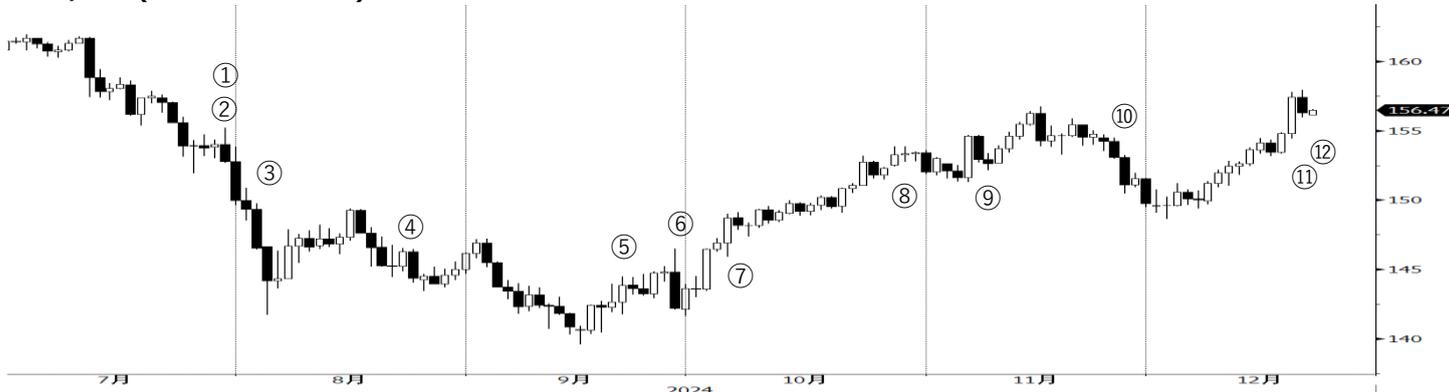
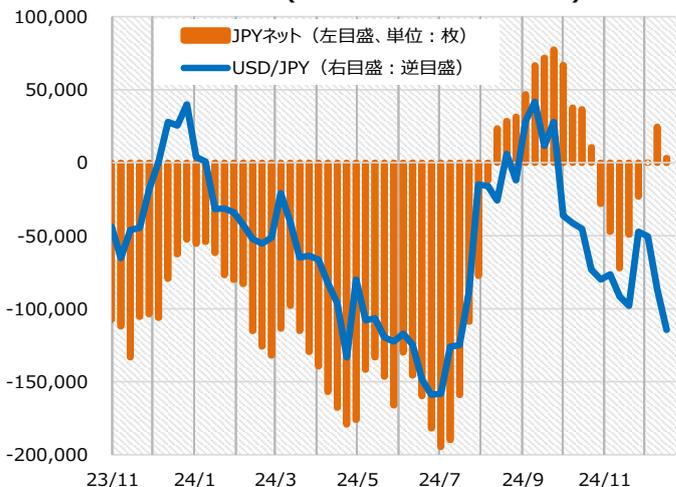


USD/JPY 1月の予想レンジ：152.00～159.00

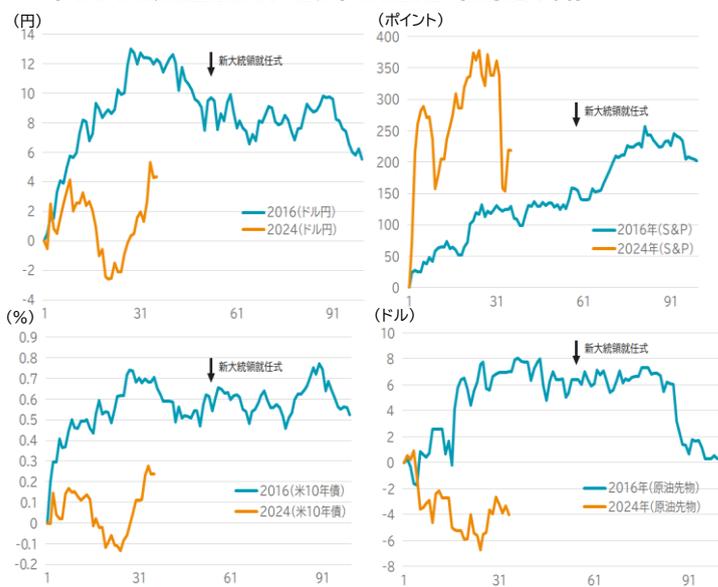
USD/JPY (過去6か月間の推移)



