
為替相場展望

2017年10月

 株式会社 **日本総合研究所**

調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/exchange>

目次

- ◆回顧・・ p. 1
- ◆ドル円相場では、米追加利上げと税制改革実現を見極める展開へ・・・・・・・・ p. 2
- ◆ユーロ圏景気が本格回復を迎えるなか、中期的なユーロ高基調は変わらず・・・・・・・・ p. 3
- ◆見通し・・ p. 4

調査部 マクロ経済研究センター

副主任研究員 井上 肇 (Tel: 03-6833-0920 Mail: hajime.inoue@jri.co.jp)

◆本資料は2017年10月2日9:00時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

回顧：対ドル、対ユーロで円が下落、ユーロは対ドルで上昇一服

◆ 9月のドル円相場

北朝鮮の軍事的挑発行為や、米国でのハリケーン被害拡大に対する懸念が高まったことなどから、8日には107円台前半まで円高ドル安が進行。その後は、9日の北朝鮮の建国記念日を無風で通過し、リスク回避の動きが和らいだほか、米消費者物価上昇率が市場予想を上回ったことから、月半ばにかけて一時111円台まで円安ドル高に振れる展開。15日には、北朝鮮によるミサイル発射を受けて109円台まで円が急騰する場面があったものの、21日の米FOMCで当面の利上げ見通しが維持されたことから、112円半ばまでドルが上昇。月末にかけては、米国の税制改革（減税）案に対する期待などから、113円台に乗せる場面があったものの、税制改革実現に対する懐疑的な見方も根強いなか、112円台を中心に一進一退。

◆ 9月のユーロ相場

対ドルでは、ドラギECB総裁が7日の理事会後の会見で、10月に資産買い入れ縮小を決定すると示唆したことなどから、1.20ドル台後半までユーロが急騰したものの、米国でハリケーン被害拡大に対する懸念が和らいだことなどから、月半ばには1.18ドル台までユーロが反落。その後、金融政策正常化に前向きなECB高官発言や、低調な米小売売上高等を手掛かりに、1.20ドル台までユーロが反発したものの、21日の米FOMCで当面の利上げ見通しが維持されたことから、1.18ドル台までユーロが急落。その後、ECBの資産買い入れ縮小観測などを手掛かりに、1.20ドル台までユーロが持ち直したものの、24日のドイツの総選挙後、連立協議が難航するとの懸念が強まったことなどから、一時1.17ドル台までユーロが反落。

対円では、北朝鮮の軍事的挑発行為への警戒感が高まり、上旬に129円台までユーロが下落したものの、中旬以降は、ECBの資産買い入れ縮小観測などを手掛かりに、134円台までユーロが上昇。月末近くには、ドイツ総選挙後の連立協議難航や、米朝関係の緊迫化等に対する懸念が強まり、一時131円台までユーロが下落。

ドル円相場・ユーロ円相場の推移



ユーロドル相場の推移



(資料)Bloomberg L.P.

ドル円分析：ドルが底堅さを増す方向ながら、ドル安リスクは残存

◆米追加利上げ観測でドルが底堅さを増す展開へ

F R Bは、9月20～21日のF O M Cで、10月からのバランスシート縮小開始を決定。同時に公表されたF O M C参加者の経済・政策金利予測では、短期のインフレ率見通しや、19年及び長期の政策金利見通しが下方修正されたものの、年内は残り1回、18年は3回程度の利上げを行う見通しが維持されたことが材料視され、ドルが上昇。

今回のF O M Cで当面の追加利上げに前向きな姿勢が示されたことに加え、一時的な物価下押し要因とみられていた「宿泊費」などが上昇し、コア消費者物価上昇率（前月比）が高まったことなどから、市場ではF R Bの追加利上げを織り込む動きが再開。今後は、前年比ベースでのインフレ率の下げ止まりを確認しながら、F R Bの追加利上げが一段と織り込まれていくとみられ、日米金利差の拡大傾向に支えられる形で、基調としてはドルが底堅さを増していく見通し。

