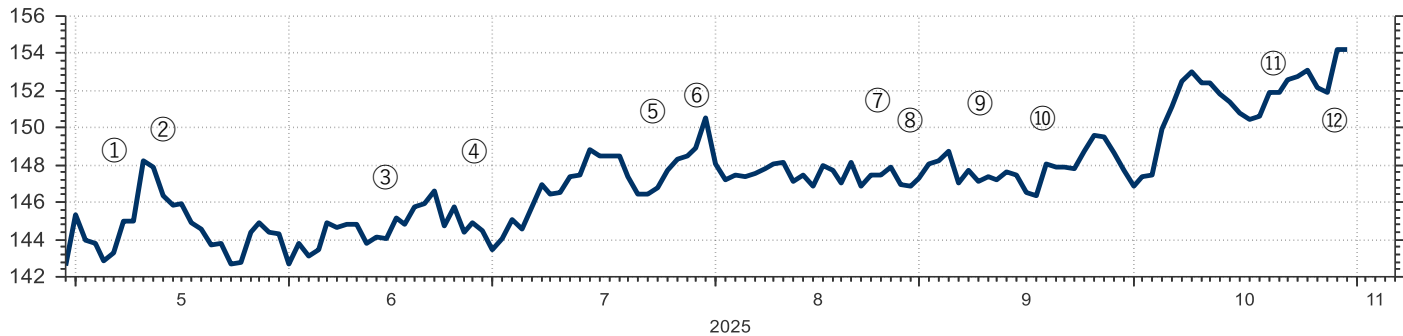


USD/JPY 11月の予想レンジ：150.00～158.00

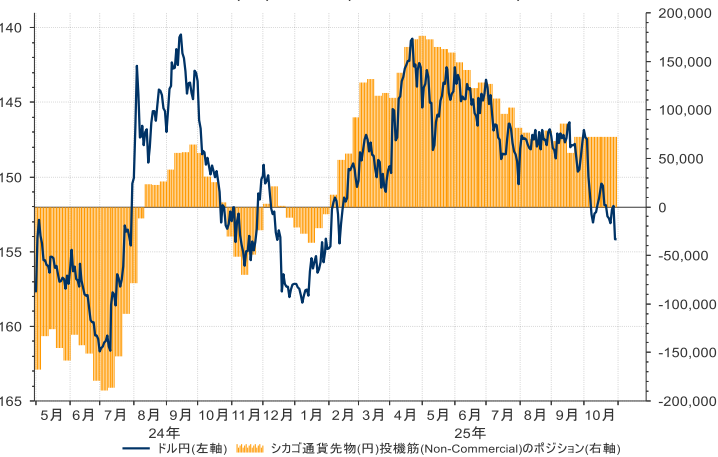
経済指標&イベントカレンダー（2025年11月）

(USD/JPY)



Source: LSEG Datastream

(USD/JPY) シカゴ通貨先物(円)投機筋(Non-Commercial)のポジション



Source: LSEG Datastream

■相場変動要因

- ①5/1: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
- ②5/8:米 中国製品への関税を90日間30%に引き下げ
- ③6/13:他 イスラエル、12日にイラン空爆を実施
- ④6/23: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
- ⑤7/21:日 参議院選挙、自民・公明大敗で過半数割れ
- ⑥7/23: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」
- ⑦8/22:米 ジャクソンホール会議でパウエルFRB議長が利下げを示唆
- ⑧8/26:米 トランプ米大統領、クックFRB理事を解任
- ⑨9/7:日 石破首相が辞意を表明
- ⑩9/17:米 9月FOMC 政策金利を0.25%引き下げ
- ⑪10/21:日 高市早苗氏が首相に就任
- ⑫10/30:日 植田総裁「来年の春闘の初動のモメンタム(勢い)について情報を集めたい」

■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左上図)

米政府機関閉鎖により、10月のIMM通貨先物ポジションは未公表。

②高市政権の役員・閣僚人事(左図)

高市政権での役員・閣僚人事には積極財政を志向する議員（黄色ハイライト）が多く、「責任ある積極財政」の推進に向けた盤石な布陣となっていることがわかる。

③来月のドル/円は横ばいを予想

ドル円相場の見通しについては、「年内はほぼ横ばい、年明け以降は再び円安へ向かう」という基本シナリオには変化はない。2026年に米国経済が回復に転じれば、米長期金利の上昇が日米金利差の再拡大をもたらす、ドル高・円安が進行するという構図である。

