
為替相場展望

2017年3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：トランプ政権の財政拡張・保護主義が為替相場に与える影響 . . . p. 2
- ◆ユーロ分析：トランプ政権のドイツ・ユーロ安批判の見方 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3月2日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

回顧：米国の政策運営を巡る不透明感が続くなか、膠着感が強まる展開

◆ 2月のドル円相場

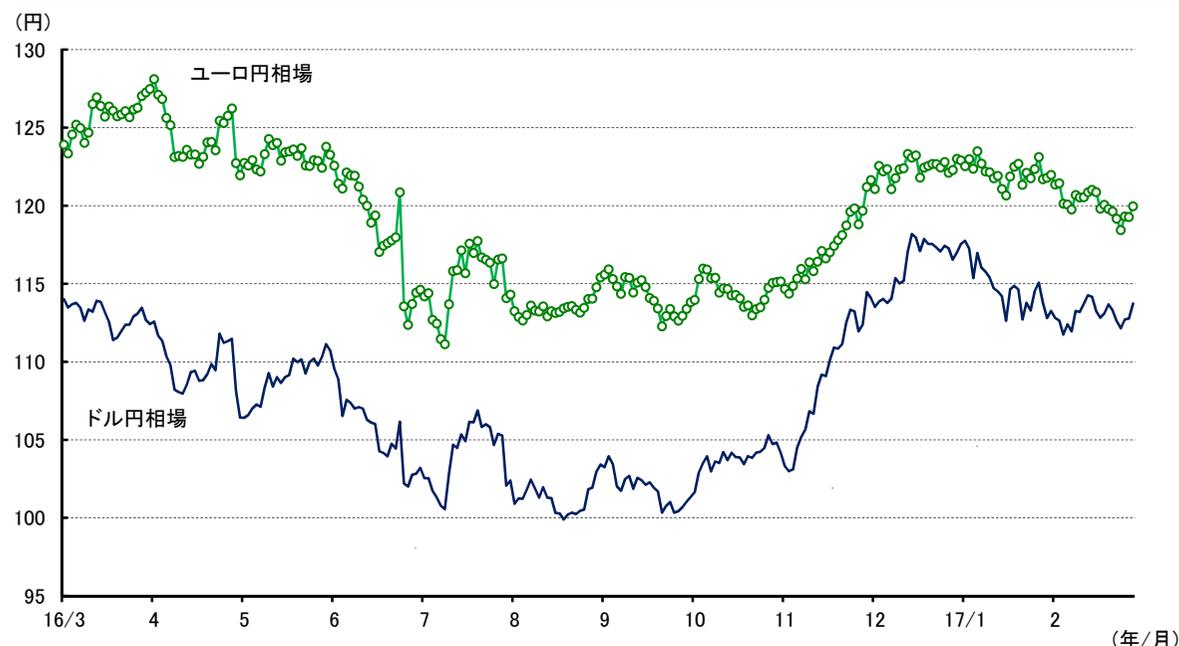
3日の1月米雇用統計で平均時給の伸びが鈍化したことを受けてFRBの早期利上げ観測が後退したほか、フランス大統領選挙を巡る不透明感の高まりを受けてリスク回避の動きが強まり、7日には一時111円台半ばまでドルが下落。その後、①2～3週間以内に税制に関する驚くべき発表をするとのトランプ大統領の発言（9日）、②トランプ大統領から日本の通商・為替政策に対する批判がみられなかった日米首脳会談（10～11日）、③3月会合での利上げの可能性を排除しない姿勢を示したイエレンFRB議長の議会証言（14～15日）、④良好な米景気指標、等を手掛かりに、15日には115円目までドルが上昇。その後は、FRBの早期利上げ観測はくすぶったものの、月末のトランプ大統領の議会演説を見極めようとするムードが広がるなか、112円台を中心にドルの上値の重い展開が持続。

