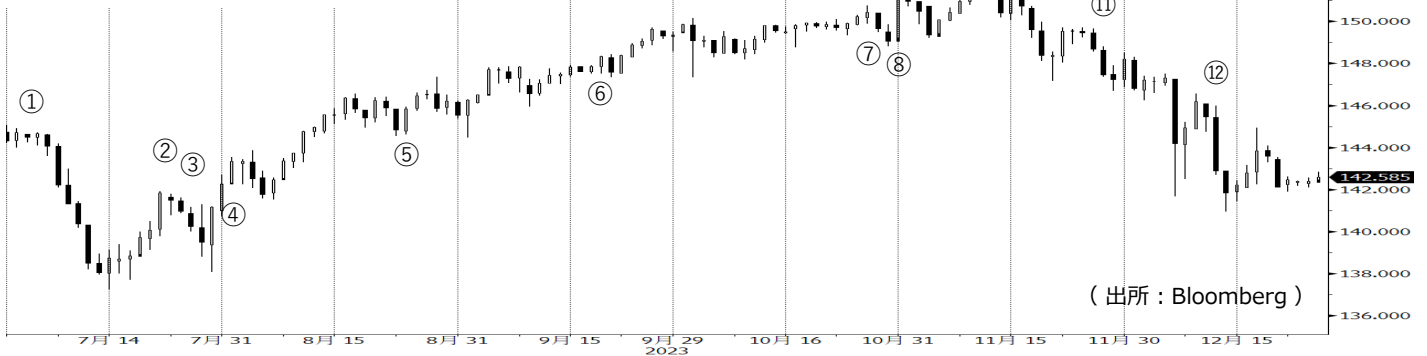


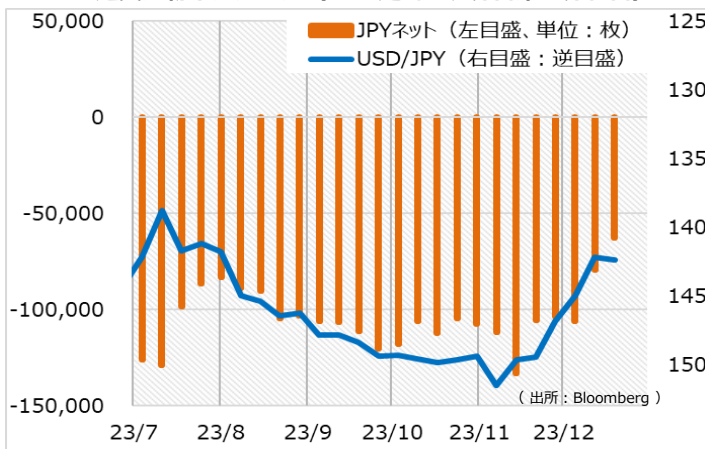
USD/JPY 1月の予想レンジ：138.00 ~ 144.00

USD/JPY(過去6か月間の推移)



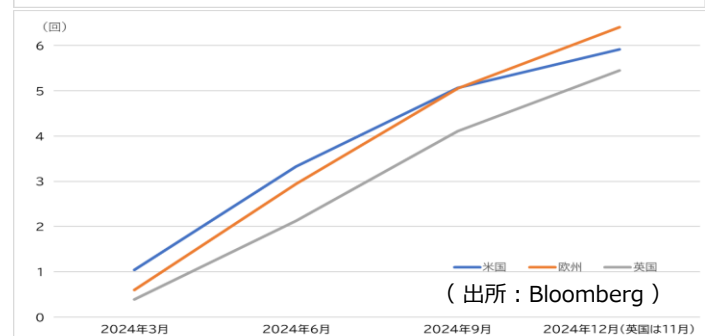
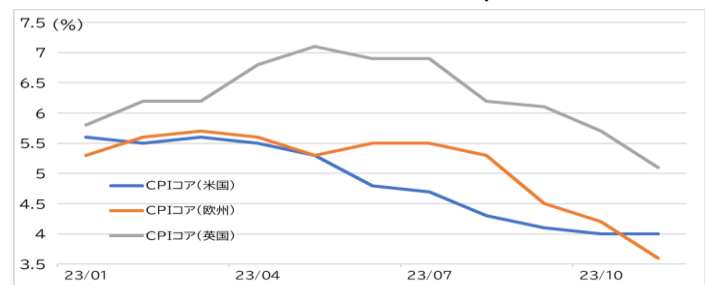
(出所：Bloomberg)