一方で、中長期的な視点からは、高市政権の誕生が為替市場に与える影響を無視できない。高市早苗首相の登場は、「緊縮の時代」に区切りをつけ、明確な成長戦略を掲げる政策転換点となった。その中心にあるのが「責任ある積極財政」である。この考え方は、単なる歳出拡大ではなく、将来の成長基盤を構築するために政府が戦略的に資金を投入し、民間投資を呼び込むという構想である。

成長戦略の中核は、デジタル化、グリーンエネルギー、半導体、インフラなど、国際競争力の強化に直結する分野への重点投資である。従来型の公共事業とは異なり、産業構造の転換を促す性格を持つ点が特徴的だ。また、政権人事もその路線を明確に示している。財務大臣には片山さつき氏、経済・財政政策担当相には城内実氏が就任し、いずれも積極財政論を代表する人物である。

為替市場では、高市氏が自民党総裁に選出された直後から円売りが先行している。しかし、より長い時間軸で見れば、円高方向の要因も意識される可能性がある。積極財政によって経済成長率と生産性が高まり、2%インフレ目標が持続的に達成されれば、日銀が長期にわたり低金利を維持する理由は薄れる。仮に日銀が半年ごとに0.25%ずつのペースで緩やかな利上げを続けた場合、2028年には政策金利が2%に到達するシナリオも想定される。

もちろん、為替相場は同時期の米国金利動向にも左右されるため、単純に円高要因と断定はできない。それでも、円金利の上昇は円買いを促す重要な材料である。国内金利上昇の思惑が広がれば、海外投資家による円の売り持ちは徐々に巻き戻され、円安の流れはいずれ一服すると見ている（文責：島津）。

【ドル高・円安 要因】

- ・ウクライナ情勢などの地政学リスクによるリスク回避心理の高まり（ドル高）
- ・日銀の早期利上げ観測の後退（円安）
- ・高市政権による財政拡張政策の推進（円安）

【ドル安・円高 要因】

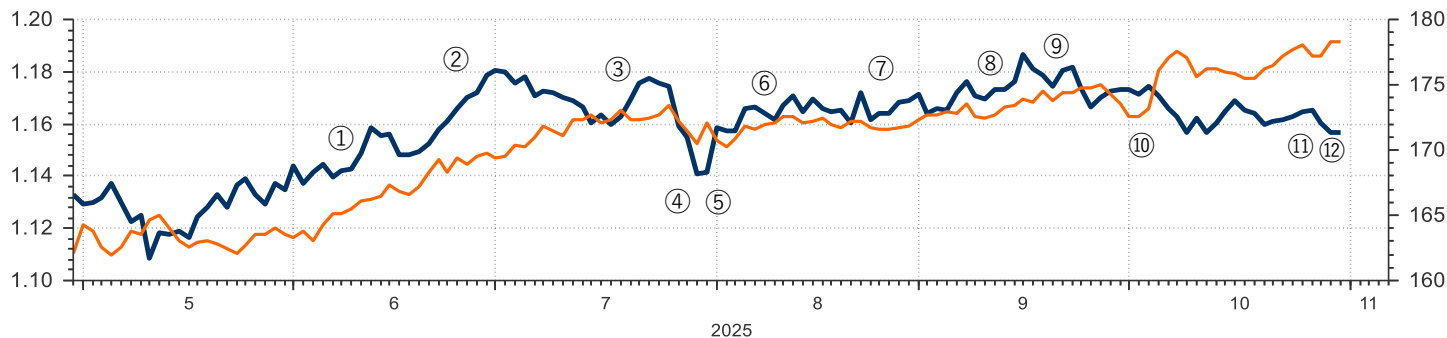
- ・レアアースや関税を巡る米中対立の再燃（ドル安）
- ・大型減税による米財政リスクの高まり（ドル安）
- ・少数与党体制下での財政拡張政策実現の遅れ（円高）

EUR/USD 11月の予想レンジ：1.140～1.190

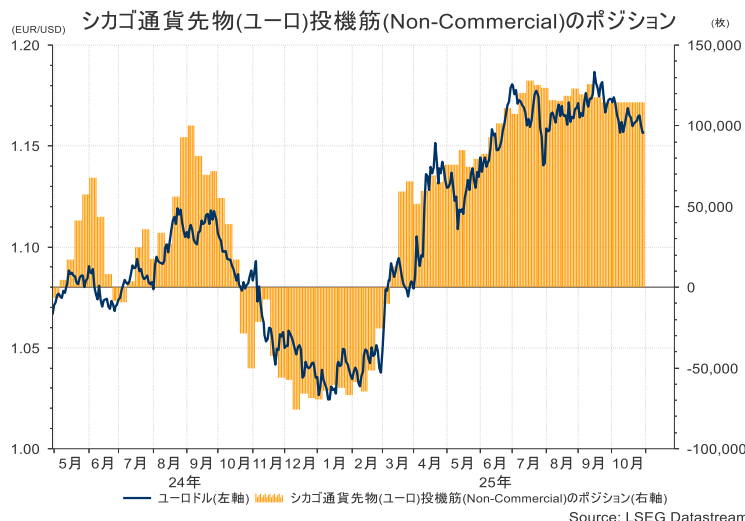
EUR/JPY 11月の予想レンジ：170.00～185.00

経済指標&イベントカレンダー（2025年11月）

(EUR/USD)



