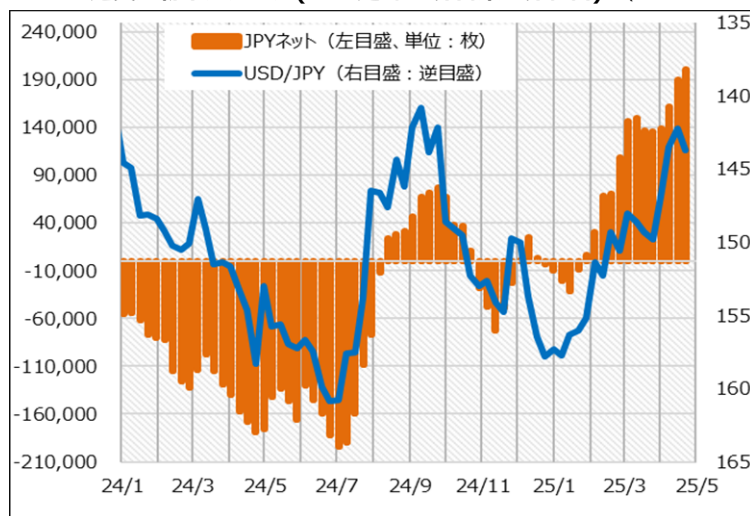


USD/JPY 5月の予想レンジ：140.00～146.00

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

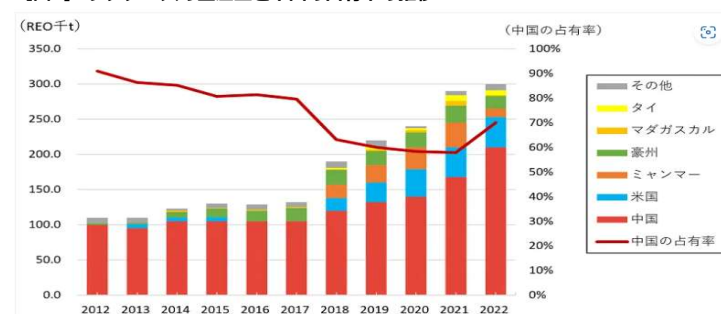
- ①11/06:米 米大統領選、トランプ氏が勝利-主要TV局
- ②11/27:米 FOMC議事録「「緩やかな」利下げに対して幅広い支持」
- ③12/18:米 パウエルFRB議長「追加調整を検討する上で慎重姿勢を強める可能性も」
- ④12/19:日 植田日銀総裁「次の利上げの判断に至るには、もう1ノッチ欲しい」
- ⑤01/06:米 トランプ米大統領、重要な輸入品に「一律」関税導入を検討
- ⑥01/20:米 トランプ米大統領、新たな関税はまだ発動しない方針
- ⑦02/12:米 米1月CPIが上振れ、FRB年内利下げ期待が1回に後退
- ⑧02/20:日 前日の高田日銀審議員のタカ派発言で日銀利上げ期待が加速
- ⑨03/04: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」
- ⑩03/20: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
- ⑪04/02:米 トランプ米大統領:「相互関税」に関する大統領令に署名する
- ⑫04/17:米 トランプ米大統領:「パウエル解任は早ければ早いほど良い」

【図1】 ドルインデックスと米10年債利回りの推移

(出所：Bloomberg)



【図2】 レアアースの生産量と中国の占有率の推移



出典：USGS, Mineral Commodity SummariesよりJOGMEC作成

■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左目盛)

4/22時点の円先物ポジションはネット後200,922枚の円ロング。4/21にトランプ政権による相互関税政策の公表と発動により、リスクセンチメントが大幅に悪化してドル売り圧力が高まった。トランプ米大統領によるパウエルFRB議長の選任要求もドル売り圧力を後押しし、円ロングのポジションは積み上がった。足元、相互関税の上乗せ部分に関しては、発動が90日間延期されているほか、トランプ米大統領はパウエルFRB議長の選任要求を否定したこと、ドル売り・円買い圧力は緩和されているものの、先行き不透明感は依然として強いことから、円ロングポジションが目立って解消された様子が見えない。