こうしたなかで、米国で9月27日に発表された税制改革（減税）案の実現に対する期待が高まれば、円安ドル高圧力が強まる局面も。

◆北朝鮮や米財政政策を巡る不透明感は残存

ただし、北朝鮮問題や米財政政策などを巡る不透明感が残るなか、総じてみれば神経質な展開が続く見込み。

北朝鮮では、10月10日に朝鮮労働党の創立記念日を迎えるなか、核実験やミサイル発射などが再び実施されるとの懸念が強まりやすい状況。

また、トランプ政権・議会共和党指導部は、年内の税制改革案の成立を目指しているものの、依然として不明な点（財政赤字許容幅や財源など）が残るほか、議会での調整が必要な事項（所得税率の階層区分など）も多数存在。12月上旬には連邦債務上限の適用停止措置や暫定予算の期限切れを控えていることもあり、議会での審議がスムーズに進むかは予断を許さない状況。

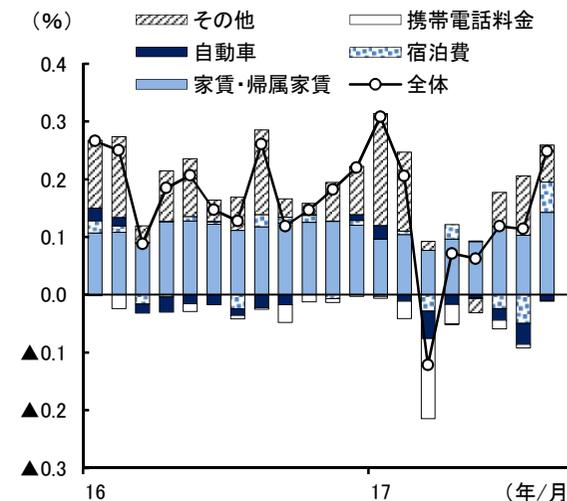
FOMC参加者の経済予測・政策金利予測

(中央値、%)

		2017年	2018年	2019年	2020年	長期
実質GDP成長率	9月	2.4	2.1	2.0	1.8	1.8
	6月	2.2	2.1	1.9	n.a.	1.8
失業率	9月	4.3	4.1	4.1	4.2	4.6
	6月	4.3	4.2	4.2	n.a.	4.6
PCEインフレ率	9月	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0
	6月	1.6	2.0	2.0	n.a.	2.0
コアPCEインフレ率	9月	1.5	1.9	2.0	2.0	
	6月	1.7	2.0	2.0	n.a.	
FF金利	9月	1.4	→ 2.1	→ 2.7	→ 2.9	2.8
	6月	1.4	+ 70bp	+ 60bp	+ 20bp	3.0

(資料)FRBを基に日本総研作成
(注)実質GDP成長率、インフレ率は、各年第4四半期の前年比。
失業率は、各年第4四半期の平均値。
FF金利は、誘導レンジの上限もしくはピンポイント誘導値。

米国のコア消費者物価指数(前月比)



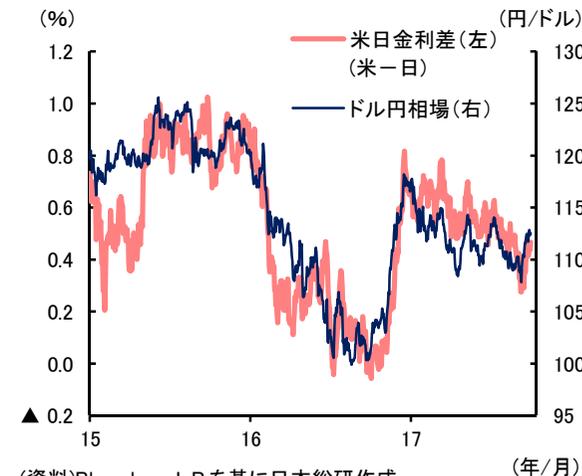
(資料)BLSを基に日本総研作成

市場が織り込む各年末時点の累積利上げ回数



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)次回の利上げは今次局面5回目。

日米実質金利差とドル円相場



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)実質金利は、10年国債利回り-10年インフレスワップ金利で算出。

