
為替相場展望

2017年9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
◆視界不良が続くドル円相場	p. 2
◆ユーロ高の持続性	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9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：ドル円は北朝鮮・米政治動向に振り回される展開、ユーロは堅調

◆ 8月のドル円相場

4日の良好な米雇用統計を手掛かりに、111円台までドル高が進行したものの、北朝鮮情勢への警戒感の高まりや、市場予想を下回る米消費者物価指数などを受けて、11日には109円割れ。その後、北朝鮮情勢への警戒感の後退や、良好な米小売売上高などを受けて、110円台後半までドルが反発したものの、米国での白人至上主義者と反対派との衝突を巡るトランプ大統領の発言が混乱を招いたことなどから、再び108円台へ。その後、白人至上主義色の強い Bannon 首席戦略官の解任や、米減税策に対する期待の再燃等を受けて、109円台までドルが強含む場面があったものの、29日には北朝鮮のミサイル発射を受けて、リスク回避の動きが強まり、108円台前半まで円高ドル安が進行。月末にかけては、総じて良好な米景気指標を手掛かりに、一時110円台までドルが反発。

◆ 8月のユーロ相場

対ドルでは、良好なユーロ圏景気指標や、トランプ政権に対する先行き不透明感の高まりなどから、2日に1.19ドル台までユーロが上昇。その後、4日の良好な米雇用統計を受けて、ユーロ高が一服し、17日のECB議事要旨で過度なユーロ高に懸念が示されたことなどから、1.17ドル割れまでユーロが反落。下旬以降は、25日のジャクソンホールでの講演で、ドラギECB総裁がユーロ高に懸念を示さなかったことなどから、ユーロが再び上昇し、29日には1.20ドル台半ばまでユーロが急騰。月末は、総じて良好な米景気指標等を手掛かりに、一時1.18ドル台までユーロが反落。

対円では、北朝鮮情勢への警戒感が高まり、11日にかけて128円台までユーロが下落したものの、その後は警戒感が和らぐにつれて、月半ばには130円台までユーロが反発。月後半は、ECB理事会議事要旨で過度なユーロ高に懸念が示されたことを受けて、18日には127円台までユーロが下落したものの、25日の講演でドラギECB総裁がユーロ高に懸念を示さなかったことなどから、131円台までユーロが上昇。

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：短期的にはドル安に警戒が必要も、ドルは底堅さを維持

◆物価が伸び悩むなか、追加利上げは織り込めず

市場では、FRBが9月19～20日のFOMCでバランスシート（B/S）縮小に着手するとの見方がほぼ織り込み済み。このため、実際にB/Sの縮小開始が発表されても、金利差拡大に伴うドル高圧力は限られる見込み。

一方、米国で物価の伸び悩みが続くなか、追加利上げについては、市場で十分には織り込まれていない状況。今後、利上げが織り込まれ、それに伴いドル高圧力が強まるには、①9月のFOMCで、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従前からの見方が維持されること、②実際のインフレ率の下げ止まりが確認されること、が必要条件。

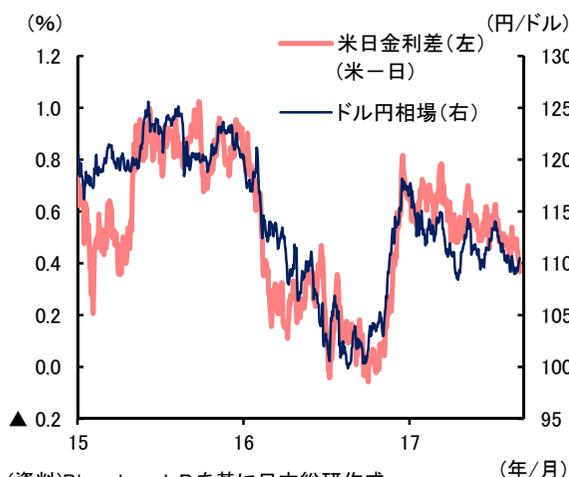
ただし、足許のインフレ率の伸び悩みには、携帯電話料金引き下げなどの「一時的」とみられる要因だけでなく、自動車価格下落などの「一時的」とは断定できない要因の影響も大。インフレ率の下げ止まりの確認には、少なくとも数ヵ月を要するとみられ、当面はドルの上値が重い展開が続く見通し。