②【図1】ドルインデックスと米10年債利回りの推移、【図2】レアアースの生産量と中国の占有率の推移

トランプ米政権による相互関税政策を受けて、公表直後から米株安・米債券安・米ドル安のトリプル安が進んだ。米国はこれまで財政・貿易赤字を資本流入で補ってきたが、足許資本流入は鈍化し、むしろ国外への資金流出が急速に始まっているとの見方も強まってきている。S&P500は今日2日連続で一時10%近く下落したほか、米債売りも加速し、米10年債利回りは週間ベースで過去20年で最大の上昇を記録している。特に図1に示している通り、ドル売りが進む中で米債も急値に売られ、金利が急上昇している状況は、トランプ政権にとって想定外な状況だったと考えている。金利上昇は財政悪化懸念や借入コストの上昇から景気後退懸念を強めてしまうため、FRBに利下げを強く求める一方で、パウエルFRB議長への選任要求を撤回するなど、態度を軟化させている様子が見て取れる。かかる中、引き続きヘッドラインで大きく振れる展開は継続しつつも、トリプル安を更に強めるようなドラスティックな発言等は減少すると見て、ドル/円の値は抑えられと見ている。また、トランプ政権による高関税政策の行方につき注目が集まる。7月に相互関税の上乗せ関税分の延期期限を控える中、米国と諸外国との交渉が5月中にも順次行われるだろう。特に注目なのは、米中の貿易戦争の行方だ。足許は米国が関税率の引き下げを示唆するなど、歩み寄りの姿勢を見せている。背景には自国の経済・金融市場へのダメージに加えて、あるいはそれ以上に、戦略資源であり軍力維持に不可欠な「レアアース(希土類)」の、産出・精製両面で中国の非常に高い優位性がある。そのため、中国側は真正面でも対抗する姿勢を示す中で、米国は更に譲歩の姿勢を中国に見せる可能性も高いと見ており、米中貿易摩擦懸念が緩和し、ドルの買い戻しの動きが見られると見ている。

③5月のドル/円はヘッドラインで上下に振られる展開を予想

上述の通り、トランプ政権の高関税政策やパウエルFRB議長の選任要求などを背景にリスクセンチメントの悪化が見られ米資産売りが見られる展開となった。しかし、直近トランプ米大統領は米国内で生産する完成車を対象に、自動車・部品関税の負担軽減措置を公表するなど、高関税政策の修正を図っているよう見える。大統領就任から100日が経過したが、ウクライナ戦争の停戦といった公約に掲げていた事項に関しても、目ぼしい成果もあげられていない中で、高関税政策を背景に消費者マインド等のソフトデータは大幅悪化し、支持率も就任100日時点で比較すると、1945年以降最低となるなど、国民からの評価は厳しいものとなっている。一部の米大手企業では、先行きの消費需要の減退を見据えて、人員削減を実施する計画を公表するなど、米経済の先行き不安も高まっている状況では、米経済を押し下げるようなドラスティックな追加関税政策等は打ち出されにくいと予想する。また、7月上旬に相互関税の上乗せ税率の発効期限を控える中、トランプ米大統領は90日間の停止期間中に貿易相手国との交渉をまとめる「とても合理的な内容にする」と意欲を示した。赤字経済再生担当相が現地時間5/1にベッセント米財務長官やグリア通商代表部代表と2回目の関税交渉に入るが、米国の対日貿易赤字を解消するために、日本がアラスカ州の石油・ガスの輸入や防衛装備品の輸入等が決定することが現実的な落としどころになると見ており、米国に譲歩することで対日関税率は引き下げられると予想。そのため、先陣を切った交渉に入った日本の関税率が引き下げられることになれば、高関税政策に関する懸念がグローバルにやや緩和するとみられ、ドル/円はドル買い主導で上昇する場面も見られよう。尤も、依然として先行き不透明感は強く、ヘッドラインで振られる展開は続くとも見ていることから、トレンドは出にくく、ボックス圏での推移になると予想する。(文責：深谷)

【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)

