
為替相場展望

2016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

- ◆ドル円、ユーロ相場の回顧・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 1
- ◆トランプ新政権の政策に左右される為替相場・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 2～3
- ◆ドル円、ユーロ相場の見通し・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 4
- ◆内外市場データ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 5

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12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。

米国大統領選挙後、トランプ次期大統領の経済政策への期待を背景に、ドルが堅調。

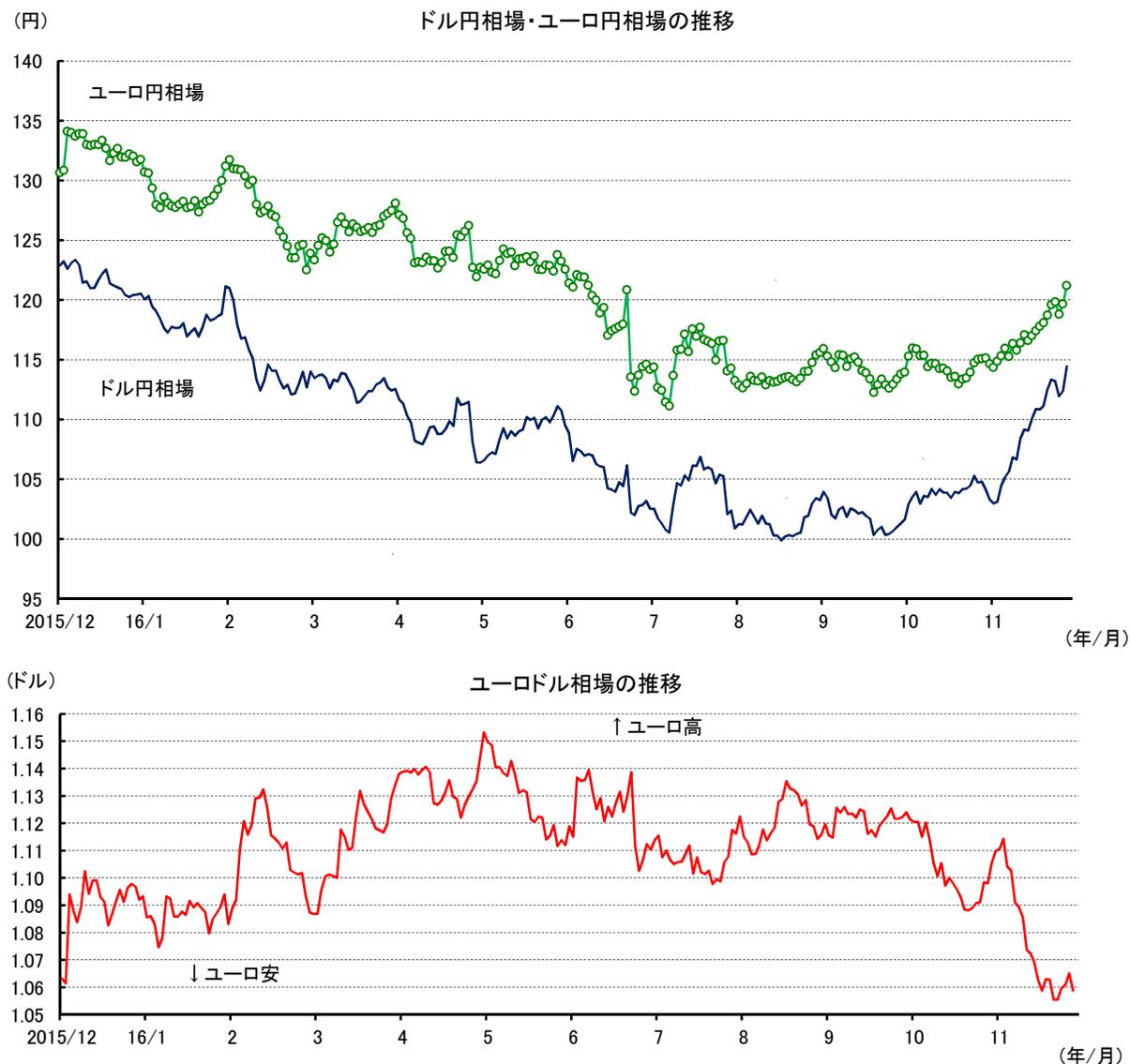
◆11月のドル円相場

月初は、米国大統領選挙を巡る不透明感が残るなか、104円を挟んでドルの上値の重い展開が持続。日本時間9日の米国大統領選挙において、当初は民主党のクリントン氏優位との観測が広がるなか、105円台半ばまでドルが上昇したものの、過激な政策を掲げる共和党のトランプ氏の勝利が確実になるにつれ、一時101円台前半までドルが急落。もっとも、海外時間に入ると、トランプ新政権の拡張的な財政政策などに対する期待を背景に米金利が上昇し、ドルが大きく反発する展開に。その後は、①良好な米景気指標、②FRB高官の利上げに前向きな発言、③30日のOPEC総会での原油減産合意、等も加わり、リスク選好の地合いと米金利の上昇に後押しされる形で、月末にかけて114円台までドルが上昇。

