
為替相場展望

2017年7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
- ◆年後半の焦点は、米欧の政治リスクから金融政策の正常化の行方へ p. 2～3
- ◆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7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：方向感を欠いた展開が続いたものの、月末近くにはユーロが急騰

◆6月のドル円相場

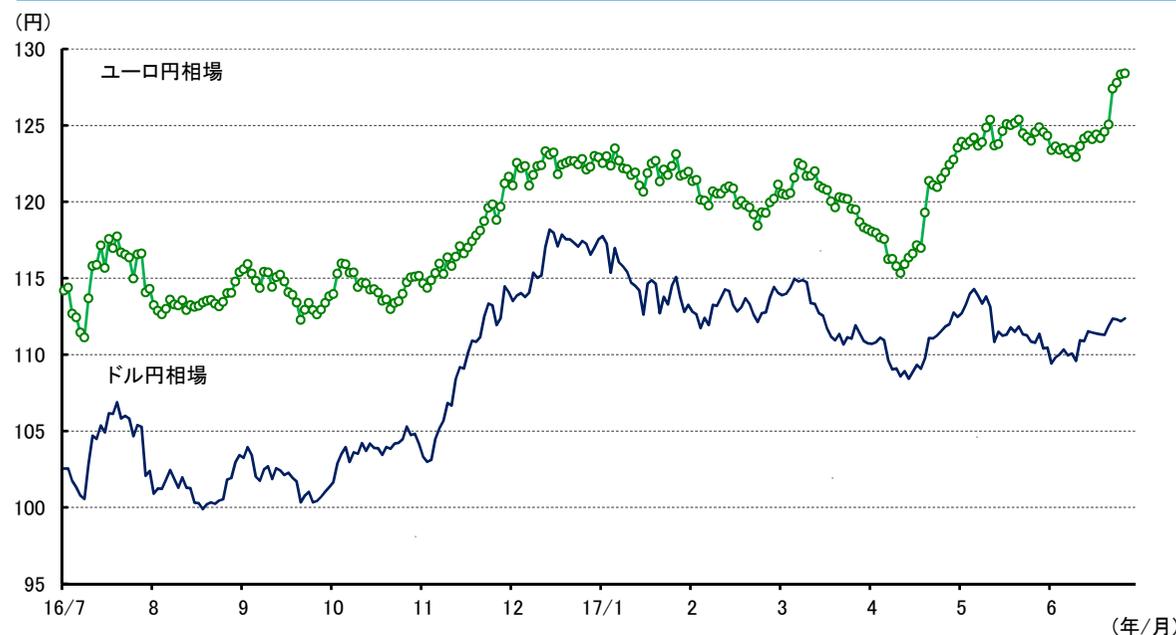
月前半は、①2日の米5月雇用統計で非農業部門雇用者数の伸びが市場予想を下回ったほか、平均賃金が伸び悩む結果となったこと、②8日の英総選挙や米国のコミー前FBI長官による議会証言を控え、政治的な先行き不透明感が強まったこと、③14日の米消費者物価、小売売上高が市場予想を下回ったこと、等から、一時108円台までドルが下落。注目された14日の米FOMCでは、市場予想通り利上げが決定されたものの、大方の市場予想よりも早い段階で、バランスシート縮小計画の詳細が公表されたほか、イエレンFRB議長が記者会見で、インフレ率の低下は一時的と発言したことなどから、ドルが反発。もっとも、その後は、強弱入り混じる米経済指標が続いたことから、111～112円台でドルの上値の重い展開。

◆6月のユーロ相場

対ドルでは、月末近くまで1.12ドルを中心に方向感を欠いた展開が持続。この間の動きをより細かくみると、2日の市場予想を下回る米雇用統計を手掛かりに、1.12ドル台までユーロが上昇。注目された8日のECB理事会では、政策金利の先行き指針（フォワード・ガイダンス）から利下げバイアスが削除されたものの、インフレ見通しが下方修正されたほか、ドラギ総裁が量的緩和の段階的縮小（テーパリング）を議論していないと一蹴したことなどから、1.12ドル割れまでユーロが反落。一方、14日には、市場予想を下回る米経済指標を手掛かりに、1.13ドル目前までユーロが上昇したものの、イエレン議長がFOMC後の会見でインフレ率の低下は一時的と発言したことなどから、1.12ドル割れまでユーロが反落するなど、乱高下。月末近くには、27日のドラギECB総裁の発言がテーパリングに前向きと受け止められたことから、1.14ドル台までユーロが急騰。

