
為替相場展望

2017年12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
- ◆ドル円分析：米国の利上げが続くだけでは、ドルの本格上昇は見込み薄 p. 2
- ◆ユーロ分析：当面は政治リスクに警戒が必要も、ユーロ高基調は不変 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12月4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：米税制改革の進展を見極める展開となるなか、方向感を欠いた動き

◆11月のドル円相場

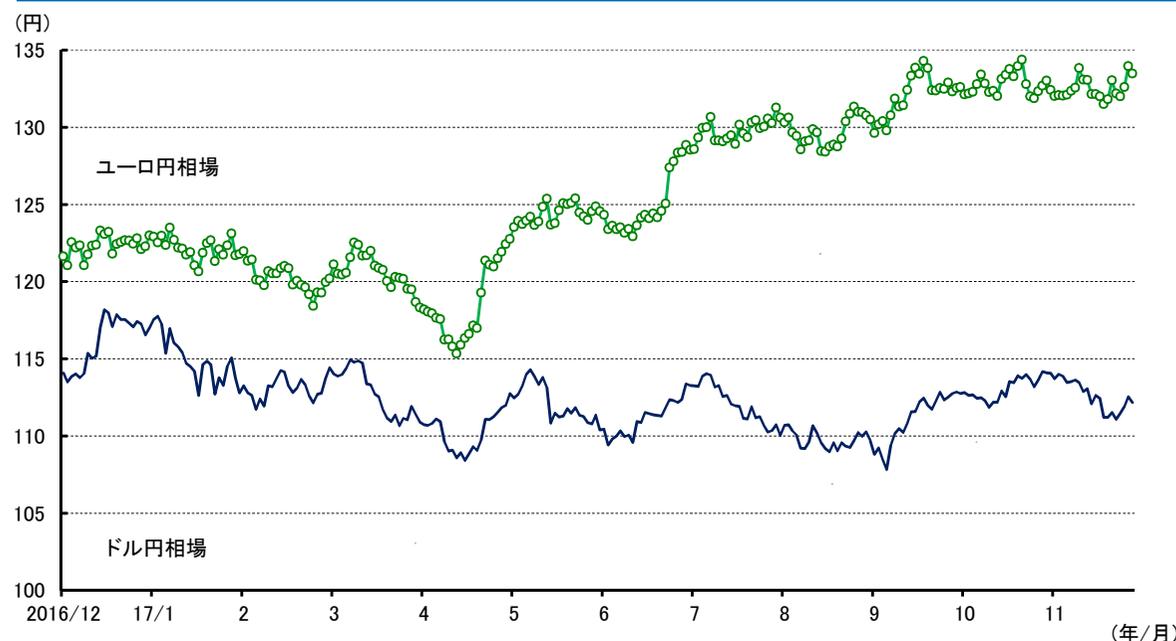
良好な米景気指標や株高によるリスク選好の動きの強まりなどを受けて、6日には114円台後半までドルが上昇。その後は、①米上院共和党が法人減税の先送りを検討しているとの報道等を受けて、税制改革を巡る不透明感が強まったこと、②モラー特別検察官がトランプ選挙陣営に召喚状を送ったとの報道を受けて、政治リスクが意識されたこと、③22日に公表された10月31日～11月1日のFOMC議事要旨が、12月の利上げを示唆しつつも低インフレに懸念を示す内容であったこと、等から、27日には一時110円台までドルが下落。その後は、良好な米経済指標が相次いだことや、米税制改革が進展するとの期待が高まったことなどから、112円台半ばまでドルが反発。

◆11月のユーロ相場

対ドルでは、良好な米経済指標などを手掛かりに、6日には1.15ドル台までユーロが下落したものの、その後は、米税制改革を巡る不透明感が強まったことなどから、ユーロじり高の展開となり、14日の市場予想対比良好なドイツGDP統計を受けて、1.18ドル台までユーロ高が加速。その後、20日にメルケル・ドイツ首相が率いるCDU・CSUとFDP・緑の党との連立政権樹立交渉の決裂が発表されたことを受けて、1.17ドル台までユーロが下落したものの、①FOMC議事要旨で低インフレに対する懸念が散見されたこと、②ドイツでCDU・CSUがSPDとの大連立政権樹立に向けた交渉に動き始めたこと、③ドイツIFO景況指数が過去最高水準となったこと、等から、1.19ドル台までユーロが反発。