◆11月のユーロ相場

ユーロの対ドル相場では、月初、良好なユーロ圏景気指標や米国大統領選挙を巡る不透明感を背景に、1.11ドル台までユーロが上昇。日本時間9日の米国大統領選挙では、大方の市場予想を覆し、トランプ氏の勝利が確実となるにつれ、1.13ドル台までユーロが急騰。もっとも、海外時間に入ると、トランプ新政権の拡張的な財政政策などへの期待を背景に米金利が上昇し、ユーロ下落基調に転換。その後は、①良好な米景気指標、②FRB高官の利上げに前向きな発言、③国民投票を控えるイタリアの政局不安、なども加わり、月末にかけて1.05ドル割れ目前までユーロが下落。

ユーロの対円相場では、9日の米国大統領選挙で共和党のトランプ氏勝利が確実となるにつれ、リスク回避の動きから円買いが優勢となり、114円割れまでユーロが下落。もっとも、その後は、トランプ新政権の経済政策に対する期待等を背景に、リスク選好の動きから円売りが優勢となり、月末にかけて121円台までユーロが上昇。



緩和的な財政政策に支えられ、米景気が拡大していけば、極端な政策は控えられ、ドル高が持続。

◆米新政権の経済政策への期待を背景に、ドル高が進行

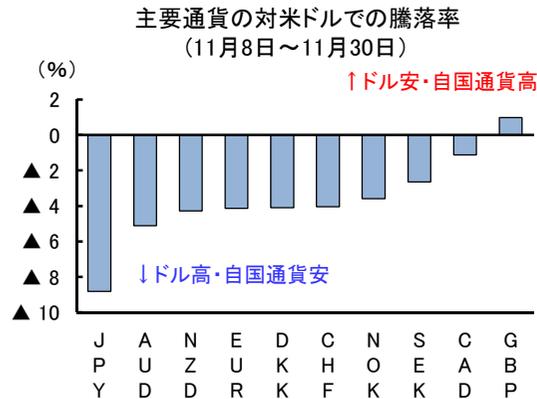
日本時間11月9日の米国大統領選挙後、共和党のトランプ新政権の拡張的な財政政策などに対する期待が高まり、為替市場では、大半の通貨に対してドル高が進行。もっとも、期待先行でドル高が進んでいるだけに、トランプ新政権の実際の政策運営次第で、今後の為替相場のパスは大きく変わる見通し。

◆メインシナリオは、一旦調整後、ドル高基調へ復帰

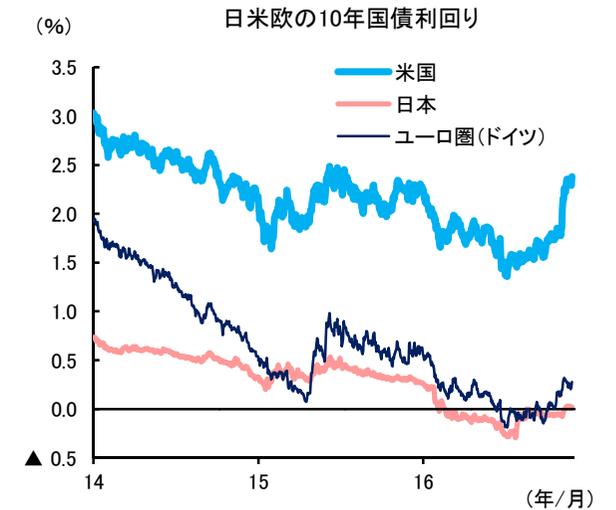
メインシナリオは、期待先行のドル高に一旦調整が生じるものの、その後、緩やかなドル高基調に復帰するシナリオ。トランプ氏は、大型の所得・法人減税や10年間で1兆ドル規模のインフラ投資を公約。市場はこうした積極的な財政政策に期待を寄せているものの、共和党主流派は財政赤字拡大に反対の立場であり、トランプ氏の掲げる財政政策が全て実現する公算は小。さらに、トランプ氏は当選後、過激な発言を控えているものの、保護主義的な政策を掲げて勝利したトランプ新政権がドル安政策をとる懸念は残存。トランプ新政権の実際の政策運営を見極める過程で、期待先行で進んだドル高に一旦調整が生じる見通し。

