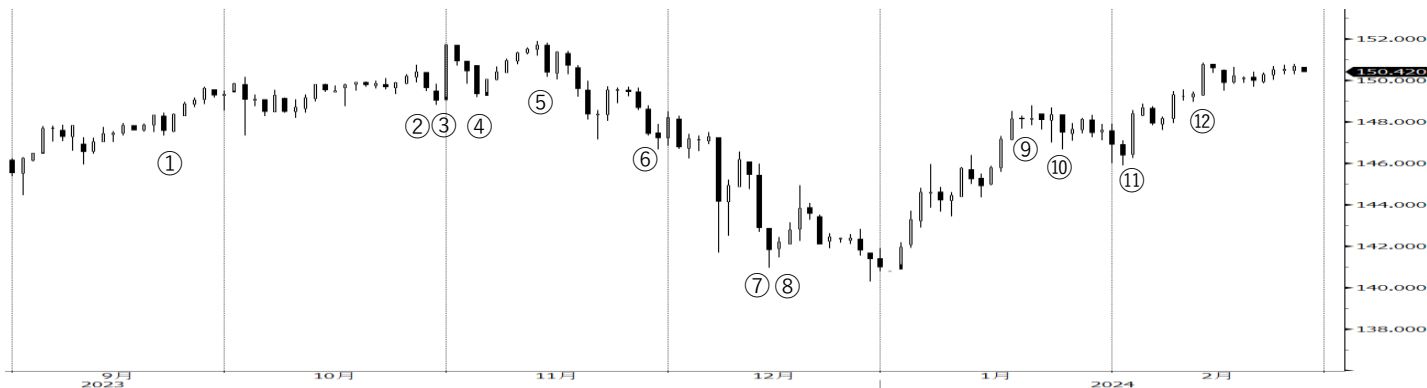
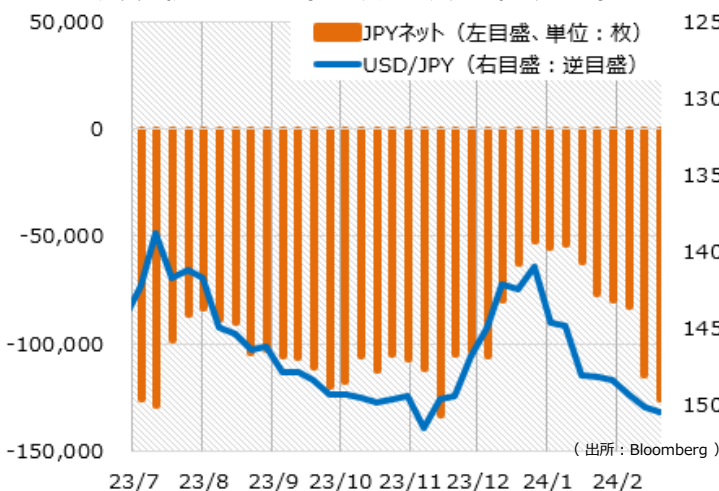


USD/JPY 3月の予想レンジ：148.00 ~ 154.00



■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

- ①09/20:米 FOMC:政策金利を据え置き一年あと1回の利上げを示唆
- ②10/28:他 イスラエル軍、ガザでの地上部隊の活動拡大
- ③10/31: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%
- ④11/03:米 10月非農業部門雇用者数変化 150k (予 180k、前 336k→297k)
- ⑤11/14:米 10月CPI(前年比) 3.2% (予 3.3%、前 3.7%)
- ⑥11/28:米 ウォラーFRB理事「数か月先に政策金利を引下げる可能性」
- ⑦12/13: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」
- ⑧12/15:米 ウィリアムズ・NY連銀総裁:「現在、利下げについて全く協議していない」
- ⑨01/19:米 ミシガン大消費者マインド指数78.8 (市場予想:70.1)
- ⑩01/23:日 日銀金融政策据え置き(政策金利▲0.1%/YCC上限1.0%目途)
- ⑪02/02:米 1月非農業部門雇用者数変化 353k (予 185k、前 216k→333k)
- ⑫02/13:米 1月CPI (前年比) 3.1% (予 2.9%、前 3.4%)

