

令和 6 年(2024 年)3 月 29 日

GLOBAL MARKETS RESEARCH

チーフアナリスト 井野 鉄兵
シニアアナリスト 亀井 純野
アナリスト 横尾 明彦、小池 さくら

三菱 UFJ 銀行
A member of MUFG, a global financial group

Table of contents

- 1 為替相場の見通し
- 2 予想レンジ
- 3 マーケットカレンダー
- 4 為替相場推移表

1. 為替相場の見通し

(1)ドル円(井野)

日銀が金融政策を転換も円安継続..... 2

日銀はついに大規模金融緩和を撤回し、「普通の金融政策」に転換した。にもかかわらず、外国為替相場では結局、円安が進み、ドル円は 152 円に迫った。米国の利下げ着手のタイミングが後ずれするとの見方が広まるなか、内外双方からの金利差、金融政策格差の縮小が進捗しないことが要因と言えよう。これまでの格差拡大の経緯に鑑みれば、ドル円のトレンド転換には、絶対値の大きい米国の政策転換が不可欠であるが、そのタイミングはもう少し先となりそうな状況だ。

(2)ユーロ(亀井)

6 月利下げ開始に向けた点検作業が続く..... 8

(3)英ポンド(亀井)

BOE の早期利下げ開始の織り込みが進む..... 12

(4)豪ドル(小池)

準備銀のタカ派スタンスは軟化..... 16

(5)カナダドル(小池)

米加金利差はカナダ優位の方向に縮小..... 18

(6)人民元(横尾)

全人代後、追加緩和への言及が相次ぐ..... 20

(1)ドル円 日銀が金融政策を転換も円安継続

3月のレビュー

ドル円は150.08で取引開始。高値警戒感漂うなか、月初は150円台前半で上値重く推移したが、6日東京時間には、日銀決定会合でのマイナス金利解除を示唆する観測報道があり円の買戻しが優勢となり、米国時間にはパウエルFRB議長の下院での議会証言が事前予想通りにとどまったことから米金利の低下とともにドル安も加わって、149円絡みまで下落。翌7日には、植田総裁、中川審議委員が金融政策変更に向きなスタンスを示したことで、パウエル議長が上院の議会証言で利下げを「そう遠くない」と発言したことを受け、147円台半ばまで下げ幅を拡大した。さらに8日は、日銀内でマイナス金利解除に傾く政策委員が増えているとの報道などがあり、米雇用統計も総じて市場予想を下回ったことから、ここまでの月間安値146.49まで下落している。もっとも、12日には植田総裁が「消費に弱めの動き」と発言したことが円売り材料とされたほか、2月の米消費者物価指数（CPI）が総じて市場予想を上回ったことで147円台に反発。14日には岸田首相がデフレ脱却宣言検討の報道を否定したほか、米生産者物価指数も市場予想を上回ったことで、148円台を回復した。注目の日銀金融政策決定会合は、19日の2日目昼頃に結果が判明。マイナス金利の解除、イールドカーブコントロール（YCC）の終了など金融政策変更を決めたが、事前報道の通りとの受け止めから円売りの反応となった。150円台まで急上昇すると、その後の植田総裁会見でも「ハト派的」との評価は変わらず円売り地合いが続いて151円絡みまで上伸した。本邦休日の20日も円売り優勢で151円台での推移が継続。FOMCは懸念されていたタカ派シフトが見送られたことから、一旦は150円台後半まで反落するも、22日は、フィラデルフィア連銀景況指数や景気先行指数などの米指標が軒並み強く、ドル高地合いとなって151円台後半まで上昇。週明け25日には、朝方から神田財務官の円安牽制発言があり、その後は上値重く推移したが、27日の田村審議委員発言が「ハト派的」と見做され円売りが加速。一昨年の高値も更新し、151.97まで急上昇した。この動きをうけて鈴木財務相が「断固たる行動をとる」と発言すると、151円台前半まで反落。夕方には財務省、金融庁、日銀の三者会合実施が報じられると、151円台前半まで続落した。ただ、151円を割り込むにはいたらず、29日、本稿執筆時点でも151円台前半で推移する（第1図）。

日銀は金融政策を転換も、
結局は円安が進んだ

日銀はついに「大規模」「異次元」の金融緩和を撤回、「普通の金融政策」（植田総裁）に転換した。にもかかわらず、外国為替相場では結局、円安が進み、ドル円は152円に迫った。このまま高値圏で3月一か月を終えそうである。背景には、米国の利下げ着手のタイミングが後ずれするとの見方が広まり、内外双方からの金利差、金融政策格差の縮小が進捗していないことがあると言ってよさそうだ。これまでの格差拡大の経緯に鑑みれば、ドル円のトレンド転換には、絶対値の大きい米国の政策転換が不可欠であり、「どんどん金利を上げる状況にはない」（内田副総裁）日銀が、マイナス金利

を解除した程度では、海外勢などの円売り意欲を削ぐまでにはならなかったということになる（第2図）。これに対し、財務省、金融庁、日銀が昨年5月以来の三者会合を開催、神田財務官が為替介入実施も辞さない構えを表明し、いわゆる介入警戒感を醸成することで、一段の円安進行を食い止めているといった状況だ。

また、この間、たとえばスイス中銀が「サプライズ」利下げに踏み切るなど、米国以外の海外中銀のスタンスが「ハト派的」になりつつあることもあって、クロス円は必ずしも円安一辺倒に陥ってはいないことをここで指摘しておく。

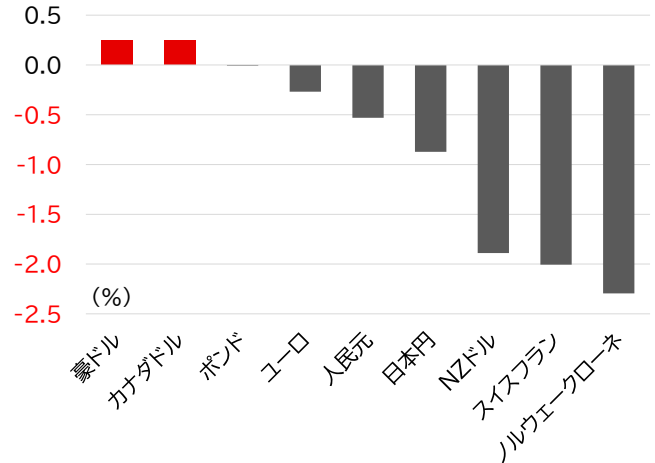
第1図：ドル円相場(日足)



(注)3月29日東京時間13時時点

(資料)EBSより三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2図：3月の主要通貨対ドル騰落



(注)3月29日東京時間13時時点

(資料)Bloombergより三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

本音の勢いが強まりつつあるFRB

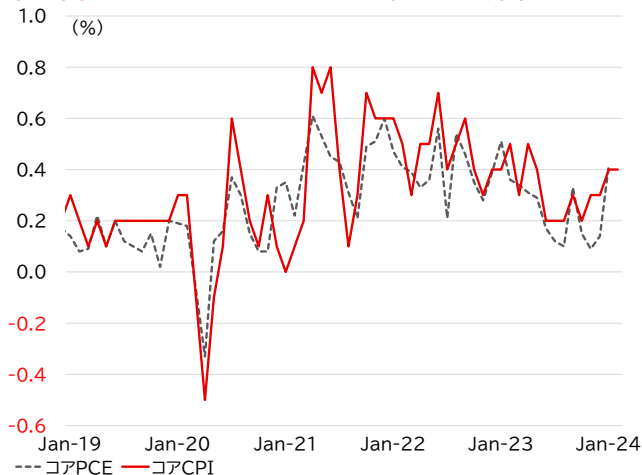
FOMC直前に発表された2月の米CPIは、生鮮食品とエネルギーを除いたコアベースの前月比が+0.36%で、「加速」とまでは言えないものの、インフレ鈍化の流れが継続しているとの楽観的な見方を揺るがしかねない数字となった（第3図）。これを受けたFOMCでは、いわゆるドットチャートにおけるFF金利予想の引き上げなどの「タカ派化」が予想された。ただ結局は、パウエルFRB議長が引き続き遠くない将来の利下げ着手を示唆するなど、全体としては顕著なスタンス変化はみられなかったと総括できる会合となった。パウエル議長はFOMC前に、「利下げが遅れるリスク」についても言及しており、利上げが遅れてインフレ加速を招いたとの批判を意識しているほか、11月の大統領選を前に、バイデン大統領が演説で利下げを促すなどの政治圧力が、判断を難しくしているようだ。FOMC後の議長会見では失業率の上昇を利下げの根拠とするといった発言もあり、インフレよりも景気に軸足を移しつつある面もちらつかせた。いずれにせよ、インフレに固執することは、政治的なリスクを背負うことにもなりかねないことから、現時点では、6月FOMCで利下げに踏み切るという従来の見方を維持することとおきたい。

一方、タカ派と目されるウォラー理事はFOMC後の講演で、利下げ回数を減らすか着手を遅らせることが適切と発言したり、利下げを急ぐ必要はなくなったとしたりと、足もとの米国経済を踏まえて、発言トーンのタカ派色をやや強めている。物価動向を重視すればこ

そだろう。ただ、依然、インフレ再加速は一時的との見方もあるなかで、利下げ着手のタイミング判断には、今後数回のインフレ指標を確認する必要があるとも発言している。実際のところは、29日、本稿脱稿後に発表される2月のPCEデフレーターに加え、4月発表の3月分のCPI、PCEデフレーターなどを確認してから、本格的にスタンスが固まったきそう。そのうえで、5月初のFOMCにおいて、次の6月FOMCでの利下げ検討の「予告」があるかどうか、という流れとなりそう。

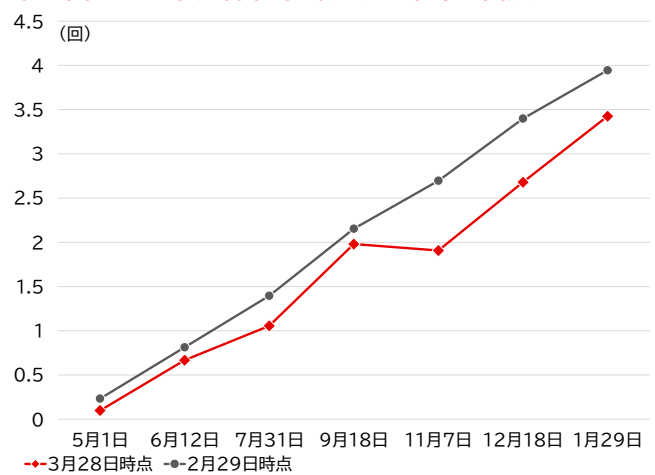
こうしたなか、FF金利先物市場などでは、利下げ見通しが一段と後退した（第4図）。為替市場でも2月後半に進行したドル安を概ね解消する状況となっている。かかるウォラー理事の発言を踏まえると、短期的には、利下げ期待が一段と後退することによるドル高の可能性をみておくべきだろう。もっとも、このウォラー理事の講演質疑で確認できたのは、あくまで金融政策の方向性は利下げの検討であり、いつ、どの程度とするかが主な検討課題ということだ。タカ派のウォラー理事をもってしても、逆方向の利上げ再開を議論するためには「インフレ面で状況が劇的に変化する必要がある」としており、利上げの可能性はかなり低いと考えられる。もちろん、原油価格がジリジリと上昇しているうえ、米国内での橋梁事故による物流面での影響も気がかりで、そのリスクが皆無というわけではない。ただ、ここまで続いてきたインフレ減速について、さらに数か月かけて様子見とする姿勢を示していることから、逆にインフレ再加速のトレンドと判断するにしても、相応の時間をかける必要がある。よって、現時点でのリスクシナリオは、結局、利下げができないという状況と考えておく。