対円では、良好なユーロ圏景気指標などを手掛かりに、月半ばには133円台後半までユーロが上昇。20日にドイツ首相が連立協議の決裂を発表したことから、一時131円台前半までユーロが下落したものの、ドイツの景気指標が良好な結果となったことなどから、月末にかけて133円台後半までユーロが反発。

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：米国の利上げが続くだけでは、ドルの本格上昇は見込み薄

◆米イールドカーブはフラット化する傾向

米国では、低インフレが続いているものの、景気は堅調に推移。こうしたなか、市場では、12月FOMCでの追加利上げがほぼ織り込み済みとなったほか、来年の利上げ回数についても、年2回弱まで織り込みが進展。

政策金利見通しを反映しやすい短・中期ゾーンの金利は上昇しているものの、長期金利は低迷。長期金利の上昇を抑制している要因として、FOMC参加者による政策金利水準の長期見通しが低下するなかで、市場参加者は利上げ余地の乏しさを意識し始めていることが指摘可能。実際、過去を振り返ると、米長期金利は利上げの到達点付近でピークアウトする傾向。

ドル円相場は短・中期ゾーンの金利との相関が低下する一方、長期金利とは高い相関を維持。このことは、利上げにより短・中期ゾーンの金利が上昇しても、長期金利の上昇につながらない場合は、ドル高が進行しにくいことを示唆。利上げ余地の乏しさが意識されるなかでは、今後、利上げが進んでも、長期金利が上昇しにくい状況が続くと予想され、円安ドル高余地は限られる見込み。

為替需給面でも、大幅な円安ドル高は見込み薄。わが国の貿易収支が改善し、経常黒字も高水準となるなど、実需面からの円買い圧力が強まりつつある状況。こうしたなかで、円安ドル高の牽引役となる投機筋の円売りポジションは高水準にあり、円売り余力の乏しさを示唆。

◆日銀のリバーサル・レートの議論に注意

むしろ、日銀の長期金利誘導目標の引き上げに対する思惑が強まれば、日米長期金利差が縮小し、円高に振れるリスクも。黒田日銀総裁は11月中旬の講演で、リバーサル・レート(金利がある一定水準を下回ると、かえって貸出など金融仲介機能に悪影響を与えるとの議論)に言及。

もっとも、そうした思惑で円高圧力が強まっても、世界経済や米国経済に失速の兆しがみられないなか、米長期金利が大きく低下し、かつ、投機筋が円買いポジションを積み上げることは見込み難いため、持続的な円高は回避される見込み。

