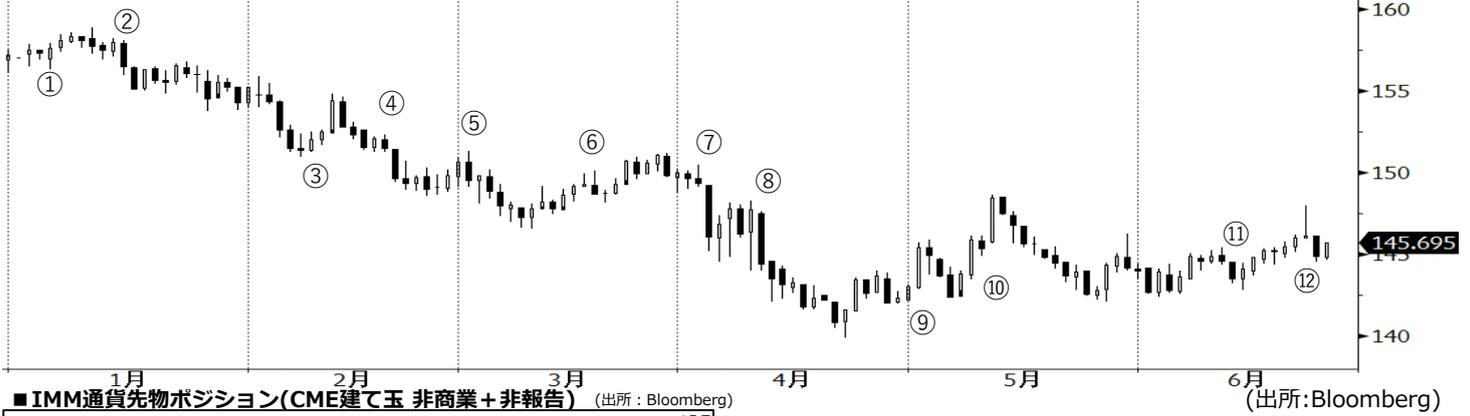
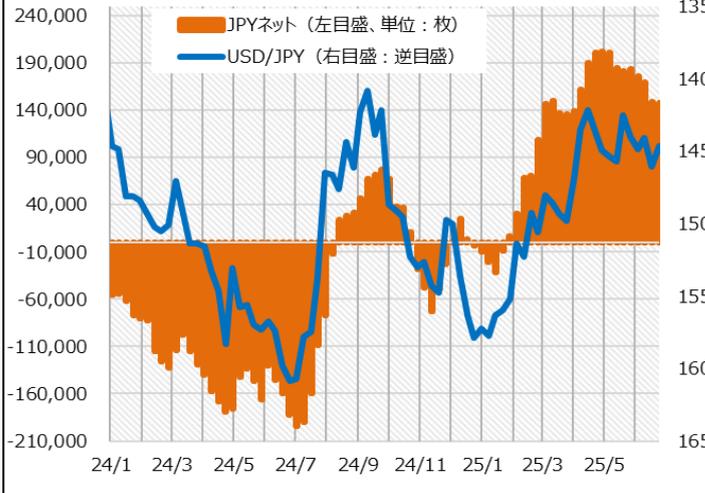


USD/JPY 7月の予想レンジ：141.00～147.00

経済指標&イベントカレンダー（2025年7月）



■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

- ①01/06: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
- ②01/20:米 トランプ米大統領、新たな関税はまだ発動しない方針
- ③02/12:米 米1月CPIが上振れ、FRB年内利下げ期待が1回に後退
- ④02/20: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
- ⑤03/04: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」
- ⑥03/20: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
- ⑦04/02: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
- ⑧04/17: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」
- ⑨05/01: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
- ⑩05/08:米 中国製品への関税を90日間30%に引き下げ
- ⑪06/13:他 イスラエル、12日にイラン空爆を実施
- ⑫06/23:他 米国によるイランへの攻撃によって有事のドル買いが進行