◆短期的には、北朝鮮情勢や米議会動向を警戒

短期的には、北朝鮮情勢や米国議会動向次第で、リスク回避の動きから、円高ドル安圧力が強まる局面も。北朝鮮では、9月9日に建国記念日を迎えるなか、核実験・ミサイル発射が実施される可能性。加えて、米国議会では、9月末にかけて、連邦債務上限の引き上げと18年度予算の審議が行われる予定。最終的には、①連邦債務上限引き上げにより、米国債の債務不履行（デフォルト）は回避、②暫定予算が可決され、政府機関の一部閉鎖も回避、される見込みながら、議会での審議は期限ぎりぎりまで難航する公算大。

ただし、米国景気が堅調に推移するなかで、FRBの緩やかなペースでの利上げが続くとの見方が崩れない限り、ドルは底堅さを維持する見込み。市場の利上げ織り込み回数とドル円相場の大まかな対応関係をみると、18年末までに追加利上げ1回（累積5回）で109円前後、追加利上げ2回（累積6回）で114円前後という水準感。

日米実質金利差とドル円相場



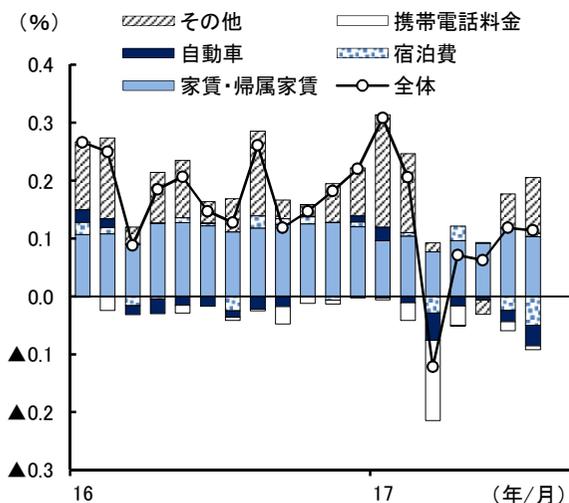
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)実質金利は、10年国債利回り-10年インフレスワップ金利で算出。

市場が織り込む各年末時点の累積利上げ回数



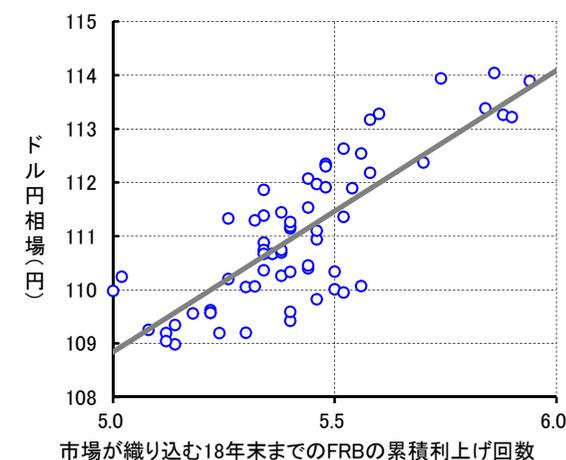
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)次回の利上げは今次局面5回目。

米国のコア消費者物価指数(前月比)



(資料)BLSを基に日本総研作成

市場が織り込む累積利上げ回数とドル円相場



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)2017年6月初から8月末の日次データを基に作成

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

◆ユーロ相場は金利差に見合う水準から上振れ

6月下旬のドラギECB総裁の発言が市場で金融緩和縮小に前向きと受け止められて以降、ECBのテーパリング（資産買い入れの段階的縮小）観測を背景に、ユーロ高基調が明確化。ユーロの対ドル相場は、2015年入り以降、総じて欧米実質金利差に沿った動きが続いていたものの、今年6月下旬以降、それまでの金利差に見合う水準からユーロ高方向に大きく上振れ。