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



■トランプ氏当選前後の資産の値動き (投票日以降)



出所：Bloomberg

(出所：Bloomberg)

■相場変動要因

- ①07/31:日 日銀が政策金利を0.25%に引き上げ
- ②07/31: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」
- ③08/02:米 7月失業率 4.3%(予 4.1%、前 4.1%)
- ④08/23:米 パウエルFRB議長：「利下げの時が来た」
- ⑤09/18:米 FOMC会合：「FF金利誘導目標を0.5%引き下げ」
- ⑥09/27:日 石破元幹事長を新総裁に選出-自民党総裁選
- ⑦10/04:米 9月非農業部門雇用者数変化 254k(予 150k、前 142k→159k)
- ⑧10/27:日 衆議院解散総選挙 自公で過半数割れ
- ⑨11/06:米 米大統領選、トランプ氏が勝利-主要TV局
- ⑩11/27:米 FOMC議事録「「緩やかな」利下げに対して幅広い支持」
- ⑪12/18:米 パウエルFRB議長：「追加調整を検討する上で慎重姿勢を強める可能性も」
- ⑫12/19:日 植田日銀総裁：「次の利上げの判断に至るには、もう1ノッチ欲しい」

■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左上図)
12/17時点の円先物ポジションはネット後3,101枚の円ロング。トランプ氏が中国への追加関税やカナダやメキシコに対する関税を引き上げるとの表明からグローバル経済への悪影響が意識され、リスクオフの円買いから円ロングポジションは一時約2.4万枚まで積み上がった。その後12月日銀会合を前に利上げ見送りに関する観測記事が相次ぎ、利上げ織り込みが後押しし円ロングポジションの巻き戻しが強まり、足元のポジションはほぼニュートラルとなっている。

②トランプ氏当選前後の市場の値動き(左下図)
左図はトランプ氏が当選した2016年と2024年の大統領前後における市場の値動きについて、実際の値動きを比較したものである。2016年の米大統領選挙はトランプ氏当選は大きなサプライズとなり、同氏の政策の影響を急速に織り込み、インフレ進行観測による米金利上昇や強いアメリカを意識したドル高となった他、米株・原油価格は大きく上昇した。一方、2024年の大統領選については、トランプ氏の当選がある程度織り込まれていたため、大統領選挙後のマーケットの値動きは限定的だ。今後、トランプ大統領の就任式での発言にて不法移民強制退去や関税引き上げが強く打ち出された場合にはインフレ再燃への懸念が高まり、トランプトレードが再燃する可能性もある。一方で化石燃料採掘推進によりエネルギー価格の低下や政府効率化省のトップに任命されたイーロン・マスク氏が主導する2兆ドルとも言われる大胆な効率化により米国債務圧縮への期待感から、一方的な米金利上昇やドル高にはなりづらいだろう。

③衆月のドル/円は上値の重い展開を予想する。
12月FOMCでは、追加利下げについては慎重な姿勢が示された他、公表されたドットチャート(中央値)は25年末及び26年末の金利見通しが50bpずつ上方修正された。一方で、12月日銀会合では利上げ見送りを決定し、植田日銀総裁の記者会見では「次の利上げの判断に至るには、もう1ノッチ欲しい」と発言。従前のFRBのハト派、日銀のタカ派が逆回転する結果となり、ドル/円はドル買い・円売りを背景に今年7月以来となる158円手前まで上値を伸ばした。1月FOMCでは現行金融政策の維持(利下げ見送り)が市場のコンセンサスとなっているが、1月日銀会合での利上げについては、金利先物市場の織り込みが5割弱となっており、市場関係者でも意見が分かれている状況だ。植田日銀総裁は12月会合後の記者会見にて、春闘の結果やトランプ次期政権の経済政策を見極めたい意向を示している。1月会合時点では、トランプ氏は就任直後であり、新政権の政策見極め段階である他、春闘の集中回答日は3月中頃と結果を見通すには時期が早いことから、1月日銀会合でも利上げは見送りとなると見ており、ドル/円は円売りを背景に堅調な推移を予想する。ただし、米国のファンダメンタルズに目を向けると、米11月雇用統計において失業率が小幅に上昇、労働人口も減少しており、米労働市場が縮小していることが懸念される。今後は米労働市場の悪化が改めて意識される指標が相次ぐことも予想され、次第にFRBへの利下げ圧力がかりドル安となる展開には注意したい。(文責：瀬戸)