対円でも、月末近くまで124円を挟んで方向感を欠いた展開が続いたものの、27日のドラギECB総裁の発言がテーパリングに前向きと受け止められたことから、128円台までユーロが急騰。

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：米賃金・物価が持ち直しても、ドル高再開は秋口以降

◆市場はFRBの見通し実現に懐疑的

2017年前半の為替相場は、トランプ米政権の政策運営動向や、仏大統領選挙など欧州の政治イベントに振られる展開に。もっとも、米国ではトランプ政権の保護主義・排外主義的な政策に対する過度な懸念や拡張的な財政政策に対する期待が後退。欧州でも反EU・反移民の動きに歯止めがかかっており、年後半は、米欧中銀の金融政策の正常化の行方が市場の焦点に。

米FRBは、6月13～14日のFOMCで、市場予想通り追加利上げを決定。FOMC委員の経済予測では、今年のインフレ見通しが下方修正されたものの、18年以降は目標の2%へ上昇するとの見通しが維持されたほか、政策金利予測でも、年内残り1回、来年・再来年は年3回程度のペースでの利上げ見通しを維持。

一方、市場参加者は、FRBの想定通りに利上げが進むか懐疑的。市場が織り込むFRBの追加利上げ回数をみると、年内は残り0.5～0.6回、来年は1回程度。イエレンFRB議長を含むFOMCの主流派は、労働市場の改善が続けば、賃金及びインフレの上昇圧力が強まってくるとの見方を示しているものの、市場参加者はこうした見方に半信半疑であることを示唆。当面は、賃金及び物価が持ち直すか否かを見極める必要。

◆指標が持ち直しても、ドル高再開は秋口以降

今回のFOMCでは、大方の市場の予想よりも早い段階で、バランスシートの縮小について具体的な数値を含めた詳細な計画を公表。さらに、イエレン議長はバランスシート縮小に着手するタイミングについて「比較的早く」と発言。

今回のFOMCやFRB高官発言などを踏まえると、今後、景気・インフレ率が大きく下振れしない限り、9月会合では、今回発表されたペースでのバランスシート縮小開始が決定され、利上げは12月会合まで見送られることがほぼ確実。このため、賃金及び物価に持ち直しがみられても、12月会合以降の利上げを本格的に織り込む形でドル高圧力が強まるのは9月会合以降となる公算大。

FOMC委員の経済予測・政策金利予測

(中央値、%)

		2017年	2018年	2019年	長期
実質GDP成長率	6月	2.2	2.1	1.9	1.8
	3月	2.1	2.1	1.9	1.8
失業率	6月	4.3	4.2	4.2	4.6
	3月	4.5	4.5	4.5	4.7
PCEインフレ率	6月	1.6	2.0	2.0	2.0
	3月	1.9	2.0	2.0	2.0
コアPCEインフレ率	6月	1.7	2.0	2.0	
	3月	1.9	2.0	2.0	
FF金利	6月	1.4	→ 2.1 +70bp	→ 2.9 +80bp	3.0
	3月	1.4	2.1	3.0	3.0