■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左上图)
6/24時点の円先物ポジションはネット後147,710枚の円ロング。米関税政策によるグローバルなリスクオフ地合いは後退しつつあることから、円ロングポジティブは縮小傾向にあるものの、依然高水準を推移している。

②6月FOMCにて示された経済見通し(図1)及びFRBの利下げ織り込み(図2)
6月FOMCではFRBの経済見通し(SEP)やFOMC参加者の政策金利見通し(ドットチャート)が公表され、図1はその中央値をまとめたもの。ドットチャートの中央値では2025年末時点で年内2回の利下げが維持されたが、政策委員19人のうち1人は年内0回の利下げを予想する一方で8人は年内2回の利下げを予想しており、FRB高官内でも意見が割れている状況だ。また、失業率やコアPCEインフレ率は引き上げられるも、実質GDP成長率は引き下げられ、インフレと景気後退が同時に進むスタグフレーションへの警戒感が燃える内容となった。先日ボウマンFRB副議長やウォラーFRB理事が、7月FOMCでの利下げ可能性も示唆したことやトランプ米大統領は次期FRB議長を早期に指名すると発言し図2の通り、FF金利先物は7月FOMCでの0.25%の利下げが2割程度、年内の利下げは2.5回が織り込まれている状況だ。ただし、6月FOMCでは関税の影響によりインフレ再燃への警戒が示唆された他、パウエルFRB議長が関税の影響は夏ごろに分かるかと発言し、複数の政策委員も米通商政策による不確実性を背景に早期利下げに慎重姿勢を示すところ、9・10月FOMCでの利下げがメインシナリオと見ている。また、パウエルFRB議長は足元の米経済に対して、空調との見方を示していることから年内2.5回の利下げを織り込む市場はやや行き過ぎ感がありそうだ。

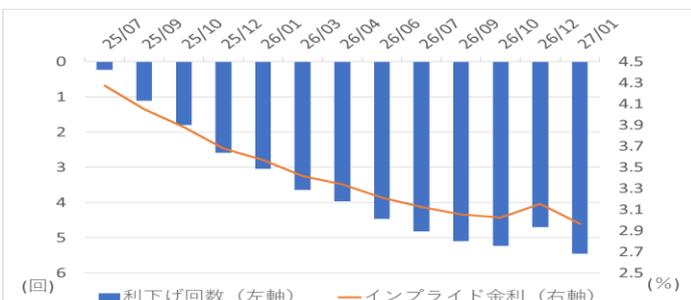
③来月のドル/円は底堅い展開を予想
7月3日には5月雇用統計が公表される。過去に公表される失業保険申請件数は増加傾向にあり、労働市場低迷への警戒感が高いことから同指標には注目だ。尤も5月のISM景況指標の雇用指数は米中貿易摩擦の緩和から製造業・非製造業ともに改善している。米企業は関税によるコスト高に晒されるながらも、レイオフを急速に進めるほどではなく、様子見姿勢を貫いていると見られ、7月利下げを市場が織り込むほどの労働市場悪化が示されることはないだろう。市場では7月FOMCでの利下げも多少織り込まれているが、米労働市場の底堅さが示唆されることで期待が下落するだろう。加えて年内約2.6回の利下げ織り込みも2回まで後退すると予想し、ドル/円は底堅く推移しよう。

