
為替相場展望

2017年11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：米税制改革実現と新FRB議長下の金融政策運営を見極める展開へ・・・ p. 2
- ◆ユーロ分析：金融政策面の材料は出尽しも、政治リスクが再び意識される状況に・・・ 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11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：米税制改革やF R B議長人事を巡る不透明感などがドルの重石に

◆10月のドル円相場

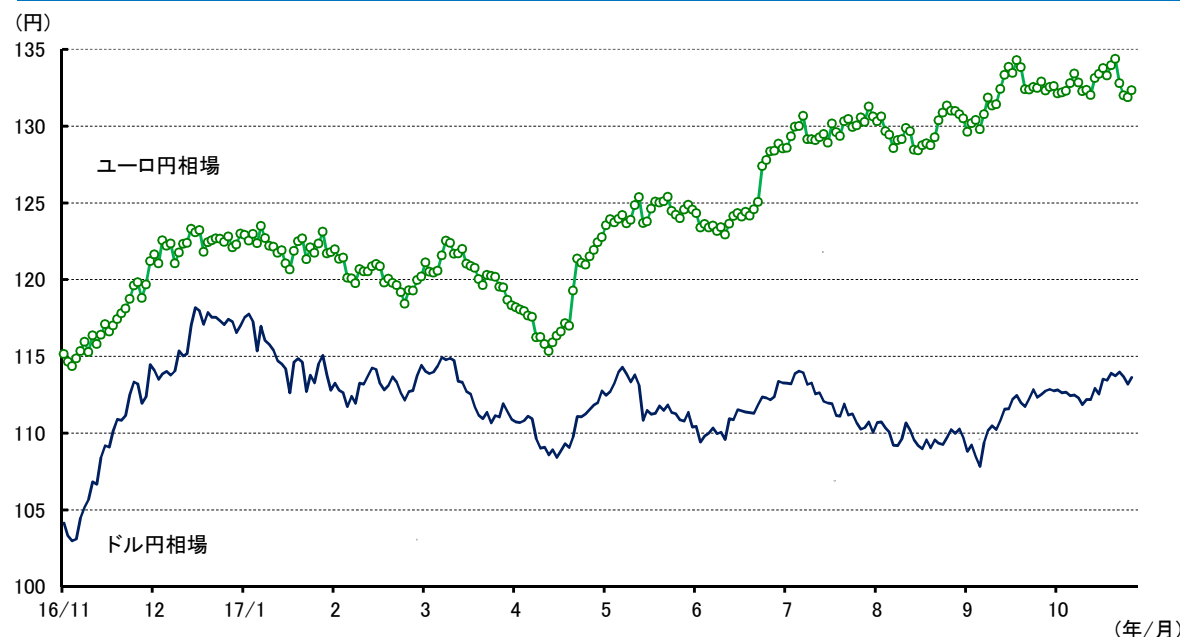
6日の米雇用統計で時間当たり賃金の伸びが加速したことから、113円台後半までドルが上昇する場面があったものの、13日の市場予想を下回る米消費者物価指数等を手掛かりに、月半ばには111円台までドルが下落。月後半は、①米議会での予算決議可決を受けた税制改革進展期待、②22日のわが国衆院選で連立与党が圧勝し、現政権下でアベノミクス・日銀の積極的な金融緩和が長期化するとの期待、③F R B議長の後任人事で利上げ積極派とされるテイラー氏が有力との報道、等を手掛かりに、一時114円台を回復。もともと、月末にかけては、下院共和党が法人税率を段階的に引き下げていることを検討しているとの報道に失望が広がったほか、次期F R B議長として漸進的な利上げ派とされるパウエル氏理事が有力と報じられたことなどから、一時113円割れ。

