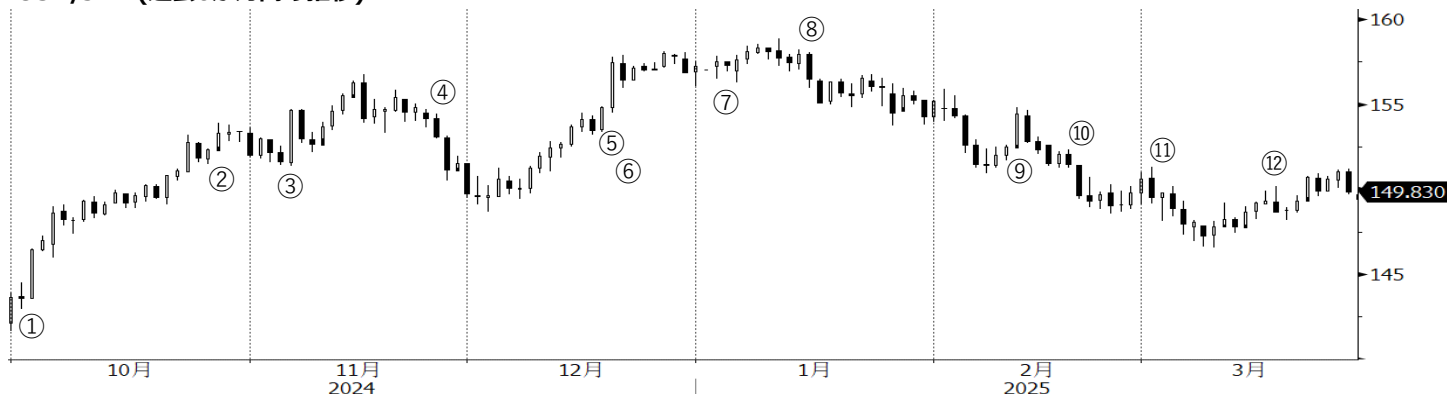
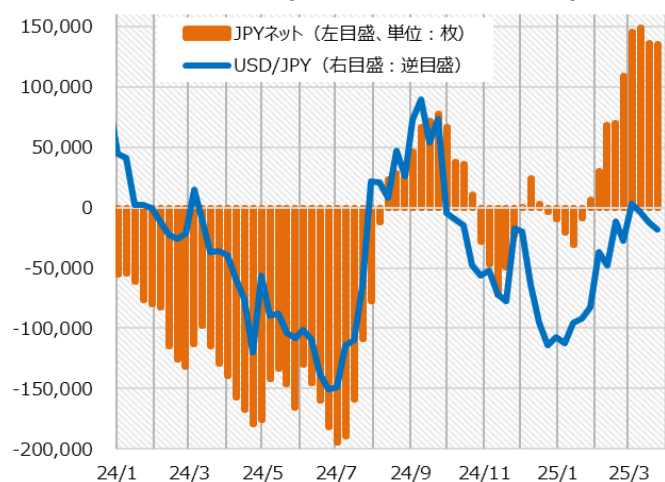


USD/JPY 4月の予想レンジ：145.00～151.00

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)



■相場変動要因

- ①10/04:米 9月非農業部門雇用者数変化 254k(予 150k、前 142k→159k)
- ②10/27:日 衆議院解散総選挙 自公で過半数割れ
- ③11/06:米 米大統領選、トランプ氏が勝利-主要TV局
- ④11/27:米 FOMC議事録「緩やかな」利下げに対して幅広い支持
- ⑤12/18: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」
- ⑥12/19: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」
- ⑦01/06:米 トランプ米大統領、重要な輸入品に「一律」関税導入を検討
- ⑧01/20:米 トランプ米大統領、新たな関税はまだ発動しない方針
- ⑨02/12:米 米1月CPIが上振れ、FRB年内利下げ期待が1回に後退
- ⑩02/20:日 前日の高田日銀審議員のタカ派発言で日銀利上げ期待が加速
- ⑪03/04:米 トランプ米大統領「日本が通貨安政策取るなら米国は不利な立場になる」
- ⑫03/20:米 3月FOMC、FRBバランスシートのランオフ、4月1日減速開始