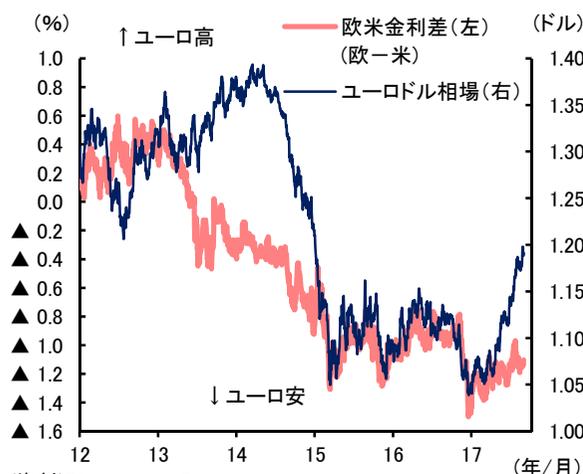
過去を振り返ってみると、2012年後半から14年半ばにかけて金利差では説明できないユーロ高が進行した局面も。当時、欧米金利差よりも欧米中銀のバランスシート（B/S）格差に注目する向きが増加。米国では、FRBのB/Sが資産買い入れ政策第3弾（QE3）により拡大する一方、ユーロ圏では、債務危機が沈静化するなかで、長期資金供給（LTRO）の域内金融機関からECBへの前倒し返済が進み、ECBのB/Sは縮小。市場参加者の目には、ECBの金融政策スタンスがB/Sの観点でみると引き締め方向と映るなかで、投機筋を中心に、それまでのユーロ売りの巻き戻しとユーロ買いの動きが発生。

◆市場はバランスシートに注目

足許、米欧中銀の資産買い入れ政策の「出口」が意識されるなかで、B/Sに再び注目が集まりやすい状況に。FRBは9月のFOMCで、買入資産の再投資縮小（B/S縮小）に着手する一方、ECBは今秋にも資産買い入れの段階的縮小（B/S拡大ペース鈍化）を発表する見込み。FRBのB/S縮小は、FRB高官発言や、事前の計画公表などを通じて、今春にかけて市場での織り込みが進んでいた一方で、ECBのB/S拡大ペースの鈍化は十分に織り込まれていなかったことがユーロ買いに繋がった公算大。

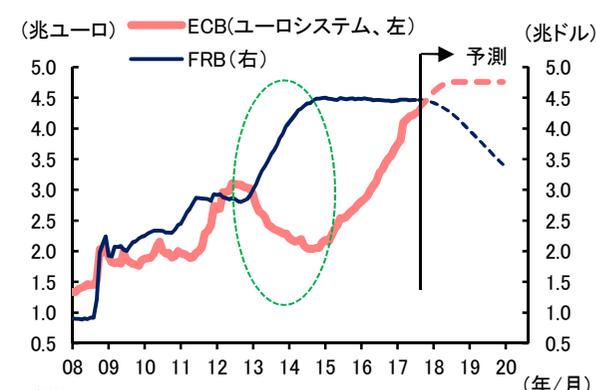
もっとも、今後予想される米欧中銀のバランスシートの動きを踏まえ、両中銀のバランスシート比率の前年差とユーロの対ドル相場の関係を見ると、大幅なユーロ高は正当化できない状況。ECBのテーパリング織り込み一巡後、ユーロ高の騰勢は和らぐ見込み。

ユーロドル相場と欧米10年実質金利差



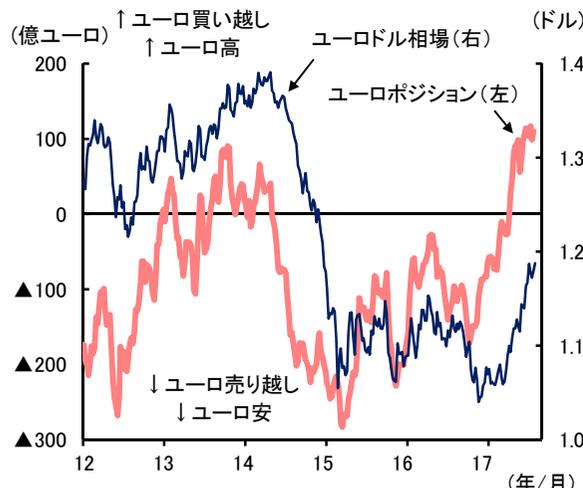
(資料)Bloomberg L.P.
(注)実質金利は、10年国債利回り-10年インフレーション金利で算出。

欧米中央銀行のバランスシート規模



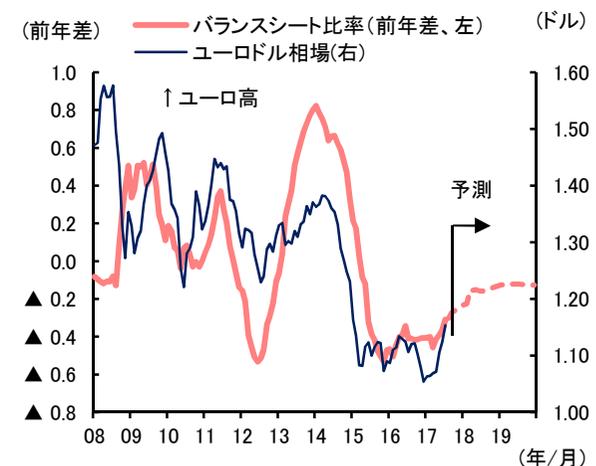
(資料)FRB, ECB
(注)FRBは、6月に公表したバランスシート正常化プログラムに基づいて、10月以降バランスシートの縮小を開始すると想定。一方、ECBは、今秋にも、来年初めの月間資産買い入れ額を100億ユーロ減額することを決定し、来年の理事会毎に100億ユーロずつ減額を決定していくと仮定。