ユーロ分析：ユーロの底堅い推移を見込むも、ポジション調整に注意

◆ ECBは10月会合で資産買い入れ縮小を決定へ

ECBは、9月7日の理事会で、金融政策の現状維持を決定。理事会後の会見でドラギ総裁は、「最近の為替のボラティリティは不確実性要因となっており、中期的な物価見通しへの影響を注視する必要」など、ユーロ高けん制的な発言をしたものの、来年初以降の資産買い入れ政策について、次回10月の会合で「決定の大半がなされるだろう」と発言したことが材料視され、ユーロが上昇。

同時に公表されたECBの経済見通しでは、ユーロ高を主因に、18年、19年の物価見通しが下方修正。一方で、原油価格が底堅く推移するなか、急ピッチなユーロ高が進行した今春以降も、ECBが重視する市場ベースの期待インフレ率は下げ渋り。こうした状況下、ECBは次回10月の会合で、デフレリスクはほぼ消失したと判断し、来年初からの資産買い入れ額の縮小を決定する見込み。少なくとも次回10月会合までは、同措置への思惑から、ユーロが底堅く推移する見込み。

◆ 市場は金融緩和の終わりの始まりを意識か

ただし、ユーロ圏のインフレ率がECBの目標である2%弱の水準まで持ち直していくことが見通し難いなか、ECBは利上げに慎重な姿勢を続ける見通し。このため、10月のECB理事会後は、当面の材料出尽くし感が強まりやすい状況。足許で歴史的な高水準となっている投機筋のユーロ買い越しポジションに調整が生じ、ユーロ安に振れる局面も。

もっとも、ユーロ圏景気が本格回復を迎えるなかで、市場参加者は、ECBの資産買い入れ縮小が金融緩和の終わりの始まりであると認識しているとみられ、中期的なユーロ高基調は大きく崩れない公算大。市場参加者がユーロ高・ユーロ安いずれを警戒しているかを示唆するリスク・リバーサル（通貨オプション価格を基に算出）をみると、10月のECB理事会以降にオプションの満期が到来する3、6、12ヵ月でも、ユーロ高方向への動きが警戒されていることを示唆。

ECBの経済見通し

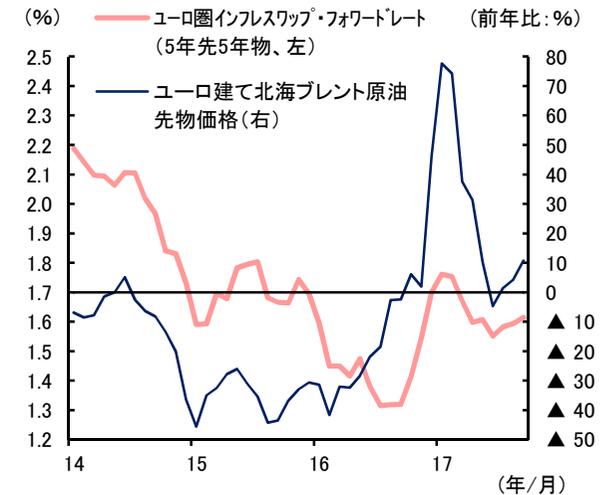
(中央値、%)

		2017年	2018年	2019年
実質GDP成長率	9月	2.2	1.8	1.7
	6月	1.9	1.8	1.7
失業率	9月	9.1	8.6	8.1
	6月	9.4	8.8	8.3
HICP上昇率	9月	1.5	1.2	1.5
	6月	1.5	1.3	1.6
コアHICPインフレ率	9月	1.1	1.3	1.5
	6月	1.1	1.4	1.7
一人当たり雇用者報酬の伸び率	9月	1.5	2.0	2.3
	6月	1.7	2.1	2.4
前提	3ヵ月物Euribor (%)	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1
	ユーロドル相場(ドル/ユーロ)	1.13	1.18	1.18
	北海ブレント価格(ドル/バレル)	51.8	52.6	53.1