■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左上図)

3月25日時点の円先物ポジションは春闘で強い買上げが確認されたことから円ロングが積み上がり、ネット後135,740枚の円ロング。3月日銀会合で植田日銀総裁はトランプ政権の関税政策の影響も4月頃には見てくると発言し、米国発の不確実性が高まる中でも利上げの可能性を排除しなかった。根強い早期利上げ観測もあって円ロングは歴史的な高水準にて推移している。

②経済不確実性指数の推移(図1)、ミシガン大学消費者マインドとコンファレンスボード消費者信頼感の推移(図2)

図1は経済政策不確実性指数の推移である。経済政策不確実性指数とは主要新聞から経済政策に関して「不確実」や「不確定」などのキーワードを含む記事の数を基に算出される指数だ。同指数は不確実性の高いイベントが増加すると上昇し、経済の不安定さを定量的に表しているものだ。図2はミシガン大学消費者マインドとコンファレンスボード消費者信頼感の推移を表している。2015年以降、経済不確実性指数の上昇はコロナショックやトランプ第一次政権誕生時など一時的であったが、足元ではトランプ第二次政権の関税政策への不透明感から高止まりしており、市場を取り巻く環境は高い不確実性の下にあると言える。4月2日には「相互関税」の詳細が発表されるが、規制や商慣行、税制と言った非課税障壁も加味されるとされており、影響度は不透明で同指標は高止まりが継続すると見られる。スタグフレーション懸念も漂う中、経済指標やトランプ米大統領の発言に関するヘッドラインでリスク回避的に円買いが急伸する展開には注意したい。また、トランプ米大統領は米国保護主義的な政策を志向しているが、関税引き上げによる物価上昇への懸念から消費者センチメントが大幅悪化している。米国内において不確実性の高まりが続く状況下、個人消費が軟調となり米リセッション懸念からドル売りが強まる展開にも注意したい。

③来月のドル/円は軟調な推移を予想

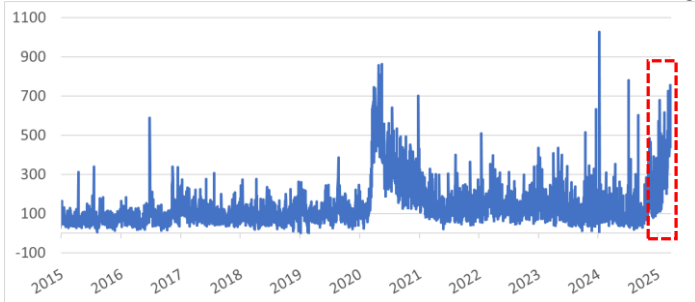
トランプ米大統領の関税政策を背景に経済指標はソフトデータを中心に軟調な結果が続いているが、今後は関税政策の影響が実態経済を表すハードデータへ波及していくと見られる。ここ数か月の米ISM製造業、同非製造業の仕入価格は上昇している他、トランプ政権の関税政策を背景に米企業は駆け込み的に輸入量を増やしており、米企業はコスト高に晒されている状況だ。輸入コスト増加に加え、人件費の高止まりが続く状況下、企業は新規採用を控えるとともに人員削減にも動き出していると見ている。加えて、イーロン・マスク氏が率いる政府効率化省は連邦政府職員の大量解雇に踏み切っており、米2月チャレンジャー人員削減数は大幅に上昇した。最近では教育省が廃止されるなど政府機関の解体を進めており、連邦政府職員のレイオフペースは加速していると見るのが妥当だろう。

