
為替相場展望

2018年1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：2018年のドル円相場をどうみるか	p. 2
◆ユーロ分析：2018年のユーロ相場をどうみるか	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2018年1月9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：ドル円相場は方向感を欠いた展開、ユーロはじり高の展開

◆12月のドル円相場

2日に米税制改革法案が議会上院で可決されたほか、8日には米暫定予算の期限切れ前につき予算案が議会で可決されたことなどから、113円台半ばまでドルが上昇。月半ばは、①米コア消費者物価指数が市場予想を下回ったこと、②F R Bは13日のF O M Cで利上げを決定したものの、当面の政策金利見通しを据え置いたこと、などから、112円台前半までドルが反落。月後半は、米国で税制改革法が成立したほか、総じて良好な米経済指標が相次いだことなどから、113円台を中心にドルが底堅く推移。

◆12月のユーロ相場

対ドルでは、米トランプ政権のロシア疑惑に対する懸念が高まり、月初に1.19ドル台半ばまでユーロが上昇したものの、その後は、米税制改革の進展を受けて、1.17ドル台前半までユーロが反落。月半ばには、米F O M CやE C B理事会の結果を受けて、1.18ドル前後の水準で乱高下。月後半は、良好なユーロ圏景気指標や、E C B高官による金融政策の正常化を巡る発言などを手掛かりに、1.20ドル台までユーロが底堅さを増す展開。なお、21日のスペイン・カタルーニャ州の議会選挙では、独立支持派が過半数となったものの、ユーロ相場の反応は限定的。

対円では、トランプ大統領がエルサレムをイスラエルの首都と認定したことで地政学リスクへの懸念が高まり、132円台前半までユーロが下落。月半ばには、E C B理事会・総裁会見で慎重な物価見通しが示されたことなどから、ユーロが再び下落する場面があったものの、月後半は、良好なユーロ圏景気指標や、E C B高官による金融政策の正常化を巡る発言などを手掛かりに、135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：2018年もドルの上昇余地は限られる見込み

◆FRBと市場の利上げ見通しの乖離は縮小

米FRBは、2017年12月13日のFOMCで、今局面5回目となる利上げを決定。同時に公表されたFOMC参加者の経済・政策金利予測では、成長率見通しが上方修正される一方、インフレ見通しは変わらず、2018年、19年の利上げ回数見通しはそれぞれ従来の3回、2回を維持。

一方、市場でも、少なくとも当面は米国景気が堅調に推移し、FRBの緩やかなペースでの利上げが続くことを織り込み済み。FF金利先物市場では、2018年、19年の利上げ回数はそれぞれ2回強、1回弱程度まで織り込みが進展。今後、市場の利上げ織り込みがFRBの見通しにさや寄せされるだけでは、ドル高圧力は限られる公算大。ドルが大きく上昇するには、米国の景気やインフレが加速するとの見方が強まり、結果としてFRBの利上げペースも速まるとの観測が高まることが不可欠。

◆減税の経済効果は限定的、低インフレは長期化

もっとも、2018年もFRBの利上げペースは緩やかにとどまる見通し。

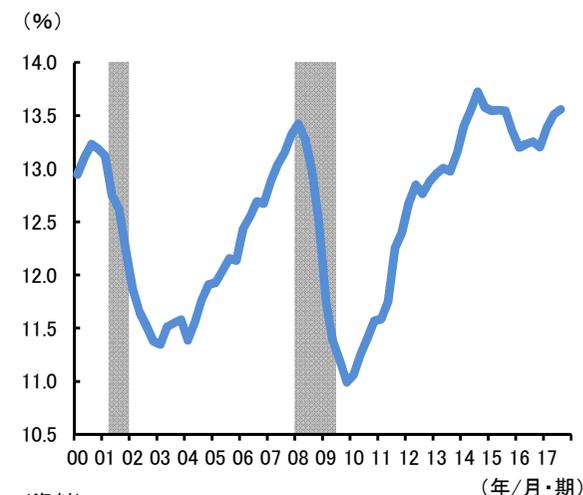
第1に、米税制改革による景気押し上げ効果は限られる見込み。企業部門では、設備投資の活発化が期待されるものの、投資比率が既に高水準にあるなか、投資の大幅な増加は見込み薄。家計部門では、雇用・所得環境の改善に、株高効果や減税期待も加わり、消費者マインドが改善するなか、すでに所得の伸びを上回るペースで消費が拡大（消費性向が上昇）。加えて、今回の税制改革では、所得税率引き下げの恩恵が税額控除の廃止などで相殺され、消費のすう勢を左右する中低所得層に対する減税効果は小。減税を期待して消費を前倒して増やしてきたものの、中低所得層が減税の恩恵が小さいことを実感すれば、消費の増勢は鈍化する公算大。

