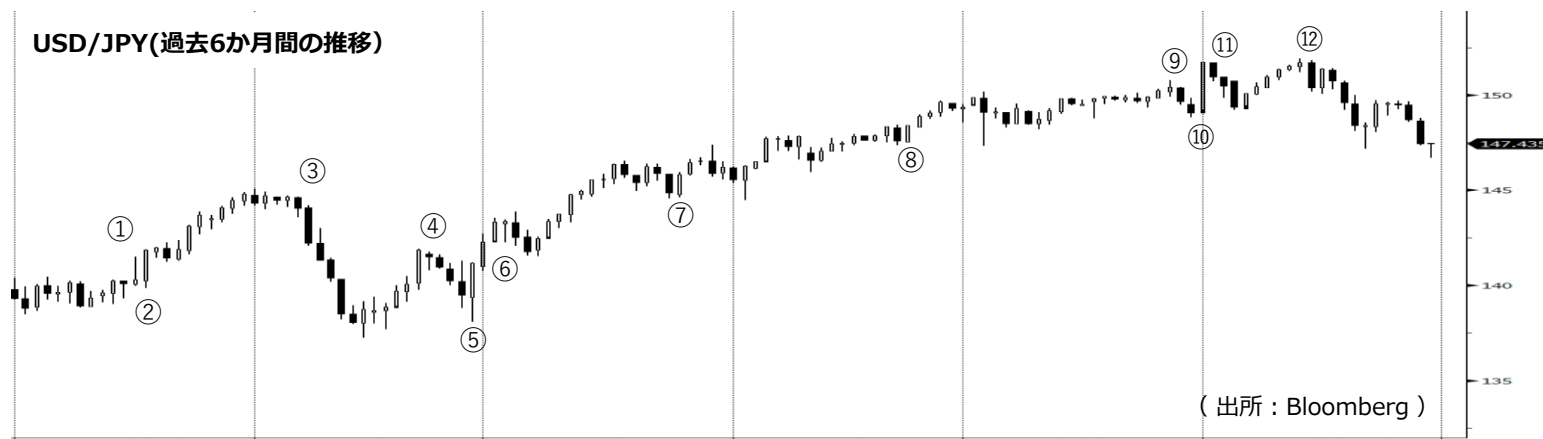
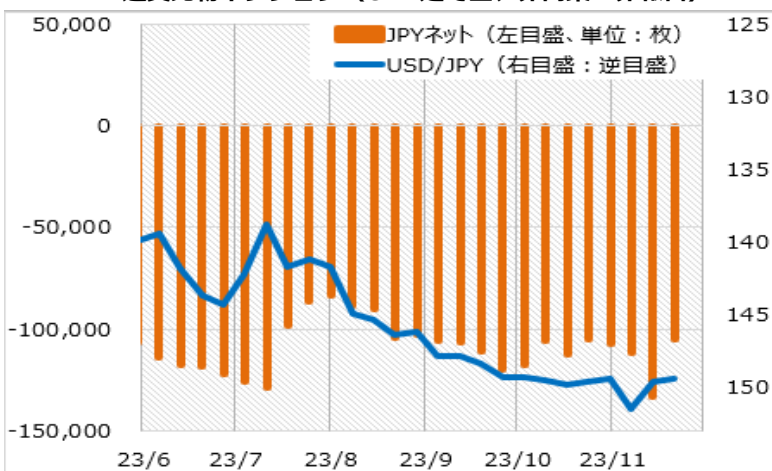


USD/JPY 12月の予想レンジ：145.00 ~ 149.00



(出所: Bloomberg)

