
為替相場展望

2017年8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
◆円安ドル高の勢いは復活するのか	p. 2
◆ユーロ高の勢いは続くのか	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8月1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：米国での物価の伸び悩み、政治の混乱などから、ドル軟調

◆ 7月のドル円相場

良好な米経済指標がみられるなかで、7日に日銀が「指値オペ」を実施し、日米の金融政策の方向性の違いが意識されたことから、11日には一時114円台後半までドルが上昇。もっとも、その後は、①トランプ大統領の長男が選挙期間中にロシア政府の弁護士と接触したとの報道、②物価の先行きや追加利上げに慎重な姿勢を示したFRB高官の発言、③米小売・物価統計の下振れ、④オバマケア代替法案を巡る上院共和党内での調整難航、などから、24日には110円台までドルが下落。注目された26日の米FOMCでは、「比較的早期」のバランスシート縮小開始の方針が示されたことを手掛かりに、一旦112円台までドルが反発したものの、その後はインフレの現状判断が下方修正されたことが材料視され、110円台までドルが反落。その後も、米国の政策・政権運営の混乱などから、ドル軟調地合いが持続。

◆ 7月のユーロ相場

対ドルでは、良好な米経済指標を手掛かりに、5日には1.13ドル台前半までユーロが弱含み。もっとも、その後は、①金融緩和縮小に前向きと受け止められた6月ECB理事会の議事要旨、②トランプ政権のロシア疑惑再燃や、オバマケア代替法案の上院共和党内での調整難航、③物価の先行き・追加利上げに慎重な姿勢を示したFRB高官の発言や、低調な米小売・物価指標、等から、ユーロが1.15ドル台まで上値を切り上げる展開に。注目された20日のECB理事会では、金融政策は据え置かれたものの、ドラギECB総裁が量的緩和の縮小について秋に協議を行うと発言したほか、ユーロ高に懸念を示さなかったことから、1.16ドル台までユーロが急騰。さらに、26日の米FOMC声明文で物価情勢に対する評価が下方修正されたことや、米国政治の混乱などから、1.17ドル台までユーロが続伸。

対円では、日欧の金融政策の方向性の違いが意識されるなかで、11日に130円台までユーロが上昇。その後も130円を挟んでユーロが底堅く推移。

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：大型の景気刺激策が期待薄ななか、ドル高余地は限定的

◆FRBは金融政策の正常化を継続へ

FRBは、7月24～25日のFOMCで、金融政策の据え置きを決定。声明文では、雇用の現状判断が「弱まった」から「堅調」に上方修正される一方、インフレの現状判断は、前年比2%を「幾分下回っている」から「下回っている」に下方修正。ただし、先行き、労働市場の改善が続けば、インフレ率は目標の2%に向けて持ち直すとの見方は維持。また、バランスシート（BS）縮小時期は、「年内」から「比較的早期」に開始へと修正される一方、追加利上げ時期は言及されず。

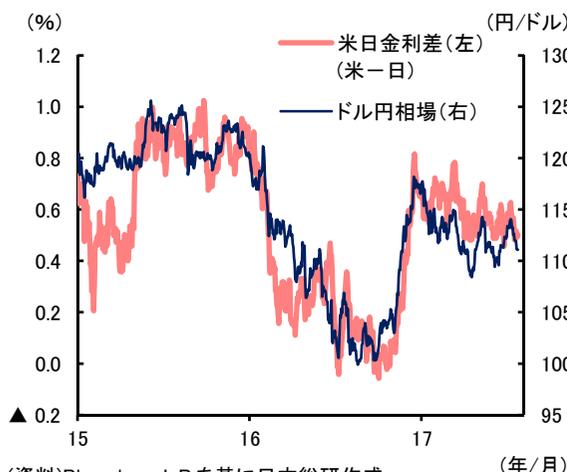
市場では、従来から景気・物価が大きく下振れない限り、9月会合でBSの縮小開始が決定されるとの見方がコンセンサスになっていたため、当面、日米金利差拡大に伴うドル高圧力は限られる公算大。一方、BS縮小が開始された場合の市場へのインパクトに不透明さが残ることに加え、インフレ率が伸び悩むなか、市場参加者は追加利上げを十分に織り込めていない状況。

もっとも、足許のインフレ率は、前月比（年率）でみれば持ち直し傾向。今後、9月会合でのBS縮小開始を混乱なく通過するとともに、米国景気・雇用の改善傾向が続くなかで、前年比でもインフレ率の持ち直しが明確化してくれば、12月会合以降の追加利上げを織り込む形で、ドル高圧力が強まりやすくなる見込み。

◆トランプ政権の大型減税は期待薄

ただし、ドル高進行余地は限られる見込み。昨年米大統領選後、大幅な円安ドル高が進行したのは、トランプ氏が掲げる拡張的な財政政策が米国経済の成長率を押し上げ、FRBの利上げペースも加速するとの見方が強まったことが背景。ところが、足許にかけてトランプ政権の政策運営が混乱するなかで、大型減税など政策面からの景気押し上げは実現困難な情勢に。このため、先行き、米国景気の回復、及びFRBの利上げペースは緩やかにとどまる見通し。また、大統領選後の円安ドル高を牽引した投機筋のポジションをみると、対ドルでの円売り持ち超が高水準。投機筋の円売りドル買い余力は乏しくなっている公算大。