Source: LSEG Datastream



Source: LSEG Datastream

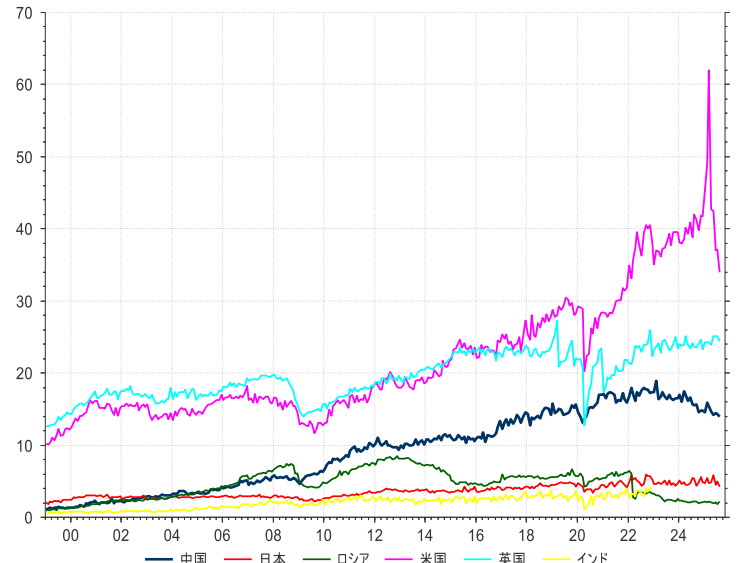
■相場変動要因

- ①6/5：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
- ②6/25：欧 NATO加盟国、防衛支出をGDP5%とする新目標で合意
- ③7/16：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
- ④7/24：欧 ラガルドECB総裁：2%のインフレ達成へ好位置にある
- ⑤7/27：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
- ⑥8/5：欧 対米報復措置を6ヶ月間停止すると発表
- ⑦8/22：米 ジャクソンホール会議でパウエルFRB議長が利下げを示唆
- ⑧9/11：欧 ラガルドECB総裁：経済成長に対するリスクはより均衡した
- ⑨9/18：米 9月FOMC：25bp利下げを決定、dotsは年内残り2回の利下げ示す
- ⑩10/1：米 米政府機関一部閉鎖 つなぎ予算案不成立
- ⑪10/30：米 10月FOMC：25bp引き下げ QTは12/1に終了
- ⑫10/30：欧 ラガルドECB総裁：米中貿易合意で「景気リスク緩和」

■ユーロ圏の輸出(地域別)

ユーロ圏の輸出(地域別)

(EUR, billions)



Source: LSEG Datastream

■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左上図)

米政府機関閉鎖により、10月のIMM通貨先物ポジションは未公表。

②ユーロ圏の輸出(左下図)

ユーロ圏の輸出額の推移をみるとかつて順調に増加していた中国向けの輸出は、中国の長引く景気低迷や中国製品の競争力向上を受けて2023年以降低迷している。また、米国向けは2025年3月までは駆け込み輸出の影響もあり急増していたが、4月以降は一転急降下しており、2022年時の水準を割り込んでいる。

③来月のユーロは対ドル・対円共に下落を予想

引き続きユーロは、今後下落トレンドを形成する可能性が高いと予想する。その主因として、ユーロ圏最大の経済国であるドイツの低迷、並びにもう一国の柱たるフランスの信用力劣化が挙げられる。まずドイツについてである。ドイツ経済は、長年の輸出立国モデルが変化の激しいグローバル競争環境の中で明らかに軌道を外しつつある。特に輸出産業が深刻に低迷している。中国が電気自動車（EV）など、これまでドイツが得意としていた分野で急速に台頭しており、ドイツの競争力を蝕んでいる。また、ドイツ政府は財政拡大（インフラ・投資拡大等）を打ち出しているが、その効果が市場の期待ほど明確に出ておらず、産業回復にはなお時間を要する見込みである。こうした状況は、ユーロ圏全体の景気にとって抑制材料となり得る。輸出減速や投資抑制は、ユーロ圏の景気感を冷やし、ユーロに対して下方圧力を与えるであろう。