第2に、低インフレは長引く見込み。米国では、介護需要の増大による低賃金労働のシェア拡大などを背景に、失業率が低下しても賃金が上がりにくい構造に変化。加えて、グローバル化やIT化による企業の価格決定力の低下もインフレ圧力を抑制。こうした構造的な変化により、今後もインフレが大きく加速する可能性は小。

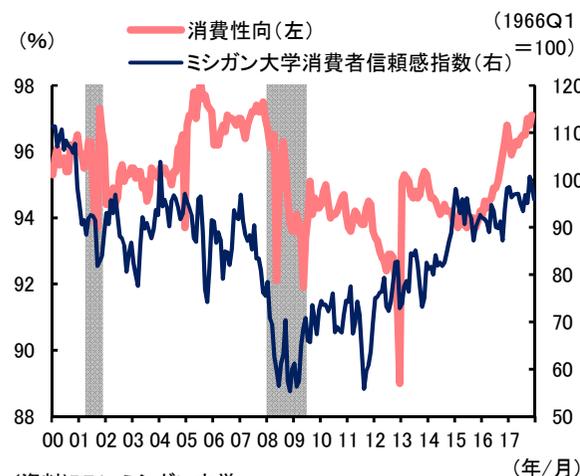
市場が織り込む各年末時点の累積利上げ回数



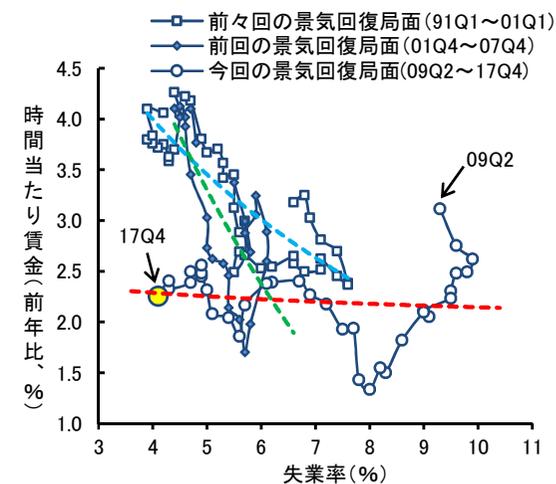
米国の設備投資対GDP比率



米国の消費者マインドと消費性向



米国の失業率と賃金上昇率の関係



ユーロ分析：2018年もユーロ高の流れが続く見込み

◆2017年は主要通貨のなかでユーロが最強通貨に

2017年の主要10通貨の騰落率をみると、米ドルが最弱通貨となる一方、ユーロが最強通貨に。米トランプ政権に対する過度な期待の剥落などがドル安要因となる一方、春以降は、①フランス大統領選挙など欧州の政治リスクの後退、②ECBの金融緩和縮小観測の高まり、などがユーロ高要因に。