【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)
- ・日銀の追加利上げへの慎重姿勢(円安)
- ・トランプ新政権の政策によるインフレ圧力の高まり(ドル高)

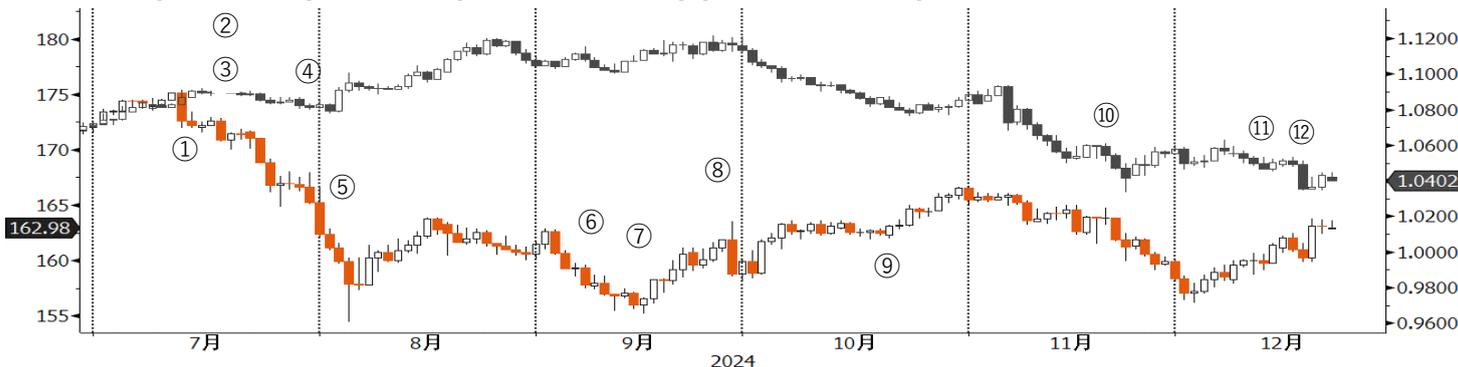
【ドル安・円高 要因】

- ・米景気後退懸念の高まりによるドル売り(ドル安)
- ・世界経済の先行き懸念や地政学リスクの高まり背景とした円買い圧力(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 1月の予想レンジ : 0.9500~1.0600

EUR/JPY 1月の予想レンジ : 160.00~166.50

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)



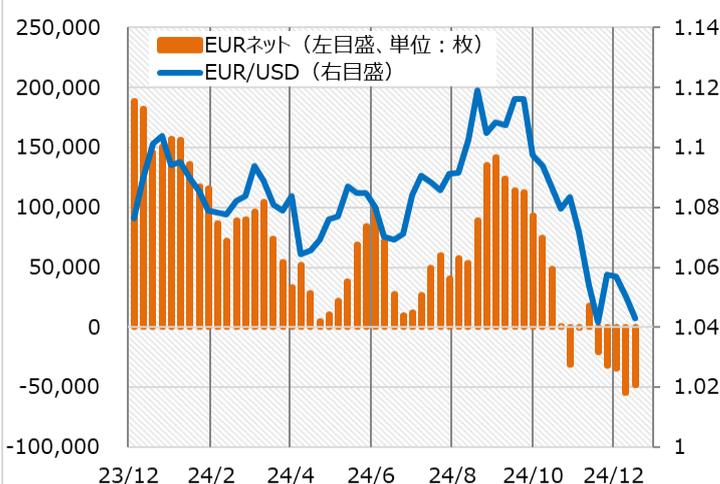
EURJPY Currency (EUR-JPY X-RATE) 月報用 (EUR) 日足 23JUN2024-23DEC2024

Copyright © 2024 Bloomberg Finance L.P.