第3図：コアCPI、PCEデフレーター前月比上昇率



(資料)米経済分析局、労働統計局より
三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第4図：FF金利先物市場の織り込む利下げ回数



(注)現時点からの利下げ回数、1回あたり25bpで試算
(資料)Bloombergより三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

日銀政策転換を巡る為替相場の顛末

先月号執筆時点では、3月の日銀金融政策決定会合での政策変更は、可能性が「かなり高まっている」とみていた。振り返ると、2月29日の金融経済懇談会における高田審議委員の挨拶が、政策変更に向きなものと評価され、さらに、政府が「デフレ脱却宣言」を検討しているといったものを含め、3月会合での政策変更を予感させ

る報道が続いたことで、15日の連合による春闘第1回回答集計結果の発表を待たずに、市場では政策変更を概ね織り込むような状況となった。この流れに沿う格好で円買戻しの動きもみられたが、岸田首相が「デフレ脱却には至っていない」と発言したことも冷や水となり、円買戻しの動きは決定会合を前に失速。連合の第1回回答集計結果は、賃上げ率が5.28%と33年ぶりの高水準になる「サプライズ」がありつつも、円高の流れに回帰することにはならなかった(第5図)。

日銀は結局、マイナス金利の解除やイールドカーブコントロールの撤廃など、市場の期待に満額回答した。ただ、将来の利上げを強く仄めかすことなどには踏み込まなかったことを為替市場は「ハト派的」と評価し、円売りで反応した。「噂で買って事実で売る」の格言通りとも言える。植田総裁の会見でも評価が覆ることなく、円売り地合いが継続した。また、会合後の金融経済懇談会では、「最右翼」と目される田村審議委員が登壇したものの、事前に積極的な追加利上げを示唆するとの期待も寄せられたこともあって、「ゆっくりと、しかし着実に金融政策の正常化を進め、異例の大規模金融緩和を上手に手仕舞いしていく」との発言がむしろ、「ハト派的」と解釈された。かくして、ドル円が昨年高値を更新するに至っている。

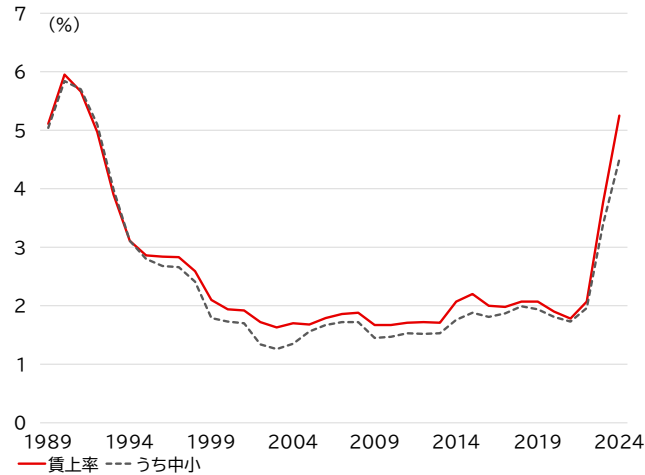
日銀が「ハト派的」というのは過小評価

4月も25日、26日の日程で金融政策決定会合が予定されている。いまのところ、このタイミングでの利上げなど政策変更までは予想しないが、『展望レポート』では、物価見通しの更新などを通じ、追加利上げが遠くないことを意識させるものになる可能性はあると考えている。というのも、そもそも日銀は3月会合をもって「大規模金融緩和」を取りやめ「普通の金融政策」に回帰している。スタンスは少なくとも中立であると言えよう。また、新しいガイダンス文言は「現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」となり、あくまで「現時点の」見通しが前提であるとしているうえ、植田総裁も後の会見で「基調的物価上昇率がもう少し上昇すれば短期金利の水準の引き上げにつながる」と発言し、将来の利上げ自体は否定していない。また、「当面」という単語が意図する時間軸も、「さしあたって」という程度の長さである点にも留意すべきだろう。日銀の過去の文書を紐解けば「しばらく先まで」という時間軸には「当分」との単語を用いている。これらの点を踏まえると、追加利上げ(や国債買入の縮小)はすでに視野に入っていると見える。「ハト派的」という市場の受け止めは、かかる点を過小評価していると指摘できよう。

もちろん、主体的に関与する資金、債券市場が政策変更の結果、急変することは日銀の本意ではない。『主な意見』でも「経済実態を反映しない形で先々の政策変更期待が高まり、金融環境が急変した場合、好循環のモメンタムに水を差し、物価目標の達成を遅らせるリスクがある」との考えが表明されていて、為替市場が「ハト派的」と受け止め得るコミュニケーションとしている面がありそうだ。つまり、資金、債券市場安定の代償としての円安進行はやむなしと

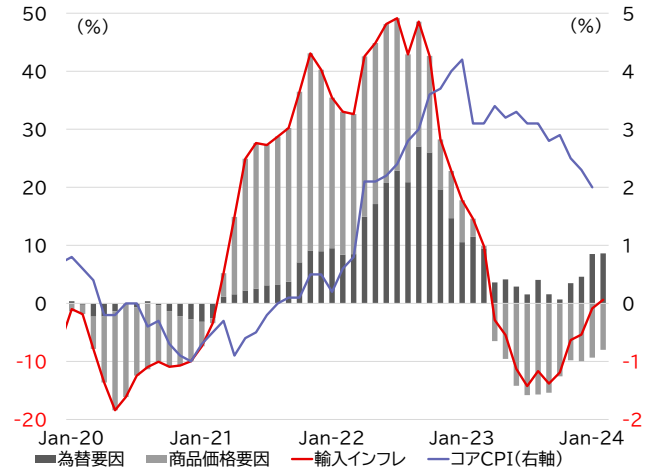
しているということだ。だが、植田総裁は、為替相場が経済物価見通しに影響を与えるのであれば、金融政策での対処を検討するとも発言している。すでに輸入物価は前年比プラスに転じているうえ、政府は電気、ガス料金の負担軽減措置を5月分までで停止することを決めた(第6図)。この先、現状の為替相場水準が続くだけでも、日銀の期待以上にインフレが進む可能性もあるなかで、早ければ、次の『展望レポート』を作成する7月の決定会合での追加利上げはあり得るとみておくべきだろう。短期的には、4月1日公表の短観を皮切りに、支店長会議、さくらレポート、そして月末の決定会合、『展望レポート』にて、追加利上げ近しとの期待が醸成されていく、すなわちメッセージが変化していくこともありそうだ。時間をかけたコミュニケーションが、どこまで投機筋の行動を変えるものになるかは見通しづらく、円安進行が止まる、あるいは円高方向にシフトするとしても、その歩みは緩やかなものにとどまるとみておく必要があると考えている。

第5図: 連合調査による賃上げ幅



(注)22日発表の第2回回答集計ベース
(資料)連合より三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第6図: 輸入物価指数、消費者物価指数前年比上年率



(資料)総務省、日銀より三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

短期的には上方リスク、
中期的には下落方向

当方は、先月の本稿で、コロナ禍以降のドル円相場の主な変動要因、テーマである内外金融政策格差の縮小が期待よりも進捗しない見込みとなったこともあり、予想レンジを上方修正した。今回はその予想レンジを維持する。

まず、3月のFOMCは、パウエル議長の会見を含めて、懸念していたよりもタカ派に振れることはなかったが、その後のウォラー理事発言も踏まえて、利下げ着手時期が後ずれするとの市場の織り込みが進捗している。一方、大統領選を念頭に置いた政治的要請とそれに呼応するようなパウエル議長の「そう遠くない」発言から、現時点では6月FOMCでの利下げ着手を見込む。よって、短期的には利下げを巡る期待の後退からドル高リスクが残り、中期的には利下げ転換でドル安という大まかな流れを想定している。

次に、為替市場における日銀の金融政策に対する「ハト派的」評価は粘着的であり、それを振り払うのは至難の業かつ、これまでのところ、日銀にもその意志が窺えない。積極的に円安を許容してい

るとは言うべきでないだろうが、目をつぶっていると言われても致し方なしだろう。コミュニケーションスタンスの変化がなければ、投機筋を中心に、円売り安心感を抱きやすい状況は継続しそうだ。目前に迫る 152 円台に到達すれば、その先は急速に円安が進行する可能性もあろう。他方、政府はそうした状況を憂慮する姿勢を隠さない。財務省、金融庁、日銀の三者会合を開き、神田財務官が為替介入実施も辞さない構えを表明している。一昨年来の本邦当局の行動に鑑みれば、介入実施の準備は整っていると行ってよさそうだ。しばらくは、介入警戒感なるものが円売りを抑制しよう。介入カードを駆使しながら、内外金融政策格差の縮小を待つといったところだ。いずれにせよ、米金融政策の方向性がはっきりするまでは、ドル円の局面転換はお預け状態となろう。

各四半期毎の予想レンジおよび期末の着地予想値

	24年4月~6月	7月~9月	10月~12月	25年1月~3月
予想レンジ	139.0~155.0	136.0~152.0	134.0~150.0	132.0~148.0
期末予想値	145.0	142.0	140.0	138.0

(予想レンジは四半期中を通じた高値と安値の予想。期末予想値は各四半期末のニューヨーク17時時点の予想)

チーフアナリスト 井野 鉄兵

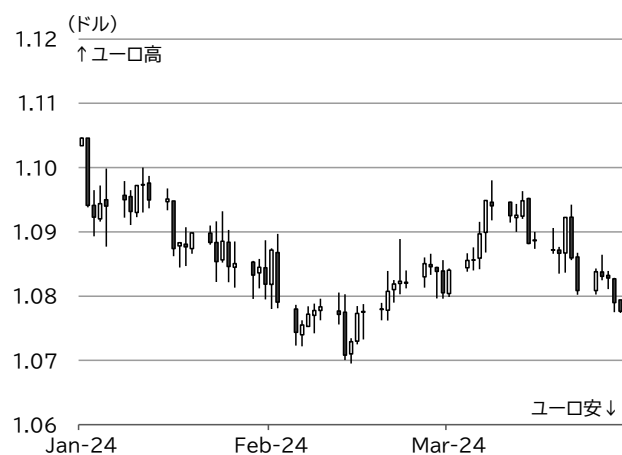
(2)ユーロ 6月利下げ開始に向けた点検作業が続く

3月のレビュー

3月のユーロドルは1.0807で寄り付くと、一時1.08台を割り込むも、下値は限られた。パウエルFRB議長が、6日の議会証言で年内の利下げ開始の可能性が高いと発言したことでドル売りが強まるなか、ユーロは上昇。ECBは7日の理事会で、大方の事前予想通り政策金利の現状維持を決定、経済見通しにおいて、コアインフレ率の見通しを下方修正した。相場の初期反応はユーロ売りとなったが、ラガルド総裁が会見で6月の利下げ開始を示唆すると、持ち直しに転じた。その後は、パウエル議長が利下げは「そう遠くない」と発言したことでドル売りが強まるなか、ユーロは上伸。8日に高値1.0980をつけたが、同水準で上値を抑えられると、米金利の持ち直しにつれて、断続的に値を下げた。20日のFOMCを通過して、再びドル売りとなる場面で一時1.09台前半を回復したが、1.09台の定着はかなわず、再び1.08台に下落。本稿執筆時点では1.07台後半の安値圏で推移している（第1図）。

