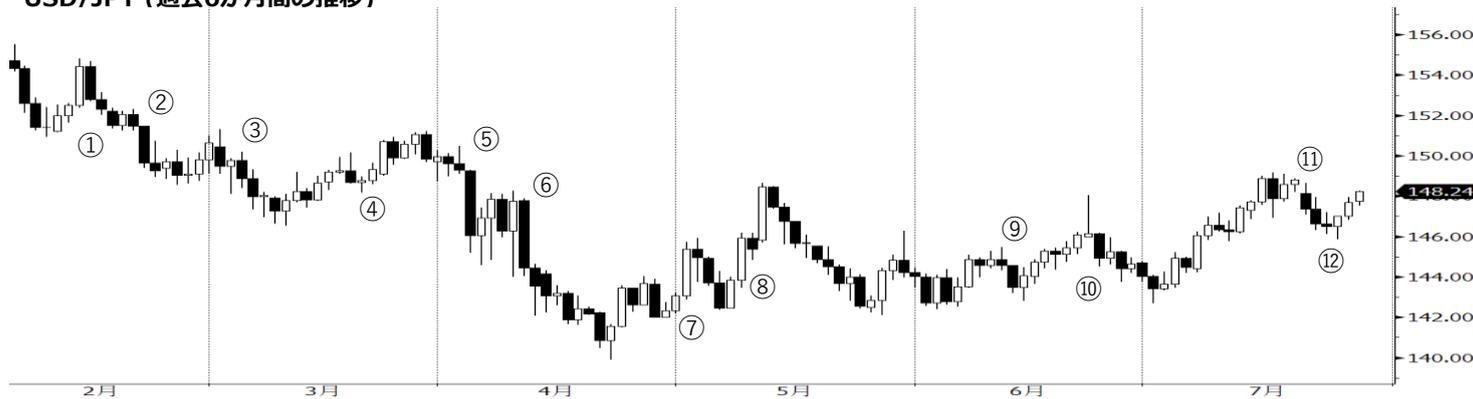
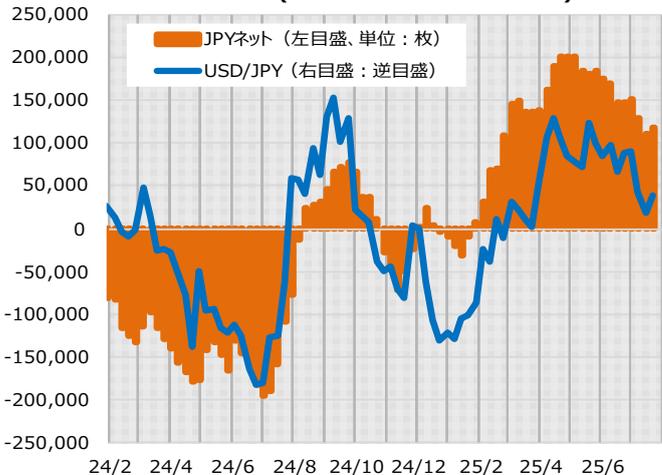


## USD/JPY 8月の予想レンジ：145.50～152.00

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

- ①02/12:米 米1月CPIが上振れ、FRB年内利下げ期待が1回に後退
- ②02/20: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
- ③03/04: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」
- ④03/20: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
- ⑤04/02: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
- ⑥04/17: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」
- ⑦05/01: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
- ⑧05/08:米 中国製品への関税を90日間30%に引き下げ
- ⑨06/13:他 イスラエル、12日にイラン空爆を実施
- ⑩06/23: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
- ⑪07/21:日 参議院選挙、自民・公明大敗で過半数割れ
- ⑫07/23:米 トランプ大統領「日本の相互関税15%、米国に5500億ドルの投資」