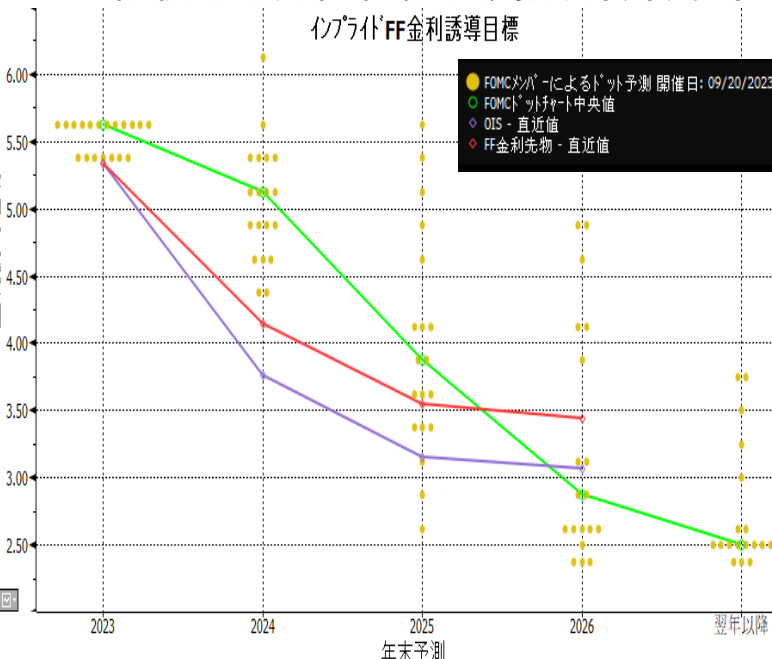
■IMM通貨先物ポジション (CME建て玉、非商業+非報告)



■相場変動要因

- ①06/14: 米 FOMC: 金利据え置き。ドットチャート:23年末(中央値) 5.6%
- ②06/16: 日 日銀会合: 「政策金利を▲0.1%に据え置き - 当座預金」
- ③07/06: 日 内田日銀副総裁: 「YCC修正はバランスとって判断」
- ④07/26: 米 FOMC: 0.25%利上げ。今後の利上げはデータ次第を強調
- ⑤07/28: 日 日銀会合: YCCの運用柔軟化を決定。24年コアCPI見通し: 1.9%
- ⑥08/02: 日 内田日銀副総裁: 「現状の金融政策は物価下プレのリスクが大きい」
- ⑦08/25: 米 バウエルFRB議長: 「追加利上げ、適切な場合には実施」
- ⑧09/20: 米 FOMC: 政策金利を据え置き一年内あと1回の利上げを示唆
- ⑨10/28: 他 イスラエル軍、ガザでの地上部隊の活動拡大
- ⑩10/31: 日 日銀、長期金利の目標を引き続きゼロ程度、上限のめどを1.0%
- ⑪11/03: 米 10月非農業部門雇用者数変化 150k (予 180k、前 336k→297k)
- ⑫11/14: 米 10月CPI(前年比) 3.2% (予 3.3%、前 3.7%)

■FF金利先物市場における米政策金利の市場織り込みとドットチャート



出典: Bloomberg

①IMM通貨先物ポジション(左上图)

11/21時点の円先物ポジションはネット後105,428 枚のショート。米10月消費者物価指数が総合指数、コア指数ともに市場予想を下回る軟調な結果となったことで、米国の年内利上げ観測が消失。来年以降の利下げ観測が強まり、ドル買い/円売りポジションが解消され、円ショートポジションは縮小。

②FF金利先物市場における米政策金利の市場織り込みとドットチャート(左下图)

左下图はFF金利先物市場における米政策金利の市場織り込みとドットチャートを比較したグラフである。また、12月FOMCでは政策金利の発表とともにFRB高官が想定する将来の政策金利水準を示すドットチャートが公表予定である。足元、軟調な米経済指標等を受けて市場では、来年以降の政策金利の利下げ織り込みが加速しており、2024年末は4.140%となっている。これに対し、前回公表された2024年末のドットチャート(中央値)は5.125%と乖離が出ている状況だ。米経済指標から、米労働市場の逼迫の緩和や米インフレ鈍化が示されており、タカ派化筆頭と目されるウォラーFRB理事が「インフレ減速は数ヶ月続くようなら、単にインフレ減速という理由で、政策金利を下げ始めることが出来る」と発言している。かかる中、12月FOMCでは大方の市場予想通り政策金利据え置きを予想するが、2024年末のドットチャートは、FF金利先物で見込まれている政策金利にサヤ寄せする形での下方修正を見込む。また、同時に経済見直しにおいても、GDPや失業率が悪化方向に修正されると見ており、米金利低下とともにドル売りが入りやすいと見ている。