ユーロ円は162.15で寄り付いたが、3月の日銀会合での政策修正についての観測報道が増えるに従い、上値を抑えられた。7日に中川日銀審議委員や植田総裁の発言が意識されて政策修正期待が高まり、円の買戻しが進むと、11日には安値160.22まで下げ幅を拡大した。その後も日銀の政策修正をめぐる植田総裁の発言や、大企業の春闘回答状況のヘッドラインを消化しつつ、クロス円の反発につれて持ち直した。日銀は19日に大方の事前予想通りにマイナス金利の解除やイールドカーブコントロールの撤廃などを決めたが、先行きの利上げについて明確に言及しなかったことがハト派的と受け止められ、円売りが優勢となった。ユーロ円は20日に高値165.33まで上昇したのち、月末に向かって値を下げた。本邦当局からの円安牽制や財務省・日銀・金融庁の三者会合開催が報じられると、164円台を割り込み、本稿執筆時点では163円台前半での推移が続いている（第2図）。

第1図: ユーロドルの推移



(資料)Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2図: ユーロ円の推移

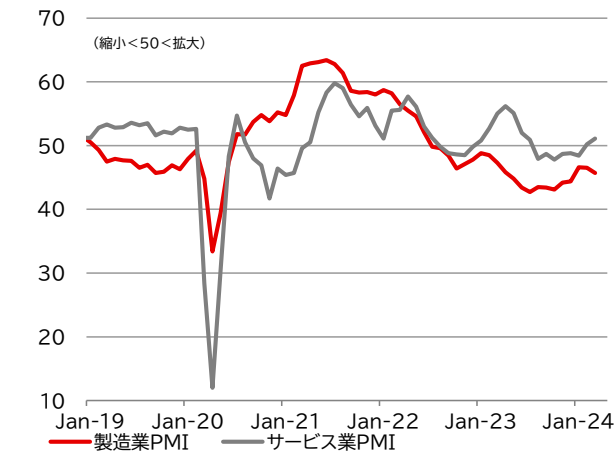


(資料)Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

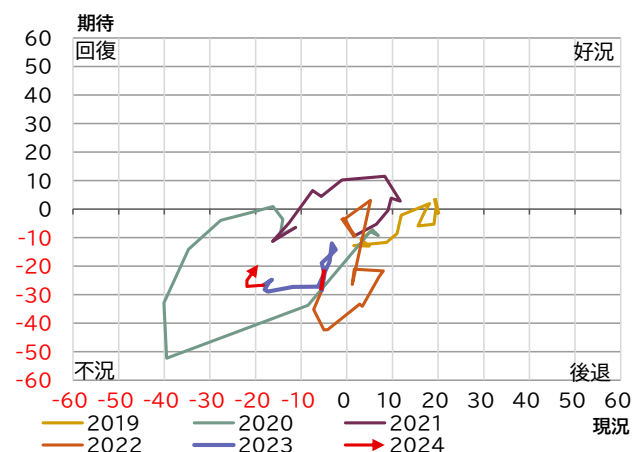
景況感は総じて持ち直し

3月に発表された経済指標の多くは、景況感の持ち直しを示すものとなった。3月のユーロ圏PMI（速報値）は、サービス業PMIの改善が独仏の製造業PMIの悪化を上回り、総合PMIは前月から改善した（第3図）。消費者や投資家のマインドも総じて前月から改善している。もっとも、ifo経済研究所が発表するビジネス・サイクル・クロック分析でドイツ経済の居所を確認すると、依然として「不況」領域にとどまっており、ユーロ圏経済の持ち直しは緩やかである（第4図）。

第3図：ユーロ圏PMI



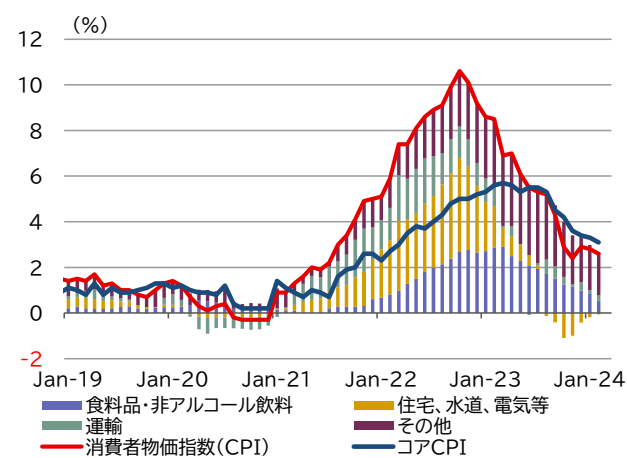
第4図：ビジネス・サイクル・クロック分析



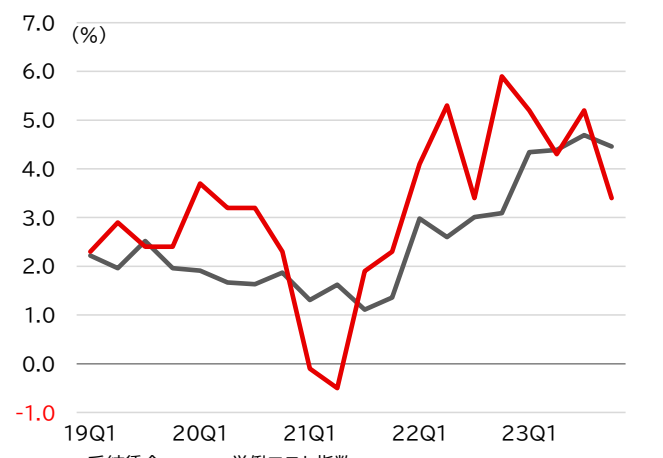
物価の伸びは小幅に鈍化

2月のユーロ圏消費者物価指数（HICP）はヘッドライン、コアともに、前月から伸びが鈍化した（第5図）。また、2023年第4四半期のユーロ圏の労働コストも、先月発表された妥結賃金と同様に、第3四半期から伸びが鈍化した（第6図）。ECBのラガルド総裁は、先行きの金融政策の判断には2024年第1四半期のデータが重要であるとしているが、少なくとも2023年末時点では賃金上昇圧力は和らぎつつあり、6月に利下げを開始するとのECBの見方と整合的だ。

第5図：ユーロ圏消費者物価指数(2月)



第6図：ユーロ圏労働コスト指数と妥結賃金(前年比)



ECBは6月までデータの点検を続ける

ECBは3月の理事会で、大方の事前予想通り、3つの主要政策金利の現状維持を決定した。経済見通しでは、2024年のGDP成長率とヘッドラインのインフレ率（HICP）の見通しを下方修正し、コアインフレ率は、2026年に物価目標水準まで低下するとした（第1表）。総裁は会見で、インフレ率が低下基調にある現状に「自信を深めている」としつつも、早期の利下げ期待を牽制。さらなる証拠やデータが必要であり、「4月にはもう少し分かるだろうが、6月にはよりよく分かるだろう」と、6月まで判断を待つ意向を示した。この点について、理事会は「大筋」で合意し、一つのデータで判断を下すわけではないという点で「広く」合意したという。この点と声明文の文言を考え合わせると、ECBは賃金上昇圧力の緩和が確認できれば利下げに向かう意向ながら、参加者の中心的な見方としては、まだその環境は整っていないということなのだろう。これらを踏まえて、市場参加者は概ね6月の利下げ開始と、年内4回の利下げ実施を織り込んでいる（第7図）。

このため、ECBは4月もデータを点検しつつ、様子見姿勢を維持するとみている。経済指標に加えて、ECBによる消費者期待調査（2日）や、経済予測専門家調査（12日）が、総裁が「4月にはもう少しわかる」としているところの材料にあたるのだろう。ECBの見立て通り、先行きの期待インフレ率の低下基調が確認されれば、6月の利下げ開始との見方を裏付けるものと言えるが、すでに広く見込まれているため、相場への影響は限定的となる。

翻って、米国ではFRBのパウエル議長やウォラー理事は、年内に利下げを開始するとしているが、開始を急ぐ様子は感じられない。底堅さを維持している米経済と、持ち直しの端緒についたばかりのユーロ圏経済とでは足元の経済環境が異なることがその背景にある。そのため、米欧の金融政策の方向性の違いから、4月もユーロ相場は上値の重い推移が続くと予想する。

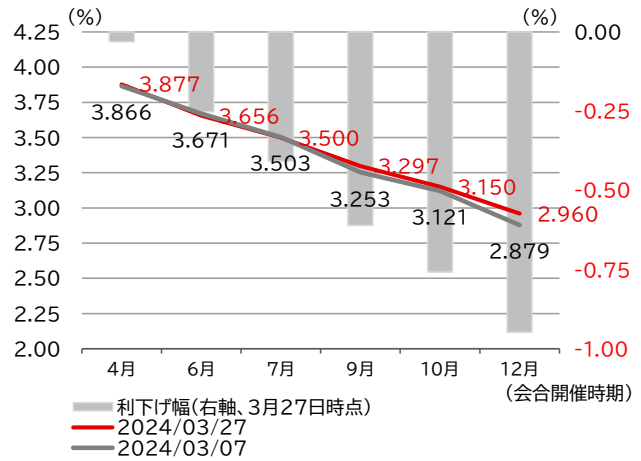
なお、ECBが米国に先んじて利下げを開始できるか危ぶむ声の一部では聞かれる。ラガルド総裁をはじめ、高官らは、ECBは独立して金融政策を決めると述べている。また、カギとなるのは、ユーロ相場の動向となる。足もとでは、ECBの6月利下げ開始と、FRBの利下げ開始時期が後倒しされる可能性が意識されるなかであっても、ユーロドル相場の反応は限定的にとどまっている。ECBが見通しの前提としているユーロドル相場の水準は1.08であるため、同水準を大きく下回った推移が続く、輸入物価の上昇を通じたインフレ圧力再燃を懸念するような状況とならない限り、現状のスタンスに変更はなさそうだ。

第1表: ECBのスタッフ経済見通し

	2022	2023	2024	2025	2026
実質GDP(前年比、%)					
3月	3.4	0.5	0.6	1.5	1.6
12月	3.4	0.6	0.8	1.5	1.5
HICP(前年比、%)					
3月	8.4	5.4	2.3	2.0	1.9
12月	8.4	5.4	2.7	2.1	1.9
HICP(除く食料品、エネルギー、前年比、%)					
3月	3.9	4.9	2.6	2.1	2.0
12月	3.9	5.0	2.7	2.3	2.1
失業率(%)					
3月	6.7	6.5	6.7	6.6	6.6
12月	6.7	6.5	6.6	6.5	6.4
単位労働コスト(前年比、%)					
3月	3.3	6.2	4.4	2.3	1.7
12月	3.3	6.1	4.1	2.6	2.0
経常収支のGDP比					
3月	▲0.6	1.8	3.2	3.2	3.1
12月	▲0.6	1.2	1.0	1.0	1.1

(注)実質 GDP と物価(HICP)は前年比
(資料)ECB より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第7図: 会合ごとの利下げ織り込み



(資料)Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

年末に向かって円高方向との見通しを維持

ユーロ円は、円売りが強まるなか、前月に続いて年初来高値を更新した。当方の見立て通り、日銀は3月に政策修正を決定したが、市場の想定よりもハト派的との受け止めから、これまでのところ、円安トレンドの転換には至っていない。ただし、当方は今回の日銀の決定やガイダンスが円売り安心感を醸成するものとする解釈には違和感を覚えており、ガイダンス自体、近い将来の利上げを否定するものではないと考えている。そのため、20日付の日経新聞電子版は、円安の進行が追加利上げを早める可能性があるとの見方を報じたように、当方は、会合後に、かねて年後半とみていた追加利上げのタイミングを7月に変更した。早期の追加利上げ期待が高まるにしたがって、足もとの円安は修正されるとみており、年末に向かって円高方向との見通しも維持している。このため、ユーロ円の上値も次第に重くなるとみている。