また、7月9日には相互関税の上乗せ部分の猶予期限を迎える。英国は早期に貿易協定の締結に結び付けたが、足元では日本を初め、英国以外の国との協議が継続している。中国は関税協議を進む意向を示した報じられたが具体的な状況は不透明なままだ。EUは相互関税の一律部分だけの発動でも報復関税を辞さない姿勢を示しており、貿易摩擦激化への懸念が燃える。また、仮に米国がこのまま関税を発動した場合、市場の混乱は避けられない。米国の消費者からも強い反発も起こりそうだ。トランプ政権の更なる支持率低下に繋がりがねず。このまま相互関税を適用することは無いと予想する。また、ベッセント米財務長官は相互関税の上乗せ部分の猶予期限の延長も示唆しており、猶予期限である7月9日を前に相互関税発動が延長されるだろう。通商政策における交渉余地が依然残されているとの安堵感からリスクリスクセンチメントが改善し、円売りが入ることでドル/円をサポートしよう。尤も、トランプ米大統領は今年1・2週間に一時的に関税率を設定し、各国へ書簡を送るとも発言した。すでに発言から2週間が経過していることや、同氏の発言はパフォーマンスとしての側面も強く、本発言は実行されないとも考える。同氏の不規則発言には一定程度の耐性が付いたと考えられるものの、今後も関税政策を巡る突発的な発言には警戒したい。また、トランプ米大統領は次期FRB議長を早期に指名すると発言している。トランプ米大統領に近い考えの者を次期議長に指名することでFRBの早期利下げを促す考えも示唆している。しかし多くのFRB高官は早期利下げに慎重姿勢であることから、次期FRB議長を早期に指名してもFRBが即座に利下げに動き出すことは無さそうだが、FRBの独立性が脅かされる懸念もある。前述の通りFRBの利下げ織り込みの後退や米関税政策の懸念緩和によってドル/円は底堅い推移を予想するが、トランプ米大統領によるFRBへの利下げ圧力やFRBの独立性への疑念が重石となり、ドル/円が一方に上昇する展開は考え難い。なお、7月20日には参議院選挙の投票が行われる。自民、公明両党は議席の過半数の維持を目標としているが、公約が強い支持を得ている状況ではなく、議席確保の状況は不透明な状況だろう。仮に与党が過半数割れとなると消費税減税など財政拡大に積極的な野党の影響が強まり、日本の財政悪化が懸念されることで円売りが進み、ドル/円が急上昇する展開には注意が必要だ。(文責:茂木)

【図1】6月FOMCにて示された経済見通し(下段は3月時点の見通し)

	2025年	2026年	2027年	それ以降
実質GDP	1.4%	1.6%	1.8%	1.8%
	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
失業率	4.5%	4.5%	4.4%	4.2%
	4.4%	4.3%	4.3%	4.2%
コアPCEインフレ率(前年比)	3.1%	2.4%	2.1%	—
	2.8%	2.2%	2.0%	—
政策金利(FF金利)	3.9%	3.6%	3.4%	3.0%
	3.9%	3.4%	3.1%	3.0%

【図2】市場のFRBの利下げ織り込み(6/27時点)



(出所: Bloomberg)

【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)

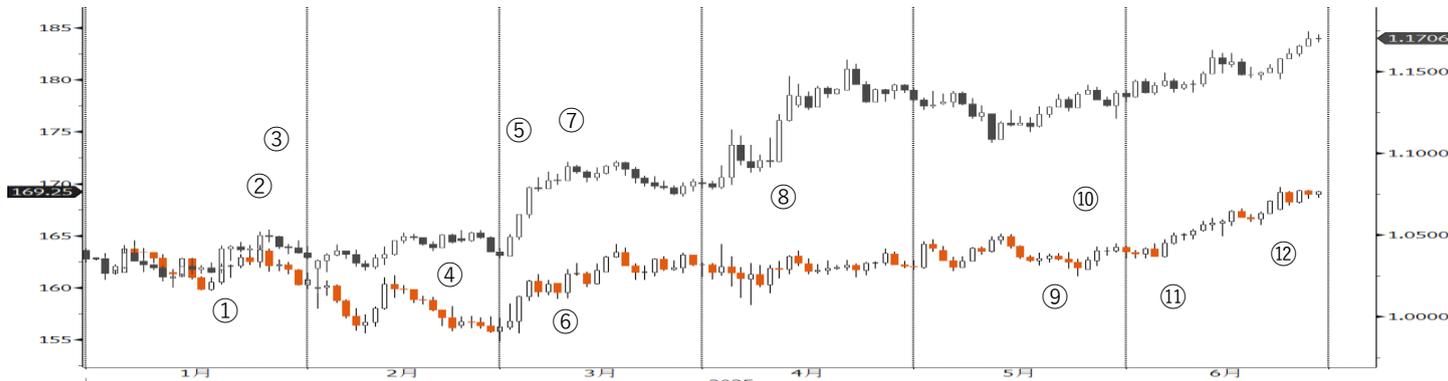
【ドル安・円高 要因】

- ・米労働市場の減速による早期利下げ期待(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 7月の予想レンジ：1.1500～1.1950