■IMM通貨先物ポジション (CME建て玉、非商業+非報告)



上図：米欧英の消費者物価コア指数 (CPI) 推移

下図：米欧英の市場での利下げ織り込み回数 (12/25時点)



(出所：Bloomberg)

■相場変動要因

- ①07/06：日 内田日銀副総裁：「YCC修正はバランスとって判断」
- ②07/26：米 FOMC：0.25%利上げ。今後の利上げはデータ次第を強調
- ③07/28：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%
- ④08/02：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」
- ⑤08/25：米パウエルFRB議長：「追加利上げ、適切な場合には実施」
- ⑥09/20：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
- ⑦10/28：他 イスラエル軍、ガザでの地上部隊の活動拡大
- ⑧10/31：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%
- ⑨11/03：米 10月非農業部門雇用者数変化 150k (予 180k、前 336k→297k)
- ⑩11/14：米 10月CPI(前年比) 3.2% (予 3.3%、前 3.7%)
- ⑪11/28：米 ウォラーFRB理事「数か月先に政策金利を引下げの可能性」
- ⑫12/13：米パウエルFRB議長「今日の会合で利下げのタイミングを協議した」

①IMM通貨先物ポジション(左上図)

12/19時点の円先物ポジションはネット後62,693枚のショート。結果的に市場のミスリードではあったが、植田日銀総裁の「チャレンジング」の発言や、来春までにマイナス金利解除を見込む市場参加者が多く中で、直近のピークである11/14時点の133,272枚からショートポジションが半減している。

②米欧英の消費者物価コア指数と市場の利下げ織り込み期待(左下図)

12月FOMCではドットチャートにて来年3回の利下げ予想が示唆された一方、F金利先物市場では来年約6回の利下げが織り込まれ両者に乖離が生じている状況だ。尤も、米国と欧州圏を比較すると、米国の消費者物価指数コア(前年比)は高止まりの傾向を示す一方で、欧州圏は鈍化基調が強い状況だ。また、GDPの観点で比較しても米国の3QGDPは+4.9%と堅調な推移が続くが、欧州は0%近傍とリセッション懸念が強い。11月末に公表されたOECDの経済見通しにおいて、2024年のGDP成長率は米国が+1.5%と予想されているが、欧州最大の経済大国であるドイツは+0.6%とG20の中で下から2番目の成長率予想となっている他、欧州各国は軒並み米国を下回る経済成長率が予想されている。かかる状況下、粘り強いインフレ懸念が残り、雇用を含め経済の堅調さが確認される米国が来年6回利下げに走ることは考えづらく、早晩市場の利下げ期待は修正されよう。一方、先行きの経済状況が危ぶまれる欧州では利下げ織り込みが進みやすく、ユーロ売り主導でのドル買いも進むと見ている。

③来月のドル/円見直し：反発を予想

先月末のウォラーFRB理事や今月のパウエルFRB議長の想定外の利下げ示唆を材料に、米10年債利回りは4%を明確に割り込み、ドル売りがドル/円を押し下げた。一部のFRB高官からは過大な利下げ期待を牽制する発言もあったが、米10年債利回りは足元では約5か月ぶりの低水準に沈んでいる状況だ。前述の通り、米国のインフレ・経済状況からFRBによる来年6回の利下げ織り込みは進みすぎとみているが、市場の利下げ織り込みを巻き戻すためにはFOMCやパウエルFRB議長の発言にて高金利維持の姿勢を再確認する必要がある。かかる状況下、1/4に公表されるFOMC議事録(12/13-14開催分)に注目している。パウエルFRB議長は12月FOMC後の会見で利下げ開始時期を議論したと発言したが、FRB内には未だタカ派な姿勢を崩していないメンバーもいると見ている。このためFOMC議事録では「米金利低下に伴う金融環境の緩みへの警戒感」や「インフレが予想以上に持続するリスク」に言及する発言も見られることでタカ派的と捉えられよう。また、月末に控える1月FOMCでも消費者物価指数(コア)にてインフレ鈍化が確認出来ない限り、利下げ議論の進展は無いものとみており、市場の利下げ期待を牽制する姿勢を示すと見ている。一方で日本に目を向けると、1/22-23に日銀会合も控えるが、12月の日銀会合でも早期マイナス金利解除への地ならしとなる声明文等の修正もなく、日銀自主意見においても金融緩和継続姿勢が示された。同意見では、金融緩和の出口についての記載もあったものの「少なくとも来年の来春の賃金交渉を見て判断してからでも遅くはない」等の見方も記載されており、拙速に金融政策修正を織り込まざる動きは無いだろう。米国・日本の金融政策の方向性の違いは変わらず、ドル/円は日米金融政策修正への期待感の剥落に合わせ反発を予想する。尤も、長期的には米国利下げや日本のマイナス金利解除等への期待は継続し、ドル/円上昇余地は限定的となろう。(文責：有賀)

