
為替相場展望

2017年4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：米国の政策運営を巡る不透明感が重石となるドル円相場	p. 2
◆ユーロ分析：仏大統領選、ECBの金融緩和縮小観測とユーロ相場	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4月5日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

回顧：米国の政策に対する期待が後退するなか、ドル軟調

◆ 3月のドル円相場

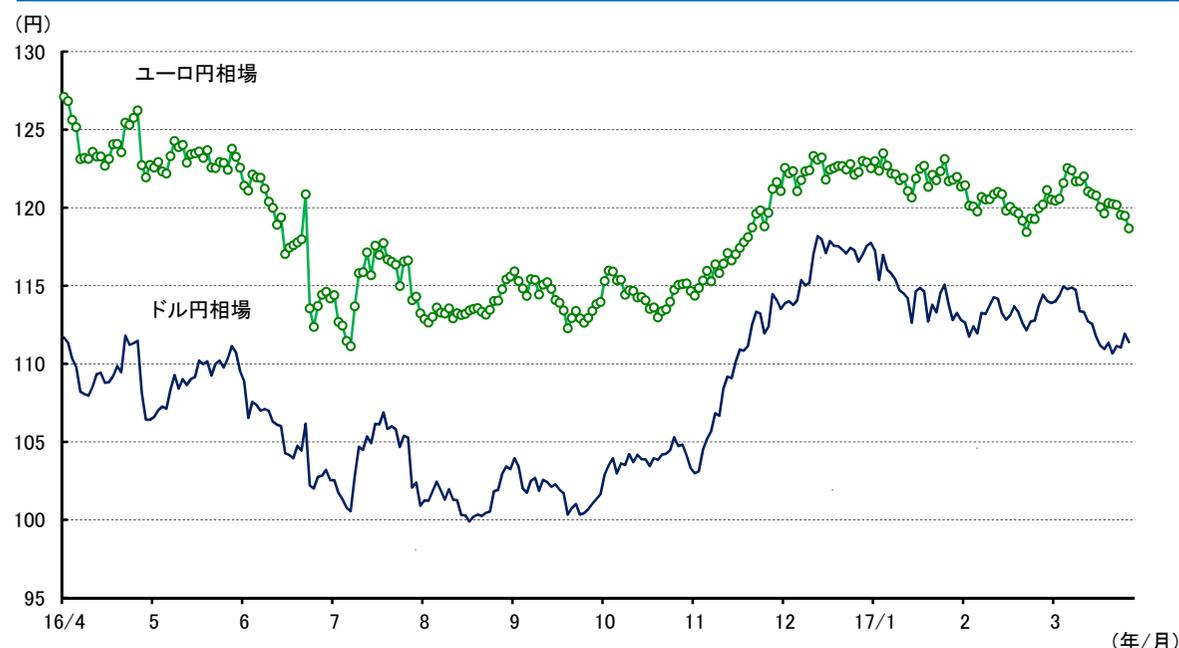
イエレン議長を含むFRB高官による早期利上げに前向きな発言や、良好な米経済指標が相次いだことを受けて、10日には115円台までドルが上昇。FRBは、14～15日のFOMCで、利上げを決定したものの、2017年の利上げ回数の見通しを3回に据え置き。市場の一部で高まっていた利上げペース加速観測が後退し、113円台までドルが急落。その後、21日にはトランプ政権が公約としてきたオバマケア（医療保険制度改革）の代替法案を巡る下院共和党内での調整が難航し、23日の下院での採決延期を経て、法案が撤回されたことから、週明けの27日には110円台前半までドルが下落。もっとも、その後は、良好な米経済指標が相次いだことから、111円台を中心にドルが底堅く推移。

◆ 3月のユーロ相場

対ドルでは、①4～5月の仏大統領選挙での反移民・反EUを掲げる極右・国民戦線のルペン候補当選への懸念が和らいだこと、②9日のECB理事会で、追加緩和に消極的な姿勢が示されたこと、③ECBがテーパリング（資産買い入れの段階的縮小）終了前に、利上げに踏み切るとの観測が浮上したこと、④14～15日のFOMCで、政策金利見通しが据え置かれたこと、⑤米オバマケア代替法案が撤回されたこと、等を手掛かりに、27日にかけて1.09ドル台までユーロが上昇。もっとも、その後は、仏大統領選挙を巡る不透明感や、ECB当局者による市場の早期利上げ観測への牽制などから、一時1.06ドル台までユーロが反落。

