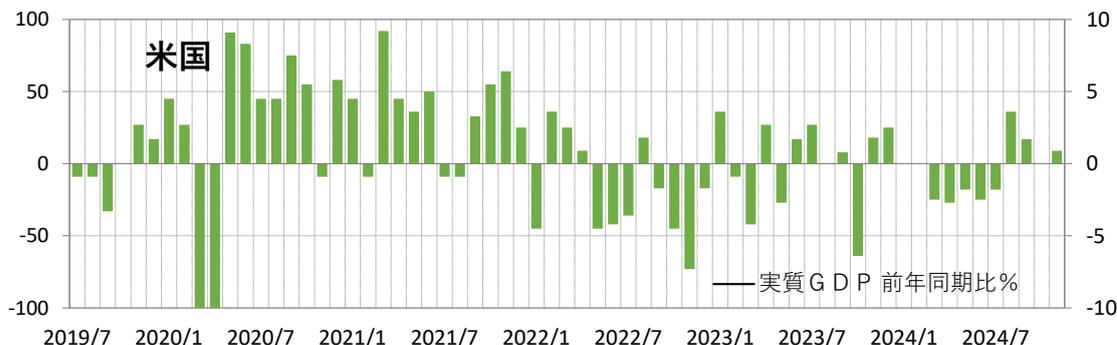
- ・米インフレの継続による高金利維持(ドル高)
- ・ユーロ圏インフレ鈍化や経済・政情悪化(ユーロ安)
- ・トランプ次期大統領の関税政策の影響懸念(ユーロ安)

星取DI 推移グラフ

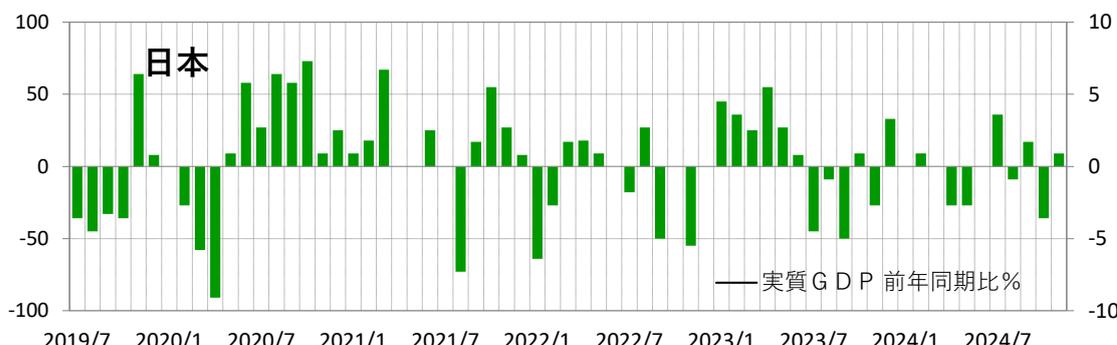
星取DIは、インフレ指標・対外収支を除く経済指標について、経済活動上向きの指標の数の比率から、経済活動下向きの指標の数の比率を差し引いたもの。DIは、「+100~-100」のレンジで推移し、数値が大きいほど、経済活動上向きの指標が多い。「0」は、経済活動上向き・下向きの指標数が拮抗していることを示す。



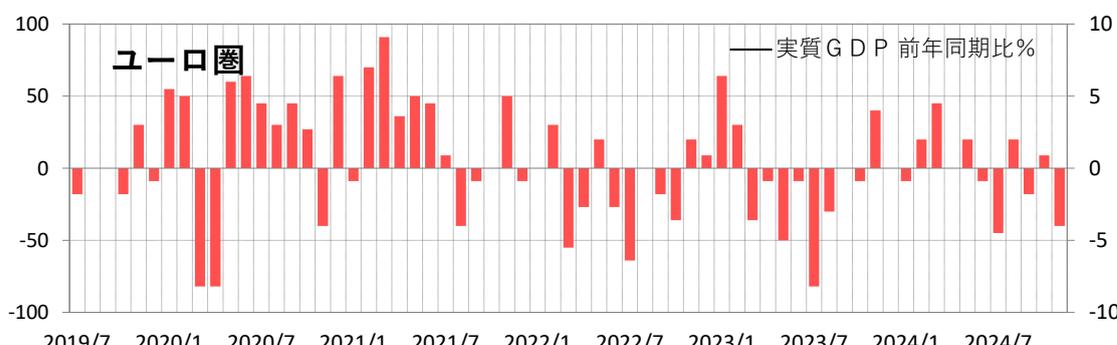
10月の星取DIは小幅プラスとなった。ユーロ圏・中国がプラス寄与し、日本がマイナス寄与、米国がゼロだった。



10月はゼロで、景況感改善とハードデータ悪化が相殺。11月の公表済みの景況感はトランプ再選で改善してスタート。



10月は企業・消費者景況感とも悪化しマイナスに振れた。11月のPMI速報は製造業がやや悪化、サービス業は改善した。



10月は小幅プラスに浮上。9月に悪化した景況感の一部が改善した。11月の公表済み景況感悪化。

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

経済指標&イベントカレンダー (2024年12月)

月	火	水	木	金	土	日
						1
2	3 日10年国債入札	4 ペーシフィック	5 日30年国債入札	6	7	8
9 豪RBA理事会	10 日5年国債入札 ユーログループ財務相 会合 EU財務相理事会 米3年国債入札	11 米10年国債入札	12 ECB金融政策会合 米30年国債入札	13	14	15
16 日20年国債入札 米20年国債入札 米大統領選挙人投票 FOMC	17 日銀政策決定会合	18 英中銀MPC政策発表 EU首脳会議 米5年インフレ連動 国債入札	19 米政府つなぎ予算期限	20	21	22
23 日銀議事録(10/31) 米2年国債入札	24 米2年変動国債入札 米5年国債入札	25	26 日2年国債入札 米7年国債入札	27 日銀主な意見(12/19)	28	29
30 大納会	31 (その他のイベント) ・(12/1)南アフリカがG20議長国に就任 ・(12/2)健康保険証が廃止されマイナンバーカードに一体化 ・中国経済工作会議(北京) ・(下旬)2025年度予算・税制改正大綱決定 ・(年内)補正予算成立か ・台湾TSMCの熊本工場稼働予定					

本資料は当マーケット金融ビジネスユニットが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。