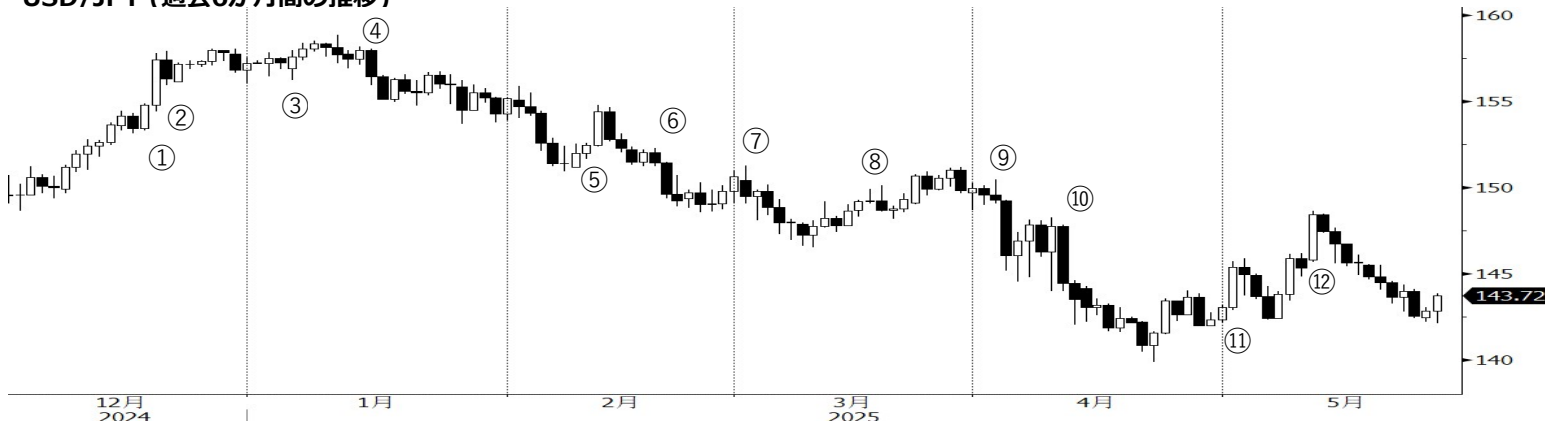
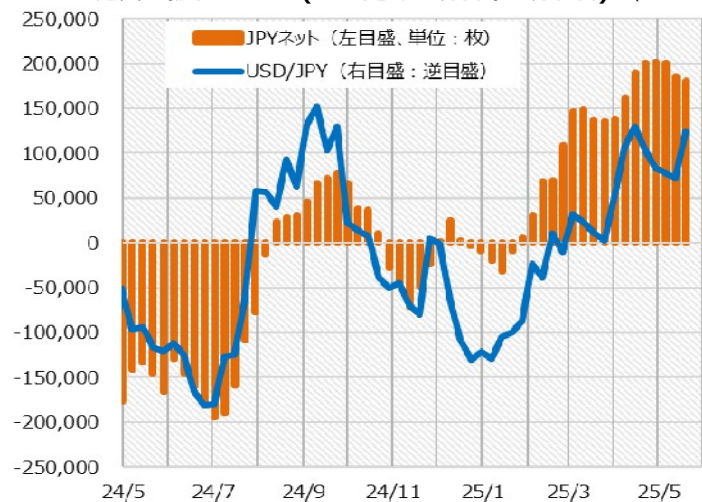


USD/JPY 6月の予想レンジ：141.00～147.50

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)