対円では、対ドルでユーロが上昇した流れを受けて、122円台までユーロが上昇。もっとも、その後は、仏大統領選挙を巡る不透明感や、市場がECBの金融緩和縮小を過度に織り込んでいることを牽制する当局者の発言もあり、118円台までユーロが反落。

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：当面は米財政・金融政策よりも通商・為替政策が焦点に

◆米国の財政拡大や利上げペース加速観測が後退

ドル円相場では、3月下旬にかけてドル安方向への調整色が強まる展開に。市場参加者がドル高・ドル安いずれを警戒しているかを示唆するリスク・リバーサルをみると、1月末以降、期間3ヵ月～1年ではドル安に対する警戒感が強まる一方、期間1ヵ月ではドル高に対する警戒が持続。もっとも、3月入り後、期間1ヵ月もドル安警戒に転換。この背景として、米国の財政・金融政策に対する期待の変化を指摘可能。

まず、2月末のトランプ大統領の議会演説や、3月中旬に発表されたミニ予算教書において、市場が期待していた大型減税やインフラ投資の詳細案は示されず。さらに、3月下旬には、議会との調整が必要な大型減税やインフラ投資実現の前哨戦として注目されたオバマケア（医療保険制度改革）の代替法案を巡る調整が難航し、下院での採決延期を経て、法案が撤回。これらを受けて、財政拡大に対する期待が後退。

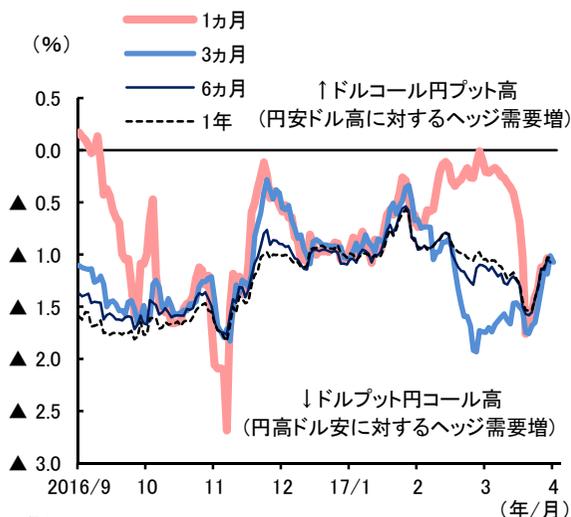
次に、FRBは、3月14～15日のFOMCで、利上げを決定したものの、FOMC参加者が見込む年内の利上げ回数（中央値）は3回と昨年12月時点から不変。これを受けて、事前に市場の一部で高まっていた利上げペース加速観測が後退。

少なくとも当面は、米財政拡大、利上げペース加速を織り込みにくい状況下、ドルの上値の重い展開が続く見込み。こうしたなかで、米通商・為替政策に警戒が必要。4月には、米中首脳会談や日米経済対話、米財務省が主要貿易相手国の為替政策を分析した為替報告書の公表が予定。米政権の保護主義姿勢や、他国の通貨安誘導に対する批判への警戒感が高まれば、リスク回避の動きを通じて円高ドル安圧力が強まる局面も。

◆為替需給面でも、円安は期待しにくい状況

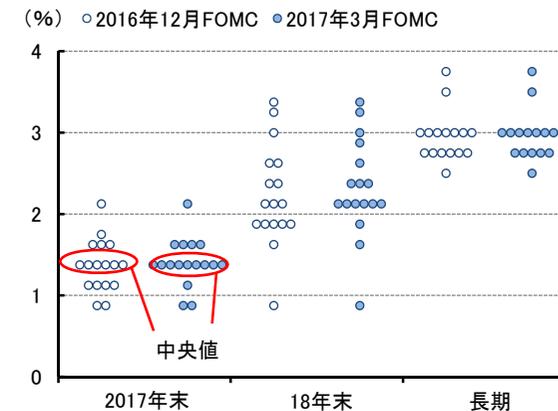
為替需給面をみても、当面、円安は期待しにくい状況。昨年の米大統領選以降、国内投資家の対外証券投資は大きく鈍化。米国金利の上昇（債券価格の下落）などで損失を被った国内投資家が新規の対外証券投資に慎重になっている可能性。

ドル円相場のリスク・リバーサル



(資料) Bloomberg L.P.