◆欧州政治リスク、ECBの金融政策が焦点

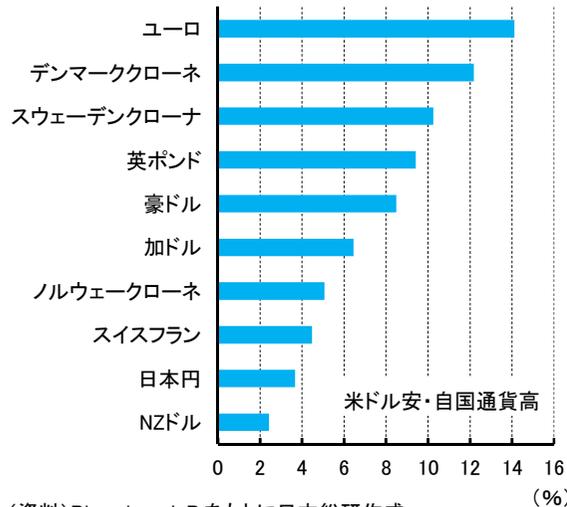
2018年のユーロ相場を展望すると、春頃までは、ユーロの上値が重い展開が続くと予想されるものの、徐々にユーロが底堅さを増していく見通し。主要テーマは、①欧州の政治リスク、②ECBの金融政策、の2つ。

春先頃までは、3月にイタリアで実施される総選挙を巡る懸念などが高まりやすい状況。世論調査は、どの政党も過半数議席を獲得できない「ハンクパーラメント（宙吊り議会）」となる可能性を示唆。もっとも、選挙法が既存の大政党に有利な内容に改正されたこともあり、最終的に反EU政党が政権を獲得する可能性は小。春以降、政治リスクは和らいでいく見込み。

ECBは、12月14日の理事会で、経済成長率の見通しを大幅に引き上げ。一方で、物価見通しは、2018年は上方修正されたものの、19年は据え置かれ、20年もECBの物価目標（前年比2%弱）にとどかず。このため、当面、ECBは金融緩和の縮小を急がない姿勢を続ける見込み。もっとも、ユーロ圏景気の堅調な推移が見込まれるなかで、ECBの金融政策正常化に向けた動きは変わらない見通し。9月末に到来する資産買い入れ期限が近づくとつれて、ECBの「次の一手」への思惑が投機的なユーロ買いを招来しやすくなる見込み。

この間、ユーロを取り巻く基礎的な為替需給環境も、ユーロを下支えする見込み。足許では、経常黒字が高水準を維持していることに加え、景気が堅調に推移するなか、ユーロ圏内への株式投資や直接投資が増加し、ネットでみた資金流出が縮小。今後は、金利の上昇に伴いマイナス金利で取引されるユーロ圏債券の割合が低下していくにつれて、域内への債券投資も増加する公算大。

主要10通貨の対米ドル騰落率(2017年)



(資料) Bloomberg L.P.をもとに日本総研作成
(注) ニューヨーク取引時間終値で比較。

ECBの経済見通し

		(中央値、%)		
		2018年	2019年	2020年
実質GDP成長率	12月	2.3	1.9	1.7
	9月	1.8	1.7	n.a.
失業率	12月	8.4	7.8	7.3
	9月	8.6	8.1	n.a.
HICP上昇率	12月	1.4	1.5	1.7
	9月	1.2	1.5	n.a.
コアHICPインフレ率	12月	1.1	1.5	1.8
	9月	1.3	1.5	n.a.
一人当たり雇用者報酬の伸び率	12月	2.1	1.9	2.7
	9月	2.0	2.3	n.a.
前提	3ヵ月物Euribor (%)	▲0.3	▲0.1	0.1
	ユーロドル相場(ドル/ユーロ)	1.17	1.17	1.17
	北海ブレント価格(ドル/バレル)	61.6	58.9	57.3