週次で公表される米失業保険申請件数は減少傾向だが、失業者の中には就職活動をせず、失業保険を申請しない人もいと見られ、労働市場の全体像を表しているとは言い難い。かかる中、米景気の動向を計る上で重要な3月雇用統計は雇用者数の伸びが大幅に鈍化すると見ている。また、米2月個人所得は増加したものの個人支出が減少するなど、関税政策による価格上昇に備えて、支出を抑制する構図が示され、米3月小売高速報も軟調な結果となると見ている。かかるなか、全般的に軟調な経済指標を受けて、米国のスタグフレーション懸念が高まり、ドル売りを背景にドル/円は軟調な展開を予想する。

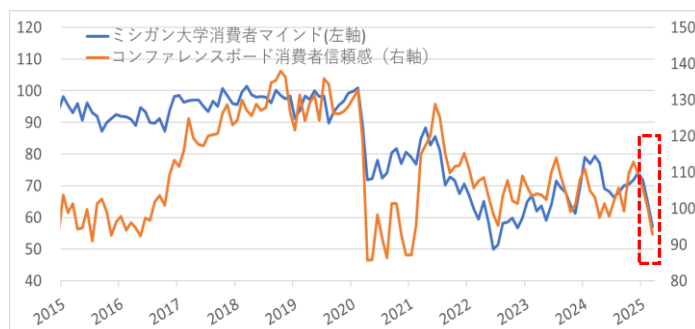
足元ではS&P500が1月～3月期で5%安となるなど、米経済の先行きに対する懸念は根強い状況だ。トランプ米大統領は株安に動じていない様子を見せつつ、同氏の支持率などを勘案すると株安は大きなダメージとなる可能性があり、関税政策は次第に穏健的なものになってくよう。また、日本国内においては関税政策の影響が懸念されている状況下、次第に早期利上げ観測も徐々に後退し、円ロングポジションの巻き戻しが強まることで、ドル/円をサポートするとみる。(文責: 茂木)

【図1】 不確実性指数の推移

(出所: Bloomberg)



【図2】 ミシガン大学消費者マインドとコンファレンスボード消費者信頼感の推移



【ドル高・円安 要因】

- ・トランプ米大統領の政策によるインフレ圧力の高まり (ドル高)
- ・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)

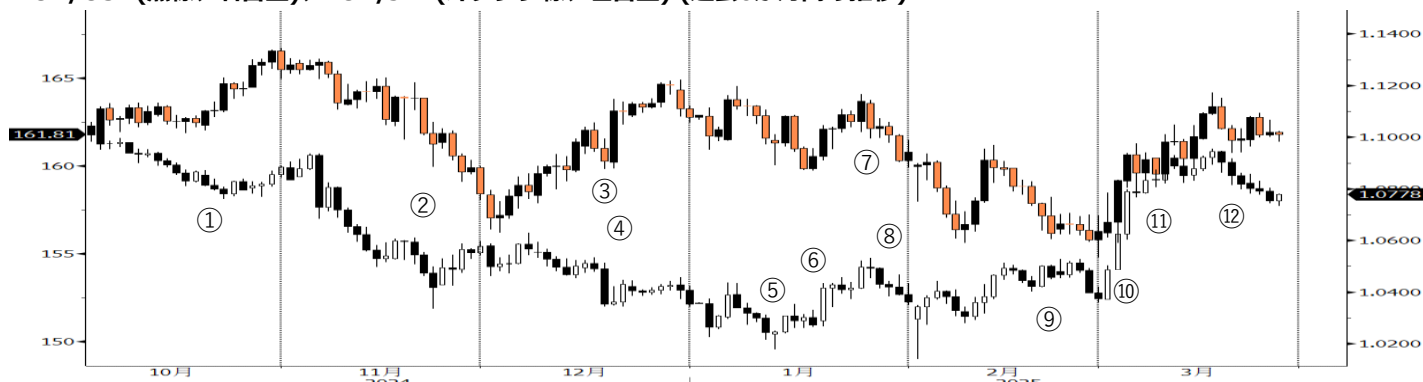
【ドル安・円高 要因】

- ・米労働市場の減速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を背景とした円買い (円高)
- ・日銀の追加利上げ期待の高まり (円高)