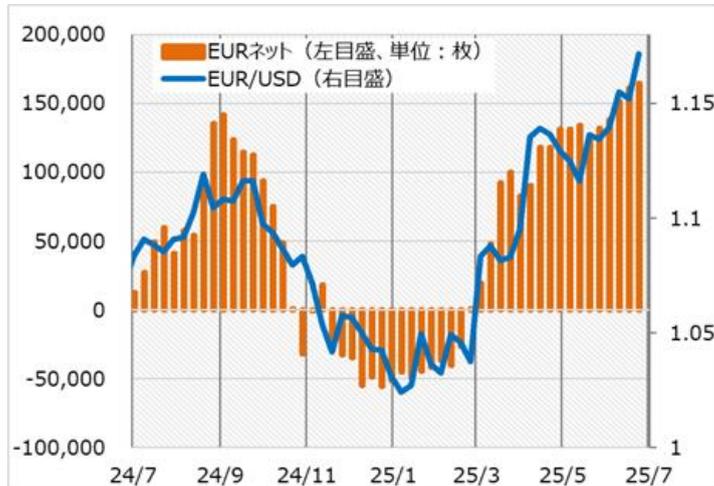
EUR/JPY 7月の予想レンジ：166.00～175.00

経済指標&イベントカレンダー（2025年7月）



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

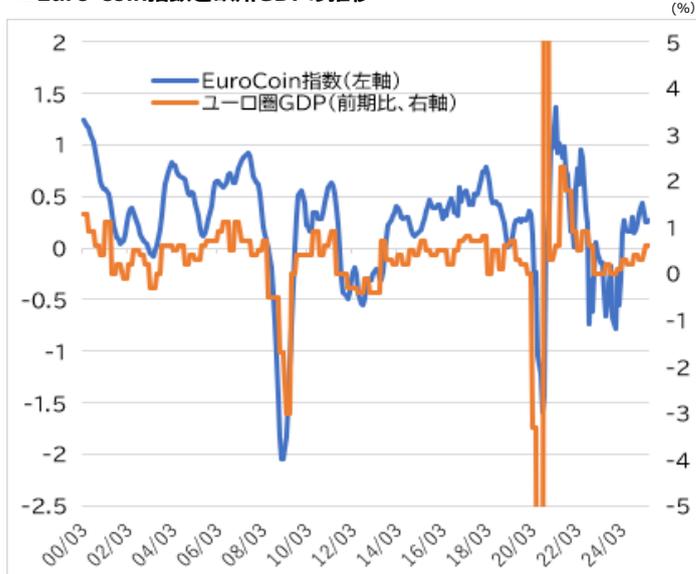
(出所：Bloomberg)



■ 相場変動要因

- ①1/20：米 トランプ大統領：「関税を課し、外国に課税する」
- ②1/24：日 日銀が無担保コール翌日物金利を0.50%に引き上げ
- ③1/27：他 ナスダック100先物が3%安、下げ幅拡大-DEEPSEEKを巡る懸念で
- ④2/23：欧 最大野党「キリスト教民主・社会同盟 (CDU・CSU)」が第1党に
- ⑤3/4：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
- ⑥3/13：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
- ⑦3/14：独 保守系陣営と緑の党が債務パッケージで合意
- ⑧4/17：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
- ⑨5/23：米 トランプ大統領、6月1日からEUに対し50%の関税賦課
- ⑩5/26：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
- ⑪6/5：欧 ラガルドECB総裁：ECB、本日の利下げでサイクル終了に到達へ
- ⑫6/25：欧 NATO加盟国、防衛支出をGDP5%とする新目標で合意