◆ 2月のユーロ相場

対ドルでは、①フランス大統領選挙での極右政党候補の当選に対する警戒感の高まり、②ギリシャの債務問題に対する懸念再燃、③3月会合での利上げに前向きと受け止められたイエレンFRB議長の議会証言、④良好な米景気指標、等を手掛かりに、15日には1.05ドル台前半までユーロが下落。22日にはフランス大統領選挙の世論調査で極右政党候補の支持率が上昇したことを受けて、1.05ドル割れまでユーロが下落する場面があったものの、その後、中道派候補が支持を盛り返したことなどもあり、1.05ドル台を中心にユーロが底堅く推移。

対円では、フランス大統領選挙やギリシャ債務問題に対する懸念が強まり、8日に119円台までユーロが下落。その後は、トランプ米政権の政策運営や、イエレンFRB議長の議会証言に市場の関心が向かうなか、121円を挟んでもみ合う展開が続いたものの、22日にはフランス大統領選挙に対する懸念が再燃し、一時118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：実質金利が上昇しなければ、持続的なドル高は見込み薄

◆米政権の政策運営やFRBの金融政策を見極め

為替市場では、当面、米政権の政策運営や、FRBの金融政策の行方を見極めようとする展開が続く見込み。ドル円相場は、名目金利差よりも実質金利差と高い連動性が続いていることを踏まえると、今後、米国の政策動向が米実質金利の押し上げにつながるか否かがドル上昇のカギに。

まず、財政拡張は、実質金利の上昇要因。2月28日（日本時間3月1日）のトランプ大統領の議会（施政方針）演説では、財政政策への言及はあったものの、詳細な計画は示されず。米政権が3月中旬に発表予定の予算教書において、財政赤字拡大を許容する形での減税やインフラ投資案が示される可能性はあるものの、財政規律を重視する共和党主流派との調整や、議会の予算審議の過程において、財政規律に配慮した予算に落ち着くと予想。この結果、実質金利上昇によるドル高圧力は限られる見込み。

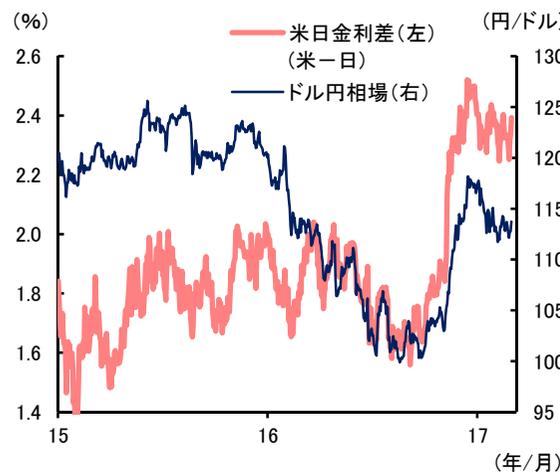
一方、保護主義・排外主義的な政策は、名目金利の上昇要因になっても、実質金利の上昇要因にはならない公算大。輸入関税引き上げや移民の入国制限は、輸入物価押し上げや労働供給抑制を通じて、国内財価格や賃金の上昇圧力を高める可能性大。インフレ圧力の高まりは名目金利の上昇要因となるものの、実質ベースの賃金を下押しするため、成長率が高まらないなかで、実質金利上昇による持続的なドル高圧力にはならない公算大。

◆ドル円相場の基調は米国経済の堅調さ次第

当面は、トランプ新政権の政策運営に不透明感が残るなか、不安定な展開が予想されるものの、中期的には米国経済のファンダメンタルズがドル円相場の基調を左右。今後、米国経済の拡大が続けば、FRBの利上げが意識されるなかで、実質金利差の拡大につれて、ドルが底堅さを増していく見通し。