■米名目個人消費支出とクレジットカード延滞率の推移



■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左上図)
2/20時点の円先物ポジションは125,854枚ショートと2023年11月以来の高水準となった。内田日銀副総裁のハト派発言を受けた円売りや、ボラティリティ低下を受けた円キャリー取引が増加し、円ショートポジションが拡大した。

②日米の金利差とドル/円の相関(左下図)
図は米名目個人消費支出とクレジットカード延滞率の推移を表している。コロナ禍では、失業率が跳ね上がったものの、大規模な給付金支給によりクレジットカードの延滞率は低位で推移していたが、足元では金利上昇による支払利息の増加や物価の高止まりを受け、コロナ禍で積みあがった余剰貯蓄が減少したことでクレジットカードの延滞率が急増している。現在の水準は、リーマンショックによる景気低迷期である2011~2012年頃と同水準にある。今まで堅調な実績を示してきた個人消費だが、クレジットカード延滞率上昇を背景に今後徐々に減速していくだろう。米GDPの7割を占める個人消費において減速が示されると、市場の米利下げ期待が醸成されやすく、ドル/円の重石となる。

③来月のドル/円見直し：上値の重い展開を予想
今月は米1月雇用統計や同消費者物価指数など、相次いで堅調な経済指標が示された。これにより、2024年中の利下げ織り込みは6回から3回へ後退し、FRBが公表しているドットチャートとほぼ同水準となっている。来月は3月FOMCにてドットチャートや経済見通しが公表される予定だ。パウマンFRB理事は「(利下げについて) まだその地点ではない」と発言するなど、FRB高官は早期利下げに慎重な姿勢を示している。米1月雇用統計では、大寒波の影響もあったものの、サービス価格上昇の大きな要因である平均時給が2022年2月以来の大幅な伸びとなった他、非農業部門雇用者数変化も大幅増加となった。今回会合でパウエルFRB議長は、インフレ再加速に警戒感を増ませ、同時に公表されるDOTSチャート(中央値)では、利下げ幅の縮小が示されると予想している。また、経済見通しではコアインフレ率の予測が上方修正され、市場の利下げ期待がさらに後退し、ドル/円は上昇しよう。また、来月は3月日銀会合も控えている。賃上げに関して、一部の企業では「満額回答」が報じられるなど日銀の注視する賃金と物価の好循環へつながる持続的な賃上げ期待が高まりつつあり、市場では3月会合でのマイナス金利解除を予想する声も聞かれる。しかし、春闘の結果が出そろう前にマイナス金利解除をするインセンティブは日銀には少なく、今回会合では将来のマイナス金利解除に向けた地ならしはあれども、現行の金融緩和策は維持されると見ている。会合後は、マイナス金利解除を見込んでいたポジションの解消も相まって、ドル/円は22年11月の水準の151.90円を超えて上昇すると予想する。尤も、それ以上の水準では本邦通貨当局の円安牽制もトーンが強くなり、次第に上値が重くなるだろう。(文責：茂木)

【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)
- ・日米株の堅調な推移による円売り (円安)
- ・世界経済の先行き懸念を背景としたドル保有二重の高まり (ドル高)