23-Dec-2024 19:32:29

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

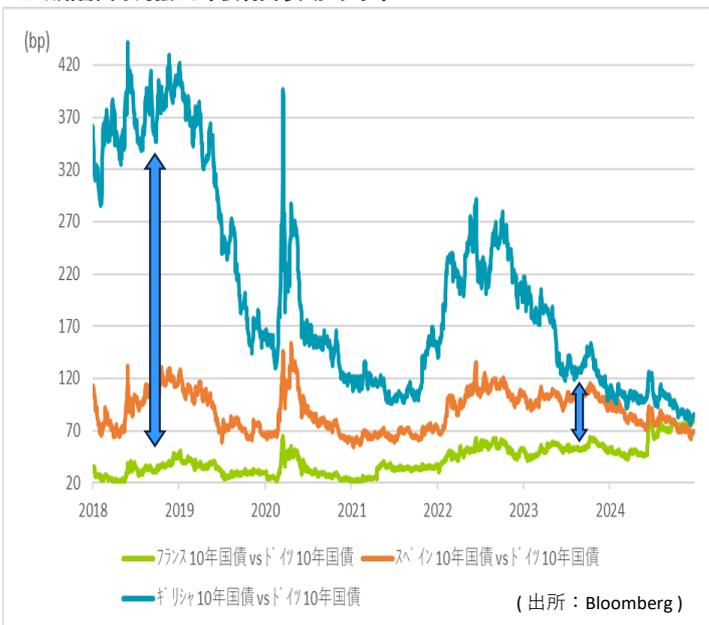
(出所: Bloomberg)



■ 相場変動要因

- ①07/12: 日 日銀が対ユーロでレートチェック実施-日経
- ②07/18: 欧 ECB主要政策金利公表 4.25%(予: 4.25%、前 4.25%)
- ③07/18: 欧 ECB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
- ④07/30: 日 政策金利を0.25%へ引き上げ
- ⑤08/02: 米 7月失業率 4.3%(予 4.1%、前 4.1%)
- ⑥09/12: 欧 ECB、政策金利を0.25ポイント引き下げ。
- ⑦09/18: 米パウエルFRB議長「米経済は基本的に順調だ」
- ⑧09/30: 欧 ラガルドECB総裁「ディスインフレが過去2カ月で加速した」
- ⑨10/17: 欧 ECB、政策金利を0.25ポイント引き下げ。
- ⑩11/22: 欧 11月HCOBユーロ圏サーブیس業PMI (速報値) 49.2 (予 51.6、前 51.6)
- ⑪12/13: 欧 ECB、政策金利を0.25ポイント引き下げ。
- ⑫12/18: パウエルFRB議長: 「追加調整を検討する上で慎重姿勢を強める可能性も」

■ 欧州各国の対独10年債利回りスプレッド



■ 今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左上図)

12/17時点のユーロ先物ポジションはネット後48,089枚のユーロショート。12月ECBでは25bpの利下げが実施され、金融引き締めによる効果や外需の低迷を背景に欧州圏内のリセッションが懸念され、足元のユーロ先物ポジションはショートが継続している。

②欧州各国の10年債利回りの推移

左下図は2018年以降のフランス・ギリシャ・スペインの10年債利回り対ドイツ10年債の利回りスプレッドの推移である。今までは経済的に堅調、かつ財政規律を重んじるドイツと南欧のギリシャ、スペインとの国債利回りは大きなスプレッドがあったが、ドイツの政局不安を背景に足元縮小している。また、同じく政局不安を抱えるフランスはスプレッドが拡大し、市場から不安視されていることが見てとれる。フランスではリネエ内閣が2025年予算案の強行採決する方針を固めたことに対して、野党共闘により内閣不信任決議が可決され、パレエ内閣は総辞職した。新首相にバイルー氏が任命され、つなぎ予算が成立したが、2025年予算では野党に譲歩した内容になると見られ、財政赤字の拡大が懸念される。かかる中、11/27にはフランス国債とギリシャ国債の利回りが2000年以降初めて逆転するなど、フランスの財政悪化がより一層不安視されている。また、ドイツにおいても連立与党は財政政策を巡る対立を背景に連邦議会での過半数を失い政局不安が漂い、大手自動車メーカーの業績不振から更なる経済の低迷が懸念されている状況だ。一方、スペインやイタリアでは観光業の好調を背景に景気は底堅いが、上述の通り欧州圏内の景気は決して楽観視出来るものではなく、ECBは欧州圏内のソフトランディングに向け難しい舵取りを迫られており、今後の動向を注視する必要がある。