【ドル高・円安 要因】

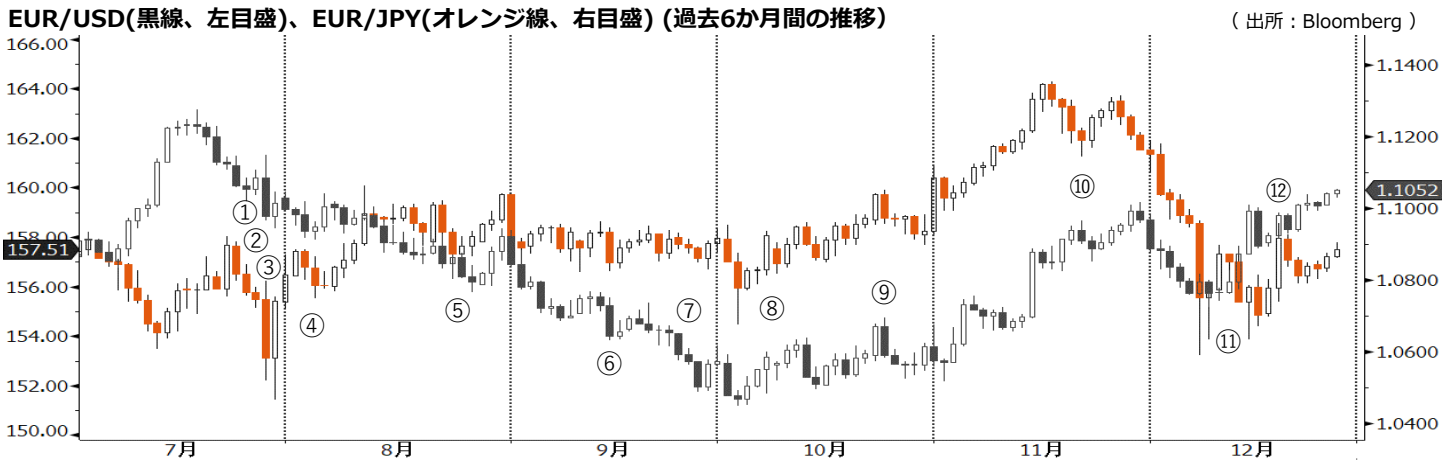
- ・米インフレの継続による高金利維持 (ドル高)
- ・来年の利下げ織り込み剥落による米金利の上昇 (ドル高)
- ・世界経済の先行き懸念を背景としたドル保有ニーズの高まり (ドル高)

【ドル安・円高 要因】

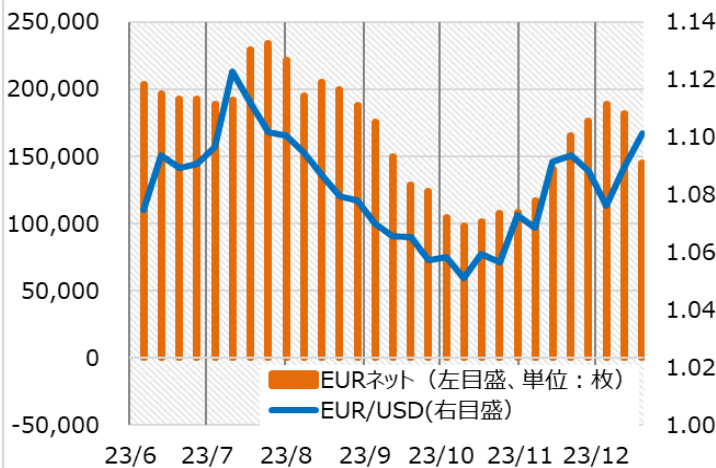
- ・米労働市場、インフレ鈍化による米利上げ停止、早期利下げ期待 (ドル安)
- ・日銀金融政策の一段の修正期待 (円高)