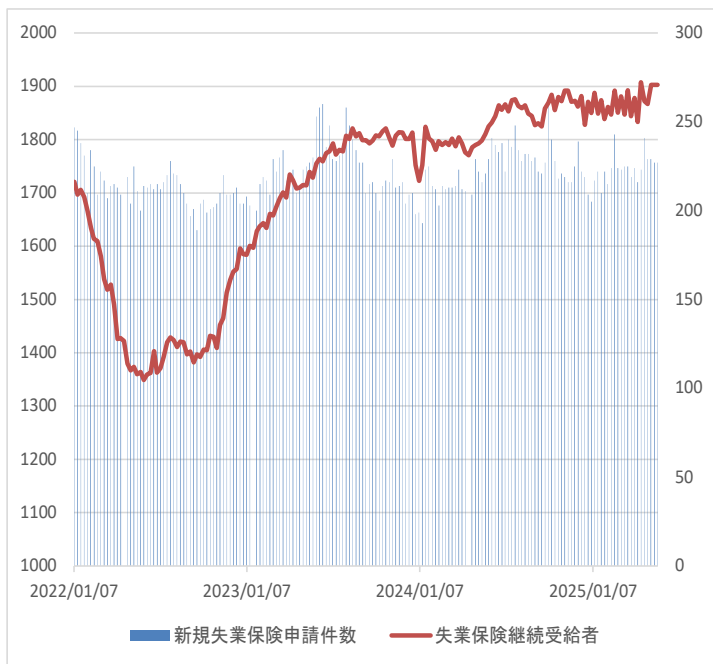


(出所:Bloomberg)

■相場変動要因

- ①12/18: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」
- ②12/19: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」
- ③01/06: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
- ④01/20:米 トランプ米大統領、新たな関税はまだ発動しない方針
- ⑤02/12:米 米1月CPIが上振れ、FRB年内利下げ期待が1回に後退
- ⑥02/20: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
- ⑦03/04: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」
- ⑧03/20: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
- ⑨04/02: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
- ⑩04/17:米 トランプ米大統領「パウエルの解任は早ければ早いほど良い」
- ⑪05/01:日 5月日銀会合、景気先行き判断を下方修正、物価目標達成時期を延期
- ⑫05/08:米 中国製品への関税を90日間30%に引き下げ

【下図】米新規失業保険申請件数、失業保険継続受給者の推移 (出所：Bloomberg)



■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左上図)

5/20時点の円先物ポジションはネット後181,021枚の円ロング。トランプ米大統領が対中関税を145%まで引き上げ、実質的に貿易不可能となるような状態に陥り、リスクオフの円買いが強まったことを背景に円ロングポジションは一時、201,897枚まで積みあがった。その後、5月中旬には米国の対中関税は90日間、145%から30%へ、中国は125%から10%に下げで合意、米中貿易戦争への警戒感が和らいだことで円ロングポジションは小幅に縮小した。

②左図：米新規失業保険申請件数、失業保険継続受給者推移

米国においては、関税引き上げによる需要減少への警戒を背景に米雇用市場では人員整理のため解雇が増加することが予想されている。足元で、米経済の不透明感は根強いものの、直近の新規失業保険申請件数は22万人近辺で推移しており、パンデミック発生前の2019年の平均(218,000人)と比較しても、遜色無い低い人数で推移している。ただし、失業保険継続受給者は小幅に上昇傾向が続いており、解雇が少ないものの新規採用が鈍いことを示唆している。多くの企業は朝礼幕改なトランプ米大統領の政策の行方に様子見姿勢を続けていると言えるだろう。だし、今後は関税発動前に輸入された在庫が増え、価格に開税の影響が確認されると見ており、経済活動が鈍化していくにつれ、米労働市場も解雇が増加すると見ている。

結果として、毎月公表される非農業部門雇用者数変化が前月比+10万人を割り込むなど、大幅に悪化するタイミングもあるだろう。かかる中、週次の発表であり速報性も高く、加えてサンプル調査ではなく全数調査である新規失業保険申請件数や失業保険継続受給者の推移には注意を払いたい。

③6月のドル/円はトランプ政権の動向を見つつ方向感の乏しい展開を予想。

トランプ政権の各国との貿易交渉については、先んじて英国との合意を発表した他、米中関税は互いに90日間の引き下げに合意するなど現実的な記者会見の際、「2%到達時期と利上げペース後ずれ、必ずしも同じではない」と発言しており、実質金利が大幅にマイナスである状況下、利上げの方向性は依然強い。かかる中、トランプ米大統領の政策の不透明感が未だ強く、来月のドル/円は上値も限定的な方向感の乏しい展開になりそうだ。

