

---

---

# 為替相場展望

2016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

- ◆ドル円、ユーロ相場の回顧・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 1
- ◆米国大統領選挙がドル円相場に与える影響（※）・・・・・・・・ p. 2
- ◆次の一手に注目が集まるECBの金融政策とユーロ相場・・・・・・・・ p. 3
- ◆ドル円、ユーロ相場の見通し・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 4
- ◆内外市場データ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 5

（※）2016年10月17日発行の「米国大統領選挙が為替相場に与える影響」を抜粋・加筆したものです。  
元リポートは、弊社ホームページ（<http://www.jri.co.jp/report/medium/researchfocus/>）  
からダウンロードできます。

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：inoue.hajime@jri.co.jp）

◆本資料は、2016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。

---

---

## 米FRBの年内利上げ観測などを背景に、対円、対ユーロでドルが堅調に推移。

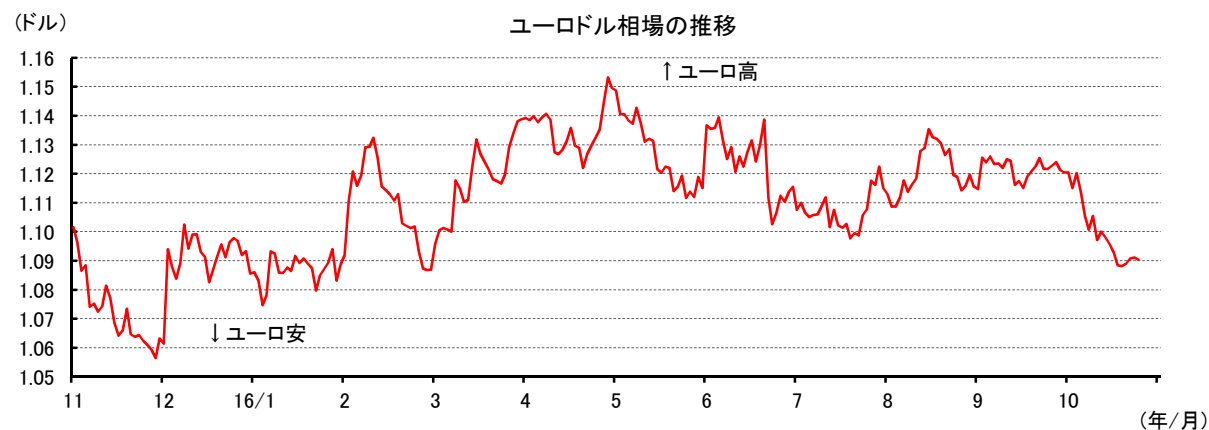
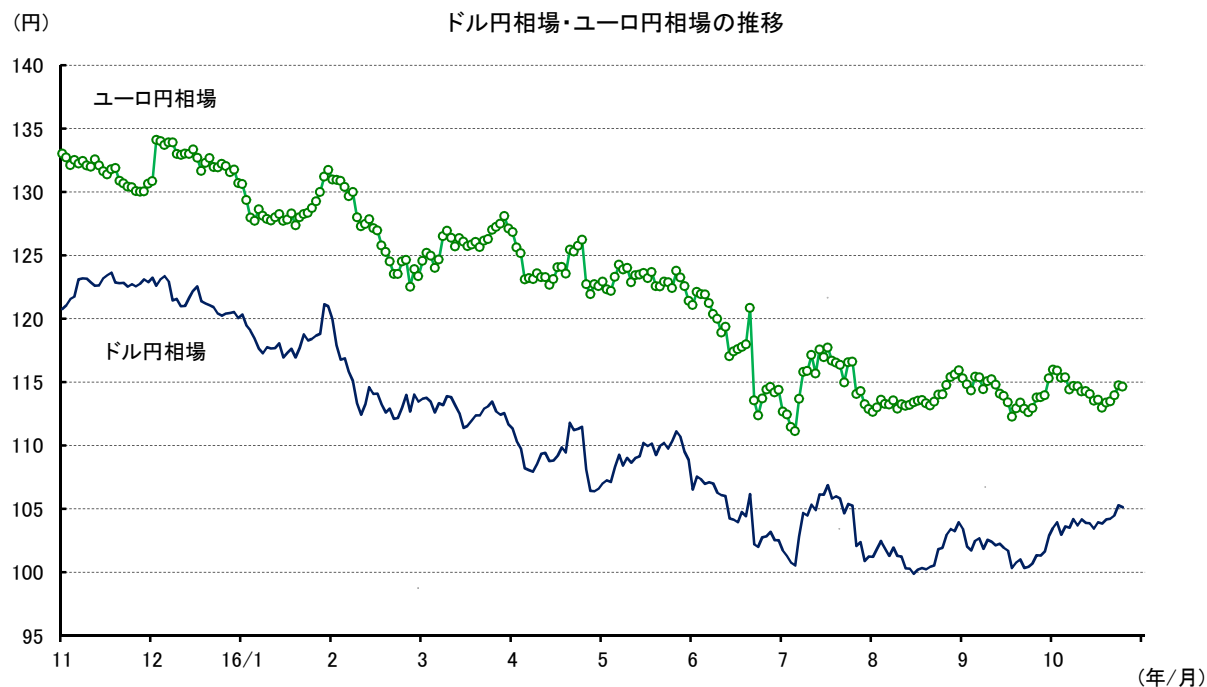
## ◆10月のドル円相場

