

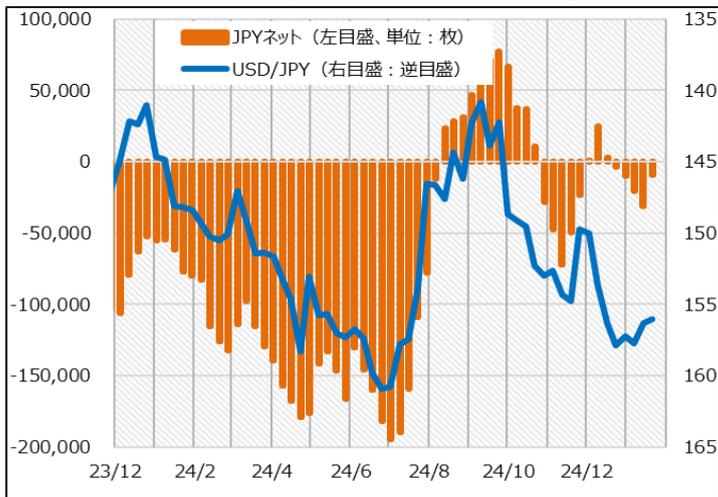
USD/JPY 2月の予想レンジ：151.00~157.00

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)



■相場変動要因

- ①08/02:米 7月失業率 4.3%(予 4.1%、前 4.1%)
- ②08/23:米 パウエルFRB議長:「利下げの時が来た」
- ③09/18:米 FOMC会合:「FF金利誘導目標を0.5%引き下げ」
- ④09/27:日 石破元幹事長を新総裁に選出-自民党総裁選
- ⑤10/04:米 9月非農業部門雇用者数変化 254k(予 150k、前 142k→159k)
- ⑥10/27:日 衆議院解散総選挙 自公で過半数割れ
- ⑦11/06:米 米大統領選、トランプ氏が勝利-主要TV局
- ⑧11/27:米 FOMC議事録「「緩やかな」利下げに対して幅広い支持」
- ⑨12/18: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」
- ⑩12/19: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」
- ⑪1/6:米 トランプ氏、重要な輸入品に「一律」関税導入を検討
- ⑫1/20:米 トランプ大統領、新たな関税はまだ発動しない方針

■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左上图)
 1/21時点の円先物ポジションはネット後8,829枚の円ショート、トランプ大統領の関税懸念報道からグローバル経済への悪影響が意識された他、日銀会合で利上げ期待が高まる状況下にて円ロングが一時的に上がるも、トランプ大統領の就任演説では目新しい材料はなく、事前想定されていた就任後即座の関税発動も見送られ、足元のポジションはほぼニュートラルとなっている。

②トランプ大統領の就任前の発言と就任後の政策比較(左下图)
 1/20にトランプ大統領は就任演説を実施し、初日には法的拘束力のある「行政命令」と、拘束力のない「大統領覚書」両方合わせて40本以上に署名した。自らをタリフマン(関税男)と称するトランプ大統領は、初日こそ関税にかかる大統領令に署名を見送ったものの、足元ではメキシコ・カナダに対して25%の関税を、2月1日にも発動する意向を改めて示している。左下図ではトランプ大統領の就任前の発言と就任後の政策・発言をまとめている。就任前は、早期に世界一律での関税課税に意欲を見せていたものの、足元の動きは当初想定されていたよりも鈍い。しかし、「AMERICA IS BACK」との公約を掲げて当選した同氏が通商政策に関し強気な姿勢を崩すとも思えず、今後も強気の姿勢を見せるリスクは高いだろう。トランプ大統領はEUやカナダに対して、貿易不均衡について言及するなど関税政策を進めたい姿勢を継続しており、主要貿易相手国への一律関税政策やグリーンランドを巡るデンマークへの関税示唆を今後行っていく可能性がある他、2月もトランプ大統領の強気の関税政策推進への不透明感は残り、関税発動に前向きな発言が出ればトランププレーションが意識されたドル買いが入りやすいだろう。ただし、高関税課税を背景に他国の露骨を迫る手法には反発も強く、貿易戦争が意識される場合には、グローバル経済の停滞が意識されやすい点には注意したい。