次にフランスである。2025年9月以降、フランスの政治は深刻な混乱に見舞われた。9/8、マクロン大統領が任命したバリエール首相が、財政赤字削減を目的とした緊縮予算案を巡る議会との対立から不信任投票に敗れ、辞任した。後任のルコルニエ首相も組閣直後に辞任（後に再任命）するなど、政権基盤は極めて不安定な状態が続いている。ルコルニエ政権は最終的に、野党の協力を得るために、マクロン政権の看板政策であった年金改革（支給開始年齢引き上げ）を凍結した。しかし、この政治的混乱と財政再建の遅れを懸念し、格付け機関は厳しい評価を下した。9月にフィッチが、10月にはS&Pがフランス国債を格下げしている。政治の安定性や財政規律が揺らぐ中、ユーロ圏金融市場の信頼にとって重しとなり得る。

以上を踏まえ、当方は短～中期においてユーロは対ドル・対主要通貨での下落を予想する（文責：島津）。

【ユーロ高・ドル安 要因】

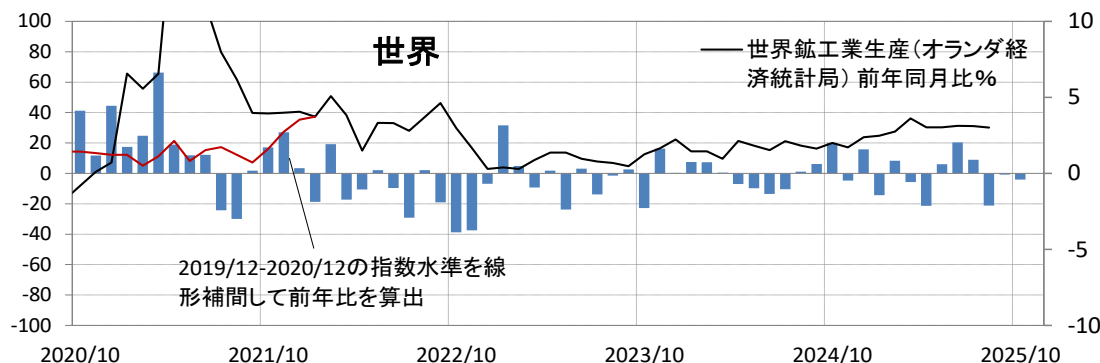
- ・米関税引き上げを受けた世界経済悪化懸念（ドル安）
- ・米労働市場の減速によるFRB連続利下げ期待（ドル安）
- ・防衛費増額を背景とした各国の財政出動（ユーロ高）

【ユーロ安・ドル高 要因】

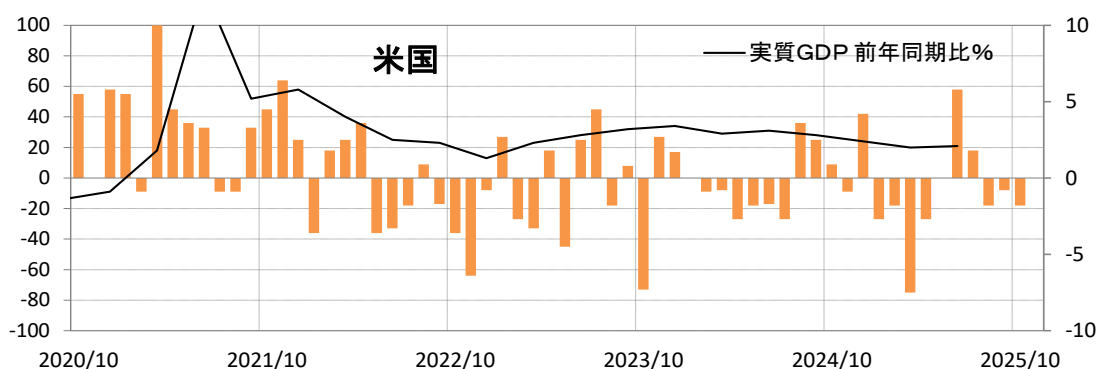
- ・鉄鋼アルミ関税による欧米対立激化（ユーロ安）
- ・ECBの利下げ期待が再燃（ユーロ安）
- ・トランプ政権の関税政策転換による米景況感改善（ドル高）

