

# USD/JPY 4月の予想レンジ：148.00 ~ 155.00



## ■IMM通貨先物ポジション (CME建て玉、非商業+非報告)

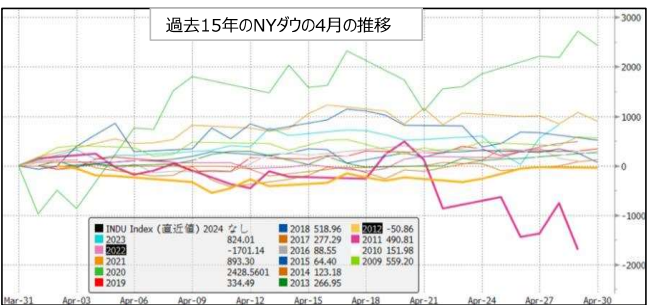
(出所:Bloomberg)



## ■相場変動要因

- ①10/31: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%
- ②11/03:米 10月非農業部門雇用者数変化 150k (予 180k、前 336k→297k)
- ③11/14:米 10月CPI(前年比) 3.2% (予 3.3%、前 3.7%)
- ④11/28: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」
- ⑤12/13: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」
- ⑥12/15: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」
- ⑦01/19:米 ミシガン大消費者マインド指数78.8 (市場予想:70.1)
- ⑧01/23:日 日銀金融政策据え置き(政策金利▲0.1%/YCC上限1.0%目途)
- ⑨02/02:米 1月非農業部門雇用者数変化 353k (予 185k、前 216k→333k)
- ⑩02/13:米 1月CPI (前年比)+3.1% (予 +2.9%、前 +3.4%)
- ⑪03/19:日 日銀、マイナス金利解除、YCC撤廃、J-REIT・ETFの買い入れ終了を決定
- ⑫03/20:米 パウエルFRB議長:「今年中に」緩和を始めるのが適切になるだろう」

## ■4月の①米株 (NYダウ) 推移と②海外勢の日本株買い



## ■今月の市場分析と展望

**①IMM通貨先物ポジション(左上図)**  
3/19時点の円先物ポジションはネットでは115,119枚ショートと2月末にかけて拡大後、小幅に縮小に転じた。各種報道等を受けて、日銀が金融緩和解除に踏み切る可能性が高まったことで円ショートポジションが縮小したと見られる。但し、日銀のマイナス金利解除決定の19日時点では小幅に拡大している。

**②4月の株高アマリ**  
左図①は過去15年のNYダウの4月の動きを示している。2012年と2022年の2回を除き上昇しており、4月は株高のアマリが見られる。理由は定かではないが、米国では確定申告の期限が4月15日となっており、期限が近づくに連れ申告→還付が増加し、その資金が株価に回ることも一因だろう。一方、日本株には米株ほどの4月の上昇アマリは見られないが(過去15年で9勝)、左図②のとおり4月は海外勢が日本株を買い越す傾向にある。加えて、足元の日本株の上昇基調や新NISAの影響を考えると、日本株にも4月は堅調推移が見込まれよう。