EUR/USD 4月の予想レンジ：1.0600～1.1500

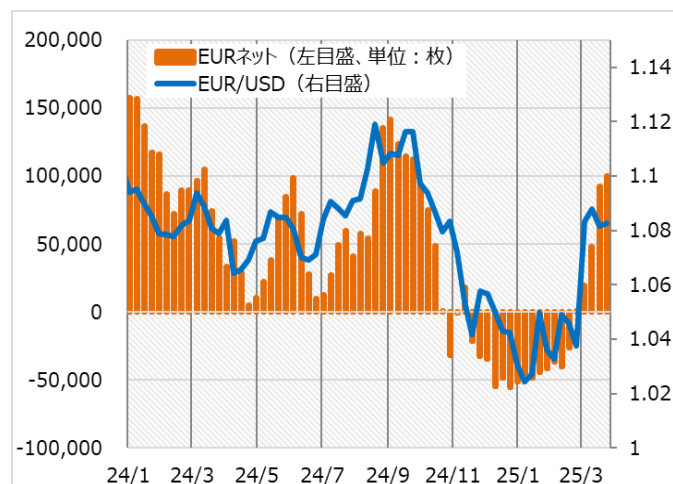
EUR/JPY 4月の予想レンジ：159.00～166.00

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)

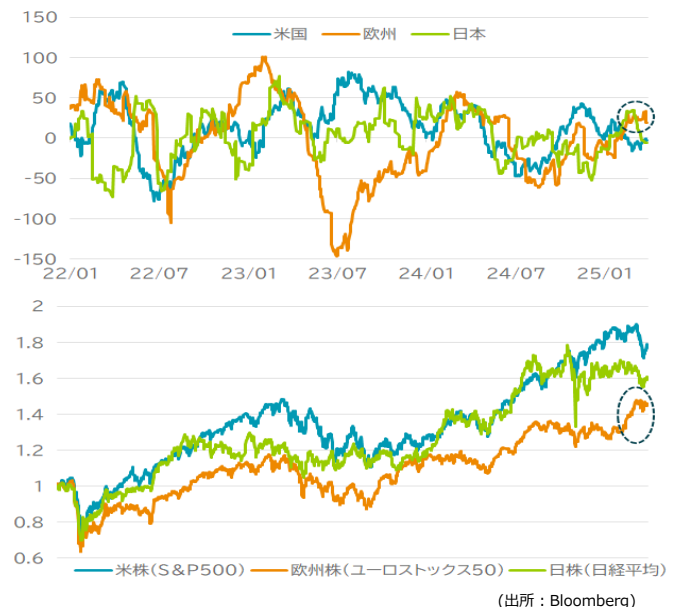
(出所：Bloomberg)



■相場変動要因

- ①10/17：欧 ECB、政策金利を0.25ポイント引き下げ。
- ②11/22：欧 11月HCOBユーロ圏サービス業PMI（速報値）49.2（予 51.6）
- ③12/13：欧 ECB、政策金利を0.25ポイント引き下げ。
- ④12/18：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」
- ⑤1/15：米 12月CPI 除食品・エネルギー（前年比）3.2%（予 3.3%）
- ⑥1/20：米 トランプ大統領：「関税を課し、外国に課税する」
- ⑦1/24：日 日銀が無担保コール翌日物金利を0.50%に引き上げ
- ⑧1/27：他 ナスダック100先物が3%安、下げ幅拡大-DEEPSEEKを巡る懸念で
- ⑨2/23：欧 最大野党「キリスト教民主・社会同盟（CDU・CSU）」が第1党に
- ⑩3/4：欧 EU、財政上の例外条項を発動、罰則なしで防衛費追加支出を可能に
- ⑪3/14：独 保守系陣営と緑の党が債務パッケージで合意
- ⑫3/13：他 米鉄鋼・アルミ関税、EUとカナダが対抗措置－貿易戦争激化の恐れ

■上段：シティサプライズインデックス、下段：株式市場の推移（2022を1）



■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左上図)