【ドル安・円高 要因】

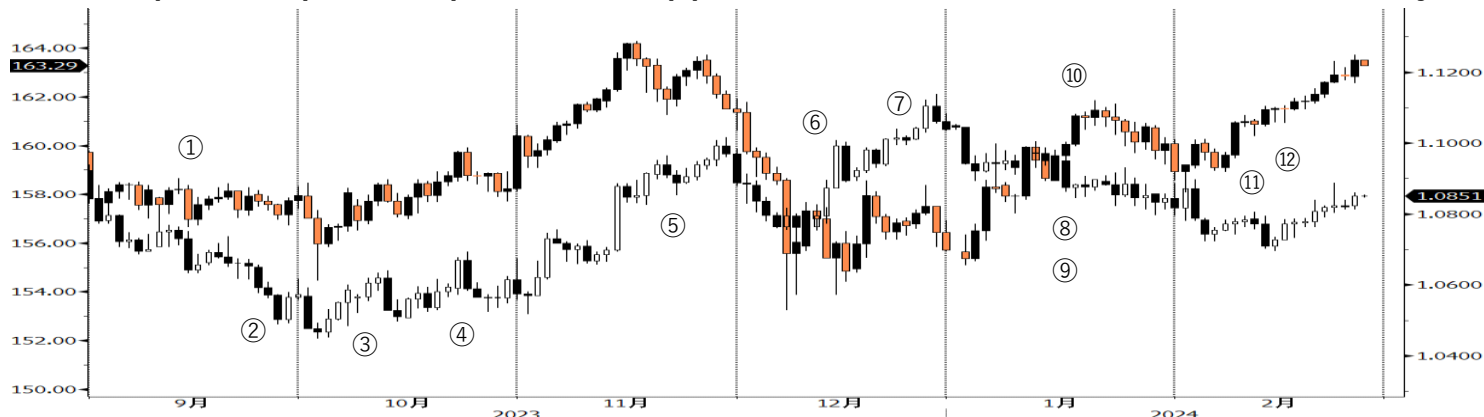
- ・米労働市場、インフレ鈍化による早期利下げ期待 (ドル安)
- ・日銀金融政策の一段の修正期待 (円高)

EUR/USD 3月の予想レンジ：1.0700 ～ 1.1000

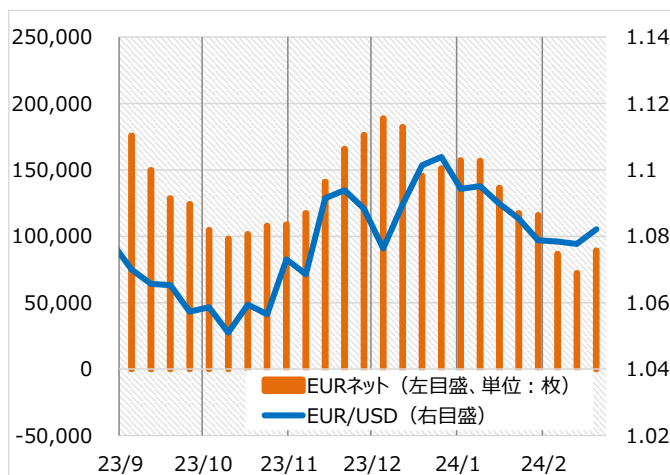
EUR/JPY 3月の予想レンジ：160.00 ～ 168.00

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)

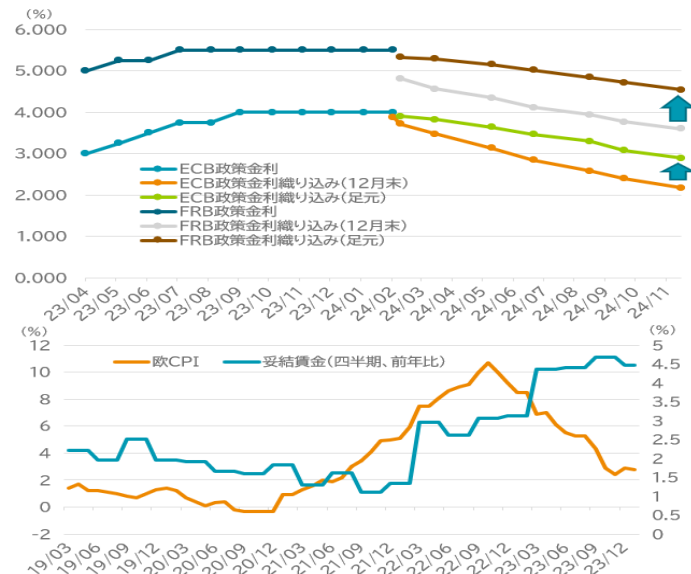


(出所：Bloomberg)