③来月のドル/円見直し: 上値の重い展開を予想

米3QGDP(年率/前期比)2次速報は1次速報から上方修正されたが、GDPの7割を占めている個人消費については下方修正される結果となった。また、ベージュブックによると、前回10月の報告以来、多くの地区で経済活動は「横ばい」か「鈍化」と報告され、米金融環境の引締まりに伴い、徐々に米景気が減速傾向にあることが示唆された。市場では、既に23年中の利上げ期待は消失し、24年5月までに1回の利下げを織り込んでいる状況だ。かかる中、来月も米長期金利は低下傾向が続くとみており、ドル売りが先行しやすい地合いと見る。尤も、例年日本においては、12月に個人の賞与資金等が米国株等の外貨資産で運用する投信に流入する傾向があり、円売りが出やすい地合いとなる。特に今年は来年から新NISAが始まることもあり、この動きが加速するものも見ていることから、当該フローがドル/円の下値をサポートしよう。また、12月は日銀会合にも注目だ。日銀が11月28日に公表した「基礎的なインフレ率を補正するための指標」において、列込平均値及び最頻値については前月比減速を示したが、加重中央値は前月比加速しており、3指標とも日銀のインフレ率目標である2%を上振れる結果となった。このことから、12月会合におけるマイナス金利政策解除への期待は高まっていると見ているが、植田日銀総裁をはじめとした日銀高官は持続的なインフレ率2%超となるには、賃金の伸びも一貫して上昇する必要があるとしている。また、日銀は未だ金融修正が物価の安定的上昇に水を差すことを懸念していると考えられることから、12月日銀会合では、現行の金融政策が維持されるものと見ている。かかる状況下、金融政策修正に期待した円買いポジションの解消や投信の外貨買いフローを背景に円売りが強まることと見ているものの、前述の通り米金利低下を背景としたドル売りも入ることで、ドル/円は上値が重い展開となると見ている。(文責: 新井)

【ドル高・円安 要因】

- ・米インフレの継続による高金利維持 (ドル高)
- ・来年の利下げ織り込み剥落による米金利の上昇 (ドル高)
- ・世界経済の先行き懸念を背景としたドル保有ニーズの高まり (ドル高)
- ・日本株高から海外投資家による円売りの為替ヘッジの進展 (円安)

【ドル安・円高 要因】

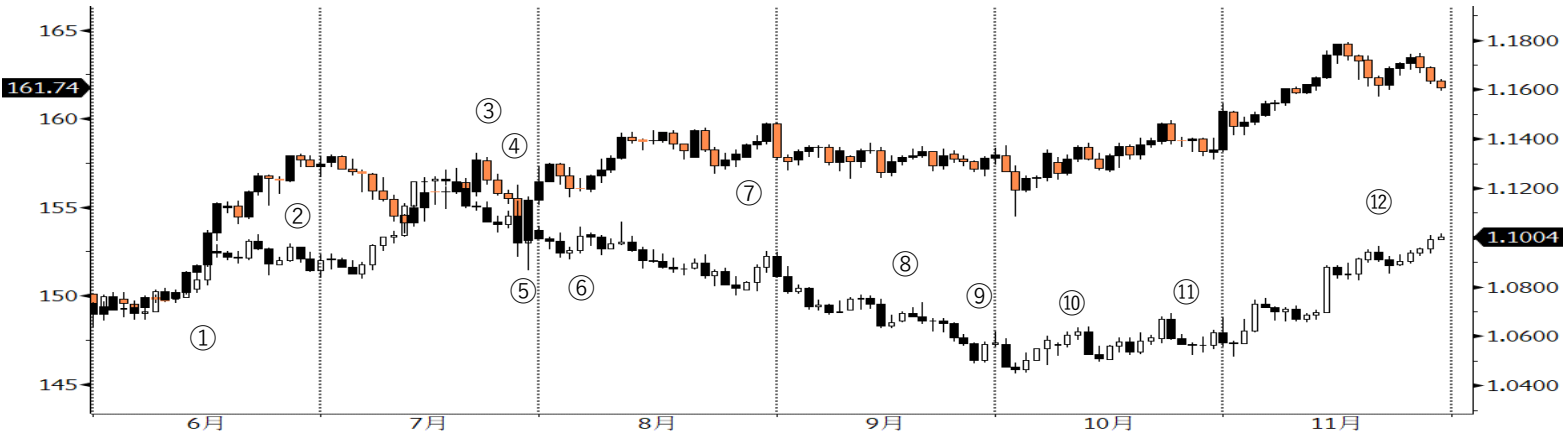
- ・米労働市場、インフレ鈍化による米利上げ停止、早期利下げ期待 (ドル安)
- ・日銀金融政策の一段の修正期待 (円高)
- ・本邦通貨当局による円買いの為替介入 (円高)