良好な米ISM製造業・非製造業景気指数などを手掛かりに、6日には104円台まで円安ドル高が進行。7日の米9月雇用統計の非農業部門雇用者数の伸びが市場予想を下回ったことを受けて、102円台までドルが反落したものの、9月FOMC議事録で年内利上げに前向きな姿勢が示されるとの思惑から、13日には104円台半ばまでドルが上昇。その後は、低調な中国貿易統計などを受けてリスク回避の動きが強まり、103円台に下振れる場面があったものの、総じて良好な米景気指標や、利上げに前向きなFRB高官発言などを受けて、米国の年内利上げが意識されるなか、月末にかけて105円台までドルが底堅さを増す展開。

## ◆10月のユーロ相場

対ドルでは、4日の米系通信社による「ECB、QEテーパリングの必要性でコンセンサス形成近い」との報道を手掛かりに、ユーロが急騰したものの、その後は、良好な米景気指標や、ECB高官発言などを受けたテーパリング観測の後退などから、13日には1.10ドル割れまでユーロが下落。20日のECB理事会では、金融政策が現状維持されたうえ、ECB総裁が量的緩和の延長について議論しなかったと発言したことから、一時1.10ドル台までユーロが急騰したものの、その後、テーパリングについても議論していないと発言したことや、次回12月会合での追加緩和に含みを持たせたことなどから、一時1.08ドル台までユーロが下落。

対円では、4日の米系通信社による報道を受けてECBのテーパリング（量的緩和縮小）観測が高まったことなどから、5日には116円台までユーロが上昇。その後は、9月ECB理事会議事要旨においてテーパリングが議論された形跡がみられなかったことや、ドラギ総裁を含めECB高官がテーパリング観測を否定したことなどから、21日には一時112円台までユーロが反落。月末にかけては、総じて良好なユーロ圏景気指標が相次ぐなか、115円前後までユーロが再び上昇。



(資料)Bloomberg L.P.

## クリントンならドル高、トランプなら一旦ドル安。ただし、クリントンでも大幅なドル高は見込み薄。

### ◆短期は政策の予見可能性、中期は実行される政策次第

ドル円相場の先行きを展望するうえで、11月8日の米国大統領選挙が当面の最大の注目点。

政策の予見可能性が高い民主党のクリントン氏が勝利した場合は、米国の経済政策の先行き不透明感の後退や、FRBの利上げ再開により、円安ドル高に振れやすくなる見込み。さらに、政策が実行に移されていく段階では、緩和的な財政政策や移民制度改革などが米国景気を下支えし、円安ドル高の流れが続くと予想。ただし、財務長官人事次第では、円高に振れるリスクが残存。クリントン氏は、ドル高への懸念を示してきたブレイナードFRB理事を為替政策を司る財務長官に充てるとの観測も。日本は、10月14日に公表された米為替報告書において、その為替政策が「監視リスト」に指定され、実質的に為替介入を牽制されている状況。円高に振れても、日本が為替介入を封じられるとの見方が強まれば、円高が加速するリスク。