**③来月のドル/円見通し: 堅調な展開を予想**  
今日は日銀決定会合にて、実に17年ぶりの利上げとなるマイナス金利の解除、イールドカーブコントロールの撤廃、ETF・J-REITの購入停止が決定された。当初は4月以降と見られていたマイナス金利解除が行われたにも関わらず、事前報道などで織り込み済みであったことや、植田日銀総裁が今後の利上げについては経済物価の見直し次第としつつも、「当面、緩やかな金融環境が継続する」と考えている」と述べたことで、日銀会合後も円安の動きとなっており、今後日銀の利上げ観測が高まる場面はあるが、4月会合での連続利上げは想定しづらいなか、金融引き締め感の悪化による円高進行は当面見込みづらいと見る。一方、今月のFOMCでは、予想を上回った2月CPI、同PPIにも関わらず、注目されたドット・チャート(FOMCメンバーの政策金利見通し)の中央値は、前回と変わらず年内3回の利下げを示唆する形となった。パウエルFRB議長の記者会見の内容もハト派と捉えられ、FOMC後に一時ドル安が進む場面も見られた。しかしながら、ドット・チャートについては年内4回以上の利下げを想定するメンバーは減少、今年のインフレ見直しも上方修正されるなど、市場が促るほどハト派とは言えないのではないかと、米長期金利は低下傾向にあるものの、市場がすでに現状3回超の利下げを織り込みインフレ再燃の懸念もある状況下では、一段の米金利低下は見込みづらく、大きくドルが売られる展開は想定しづらいと考える。日米株価の高値更新が続くなど、やや楽観的に過ぎる向きは感じられるものの、上述②のとおり当面は株価の底堅い推移を見込んでいる。ドル/円自体には4月の明確な季節性は見られないものの、現状の株・為替ともに低ボラティリティの環境では、株価の上昇はリスクオンの円売りおよび円キャリートレードにつながりやすく、ドル/円を上升させると見込む。ドル/円が一時的に2022年の高値を上回ったことで、当局による介入警戒感が高まりやすいが、2022年介入実施時に比べ、賃上げの動きやコロナの落ちつきによるインバウンド需要期待など、悪い円安との論調は少ないようにも感じられ、下落したとしても下値は限定的と予想する。(文責: 西田)

<p><b>【ドル高・円安 要因】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・米インフレ継続、利下げ後ずれによる高金利維持 (ドル高)</li> <li>・日米株の堅調な推移による円売り (円安)</li> <li>・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)</li> </ul>	<p><b>【ドル安・円高 要因】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・米労働市場、インフレ鈍化による早期利下げ期待 (ドル安)</li> <li>・本邦当局による介入警戒感 (円高)</li> <li>・日銀金融政策の一段の修正期待 (円高)</li> </ul>
--	---

EUR/USD 4月の予想レンジ：1.0600 ～ 1.0950

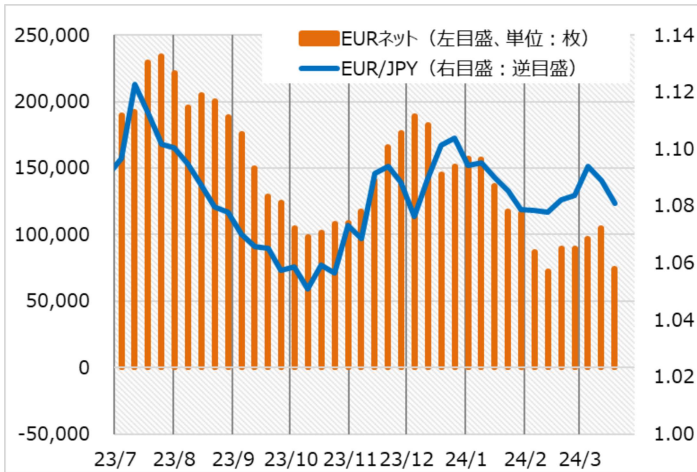
EUR/JPY 4月の予想レンジ：160.00 ～ 167.00

## 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)

## ■ECB高官発言抜粋

発言者	内容
ラガルド ECB 総裁	6月にはさらに多くのことが分かるだろう 資金の力強い伸びもあり、物価上昇圧力は依然高い(3/7) 初回利下げ後の追加引き下げは事前に約束できない(3/20)
デギントス ECB 副総裁	はるかに多くのデータ入手し6月会合で判断する(3/19)
シュナーベル ECB 専務理事	地政学的な変動による並外れた投資需要が自然利子率を押し上げる 影響を及ぼしている可能性がある。(3/21)
レーン ECB 専務理事	6月にははるかに明確な展望描ける(3/14)
チポローネ ECB 専務理事	速やかに金利を引き下げる余地ある(3/27)
エルダーソン ECB 専務理事	インフレ率2%への目標に向け順調(2/4)
デコス・スペイン中銀総裁	6月に利下げを開始する可能性がある(3/19)
クノット・オランダ中銀総裁	個人的には利下げ開始を6月と暫定的に考えている(3/14)
ナーゲル・ドイツ中銀総裁	利下げが始まって自動的に続かない 夏休み前に利下げする可能性が最近高まっている。 インフレの急減速が続くことを十分確信する必要がある(3/23)
パネッタ・イタリア中銀総裁	物価安定に対するリスクは低下し、金融緩和の条件が整いつつある (3/28)