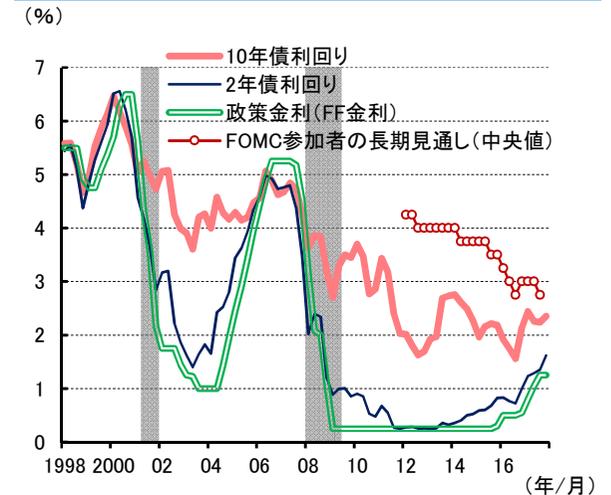
市場が織り込む各年末時点の累積利上げ回数



(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。

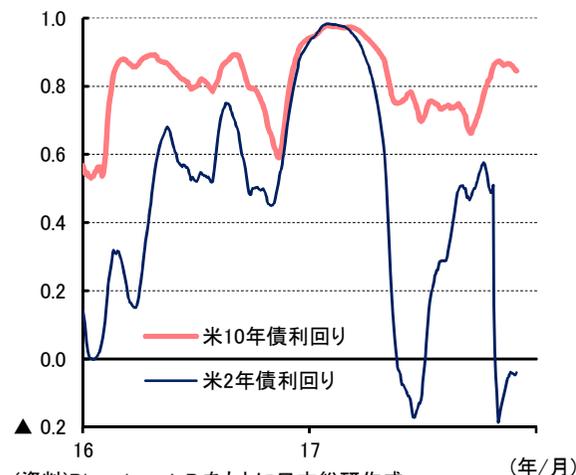
米国の政策金利と国債利回り



(資料)NBER、FRB、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注)シャド一部は景気後退期。

ドル円相場と米金利の相関係数



(資料)Bloomberg L.P.をもとに日本総研作成

(注)相関係数は、130日(営業日ベースで約半年に相当)相関から導出。

投機筋の対ドルでの円ポジション



(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。

ユーロ分析：当面は政治リスクに警戒が必要も、ユーロ高基調は不変

◆短期的には、欧州政治リスクの再燃に注意

ユーロ圏では、景気は堅調に推移しているものの、インフレ率が伸び悩むなかで、ECBは12月の理事会で積極的な金融緩和を継続する方針を強調する公算大。さらに、今春以降のユーロ買いを牽引してきた投機筋のユーロ買い持ちポジションが高水準にあることから、当面はユーロの上値の重い展開が続く見込み。

加えて、短期的には、欧州の政治リスクが折に触れてユーロ相場の重石となる公算。ドイツでは、大連立政権樹立に向けた交渉が行われることになっているものの、交渉が決裂し、再選挙に至るリスクが残存。また、イタリアでは、来春にかけて反EU政党の躍進が懸念される総選挙を控えている状況。

◆政治リスク後退後、焦点はECBの金融政策へ

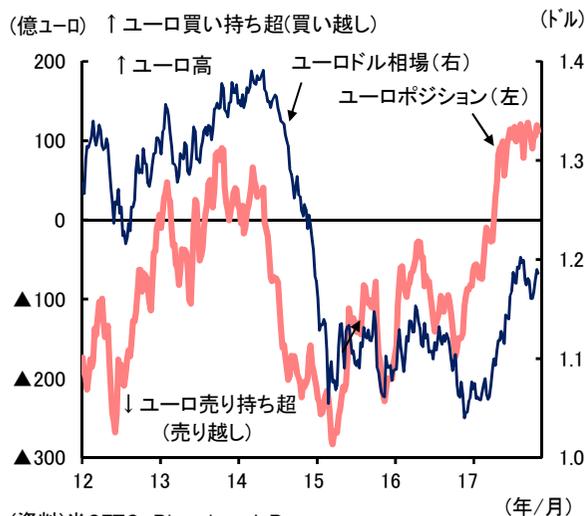
もっとも、中期的にみれば、ユーロは上昇基調に復する公算大。市場参加者がユーロ高・ユーロ安いずれを警戒しているかを示すリスク・リバーサルをみると、ユーロ高方向への動きが引き続き警戒されていることを示唆。ユーロが上昇基調に復する背景として、以下3点が指摘可能。

第1に、ユーロ圏景気が本格回復を迎えるなかで、ECBによる金融政策の正常化に向けた動きが続く見込み。来年9月の資産買い入れ期限が近づくとつれて、ECBの「次の一手」への思惑が投機的なユーロ買いを招来しやすくなる見込み。

第2に、来春以降、欧州の政治リスクは再び後退する見込み。ドイツでは、再選挙が実施されたとしても、極右政党AfDが政権を担えるだけの議席を獲得することは困難とみられるほか、イタリア総選挙でも、選挙法改正が影響し、反EUを掲げる五つ星運動が政権を獲得する可能性は小。