なお、3月31日にはトルコの統一地方選挙が実施される。接戦が見込まれるイスタンブールの市長選が最大の注目点であるが、当方のメインシナリオでは、選挙結果によって現状の経済政策の修正が起きる可能性は低く、相場への影響は限定的とみている。ただし、仮に選挙後にポジションを手仕舞う動きなどによるリラ売りが起点となり、広く新興国通貨売りに波及する事態となれば、地理的にも近い欧州通貨が荒い値動きとなるリスクには留意が必要だろう。

予想レンジ

	24年4月~6月	7月~9月	10月~12月	25年1月~3月
EUR/USD	1.04~1.13	1.06~1.15	1.08~1.17	1.09~1.19
EUR/JPY	151.0~167.0	150.0~166.0	149.0~165.0	147.0~164.0

予想レンジは四半期中を通じた高値と安値の予想

シニアアナリスト 亀井 純野

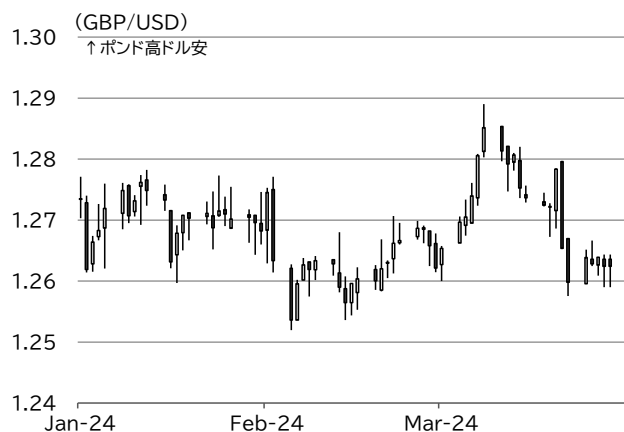
(3)英ポンド BOE の早期利下げ開始の織り込みが進む

3月のレビュー

ポンドの対ドル相場は月初に 1.2627 で寄り付くと、じり高に推移した。パウエルFRB議長の議会証言を受けたドル売りなどをこなしながら、8日の米雇用統計の発表前に高値 1.2893 まで上伸した。だが、1.29 台を目前に続伸を阻まれると、米雇用統計で非農業部門雇用者数の伸びが事前予想を上回ったこともあって、ドル買戻しが優勢になるなかで反落し、月末に向かって断続的に水準を切り下げた。20日のFOMCは事前に予想されていたほどタカ派姿勢を強めるものとならず、ドル売りが強まる場面でポンドも反発したが、1.28 台の回復に至らず、再び反落。イングランド銀行 (BOE) は、21日に結果を公表した金融政策委員会 (MPC) で大方の事前予想通り政策金利の現状維持を決定した。前回反対票を投じた委員のうち、利上げを主張した2名が現状維持への賛成に回ったことで、MPCの姿勢が幾分ハト派的へ変化したと捉えられ、早期の利下げ開始期待が強まったこともポンド売り要因となった。ポンドは22日に安値 1.2576 まで下げ幅を拡大したのち、米国の早期利下げ開始観測が後退するなか、1.26 台前半で上値重く推移している。(第1図)。

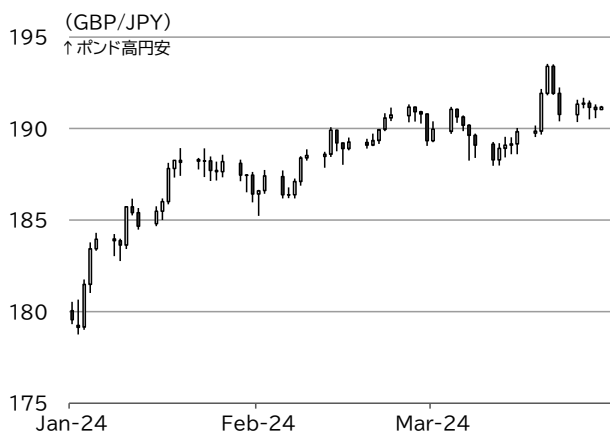
対円相場は 189 円台前半で寄り付くと、一時は 190 円台に上昇したが、3月の日銀会合での政策修正期待の高まりに上値を抑えられて反落した。11日には安値 187 円台後半まで下げ幅を拡大。その後はクロス円の上昇主導で持ち直した。日銀は19日に大方の事前予想通り、マイナス金利の解除などを決定したが、先行きの利上げに明確に言及しなかったことがハト派的と受け止められ、円売りが優勢となった。ポンド円は20日に高値 193 円台後半まで上伸したのち、本邦当局の円安牽制などが意識されるなか、月末にかけて値を下げた。本稿執筆時点では 190 円台後半で推移している (第2図)。

第1図: ポンドドルの推移



(資料)Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2図: ポンド円の推移



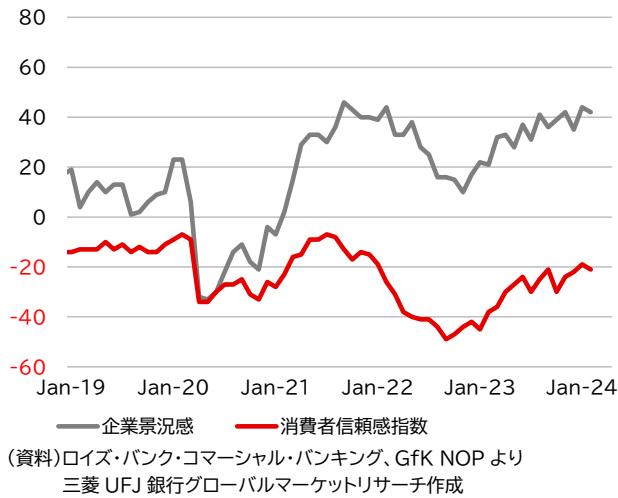
(資料)Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

景気は弱いながらも底打ちの兆し

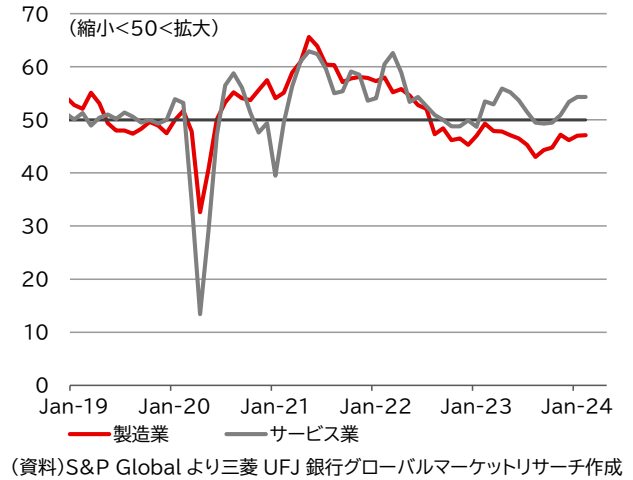
3月に発表された経済指標は、景気の弱さを示すものが優勢だった。企業及び消費者のマインドは小幅に悪化し、小売売上高の伸びも鈍化した。一方、PMI (速報値) では、サービス業の改善に一服感

がみられるなか、製造業PMIは持ち直しが続いており、景気は弱いながらも底打ちの兆しもみられる（第4図）。

第3図：企業景況感と消費者信頼感



第4図：PMI

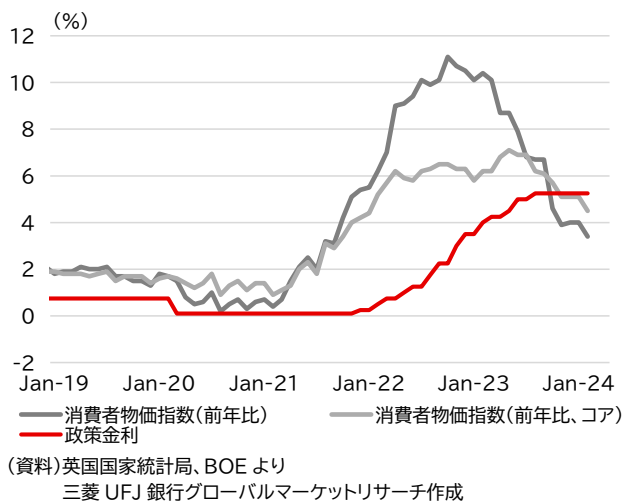


物価の伸びは鈍化も、
労働需給の逼迫は続く

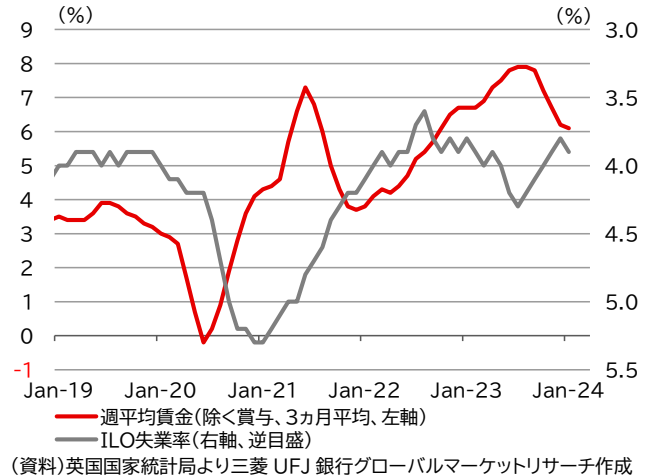
物価をみると、2月の消費者物価指数（CPI）は、ヘッドライン、コアともに事前に見込まれていた以上に、前月からの伸びが鈍化した（第5図）。ヘッドラインの鈍化は、自動車燃料等の価格上昇を食料品価格の下落などが上回ったことが主因である。コア（除くエネルギー、食料品、アルコール、たばこ）では、財価格の伸び鈍化に対し、サービス価格の伸び鈍化は小幅にとどまり、サービスインフレの根強さが改めて確認された。11月から1月の賃金上昇率（除く賞与、3ヵ月平均）の伸びも前月からは小幅に鈍化した。高止まりが続いている（第6図）。したがって、労働需給の逼迫が、インフレ圧力となる状況が短期的に大きく緩和されるとは見込みづらい。

なお、4月からはガス・電力市場局（OFGEM）の定めるエネルギー価格の上限が引き下げられる（第7図）。これに伴い、標準的な世帯の光熱費支払額は12%程度低下する見込みであることは、インフレ圧力の緩和につながる。

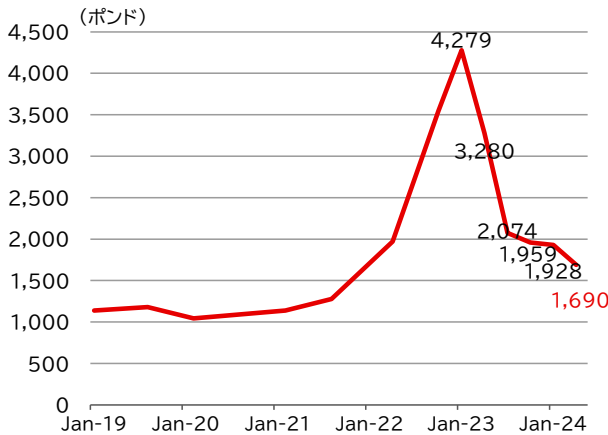
第5図：消費者物価指数および政策金利



第6図：賃金上昇率と失業率

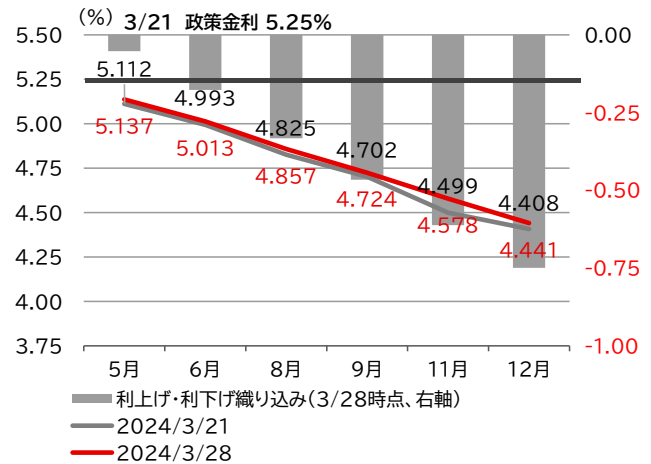


第7図: OFGEM の価格上限推移



(資料)OFGEM より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第8図: 市場参加者の会合毎の利下げ織り込み