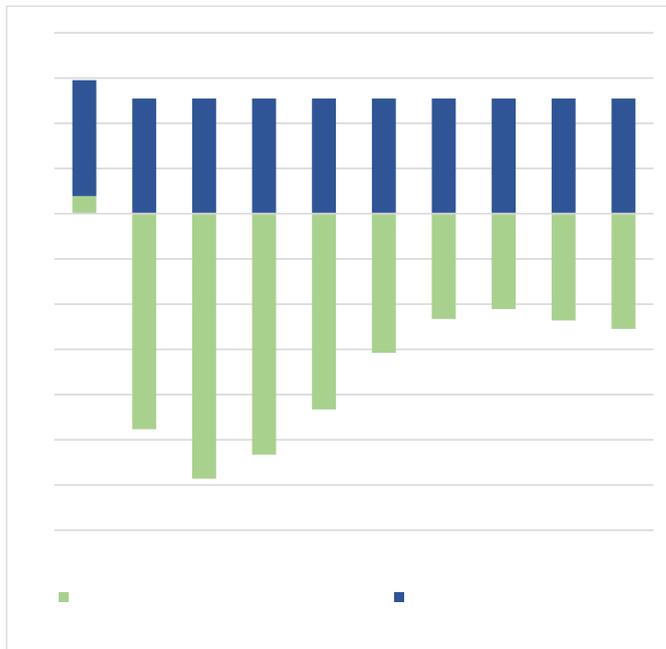
### ■今月の市場分析と展望

① IMM通貨先物ポジション (左目盛)  
7/22時点の円先物ポジションはネット117,360枚の円ロング。7/20投開票の参院選挙にて政権与党の過半数維持に必要な50議席を割り込むとの報道が相次いだ。減税を掲げる野党の台頭から日本の財政出動への観測から円ロングポジションが縮小したが、円ロングは依然高水準を推移している。

② トランプ減税法案の財政拡大幅と関税による収入の比較 (左目盛)  
左図はアメリカ議会予算局による関税収入とトランプ減税による予算(2025年1月時点のアメリカ議会予算局のベースラインとの差分)がどの程度バランスするかを年度ごとに示した図である。トランプ減税は2025年7月3日に下院で可決。7月4日にトランプ米大統領の署名で成立し、同氏は「史上最大の減税案」と自画自賛。予算局によると、10年間合計でおよそ3兆4,000億ドル財政赤字が拡大すると公表された。一方、関税により、約2,500億ドルの収入を見込む。2025年は歳入超であるものの、2026年から2029年まで大幅な財政赤字が予想される。関税によって個人消費が鈍化する場面もあるだろうが、所得税の減税が財政出動する項目としては大きいため、次第に個人消費は過熱気味になることが予想され、再びインフレが加速するリスクが高まるだろう。よって、FRBはより一層、利下げに慎重になるとみている。トランプ政権はFRBに利下げへの圧力を強めているが、拙速な利下げはさらにインフレを吹かすことにもなりかねず、ドルの信認問題にも発展する可能性もあろう。

③ 8月のドル/円は上昇を予想する。  
7月20日投開票の参院選では与党が大敗を喫して衆参両院ともに少数与党に転落、石破首相は統投の意向を示しているが、自民党から公然と退陣要求がなされる中、8月も政局には注目が集まる。特に8月1日に行われる臨時国会で内閣不信任案が出れば、石破首相の退陣により次の首相に積極財政を掲げる高市氏の就任がより一層意識される他、解散総選挙となった場合は減税を掲げる野党がさらに台頭する可能性もある。また、内閣不信任案提出とならずとも減税への議論が強まることから、財政拡大の観測から円売りになりやすい。また高市氏や国民民主党など野党の一部が利上げに否定的な姿勢を見せており、日銀の金融政策正常化への流れも意識されやすくなる。米国経済に目を向けると新規失業保険申請件数は5週連続減少、小売売上高も堅調であり関税引き上げによる悪影響は雇用や個人消費の観点では見られていない。また、日本から北米へ輸出する乗用車の価格は4月から急落し、足元では2割程度下落していると言われており、関税引き上げは企業が収益を削る形に対応している状況だ。かかるなか、関税による米国内の価格上昇は限定的であり、米個人消費や米労働市場は引き続き堅調であると予想する。また、各国との関税交渉について、7月23日東京時間の早朝に日米で合意に至り、7月27日には米EUで妥協となったこともグローバル経済の不確実性の後退からリスクセンチメントは好調だろう。加えて、日本から米国には5,500億ドル、欧州から米国には6,000億ドルの投資を行うとされており、投資スキームはまだ明らかになっていないが、円売りドル買い、ユーロ売りドル買いのフローが入ることが意識されやすい。日本では財政赤字拡大が意識されるなか、トランプ減税法案と同時に米政府の債務上限を現行から5兆ドル引き上げた。従前は8月には債務上限を迎えデフォルトを引き起こすとも言われていたが回避出来たといえる。ただし、上述の通り数年にわたって関税による歳入増加以上にトランプ減税法案による財政赤字拡大が予定されており、今後の米財政リスクが意識される可能性もあろう。財政赤字を背景としたインフレ加速リスクはあるものの、トランプ米大統領はFRBに利下げへの圧力を強めている。7月17日にはパウエルFRB議長解任報道で市場が動揺したこともあり、トランプ政権の金融政策への介入はドルアセット売りを引き起こす可能性があり、ボラティリティの展開には注意したい。(文責: 瀬戸)