もっとも、法人・所得減税については、共和党の政策綱領でも掲げられているほか、米国でインフラの老朽化が進むなか、共和党主流派はある程度の規模のインフラ投資の必要性は認識しており、規模は圧縮されるにしても、緩和的な財政政策が講じられる見通し。来年半ば以降、トランプ新政権の緩和的な財政政策に支えられ、米国景気が順調に拡大していけば、極端な政策が控えられるなかで、米国と日欧との間の金利差が拡大するにつれて緩やかなドル高基調に復していく見通し。日銀の金融政策により日本の10年国債利回りがゼロ近傍で実質的に固定化されているため、米国金利の上昇局面では、米欧よりも日米間の金利差が拡大しやすく、ドル>ユーロ>円の力関係となる見込み。

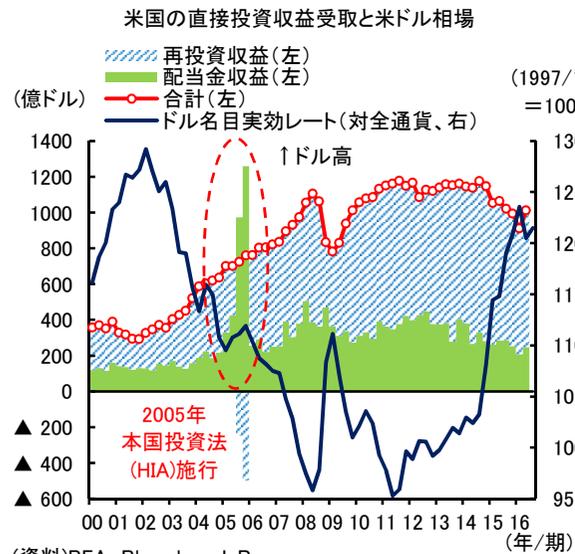
トランプ氏が掲げる財政政策（税制改革）のなかで、より直接的なドル高要因となりうるのは、米国企業の海外留保利益を米国内に還流させる際の税率引き下げ。2005年に米国で「本国投資法」が時限立法で施行された際には、米国内への資金の還流が増加し、ドル高が進行。米国企業の海外留保利益の所在地は欧州に集中しており、米国企業による資金の還流が生じた（ないしはその観測が高まった）場合は、対欧州通貨を中心にドル高圧力が強まる公算大。



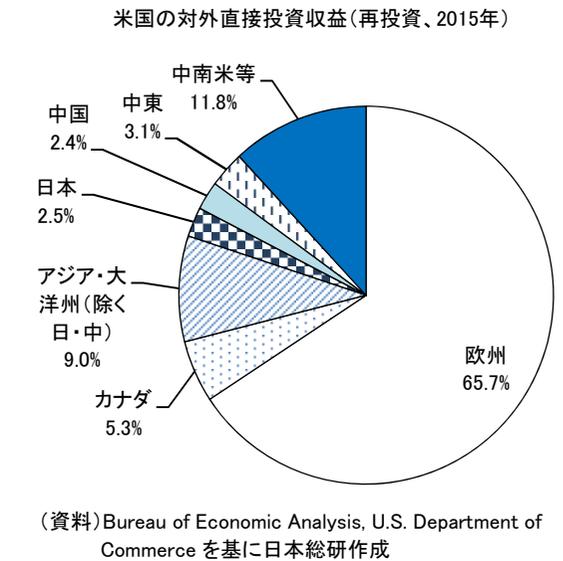
(資料)Bloomberg L.P.をもとに日本総研作成
(注)JPY: 日本円, EUR: ユーロ, GBP: 英ポンド, CAD: カナダドル, AUD: 豪ドル, NZD: ニュージーランドドル, CHF: スイスフラン, NOK: ノルウェークロナ, SEK: スウェーデンクロナ, DKK: デンマーククロナ



(資料)Bloomberg L.P.



(資料)BEA, Bloomberg L.P.