投機筋の対ドルでのユーロポジション



(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。

欧米中銀のバランスシート比率とユーロ相場



(資料)FRB, ECBを基に日本総研作成
(注)バランスシート比率はFRB/ECBで算出し、同比率の前年同月からの変化幅を計算。

見通し：秋口以降、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：神経質な展開が持続

当面は、①9月FOMCでのバランスシート縮小着手は織り込み済みであること、②FRBの追加利上げを織り込むには、少なくともインフレ率の下げ止まりを確認する必要があること、などから、ドルの上値の重い展開が続く見込み。こうしたなかで、北朝鮮情勢の緊迫化や、米国で債務上限引き上げ・新年度予算を巡る政治の混乱などが生じれば、リスク回避の動きから、一時的に円高ドル安圧力が強まる局面も。

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、神経質な展開が続く見込み。

◆ユーロドル相場：基調はユーロ高が持続

ユーロ圏景気が堅調に推移するなかで、ECBの金融緩和縮小観測などから、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、慎重なペースながらも、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

金融緩和策の縮小が意識される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。

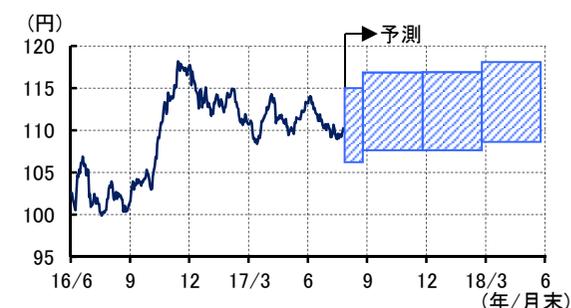
ただし、北朝鮮情勢などの地政学リスクや、来年半ばまでに総選挙が予定されているイタリアなどで政治リスクが高まれば、投資マネーの自国回帰の動きが強まり、折に触れ円高ユーロ安要因に。

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	111	112	112	113
(高値)	114.38	115	117	117	118
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	108.13	106	107	107	108

(円)

予測

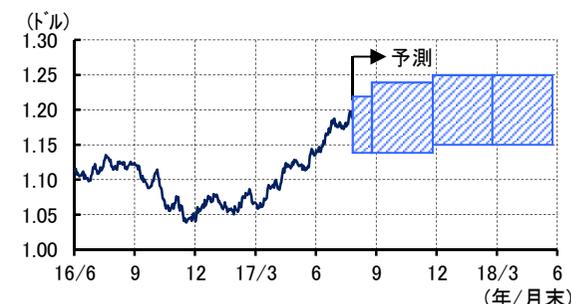


ユーロドル相場見通し

	2017年			2018年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	1.1003	1.17	1.19	1.20	1.20
(高値)	1.1447	1.22	1.24	1.25	1.25
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.0570	1.14	1.14	1.15	1.15

(ドル)

予測

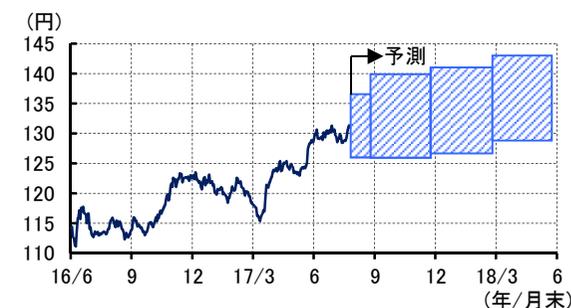


ユーロ円相場見通し

	2017年			2018年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	122.29	130	133	134	136
(高値)	128.84	136	140	141	143
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	114.85	126	126	127	129

(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)	F F 0/N (%)	LIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	N Y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)
14/9	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	1.15	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	0.00	1.31	2.20	21914.08	2456.22	▲ 0.36	▲ 0.33	0.42	1.10	3451.34	48.06	1284.21