■相場変動要因

- ①09/14:欧 ECB声明文：「金利を十分に制限的な水準に設定する」
- ②09/25: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」
- ③10/07: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
- ④10/26:欧 ECB 政策金利11会合ぶり据え置き
- ⑤11/21:ラガルドECB総裁：「インフレに対する勝利宣言は時期尚早」
- ⑥12/14:欧 「下げまくった議論せず」 2会合連続で金利据え置き
- ⑦12/21:他 フーシ派、紅海を通行する船舶への攻撃継続を言明
- ⑧01/23：日 1月日銀金融政策決定会合(1/22-23開催分):政策金利を▲0.1%に据置き
- ⑨01/23：日 植田日銀総裁：「物価目標の実現確度、少しずつ高まっていると判断した」
- ⑩01/25：欧 1月ECB理事会主要政策金利 4.5%に据え置き
- ⑪02/08：日 内田日銀副総裁：「マイナス金利を解除しても緩和的な金融環境を維持」
- ⑫02/15：欧 ラガルドECB総裁：「インフレ反発のリスクを負いたくない」

■ECB・FRB政策金利と織り込み、欧CPI・妥結賃金



(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)**
2/20時点のユーロ先物ポジションはネット後89,451枚のユーロロング。米1月雇用統計が堅調だったことや同CPIが市場予想を上回ったことを背景に米利下げ織り込みが急速に縮小し、ドル買いが強まった。尤も、ECB高官からは市場の利下げ織り込みを牽制するタカ派発言が相次いだことから、ユーロロング緩やかな減少となった。
- ②ECB・FRB政策金利と織り込み (左上図)、欧CPI・妥結賃金の推移 (左下図)**
欧州でもインフレ鈍化が見られている状況ではあるが、ラガルドECB総裁は「何より避けたいことは(利下げの) 性急な決定をすることでインフレが再燃し、追加の措置を講じる必要が生じることだ」と発言し、市場の早期利下げ観測を牽制した。また、「賃金の伸びが今後数四半期にインフレのますます重要な原動力になる」としており、インフレ鈍化には賃金上昇圧力が低減することが重要との認識を示した。これにより市場の利下げ織り込みも剥落し、4月の利下げについて足元では3割程度まで剥落している状況。ユーロ圏における賃金動向について、2/20発表された欧4Q妥結賃金は伸び率が小幅に縮小し、賃金インフレのピークアウトを示唆する内容だった。欧1Qの妥結賃金は5月に公表される。ECBはこれらの更なる伸び率鈍化を確認し、利下げへの示唆がなされると見る。それまではECB高官からはタカ派発言が相次ぐとみているが、6月利下げ織り込みがさらに剥落するとは想定しづらい。相対的に米国の利下げ織り込み剥落の幅が大きいためユーロ買いは限定的となりそうだ。
- ③米月のユーロ/円・ユーロ/ドルの見通し：対円では大きく超えて上昇、対ドルでは上値重い展開を予想**
足元ではECB高官からタカ派発言が相次いでおり、レーンECB専務理事も「インフレ率の現在の傾向は極めて良好だが、ECBが目標とする2%に戻ることを確認するにはさらに時間が必要だ」と発言している。直近におけるECBの利下げ織り込みの剥落が継続し、ユーロを下支えしそうだ。尤も、米国に目を向けると、堅調な米経済指標を背景に利下げ織り込みが急速に縮小している他、好調な米企業の本決算も相まってリセッション懸念が後退している。かかる中、相対的にドル買いが強まることで、ユーロ/ドルは上値重く推移しそうだ。一方で、対円については大幅な上昇を予想する。足元で、日経平均株価が史上最高値を更新するなどのリスクセンチメントが良好であり、1月全国消費者物価指数が市場予想を上回ったことから、一部の市場参加者では3月日銀会合でマイナス金利解除を予想している。しかしながら、春闘の妥結結果を見極めてマイナス金利解除する方向性は変わらないと予想し、3月会合でも金融政策は据え置きとなる。また、2/8に内田日銀副総裁は「マイナス金利を解除しても緩和的な金融環境を維持」と発言しており、金融緩和の継続を示唆している。マイナス金利解除後も緩和的な金融政策が継続されるとの見方から、円売りが強まりユーロ/円は上昇しそうだ。(文責：瀬戸)