(資料)Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce を基に日本総研作成

ドル高・金利上昇の影響や、財政政策の規模次第で、ドルが下振れ・上振れするケースが想定。

◆ドル高のマイナス影響が大きくなれば、ドルが下振れ

ドルが下振れするシナリオとしては、期待先行で米国金利上昇、ドル高が進み、そのマイナス影響が米国景気を下押しする結果、保護主義姿勢を顕在化させたトランプ新政権がドル安志向を強める場合が想定。

米国では、2014年半ば以降進んだドル高が製造業の景況感や輸出企業・多国籍企業を中心に企業収益を下押し。2016年入り後、ドル高に歯止めがかかるなかで、製造業の景況感や企業収益が持ち直しに転じたものの、一段とドル高が進行すれば、再びマイナス影響が拡大する公算大。また、米国金利の上昇が住宅投資や設備投資を下押しする可能性も。

こうした状況となれば、FRBは再び利上げ姿勢を後退させるとみられるほか、保護主義的な政策を掲げるトランプ新政権は、ドル安志向を強める公算大。米財務省が半期ごとに議会に提出している「為替報告書」では、中国、ドイツ、日本、韓国、台湾、スイスの6カ国・地域が為替政策の「監視リスト」に指定。対米貿易黒字が最大の中国がトランプ氏の公約通り「為替操作国」に認定される可能性があるほか、対米貿易黒字が中国に次ぐドイツや日本に対しても批判が強まる恐れ。

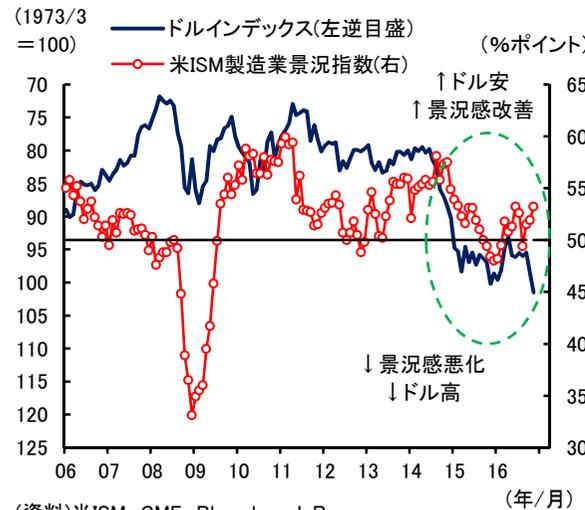
◆財政政策が大規模なものとなれば、ドルが上振れ

ドルが上振れするシナリオとしては、トランプ新政権の財政政策が大規模なものとなり、米国景気が上振れする結果、保護主義的な政策を控えたトランプ新政権がドル高を放置する場合が想定。この場合、FRBは利上げペースを加速させる公算が大きく、米国金利の上昇を通じてドル高要因に。

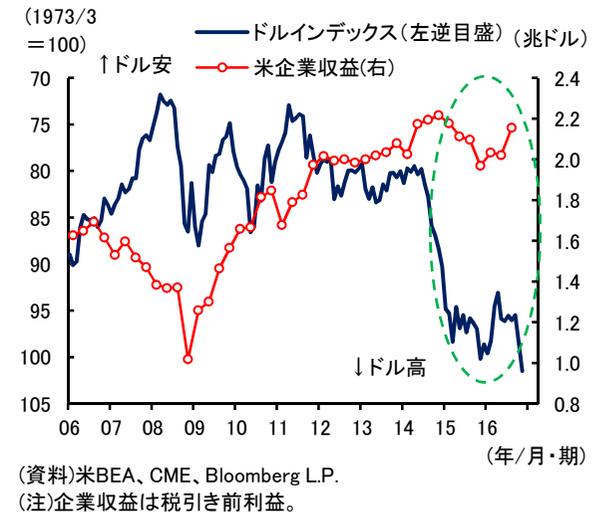
トランプ氏の掲げる経済政策「トランプノミクス」を1981年に誕生したレーガン政権の経済政策「レーガノミクス」に重ねる向きも。レーガン政権下で1980年代前半に拡張的な財政政策と金融引き締め政策のミックスが採られた際には、大幅なドル高が進行。

もっとも、レーガノミクスは、1970年代から続いたスタグフレーション(不況下の物価高)からの脱却には成功したものの、大型減税・歳出増、ドル高などによって、「双子の赤字(財政赤字と経常赤字)」が拡大。結局、レーガン政権は財政再建に舵を切るとともに、過度なドル高是正を企図して主要国と「プラザ合意」に至り、ドル高の大幅な揺戻しが発生。当時のように「双子の赤字」が拡大すれば、トランプ新政権は最終的にドル高是正に動かざるを得なくなる公算大。