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-10年インフレスワップ金利で算出。

米国のコア消費者物価(CPI)



(資料)米労働省、アトランタ連銀を基に日本総研作成
(注)コア粘着価格CPIは、コアCPIのうち価格が変動しにくい品目をアトランタ連銀が抽出して算出。

市場が織り込むFRBの累積利上げ回数



(資料)Bloomberg L.P.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。

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。

ユーロ分析：テーパリング織り込み一巡後、ユーロ高の勢いは減衰へ

◆ ECBは今秋にもテーパリング発表へ

7月20日のECB理事会では、18年初以降の量的緩和政策の段階的縮小（テーパリング）に関する協議は行われなかったものの、ドラギ総裁は、今秋に協議を行うと明言。足許、①ECBはデフレリスクがほぼ消失したと判断していること、②ドイツなど一部の国で現行ペースでの国債等の買い入れを続けることが難しくなっていること、などから、ECBは今秋にもテーパリングを発表する見込み。

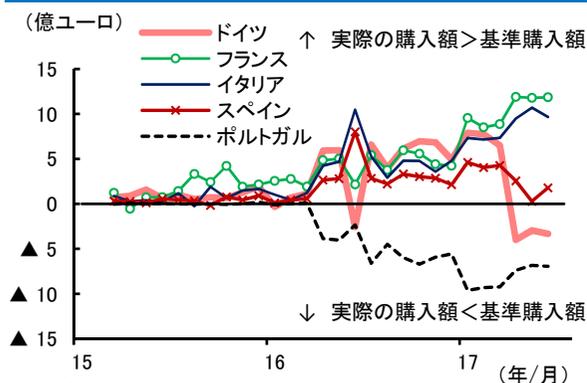
一方、米国ではFRBが今秋にもバランスシート縮小に着手し、その後も緩やかなペースでの利上げを続ける見通し。日本では日銀がイールドカーブ・コントロール政策により長期金利をゼロ%近傍に抑え込む状況が続く見込み。このため、ECBのテーパリングが織り込まれる過程では、対ドルよりも対円で金利差拡大に伴うユーロ高圧力が強まりやすくなる公算大。

◆ 利上げ慎重姿勢は継続、ユーロ高牽制発言も

一方で、6月27日にドラギECB総裁が「デフレ圧力はリフレ圧力に変わった」と発言して以降、ECBのテーパリングだけでなく、早期の利上げも意識されるようになり、ドイツなど欧州金利が急上昇し、急ピッチなユーロ高が進行。2014年半ば以降、ECBがマイナス金利政策、及び量的緩和政策を導入する過程で進行したユーロ安が輸出・物価の押し上げに寄与したとみられることを踏まえ、先行きユーロ高が続けば、逆に輸出や物価の下押し圧力が強まりかねない状況。今後、ECBや南欧諸国の高官からユーロ高牽制発言が出てくる可能性も。

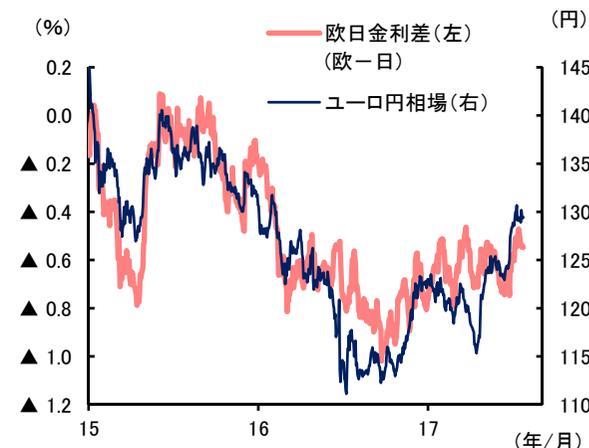
こうしたユーロ高の影響を抜きにしても、ユーロ圏のインフレ率がECBの目標水準である2%弱まで上昇することが見通せないなか、ECBは早期利上げには慎重な姿勢を続ける見通し。この結果、テーパリング織り込み一巡後、ユーロ高の勢いは減衰する見込み。

ECBによる国債等購入額の基準からの乖離



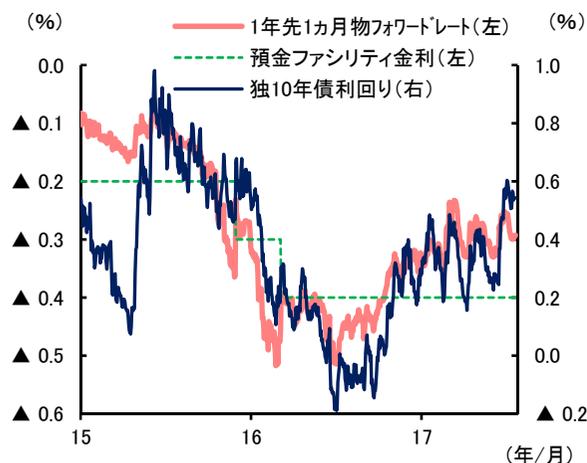
(資料)ECBを基に日本総研作成
(注)PSPP(公的資産購入プログラム)による月次の国債等購入額(政府機関債を含む)から国際機関債購入額を引いたうえで、ECB出資比率に基づいて購入した場合の額(基準購入額)と実際の購入額の差を算出。PSPP開始以来、ギリシャ国債の購入はゼロ。