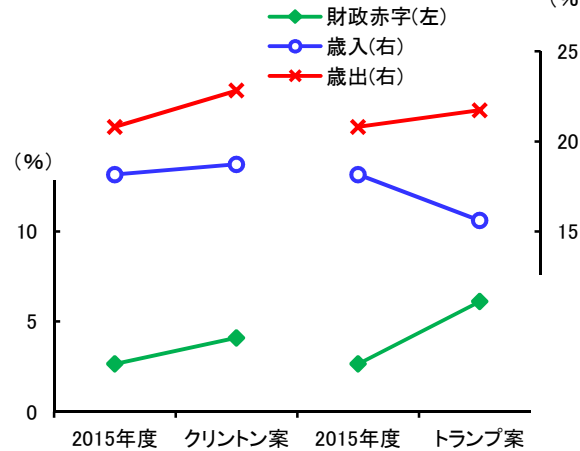
一方、政策の予見可能性が低い共和党のトランプ氏が勝利した場合は、米国の経済政策の先行き不透明感が高まり、一旦は円高ドル安に振れる見込み。一方、来年1月に新政権が誕生して以降のドル円相場の動向は不透明。トランプ大統領が実行に移す政策ミックスが米国景気に与える影響に大きく依存。

### ◆選挙翌年は円安傾向も、米国は大幅なドル高を許容せず

ドル円相場の経験則として、大統領選挙翌年は円安ドル高が進む傾向。1985年のプラザ合意以降をみると、選挙翌年に円高傾向となったのは、民主党候補が大統領に当選し、議会も民主党が主導権を握っていた1993年のみ。足許で最も可能性の高い、民主党のクリントン候補が大統領に当選、議会の主導権は共和党が握るという結果になった場合、過去の経験則は円安になりやすいことを示唆。

もともと、大幅かつ持続的な円安ドル高は見込み薄。ドル高が予想されるクリントン候補が当選しても、大統領と議会の「ねじれ」状態が続く下では、財政政策を中心に政策変更余地は限られる公算大。財政面からの景気押し上げ効果が限られるなかで、トランプ氏ほど過激ではないものの、保護主義的な姿勢で共通しているクリントン氏の為替政策が大幅なドル高を容認するものになる公算は小。また、FRBは為替相場を金融政策の目標にしているわけではないものの、実体経済に悪影響を及ぼしかねない大幅なドル高を回避するべく、慎重なペースで利上げを進める見込み。

両大統領候補が掲げる財政政策による影響  
(対名目GDP比)



(資料)米財務省、CRFB、BEAを基に日本総研作成

米大統領選挙年・翌年の円安・円高傾向

選挙年	大統領、議会優勢政党			円安・円高傾向	
	大統領	上院	下院	選挙年	選挙翌年
1988→89年	共→共	民→民	民→民	円安	円安
1992→93年	共→民	民→民	民→民	円高	円高
1996→97年	民→民	共→共	共→共	円安	円安
2000→01年	民→共	共→民	共→共	円安	円安
2004→05年	共→共	共→共	共→共	円高	円安
2008→09年	共→民	民→民	民→民	円高	円安
2012→13年	民→民	民→民	共→共	円安	円安
2016→17年	民→?	共→?	共→?	円高	?

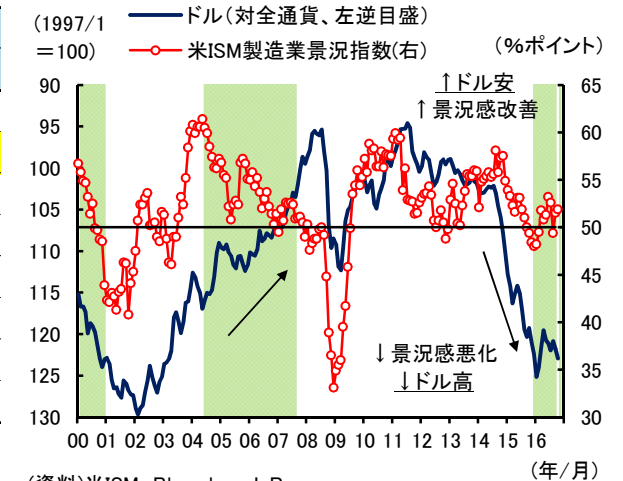
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注)円安・円高傾向は、ドル円相場の前年末から当該年末までの変化率で判定。2016年は10月末時点。

米為替報告書における評価基準と足許の状況

	対米貿易黒字が 年200億ドル超 (4四半期累計)	経常黒字が 対GDP比3%超 (4四半期累計)	一方的な為替 介入による 外貨買いが 対GDP比で 年間2%超
中国	3,561	2.4%	-5.1%
ドイツ	711	9.1%	-
日本	676	3.7%	0.0%
メキシコ	626	-2.9%	-2.2%
韓国	302	7.9%	-1.8%
イタリア	283	2.3%	-
インド	240	-0.8%	0.3%
フランス	180	-0.5%	-
台湾	136	14.8%	2.5%
スイス	129	10.0%	9.1%