③来月のドル/円は上値の重い展開を予想する。
 来月は主要中銀会合の開催がなく、中銀関係者の発言や主要経済指標に注目が集まる。1月日銀会合では昨年の7月会合通りに利上げを決定した他、25年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)の予想(中央値)を0.5%引き上げた。利上げは賛成:反対=8:1で決定し、反対した中村審議委員も利上げ時期の観点での反対であり、利上げそのものに対して反対しているものではない。植田日銀総裁は、中立金利は1%から2.5%と述べ、まだ距離があるところ、日銀としては利上げを前向きに推し進めたいようにみえる。来月は田村審議委員や高田審議委員の発言を控える。先日、氷見野日銀副総裁は先日の講演で「実質金利がマイナスは普通の状態ではない」と利上げする意思を見せており、非リフレ派である両者も利上げに前向きな発言を見せよう。足元、市場の年内の利上げ織り込みはまだ1回ほどであり、年内の利上げ期待感を高める呼び水となる。

一方、今週のFOMCでは政策金利を据え置き、パウエルFRB議長は「追加利下げはインフレの改善が労働市場の弱さを確認できた」と述べ、良好な経済指標を背景にタカ派な姿勢を維持した。CPIはサービス価格や家賃などコア指数部分の伸縮が鈍化するも6か月ぶりの鈍化と鈍化ペースは緩慢だ。さらに、足元人数は増加、失業率の低下している他、週次の新規失業保険申請数も良好な値が続く、労働市場の堅調さは維持されているため、来月の雇用統計やCPIの結果からも利下げ織り込みは高まりづらい。加えて、欧州、英国、豪州などが利下げを進める中、対照的にドルが買われやすい。前述した通り、トランプ大統領の関税等の強気な発言に来月も振られる展開には注意したいが、ドル/円は円買い・ドル買いが交錯構造的な推移を予想する。(文責:有賀)

■トランプ大統領の就任前の発言と就任後の政策比較

	就任前の発言	就任後政策
財政	所得税減税の恒久化	
	標準控除を約2倍にする措置	
	住宅ローンの利息上限の引き下げ	
	インフレ削減法(IRA)の見直し	インフレ抑制法と「インフラ投資・雇用法」に基づく支出を凍結
	チップや残業への課税免除	
関税	法人税率を21%から15%に引き下げ	
	中国に60%の関税を課税 (薬物管理問題に対して)中国に10%の追加関税	2/1に実施の可能性
	メキシコからの輸入品に対して100%の課税	2/1に実施の可能性
	メキシコ・カナダに対して25%の課税	2/1に実施の可能性
	一律10~20%の関税導入検討 グリーンランド巡り、デンマークに関税の可能性示唆	
移民政策	不法移民の大規模送還	南部国境の国家非常事態宣言。
	南部国境封鎖、移民流出阻止	不法移民対策強化
環境政策	パリ協定の再離脱	パリ協定の再離脱
	エネルギー価格の引き下げ・規制緩和	エネルギーに関する非常事態を宣言。 米国内の石油備蓄、国外輸出増加

【ドル高・円安 要因】

- ・日銀の追加利上げへの慎重姿勢(円安)
- ・米インフレ再燃、利下げ後すれによる高金利維持(ドル高)
- ・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)

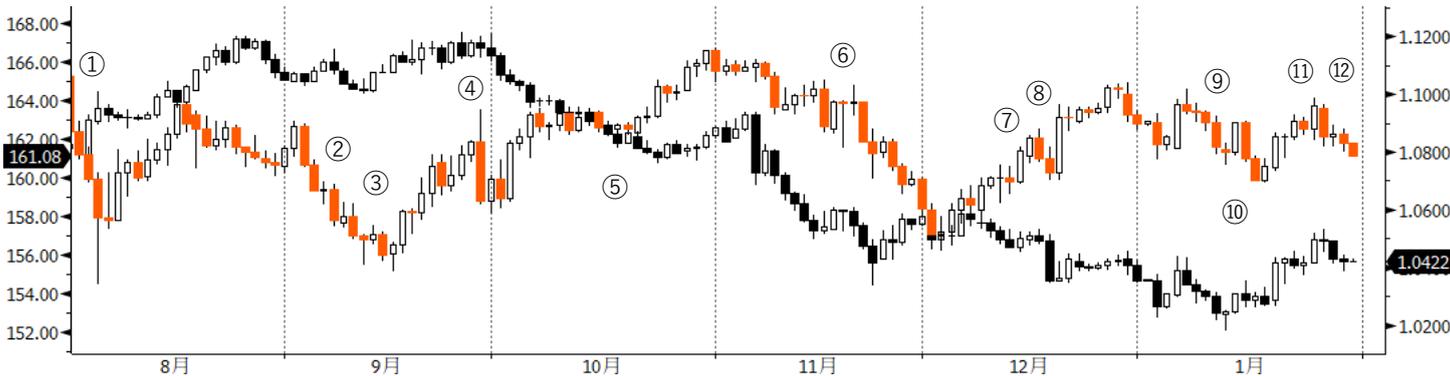
【ドル安・円高 要因】

- ・米労働市場、インフレ鈍化による大幅利下げ期待(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)
- ・日銀の追加利上げへの積極的な姿勢(円高)