EUR/USD 1月の予想レンジ : 1.0700 ~ 1.1200

EUR/JPY 1月の予想レンジ : 150.00 ~ 159.00



### ■ IMM通貨先物ポジション (CME建て玉、非商業+非報告)

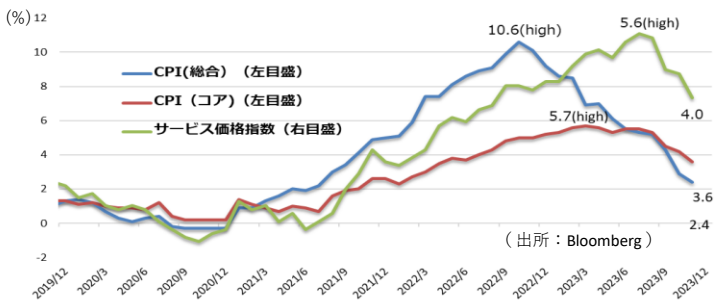


### ■ 相場変動要因

- ①07/24: 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)
- ②07/27: 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」
- ③07/28: 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。
- ④08/02: 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」
- ⑤08/25: 米パウエルFRB議長:「追加利上げ、適切な場合には実施」
- ⑥09/14: 欧 ECB声明文:「金利を十分に制限的な水準に設定する」
- ⑦09/25: 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」
- ⑧10/07: 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
- ⑨10/26: 欧 ECB 政策金利11会合ぶり据え置き
- ⑩11/21: 欧 ラガルドECB総裁:「インフレに対する勝利宣言は時期尚早」
- ⑪12/14: 欧 「利下げまったく議論せず」 2会合連続で金利据え置き
- ⑫12/21: 他 フーシ派、紅海を通行する船舶への攻撃継続を言明

(出所: Bloomberg)

### ■ 欧CPIとサービス価格指数の推移・単位労働コストと失業者数



(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)
 

12/19時点のユーロ先物ポジションはネット後145,622枚のユーロロング。月初、米利下げ織り込みの進展から米金利が低下して、対照的にユーロロングが進む場面もあったが、欧12月HCOBユーロ圏コンジョイントPMI (速報値) が市場予想に反し悪化してリセッション懸念が意識されたことなどからユーロロングポジションは月末にかけて縮小した。
- ②欧CPIとサービス価格指数の推移・単位労働コストと失業者数
 

左上図はユーロ圏CPIの総合指数とコア指数、そしてサービス価格指数の推移を示したものである。エネルギー価格や原材料価格の下落を受けて総合指数では昨年の9月をピークに減速傾向が鮮明となっており、コア指数でも緩やかに鈍化がみられている。また、企業の決算をみると企業利益は減少傾向を示していることに加え、製造業・サービス業共に景況感が弱含む中では、引続き景気の停滞が継続しそうだ。そのため、ここもこのサービス価格指数がCPIに先行して鈍化傾向を示しているように、景気の弱含みを受けて更に個人消費が減速することでインフレ圧力は緩和していくと予想し、早期の利下げ観測が台頭し、ユーロ売りが進展すると予想する。一方で、左下図の欧州の単位労働コストと失業者数の推移をみると、失業者数は低位に留まり欧州の労働市場の底堅さの維持が確認できるほか、単位労働コストは増加基調を示していることから、賃金インフレを要因としてインフレ再燃が懸念される展開には注意したい。
- ③翌月のユーロ/円・ユーロ/ドルの見通し: 対円・対ドル共に弱含み展開を予想
 

12月ECB理事会では政策金利据え置きを決定し、ラガルドECB総裁はインフレの粘着性について言及し、「利下げは全く議論しなかった」とタカ派な発言が見られた。また、欧州最大の経済圏であるドイツでは、ウクライナ危機によるインフレで個人消費の冷え込みが長引いているほか、弱い外需や政府予算を巡る混乱から消費や企業投資を巡る不透明感が高まっており、製造業や不動産業の低迷を筆頭に景気回復が遅れている。足許ではユーロ圏の景況感の悪化や消費需要の鈍化が確認される中、ユーロ圏経済への景気下押し圧力は暫く継続するとの見方から、次回のECB会合ではタカ派スタンスの転換を予想し、ユーロ売りが進展すると予想する。尤も、ここも親イラン武装組織フーシ派が紅海を通行する船舶に攻撃を仕掛けていることに加え、米軍がイラクで複数の標的を空爆するなど、イスラム組織ハマスとイスラエルとの戦争を契機に地政学リスクが強まっている。足許イランはイスラエル軍によるシリアへの空爆への報復を宣言するなど、市場では引き続き地政学リスクが意識されていると見ており、積極的にユーロを買い進む動きは限定的と考え、対ドル・対円共に上値は重いと予想する。また、12月日銀金融政策決定会合では、現行の金融政策とフォワードガイダンスを維持し、植田日銀総裁からは来春の賃金改定とサービス価格への反映度合いに注目していると、早期の政策修正に慎重な姿勢がみられた。かかる中、日銀は春闘の集中回答日に賃金上昇を見極めた上で、金融政策変更に踏み切ると考えており、1月日銀会合では現在の金融政策は変更されないと見ている。そのため、一時的に円売りが入ると見られユーロ/円の下値は限定的となろう。(文責: 深谷)