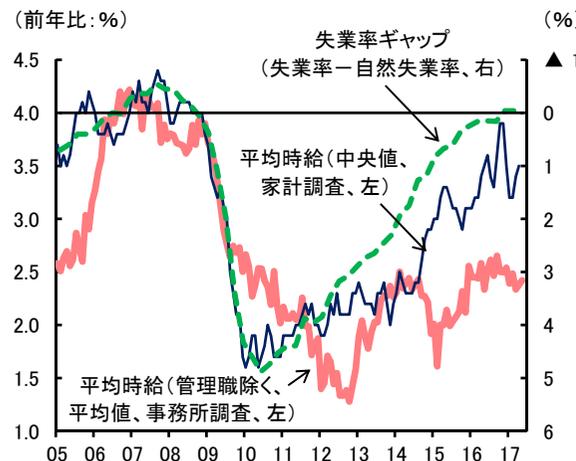
(資料)FRBを基に日本総研作成

(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。

失業率ギャップと賃金上昇率



(資料)BLS、CBO、アトランタ連銀を基に日本総研作成 (年/期)

(注)自然失業率はCBO推計。失業率ギャップは4四半期遅行。

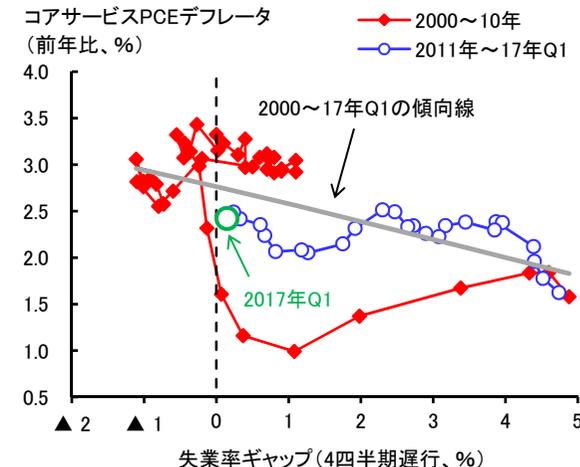
FF金利先物が織り込む利上げ回数



(資料)Bloomberg LPを基に日本総研作成

(注)2017年6月の利上げは、今次局面4回目。

失業率ギャップとインフレ率



(資料)BLS、CBO、BEAを基に日本総研作成

(注)自然失業率はCBO推計。

ユーロ分析：今秋にかけてテーパリング織り込みがユーロ高要因に

◆ ECBは今秋にもテーパリング発表へ

6月8日のECB理事会では、大方の市場予想通り、景気見通しが引き上げられ、政策金利の先行き指針（フォワード・ガイダンス）から利下げバイアスを削除(注)。一方、インフレ見通しが引き下げられたほか、ドラギ総裁は記者会見で、資産買い入れ政策の段階的縮小（テーパリング）は議論されなかったと発言。

ところが、6月27日、ドラギ総裁は「景気回復が続くなかで政策スタンスを維持すれば、その政策はより緩和的になる。ECBは政策手段のパラメーターを調整することで景気回復に対応することができる」と発言。市場はこれをテーパリングに向けた地均しと受け止め。今後、景気・物価が大きく下振れしない限り、ECBは、今秋にもデフレリスクがほぼ消失したことなどを理由に、18年1月以降のテーパリングを発表すると予想。市場では、ECB高官発言や景気・物価動向を見極めながら、テーパリングを織り込む形で、ユーロが堅調に推移する見込み。

◆ ECBは利上げを急がない見込み

もっとも、ECBは利上げを急がない姿勢を維持すると予想されるため、テーパリング織り込み一巡後は、ユーロの上値が重くなる見込み。

ECBは、ユーロ圏のインフレ率が持続的かつ自律的な形でECBの目標である2%弱の水準まで持ち直していくかを判断するうえで、コアインフレ率の上昇を牽引するサービス価格に大きな影響を与える賃金の動向を重視。2013年以降、ユーロ圏の失業率は低下傾向が続いているものの、賃金の伸びは低迷。この一因として、ユーロ圏では、失業率の水準が示唆する以上に労働市場に余剰（スラック）が残っているとみられることが指摘可能。労働市場の需給がタイト化し、賃金、ひいてはコアインフレ率が本格的に上向いていくにはなお時間を要する見込み。

(注)「主要金利が、長期間ならびに資産買い入れを十分に超える期間、現水準もしくはそれを下回る水準で推移すると見込んでいる」から「もしくはそれを下回る水準」を削除。