3/25時点のユーロ先物ポジションはネット後100,366枚のユーロロング。トランプ米大統領の関税政策への警戒感から、米景況感が悪化する中、ドル高の流れが巻き戻された。欧州起因ではロシアウクライナでの停戦協議の進展、防衛費増額のためEUの財務上の例外条項を発動させるなど、欧州景況への期待感の高まりから、急速にユーロ買いとなり2024/10/1以来の水準までロングポジションが積み上がった。

②シティサプライズインデックス、株式市場の推移

左図は米国、欧州、日本のシティサプライズインデックスの推移及び米株、欧州株、日株の推移である。サプライズインデックスは各種経済指標と事前予想の乖離幅を指数化し、ゼロ（予想通り）としてプラス・マイナスで表したものである。同指標を見てみると、ロシアによるウクライナ侵襲以降、経済指標が市場予想と乖離することが多く発生していることが示されており、特にECBの政策金利高止まりやエネルギー価格の上昇を背景に（実績＜市場予想）となる場面が多かったが、足元では堅調（実績＞市場予想）となっている。一方、米国についてはトランプ米大統領による関税政策への警戒感から消費者信頼感など景況感を中心に悪化が続きサプライズインデックスはマイナスに転落、日本においても米国の課税自動車関税への不安感などを背景に同指標は悪化し、相対的に欧州経済の堅調さが意識されやすい状況だ。主要株式市場においても従前は米国のテクノロジーセクターが株式を牽引していたものの、足元ではトランプ政権の政策不透明感から米株が下落している。一方で欧州株が急上昇するなど米国一強の流れにも変化が見られている。

③3月のユーロは対ドル、対円でも上昇を予想する。

3/6にはEU特別首脳会議にて、「ReArm Europe（欧州再軍備計画）」を全会一致で承認、「国家レベルでの防衛費増加を促すために、財政制約免除条項を発動するという欧州委員会の意図を歓迎する」との声明が出された。欧州各国は共通通貨であるユーロの価値保全などを理由に緊縮的な財政政策を強いられていたが、防衛費増額のために財政拡大が認められた格好だ。ドイツでは次期政権樹立を目指す第二大政党が防衛費増額のため債務ブレーキ（財政均衡を義務付けた憲法規定）の対象から除外し、インフラ・デジタル化に充てる予算外額の基金の創設で合意した。ドイツが先駆的に財政拡大に動いたが、各国も追随するとの見方から、欧州金利の上昇や欧州圏内の景況への期待感からユーロ高地合いになる。4月ECB理事会における利下げは現状75%程度織り込まれており市場予想通り利下げが行われようが、各国の財政支出拡大や米国の関税引き上げに対抗した報復関税によりインフレ圧力が強まることを踏まえ、今後の利下げの停止を示唆するなどタカ派な姿勢が示されると見ており、ユーロ高をサポートしよう。また、米国に目を向けるとトランプ関税への警戒感から米リセッション入りが見られ、ドル売りも入りやすく、ユーロ/ドルは1.10を超える展開を予想する。

一方、日本国内において植田日銀総裁は寄贈の買上げ動向について「想定よりもやや強め」と前向きな評価をした。米国の関税政策については慎重な姿勢を示しつつも「4月初めにかけて関税政策の詳細がもう少し明らかになった時点で見直しを見直したい」と発言しており、米国の関税政策が明らかになるに連れ日銀の利上げ期待が高まる場面もありそうだ。ただし、3月日銀会合主な意見では「米国発の下方向リスクが足許で急速に強まっている」とのコメントもあり、自動車関税による国内製造業への悪影響も懸念される中では、利上げに慎重にならざるを得ず、円金利上昇も限定的でユーロ/円は堅調な推移になりそうだ。（文責：瀬戸）