### 【ユーロ高・ドル安 要因】

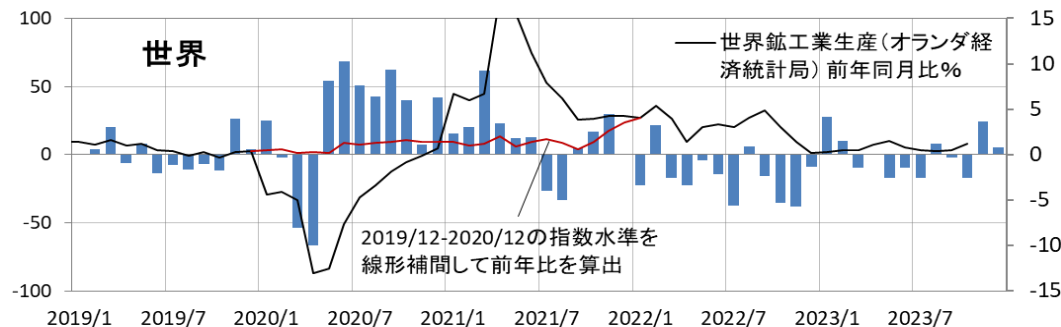
- ・ユーロ圏インフレ高止まりによるECBの金融政策タカ派化 (ユーロ高)
- ・米労働市場の軟化による早期利下げ期待の高まり (ドル安)

### 【ユーロ安・ドル高 要因】

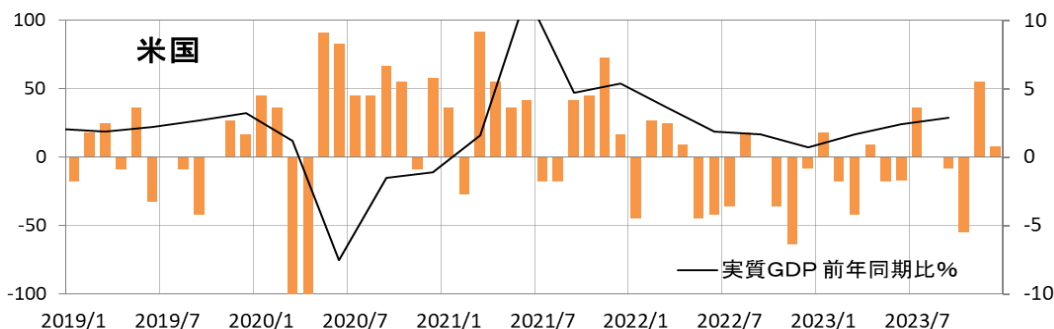
- ・米インフレの継続による高金利維持 (ドル高)
- ・利上げ効果の波及からユーロ圏の景気悪化によるECBハト派化 (ユーロ安)
- ・米国対比で軟調な欧州景況感 (ユーロ安)