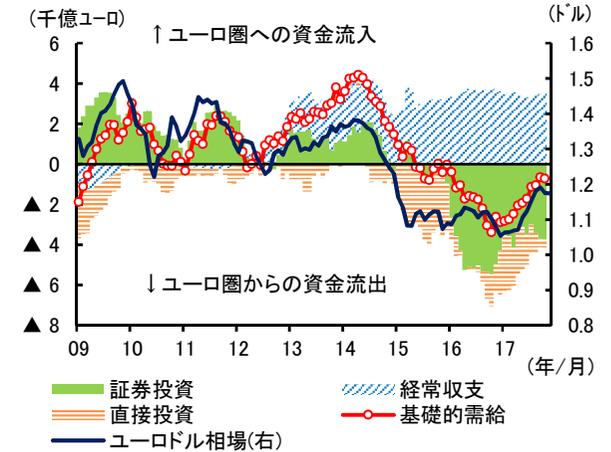
(資料) ECBを基に日本総研作成

ユーロ圏の最近の主な政治動向と展望

イタリア	総選挙が3月に実施予定。世論調査は、どの政党も過半数議席を獲得できない「ハンクパーラメント（宙吊り議会）」となる可能性を示唆。反体制派の「五つ星運動」の党首は、総選挙で勝利し、ユーロ圏の経済ルール改正についてEU側と合意できない場合、ユーロ圏離脱の是非を問う国民投票の選択肢を残しておく発言。もっとも、選挙法が既存の大政党に有利な内容に改正されたこともあり、「五つ星運動」などが政権を獲得する可能性は小。
ドイツ	メルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟(CDU・CSU)と社会民主党(SPD)は、新政権樹立に向けた予備協議を1月7日に開始。新政権の発足は早くとも2月以降とみられ、それまでは政治空白が避けられない情勢。
スペイン	カタルーニャ自治州で12月21日に州議会選挙が実施され、独立支持派が勝利。もっとも、独立支持派の政党間で意見の隔たりのほか、中央政府やEUからの独立の支持はなし。独立支持派内での意見の調整を経て、最終的には、独立ではなく、自治権の拡大などを目指す現実的かつ穏健な路線に転じる公算。

(資料) 各種報道を基に日本総研作成

ユーロを取り巻く基礎的な為替需給環境



(資料) ECB、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注) 基礎的需給は、経常収支、証券投資、直接投資の合計。証券投資、直接投資は、対内投資・対外投資をネットアウト(相殺)した値。いずれも12ヵ月累計。

見通し：基調としては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：円安ドル高余地は限定的

米国をはじめとした世界経済の順調な拡大が続くなかで、日米金利差の拡大傾向、及びリスクオンの市場環境に支えられる形で、基調としては円安ドル高の流れが続く見込み。

もっとも、①低インフレが長引くなかで、FRBの利上げペースは緩やかにとどまると見込まれること、②米国景気が成熟局面を迎えるなかで、次第に利上げ余地の乏しさが意識されやすくなるとみられること、等から、ドル高進行余地は限られる見通し。

2018年を通して、①北朝鮮・中東情勢などの地政学リスク、②トランプ政権の政策運営・ロシア疑惑を巡る不透明感、③日銀が金融緩和を微調整するとの観測、などが高まれば、一時的に円高ドル安に振れる局面も。

◆ユーロドル相場：ユーロが底堅さを増す展開へ

当面は、ECBが金融緩和の縮小を急がない姿勢を続けると予想されるなか、ユーロ圏金利の上昇に伴うユーロ高圧力は限られる見込み。加えて、イタリアでは、3月に反EU政党の躍進が懸念される総選挙の実施が予定されており、欧州での政治リスクの高まりが折に触れユーロ相場の重石に。

もっとも、米国景気が成熟期にある一方で、ユーロ圏景気が本格回復を迎えるなかで、中期的にはユーロ高基調が続く見通し。年半ば以降は、ECBの資産買い入れ期限が近づくなかで、フォワード・ガイダンスの修正や、資産買い入れ縮小・終了観測の高まりなどがユーロ高圧力となる見込み。