FOMC参加者の政策金利見通し



(資料) FRB

(注) ドット(○)は各FOMC参加者の予測値を示す。両FOMCで参加者の一人が長期の予測値を回答せず。

米国の為替報告書の評価基準と足許の状況

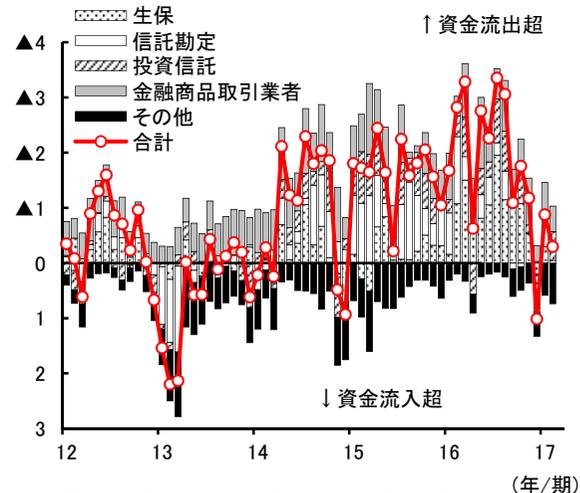
	対米貿易黒字が 年200億ドル超 (4四半期累計)	経常黒字が 対GDP比3%超 (4四半期累計)	一方的な為替 介入による 外貨買いが 対GDP比で 年間2%超
中国	3,561	2.4%	-5.1%
ドイツ	711	9.1%	-
日本	676	3.7%	0.0%
メキシコ	626	-2.9%	-2.2%
韓国	302	7.9%	-1.8%
イタリア	283	2.3%	-
インド	240	-0.8%	0.3%
フランス	180	-0.5%	-
台湾	136	14.8%	2.5%
スイス	129	10.0%	9.1%
カナダ	112	-3.4%	0.0%
英国	▲3	-5.7%	0.0%
(参考) 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。

日本の投資主体別の対外証券投資



(資料) 財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」

(注) 対外証券投資は、除く銀行勘定、公的部門。

ユーロ分析：当面は仏大統領選、その後はECBの緩和縮小が焦点に

◆仏大統領選を巡る不透明感がユーロの重石に

4月23日の仏大統領選挙第1回投票では、反移民・反EUを掲げる極右政党「国民戦線」のルペン候補と、親EUを掲げる中道系のマクロン候補が決選投票に進み、5月7日の決選投票では、反ルペンの有権者の支持を集めて、マクロン氏が勝利するとの見方が大勢。

もともと、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唆するリスク・リバーサルをみると、3月半ば以降、短期を中心にユーロ安への警戒感が再び高まっていることを示唆。仏大統領選挙を巡る不透明感が払拭されるまでは、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。

◆選挙後の関心はECBの金融政策の正常化へ

ECBは、3月9日の理事会で金融政策を据え置いたものの、ドラギ総裁は、デフレリスクが概ね消失したとの判断のもと、追加緩和の緊急性が後退したとの見解を表明。

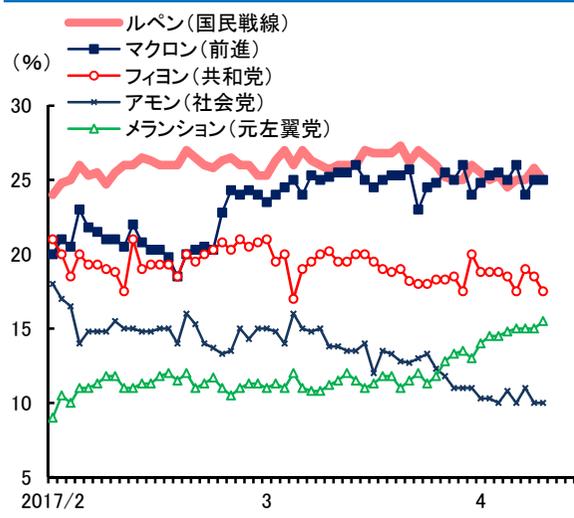
仏大統領選挙後、ユーロ圏景気や物価の緩やかな持ち直しが続けば、ECBによる金融緩和縮小が意識されるなかで、ユーロが底堅さを増してくる公算大。今年秋頃には、18年初からのテーパリング（資産買い入れの段階的縮小）が発表されると予想。