【ユーロ高・ドル安 要因】

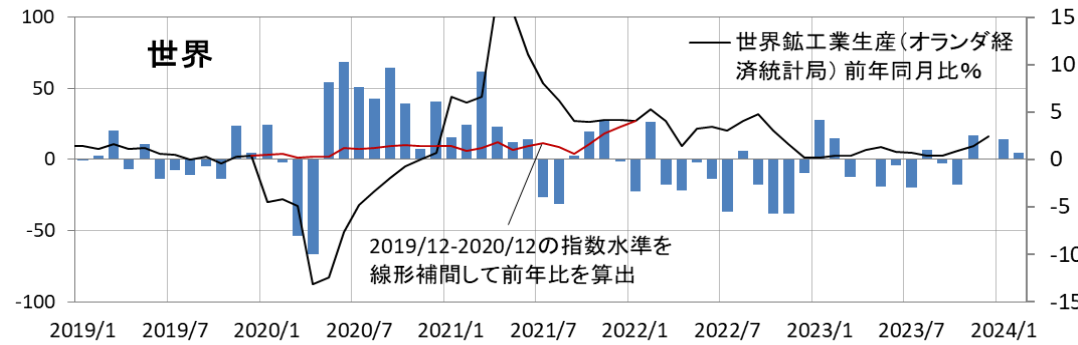
- ・ユーロ圏インフレ高止まりによるECBの金融政策タカ派化 (ユーロ高)
- ・米労働市場の軟化による早期利下げ期待の高まり (ドル安)

【ユーロ安・ドル高 要因】

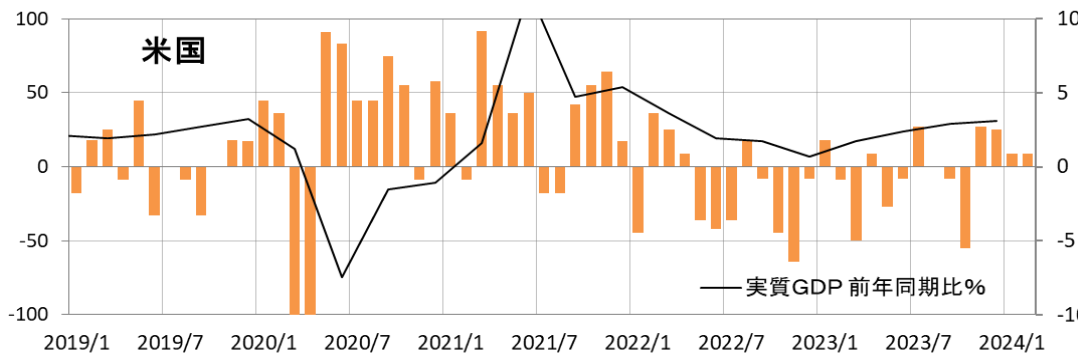
- ・米インフレの継続による高金利維持 (ドル高)
- ・利上げ効果の波及からユーロ圏の景気悪化によるECBハト派化 (ユーロ安)
- ・米国対比で軟調な欧州景況感 (ユーロ安)

星取DI 推移グラフ

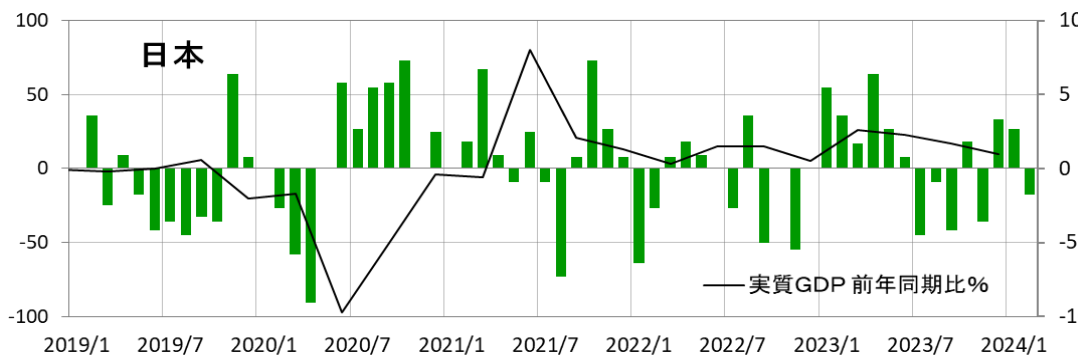
星取DIは、インフレ指標・対外収支を除く経済指標について、経済活動上向きの指標の数の比率から、経済活動下向きの指標の数の比率を差し引いたもの。DIは、「+100~-100」のレンジで推移し、数値が大きいほど、経済活動上向きの指標が多い。「0」は、経済活動上向き・下向きの指標数が拮抗していることを示す。