欧日実質金利差とユーロ円相場



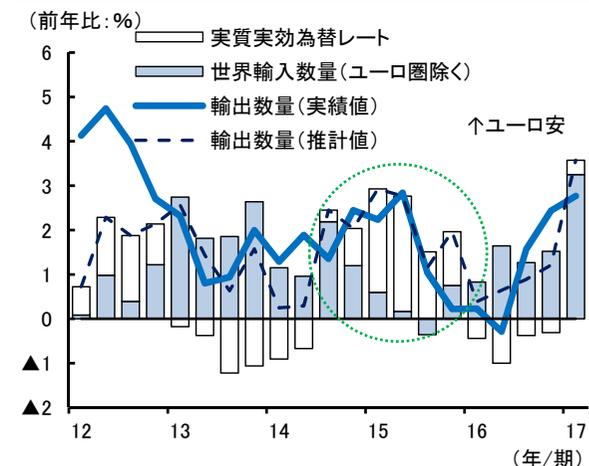
(資料)Bloomberg L.P.
(注)実質金利は、10年国債利回り-10年インフレスワップ金利で算出。

市場のECB政策金利予想と独長期金利



(資料)Bloomberg L.P.
(注)フォワードレートはEONIAスワップから算出。

ユーロ圏の輸出と為替



(資料)Eurostat、ECB、CPBを基に日本総研作成
(注)推計式は、「 $\ln(\text{輸出}) = -1.95 + 0.80 \times \ln(\text{輸入}) - 0.21 \times \ln(\text{為替})$ 」。推計期間は、2000年Q1から17年Q1。修正R2=0.98。

見通し：秋口以降、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：ドル高余地は限定的

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：基調はユーロ高が持続

仏大統領選挙が親EU派の勝利に終わり、欧州の政治不安が和らいだほか、ユーロ圏景気が堅調に推移するなかで、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が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、ユーロが堅調に推移する見込み。

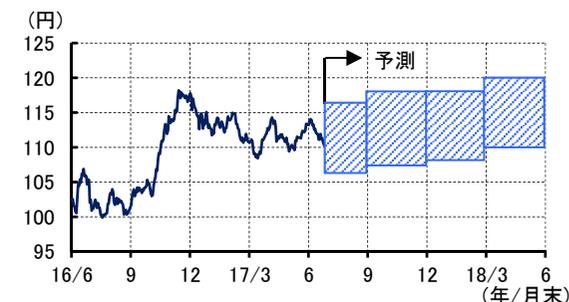
ただし、北朝鮮情勢などの地政学リスクや、欧州で来年半ばまでに総選挙が予定されているイタリアなどの政治リスクが高まれば、投資マネーの自国回帰の動きが強まり、折に触れ円高ユーロ安要因に。

ドル円相場見通し

	2017年			2018年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	111.14	112	114	114	115
(高値)	114.38	116	118	118	120
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	108.13	106	107	108	110

(円)

予測

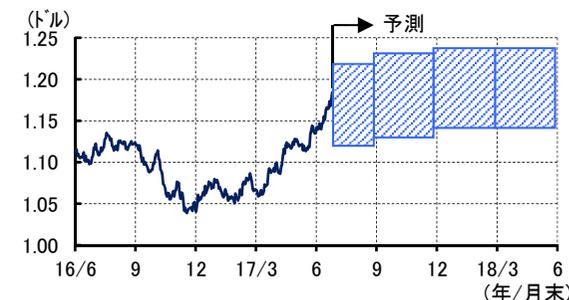


ユーロドル相場見通し

	2017年			2018年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	1.1003	1.17	1.18	1.19	1.19
(高値)	1.1447	1.22	1.23	1.24	1.24
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.0570	1.12	1.13	1.14	1.14

(ドル)

予測

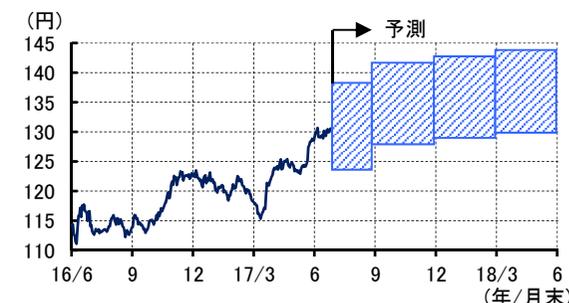


ユーロ円相場見通し

	2017年			2018年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	122.29	131	135	136	137
(高値)	128.84	138	142	143	144
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	114.85	124	128	129	130

(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・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	1.1213	▲ 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	1.16	1.31	2.31	21581.25	2454.10	▲ 0.36	▲ 0.33	0.54	1.25	3483.89	46.68	1237.66