◆ユーロ円相場：基調としてはユーロ高が持続

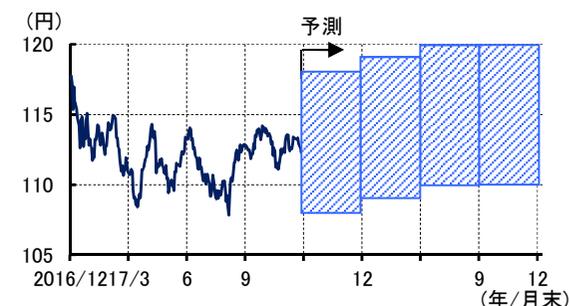
金融緩和縮小が意識されるECBと、強力な金融緩和を続ける日銀との金融政策の方向性の違いを反映して、ユーロが堅調に推移する見込み。

ただし、①北朝鮮などの地政学リスク、②日銀の金融緩和修正観測、③欧州での政治リスク、などが高まれば、投資マネーの自国回帰の動きが強まり、円高ユーロ安に振れる局面も。

ドル円相場見通し

	2017年		2018年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	112.89	114	114	115	115	
(高値)	114.73	118	119	120	120	
レンジ	5	5	5	5	5	
(安値)	110.84	108	109	110	110	

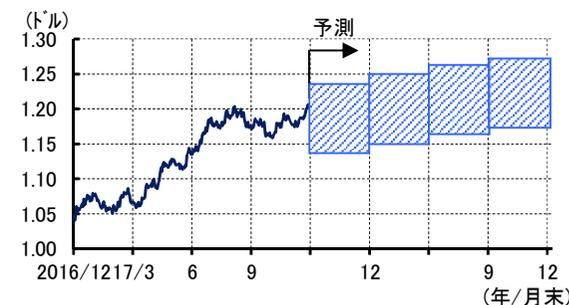
予測



ユーロドル相場見通し

	2017年		2018年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	1.1774	1.19	1.20	1.21	1.22	
(高値)	1.1961	1.24	1.25	1.26	1.27	
レンジ	5	5	5	5	5	
(安値)	1.1554	1.14	1.15	1.16	1.17	

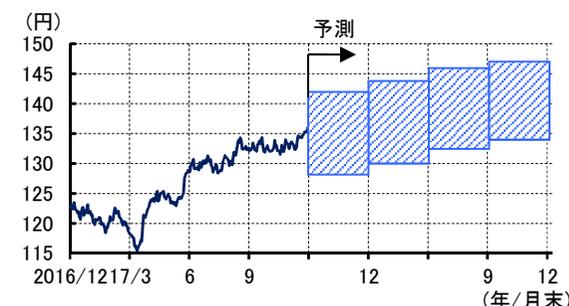
予測



ユーロ円相場見通し

	2017年		2018年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	133.13	135	137	139	140	
(高値)	134.88	142	144	146	147	
レンジ	5	5	5	5	5	
(安値)	131.17	128	130	132	133	

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)
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	1.16	1.31	2.20	21914.08	2456.22	▲ 0.36	▲ 0.33	0.42	1.10	3451.34	48.06	1284.21
17/9	110.81	131.93	1.1906	▲ 0.0579	0.06	0.02	19924.40	1.15	1.32	2.20	22173.41	2492.84	▲ 0.36	▲ 0.33	0.41	1.21	3507.10	49.88	1315.37
17/10	112.93	132.75	1.1755	▲ 0.0371	0.06	0.06	21267.49	1.15	1.36	2.36	23036.24	2557.00	▲ 0.36	▲ 0.33	0.43	1.35	3614.75	51.59	1280.89
17/11	112.82	132.48	1.1744	▲ 0.0483	0.06	0.04	22525.15	1.16	1.43	2.35	23557.93	2593.61	▲ 0.35	▲ 0.33	0.36	1.28	3601.43	56.66	1282.11
17/12	112.93	133.68	1.1838	▲ 0.0422	0.06	0.05	22769.89	1.30	1.60	2.41	24545.38	2664.34	▲ 0.34	▲ 0.33	0.35	1.22	3564.66	57.95	1267.01