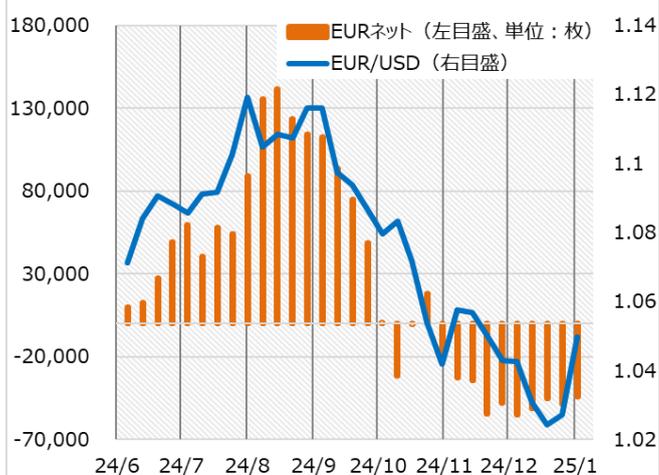
EUR/USD 1月の予想レンジ：1.0000～1.0600

EUR/JPY 1月の予想レンジ：155.00～166.50

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)

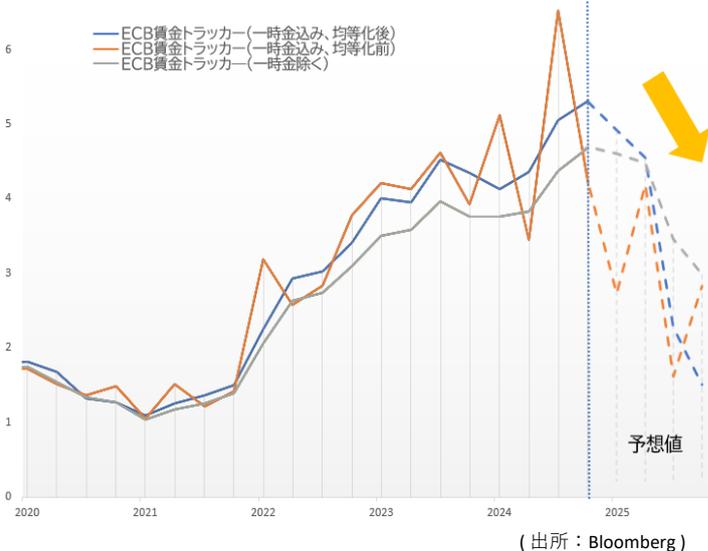


■ IMM通貨先物ポジション(CME建て玉 非商業 + 非報告) (出所：Bloomberg)



■ 欧州各国の対独10年債利回りスプレッド

7 (前年比、%)



■ 相場変動要因

- ①08/02：米 7月失業率 4.3%(予 4.1%、前 4.1%)
- ②09/12：欧 ECB、政策金利を0.25ポイント引き下げ。
- ③09/18：米 パウエルFRB議長「米経済は基本的に順調だ」
- ④09/30：欧 ラガルドECB総裁「デシインフレが過去2カ月で加速した」
- ⑤10/17：欧 ECB、政策金利を0.25ポイント引き下げ。
- ⑥11/22：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)
- ⑦12/13：欧 ECB、政策金利を0.25ポイント引き下げ。
- ⑧12/18：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」
- ⑨1/15：米 12月CPI 除食品・エネルギー (前年比) 3.2% (予 3.3%、前 3.3%)
- ⑩01/20：米 トランプ大統領：「関税を課し、外国に課税する」
- ⑪01/24：日 日銀が無担保コール翌日物金利を0.50%に引き上げ
- ⑫01/27：他 ナスダック100先物が3%安、下げ幅拡大-DEEPSEEKを巡る懸念で

■ 今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左上図)

1/21時点のユーロ先物ポジションはネット後44,295枚のユーロショート。次回3月ECB会でも0.25%の利下げが完全に織り込まれているものの、12月に見られた下落傾向は一般化している。懸念されていたトランプ大統領からの一律関税に関して、就任式において言及が見られなかったことから、全般的にドル売り主導でユーロ買いが強まったことも背景に、ショートポジションは前月から小幅な縮小が見られた。