また、6/17-6/18には6月FOMC会合が行われ、市場では政策金利の据え置きが予想されるが、注目は今後の利下げへの示唆だろう。ここまでのFED高官発言では、ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁は「消費者は再び力強さを見せている」、ボスディック・アトランタ連銀総裁は「デュアルマンデートのうちインフレをより警戒している」と発言するなどタカ派姿勢を堅持している。かかる中、6月FOMC会合では特段利下げに対する示唆もなくドル/円をサポートするとみる。加えて、6/17-6/17の日程で6月日銀金融政策決定会合が行われる。5月日銀会合では経済・物価見通しで景気先行き判断を下方修正しただけではなく、物価目標2%の達成時期を延期するなどハト派姿勢が鮮明となった。ただし、植田日銀総裁は記者会見の際、「2%到達時期と利上げペース後ずれ、必ずしも同じではない」と発言しており、実質金利が大幅にマイナスである状況下、利上げの方向性は依然強い。米中貿易交渉について両者の姿勢が緩和される中では、利上げの方向性の維持を強調、ハト派姿勢も後退する予想し、日銀会合後は円買いが強まる場面もありそうだ。

なお、5月FOMC会合ではパウエルFRB議長は、センチメントデータは軟化しているもののハードデータにその兆候が現れていないとコメントした。直近では関税前の駆け込み需要で米新車在庫が1年半ぶりの低水準であり、関税引き上げによる本格的な価格転嫁が間近に迫っていると考えられる。かかる中、関税の影響により小売売上高や新規失業保険申請件数など思わぬハードデータの悪化によりリスクオフが強まる展開には注意したい(文責：瀬戸)

【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)
- ・トランプ関税への警戒から日銀の追加利上げへの慎重姿勢(円安)

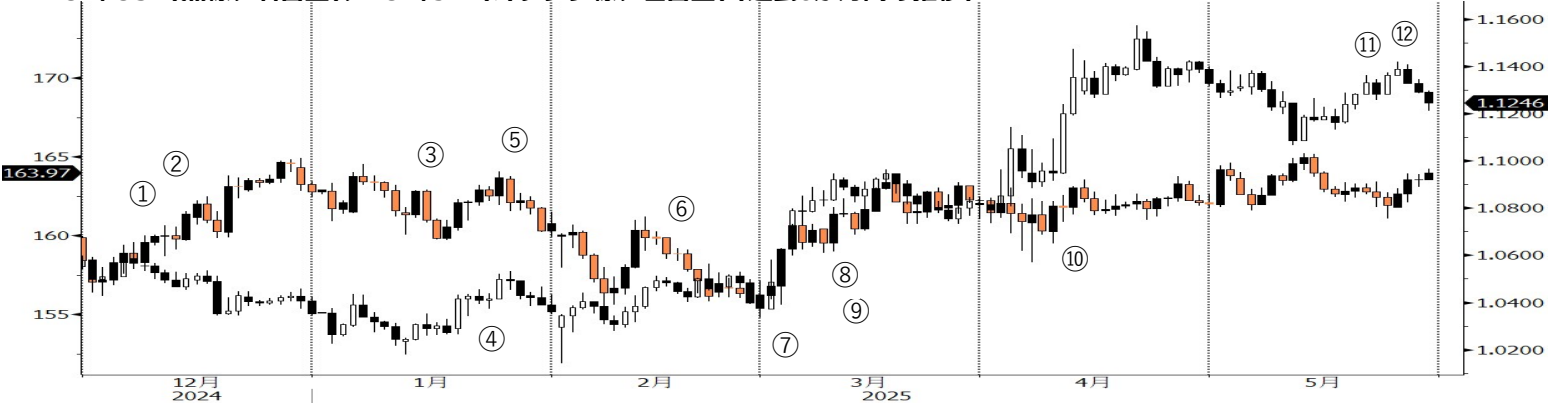
【ドル安・円高 要因】

- ・米労働市場の減速による大幅利下げ期待(ドル安)
- ・トランプ政権の政策不透明感による米資産売り(ドル安)
- ・世界経済の先行き懸念や地政学リスクの高まりを背景とした円買い(円高)