(資料)米財務省「為替報告書」(2016年10月14日)を基に日本総研作成  
(注1)赤字が基準抵触項目。黄色の網掛けの6カ国・地域が基準に抵触し、「監視リスト」に指定。  
(注2)「一方的な為替介入による外貨買いが対GDP比で年間2%超」の項目におけるマイナス表記は外貨売り介入を意味。

米ドル相場と米国の製造業景況感



(資料)米ISM、Bloomberg L.P.  
(注)シャドー部は、米FRBの利上げ局面。

## 12月にかけて米欧の金融政策の方向性の違いが意識され、ユーロが弱含みやすい展開が続く見込み。

### ◆ ECBは金融政策の次の一手に言質を与えず

ECBは10月20日の理事会で金融政策を据え置き。また、ドラギ総裁は理事会後の会見で、量的緩和の延長もテーパリング（量的緩和の縮小）も「議論しなかった」と述べるなど、金融政策の次の一手に言質を与えず。ただし、ドラギ総裁は「量的緩和の唐突な終了はない」と明言。

### ◆ 次の一手は、QEの期限延長等の追加措置となる公算大

ECBの金融政策を取り巻く以下のような状況を踏まえると、ECBの次の一手はテーパリングではなく、量的緩和の期限延長などの追加措置となる公算大。

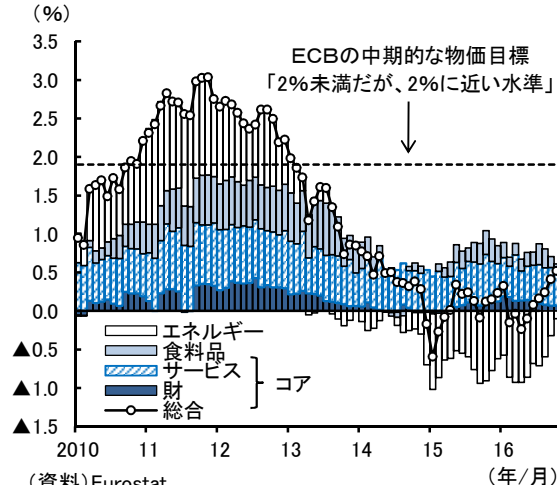
第1に、ユーロ圏景気の下振れリスクが残存。6月下旬の英国によるEU離脱選択後もユーロ圏景気の底堅い推移が持続。もっとも、来年3月には、英国がいよいよEU離脱を通告し、交渉を開始予定。英国とEUとの関係を巡る先行き不透明感が改めて高まり、実体経済にもマイナス影響が及ぶ可能性。

第2に、デイスインフレ傾向の長期化懸念を依然として払拭できない状況。ユーロ圏の消費者物価（HICP）上昇率や期待インフレ率は、原油価格の上昇などを主因に、持ち直し傾向にあるものの、コアHICP上昇率は横這い。今後、インフレ率の持ち直しが一過性に終わらないためには、サービス価格、ひいてはその主要な構成要素である賃金の上昇が不可欠。もっとも、ユーロ圏全体、及び主要国の賃金動向をみると、ドイツは比較的高い伸びを保っているものの、ユーロ圏全体、及びフランス、イタリアは伸びが低迷。今後もフランス・イタリアを中心に対外競争力の改善に向けて賃金の抑制傾向が続くと見込まれ、サービス価格の上昇を抑制する要因に。

第3に、ユーロ圏では、民間部門のバランスシート調整が持続。部門別の資金過不足の状況をみると、家計部門のみならず、企業部門も足許にかけて大幅な資金余剰主体に。過去最大の企業の資金余剰は、設備投資等の需要の乏しさを反映。設備投資を喚起するためにも、ECBには緩和的な金融環境を維持することが求められる状況。

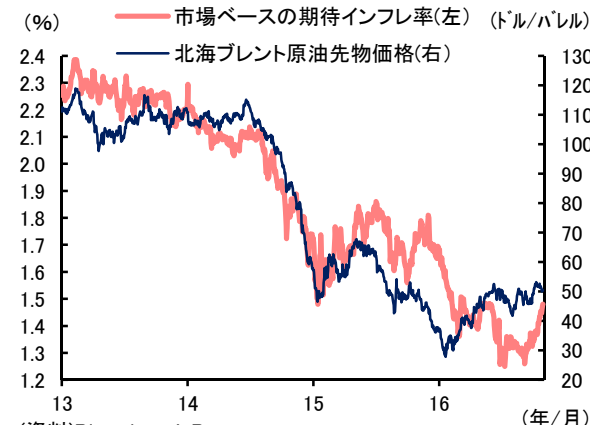
一方、米国では11月8日の大統領選挙でクリントン候補が勝利し、政治の先行き不透明感が後退すれば、FRBが12月に利上げを再開できる環境が整う見通し。12月にかけて米欧の金融政策の方向性の違いが意識され、ユーロが弱含みやすい展開が続く見込み。