②ECB債券トラッカー

左下図は2020年以降の債券上昇率の推移を示しており、2025年以降はECBによる債券上昇率の推移の予測を示している。これまで堅調さを保っていた欧州労働市場であるが、ここもECBが発表した労働市場に関する報告書では、「新型コロナウイルスのパンデミック後の好景気の影響が消えれば、企業が労働力を囲い込むインセンティブは減少するだろう」との記載が見られるなど、労働市場の軟化を予想している。加えて、ユーロ圏の主要国であるドイツやフランスでは政治不安を抱えているほか、トランプ政策による関税政策への懸念も根強い。また、ここも欧州製造業において軟調さが目立っている。とりわけ経済大国であるドイツにおいて、緊縮財政により公費が減少していることや、輸出先の中国の内需の低迷などの打撃を受けて、経済が減速しており、それがドイツ国内の雇用情勢にも影を落としている状況だ。そのため、ユーロ圏経済は内外悪化に直面している状況の中で、景気の先行きは明るくない。2025年以降の債券上昇率は、基本給の債券上昇率を示す指数に加え、ボーナスなどの一時金の影響を均した指数(一時金込み、均等化後)のいずれの項目も下落が予想されており、債券上昇率の減退を受けて欧州のインフレ率も低下していく見込みである。

③来月は対ドル・対円で弱含む展開を予想

ロシアへの資源や中国市場への依存を強めていたドイツでは、ウクライナ戦争や中東情勢の不安定化によるエネルギー価格の高騰や、中国の景気低迷の影響を受けて2年連続のマイナス成長となった。景気不況が深刻化する中、シュolz首相率いる連立政権が予算案を巡る意見対立で崩壊し、2月23日に20年振りとなる議会解散に伴う総選挙が実施される予定だ。その中で、現連立与党 (SPD、緑の党、FDP) は支持率の低迷が顕著となっており、最大野党である中道右派政党のCDU/CSUが第一党となる見通しで、フリードリヒ・メルツ氏が次期大統領と目されている。メルツ氏の政策としては、対中政策の転換 (中国への大規模投資を控えるように警告) や、移民政策の厳格化を掲げており、実際、移民政策に関しては、極右政党AfDの支持を得て、亡命希望者を含む、有効な書類を持たない移民の入境阻止などを定める決議を議会でも可決した。尤も、ここも若者などを中心に支持を広げる極右政党のAfDであるが、EU離脱などのやや過激な政策も打ち出し、多方面から批判を受けていることもあり、今後は連立与党との協力は進まず、政治的な分断が進むと見ている。また、政治理念の異なる連立与党が有効な経済政策を打ち出せるとも思えず、EUの屋台骨であるドイツ経済の回復には依然として不透明感が漂っている。トランプ大統領による関税懸念も含めてユーロ圏経済が上向き要素に乏しい中で、1月ECB会後の記者会見において、ラガルドECB総裁は利下げを止める議論について「時期尚早」と述べ、利下げ継続を示唆した。一方で、1月FOMCでは強い経済成長と米労働市場を受けて、パウエルFRB議長から利下げを急がない姿勢が見られたほか、1月BOJにおいても、買上げの広がりなどを理由に利上げを実施しており、日米との金融政策の方向性の違いが目立っている。かかる中、引き続きユーロは対円、対ドルで弱含む展開を予想し、ユーロは下落する展開を予想する。(文責：深谷)

【ユーロ高・ドル安 要因】

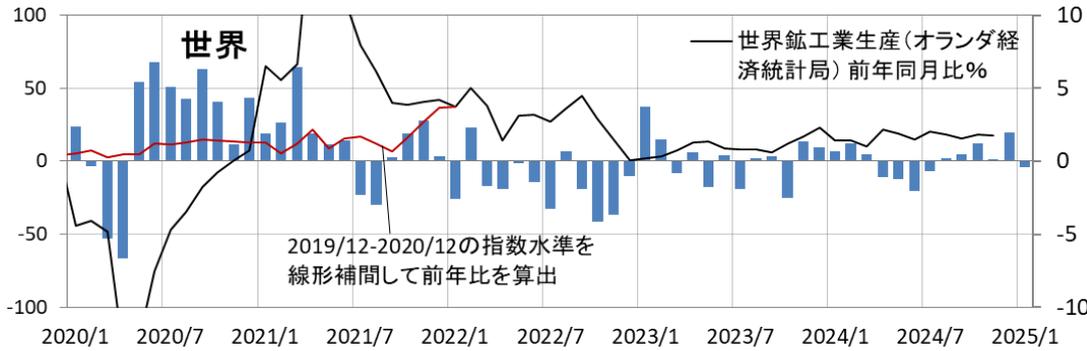
- ・ユーロ圏インフレ高止まりによるECB利下げ織り込み低下(ユーロ高)
- ・米労働市場の軟化による大幅利下げ期待の高まり(ドル安)
- ・ロシア-ウクライナ情勢の鎮静化に伴う欧州の景況感改善 (ユーロ高)