(資料) ECBを基に日本総研作成

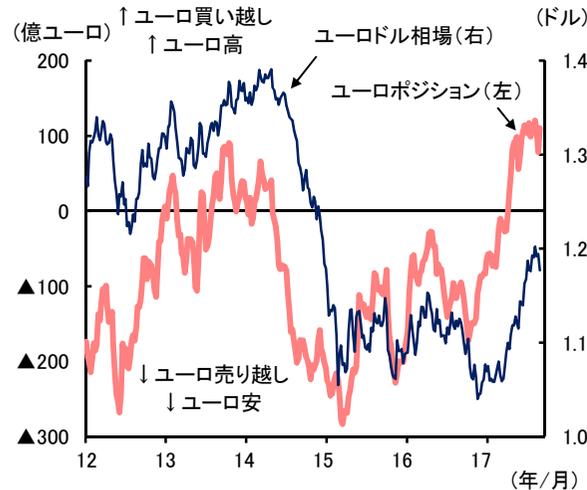
(注) 前提は9月見通し分のみを抜粋。

ユーロ圏の期待インフレ率と原油価格



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

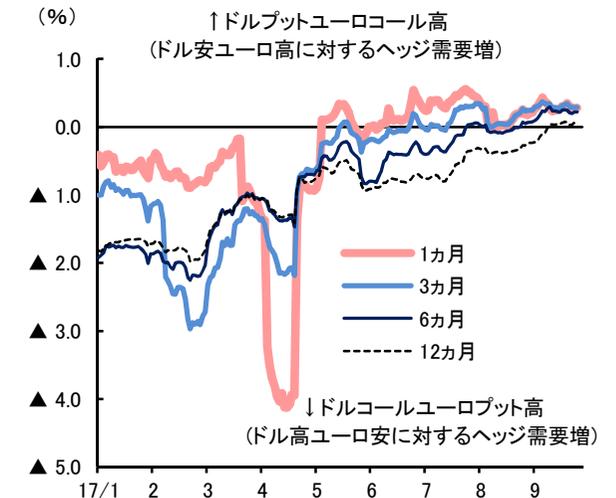
投機筋のユーロポジション(対ドル)



(資料) 米CFTC、Bloomberg L.P.

(注) 投機筋のポジションは、シカゴIMMの非商業部門の残高。

ユーロドル相場のリスク・リバーサル



(資料) Bloomberg L.P.

(年/月)

見通し：基調としてはドルが底堅さを増すものの、神経質な展開が持続

◆ドル円相場：ドルが底堅さを増す展開へ

米国で景気・雇用の改善傾向が続くなかで、物価の下げ止まりを確認しながら、FRBの追加利上げが一段と織り込まれていくとみられ、日米金利差の拡大傾向に支えられる形で、基調としてはドルが底堅さを増していく見通し。

ただし、10月22日のわが国総選挙で与党・自民党が苦戦すれば、安倍政権の基盤が揺らぎ、日銀の積極的な金融緩和見直しへの思惑から、円高に振れるリスク。

一方、年末にかけては、米国で税制改革（減税）実現に対する期待が高まれば、円安ドル高圧力が強まる局面も。

もっとも、北朝鮮などの地政学リスクや、トランプ政権の政策運営に不透明感が残ることなどから、来年にかけて総じてみれば神経質な展開が続く見込み。

◆ユーロドル相場：ユーロが底堅く推移

当面は、ECBが10月の理事会で資産買い入れ縮小を決定するとの思惑から、ユーロが底堅く推移する見込み。

ただし、ユーロ圏のインフレ率がECBの目標である2%弱の水準まで持ち直していくことが見通し難いなか、ECBは利上げに慎重な姿勢を続ける見通し。10月の理事会後は、当面の材料出尽くし感が強まり、ユーロ安に振れる局面も。