■ Euro-coin指数と欧州GDPの推移



(出所：Bloomberg、イタリア銀行)

■ 今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左上图)
6/24時点のユーロ先物ポジションはネット後164,301枚のユーロロング。トランプ米大統領の関税政策を発端にした米ドル売りの状況は変わらず、ドルの受け皿として、ユーロが好選される状況が続いている模様だ。

②Euro-coin指数と欧州GDPの推移(左下图)
欧州圏では、2025年3月に発表されたEUやドイツでの財政拡大に加え、今月にはNATO加盟国にて防衛支出をGDP比5%とする新目標が合意に変わるなど更なる財政拡大が見込まれることで景気への好影響が期待される。かかる中、足元は米国資産売却によるドル売りの受け皿としてもユーロ買いが入りやすくEUR/USDは1.1700ドル台へと延伸している。ただ、経済指標でみる景況感の戻りはまだ一つであり、ユーロ圏の製造業・サービス業PMIは回復したものの、大方節目50近くでの推移が続き、一律関税導入前の駆け込み需要による改善圏内に留まっているように考えられる。

下図はEuro-coin指数と呼ばれる、イタリア銀行とCEPR(欧州経済政策研究センター)が共同で開発・公表しているユーロ圏の景気動向をリアルタイムで把握するための先行指標とユーロ圏のGDP推移を示しているが、足元Euro-coin指数も上昇一服傾向にある。米国の通商政策がユーロ圏主要経済国目対米輸出依存度の高いドイツやフランス経済の下振れリスクとなっていることが要因だろう。7/9には相互関税の延長期限を迎えるが、EU加盟国内での意見の相違が未だに垣間見える状況下では残り2週間もない検討期間での合意は難しいと見ている。ベッセント米財務長官が各国との期限延長も示唆するところ、欧州との交渉期限は延長されることで一定の安心感を得られようが、通商政策の先行き不透明な状況は変わらず、ユーロを積極的に買い進む動きは限定的だろう。

米国のユーロは対ドル・対円共に上昇を予想。
ユーロ圏では急速なインフレに対応すべく、2022年7月以降政策金利を大幅に引き上げてきたが、安値資金の急減速が物価下振れ要因となる中、足元利下げを7会合連続で実施してきた。利下げスピードは主要国の中でもトップであり、ラガルドECB総裁が「金融政策の周期としては終わりが近づいている」と述べるように、市場での残り利下げ予想回数は年内1回に留まり、その後は打ち止めが予想されている状況だ。トランプ関税に対して、一部欧州委員からは一律関税賦課だけでも報復措置を取るとの声もあり姿勢は変わらず、通商政策の不確実性を考慮した保守的な利下げと見ており、ECBの利下げフェーズはほぼ終了したと見ている。他方、米国ではFEDが利下げ派と振え置き派で2極化しているものの、振え置き派もインフレが想定より高進しないもしくは労働市場の下振れが顕在化する際には利下げを想定しており、ユーロ圏と対照的だ。また、日銀は利上げフェーズにあるが、年内1回未満の利上げが予想されており、欧州との金利差が大きく縮小することは無いと見られる。かかる状況下、ユーロ圏の利下げフェーズの終了により、利下げ路線にある大方の主要国と比較してユーロが買われやすい状況は7月も続くと考えている。

しかし、ドイツでは、与党が単独過半数を確保できず、連立政権の構築が不可避となっており、政権運営の安定性に懸念が生じている他、フランスでは左派連合が第一勢力となったものの、いずれの勢力も単独過半数に届かず、政権の枠組み形成が難航しており、安定的な政権運営が見送れない状況にある。財政拡大を容易に進めることは出来ない状況とみており、ユーロ圏の景気回復も一筋縄では行かず、ユーロ買いによる対ドルや対円の上昇は緩やかならう。(文責：有賀)