EUR/USD 6月の予想レンジ：1.1200～1.1500

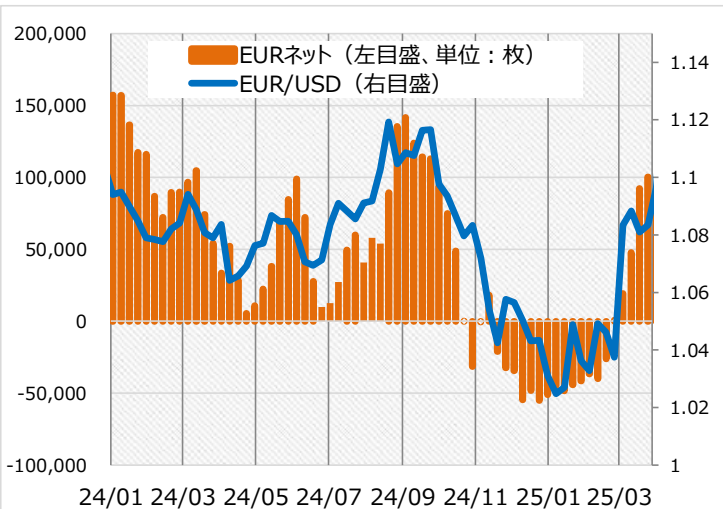
EUR/JPY 6月の予想レンジ：159.00～165.00

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)

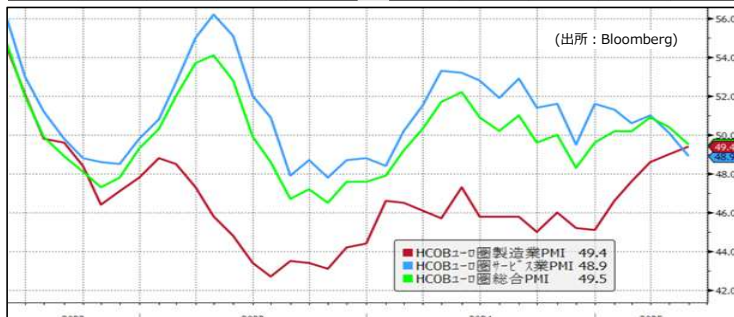
(出所: Bloomberg)



■ 上段: 対米貿易収支と輸入 (対米輸出) の名目GDPに占める割合、下段: ユーロ圏PMI推移

<IMF、ITCデータより作成、単位: 百万ドル>

国	輸出	輸入	貿易収支	米国からの輸入 /名目GDP	国	輸出	輸入	貿易収支	米国からの輸入 /名目GDP
ドイツ	75,613	160,325	-84,712	3.4%	ポーランド	11,985	13,469	-1,484	1.5%
アイルランド	16,538	99,876	-83,338	17.3%	ブルガリア	489	1,462	-973	1.3%
イタリア	32,402	76,172	-43,770	3.2%	エストニア	374	1,062	-688	2.5%
フランス	43,520	60,124	-16,604	1.9%	リトアニア	1,929	2,039	-110	2.4%
オーストリア	4,474	17,362	-12,888	3.3%	ラトビア	546	638	-92	1.5%
スウェーデン	8,187	17,760	-9,573	2.9%	クロアチア	994	998	-4	1.1%
ハンガリー	3,261	12,472	-9,211	5.6%	キプロス	183	59	124	1.6%
スロバキア	553	8,147	-7,594	5.8%	マルタ	361	211	150	0.9%
スロベニア	332	6,276	-5,944	8.7%	ギリシャ	2614	2,247	367	0.9%
フィンランド	2,564	8,068	-5,504	2.7%	ルクセンブルク	1,137	711	426	0.8%
デンマーク	5,808	9,977	-4,169	2.3%	スペイン	23,910	21,036	2,874	1.2%
チェコ	4,280	7,828	-3,548	2.3%	ベルギー	34,178	27,568	6,610	4.1%
ポルトガル	3,048	6,453	-3,405	2.1%	オランダ	89,649	31,970	57,679	2.6%
ルーマニア	1,259	3,596	-2,337	0.9%	総計	370,188	597,906	-227,718	—



【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世界経済悪化懸念(ドル安)
- ・ 防衛費増額を背景とした各国の財政出動(ユーロ高)