【ユーロ安・ドル高 要因】

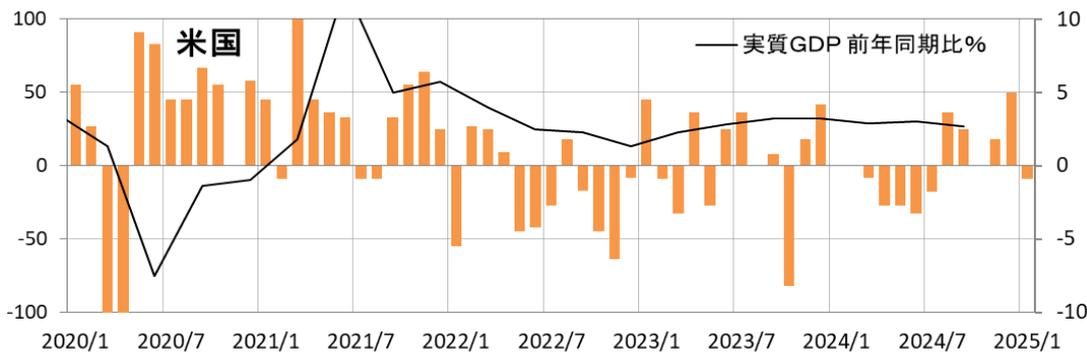
- ・米インフレの継続による高金利維持(ドル高)
- ・トランプフレージョンの発生 (ドル高)
- ・ユーロ圏経済の軟化、政情の不安定化 (ユーロ安)

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。



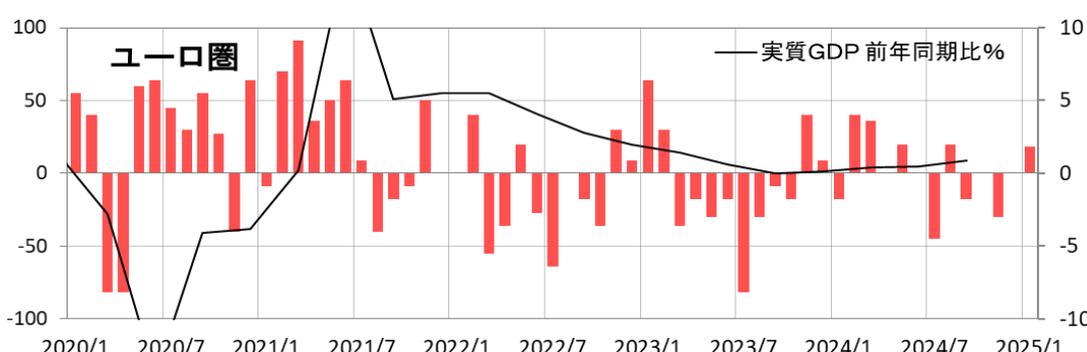
12月の星取DIは23年1月以来のプラス幅となり景気堅調を示唆。日本・米国・中国がプラス寄与し、ユーロ圏はゼロ。



12月は約3年ぶりのプラス幅となった。生産・消費等のハードデータが強かった。1月の公表済みの景況感悪化が優勢。



12月は景況感データの改善が優勢で、星取DIは小幅プラスとなった。1月の公表済みの景況感悪化が優勢。



12月は景況感中心に強弱まちまちで、星取DIはゼロとなった。1月の公表済み景況感改善が優勢。

(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2月）

月	火	水	木	金	土	日
					1	2
3 日銀主な意見(1/24)	4 日10年国債入札	5	6 日30年国債入札 英中銀MPC政策発表	7	8	9
10	11 国民民主党大会 米3年国債入札	12 日10年物価連動 国債入札 米10年国債入札	13 米30年国債入札	14 日5年国債入札 ミュンヘン安全保障会議----->2/16	15	16
17 豪RBA理事会-----> ユーログループ財務相 会合	18 日20年国債入札 EU財務相理事会	19 NZ政策金利公表 米20年国債入札	20 G20外相会合(南ア)-----> 米30年インフレ連動 国債入札	21	22	23 ドイツ総選挙
24 立憲民主党大会 米2年国債入札	25 米5年国債入札	26 G20財務相・中銀総裁会議(南ア)---> 米2年変動国債入札 米7年国債入札	27 日2年国債入札	28		

(その他のイベント)

- ・(2-3月)FRB議長が半期に1度の議会証言
- ・(2/28頃-3/29頃)アマダン(断食月)