米ドル相場と米国の製造業景況感



米ドル相場と米国の企業収益

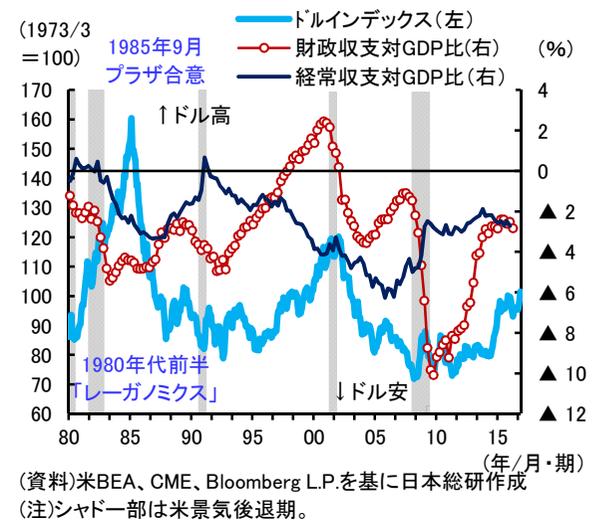


米為替報告書における評価基準と足許の状況

	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%
(参考)ユーロ圏	1,305	3.2%	0.0%

(資料)米財務省「為替報告書」(2016年10月14日)を基に作成
(注1)赤色が基準抵触項目。黄色の6カ国・地域が「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。

米国の「双子の赤字」と米ドル相場



ドル高に一旦調整が生じると予想されるものの、来年半ば以降、ドル高基調に復帰へ。

◆ドル円相場：一旦調整後、ドル高基調に復帰へ

当面は、米国のトランプ次期大統領が掲げる経済政策「トランプノミクス」への期待を背景に、ドルが堅調に推移する見込み。ただし、期待先行でドル高が進んでいるだけに、米新政権の実際の政策運営を見極める過程で、一旦円高ドル安方向への調整が生じる公算大。

来年半ば以降は、米新政権の緩和的な財政政策に支えられ、米国景気の順調な拡大が続けば、極端な政策が控えられるなかで、日米金利差の拡大につれて円安ドル高基調に復していく見通し。ただし、保護主義的な政策を掲げるトランプ新政権は、過度なドル高を容認しないと予想されることなどから、ドル高進行余地は限られる見込み。

◆ユーロドル相場：一方的なユーロ安は見込み薄

対ドルでは、当面、トランプ次期大統領が掲げる経済政策「トランプノミクス」への期待を背景に、ユーロが弱含み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。

もともと、米新政権が過度なドル高を容認しないと予想されることや、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

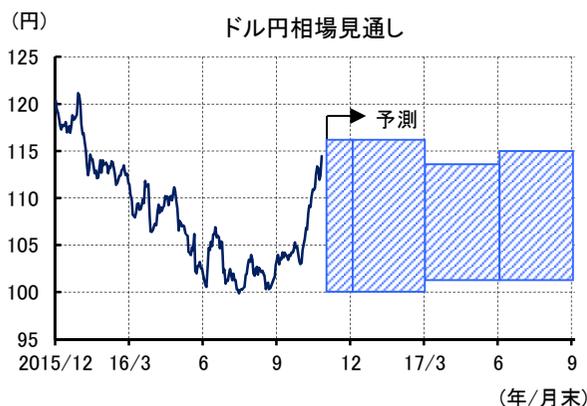
対円では、欧州での銀行の経営不安や、政治情勢の先行き不透明感の高まり等が折に触れてユーロ安要因となる見込み。

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	108	112	108	109
(高値)	107.49	116	116	114	115
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	99.54	100	100	101	101

予測



ユーロ円相場見通し

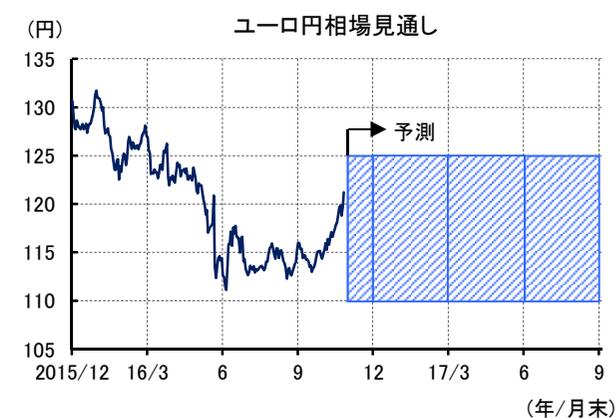
	2016年		2017年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	114.27	117	119	117	117
(高値)	118.47	125	125	125	125
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	110.83	110	110	110	110

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	1.08	1.06	1.08	1.07
(高値)	1.1367	1.13	1.13	1.14	1.13
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.0952	1.03	1.03	1.04	1.03

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・ ストック50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	0.40	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

(株)日本総合研究所 為替相場展望 2016年12月