EUR/USD 12月の予想レンジ：1.0700 ~ 1.1200

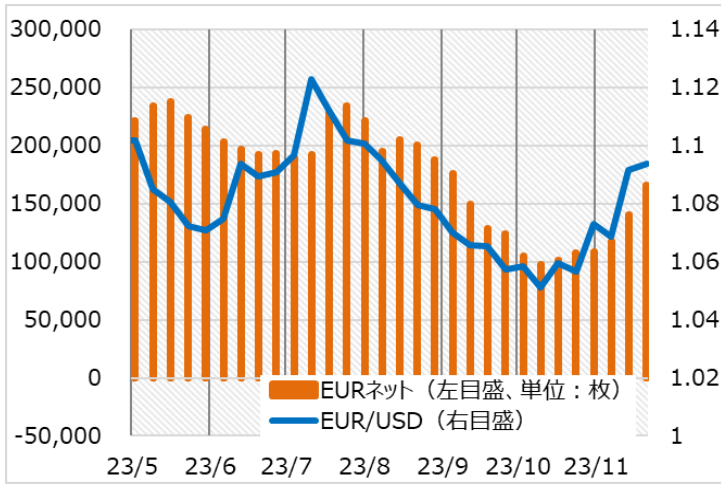
EUR/JPY 12月の予想レンジ：159.00 ~ 167.00

EUR/USD(黒線、左目盛)、EUR/JPY(オレンジ線、右目盛) (過去6か月間の推移)

(出所：Bloomberg)



■IMM通貨先物ポジション (CME建て玉、非商業+非報告)

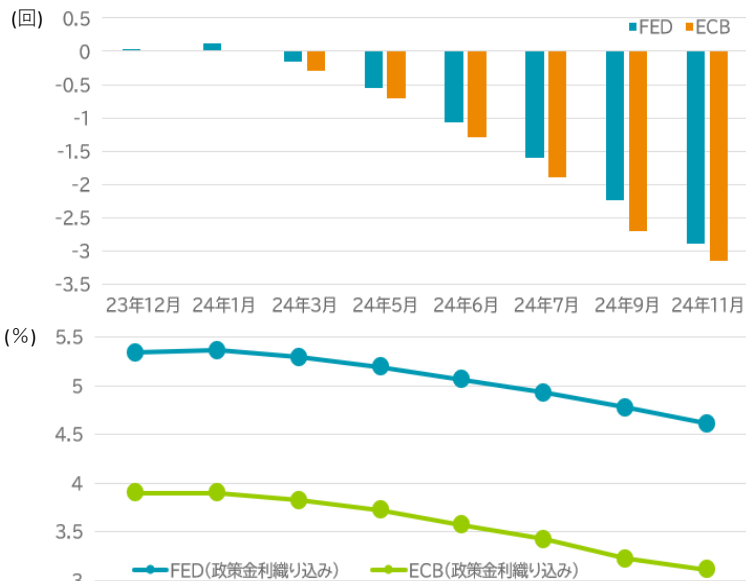


(出所：Bloomberg)