(出所：Bloomberg)

## ■相場変動要因

- 10/07: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
- 10/26:欧 ECB 政策金利11会合ぶり据え置き
- 11/21:ラガルドECB総裁：「インフレに対する勝利宣言は時期尚早」
- 12/14:欧「利下げまったく議論せず」2会合連続で金利据え置き
- 12/21:他 フーシ派、紅海を通行する船舶への攻撃継続を表明
- 01/23:日 1月日銀会合(1/22-23開催分):政策金利を▲0.1%に据え置き
- 01/23:日 植田日銀総裁：「物価目標実現確度、少しずつ高まっていると判断」
- 01/25:欧 1月ECB理事会主要政策金利 4.5%に据え置き
- 02/08:日 内田日銀副総裁：「マイナス金利を解除しても緩和的金融環境維持」
- 02/15: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」
- 03/14:欧 ECB、金融政策運営枠組みの見直し結果を発表
- 03/19:日 3月日銀会合、マイナス金利解除、YCC撤廃、J-REIT・ETF買入終了

## ■今月の市場分析と展望

## ①IMM通貨先物ポジション(左上図)

3/19時点のユーロ先物ポジションはネット後74,130枚のユーロロング。ECB高官の6月利下げを示唆する意見が強まったことでもってか、ユーロロングは縮小する結果となった。独金利が低下傾向にあることもあり、現時点ではより一層ロングポジションの縮小が進んでいるよう。

## ②ECB高官発言抜粋(左下図)

今月公表された欧州圏のサービス業・製造業PMI(速報値)を確認すると、ユーロ圏全体としては9か月ぶりの高水準となったものの、ドイツ・フランスが弱含み、域内の景気は区々となっている。ユーロ圏の局所的な景況感の悪化を防ぐためにも、ECBは予防的利下げを実施に傾きつつあると言える。左下図表には、ECB高官の発言をまとめているが、ラガルドECB総裁は3月ECB理事会後の会見にて「6月にはさらに多くのことが分かるだろう」と述べた。これはインフレ指標を念頭にした発言であり、ECBスタッフの経済見通しにて物価が引き下げられていることもあり、6月での利下げを示唆しているものだろう。かかる中、4月ECB理事会では利下げの後押しとなるデータ待ちのため政策金利は据え置きと予想する。

一方、ECB主要政策金利は2001年以降の高水準であるものの、シュナーベルECB専務理事が述べ通り自然利子率(景気が拡大も抑制もしない金利水準)の押し上げによる不十分な金融引締めとなっている可能性がある。また、ECB高官は資金の力強い伸びによるインフレ圧力に懸念を示しており、インフレの再燃懸念の警戒度は高いと見る。ECB高官の6月利下げ姿勢が一強まるとも、ユーロ圏の失業率が過去最低水準で保つ状況下、資金の高止まりは続くものと考え、先の持続的な利下げを見逃すことは困難であろう。よって、市場での7月以降の利下げ期待は進まず、ユーロ売りが進みづらい状況が続くとみている。

## ③来月のユーロ/円・ユーロ/ドルの見通し：対円では上昇、対ドルでは上昇する展開を予想

前述の通り、来月は利下げ開始時期に関する議論は残るにしろインフレ警戒感からユーロ売りが入りづらい相場を予想している。一方で、今月の日銀会合では2016年1月に導入されたマイナス金利の解除を決め、金融政策の変更にも乗り出したが、「当面、緩和的な金融環境は継続」としハト派的な利上げと捉えられたことで円売りが進んだ。3/4に公表された法人企業統計による10-12月期の設備投資が前年同月比で+16.4%と17年ぶりの高い伸びを示すも、日4QGDP(速報値)は前期比+0.1%とプラス成長も伸び幅は小さく、利上げ後も景気の回復を確認するためにも追加利上げに踏み切るには時間がかかろう。本邦通貨当局における介入警戒感も高いものの、絶対的な日米金利差を前に円売りがユーロ円を押し上げよう。