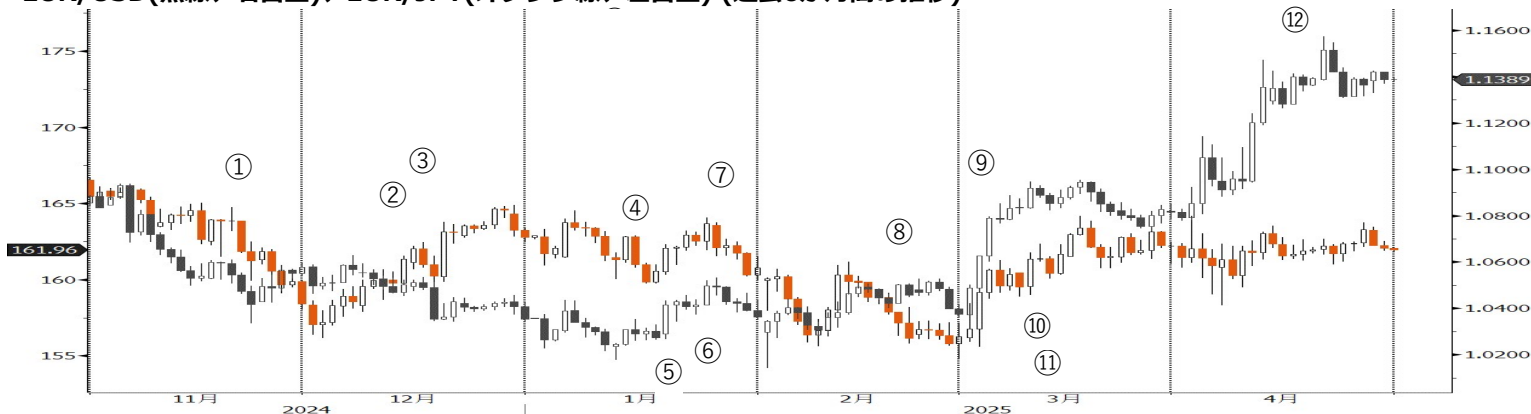
【ドル安・円高 要因】

- ・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 5月の予想レンジ：1.0800～1.1600

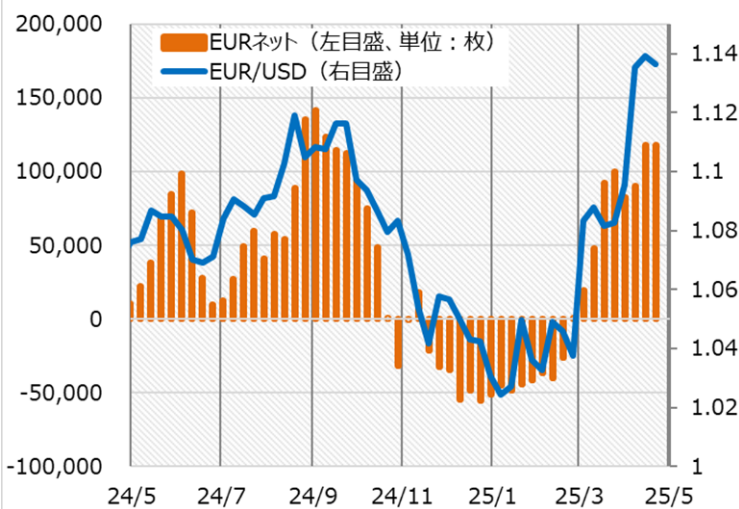
EUR/JPY 5月の予想レンジ：157.00～167.00

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)

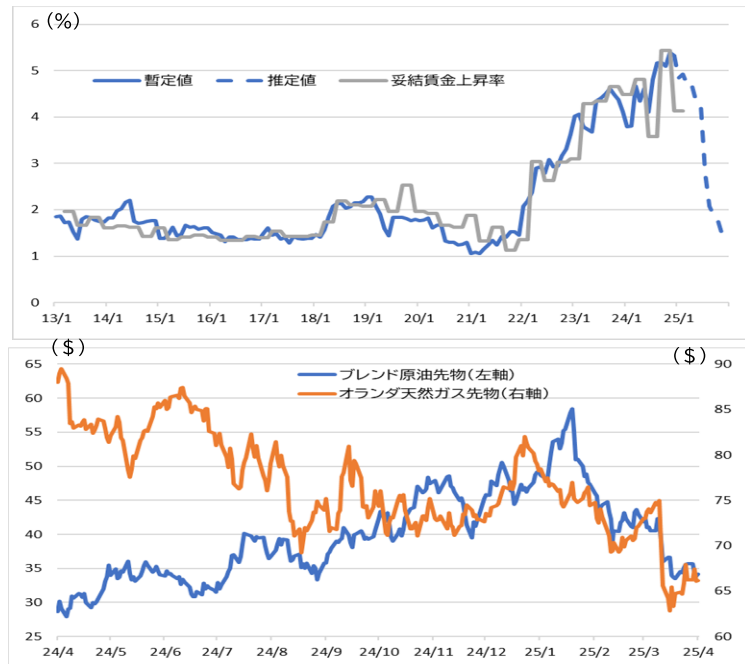
(出所：Bloomberg)