【図】トランプ減税法案の財政拡大幅と関税による歳入増の比較 (十億ドル相当)



(出所: アメリカ議会予算局)

### 【ドル高・円安 要因】

- ・トランプ減税によるインフレ圧力の高まり (ドル高)
- ・各国の関税引き下げと引き換えに巨額米国投資への合意 (ドル高)
- ・減税を志向する首相就任や野党の台頭による日本の財政赤字拡大への観測 (円安)

### 【ドル安・円高 要因】

- ・トランプ政権のFRBへの介入による独立性の揺らぎ (ドル安)
- ・大型減税による米財政リスクの高まり (ドル安)
- ・日本の政局混乱による国会審議の停滞を受けた財政赤字拡大への観測後退 (円高)

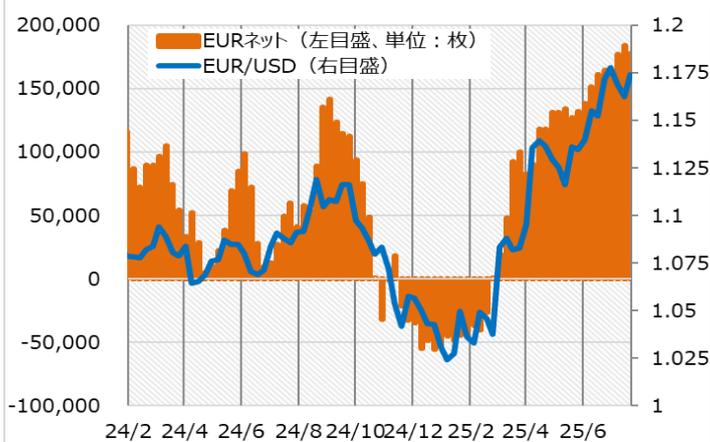
EUR/USD 8月の予想レンジ：1.1050~1.1750

EUR/JPY 8月の予想レンジ：164.00~173.00

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)



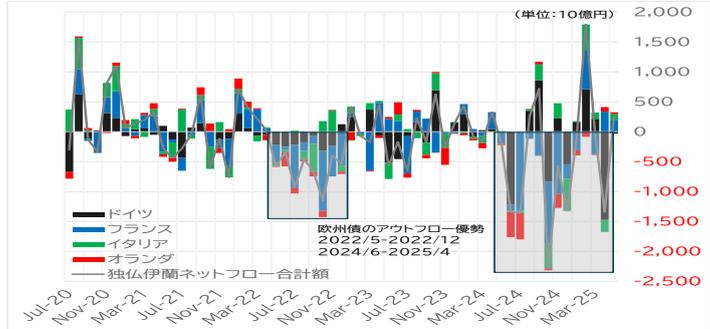
■ IMM通貨先物ポジション(CME建て玉 非商業 + 非報告) (出所：Bloomberg)