◆10月のユーロ相場

対ドルでは、スペインのカタルーニャ自治州が1日に実施した独立の是非を問う住民投票において、独立賛成派が大多数となったことなどから、1.16ドル台までユーロが下落する場面があったものの、米景気指標の下振れなどを手掛かりに、月半ばにかけて1.18ドル台までユーロが持ち直し。月半ば以降は、E C B理事会を控えて様子見ムードが広がるなか、1.18ドル台を中心に一進一退の展開が持続。26日のE C B理事会では、資産買い入れの縮小が決定されたものの、ドラギE C B総裁の発言を受けて金融緩和の長期化観測が強まったことから、ユーロが急落。さらに、カタルーニャ独立問題を巡る不透明感が強まったことも加わり、一時1.15ドル台までユーロが続落。その後は、米国でドル安材料が相次ぐなか、ユーロが反発し、1.16ドル台での推移。

対円では、E C Bの量的緩和縮小観測等を背景に、25日には134円台までユーロが上昇。26日のE C B理事会では、量的緩和縮小後も極めて緩和的な姿勢を維持することが強調されたほか、スペインのカタルーニャ州の独立問題を巡る混乱が拡大したことから、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：ドル高余地は限られるものの、基調はドル高方向

◆年内利上げは既定路線、大型減税実現は期待薄

FRBは、10月31日～11月1日のFOMCで、政策金利の据え置きを決定。今回の声明文では、追加利上げ時期に関する手掛かりは示されず。もっとも、9月に発表されたFOMC参加者の経済・政策金利見通し（中央値）では、年末にかけてインフレ率が横這い圏にとどまるなかでも、年内残り1回の追加利上げを実施することが見込まれており、FRBは年内最後となる次回12月の会合で追加利上げに踏み切る公算大。

ただし、市場では既に同会合での利上げはほぼ織り込み済みとなっており、ドル高余地は限られる見込み。投機筋のポジションをみても、対ドルでの円売り持ち額が高水準となっており、円売りドル買い余力は乏しくなっている公算大。

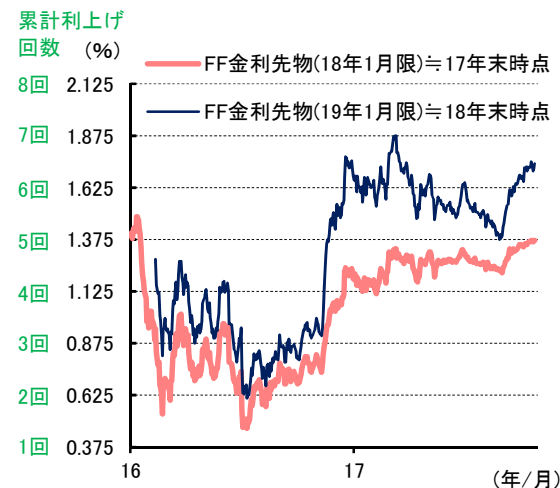
米税制改革を巡っては、下院共和党が財政赤字拡大を抑制するべく、法人税率を段階的に引き下げる案を検討していると報道されるなど、法案成立までには紆余曲折が見込まれる状況。トランプ政権・共和党指導部が目指す年内の成立には高いハードルがあるほか、減税規模の縮小は避けられない見通し。このため、税制改革実現期待によるドル高圧力も限られる見込み。

◆来年以降は、インフレ率の持ち直しを見極め

トランプ大統領は、11月2日、パウエル理事を次期FRB議長に指名する見通し。議会上院の承認が得られれば、来年3月以降のFOMCはパウエル新議長の下で開催される予定。パウエル理事は、イエレン議長の考え方に近いとされ、漸進的に利上げを進める路線を踏襲する見込み。

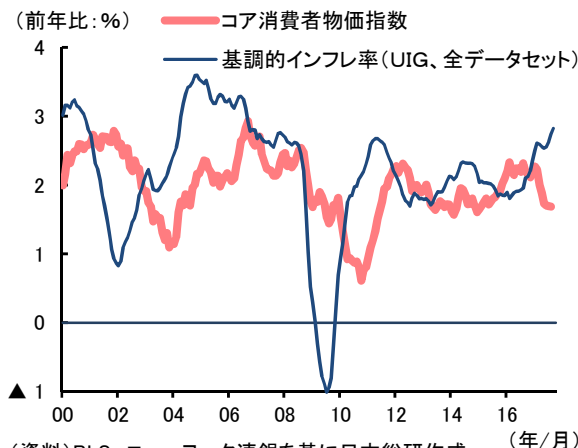
現時点では、来年以降の追加利上げは十分に織り込まれていない状況。一方、足許で賃金上昇率の再加速が確認されており、インフレ率も徐々に上向いていく見込み。コアインフレ率に1～2年先行する傾向がある「基調的インフレ率（UIG）」は、先行きのインフレ率の持ち直しを示唆。来年以降は、実際のインフレ率の持ち直しを確認しながら、FRBの追加利上げの織り込みが進展すると予想され、日米金利差の拡大につれてドルが底堅さを増す見込み。