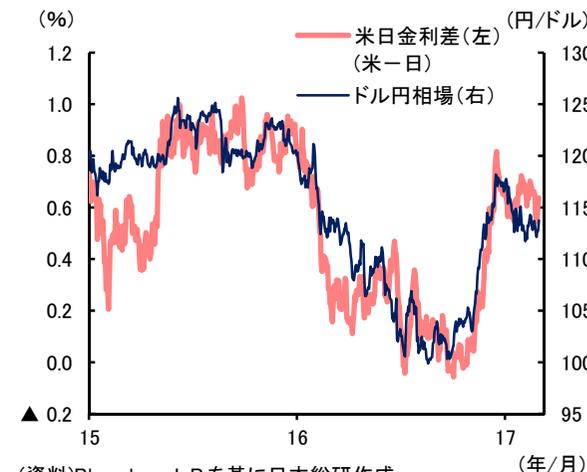
市場では、早期利上げに前向きな姿勢が示されたイエレンFRB議長の議会証言や1月FOMC議事録、FRB高官発言等を受けて、次回3月会合での利上げ観測が高まっている状況。

日米10年名目金利差とドル円相場



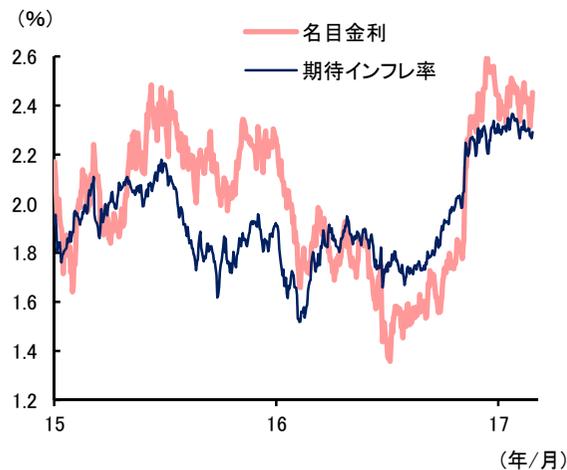
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)名目金利は、10年国債利回り。

日米10年実質金利差とドル円相場



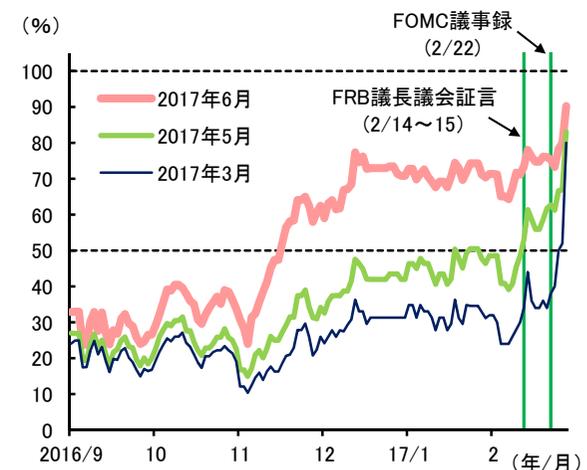
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)実質金利は、10年国債利回りー10年インフレスワップ金利で算出。

米国の名目金利と期待インフレ率



(資料)Bloomberg L.P.
(注)名目金利は、10年国債利回り、期待インフレ率は、10年インフレスワップ。

FRBの利上げ確率



(資料)Bloomberg L.P.
(注)各FOMCまでにFF金利誘導目標が0.875% (0.75~1.00%の中央値)以上となっている確率。

ユーロ分析：米政権のユーロ安批判、経常黒字がユーロ安抑制要因に

◆欧州では、ドイツが米政権の批判の標的に

対米貿易黒字が中国、日本に次いで大きいドイツもトランプ米政権による批判の標的に。米国のナバロ国家通商会議委員長は、1月末の英紙とのインタビューで、ドイツは、大きく過小評価されているユーロを用いることによって、米国や他のEU諸国との貿易で優位に立っていると批判。ドイツは対EUでも大幅な貿易黒字を計上しており、2016年の貿易黒字は過去最高を更新。

ユーロ圏では、通貨は共通でも、各国の物価・労働コスト等の動向が異なるため、対外競争力格差が発生。ユーロ圏主要国の単位労働コストから各国にとってのユーロ相場の適正水準（購買力平価）を試算すると、足許のユーロ相場は相対的に対外競争力が高いドイツにとって大幅な割安水準であることを示唆。