(資料)Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

BOE は利下げに一步 近づく

そうしたなか、BOEは3月に5会合連続となる、政策金利の現状維持を決定した。投票結果をみると、反対票は25bpの利下げを主張するディングラ委員1名のみとなった。前回まで25bpの利上げを主張していたハスケル委員とマン委員が、現状維持に賛成票を投じたことで、タカ派姿勢が幾分弱まったと受け止められた。声明文では、中期的にインフレ率を持続的に物価目標に戻すために、金融政策は「十分な期間にわたって、制限的なままである必要がある」との考えが基本的に踏襲されたが、「政策金利の出発点がすでに制限的な水準であることを考えると、たとえ引き下げられたとしても、金融政策スタンスは制限的なままとなりえると認識」との一文が追加され、MPC内で利下げに向けた議論が開始されていることが窺われた。ベイリー総裁は2月には「まだ金利を引き下げられる段階には達していない」と、早期の利下げ開始観測を牽制していたことを踏まえると、利下げ開始に向けた議論が一步進展したと言える。これを受けて、市場参加者が6月の利下げ開始を織り込む動きが幾分強まった(第8図)。市場参加者の利下げ開始時期に関する見方は、依然として6月と8月で分かれているが、当方は、BOEが6月に利下げを開始するとの見方を維持している。

4月のポンドドルも方向性 出にくく、小動きを見込む

足もとでは、米国の利下げ開始時期が後ずれするとの見方やBOEの利下げ開始時期が6月になるとの見方が、ポンドの重しとなる。もっとも、BOEは引き続きインフレ高止まりへの警戒姿勢を維持していることから、4月も賃金動向をはじめとする経済指標を点検しつつ、利下げ開始時期を見極める時間帯が続くと見込んでいる。金融政策格差という点では、引き続き方向性は出にくいだろう。

なお、英国では4月から最低賃金が10%近く引き上げられる予定である。このため、インフレの鈍化傾向が続くなか、個人消費の持ち直しに支えられて、先行きは内需が緩やかに改善していくと予想していることは、ポンドの支援材料となる。

ポンド円は、円売りが強まるなかで3月に再び年初来高値を更新した。当方の予想通り、日銀は3月に政策修正を決定したが、市場

の想定よりもハト派的との受け止めから、これまでのところ、円安トレンドの転換には至っていない。ただし、当方は今回の日銀の決定やガイダンスが円売り安心感を醸成するものとの解釈に違和感を覚えており、ガイダンスそのものは近い将来の利上げを否定するものではないとみている。そのため、足もとの円安進行が、今後の追加利上げを早める可能性があるとの見方から、かねて年後半としていた追加利上げ時期の予想を7月に変更した。早期の追加利上げ期待が高まるにしたがって、足もとの円安は修正されるとみており、ポンド円は短期的に一段の上昇余地はあるものの、年末に向かって円高方向との見通しを維持する。

予想レンジ

	24年4月~6月	7月~9月	10月~12月	25年1月~3月
GBP/USD	1.220~1.320	1.240~1.340	1.250~1.350	1.260~1.370
EUR/GBP	0.830~0.880	0.835~0.890	0.840~0.895	0.845~0.900
GBP/JPY	178.0~196.0	176.0~193.0	174.0~191.0	172.0~189.0

予想レンジは四半期中を通じた高値と安値の予想

シニアアナリスト 亀井 純野

(4)豪ドル 準備銀のタカ派スタンスは軟化

3月のレビュー

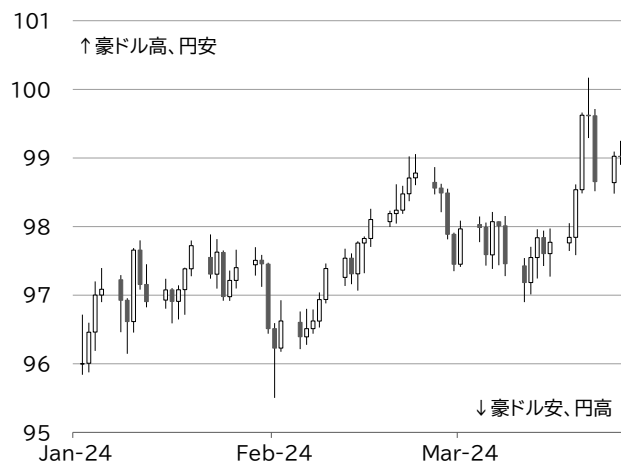
豪ドルの対ドル相場は、0.64 台後半で寄り付いた。月初から堅調に推移し、8日には月間高値 0.66 台後半まで上昇した。上昇一服後はじり安に推移したものの、19日の準備銀理事会で、相対的にタカ派的な政策スタンスが再確認されたことや、21日発表の2月雇用統計が予想を上回ったこともあり、ドル高地合いのなかにあつて、相対的に下げ幅は限られた。本稿執筆時点では0.65 台前半で推移する。一方、対円相場は日銀の政策決定会合を経て円売りが加速し、21日には月間高値となる 100 円台前半まで上昇した。ただ、同水準では上値重く、本稿執筆時点では 98 円台後半で推移する（第1図、第2図）。

第1図：対ドル相場



(資料)Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2図：対円相場

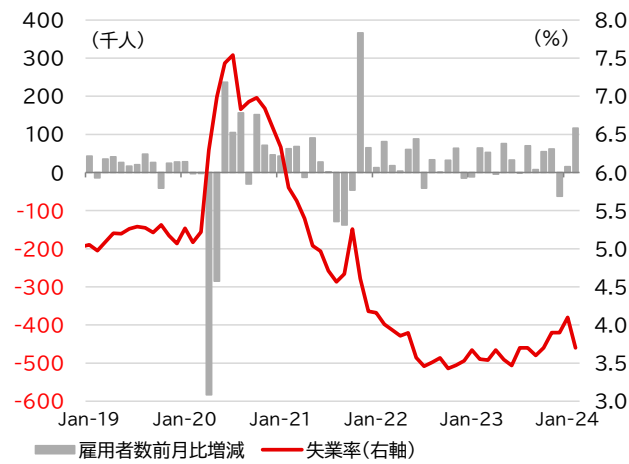


(資料)Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

依然として賃金インフレ圧力は根強い

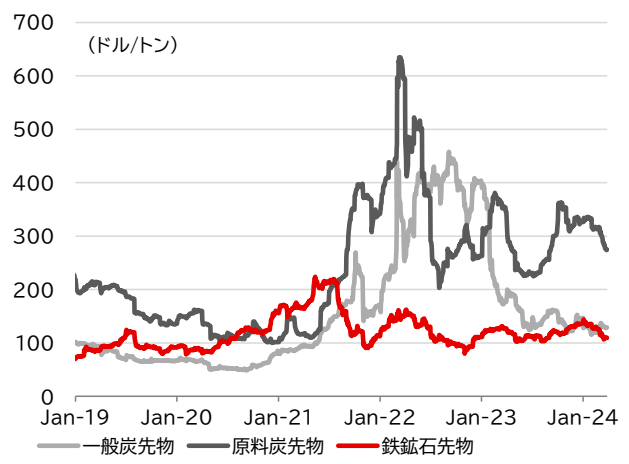
準備銀は 19 日の理事会で政策金利の据え置きを決定した。声明文では、前回 2 月時点の「更なる利上げを排除することはできない」との文言を削除し、タカ派色を弱めたものの、サービスインフレの下げ渋りや労働市場の底堅さを指摘したうえで、「何も決定しておらず、何も排除していない」と利上げの可能性は残した。ブロック総裁も、理事会後の会見でこの点について明言しなかった。準備銀としては、やはり賃金インフレ圧力への懸念を弱められないところがあるのだろう。消費者物価指数のインフレ率は鈍化基調にあるものの、2月の雇用統計では、雇用者数の大幅増加に、失業率の低下が確認された（第3図）。夏休み明けの就業開始が2月にずれ込んだ影響があると指摘されているが、労働需給の逼迫感は根強いことを意識させるものとは言えそうだ。政府は、労使裁定機関であるフェアワーク委員会（FWC）に対し、今年の最低賃金もインフレ率と同水準で引き上げるよう求める方針を示している。労働党政権による賃上げ圧力もまた、準備銀のインフレ勝利宣言を遠のかせている面がありそうだ。

第3図：雇用者数前月比増減と失業率



(資料) 豪州統計局より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第4図：一般炭・原料炭・鉄鉱石先物商品価格



(資料) Macrobond より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

政府は景気支援に注力する構え

翻って、豪州経済は悪化の兆候がみえている。昨年第4四半期実質GDP成長率は、辛うじてプラス圏を維持したものの、家計消費の弱さが浮き彫りとなっていた。この点、2月単月の小売売上高は、前月比+0.3%と小幅な伸びにとどまっている。それでも、統計局は月内7公演あった有名歌手のコンサートへの来場客の消費が指数を押し上げたと指摘しており、「実力」はさらに弱まっていると考えられる。チャーメーズ財務相は「経済のリスクバランスはインフレから成長へとシフトしている」と述べ、5月に発表予定の来年度予算案では、経済成長重視の内容とする考えを表明している。予算案についてはアルバニー首相も、更なる生活費支援策を盛り込むことを示唆するなど、来年実施予定の総選挙を視野に、景気下支えに注力する構えだ。政府がインフレから成長に軸足を移すなか、準備銀がインフレリスクに固執し続けられるか、微妙な情勢となってきていると言えよう。

ただ、歳出拡大の財源となる、原料炭や鉄鉱石といった資源価格は、下落基調となっている（第4図）。豪ドル高の進行は税収を押し下げることになるため、この点においても準備銀がタカ派スタンスを貫くのは政治的に難しくなりつつある。

現時点では、準備銀の金融政策転換は、6月の利下げ開始を示唆する米国などよりも後になる見込みである。過度な豪ドル高は、回避したいとの政治的な思惑がちらつくなか、引き続き外部環境の変化にも神経質になろう。準備銀は金融政策スタンスを明確にしていなが、着実に利下げ着手へ歩みを進めているとみておくのが妥当だろう。基本的には対ドルでの豪ドル高基調を予想するが、その角度は緩やかなものにとどまりそうだ。

アナリスト 小池 さくら

(5)カナダドル 米加金利差はカナダ優位の方向に縮小

3月のレビュー

カナダドルの対ドル相場は1.35台後半で寄り付いた。月初は前月からの流れを引き継いで軟調に推移したが、6日の中銀会合で、幾分タカ派的な政策スタンスが示されたことや、8日に発表された2月の雇用統計が市場予想を上回ったことから、月間高値1.34台前半まで上昇した。その後はじり安に推移し、本稿執筆時点では1.35台後半で推移する。一方、対円相場は円売りを支えに上昇基調が続き、112円台前半まで上げ幅を広げた。本稿執筆時点では111円台前半で推移する（第1図、第2図）。