市場が織り込む各年末時点の累積利上げ回数



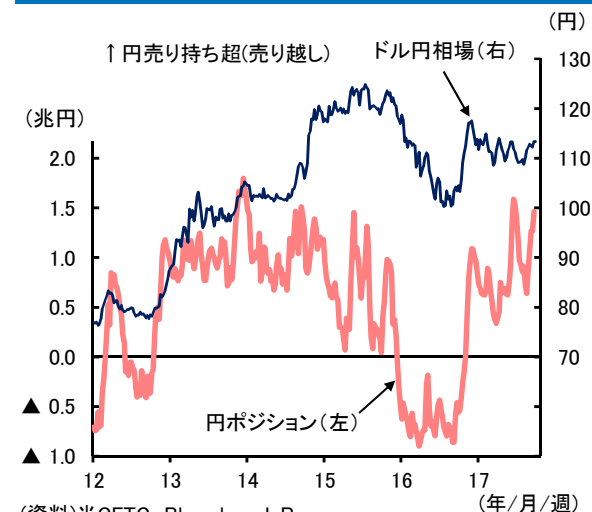
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)次回の利上げは今次局面5回目。

コア消費者物価と「基調的インフレ率」指標



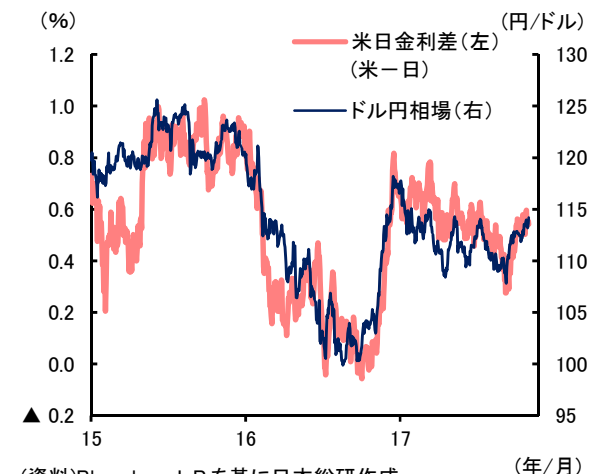
(資料)BLS、ニューヨーク連銀を基に日本総研作成
(注)UIG (Underlying Inflation Gauge)は、NY連銀が基調的なインフレ率の把握を目的とし、CPIの個別系列や、实体经济・金融関連指標(合計346)を基に推計しているもの。

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。

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年国債利回りー10年インフレスワップ金利で算出。

ユーロ分析：当面はユーロの上値が重いものの、ユーロ高基調は不変

◆ ECBは資産買入縮小も、利上げは見通せず

ECBは、10月26日の理事会で、来年初以降の資産買入れプログラムについて、月間の買入れペースを現行の600億ユーロから300億ユーロに減額する一方、実施期間を少なくとも来年9月まで延長することを決定。加えて、経済見通しが悪化した場合は、「規模拡大や期間延長の用意がある」との緩和バイアスを維持。さらに、政策金利についても、「資産買入れ終了後もかなり長期にわたり」現在の低水準にとどまるとのフォワードガイダンス（政策金利の先行き指針）を維持。

当面は、ECBによる資産買入れの更なる縮小・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。市場参加者の政策金利見通しを反映するEONIA（ユーロ圏無担保翌日物平均金利）先物曲線を見ると、ECBの利上げは19年春までほとんど織り込まれていない状況。