■相場変動要因

- ①06/15:米 FOMCドットチャート:政策金利予想23年末:5.6% 24年末:4.6%
- ②06/28:欧 ラガルドECB総裁:「コアインフレが低下の十分な証拠はない」
- ③07/24:欧 7月ユーロ圏製造業PMI:42.7(前月:40.6) 同独製造業PMI:38.8(同:43.4)
- ④07/27:欧 ECB 政策金利0.25%引上げ ラガルド総裁:「短期的な経済見通しは悪化」
- ⑤07/28:日 日銀金融政策決定会合:YCC政策柔軟化。指値オペ水準を1%に。
- ⑥08/02:日 内田日銀副総裁:「現状の金融政策は物価下ブレのリスクが大きい」
- ⑦08/25:米パウエルFRB議長:「追加利上げ、適切な場合には実施」
- ⑧09/14:欧 ECB声明文:「金利を十分に制限的な水準に設定する」
- ⑨09/25:欧 ラガルドECB総裁:「必要な限り景気抑制的な金利を維持する」
- ⑩10/07:他 ハマス、ガザからロケット弾攻撃 イスラエルで1人死亡、報復必至
- ⑪10/26:欧 ECB 政策金利11回合ぶり据え置き
- ⑫11/21:ラガルドECB総裁:「インフレに対する勝利宣言は時期尚早」

■FEDとECBの政策金利上げ・利下げ回数、政策金利織り込み



(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)
11/21時点のユーロ先物ポジションはネット後165,818枚のユーロロング。市場予想を下回る米10月消費者物価指数の結果や米10月失業率の上昇などを背景に米国の早期利下げ観測が台頭し、ドル売り主導のユーロ買いが積み上がった。
- ②FEDとECBの市場における利上げ・利下げ回数及び政策金利見直し (左下図)
FEDとECBの政策金利上げ・利下げ回数(25bp/回)と政策金利見直しを示したものである。両中銀の高官ともに、利下げに関しては「議論は時期尚早」とのスタンスであるものの、市場ではFED・ECBともに24年11月までに2.5回以上の利下げを織り込んでいる。欧州における景況感については製造業、サービス業のPMIが4カ月連続で節目の50を下回るなど軟調だ。一方、米国に目を向けると米2QGDPにおいては設備投資が足踏みしていることが示され生産活動が縮小傾向にある他、米失業保険継続受給者も上昇傾向だ。今後、米国における失業率の上昇することが想定され、高金利であるが故に利下げの余地が大きいFEDの利下げ織り込みが加速し、ドル売り主導のユーロ買いとなる展開を予想している。
- ③来月のユーロ/円・ユーロ/ドルの見通し:対ドルでは底堅く、対円では上値を試す展開を予想
11月は、米労働市場のスローダウン化や米インフレの鈍化を背景に米国における市場の利下げ観測が高まった。FEDが金融引き締め策を調整することでオーバーキルを回避するとの思惑が強まった。かかる中、ドル売り・円売りに主導されユーロ/ドルは1.1ドル台を回復し、ユーロ/円は2008年8月来の水準である164.31円まで上値を伸ばした。FRBは比較的利下げ余地の大きいことから、相対的に米金利の低下が意識され、引き続きドル売り合いが継続し、ユーロ/ドルは底堅く推移しそうだ。また、利下げ織り込みが加速することで、ソフトランディングへの期待感も高まり主要株式市場は堅調に推移することで、リスクオンの円売りも入りユーロ/円も堅調に推移しよう。なお、12月はFOMC会合、ECB理事会が開催されるが、ともに大方の市場予想通り政策金利据え置きを予想する。また、パウエルFRB議長、ラガルドECB総裁の会見においてもタカ派姿勢を堅持しつつも、これまでの金融引き締め策の影響を見極めつつ慎重に舵取りしていくとの従前通りの発言に終始すると考え、市場に与える影響は限定的だろう。一方、日銀においては、12/4に第一回多角的レビューワークショップが行われ、それを踏まえて12月日銀会合にて金融緩和策の修正がなされるとの思惑が根強い。しかし、植田日銀総裁はハト派姿勢を貫いており12月の会合では、現行政策を維持すると見る。一部市場参加者の金融緩和策修正への思惑が払拭されることから、年末にかけてはユーロ/円は上値を試す展開を予想する (文責：瀬戸)