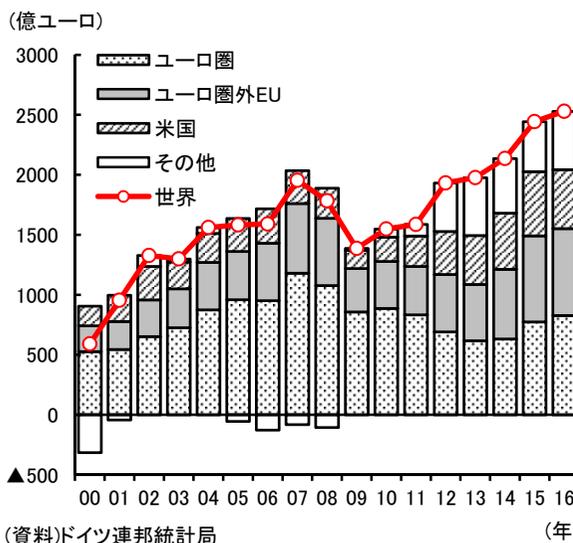
◆ドイツは反論も、今後も米政権はお構いなしか

ドイツ当局者は、米政権からの批判に対し、足許のユーロ相場がドイツにとって割安な水準であることを認める一方で、①貿易黒字は自国企業の競争力を反映していること、②ドイツ政府はユーロの価値に影響するECBの金融政策に影響を及ぼせないこと、等を指摘し、批判される筋合いはないとの立場。もっとも、トランプ政権が自国の貿易赤字縮小を重視していることを踏まえると、こうしたドイツの反論を無視して、今後も折に触れドイツないしはユーロ安に対する批判が発信される可能性大。

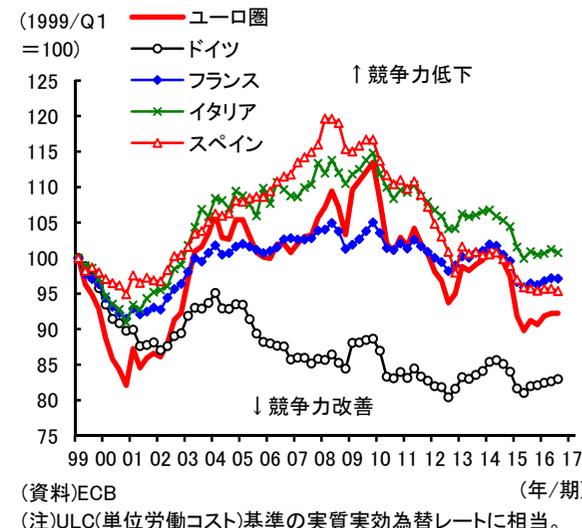
そもそも、経常・貿易黒字は、国内部門の貯蓄過剰と表裏一体の関係。ドイツでは、家計・非金融企業の貯蓄過剰（＝消費・投資不足）が定着しているほか、近年、政府部門も貯蓄過剰（＝財政黒字）に。こうした国内部門の貯蓄過剰を海外部門の貯蓄不足（＝経常黒字）に振り向けているという構図。

今後も欧州での政治リスクの高まりなどがユーロ安に作用すると予想されるものの、米政権のドイツ・ユーロ安批判に対する警戒感や、ドイツを中心とするユーロ圏の大幅な経常黒字などがユーロ安抑制要因となる見込み。