◆ 欧州政治リスクが再び意識される状況に

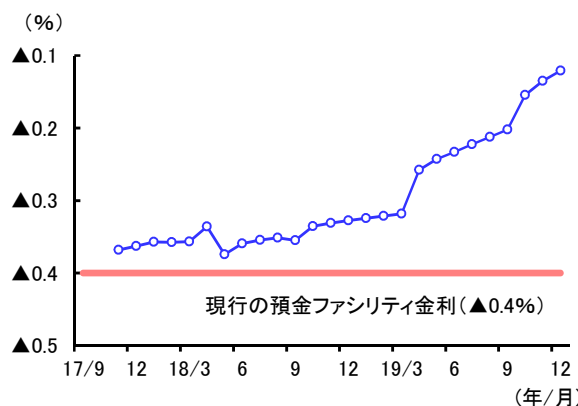
政治面では、今春の仏大統領選挙で親EU派のマクロン氏が勝利して以降、反体制的な機運が後退していたものの、足許にかけて政治リスクが再び意識される状況に。来年5月までにイタリアで反EU政党の躍進が懸念される総選挙を控えていることもあり、欧州での政治リスクの高まりが折に触れユーロ相場の上値を重くする見込み。

◆ 来年半ば以降、ECBの緩和縮小が再び焦点に

もっとも、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変わらない見通し。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（12カ月）をみると、ユーロ高方向への動きが警戒されていること示唆。為替需給面をみても、高水準の経常黒字が続いているほか、証券投資を通じたユーロ圏外への資金流出圧力が和らぐ方向。

来年半ば以降は、ECBの資産買入れ期限が近づくなかで、資産買入れ終了観測や、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。

EONIA先物曲線



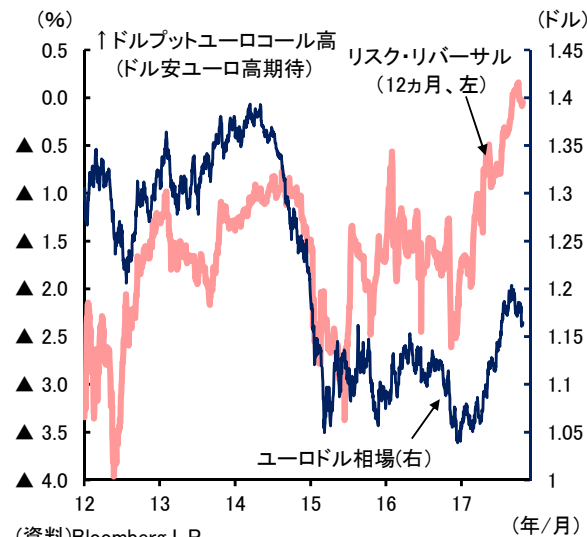
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)10月31日時点。ユーロ圏では、預金ファシリティ金利がEONIAの実質的な下限。このため、EONIA先物の上昇は、市場が現行の預金ファシリティ金利の引き上げを織り込んでいることを示唆。

ユーロ圏の最近の政治情勢

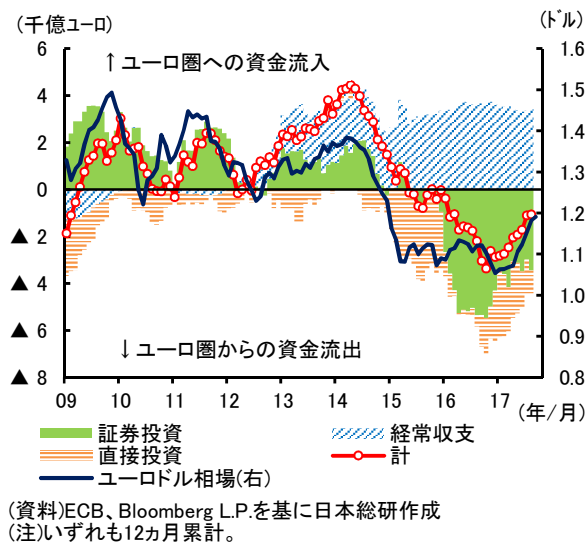
ドイツ	9月24日の議会選挙で極右政党「ドイツのための選択(AfD)」が第3党に躍進。メルケル首相率いるCDU・CSUは第1党の地位を確保したものの、SPDとの大連立が崩壊。他政党との連立交渉は難航。
フランス	今年4～5月の大統領選で親EU派のマクロン氏が勝利したものの、その後、緊縮的な財政政策に対する反発などから、支持率が大きく低下。
イタリア	来年5月までに議会選挙が実施予定。反体制派の「五つ星運動」などの躍進が懸念。
スペイン	カタルーニャ自治州が10月1日に実施した独立の是非を問う住民投票で、独立賛成派が多数となったものの、中央政府は住民投票自体を違憲として認めず。自治州が独立を宣言する一方、中央政府が自治権を停止するなど、両者の対立が激化。
オーストリア	10月15日の議会選挙で中道右派の国民党が反移民を掲げて第1党の座を維持。極右政党の自由党と連立を組んだ場合は、反移民の動きが強まる恐れ。