【ユーロ高・ドル安 要因】

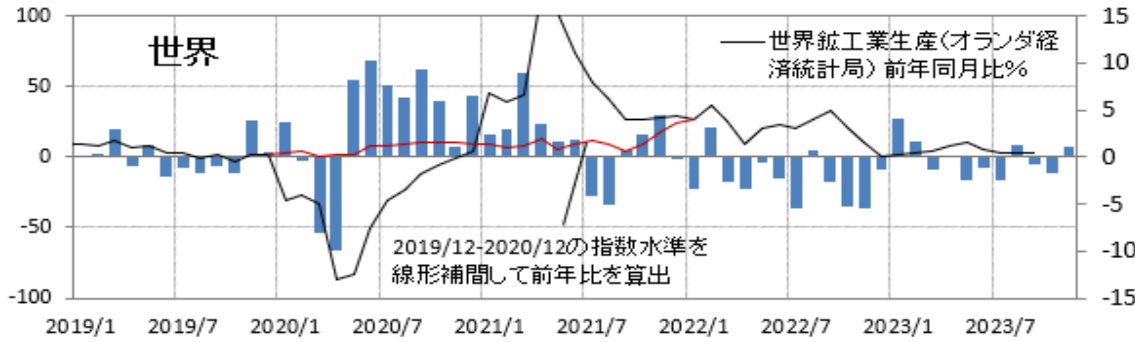
- ・ユーロ圏インフレ高止まりによるECBの金融政策タカ派化 (ユーロ高)
- ・米労働市場の軟化による早期利下げ期待の高まり (ドル安)

【ユーロ安・ドル高 要因】

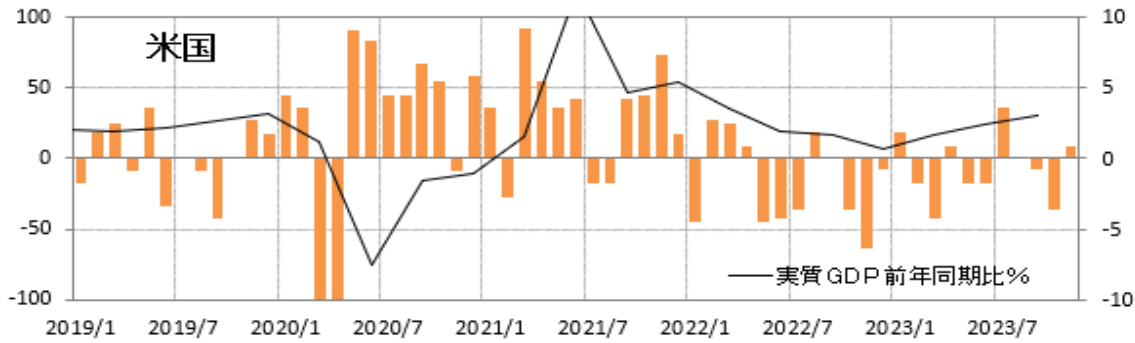
- ・米インフレの継続による高金利維持 (ドル高)
- ・利上げ効果の波及からユーロ圏の景気悪化によるECBハト派化 (ユーロ安)
- ・米国対比で軟調な欧州景況感 (ユーロ安)