■ 相場変動要因

- ①12/13: 欧 ECB、政策金利を0.25ポイント引き下げ
- ②12/18: 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」
- ③1/20: 米 トランプ大統領: 「関税を課し、外国に課税する」
- ④1/24: 日 日銀が無担保コール翌日物金利を0.50%に引き上げ
- ⑤1/27: 他 ナスダック100先物が3%安、下げ幅拡大-DEEPSEEKを巡る懸念で
- ⑥2/23: 欧 最大野党「キリスト教民主・社会同盟 (CDU・CSU)」が第1党に
- ⑦3/4: 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
- ⑧3/13: 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
- ⑨3/14: 独 保守系陣営と緑の党が債務パッケージで合意
- ⑩4/17: 欧 4月ECB理事会: 25bp利下げを決定、声明文から景気抑制的の文言削除
- ⑪5/23: 米 トランプ大統領、6月1日からEUに対し50%の関税賦課
- ⑫5/26: 米 トランプ大統領、7月9日までEUに対する関税発動を延長

■ 今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左上図)

5/20時点のユーロ先物ポジションはネット後181,021枚のユーロロング。トランプ米大統領の関税政策によるインフレ懸念や米国の財政懸念等から米国売りが進んでおり、ドル売りの受け皿としてユーロが選好されていることもあって、高水準のユーロロングポジションが維持されている。

②トランプ関税のユーロ圏景気への影響

トランプ米大統領は今日23日、現状の貿易交渉に進展がないことを理由に、EUからの輸入品に50%の関税を6月1日から課すべきだと表明した。その後、EUの求めに応じて7月9日まで期限を延長することに同意したが、今後の貿易協議に一段と注目が集まりそう。EUは米国にとって中国に次ぐ貿易赤字相手先であり、さらなる関税率引き上げで米国向け輸出が伸び悩む可能性が高まっている。

上図はユーロ圏の国々の2024年の対米貿易収支と各国のGDPに対する米国からの輸入の占める割合を示しているが、アイルランドや中欧の割合が高いほか、ドイツ、イタリア、フランスなどEUの中心国もそれなりに影響が大きい。このままであれば関税引き上げによる輸出環境の悪化が景気を下押しし、2025年後半にかけて景気に再びブレーキがかかることとなりそう。ECBによる利下げ効果の浸透が経済を下支える面もあるが、下図のとおり、ユーロ圏の景気感悪化は製造業に回復の兆しは見られるも低迷しており、関税による悪影響が今後一段と景気感を下押しにつながることで、ユーロの重石となりそう。

③6月のユーロは対円で下落、対ドルで横ばいを予想

上述の通り、トランプ米大統領はEUとの関税交渉の進捗が乏しいとして50%の関税を課すと表明した。期限は7月9日まで延長されたものの今後の交渉が進展するかは判断を許さず、交渉が不調に終わった場合にはEUも報復関税を課す可能性も高く、世界経済の下押し要因となる可能性は高い。協議内容や進展度合いが為替市場にも大きな影響を与えようが、関税率の引き下げ合意が早期にまとまるとは考えづらく、ユーロ圏経済の下押し要因として意識され企業や消費者の景況感悪化に繋がると思われる。

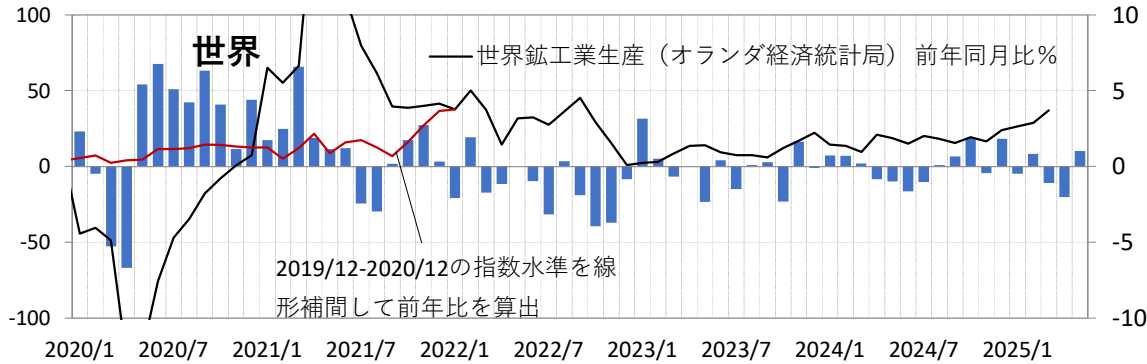
かかる状況下、6月5日にはECB理事会が開催される。ECBはインフレ率の鈍化やユーロ圏景気の低迷を背景にこれまで6回連続で25bpの利下げを行ってきたが、今回の理事会でも25bpの利下げが確実視されている。利下げ自体は織り込み済みのため、影響は限定的であろうが、次回7月以降の動向については見方が分かれている。今般の米国による関税引き上げ示唆は、4月のECB理事会の議事要旨でも示された不確実性が消費と投資を抑制しているとの懸念を増加させユーロ圏景気の悪化につながる一方で、ECBは関税の影響によるインフレ再燃に留意する必要があると思われる、スタグフレーション懸念がユーロの重石となると予想する。一方、米国でもトランプ米大統領の関税政策による景気悪化懸念から企業の設備投資抑制や、消費者センチメントの悪化が確認されており、米国からの資金流出等の「米国売り」の動きも継続しそう。ユーロについては対ドルでもあり、対円ではリスクオフの動きからじり安の展開を予想する。(文責: 西田)