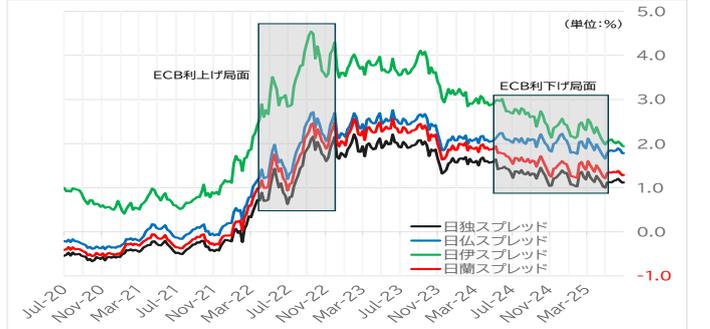
■ 相場変動要因

- ①2/23：欧 最大野党「キリスト教民主・社会同盟 (CDU・CSU)」が第1党に
- ②3/4：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
- ③3/13：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
- ④3/14：独 保守系陣営と緑の党が債務パッケージで合意
- ⑤4/17：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
- ⑥5/23：米 トランプ大統領、6月1日からEUに対し50%の関税賦課
- ⑦5/26：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
- ⑧6/5：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
- ⑨6/25：欧 NATO加盟国、防衛支出をGDP5%とする新目標で合意
- ⑩7/16：米 トランプ大統領：パウエルFRB議長解任は計画していない
- ⑪7/24：欧 ラガルドECB総裁：2%のインフレ達成へ好位置にある
- ⑫7/27：米 トランプ大統領：EUと追加関税15%・対米追加投資6,000億ドルに合意

■ 日本 対外証券投資額 欧州国別 (出所：財務省、Bloomberg)



■ 欧州10年国債 - 日本10年国債の利回り差 (出所：Bloomberg)



■ 今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左目盛)  
7/22時点のユーロ先物ポジションはネット後177,713枚のユーロロング。ドル売りの受け皿として選ばれたユーロだが、米欧通商協議の進展により、トランプ関税を発動して売られたドルの巻き戻しでユーロロングが脱落するかに注目。

②日本の対外証券投資と欧州国債の利回り(左目盛)  
本邦投資家の欧州国債の投資額を月次のフローベースで見ると、昨年1年くらいからの売り越しをまだ取り戻せていないようだ。国別で見るとフランス(青)が大きく売り越されていることが窺える。フランスは2024年6月-7月の総選挙を受けてマクロン仏大統領が率いる与野連合が極右政党の「国民連合」に大差で敗れて以来の政治的混乱。またフランスの財政赤字は2024年のデータでGDP比▲5%超とEU内でも高水準(GDP比：前▲1.0%、独▲2.7%、伊▲3.4%)であることから昨年10月に格下げが行われるなど、ネガティブなニュースが多い。日銀の金融政策正常化に伴い円金利が底元上昇している中、仏国債と日本国債の利回り差(青)がほかの欧州国債よりも下げ止まっているのは仏国債利回りが高水準で推移しているためだ。  
2022年は欧州圏のインフレを抑制するためにECBが繰り返し利上げを実施し、利回り上昇期待に伴って欧州債はそろって売り越されていたが、足元はECB利下げ局面であるにも関わらずフランスとともにドイツ(黒)やオランダ(赤)も売り越し気味になっている。欧州国債と日本国債の利回り差は依然としてプラス圏にあるものの、為替ヘッジ付き外債投資の場合、ユーロ/円の3か月物ヘッジコストが1.6%程度であることを鑑みると、チャート上の利回り差はさらに縮小してしまふ。生保をはじめとした本邦投資家は為替ヘッジをつけないオープン外債への投資を拡大させているが、日本国債との利回り差が集中すると思われていたが、足元では関税交渉の妥結も見られる中、ドルへの資金の回帰も見られることがユーロにとっては重石となるだろう。