第1図：対ドル相場



(資料)Bloomberg より三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2図：対円相場



(資料)Bloomberg より三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

中銀は早期利下げ期待を牽制

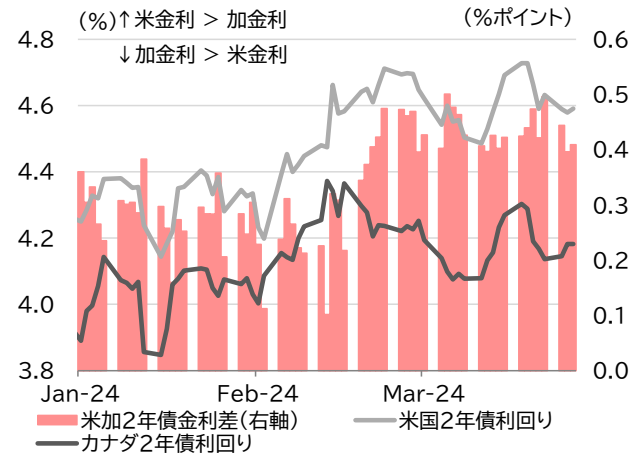
3月のカナダドルは、G10で中位を維持した。中銀の金融政策スタンス、原油価格が下支えとして機能したと考えられる。

中銀は、前回1月の会合で利上げの打ち止めを宣言した。このため、早期の利下げ期待が高まり、カナダドルの重石となってきたが、今月の会合で中銀が、「利下げの検討は時期尚早」との考えを示し、市場の期待を牽制。カナダの債券利回りやカナダドルの持ち直しに繋がった。

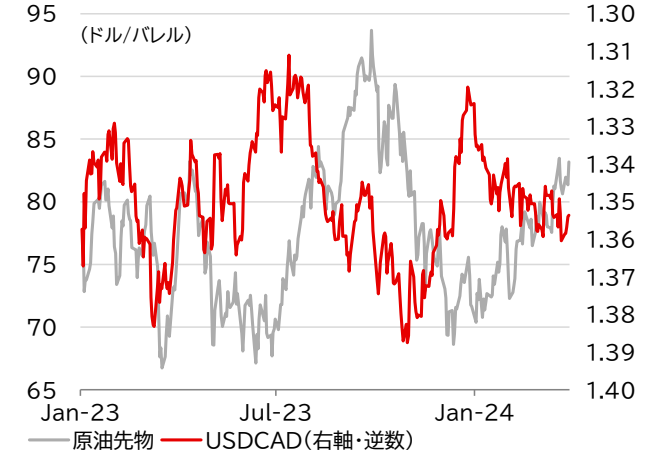
実際、2月の消費者物価指数は前年比+2.8%となり、インフレ率は総じて鈍化基調にあると言えるものの、住宅セクターなどでは価格上昇圧力が足もと強まってきている。また、雇用統計で確認された通り、労働需給の逼迫解消ペースも緩やかなものにとどまっていると言え、中銀としては利下げ着手に慎重にならざるを得ないといったところか。後日公表された3月会合の議事要旨では、「経済が想定通りに進展すれば、利下げに転じる条件が年内にも揃う」との見解で理事会メンバーが一致したことが分かった。かねて懸念している住宅需給の逼迫感解消や、賃金インフレ圧力の一層の鈍化を確認するため、今後数カ月は時間を費やす考えということだろう。もちろん、かかるスタンスの変化は外的要因も踏まえてのこととみるべきだろう。すなわち、米国の利下げ着手が後ずれする観測が強まっていることを意識している可能性があるということだ。米国に先んじて利下げに踏み切れば、過度にカナダドル安となるリスクもある。

通貨安がかえってインフレを加速させることにもなりかねず、米国の金融政策動向をにらみつつスタンスを調整する意向と考えられる。かかる姿勢が続けば、極端な米加金利差の変動を防ぎ、カナダドルの安定推移に繋がりそうだ（第3図）。

第3図：米加2年債利回り差



第4図：原油先物価格とカナダドル相場



原油価格は5ヵ月ぶりの高水準まで上昇

他方、3月は原油価格の上昇も、産油国通貨カナダドルの支援材料となったと言えよう。昨年12月以降、断続的に水準を切り上げてきたWTI先物価格は、昨年10月以来5ヵ月ぶりの1バレル83ドル台後半まで上昇した（第4図）。中東情勢の緊迫化など地政学リスクが一段と高まるなか、OPECプラスは第2四半期も自主減産を続けることを決定した。目先は、供給サイドのコントロールによって原油の需給が大きく緩み、価格が下落基調となることは想定しにくい。堅調に推移する原油価格は、今後もカナダドルの下支えとして機能しよう。

アナリスト 小池 さくら

(6)人民元 全人代後、追加緩和への言及が相次ぐ

3月のレビュー

人民元の対ドル相場は 7.19 台前半で取引を開始した。5 日の全国人民代表大会（全人代）で発表された経済目標に対して、人民元売りの反応となり、7.19 台後半まで下落するも、7 日の利下げ開始は「そう遠くない」とするパウエルFRB議長発言や、8 日の米雇用統計を受けてドル安が進行し、12 日には一時 7.17 台前半まで上昇した。ただ、同日発表の2月の米消費者物価指数（CPI）が市場予想を上回りドル高に転じると、翌13日には7.19 台まで下落。その後、しばらくは 7.20 目前で下げ止まったが、21 日に人民銀副総裁が預金準備率を引き下げる可能性に言及したことや、22 日に人民銀が対ドル基準値を3月7日以来の人民元安方向に設定したことから、人民元売り圧力が強まり、昨年11月17日以来の安値 7.23 台まで下落した。翌営業日以降は、人民銀が対ドル基準値を大幅に人民元高方向に設定しているほか、国有銀行が大規模なドル売りを実施しているとの報道から下げ止まり、本稿執筆時点では、7.22 台後半で推移する（第1図）。

対円相場は 20.8 台後半で取引を開始した。11 日には 20.4 台まで水準を切り下げたが、同水準で下げ止まると、18 日にかけて 20.7 台まで上昇。20 日には日銀が大規模金融緩和の取り止めを決定したものの、円安が進むと 21.0 台を突破する場面があった。22 日には一時 20.9 台前半まで反落するも、その後は 21 ちょうどを挟んだ値動きになった。27 日には、財務省・金融庁・日銀の三者会合開催との報道からやや弱含んだものの、本稿執筆時点では 20.9 台前半で推移する（第2図）。

第1図：人民元対ドル相場(3月29日13時時点)



(資料)Refinitiv より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2図：人民元対円相場(3月29日13時時点)



(資料)Refinitiv より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

景気対策は「物足りない」とみなされた

全人代で発表された今年の経済目標は、実質GDP成長率を昨年同様「前年比+5.0%前後」とするなど、高めの設定となった（第1表）。一方、昨年12月の中央経済工作会議で決められた、地方政府債務を抑制するとの方針もあり、財政赤字の名目GDP比は前年度同様の3.0%とするなど、総じて放漫な財政出動を手控える内容となった。政府は長期のインフラ投資に用いられる1兆元の特別国債の発行を決めたものの、景気対策としては「物足りない」との評価にとどまった。

金融緩和の強化に関する発言が相次ぐ

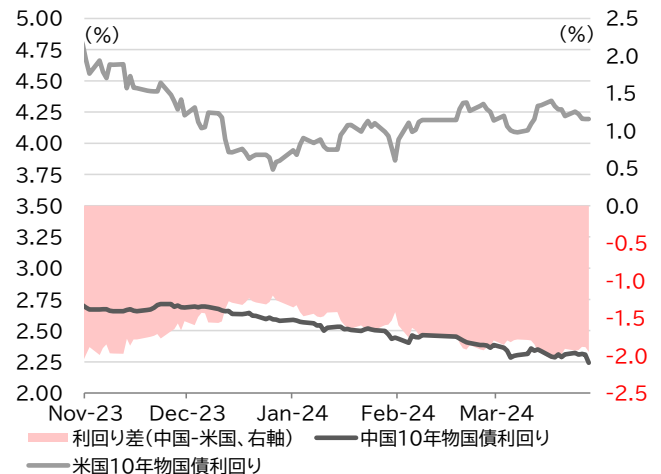
他方、金融政策面ではここもと、潘功勝総裁など人民銀高官が相次いで追加緩和の可能性に言及している。25日には、潘総裁が金融政策の運営にあたっては、「緩やかな物価上昇の促進」を考慮すると発言した。春節休暇の消費拡大下にあった2月も、CPIは前年比+0.7%にとどまり、全人代で設定された3%の物価目標を大幅に下回ったことを踏まえると、総裁発言は、近い時期の追加緩和を示唆したものと言えそうだ。この点に関して宣昌能副総裁は、21日に「主要国・地域の金融政策が、中国の金融政策の自由度を高めている」としたうえで、預金準備率の引き下げが可能と指摘している。FRBを筆頭に、主要国中銀が相次いで利下げの意向を示したことで、中米金利差の拡大に歯止めがかかり、追加緩和の余地が広がった面もありそうだ（第3図）。

第1表：全人代で公表された経済目標

	2024年	2023年
実質GDP成長率(前年比)	5.0%前後	5.0%前後
都市部新規就業者数	1,200万人	1,200万人
都市部調査失業率	5.5%	5.5%
CPI(前年比)	3.0%前後	3.0%前後
財政赤字(GDP比)	▲3.0%	▲3.0%
特別国債	1.0兆元	0.0兆元
地方政府専項債発行額	3.9兆元	3.8兆元

(資料)各種報道より三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第3図：中米10年物国債利回り差(=中国-米国)

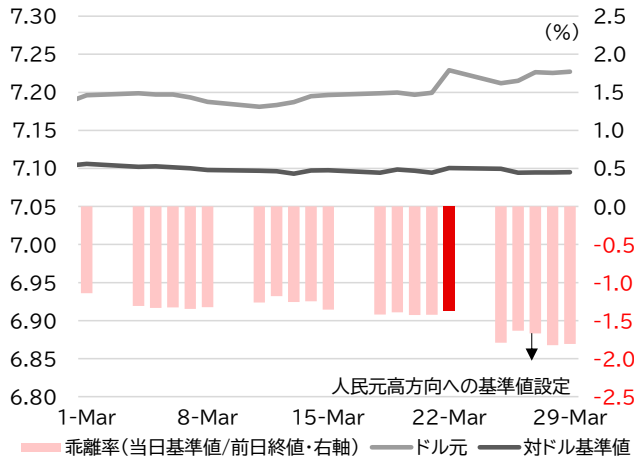


(資料)Refinitivより三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

人民銀は、緩やかな人民元安の進行を容認か

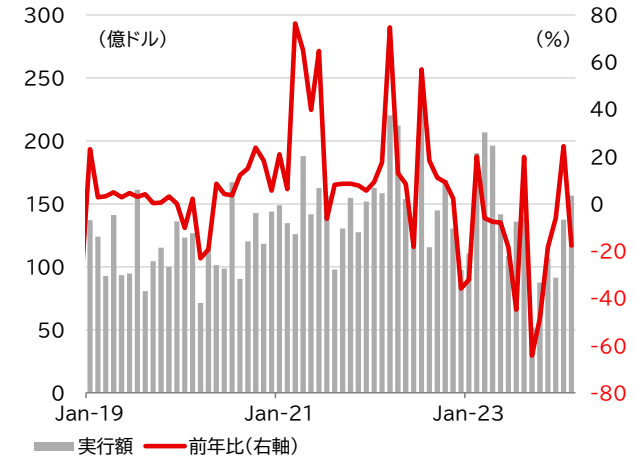
しかし、宣副総裁の発言は、翌22日に対ドル基準値を人民元安方向に設定したと相まって「人民銀が人民元安を容認した」と受け止められた（第4図）。その後も人民銀は、連日基準値を大幅な人民元高方向に設定し、国有銀行を通じたドル売り人民元買いを実施している模様だが、これまで対ドル相場の「下限」と意識されてきた7.20よりも人民元高の水準まで押し戻そうとする動きはみせていない。若干ながらも水準を切り下げたと言っているだろう。景気刺激を重視する人民銀は、人民元の急落は望んでいないものの、段階的に水準を切り下げる意向のようだ。