【ユーロ安・ドル高 要因】

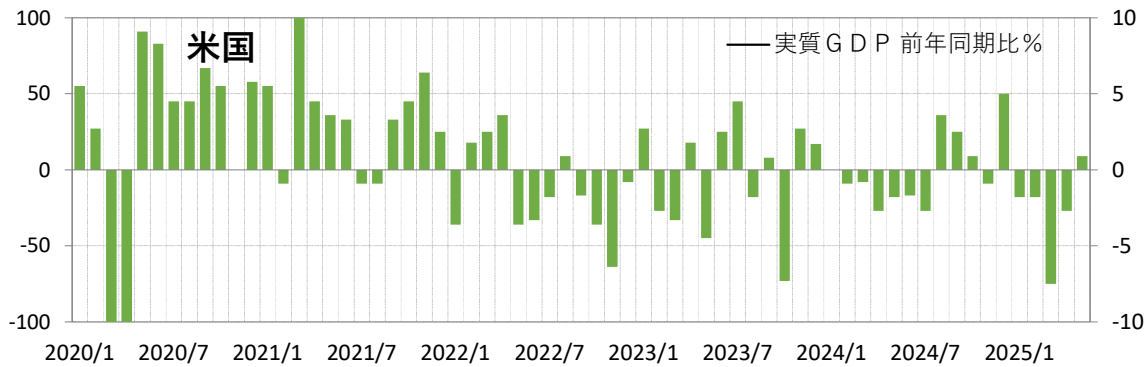
- ・ 米国の対EU高関税賦課警戒による景況感悪化(ユーロ安)
- ・ トランプ関税による欧米対立激化(ユーロ安)
- ・ トランプ政権の関税政策転換による米景況感改善(ドル高)

星取D I 推移グラフ

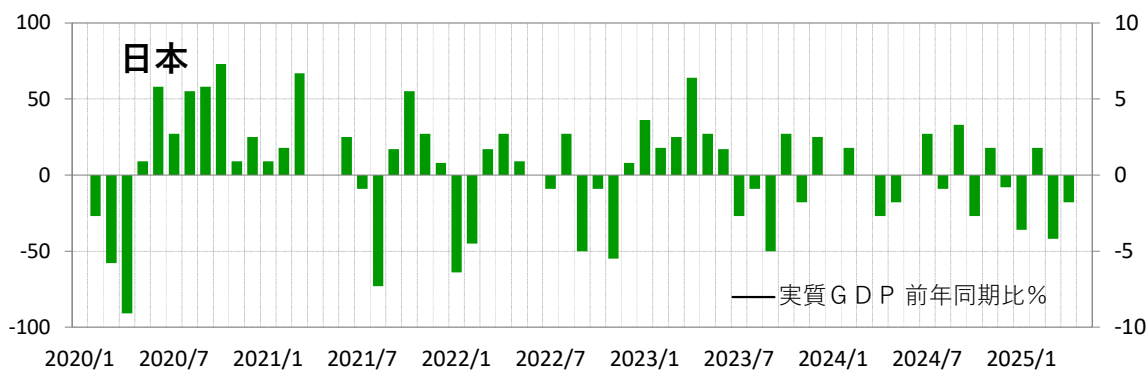
星取DIは、インフレ指標・対外収支を除く経済指標について、経済活動上向きの指標の数の比率から、経済活動下向きの指標の数の比率を差し引いたもの。DIは、「+100~-100」のレンジで推移し、数値が大きいほど、経済活動上向きの指標が多い。「0」は、経済活動上向き・下向きの指標数が拮抗していることを示す。