もっとも、米国景気が成熟期にある一方で、ユーロ圏景気が本格回復を迎えるなかで、中期的なユーロ高基調は大きく崩れない公算大。

◆ユーロ円相場：基調としてはユーロ高が持続

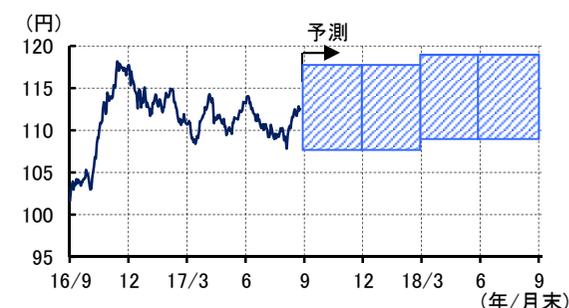
金融緩和縮小が意識されるECBと、強力な金融緩和を続ける日銀との金融政策の方向性の違いを反映して、ユーロが堅調に推移する見込み。

ただし、北朝鮮などの地政学リスクや、欧州での政治リスクが高まれば、投資マネーの自国回帰の動きが強まり、折に触れ円高ユーロ安要因に。

ドル円相場見通し

	2017年		2018年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	110.97	113	113	114	114
(高値)	114.50	118	118	119	119
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	107.32	108	108	109	109

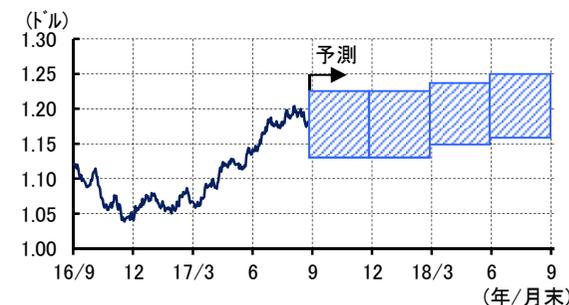
予測



ユーロドル相場見通し

	2017年		2018年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.1750	1.18	1.18	1.19	1.20
(高値)	1.2092	1.23	1.23	1.24	1.25
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.1312	1.13	1.13	1.14	1.15

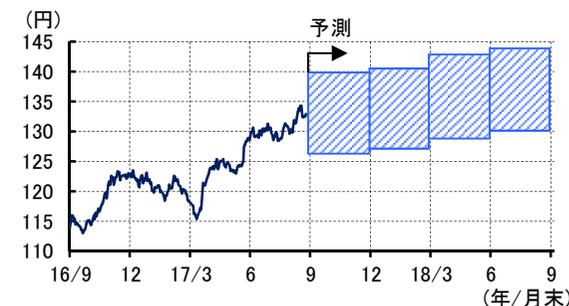
予測



ユーロ円相場見通し

	2017年		2018年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	130.36	133	134	136	137
(高値)	134.41	140	141	143	144
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	127.44	126	127	129	130