3月のECB理事会後、市場では、ECBがテーパリング終了前に、利上げに踏み切るとの観測が浮上(注)。その後、ECB当局者が早期利上げ観測を牽制したこともあり、同観測は後退。

今後、ECBが金融政策の正常化を模索するなかで、こうした思惑が再燃する局面も。ECBは金融市場の混乱や景気・物価の下振れを招きかねない早期金融緩和縮小観測を折に触れて牽制する公算が大きいものの、ユーロ相場のボラティリティが高まる可能性に注意が必要。

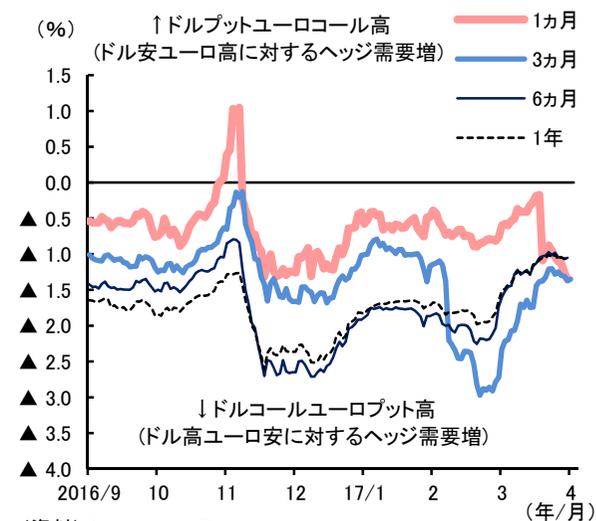
(注)現在のECBの政策金利に関するフォワード・ガイダンス（先行き指針）は、「長期間、そして、資産買い入れ期間を十分に上回る期間、主要な政策金利は現在ないしはそれを下回る水準にとどまると引き続き見込んでいる」というもの。ECBは、現時点で、資産買い入れを終了した後利上げを想定していると解釈することが可能。

フランス大統領選挙候補者の支持率



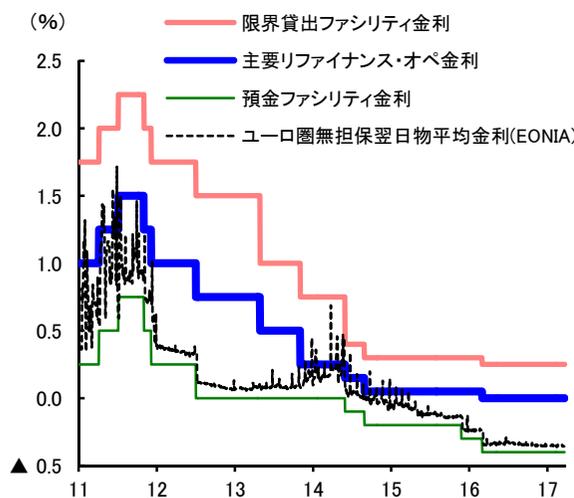
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成 (年/月)

ユーロドル相場のリスク・リバーサル



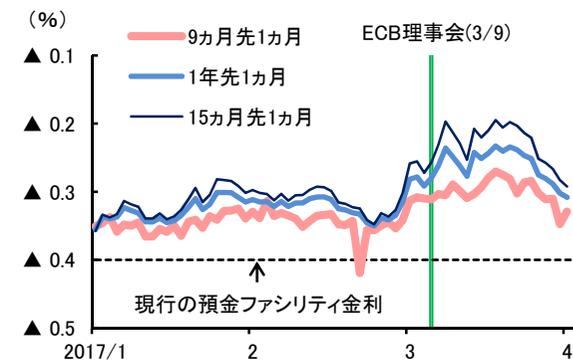
(資料)Bloomberg L.P. (年/月)