他方、米国では1月S&PコアPジョージCS20都市住宅価格指数が2022年11月以来最大の伸びを示しており、住宅価格の上昇が続いている。住宅価格は米消費者物価指数の3割程度を占めており、インフレ圧力は続きそうだ。3月FOMCではドットチャートの今年度末の中央値は市場期待に反し据え置かれたが、根強い物価上昇圧力を背景に再度利下げ期待の巻き戻しが強まり、ユーロ/ドルは上昇を見込む。(文責：有賀)

## 【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)

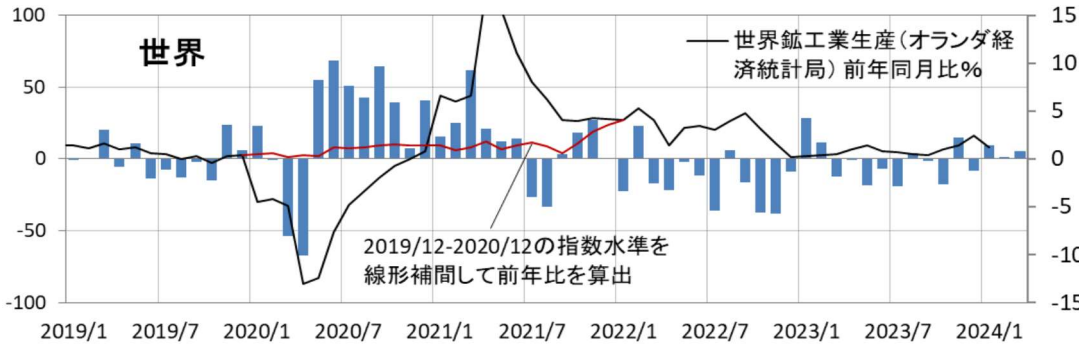
## 【ユーロ安・ドル高 要因】

- ・米インフレの継続による高金利維持(ドル高)
- ・インフレ鈍化や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)