③来月のユーロは対ドル・対円ともに軟調推移を予想する。  
EUは米欧通商協議にて対米輸出品の大部分に対する15%の関税を受け入れる一方、米国からの輸入品に課す平均関税率を1%未満に引き下げる合意を発表したほか、米国産エネルギー製品を7,500億ドル相当購入し、米国に6,000億ドルを追加投資する約束を交わした。当初は貿易戦争の激化が回避されたことを好感し、株株や欧州株が買われる展開も見られたが上げ幅は次第にかき消され、ユーロが対ドルで大幅に売られるなど市場の反応は否定的であった。メルツ独首相やバイエル仏首相も欧州経済に対する懸念を示すなど、欧州経済への先行き不透明感が再燃しそうだ。特にドイツは、今年3月に緊縮的な財政運営から転換し、インフラ投資のための5,000億ユーロの特別基金創設や、GDP比1%を超える防衛費を債務フリーの適用対象外とし、防衛費を今後4年間で2倍に拡大して1,620億ユーロとする計画を発表している。当初はこれらの政策がトランプ関税の影響を相殺してドイツの経済成長を後押しし、欧州の地政学リスク解消に働くとの感念からユーロを好する向きが強まっていたが、この財政拡大政策がむしろユーロを圧迫する可能性に留意したい。  
また、ECBは7月24日の会合で約1年にわたって続けてきた利下げサイクルをいったん打ち止め様子見のフェーズに入ったが、ECBの想定していた米欧通商協議のメインシナリオとしてはEUに課せられる追加関税は10%としており、今回の合意内容はECBにとってやや悲観的な内容となったこともネガティブな材料だろう。ラガルドECB総裁は同会合後の会見で欧州経済に対する自信を示していたが、自信から懸念へと見方が転換し、ECBの年内利下げ幅が拡大するかに注目したい。円については日本も政局不安を背景に財政拡張を掲げる野党の台頭やまた日銀ハト派姿勢を堅持するとみても円売りになりやすい。ただし、夏季休暇に入る前にユーロロングのポジションをクロスする動きが加速するとみても、ユーロ/円においても軟調な展開になりそうだ。(文責：橋爪)

【ユーロ高・ドル安 要因】

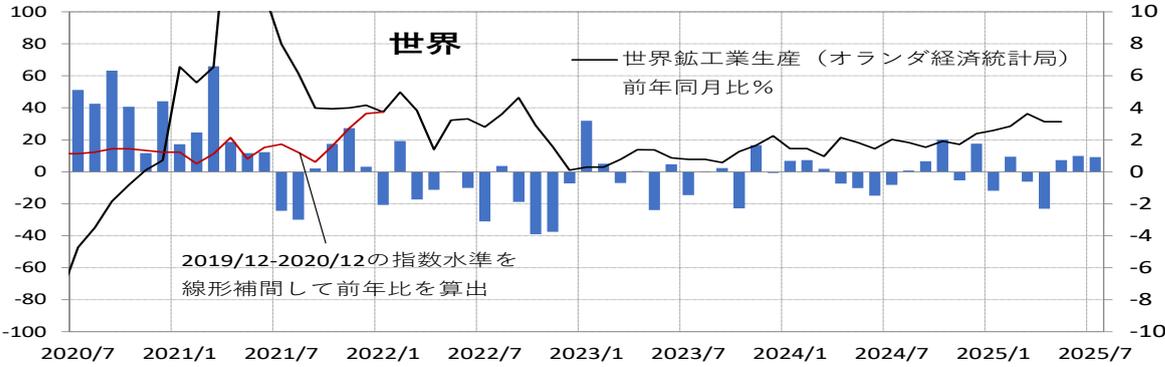
- ・米関税引き上げを受けた世界経済悪化懸念(ドル安)
- ・米労働市場の減速によるFRB早期利下げ期待(ドル安)
- ・防衛費増額を背景とした各国の財政出動(ユーロ高)