■相場変動要因

- ①11/22：欧 11月HCOBユーロ圏サービス業PMI（速報値）49.2（予 51.6）
- ②12/13：欧 ECB、政策金利を0.25ポイント引き下げ。
- ③12/18：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」
- ④1/15：米 12月CPI 除食品・エネルギー（前年比）3.2%（予 3.3%）
- ⑤1/20：米 トランプ大統領：「関税を課し、外国に課税する」
- ⑥1/24：日 日銀が無担保コール翌日物金利を0.50%に引き上げ
- ⑦1/27：他 ナスダック100先物が3%安、下げ幅拡大-DEEPSEEKを巡る懸念で
- ⑧2/23：欧 最大野党「キリスト教民主・社会同盟（CDU・CSU）」が第1党に
- ⑨3/4：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
- ⑩3/13：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
- ⑪3/14：独 保守系陣営と緑の党が債務パッケージで合意
- ⑫4/17：欧 4月ECB理事会：25bp利下げを決定、声明文から景気抑制的文言削除

■上段：ユーロ圏賃金推移、下段：資源価格推移（直近1年）



■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左目盛)

4/22時点のユーロ先物ポジションはネット後117,941枚のユーロロング。トランプ米大統領の一律関税政策は90日間の延期となり、中国にも緩和姿勢見せるもドル売りの巻き戻しは強くない。ドル売りと対照的にユーロ買い優勢な状況が続き、大きなユーロロングポジションは維持されている。

②上段：ユーロ圏賃金推移、下段：資源価格推移（直近1年）

4/23ECB公表のフォワードルッキング賃金トラッカーを確認すると、2025年の推定値（青ライン点線部分）は大きく低下する見込みであり、賃金上昇を背景としたサービス価格の上昇は落ち着いてきそう。上段）また、エネルギー価格はトランプ米大統領の「化石燃料の生産拡大」と「エネルギーインフラの強化」の宣言を因に2025年に入って下落を続けている。（下段）欧州での天然ガス・原油の自給率が低く、他国からの輸入依存が強いところ。足元のユーロ圏高もユーロ圏でのエネルギー価格の下落に寄与している。次第にエネルギー価格の低下から財価格の低下にも波及してくるであろう。ユーロ圏の景気は一時的に回復傾向にあったものの、欧4月消費者信頼感指数（速報値）は2カ月連続で悪化しており、独4月ZEW景気期待指数（ユーロ圏）は3月から大幅に低下している。4月ユーロ圏PMIもサービス業・製造業ともに好況の節目の50近くで推移しており、景気低迷から抜け出せていない。既に直近の市場でのECB利下げ予想も9月までに2回を繰り込み、ECBエコノミストが示す中立金利である1.75%-2.25%に達する見込みであるが、ラガルドECB総裁が「不確実な場合、特定の金利/スを約束し、確実性を提供するとはできない」とも述べる中、来月にかけてもユーロ圏の利下げ繰り込みは強く、米国の関税協議の進捗によっては中立金利よりも利下げを繰り込む可能性も見込む。

③5月のユーロは対円で横ばい、対ドルで下落を予想する。

4月ECB会合では利下げを実施した他、声明文では「実質的に引き締めることなくつつある」との文言を削除した。先述した通りインフレの堅固な低下が見込め、ラガルドECB総裁は米国の政策の影響をディスインフレ的と捉えているが、同氏はトランプ米大統領の関税政策に伴う景気への影響は不確実性から金融引き締め度合いを評価することは意味がないとも発言しており、上記の声明文の変更はインフレの低下というよりは不確実性の高い状況下では中立金利が意味をなさない意図での文言削除と見ている。米国と各国の関税交渉では、ベッセント米財務長官が早ければ5月1・2週目には合意する見込みを示すなど着実に進んでいる様子だ。ただ、欧州は米国の関税に対して迎合せず戦う姿勢を示しているところ交渉は難航しよう。景気への不透明感は拭えず、利下げ繰り込みが進み、ユーロの売り戻しが入りやすい展開を予想する。他方、米中貿易戦争は引き続き懸念されるとは思われるが、各国との関税交渉が進むことでドルの買い戻しやリスクオンの円売りが入りやすくなり、対円では横ばい、対ドルでは下落とみている。なお、米国はウクライナとロシア間の戦争終結交渉を進める。ルビオ米国防長官は「今週がウクライナ戦争の終結協議仲裁を継続するかどうかを決める極めて重要な週になるだろう」とも述べており、これまでトランプ米大統領が早期戦争終結に力を入れてきたところ、仲介をやめる選択は薄いとみている。ただ、トランプ米大統領は大統領就任から100日が経過したもののウクライナ戦争の停戦には至っておらず、5月に一気に戦争終結が見えてくるとは思えない。停戦協議の不透明感がユーロの下押し圧力となる。