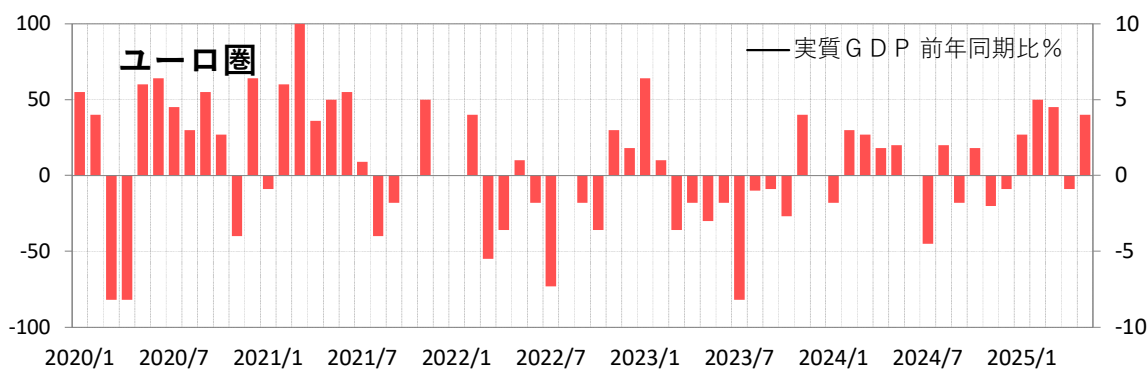
4月の星取DIは、米関税引き上げの影響で景況感中心に悪化し、マイナス幅が若干拡大。主要国は小幅なマイナス寄与。



4月はマイナス幅が縮小した。景況感が総じて悪化した一方、ハードデータは横ばい。5月の公表済みの景況感はまちまち。



4月の星取DIはマイナス幅が縮小したが未公表指標も多い。5月の公表済みPMIは製造業が改善、サービス業は悪化した。



4月の星取DIは若干のマイナスに反落した。5月の公表済み景況感は、米関税上乗せ適用先送り、改善が優勢となった。

（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6月）

月	火	水	木	金	土	日
						1
2	3 日10年国債入札 植田日銀総裁講演 韓国大統領選挙	4 ペーｼﾞュﾌﾞｯｸ	5 日30年国債入札 ECB金融政策会合	6	7 ラガルトECB総裁講演	8
9	10 米3年国債入札	11 米10年国債入札	12 米30年国債入札	13	14	15 G7首脳会議 (カナダ/カナダススキ)→6/17
16 日銀政策決定会合――→	17 米5年インフレ連動国債入札 FOMC――→(経済見通し公表)	18 サントペテルブルク国際経済フォーラム→6/21	19 日銀議事録(5/1) 日5年国債入札 英中銀MPC政策発表 ユーログループ財務相会合	20 植田日銀総裁が全国信用金庫大会で挨拶 EU財務相理事会	21	22 東京都議会議員選挙
23	24 日20年国債入札 AIIB年次総会(北京)――→6/26 NATO首脳会議(ハーグ)――→ パウエルFRB議長が下院で議会証言 米2年国債入札	25 日銀主な意見(6/17) 米2年変動国債入札 米5年国債入札	26 日2年国債入札 EU首脳会議――→ 米7年国債入札	27 株主総会集中日	28	29
30 ECB中銀フォーラム(シントラ会議)――→7/2	(その他のイベント) ・(1日)刑法改正で懲役刑・禁固刑が拘禁刑に ・(30日)日銀の中村審議委員の任期満了(後任は総合商社出身の増氏) ・(30日)ハーカー米フィアデルフィア連銀総裁が退任(後任はシカゴ連銀の調査部門トップのポールソン氏) ・(2月)FRB議長が半期に1度の議会証言					