第4図：人民銀による対ドル基準値設定



(資料)CFETS、Refinitivより
三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第5図：外資企業による対中直接投資の推移



(資料)中国商務部より三菱UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

政府は対内直接投資の誘致を図るが、先行きは不透明

なお、全人代では、外資企業に対して製造業や一部サービス業などへの参入制限を大幅に緩和することが決まった。商務部が発表している月次統計では、今年に入っても外資企業の対中投資が減少傾向にあることが判明している（第5図）。ただ、対内直接投資の減少には、米中関係を取り巻く不透明感の高まりなども背景にあると言える。イエレン財務長官が訪中し、関係改善も期待されるものの、それが対内直接投資の拡大には繋がりそうもない。よって、対内直接投資の増加が人民元を押し上げるといったことは期待し難い。

来月の見通し：人民銀の動きに注目

当方は、年半ば以降、米利下げに伴ったドル高の緩和や、中国の景気回復を受けた緩やかな人民元高が進むと予想している。ただし、米利下げ期待が後退していることもあり、当面は、人民元安圧力がかかり続けるとみておきたい。特に、人民銀高官による「地均し」発言が多くみられたことで、4月中の預金準備率引き下げの期待が高まっている。また、最優遇貸出金利（LPR）など諸政策金利の動向にも注目が集まりそうだ。LPR決定直前の16日には、月次の主要経済指標も出揃う。引き続き、中国経済の弱さが意識されるものとなった場合には、利下げ期待が高まり、一時的に人民元安が加速する可能性もあろう。

なお、例年、4月の共産党の幹部会議で経済運営方針が見直される。昨年は、直前の米中堅銀行の破綻を受けて「金融リスクの抑制」が議論の俎上に載っていた。今年は不動産市場の低迷長期化を背景に、景気対策の強化が謳われることがないか、会議後の報道には注意が必要だろう。

予想レンジ

	24年4月～6月	7月～9月	10月～12月	25年1月～3月
USD/CNY	7.000～7.300	6.900～7.200	6.800～7.100	6.700～7.000
CNY/JPY	20.2～21.3	20.3～21.4	20.2～21.3	20.1～21.2

予想レンジは四半期中を通じた高値と安値の予想

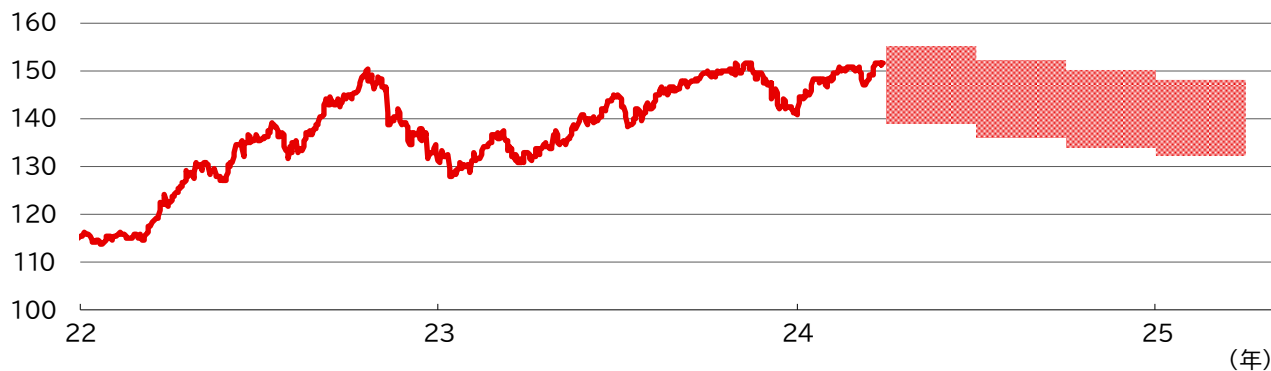
アナリスト 横尾 明彦

2. 予想レンジ

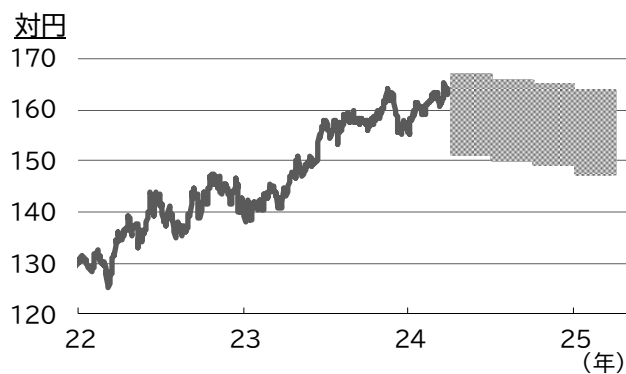
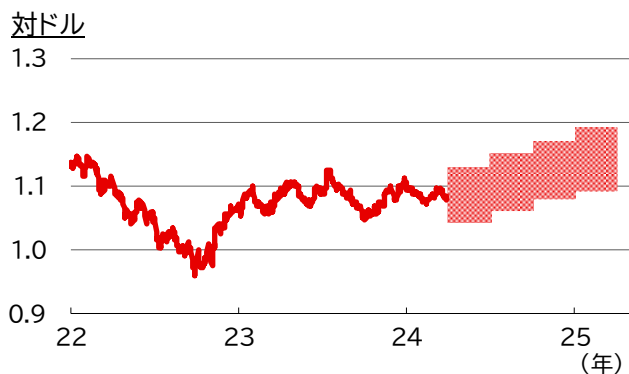
	24年4月~6月	7月~9月	10月~12月	25年1月~3月
為替				
USD/JPY	139.0~155.0	136.0~152.0	134.0~150.0	132.0~148.0
EUR/USD	1.04~1.13	1.06~1.15	1.08~1.17	1.09~1.19
EUR/JPY	151.0~167.0	150.0~166.0	149.0~165.0	147.0~164.0
GBP/USD	1.220~1.320	1.240~1.340	1.250~1.350	1.260~1.370
EUR/GBP	0.830~0.880	0.835~0.890	0.840~0.895	0.845~0.900
GBP/JPY	178.0~196.0	176.0~193.0	174.0~191.0	172.0~189.0
AUD/USD	0.62~0.72	0.63~0.73	0.64~0.74	0.66~0.76
AUD/JPY	93.0~103.0	92.0~102.0	91.0~101.0	90.0~100.0
USD/CAD	1.31~1.41	1.30~1.40	1.29~1.39	1.28~1.38
CAD/JPY	105.0~115.0	104.0~114.0	103.0~113.0	102.0~112.0
USD/CNY	7.000~7.300	6.900~7.200	6.800~7.100	6.700~7.000
CNY/JPY	20.2~21.3	20.3~21.4	20.2~21.3	20.1~21.2

米金利の見通し				
FF金利(上限)	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%
3ヵ月物国債利回り	5.15%	4.90%	4.65%	4.45%
10年物国債利回り	4.00%	3.90%	3.80%	3.70%
円金利の見通し				
政策金利	0.10%	0.25%	0.25%	0.50%
3ヵ月物国債利回り	0.10%	0.30%	0.30%	0.60%
10年物国債利回り	0.80%	1.00%	1.10%	1.20%