③来月はユーロ/ドルは軟調、ユーロ/円は小幅な上昇を予想

欧州では政局不安の他、最大の経済大国であるドイツが長く高いインフレや金融引き締めを背景とした消費や製造業の苦境、自動車メーカーのEV戦略の失速を背景に苦境に陥っているという見方が強い。加えて、同様の経済規模が大きいフランスではパリ五輪の持たせによる失速も目立っている。さらに、トランプ氏が直近では対欧州の貿易赤字を問題視し、関税賦課について言及しており、米国から石油やガスを買入れるように要求している。今後の欧州経済についても厳しい状況が続くと見通しから欧州圏の製造業及びサービス業のPMIは軟調な推移が続くと見えており、ECBの連続利下げを督促するように利下げ織り込みが加速し、ユーロ売りが強まりそう。また、ラガルドECB総裁は12月会合で50bpの利下げを検討する意見があったとし、今後の大幅利下げにも含み持たせた。市場では1月ECB理事会での25bpの追加利下げを予想されているが、足元の欧州圏内の経済環境を鑑みて50bpの大幅利下げに踏み切ると考えており、ユーロ安地合いが継続しそうだ。一方で、米国では12月FOMCでは今後の利下げについて慎重な姿勢を示し、金利先安観も一服している。ECBとFRBの金融政策のスタンスの違いや相対的に米景況感が堅調であることを踏まえて、ドル買いも入りやすくユーロ/ドルは軟調な推移を予想する。なお、日本では1月日銀会合でも追加利上げが見送られると予想し、日銀のハト派姿勢が鮮明になることで円売りが強まりユーロ/円は底堅い展開になりそう。 (文責: 茂木)

【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)
- ・ロシア-ウクライナ情勢の鎮静化に伴う欧州の景況感改善(ユーロ高)

【ユーロ安・ドル高 要因】

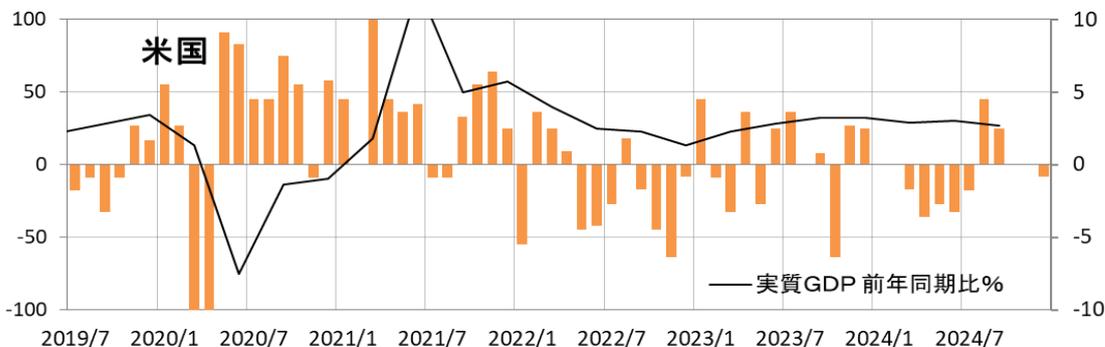
- ・米インフレの継続による高金利維持(ドル高)
- ・ユーロ圏インフレ鈍化や経済・政情悪化(ユーロ安)
- ・トランプトレードの再燃(ドル高)