【ユーロ安・ドル高 要因】

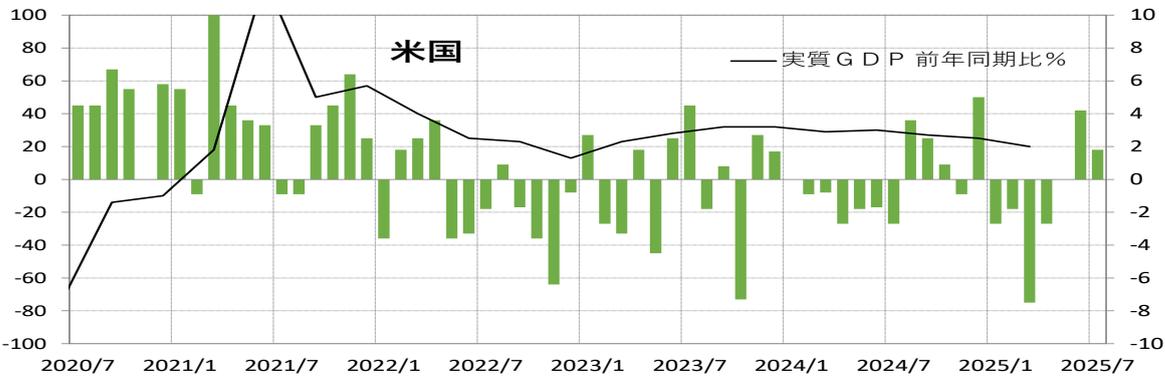
- ・米国の対EU高関税賦課警戒による景況感悪化(ユーロ安)
- ・トランプ関税による欧米対立激化(ユーロ安)
- ・ECBの利下げ期待が再燃(ユーロ安)

# 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。



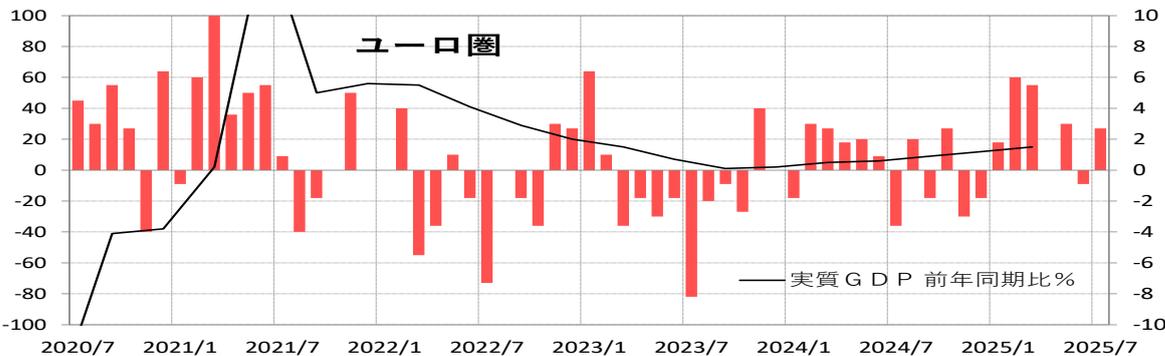
星取DIは6月も若干のプラスに。米関税上乘せ先送りの影響で日本・米国がプラス寄与した一方、中国はマイナス寄与。



6月は景況感・ハードデータとも改善し、星取DIはプラスに転じた。7月の公表済みの景況感は改善してスタート。



6月も景況感中心にプラスを維持した。7月の公表済みPMIは、米関税を警戒か、製造業は悪化の一方、サービス業は改善。



6月の星取DIは、景況感がやや軟調で、若干のマイナスとなった。7月の公表済み景況感は改善が優勢。

(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8月）

月	火	水	木	金	土	日
				1 臨時国会召集	2	3
4 日銀議事録(6/17) 日10年国債入札 米3年国債入札	5	6 米10年国債入札	7 日30年国債入札 英中銀MPC政策発表 米30年国債入札	8 日銀主な意見(7/31)	9	10
11 豪RBA理事会	12	13 日5年国債入札	14	15	16 日10年物価連動 国債入札	17
18 日20年国債入札	19	20 NZ政策金利公表 アフリカ開発会議(TICAD)(横浜)---→8/22	21 米30年インフレ連動 国債入札 ジャクソンホール会議-----→8/23	22	23	24
25 米2年国債入札	26 米2年変動国債入札 米5年国債入札	27	28 日2年国債入札 米7年国債入札	29	30	31

### (その他のイベント)

- ・(12日)米国と中国が合意した関税115%ポイント引き下げの期限
- ・(21-23日)米カンザスシティ連銀金融シンポジウム(ジャクソンホール会議)
- ・(下旬)インドのモディ首相が来日?
- ・(月末)2026年度予算の概算要求締め切り

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。