予測



内外市場データ（月中平均）

	為替相場			国内市場				米国市場					欧州市場					商品市況	
	¥/\$ (NY終値)	¥/€ (NY終値)	\$/€ (NY終値)	無担0/N (%)	TIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	日経平均 株価 (円)	FF 0/N (%)	LIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	NYダウ 工業株 (ドル)	S&P500	EONIA (%)	EURIBOR 3ヵ月 (%)	独国債 10年物 (%)	英国債 10年物 (%)	ユーロ・ スツックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
14/10	108.02	136.99	1.2682	0.0590	0.20	0.49	15394.11	0.09	0.23	2.29	16701.87	1937.27	0.00	0.08	0.88	2.23	3029.58	84.34	1223.11
14/11	116.40	145.21	1.2475	0.0649	0.18	0.47	17179.03	0.09	0.23	2.32	17648.98	2044.57	▲ 0.01	0.08	0.79	2.13	3126.15	75.81	1177.00
14/12	119.44	146.99	1.2307	0.0678	0.18	0.38	17541.69	0.12	0.24	2.20	17754.24	2054.27	▲ 0.03	0.08	0.64	1.87	3159.77	59.29	1198.71
15/1	118.33	137.63	1.1630	0.0739	0.18	0.26	17274.40	0.11	0.25	1.88	17542.25	2028.18	▲ 0.05	0.06	0.45	1.55	3207.26	47.33	1251.49
15/2	118.78	134.86	1.1354	0.0762	0.17	0.37	18053.20	0.11	0.26	1.98	17945.41	2082.20	▲ 0.04	0.05	0.35	1.68	3453.79	50.72	1226.92
15/3	120.37	130.33	1.0828	0.0697	0.17	0.38	19197.57	0.11	0.27	2.04	17931.75	2079.99	▲ 0.05	0.03	0.26	1.69	3655.31	47.85	1179.56
15/4	119.52	129.29	1.0818	0.0609	0.17	0.33	19767.92	0.12	0.28	1.92	17970.51	2094.86	▲ 0.08	0.01	0.16	1.62	3733.80	54.63	1199.88
15/6	123.68	138.96	1.1235	0.0717	0.17	0.47	20403.84	0.13	0.28	2.36	17927.22	2099.28	▲ 0.12	▲ 0.01	0.83	2.06	3521.77	59.83	1182.45
15/7	123.33	135.63	1.0999	0.0740	0.17	0.44	20372.58	0.13	0.29	2.32	17795.02	2094.14	▲ 0.12	▲ 0.02	0.76	2.01	3545.10	50.93	1130.72
15/8	123.06	137.11	1.1145	0.0764	0.17	0.38	19919.09	0.14	0.32	2.16	17061.59	2039.87	▲ 0.12	▲ 0.03	0.67	1.87	3444.41	42.89	1119.42
15/9	120.09	134.95	1.1237	0.0734	0.17	0.36	17944.22	0.14	0.33	2.16	16339.95	1944.40	▲ 0.14	▲ 0.04	0.68	1.85	3165.46	45.47	1125.38
15/10	120.16	134.81	1.1220	0.0761	0.17	0.31	18374.11	0.12	0.32	2.06	17182.28	2024.81	▲ 0.14	▲ 0.05	0.55	1.81	3275.48	46.29	1157.86
15/11	122.63	131.56	1.0729	0.0781	0.17	0.31	19581.77	0.12	0.37	2.26	17723.77	2080.62	▲ 0.14	▲ 0.09	0.55	1.94	3439.57	42.92	1084.99
15/12	121.58	132.51	1.0899	0.0749	0.17	0.30	19202.58	0.24	0.53	2.23	17542.85	2054.08	▲ 0.20	▲ 0.13	0.60	1.88	3288.63	37.33	1068.82
16/1	118.29	128.54	1.0867	0.0745	0.17	0.22	17302.30	0.34	0.62	2.08	16305.25	1918.60	▲ 0.24	▲ 0.15	0.51	1.74	3030.50	31.78	1096.42
16/2	114.67	127.31	1.1104	0.0325	0.11	0.02	16346.96	0.38	0.62	1.77	16299.90	1904.42	▲ 0.24	▲ 0.18	0.23	1.44	2862.59	30.62	1201.08