(文責：有賀)

【ユーロ高・ドル安 要因】

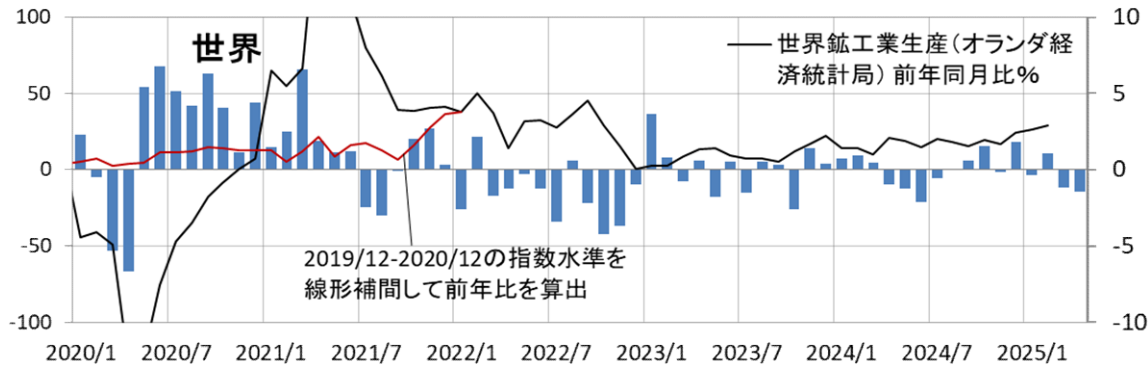
- ・防衛費増額を背景とした各国の財政出動(ユーロ高)
- ・米関税引き上げを受けた経済悪化懸念(ドル安)
- ・ロシア-ウクライナ情勢の鎮静化に伴う欧州の景況感改善(ユーロ高)

【ユーロ安・ドル高 要因】

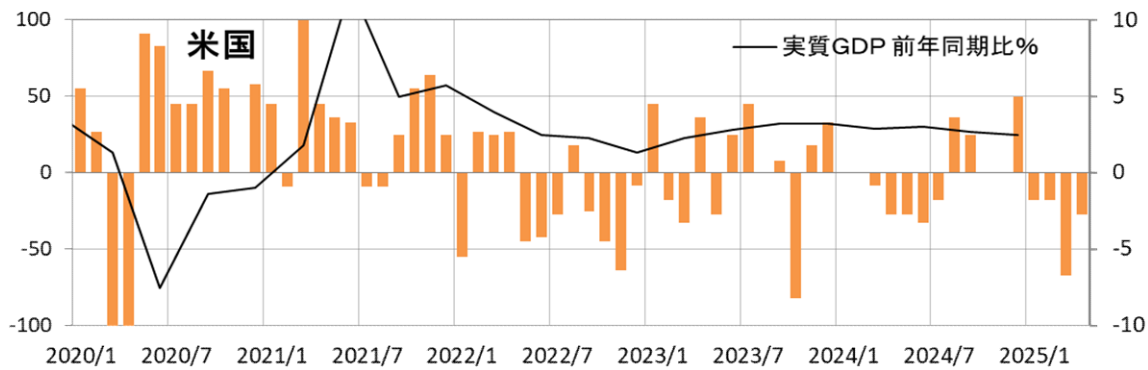
- ・トランプ政権の関税政策転換による米景況感改善(ドル高)
- ・トランプ関税による欧米対立激化(ユーロ安)