【ユーロ高・ドル安 要因】

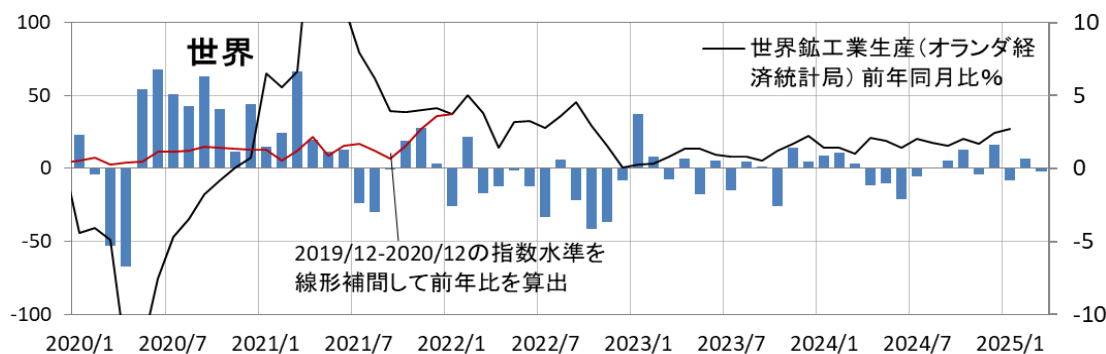
- ・防衛費増額を背景とした各国の財政出動(ユーロ高)
- ・米関税引き上げを受けた経済悪化懸念(ドル安)
- ・ロシア-ウクライナ情勢の鎮静化に伴う欧州の景況感改善（ユーロ高）

【ユーロ安・ドル高 要因】

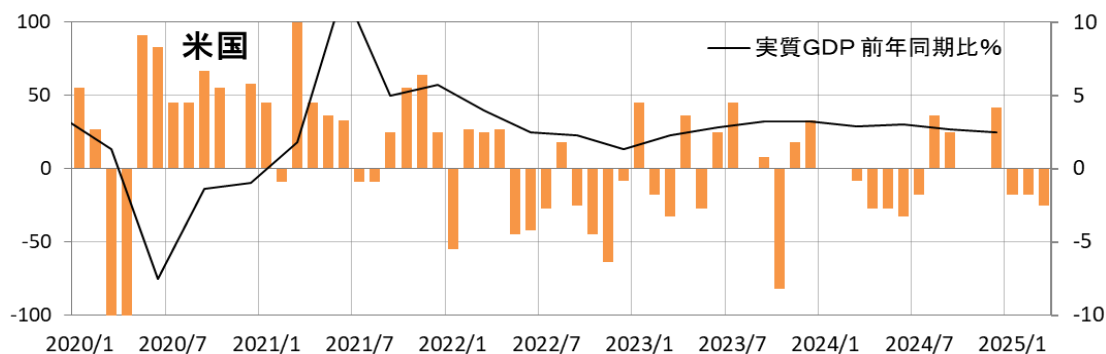
- ・トランプ政権の関税政策転換による米景況感改善（ドル高）
- ・トランプ関税による欧米対立激化（ユーロ安）
- ・トランプトレードの再燃(ドル高)

星取DI 推移グラフ

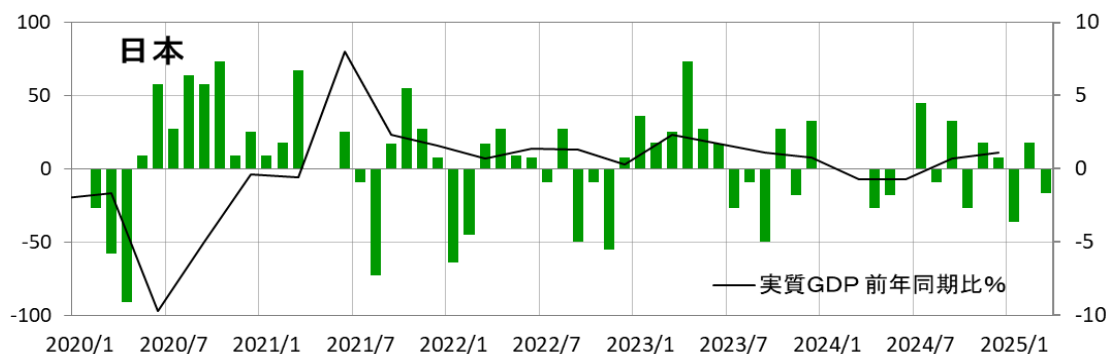
星取DIは、インフレ指標・対外収支を除く経済指標について、経済活動上向きの指標の数の比率から、経済活動下向きの指標の数の比率を差し引いたもの。DIは、「+100~-100」のレンジで推移し、数値が大きいほど、経済活動上向きの指標が多い。「0」は、経済活動上向き・下向きの指標数が拮抗していることを示す。