【ユーロ高・ドル安 要因】

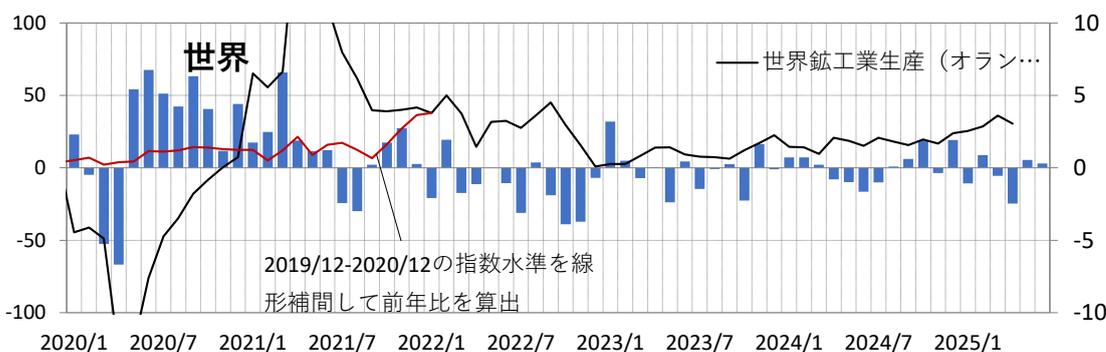
- ・ 防衛費増額を背景とした各国の財政出動(ユーロ高)
- ・ 米関税引き上げを受けた世界経済悪化懸念(ドル安)
- ・ 防衛費増額を背景とした各国の財政出動(ユーロ高)

【ユーロ安・ドル高 要因】

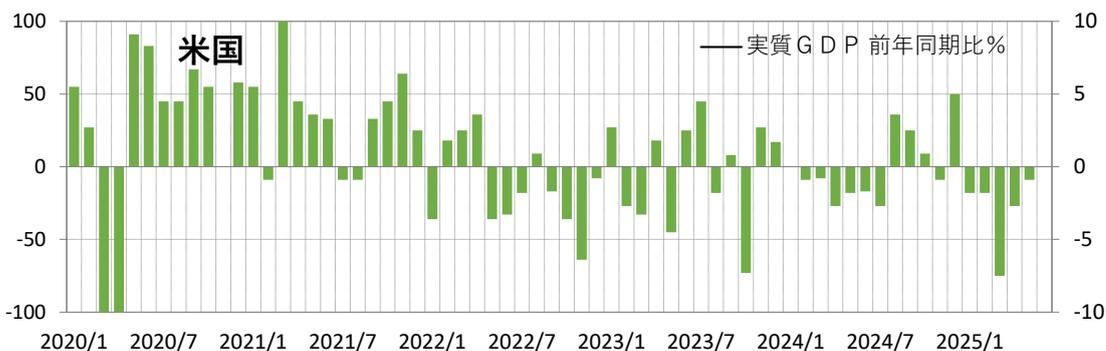
- ・ 米国の対EU高関税賦課警戒による景況感悪化(ユーロ安)
- ・ トランプ関税による欧米対立激化(ユーロ安)
- ・ トランプ政権の関税政策転換による米景況感改善(ドル高)

経済指標&イベントカレンダー（2025年7月）

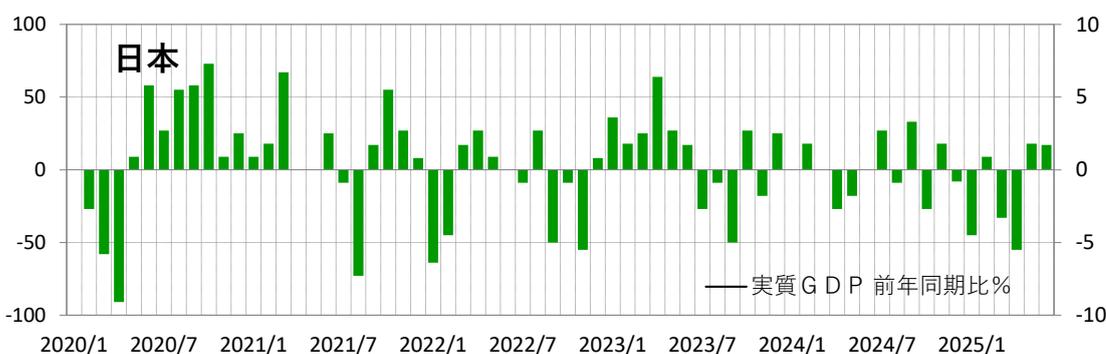
星取DIは、インフレ指標・対外収支を除く経済指標について、経済活動上向きの指標の数の比率から、経済活動下向きの指標の数の比率を差し引いたもの。DIは、「+100~-100」のレンジで推移し、数値が大きいほど、経済活動上向きの指標が多い。「0」は、経済活動上向き・下向きの指標数が拮抗していることを示す。