星取DI 推移グラフ

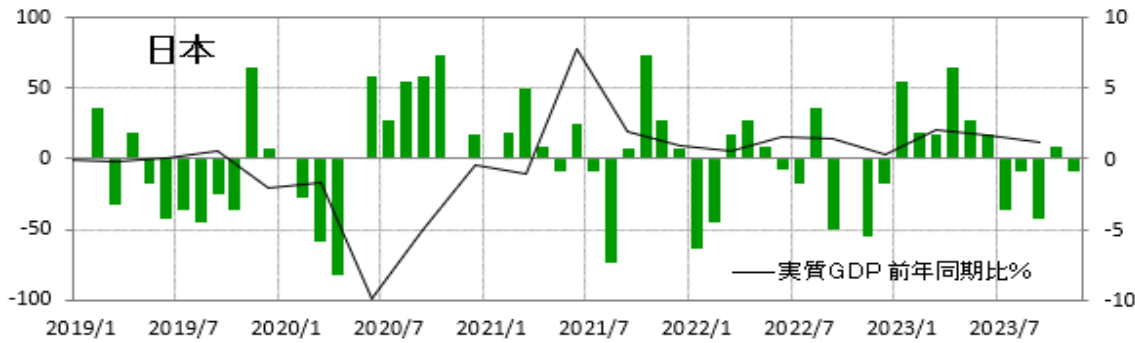
星取DIは、インフレ指標・対外収支を除く経済指標について、経済活動上向きの指標の数の比率から、経済活動下向きの指標の数の比率を差し引いたもの。DIは、「+100~-100」のレンジで推移し、数値が大きいほど、経済活動上向きの指標が多い。「0」は、経済活動上向き・下向きの指標数が拮抗していることを示す。



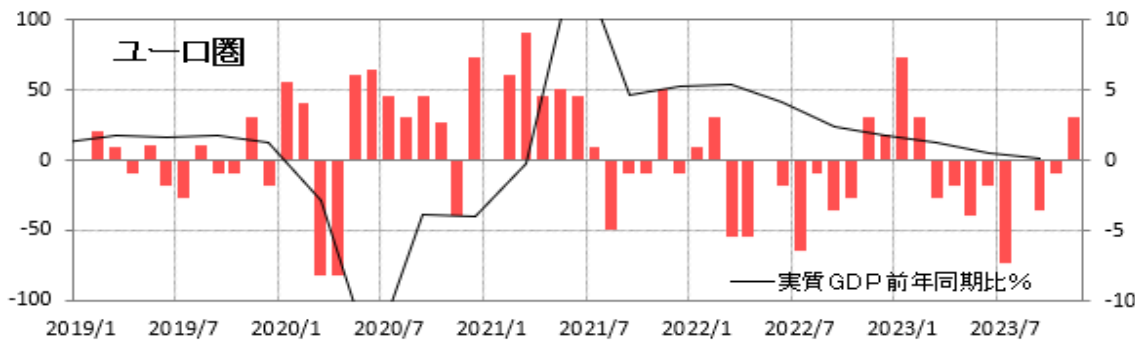
10月の星取DIはマイナス幅がやや拡大。米国のマイナス寄与が大きかった。日本・ユーロ圏・中国は小動きだった。



10月も景況感中心に弱く、ハードデータも横ばい圏の動きとなった。11月の公表済みの景況感は改善がやや優勢。



10月は小幅プラス。景況感はまちまち、ハードデータが改善した。11月のPMI速報は製造業悪化、サービス業横ばい。



10月はマイナス幅が縮小。景況感は弱めだが、ハードデータがやや持ち直した。11月の公表済み景況感は改善が優勢。

経済指標&イベントカレンダー (2023年12月)

月	火	水	木	金	土	日
				1	2	3
4 世界エネルギー会議(ロッテルダム)→12/7	5 豪RBA理事会 日10年国債入札	6	7 日30年国債入札 ユーログループ財務相 会合	8 EU財務相理事会	9	10 エジプト大統領 選挙→12/12
11 米3年国債入札 米10年国債入札	12 米30年国債入札 FOMC→(経済見通し公表)	13	14 日20年国債入札 EU首脳会議→ ECB金融政策会合 英中銀MPC政策発表	15	16	17
18 日銀政策決定会合→	19	20 米20年国債入札	21 米5年インフレ連動 国債入札	22 日銀議事録(10/31)	23	24
25 日2年国債入札	26 日銀主な意見(12/19) 米2年国債入札	27 米2年変動国債入札 米5年国債入札	28 米7年国債入札	29 大納会	30	31

(その他のイベント)

- ・(12/1)ブラジルがG20議長国に就任
- ・中国中央経済工作会議(北京)
- ・日本ASEAN特別首脳会議(東京)
- ・日銀の多角的レビューの第1回ワークショップ(金融政策・金融システム・金融市場等を討議)