星取DI 推移グラフ

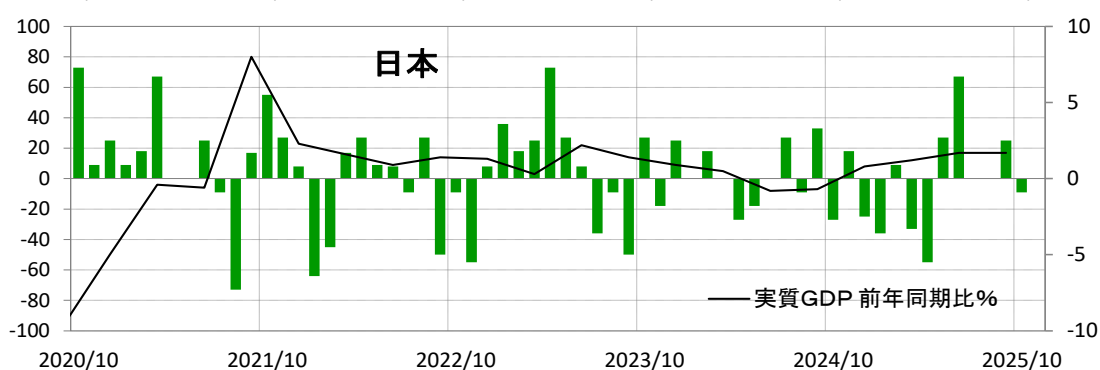
星取DIは、インフレ指標・対外収支を除く経済指標について、経済活動上向きの指標の数の比率から、経済活動下向きの指標の数の比率を差し引いたもの。DIは、「+100~-100」のレンジで推移し、数値が大きいほど、経済活動上向きの指標が多い。「0」は、経済活動上向き・下向きの指標数が拮抗していることを示す。



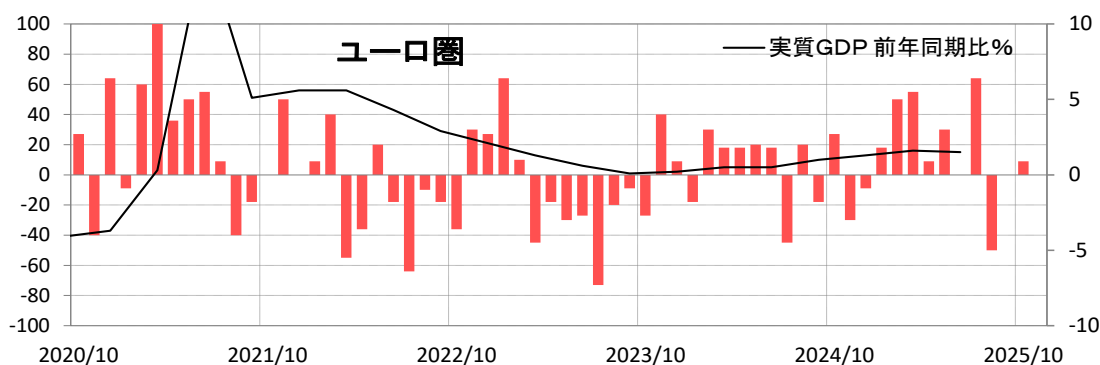
9月の星取DIは若干のマイナス。日本や中国がプラスに寄与した一方で、米国や英国はマイナスに寄与した。



9月は景況感が横ばいに推移したが製造業PMIが改善し、星取DIは上昇。ただし依然としてマイナスで推移している。



9月はハードデータが改善し星取DIは上昇。製造業PMIは低下した一方で非製造業PMIは上昇した。



9月は景況感が改善し星取DIは上昇。製造業PMIは低下した一方で非製造業PMIは上昇した。

(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11月）

月	火	水	木	金	土	日
					1	2
3 ASEAN関連首脳会議 ――→11/5	4 豪州政策金利公表	5	6 BOE金融政策委員会 ブラジル金融政策公表 インド・ビハール州議会選挙第1投票日	7	8	9
10 国連気候変動枠組条約 第30回締約国会議 (COP30)(議長国:ブラジル)――→11/22 対中相互関税(24%分)発動予定日	11 イラク議会選挙 インド・ビハール州議会選挙第2投票日	12	13	14	15	16 刊大統領・議会選挙
17	18	19	20	21	22 G20首脳会議 (議長国:南アフリカ)――→	23 シンガポール総選挙
24	25	26 NZ金融政策公表	27	28	29 ホンジュラス大統領 ・議会選挙 対メキシコ相互関税引き上げ予定日	30

(その他のイベント)

- ・BRICS首脳会議(議長国:ブラジル)
- ・セントビンセント・グレナディーン総選挙
- ・キルギス議会選挙