星取DI 推移グラフ

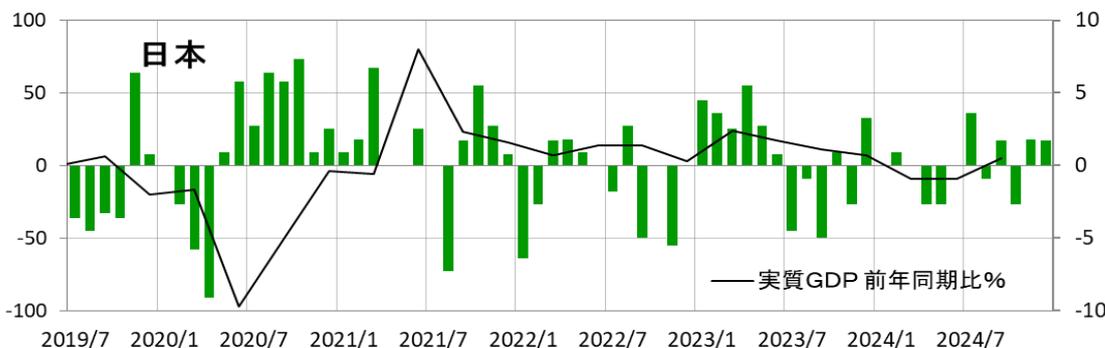
星取DIは、インフレ指標・対外収支を除く経済指標について、経済活動上向きの指標の数の比率から、経済活動下向きの指標の数の比率を差し引いたもの。DIは、「+100~-100」のレンジで推移し、数値が大きいほど、経済活動上向きの指標が多い。「0」は、経済活動上向き・下向きの指標数が拮抗していることを示す。



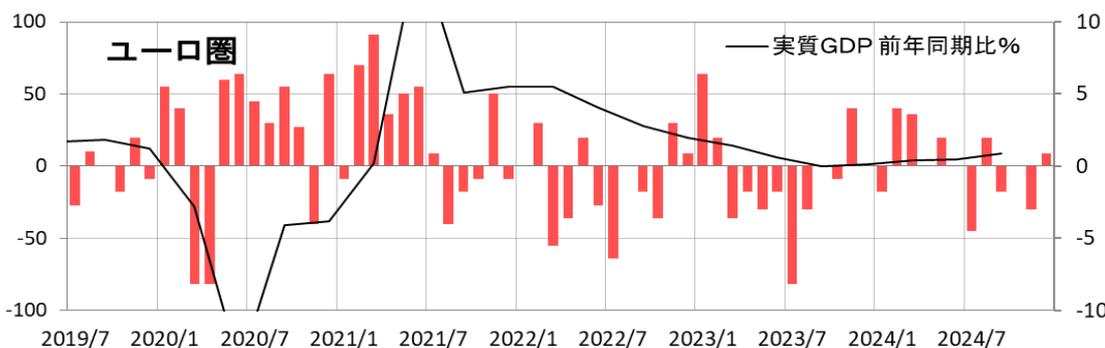
11月の星取DIはゼロで横ばいを示唆。日本・中国が小幅にプラス寄与し、ユーロ圏がマイナス寄与、米国がゼロだった。



11月は前月に続いてゼロ。消費者景況感改善の一方で企業関連データが弱い。12月の公表済みの景況感は悪化優勢。



11月は景況感データが総じて改善し、星取DIはプラス圏へ浮上。12月のPMI速報は製造業・サービス業ともに改善した。



11月の星取DIは景況感の悪化が優勢でマイナス圏へ沈んだ。12月の公表済み景況感はまちまち。

(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（2025年1月）

月	火	水	木	金	土	日
		1	2	3	4	5
		米連邦政府債務上限 停止期限				
6	7	8	9	10	11	12
大発会	日10年国債入札 米3年国債入札	米10年国債入札	日30年国債入札 米30年国債入札			
13	14	15	16	17	18	19
アジア金融フォーラム(香港)----->	日5年国債入札	ペーシェフック	日20年国債入札			
20	21	22	23	24	25	26
世界経済フォーラム(ダボス会議)----->1/24 ユーログループ財務相 会合 米大統領就任式	日40年国債入札 EU財務相理事会	米20年国債入札	日銀政策決定会合(展望レポート)-----> 米10年インフレ連動 国債入札			ペラルーシ大統領 選挙
27	28	29	30	31		
米2年国債入札 米5年国債入札	米2年変動国債入札 米7年国債入札 FOMC----->	日銀議事録(12/19) 日5年CT国債入札	ECB金融政策会合	日2年国債入札		

(その他のイベント)

- ・2025年にFOMCの投票権を有する地区連銀総裁(シカゴ連銀総裁、ボストン連銀総裁、セントルイス連銀総裁、カンザスシティ連銀総裁)
- ・ポーランドがEU議長国に就任
- ・(1/28-2/4)中国の春節

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。