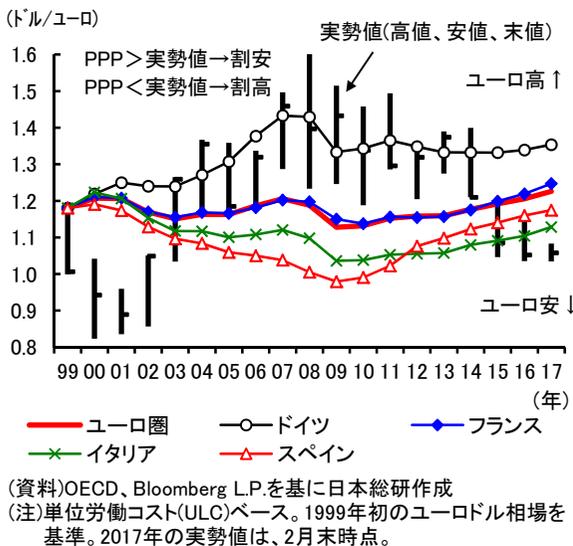
ドイツの貿易収支(相手国・地域別)



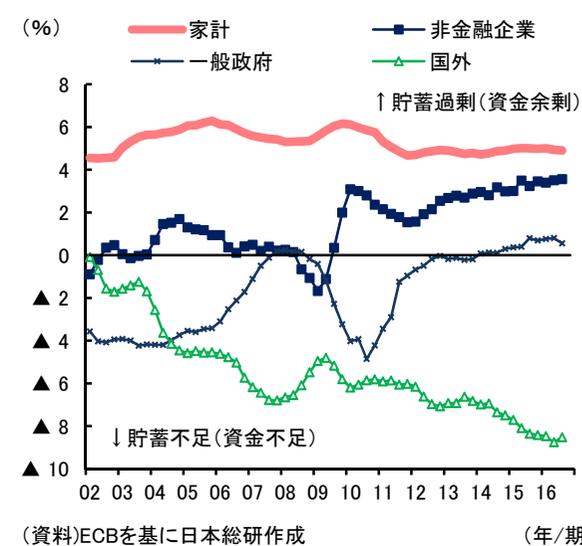
ユーロ圏主要国の競争力指数(ULCベース)



ユーロ圏主要国の購買力平価とユーロ相場



ドイツの貯蓄・投資バランス(対名目GDP比)



見通し：ドル高は一旦調整も、年半ば以降、ドルが底堅さを増す展開へ

◆ドル円相場：一旦調整後、ドル高基調に復帰へ

当面は、米FRBの早期利上げ観測の高まりがドル高要因となるものの、トランプ政権の財政政策の規模やタイミングを巡る不透明感、保護主義・排外主義的な政策やドル高牽制に対する警戒感などがドル高抑制要因となる見込み。加えて、欧州政治リスクの高まりもリスク回避の動きを通じて、折に触れ円高要因に。

年半ば以降は、米政権の拡張的な財政政策に対する期待に支えられた米国景気の拡大が続くなかで、ドルが底堅さを増していく見通し。

◆ユーロドル相場：ユーロ安値圏での推移が持続

対ドルでは、トランプ新政権の拡張的な財政政策に対する期待に支えられた米国景気の拡大を背景に、米国金利上昇に伴う米欧金利差の拡大がユーロ安に作用する見通し。さらに、欧州では、2017年から18年初にかけて主要国で総選挙・大統領選挙などの重要な政治イベントが相次いで予定されており、政治不安が高まる場面では、ユーロ安に振れやすくなる公算。

ただし、ECBの資産買入実施期限である17年末にかけてECBのテーパリング観測が再燃しやすく、ユーロが底堅さを増してくる可能性。

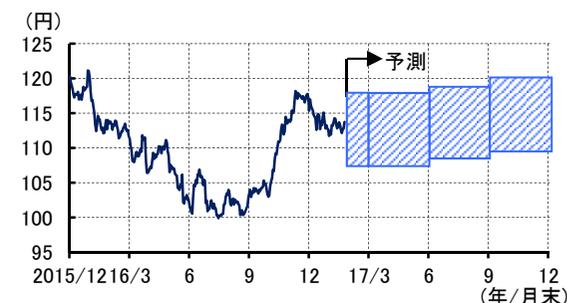
◆ユーロ円相場：方向感を欠いた展開が持続

日本とユーロ圏は、①基調的なインフレ率が持続的に上昇する兆しがみられないなか、金融緩和の長期化が予想されること、②大幅な経常黒字国・地域であること、などで共通しており、総じてみれば現行水準を中心に方向感を欠いた展開が続く見込み。