第3に、ユーロの基礎的な需給は、ユーロ圏からの資金流出圧力が和らぐ方向へ。足許では、経常黒字が高水準を維持していることに加え、景気が堅調に推移するなか、ユーロ圏内への株式投資や直接投資が増加し、ネットでの資金流出が縮小。今後は、金利上昇につれてマイナス金利で取引されるユーロ圏債券の割合が低下していくにつれて、域内への債券投資も増加する公算大。

投機筋の対ドルでのユーロポジション

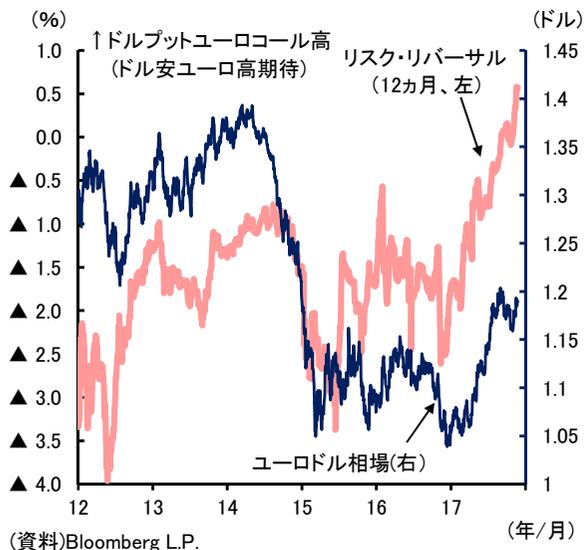


ユーロ圏の最近の主な政治動向と展望

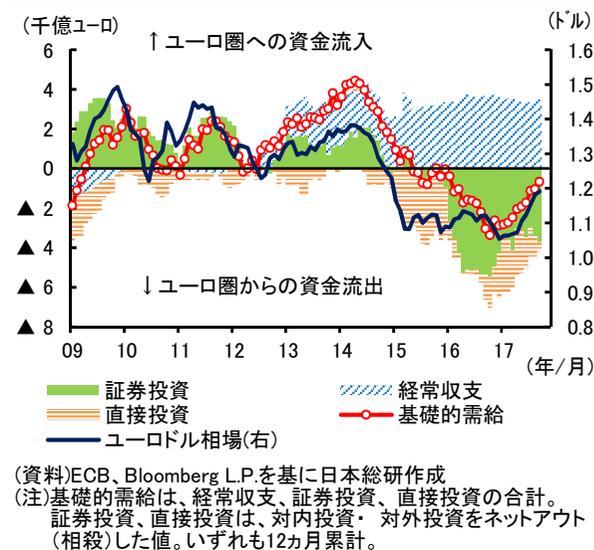
ドイツ	9月24日の総選挙後、メルケル首相率いるCDU・CSUはFDP、緑の党との連立政権樹立に向けた協議を開始したが、交渉が決裂したため、従前のパートナーであるSPDとの大連立継続を模索する方針に転換。今後、SPDとも交渉が決裂すれば、再選挙となるリスクは残るが、9月24日の選挙で第3党に躍進した極右政党「ドイツのための選択派(AfD)」が単独で政権を獲得する公算は小。
イタリア	総選挙が来春に実施予定。反体制派の「五つ星運動」などの躍進が懸念されるものの、選挙法が既存の大政党に有利な内容に改正されたこともあり、「五つ星運動」などが政権を獲得する可能性は低下。
スペイン	カタルーニャ自治州で12月21日に州議会選挙が実施予定。10月1日に実施した独立の是非を問う住民投票では、独立賛成派が多数となったものの、最近の世論調査では独立反対派が優勢。独立反対派の議員が多く当選すれば、混乱は終息に向かう公算大。

(資料)各種報道を基に日本総研作成

ユーロドル相場とリスク・リバーサル



ユーロ圏の基礎的需給



見通し：基調としてはドルが底堅さを増すものの、ドル高余地は限定的

◆ドル円相場：円安ドル高余地は限定的

FRBによる12月会合での利上げが織り込み済みとなっているほか、米税制改革の進展を見極める必要があることなどから、当面はドルの上値の重い展開が続く見込み。

一方、来年以降は、米国景気の拡大が続くなかで、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す見込み。