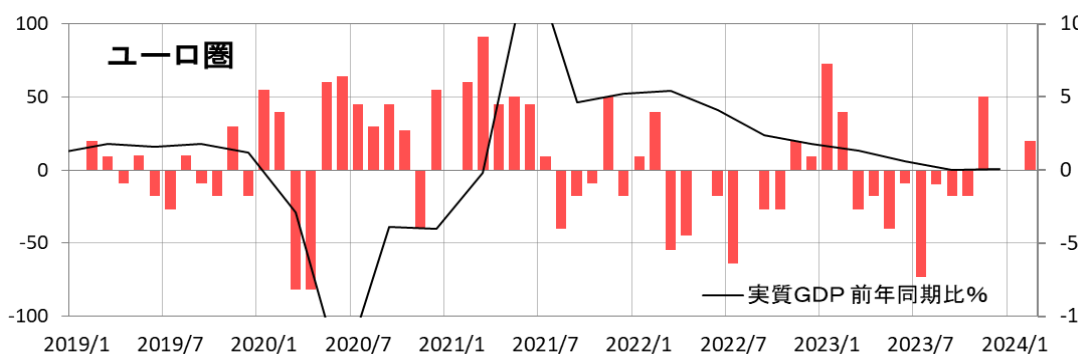
1月の星取DIは小幅プラスと世界景気のやや改善を示唆。日本・米国・中国がプラスに寄与。ユーロ圏はゼロ。



1月もプラスとなった。景況感は改善したが、ハードデータが総じて弱かった。2月の公表済みの景況感はやや改善。



景況感中心に改善し、1月は前月に続きプラスとなった。2月のPMI速報は製造業・サービス業とも悪化した。



1月は景況感・ハードデータとも強弱まちまちで、横ばいを示唆している。2月の公表済み景況感は改善がやや優勢。

(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3月）

月	火	水	木	金	土	日
				1	2	3
				イラン議会選挙 米連邦政府つなぎ 予算の一部失効		東京マラソン
	4	5	6	7	8	9
	日10年国債入札 スーパーチューズデー			日30年国債入札 ECB金融政策会合 米大統領一般教書 演説	米連邦政府つなぎ 予算の全部失効	米夏時間開始 ポルトガル総選挙
	11	12	13	14	15	16
ユーログループ財務相 会合 米予算教書公表 米3年国債入札	日5年国債入札 EU財務相理事会 米10年国債入札		日20年国債入札		北陸新幹線が 敦賀まで開業	ロシア大統領選挙 自民党大会
18	19	20	21	22	23	24
日銀政策決定会合 豪RBA理事会	米20年国債入札 FOMC		英中銀MPC政策発表 EU首脳会議 米10年インフレ連動 国債入札		スロバキア大統領 選挙	熊本県知事選
25	26	27	28	29	30	31
日銀議事録(1/23) 米2年国債入札	米5年国債入札	日40年国債入札 米2年変動国債入札 米7年国債入札	日銀主な意見(3/19)	日2年国債入札		欧州夏時間 開始

(その他のイベント)

- ・(4日)トランプ前大統領の選挙妨害共謀罪初公判→免責特権に関する司法判断が確定していないため延期
- ・(5日)中国全国人民代表大会(全人代)開幕
- ・(中旬)2024年春闘の企業回答集中
- ・(上旬)ラマダン(断食月)入り

本資料は当マーケット金融ビジネスユニット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。