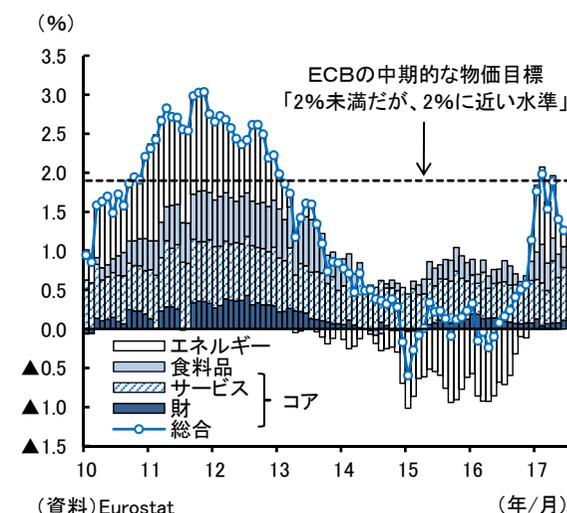
ECBの経済見通し

(中央値、%)

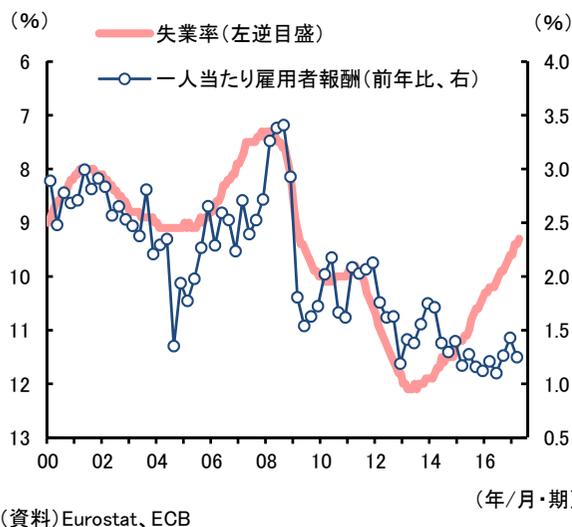
		2017年	2018年	2019年
実質GDP成長率	6月	1.9	1.8	1.7
	3月	1.8	1.7	1.6
失業率	6月	9.4	8.8	8.3
	3月	9.4	8.8	8.4
HICP上昇率	6月	1.5	1.3	1.6
	3月	1.7	1.6	1.7
コアPCEインフレ率	6月	1.1	1.4	1.7
	3月	1.1	1.5	1.8
一人当たり雇用者報酬の伸び率	6月	1.7	2.1	2.4
	3月	1.8	2.1	2.4
前提	3か月物Euribor (%)	▲ 0.3	▲ 0.2	0.0
	ユーロドル相場(ドル/ユーロ)	1.08	1.09	1.09
	北海ブレント価格(ドル/バレル)	51.6	51.4	51.5

(資料) ECBを基に日本総研作成
(注) 前提は6月見通し分のみを抜粋。

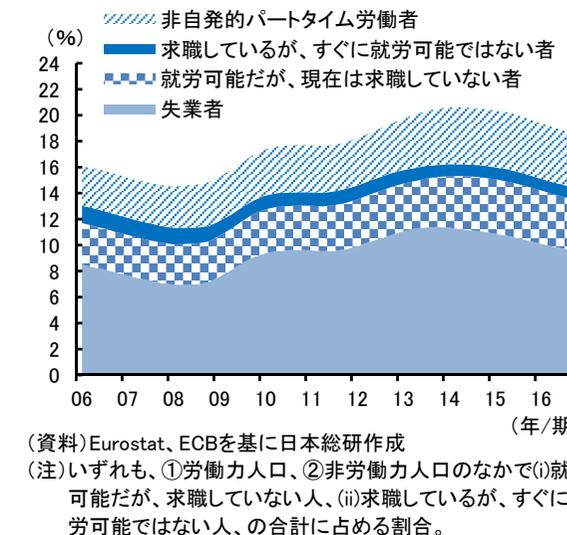
ユーロ圏の消費者物価(HICP、前年比)