もっとも、①低インフレが長引くなかで、FRBの利上げペースは緩慢になると見込まれること、②FOMC参加者の政策金利の長期見通しが低下するなかで、利上げ余地の乏しさが意識されやすくなっていること、等から、ドル高進行余地は限られる見通し。

予測期間を通して、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強まる場面では、一時的に円高ドル安に振れる局面も。

◆ユーロドル相場：ユーロが底堅く推移

当面は、ECBによる資産買い入れの更なる縮小・終了や、その後の利上げが見込み難いなか、ユーロ圏金利の上昇に伴うユーロ高圧力は限られる見込み。加えて、イタリアでは、来年5月までに反EU政党の躍進が懸念される総選挙が実施されることになっており、欧州での政治リスクの高まりが折に触れユーロ相場の重石に。

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。来年半ば以降は、ECBの資産買い入れ期限が近づくなかで、資産買い入れ終了観測や、その後の利上げ観測の高まりがユーロ高圧力となる見込み。

◆ユーロ円相場：基調としてはユーロ高が持続

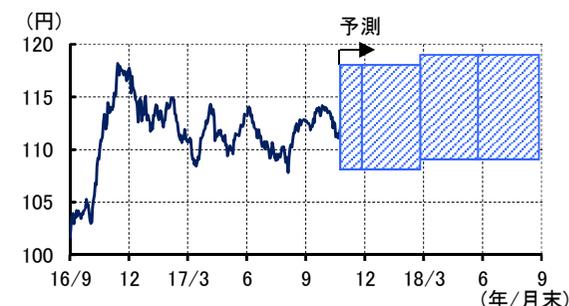
金融緩和縮小が意識されるECBと、強力な金融緩和を続ける日銀との金融政策の方向性の違いを反映して、ユーロが堅調に推移する見込み。

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	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	107.32	108	108	109	109

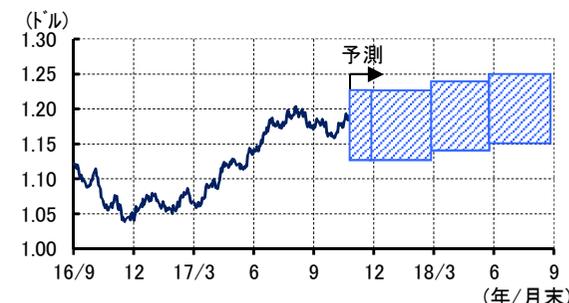
予測



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	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	1.1312	1.13	1.13	1.14	1.15

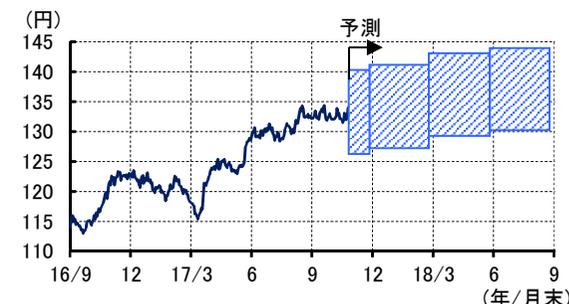
予測



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	∫	∫	∫	∫	∫
(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・ Stocks50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
14/12	119.44	146.99	1.2307	0.0678	0.18	0.38	17541.69	0.12	0.24	2.20	17542.24	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	1.15	1.32	2.20	22173.41	2492.84	▲ 0.36	▲ 0.33	0.41	1.21	3507.10	49.88	1315.37
17/10	112.93	132.75	1.1755	▲ 0.0371	0.06	0.06	21267.49	1.15	1.36	2.36	23036.24	2557.00	▲ 0.36	▲ 0.33	0.43	1.35	3614.75	51.59	1280.89
17/11	112.82	132.48	1.1744	▲ 0.0483	0.06	0.04	22525.15	1.16	1.43	2.35	23557.93	2593.61	▲ 0.35	▲ 0.33	0.36	1.28	3601.43	56.66	1282.11