(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



ユーロ圏の基礎的為替需給



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：徐々にドルが底堅さを増す展開へ

F R Bが12月のF O M Cで追加利上げを実施することがほぼ織り込み済みとなっているほか、米大型減税の実現が見込み難いことなどから、当面はドルの上値の重い展開が続く見込み。

一方、来年以降のF R Bによる追加利上げは十分には織り込まれていない状況。足許で賃金上昇率の再加速が確認されており、年明け以降はインフレ率も徐々に上向いていく見込み。追加利上げ織り込みに伴う日米金利差の拡大につれてドルが底堅さを増す公算大。

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、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、E C B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。

政治面では、来年5月までにイタリアで反E U 政党的躍進が懸念される総選挙を控えていることもあり、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となる公算大。

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、E C B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

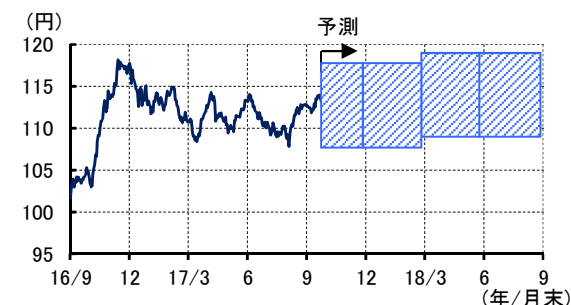
金融緩和縮小が意識されるE C Bと、強力な金融緩和を続ける日銀との金融政策の方向性の違いを反映して、ユーロが堅調に推移する見込み。

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

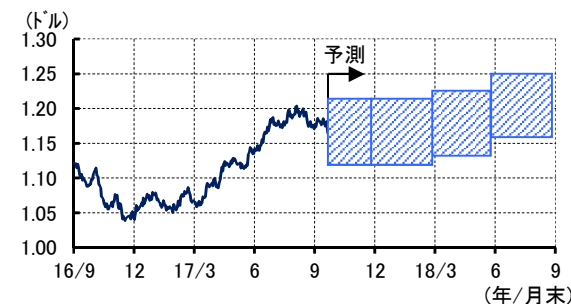
予測



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	1.17	1.17	1.18	1.20
(高値)	1.2092	1.22	1.22	1.23	1.25
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	1.1312	1.12	1.12	1.13	1.15

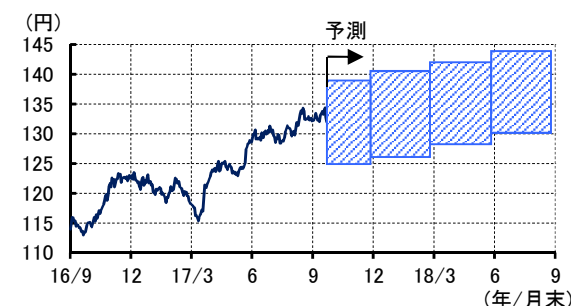
予測



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	132	133	135	137
(高値)	134.41	139	140	142	144
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	127.44	125	126	128	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)
14/11	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	1.15	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	1.16	1.36	2.36	23036.24	2557.00	▲ 0.36	▲ 0.33	0.43	1.35	3614.75	51.59	1280.89