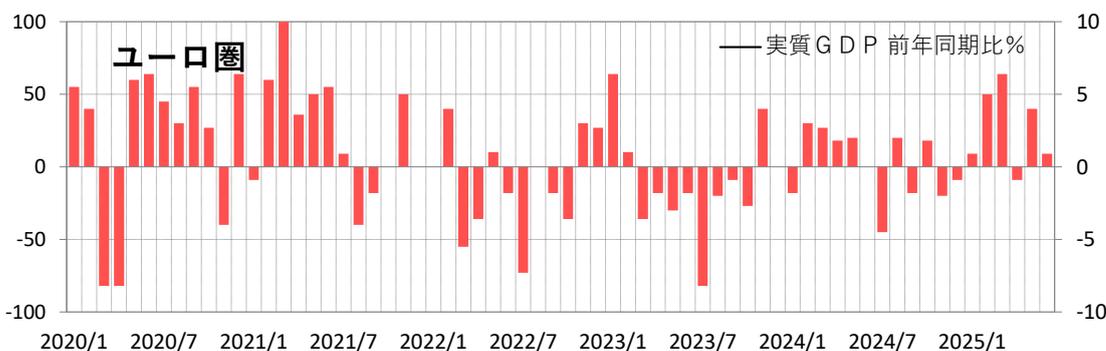
5月の星取DIは若干のプラスに浮上。米関税上乘せ適用先送りが背景。なかでも、日本・欧州がプラス寄与した。



5月もマイナス幅が縮小。景況感が総じて改善したが、ハードデータは悪化が優勢。6月の公表済みの景況感はまちまち。



5月の星取DIは景況感中心にプラス圏へ浮上。6月の公表済みPMIは製造業・サービス業ともに改善した。



5月の星取DIは、米関税上乘せ適用先送りにより、プラスに切り返した。6月の公表済み景況感は総じて横ばい。

（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7月）

月	火	水	木	金	土	日
	1 日10年国債入札 ECB中銀フォーラム(シントラ会議, 6/30より)→	2	3 日30年国債入札	4	5	6 BRICS首脳 会議(ブラシル) →7/7
7	8 豪RBA理事会-----→ 日5年国債入札 米3年国債入札	9 NZ政策金利公表 米10年国債入札	10 日20年国債入札 ウクライナ復興会議(ローマ)-----→ 米30年国債入札	11	12	13
14	15 日5年CT国債入札	16 ペーシェブック	17 G20財務相・中銀総裁会議(南ア)-----→	18	19	20 参議院議員 選挙
21	22	23 日40年国債入札 ECB金融政策会合-----→ 米20年国債入札	24 米10年インフレ連動 国債入札	25 全米知事会夏季会合-----→	26	27
28 米 2年国債入札 米 5年国債入札	29 日2年国債入札 米 2年変動国債入札 米 7年国債入札 FOMC-----→	30 日銀政策決定会合(展望レポート)-----→	31			

(その他のイベント)

- ・デンマークがEU議長国に就任
- ・参議院議員選挙(7/28任期満了)
- ・(9日)米政権が設定した相互関税の上乗せ発動停止期限

本資料は当マーケット金融部 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。