ユーロ圏の消費者物価(HICP、前年比)



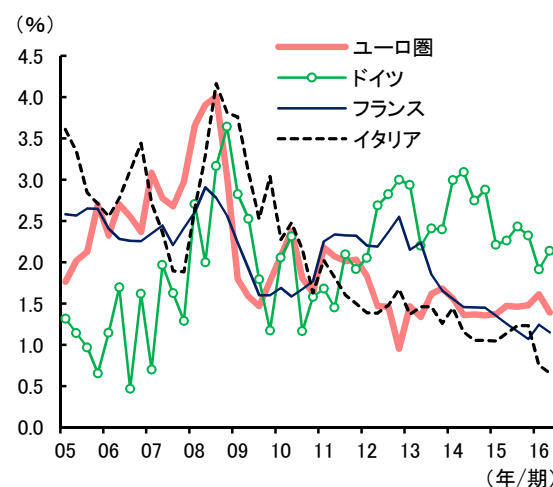
(資料)Eurostat  
(注)財は、非エネルギー・鉱工業製品。

ユーロ圏の市場ベースの期待インフレ率と原油価格



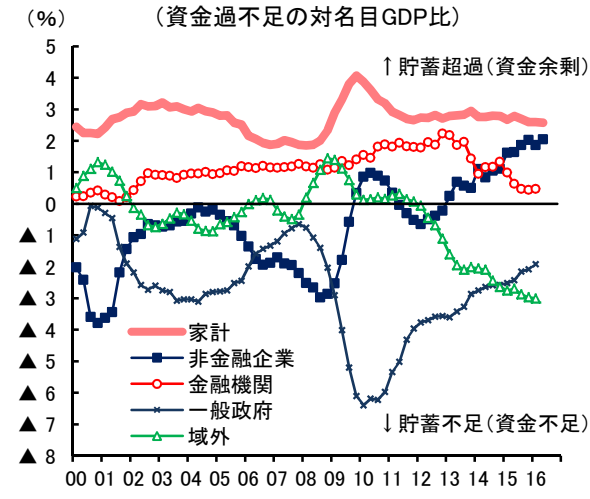
(資料)Bloomberg L.P.  
(注)市場ベースの期待インフレ率は、5年先スタートの5年物のインフレスワップ・フォワードレート。

ユーロ圏主要国の名目賃金上昇率(前年比)



(資料)Eurostat、各国統計局を基に日本総研作成

ユーロ圏部門別の貯蓄・投資バランス  
(資金過不足の対名目GDP比)



(資料)ECB (年/期)

## ドル堅調地合いが続くと予想されるものの、大幅なドル高は見込み薄。

### ◆ドル円相場：大幅なドル高は見込み薄

11月8日の米国大統領選挙で、政策の予見可能性の高い民主党のクリントン候補が勝利すれば、米国政治・経済政策の先行き不透明感が後退する公算大。加えて、大統領選挙後、米国景気の緩やかな回復や、中国景気・原油相場の安定が続くなかで、FRBは12月にも利上げを再開する見通し。投資家のセンチメントの改善や日米金利差の拡大に支えられるかたちで、ドルが堅調に推移する見込み。

もっとも、①FRBの連続的な利上げが見込み難いこと、②米国政府がドル高に不寛容な姿勢を続けると予想されること、③日銀の追加緩和余地が限られること、等から、ドルの上値は限られる見込み。

### ◆ユーロドル相場：一方的なユーロ安は見込み薄

対ドルでは、米大統領選挙後、FRBの年内利上げの織り込み進展や、ECBの追加緩和観測などにより、ユーロが弱含みややすい展開が続く見込み。さらに、欧州では、12月に伊国民投票、来年に仏大統領選挙や独総選挙、英国のEU離脱通告などの重要な政治イベントが相次ぎ予定となっており、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。