## 星取DI 推移グラフ

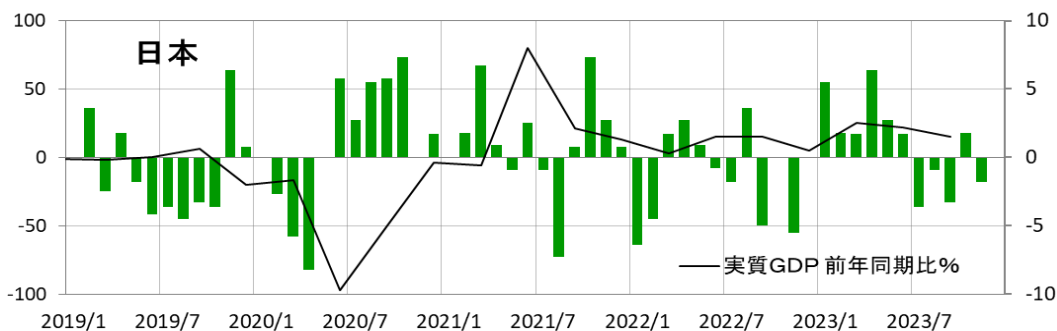
星取DIは、インフレ指標・対外収支を除く経済指標について、経済活動上向きの指標の数の比率から、経済活動下向きの指標の数の比率を差し引いたもの。DIは、「+100~-100」のレンジで推移し、数値が大きいほど、経済活動上向きの指標が多い。「0」は、経済活動上向き・下向きの指標数が拮抗していることを示す。



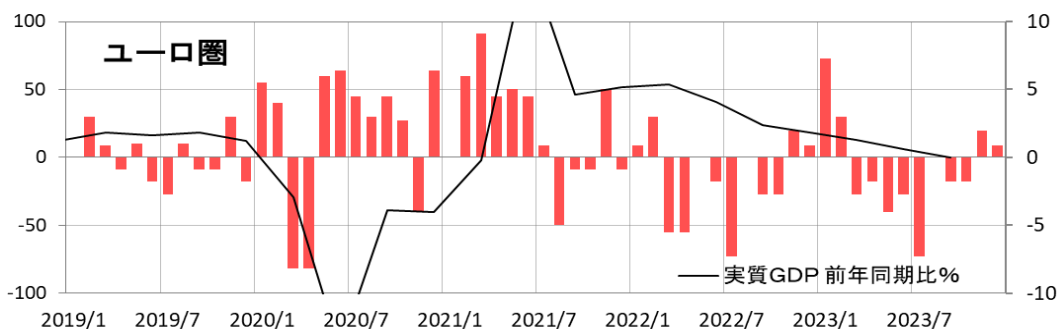
11月の星取DIはプラスへ浮上。米国がプラスに大きく寄与。ユーロ圏・中国もプラス寄与したが、日本はマイナス寄与。



11月は全米自動車労組のスト終結等で景況感・ハードデータとも総じて改善。12月の公表済みの景況感では改善が優勢。



11月はマイナスへ反転。企業関連データが悪化した。12月のPMI速報は製造業が悪化の一方、サービス業は改善した。



11月は9カ月ぶりにプラスとなった。景況感の改善が背景。12月の公表済み景況感では改善がやや優勢。

(出所：Bloomberg・Reuters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 (2024年1月)

月	火	水	木	金	土	日
1 新NISA導入	2	3	4 大発会	5	6	7 ハンガリー総選挙
8	9	10 日10年国債入札	11	12 日30年国債入札	13 台湾総統選挙	14
15	16 米3年国債入札	17 米10年国債入札	18 米30年国債入札	19	20	21
15 世界経済フォーラム(ダボス会議)-----→1/19 ユーログループ財務相 会合 アイオワ州で共和党 党員集会	16 EU財務相理事会	17 米20年国債入札 ページブック	18 日20年国債入札 米10年インフレ連動 国債入札	19 米連邦政府つなぎ 予算の一部失効	20	21
22 日銀政策決定会合(展望レポート)---→	23 ニューハンプシャー州で 予備選挙 米2年国債入札	24 アジア金融フォーラム(香港)----→ 米2年変動国債入札 米5年国債入札	25 日40年国債入札 ECB金融政策会合 米7年国債入札	26 通常国会召集? 日銀議事録(12/19)	27	28 フィンランド大統領 選挙 伊アフリカ首脳 会議(ローマ)
29 香港高等法院の中国 恒大集団清算審理	30 日2年国債入札	31 日銀主な意見(1/23)				
						FOMC-----→

### (その他のイベント)

- 2024年にFOMCの投票権を有する地区連銀総裁(クリーブランド`連銀総裁、リッチモンド`連銀総裁、アトランタ連銀総裁、サンフランシスコ連銀総裁)
- ベルギーがEU議長国に就任
- ロシアがBRICSの議長国に就任
- BRICS加盟国拡大(アルゼンチン、エジプト、エチオピア、イラン、サウジアラビア、UAEが加盟し11カ国に→なおアルゼンチンが辞退を示唆)
- (下旬頃)米大統領一般教書演説

本資料は当マーケット金融ビジネスユニットが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。