(1)ドル円

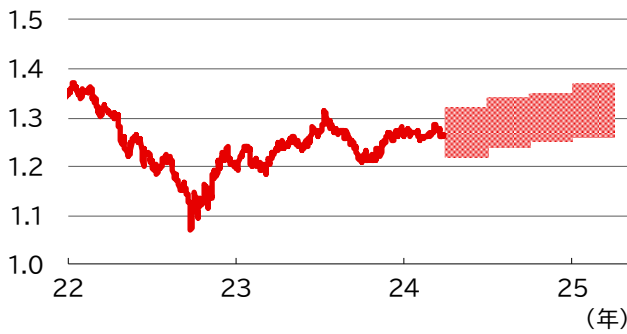


(2)ユーロ

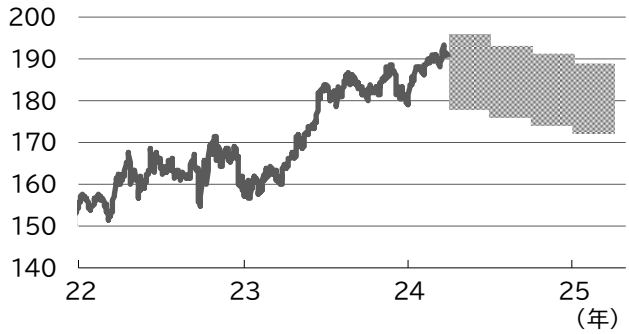


(3)英ポンド

対ドル

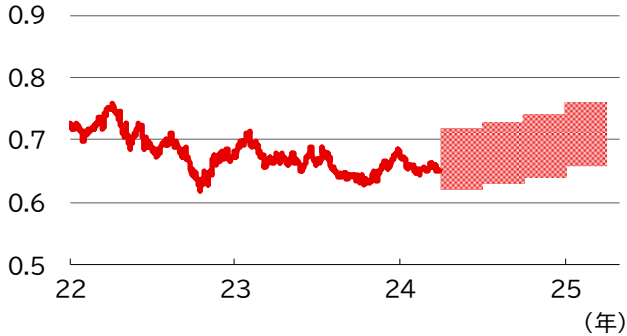


対円

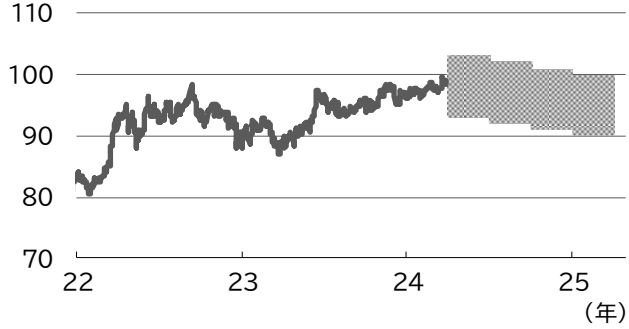


(4)豪ドル

対ドル

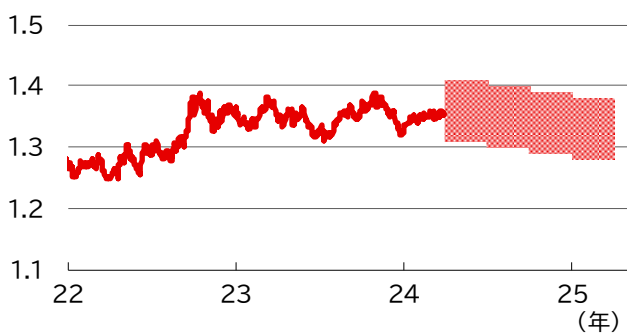


対円

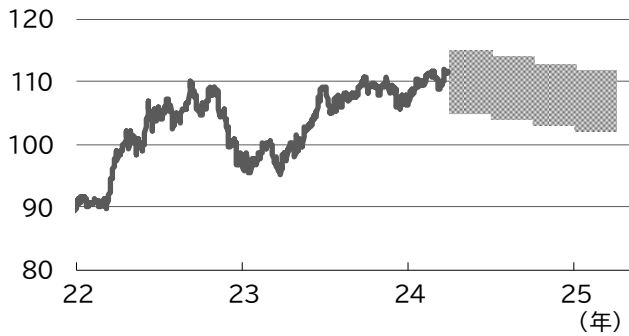


(5)カナダドル

対ドル

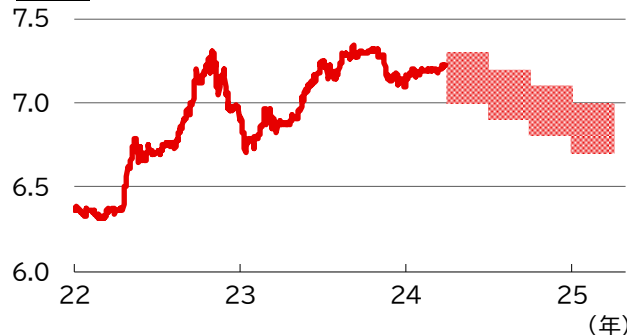


対円

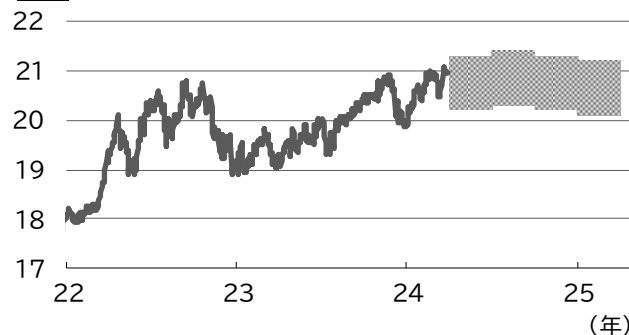


(6)人民元

対ドル



対円



(注) 網掛け部分は当面の予想レンジ

(資料) Bloomberg より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

3. マーケットカレンダー

月	火	水	木	金
2024/4/1 米/ISM 製造業景気指数(3月) 建設支出(2月) 日/日銀短観 概要	2 米/製造業受注(2月) 求人労働異動調査(2月) 自動車販売(3月)* 独/消費者物価指数速報(3月) 日/日銀短観 調査全容 米・セントルイス連銀新総裁就任 米・ボウマン FRB 理事講演 米・ニューヨーク連銀総裁討論会 米・クリーブランド連銀総裁講演 米・サンフランシスコ連銀総裁談話 米・コネチカット、ニューヨーク、ロードアイランド、ウィスコンシン州 米・クック FRB 理事講演 英独市場休場	3 米/ADP 雇用統計(3月) ISM 非製造業景気指数(3月) ユーロ圏/消費者物価指数速報(3月) 失業率(2月) 米・ボウマン FRB 理事講演 米・パウエル FRB 議長講演 米・シカゴ連銀総裁挨拶 米・バーFRB 副議長討論会 米・クワグラーFRB 理事講演	4 米/貿易収支(2月) ユーロ圏/ECB 理事会議事要旨 生産者物価指数(2月) 米・フィラデルフィア連銀総裁談話 米・リッチモンド連銀総裁講演 米・シカゴ連銀総裁討論会 米・クリーブランド連銀総裁講演 米・セントルイス連銀総裁挨拶 米・クワグラーFRB 理事講演	5 米/雇用統計(3月) 消費者信用残高(2月) ユーロ圏/小売売上高(2月) 日/家計調査(2月) 景気動向指数速報(2月) 米・ボストン連銀総裁挨拶 米・リッチモンド連銀総裁講演 米・ボウマン FRB 理事講演
8 独/鉱工業生産(2月) 貿易収支(2月) 日/国際収支速報(2月) 景気ウォッチャー調査(3月) 米・ミネアポリス連銀総裁討論会	9 中/マネーサプライM2(3月)* 米・3年物国債入札	10 米/FOMC 議事要旨(3/19, 20分) 消費者物価指数(3月) 財政収支(3月) 加/金融政策決定会合 米・シカゴ連銀総裁討論会 米・10年物国債入札 日米首脳会談 欧州議会本会議(~11日)	11 米/生産者物価指数(3月) ユーロ圏/ECB 理事会 ECB 総裁定例会見 中/消費者物価指数(3月) 生産者物価指数(3月) 米・ボストン連銀総裁講演 米・30年物国債入札 ユーロ圏財務相会合 日米比首脳会談	12 米/輸出入物価指数(3月) ミシガン大消費者信頼感指数速報(4月) 中/貿易収支(3月) 米・サンフランシスコ連銀総裁談話 EU 経済・財務相理事会 米・アラスカ州予備選(民主党)[13日] 米・ワイオミング州党員集会(民主党)[13日]
15 米/小売売上高(3月) NY 連銀景況指数(4月) 企業在庫(2月) ユーロ圏/鉱工業生産(2月) 日/機械受注(2月) 米・サンフランシスコ連銀総裁講演 IMF・世界銀行春季総会(~20日)	16 米/住宅着工件数(3月) 建設許可件数(3月) 鉱工業生産(3月) 設備稼働率(3月) ユーロ圏/貿易収支(2月) 独/ZEW 景況感指数(4月) 中/GDP(Q1) 鉱工業生産(3月) 小売売上高(3月) 都市部固定資産投資(3月)	17 米/地区連銀経済報告 証券投資収支(2月) 日/貿易収支速報(3月) 米・20年物国債入札 EU 首脳会議(~18日)	18 米/フィラデルフィア連銀景況指数(4月) 中古住宅販売(3月) 景気先行指数(3月) ユーロ圏/EU 新車登録台数(3月) 經常収支(2月) 米・ボウマン FRB 理事講演 米・5年インフレ連動債入札 G20 財務相・中央銀行総裁会議	19 日/消費者物価指数(全国、3月) 米・ワイオミング州党員集会(共和党)[20日] 米・プエルトリコ予備選(共和党)[21日]
22 ユーロ圏/消費者信頼感指数速報(4月)	23 米/新築住宅販売(3月) ユーロ圏/製造業 PMI 速報(4月) サービス PMI 速報(4月) 米・2年物国債入札 米・パンシルベニア州予備選	24 米/耐久財受注速報(3月) 独/ifo 景況指数(4月) 米・5年物国債入札	25 米/GDP 速報(Q1) 卸売在庫速報(3月) 日/日銀金融政策決定会合(~26日)	26 米/個人所得・消費支出(3月) ユーロ圏/マネーサプライ M3(3月) 日/日銀金融政策決定会合 経済・物価情勢の展望 日銀総裁定例会見 消費者物価指数(都区部、4月) 米・プエルトリコ予備選(民主党)[28日] 日・補欠選挙投票開票[28日]
29 ユーロ圏/欧州委員会景況指数(4月) 独/消費者物価指数速報(4月) 小売売上高(3月)* 日市場休場	30 米/FOMC(~5/1) ケース・シラー住宅価格指数(2月) FHFA 住宅価格指数(2月) シカゴ PM 景況指数(4月) CB 消費者信頼感指数(4月) ユーロ圏/GDP 速報(Q1) 消費者物価指数速報(4月) 中/製造業 PMI(4月) 日/完全失業率(3月) 鉱工業生産速報(3月) 住宅着工戸数(3月)			

*印は作成日(3/29)現在で日程が未確定のもの
 (資料)各種報道等より三菱 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

4. 為替相場推移表

2024年3月

日付	U\$/円				U\$/円 公表相場	EUR/円 公表相場	SF/円 公表相場	£/円 公表相場	A\$/円 公表相場
	寄付	高値	安値	終値					
3月1日	150.08	150.72	150.05	150.13	150.31	162.47	169.98	189.78	97.78
3月4日	150.13	150.57	149.84	150.53	150.08	162.81	170.00	190.11	98.06
3月5日	150.45	150.55	149.70	150.05	150.42	163.27	169.95	190.94	97.89
3月6日	150.04	150.08	149.09	149.41	150.05	162.83	169.64	190.50	97.46
3月7日	149.26	149.26	147.59	148.05	149.02	162.42	168.90	189.79	97.92
3月8日	147.86	148.12	146.48	147.09	147.86	161.94	168.54	189.50	97.99
3月11日	146.79	147.14	146.49	146.94	146.82	160.68	167.39	188.80	97.27
3月12日	146.73	148.20	146.63	147.65	146.85	160.46	167.35	188.22	97.19
3月13日	147.62	148.05	147.24	147.76	147.53	161.18	168.11	188.76	97.41
3月14日	147.58	148.36	147.44	148.32	147.68	161.68	168.05	189.03	97.85
3月15日	148.30	149.17	148.04	149.08	148.59	161.68	167.96	189.30	97.62
3月18日	148.95	149.33	148.90	149.14	149.32	162.58	168.99	190.13	97.95
3月19日	149.15	150.96	149.00	150.88	149.28	162.25	168.05	189.91	97.78
3月21日	150.74	151.75	150.27	151.62	150.79	164.81	170.23	192.92	99.69
3月22日	151.63	151.86	151.00	151.49	151.59	164.70	168.90	192.13	99.67
3月25日	151.31	151.54	151.06	151.42	151.43	163.60	168.56	190.71	98.64
3月26日	151.38	151.61	151.21	151.55	151.33	164.04	168.22	191.33	99.03
3月27日	151.53	151.97	151.03	151.32	151.57	164.15	167.65	191.34	98.88
3月28日	151.29	151.55	151.15	151.38	151.52	163.93	167.19	191.32	98.78
3月29日	151.45	151.50	151.17	151.38	151.41	163.24	167.92	191.22	98.61
月間平均	149.61	150.11	149.17	149.76	149.67	162.74	168.58	190.29	98.17

(注)四本値の出所: 弊行 4 本値

照会先:三菱UFJ銀行 グローバルマーケットリサーチ
チーフアナリスト 井野 鉄兵

当資料は一般的な情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定のお客様のニーズ、財務状況又は投資対象に対応することを意図しておりません。また、当資料は、適用法令上許容される範囲内でのみ利用可能であり、当資料の頒布を制約する法令が存在する地域の方によって利用されることを意図しておりません。当資料内のいかなる情報又は意見も、預金、有価証券、デリバティブ取引その他の金融商品の売買、投資、保有などを勧誘又は推奨するものではありません。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性、適時性、適切性又は完全性を表明又は保証するものではなく、当行、その子会社又は関連会社は、お客様による当資料の利用等に関して生じうるいかなる損害についても責任を負いません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。

また、過去の結果が必ずしも将来の結果を暗示するものではありません。

当行は、当資料において言及されている会社と関係を有し、又はかかる会社に対して金融サービスを提供している可能性があります。当行のグループ会社は、当資料において言及されている証券又はこれに関連する証券について権利を有し、又はこれらの証券の引受けを行っている可能性があります。また、これらの証券又はそのポジションを保有している可能性があります。

当資料の内容は予告なしに変更することがあり、また、当行、その子会社又は関連会社は、当資料を更新する義務を負っておりません。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されており、当行の書面による許可なく複製又は第三者、個人顧客もしくは一般投資家への配布をすることはできません。

(株式会社三菱UFJ銀行ロンドン支店のみに適用される情報開示)

株式会社三菱UFJ銀行(以下「MUFG Bank」)は、日本で設立され、東京法務局(会社法人等番号 0100-01-008846)において登記された有限責任の株式会社です。

MUFG Bankの本店は、東京都千代田区丸の内二丁目7番1号(郵便番号100-8388)に所在しています。

MUFG Bankロンドン支店は、英国会社登録所において、英国支店として登録されています(登録番号BR002013)。

MUFG Bankは、日本の金融庁によって認可及び規制されています。MUFG Bankロンドン支店は、英国ブルーデンス規制機構より認可を受けており(FCA/PRA番号139189)、英国金融行為監督機構の規制とブルーデンス規制機構の限定された規制の対象となっています。英国ブルーデンス規制機構によるMUFG Bankロンドン支店の規制の範囲の詳細は、ご請求いただいた方にお渡ししております。