ECBの政策金利と短期金融市場金利



(資料)Bloomberg L.P. (年/月)

EONIA先物金利



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成 (年/月)

(注1)ユーロ圏無担保翌日物平均金利(EONIA)先物金利は、EONIAスワップから算出。
(注2)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。

見通し：当面は不安定な展開も、年後半は、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

トランプ米政権の政策運営や、4～5月の仏大統領選挙を巡る不透明感が残るなか、当面は不安定な展開が続く見込み。そうしたなかで、米政権の保護主義的な通商政策に対する懸念の高まりや、米政権による他国の通貨安誘導批判・ドル高牽制等が生じれば、リスク回避の動きを通じて円高ドル安圧力が強まる公算大。ただし、米国景気が堅調に推移するなかで、大幅な円高ドル安が進行する公算は小。

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、日米の金融政策の方向性の違いも相まって、ドルが底堅さを増してくる見通し。

◆ユーロドル相場：当面、ユーロ安値圏での推移

トランプ米政権の政策運営や仏大統領選挙を巡る不透明感が残るなか、当面は不安定な展開が続く見通し。仏大統領選挙で反移民・反EUを掲げる極右政党・国民戦線のルペン候補が当選するリスクが意識されれば、ユーロ安圧力が強まる可能性も。

仏大統領選挙後は、欧州の政治リスクに対する懸念が和らぐと見込まれるほか、ユーロ圏景気・物価の持ち直しが続くなかで、ECBの金融緩和縮小が意識されると予想され、ユーロが底堅さを増してくる公算大。

◆ユーロ円相場：当面、ユーロの上値の重い展開

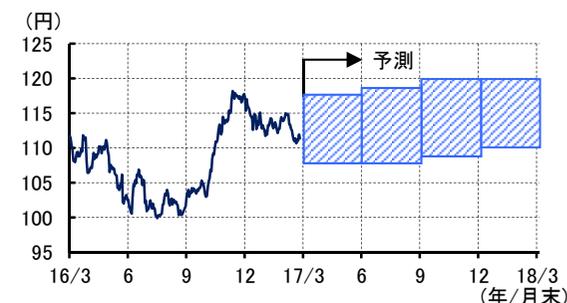
当面は、仏大統領選挙を巡る不透明感が残るなか、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。

年半ば以降は、金融政策正常化の議論を本格化させる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、ユーロが底堅さを増してくる見通し。

ドル円相場見通し

	2017年				2018年
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
期中平均	113.71	113	114	115	116
(高値)	118.61	118	119	120	120
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	110.11	108	108	109	110

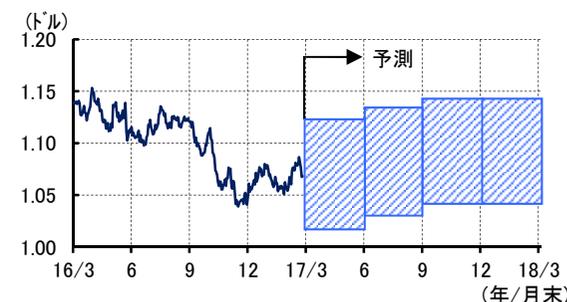
予測 →



ユーロドル相場見通し

	2017年				2018年
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
期中平均	1.0652	1.07	1.08	1.09	1.09
(高値)	1.0907	1.12	1.13	1.14	1.14
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.0340	1.02	1.03	1.04	1.04

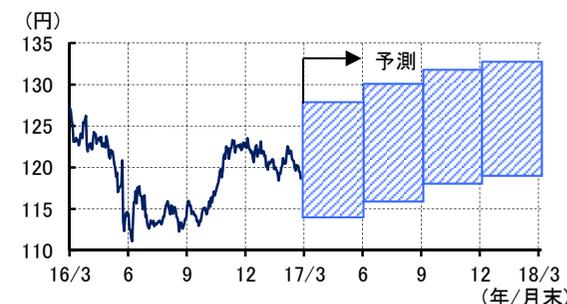
予測 →



ユーロ円相場見通し

	2017年				2018年
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
期中平均	121.09	121	123	125	126
(高値)	123.73	128	130	132	133
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	118.23	114	116	118	119

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50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	3617.98	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	0.66	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