ユーロ圏の失業率と賃金



ユーロ圏労働市場の余剰



見通し：徐々に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：徐々にドルが底堅さを増す展開へ

当面は、①米経済指標、とりわけ賃金・物価の持ち直しを見極める必要があること、②9月FOMCでのバランスシート縮小着手と利上げ見送りが既定路線となっていること、などから、ドルの上値の重い展開が続く見込み。

秋口以降は、米国景気の拡大傾向が続くなかで、日米の金融政策の方向性の違いや、トランプ政権の拡張的な財政政策に対する期待なども相まって、ドルが底堅さを増していく見通し。

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、ドル高進行余地は限られる見込み。

◆ユーロドル相場：ユーロが強含む展開

仏大統領選挙が親EU派の勝利で終わり、欧州の政治不安が和らいだほか、ユーロ圏景気が底堅さを増すなかで、ECBの量的緩和政策の段階的縮小（テーパリング）が意識され始めていることなどから、基調としてはユーロ高が続く見込み。

もっとも、①ユーロ圏インフレ率が伸び悩むなかで、ECBは利上げを急がない姿勢を続けるとみられること、②FRBはバランスシートの縮小や利上げなど、金融政策の正常化を続けると予想されること、等から、一方的なユーロ高は見込み薄。

◆ユーロ円相場：ユーロが堅調に推移

金融緩和の縮小が意識され始めた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、基調としてはユーロ高が続く見込み。

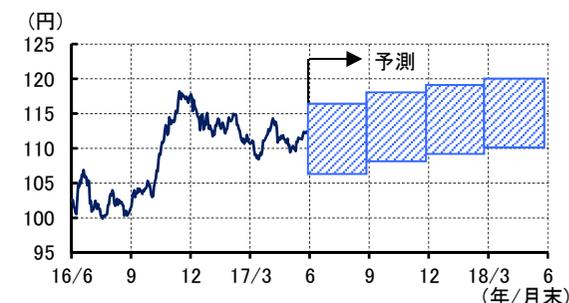
ただし、北朝鮮情勢などの地政学リスクや、欧州で来年半ばまでに総選挙が予定されているイタリアなどの政治リスクが高まれば、折に触れ円高ユーロ安要因に。

ドル円相場見通し

	2017年			2018年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	111.14	113	114	115	115
(高値)	114.38	116	118	119	120
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	108.13	106	108	109	110

(円)

予測

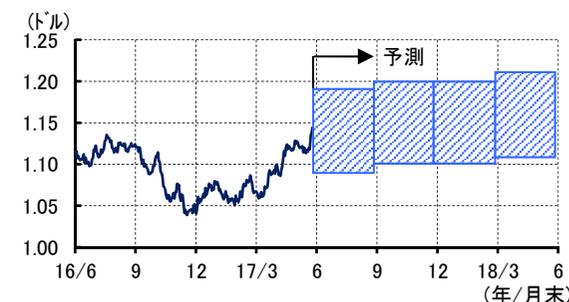


ユーロドル相場見通し

	2017年			2018年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	1.1003	1.14	1.15	1.15	1.16
(高値)	1.1447	1.19	1.20	1.20	1.21
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.0570	1.09	1.10	1.10	1.11

(ドル)

予測

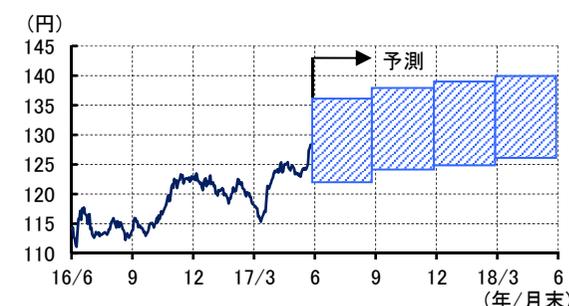


ユーロ円相場見通し

	2017年			2018年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	122.29	129	131	132	133
(高値)	128.84	136	138	139	140
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	114.85	122	124	125	126

(円)

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・ スワップ50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
15/6	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	0.66	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