もっとも、FRBの連続的な利上げが見込み難いことや、ECBの追加緩和余地が限られることなどから、一方的なユーロ安は見込み薄。

### ◆ユーロ円相場：総じて方向感を欠いた展開が持続

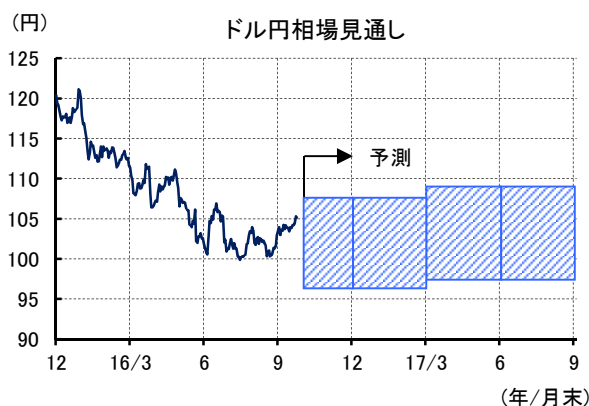
対円では、欧州での銀行の経営不安や、政治情勢の先行き不透明感の高まり等が折に触れてユーロ安要因となる見込み。

ただし、日本とユーロ圏は、①デフインフレ傾向が続くなか、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

	2016年		2017年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	102.38	103	103	104	104
(高値)	107.49	108	108	109	109
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	99.54	96	96	97	97

予測



ユーロ円相場見通し

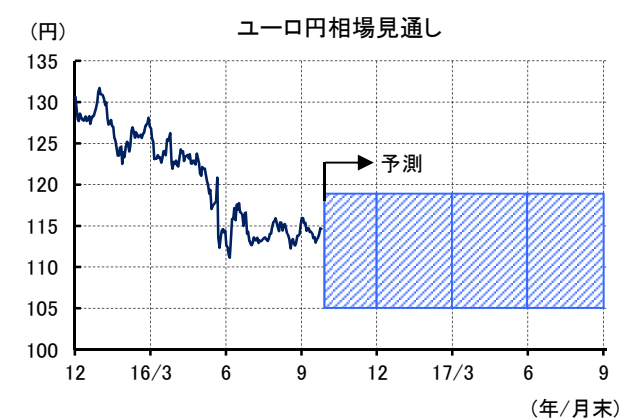
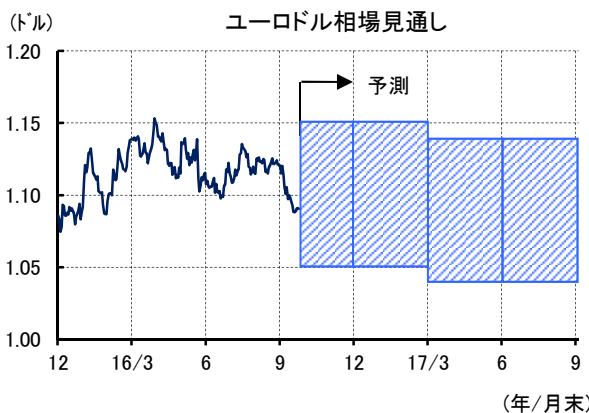
	2016年		2017年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	114.27	113	113	113	113
(高値)	118.47	119	119	119	119
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	110.83	105	105	105	105

予測

ユーロドル相場見通し

	2017年				
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.1163	1.10	1.10	1.09	1.09
(高値)	1.1367	1.15	1.15	1.14	1.14
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.0952	1.05	1.05	1.04	1.04

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)
13/11	100.11	135.13	1.3497	0.0733	0.22	0.61	14931.74	0.08	0.24	2.71	15870.83	1783.54	0.10	0.22	1.72	2.74	3055.98	93.93	1275.16
13/12	103.60	141.96	1.3703	0.0737	0.22	0.67	15655.23	0.09	0.24	2.89	16095.77	1807.78	0.17	0.27	1.85	2.93	3010.20	97.89	1221.66
14/1	103.88	141.51	1.3623	0.0726	0.22	0.66	15578.28	0.07	0.24	2.85	16243.72	1822.36	0.20	0.29	1.80	2.87	3092.40	94.86	1243.85
14/2	102.12	139.59	1.3670	0.0766	0.22	0.60	14617.57	0.07	0.24	2.70	15958.44	1817.03	0.16	0.29	1.66	2.74	3085.87	100.68	1302.52
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	0.00	0.88	1.75	18184.55	2143.02	-0.35	-0.31	0.04	1.04	3042.33	49.94	1265.84

(株)日本総合研究所 為替相場展望 2016年11月