星取D I 推移グラフ

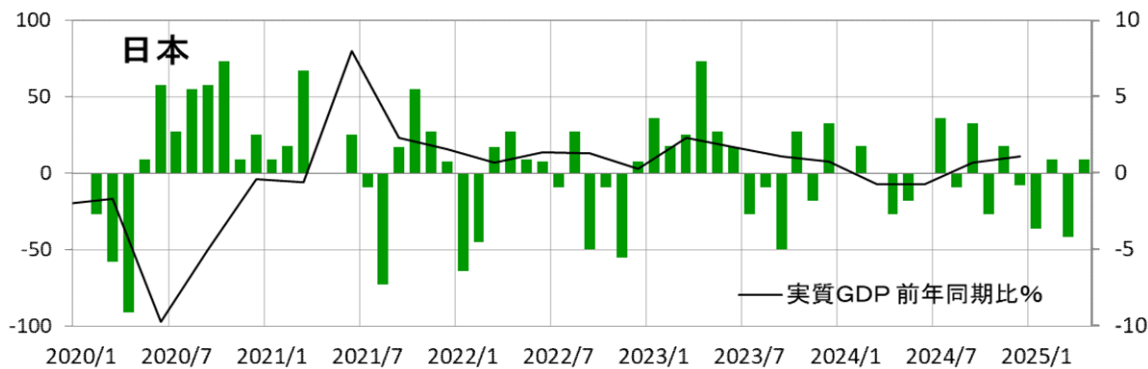
星取DIは、インフレ指標・対外収支を除く経済指標について、経済活動上向きの指標の数の比率から、経済活動下向きの指標の数の比率を差し引いたもの。DIは、「+100~-100」のレンジで推移し、数値が大きいほど、経済活動上向きの指標が多い。「0」は、経済活動上向き・下向きの指標数が拮抗していることを示す。



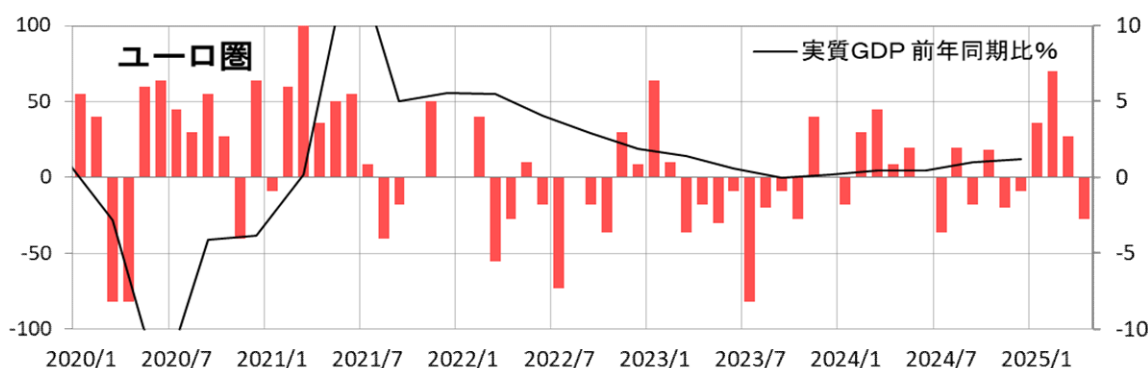
3月の星取DIは小幅マイナスに反落。ユーロ圏・中国がプラス寄与した一方、日本・米国がマイナス寄与となった。



3月は大幅マイナスとなった。景況感が全体的に悪化し、ハードデータも総じて悪化した。4月の公表済みの景況感も悪化。



3月の星取DIは米関税政策への警戒からマイナスとなった。4月の公表済みPMIは製造業は横ばい圏、サービス業は改善した。



3月も景況感中心に改善し、星取DIはプラスを維持した。4月の公表済み景況感は、米関税政策の影響から悪化が優勢に。

(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5月）

月	火	水	木	金	土	日
			1 日銀政策決定会合 (展望レポート)	2	3 オーストラリア連邦 議会選挙	4 ADB年次総会 (ミラノ)→4/7
5 米3年国債入札	6 米10年国債入札 FOMC-----→	7	8 日銀議事録(3/19) 日10年国債入札 英中銀MPC政策発表	9	10	11
12 G7外相会合(カナダ・ケベック)→→5/14 フィリピン中間選挙 ユーログループ財務相 会合	13 日銀主な意見(5/1) 日30年国債入札 EU財務相理事会	14	15 APEC貿易相会合(韓国・済州)→ 日5年国債入札	16	17 ポーランド大統領 選挙 ポルトガル議会 選挙	18
19 豪RBA理事会-----→	20 日20年国債入札	21 G7財務相・中銀総裁会議(カナダ・バンフ)→→5/22	22 日10年物価連動 国債入札 米10年インフレ連動 国債入札	23 ASEAN首脳会合・関連会議(マレーシア)→5/27	24	25
26 アフリカ開発銀行年次総会→→→5/30	27 米2年国債入札	28 NZ政策金利公表 日40年国債入札 OPECプラス閣僚級会合 米2年変動国債入札 米5年国債入札	29 米7年国債入札	30 日2年国債入札	31	

(その他のイベント)

- ・オーストラリア総選挙
- ・(11-14日)セレクトUSA投資サミット(メリーランド州)