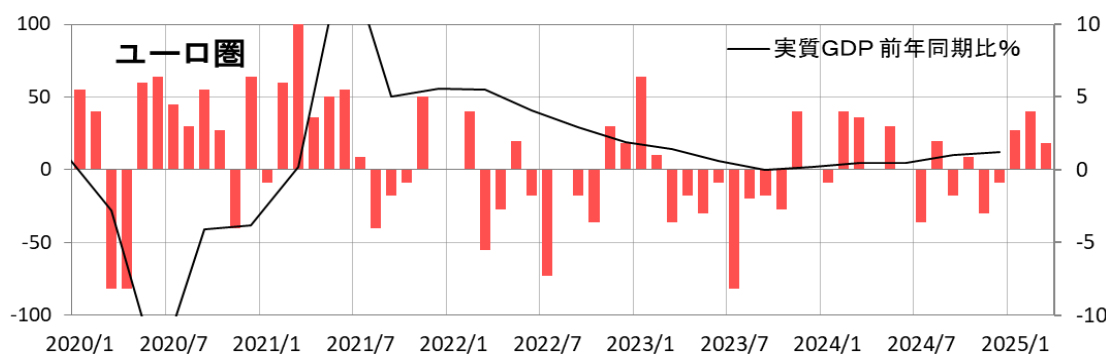
2月の星取DIは若干のプラスに浮上。日本・ユーロ圏・中国がプラス寄与した一方、米国がマイナス寄与となった。



2月も引き続きマイナスとなった。景況感が悪化した一方、生産関連データは強かった。3月の公表済みの景況感も悪化。



2月は企業関連データ堅調で星取DIはプラス圏を回復。3月の公表済みPMIは米関税政策の影響が製造・サービス業とも悪化。



2月も引き続き景況感データ中心に改善し、星取DIはプラスとなった。3月の公表済み景況感も改善が優勢で、米国と逆。

(出所: Bloomberg・Datastream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4月）

月	火	水	木	金	土	日
	1 豪RBA理事会(3/31より)	2	3 日10年国債入札 中央アジア+EU首脳会議(ウズベキスタン)→	4	5	6 秋田県知事選挙
		米政権が相互関税を発表		パウエルFRB議長講演		
7	8 日30年国債入札	9 NZ政策金利公表	10 日5年国債入札	11 ユーログループ財務相会合 EU財務相理事会非公式会合→	12	13
	米3年国債入札	米10年国債入札	米30年国債入札			
14	15 日20年国債入札	16	17 ECB金融政策会合 米5年インフレ連動国債入札	18	19	20
		米20年国債入札				
21	22	23 G20財務相・中銀総裁会議(ワシントン)→ ペーシェブック 米2年変動国債入札 米5年国債入札	24 日2年国債入札 米7年国債入札	25	26 IMF・世銀春季総会(ワシントン)-----→4/27	27
	米2年国債入札					
28 カナダ総選挙	29	30 日銀政策決定会合(展望レポート)→5/1				

- (その他のイベント)
- ・(1日)高齢者雇用安定法の経過措置終了→定年制廃止や65歳までの定年引上げ措置の必要
 - ・(1日)東証プライム上場企業に決算資料などの英文開示義務開始
 - ・(13日)大阪・関西万博→10/13まで
 - ・(15日)米財務省の半期為替政策報告書提出期限

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。