16/3	112.95	125.83	1.1142	▲ 0.0027	0.10	▲ 0.06	16897.34	0.36	0.63	1.88	17302.14	2021.95	▲ 0.29	▲ 0.23	0.22	1.47	3031.42	37.96	1243.96
16/4	109.58	124.25	1.1339	▲ 0.0366	0.08	▲ 0.09	16543.47	0.37	0.63	1.80	17844.37	2075.54	▲ 0.34	▲ 0.25	0.18	1.48	3031.18	41.12	1242.08
16/5	109.00	123.13	1.1298	▲ 0.0589	0.06	▲ 0.11	16612.67	0.37	0.64	1.80	17692.32	2065.55	▲ 0.34	▲ 0.26	0.16	1.44	2983.70	46.80	1256.37
16/6	105.46	118.55	1.1242	▲ 0.0553	0.06	▲ 0.16	16068.81	0.38	0.65	1.64	17754.87	2083.89	▲ 0.33	▲ 0.27	0.01	1.18	2910.80	48.85	1276.23
16/7	104.09	115.17	1.1064	▲ 0.0430	0.06	▲ 0.26	16168.32	0.39	0.70	1.49	18341.18	2148.90	▲ 0.33	▲ 0.30	▲ 0.09	0.79	2919.08	44.80	1339.84
16/8	101.31	113.51	1.1205	▲ 0.0434	0.06	▲ 0.09	16586.07	0.40	0.81	1.56	18495.19	2177.48	▲ 0.34	▲ 0.30	▲ 0.07	0.61	2992.87	44.80	1338.44
16/9	101.83	114.18	1.1213	▲ 0.0515	0.06	▲ 0.05	16737.04	0.40	0.85	1.62	18267.40	2157.69	▲ 0.34	▲ 0.30	▲ 0.05	0.77	3012.09	45.23	1326.45
16/10	103.85	114.48	1.1024	▲ 0.0368	0.06	▲ 0.06	17044.51	0.40	0.88	1.75	18184.55	2143.02	▲ 0.35	▲ 0.31	0.04	1.04	3042.33	49.94	1265.84
16/11	108.63	117.09	1.0786	▲ 0.0492	0.06	▲ 0.01	17689.54	0.41	0.91	2.15	18697.33	2164.99	▲ 0.35	▲ 0.31	0.24	1.34	3026.40	45.76	1234.22
16/12	116.12	122.35	1.0538	▲ 0.0440	0.06	0.05	19066.03	0.54	0.98	2.49	19712.42	2246.63	▲ 0.35	▲ 0.32	0.29	1.39	3207.27	52.17	1150.49
17/1	114.92	122.17	1.0632	▲ 0.0448	0.06	0.06	19194.06	0.65	1.03	2.43	19908.15	2275.12	▲ 0.35	▲ 0.33	0.35	1.37	3298.77	52.61	1192.47
17/2	112.99	120.23	1.0641	▲ 0.0381	0.06	0.09	19188.73	0.66	1.04	2.42	20424.14	2329.91	▲ 0.35	▲ 0.33	0.32	1.25	3293.10	53.46	1234.97
17/3	112.92	120.67	1.0687	▲ 0.0416	0.06	0.07	19340.18	0.79	1.13	2.48	20823.06	2366.82	▲ 0.35	▲ 0.33	0.39	1.20	3427.10	49.67	1231.31
17/4	110.04	117.93	1.0717	▲ 0.0545	0.06	0.03	18736.39	0.90	1.16	2.29	20684.69	2359.31	▲ 0.36	▲ 0.33	0.25	1.06	3491.83	51.12	1271.21
17/5	112.24	124.09	1.1057	▲ 0.0527	0.06	0.04	19726.76	0.91	1.19	2.30	20936.81	2395.35	▲ 0.36	▲ 0.33	0.38	1.09	3601.87	48.54	1245.50
17/6	110.97	124.70	1.1238	▲ 0.0556	0.06	0.05	20045.63	1.04	1.26	2.18	21317.80	2433.99	▲ 0.36	▲ 0.33	0.29	1.05	3547.85	45.20	1259.99
17/7	112.38	129.59	1.1532	▲ 0.0542	0.06	0.08	20044.86	1.15	1.31	2.31	21581.25	2454.10	▲ 0.36	▲ 0.33	0.54	1.25	3483.89	46.68	1237.66
17/8	109.84	129.81	1.1818	▲ 0.0493	0.06	0.04	19670.17	1.16	1.31	2.20	21914.08	2456.22	▲ 0.36	▲ 0.33	0.42	1.10	3451.34	48.06	1284.21
17/9	110.81	131.93	1.1906	▲ 0.0579	0.06	0.02	19924.40	1.16	1.32	2.20	22173.41	2492.84	▲ 0.36	▲ 0.33	0.41	1.21	3507.10	49.88	1315.37