ドル円相場見通し

(円)

	2016年	2017年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	109.49	114	113	114	115
(高値)	118.67	118	118	119	120
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	100.74	108	108	109	110

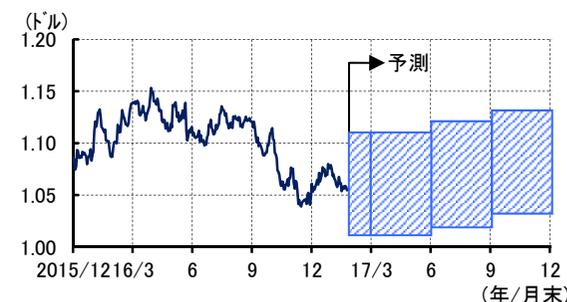


予測

ユーロドル相場見通し

(ドル)

	2016年	2017年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	1.0804	1.06	1.06	1.07	1.08
(高値)	1.1300	1.11	1.11	1.12	1.13
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.0352	1.01	1.01	1.02	1.03

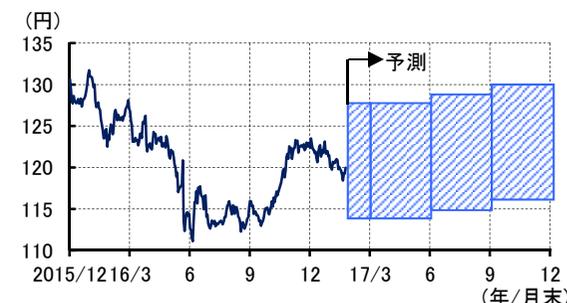


予測

ユーロ円相場見通し

(円)

	2016年	2017年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	117.72	121	120	122	124
(高値)	124.10	128	128	129	130
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	112.60	114	114	115	116



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・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
14/3	102.36	141.52	1.3826	0.0721	0.21	0.62	14694.83	0.08	0.23	2.72	16308.63	1863.52	0.19	0.31	1.59	2.72	3093.97	100.51	1334.83
14/4	102.51	141.58	1.3811	0.0650	0.21	0.61	14475.33	0.09	0.23	2.69	16399.50	1864.26	0.25	0.33	1.53	2.67	3171.53	102.03	1298.87
14/5	101.84	139.85	1.3733	0.0676	0.21	0.59	14343.14	0.09	0.23	2.55	16567.25	1889.77	0.25	0.33	1.40	2.62	3197.40	101.79	1288.29
14/6	102.06	138.81	1.3601	0.0670	0.21	0.59	15131.80	0.10	0.23	2.59	16843.75	1947.09	0.08	0.24	1.35	2.70	3271.69	105.15	1282.57
14/7	101.75	137.74	1.3537	0.0658	0.21	0.54	15379.29	0.09	0.23	2.53	16988.26	1973.10	0.04	0.21	1.20	2.63	3192.31	102.39	1311.82
14/8	102.98	137.10	1.3314	0.0686	0.21	0.51	15358.70	0.09	0.23	2.41	16775.15	1961.53	0.02	0.19	1.02	2.44	3089.05	96.08	1295.73
14/9	107.39	138.46	1.2895	0.0664	0.21	0.54	15948.47	0.09	0.23	2.52	17098.13	1993.23	0.01	0.10	1.00	2.49	3233.38	93.03	1237.99
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
15/5	120.84	134.80	1.1157	0.0693	0.17	0.41	19974.19	0.12	0.28	2.20	18124.71	2111.94	▲ 0.11	▲ 0.01	0.58	1.93	3617.87	59.37	1198.89
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	1.1214	▲ 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	0.00	1.04	2.42	20424.14	2329.91	▲ 0.35	▲ 0.33	0.32	1.25	3293.10	53.46	1234.97