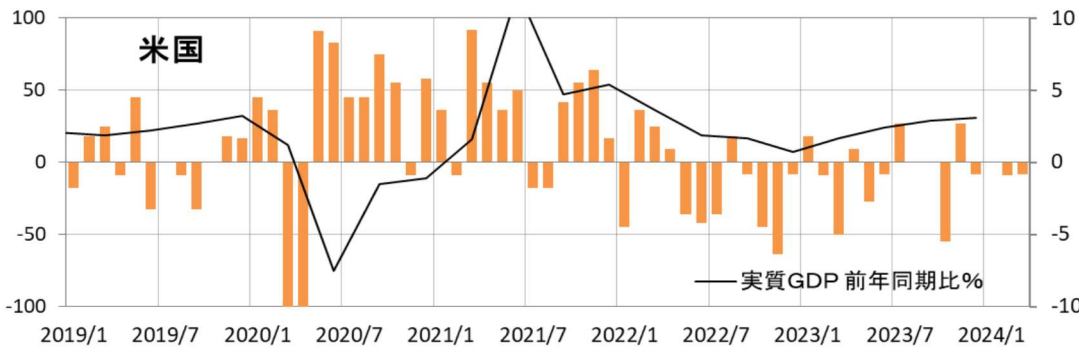


## 星取DI 推移グラフ

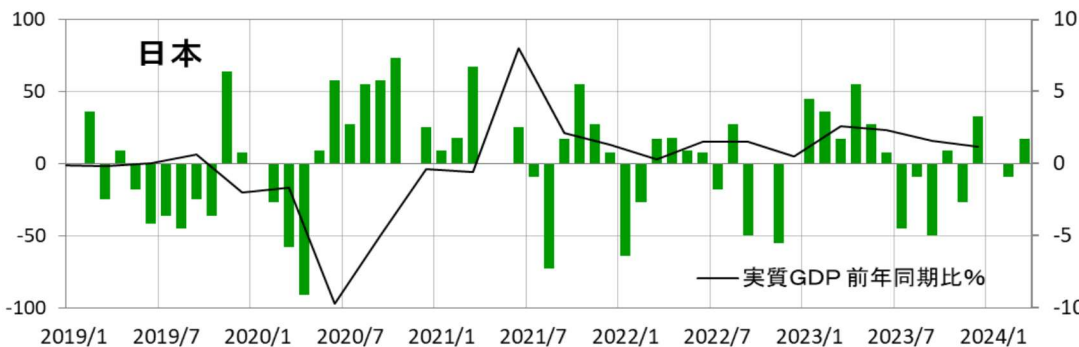
星取DIは、インフレ指標・対外収支を除く経済指標について、経済活動上向きの指標の数の比率から、経済活動下向きの指標の数の比率を差し引いたもの。DIは、「+100~-100」のレンジで推移し、数値が大きいくほど、経済活動上向きの指標が多い。「0」は、経済活動上向き・下向きの指標数が拮抗していることを示す。



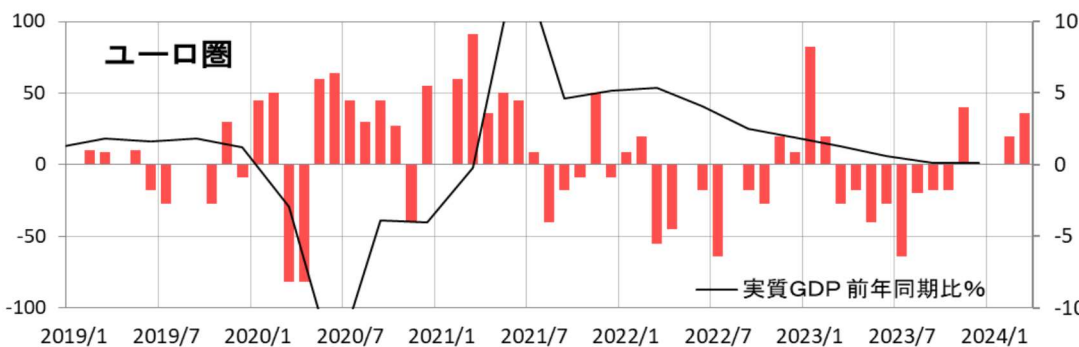
2月の星取DIは+1で、世界景気のほぼ横ばいを示唆。ユーロ圏がプラス寄与。日本・米国・中国は若干のマイナスに。



2月は小幅マイナスとなった。景況感は悪化したが、ハードデータは改善した。3月の公表済みの景況感は総じて弱め。



2月は景況感中心に強弱まちまちで小幅マイナスとなった。3月のPMI速報は製造業・サービス業とも改善した。



2月は景況感中心に横ばい~改善となり、星取DIはプラスとなった。3月の公表済み景況感は製造業PMI以外が改善した。

(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4月）

月	火	水	木	金	土	日
1	2	3	4	5	6	7
日銀短観	日10年国債入札 ASEAN財務相・中銀総裁関連会議(ワオス)→4/5		日30年国債入札 日銀支店長会議			
8	9	10	11	12	13	14
	日5年国債入札 米3年国債入札	NZ政策金利公表 韓国総選挙 日米首脳会談(ワシントン) 米10年国債入札	日20年国債入札 ECB金融政策会合 ユーログループ財務相 会合 米30年国債入札	CIS外相会議 (ペラルーシ/ミンスク) EU財務相理事会		
15	16	17	18	19	20	21
IMF・世銀春季総会(ワシントン)-----→4/21		G20財務相・中銀 総裁会議(ワシントン) G7外相会合(イタリア/カプリ)-----→4/19 ページェブック 米20年国債入札	EU特別首脳会議-----→ 米5年インフレ連動 国債入札			
22	23	24	25	26	27	28
	日2年国債入札 米2年国債入札	米2年変動国債入札 米5年国債入札	日銀政策決定会合(展望レポート)-----→ 米7年国債入札			衆院補欠選挙 (島根1区・長崎 3区)
29	30					
	FOMC→5/1					

### (その他のイベント)

- ・(4/1)建設・物流業界等で労働者の時間外労働規制強化
- ・(4/15)米財務省の半期為替政策報告書提出期限
- ・(4-6月)インド総選挙

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。