
為替相場展望

2018年2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/exchange>

目次

- ◆回顧 p. 1
- ◆米ドル分析：米金利上昇でもドル安の背景と先行き展望 p. 2～3
- ◆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2月5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：日欧の金融緩和縮小観測や米ドル安容認発言などから、ドル軟調

◆ 1月のドル円相場

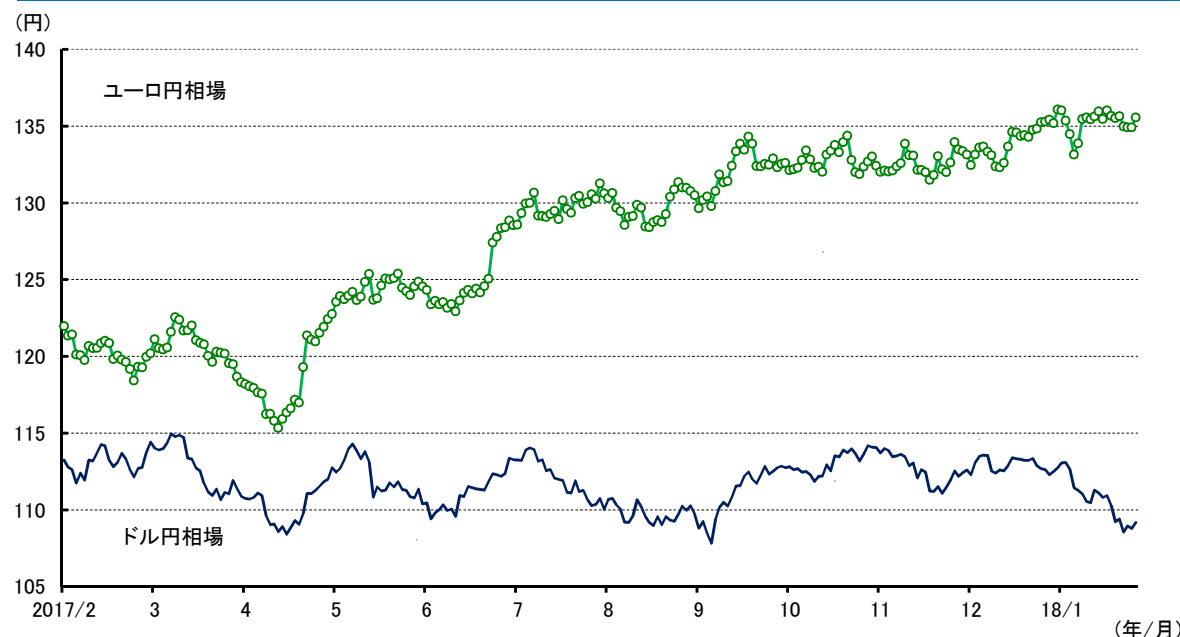
年初は、世界的な株高を背景にリスク選好の動きが強まり、113円台まで円安ドル高が進行。もつとも、①9日の日銀による国債買い入れオペ減額をきっかけとした金融緩和縮小観測の高まり、②10日の中国が米国債投資の減額・停止を検討しているとの報道、③24日のムニューシ米財務長官によるドル安容認発言、などを手掛かりに、月下旬にかけて108円台までドルが下落。その後は、25日にトランプ大統領が長期的には「強いドルを望む」と発言したほか、31日のFOMC声明文で景気、物価判断が上昇修正され、さらなる漸進的な利上げが正当化されるとの見方が示されたことなどから、109円台までドルが持ち直し。

◆ 1月のユーロ相場

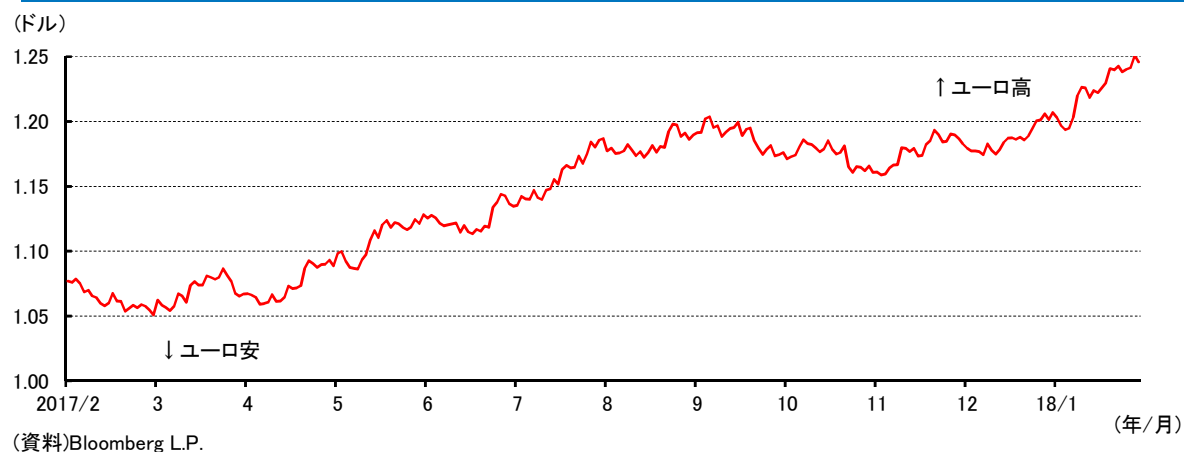
対ドルでは、①11日に発表された12月のECB理事会議事要旨におけるフォワード・ガイダンス（金融政策の先行き方針）の早期見直し示唆、②良好なユーロ圏景気指標、③ドイツでの連立政権樹立に向けた協議の進展、などを手掛かりに、上半ばに1.22ドル後半までユーロが上昇。その後、ECB高官によるユーロ高牽制発言などを受けて、ユーロが下落する場面があったものの、①24日にムニューシ米財務長官がドル安を容認する発言をしたこと、②25日のECB理事会後のドラギ総裁会見で事前に警戒されていたほどの通貨高牽制がなかったこと、などから、一時1.25ドル台までユーロが急騰。25日にトランプ大統領が長期的には「強いドルを望む」と発言したことや、31日のFOMCでさらなる漸進的な利上げが正当化されるとの見方が示されたことなどから、1.24ドル前後までユーロが反落。

対円では、日銀の金融緩和縮小観測が高まり、10日には133円台までユーロが下落したものの、ECB理事会議事要旨でフォワード・ガイダンスの早期見直しが示唆されたことから、136円台までユーロが上昇。その後は日欧ともに金融緩和縮小観測がくすぶるなか、135円台を中心に一進一退。

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.

米ドル分析：米金利が上昇するなかでも、ドル全面安の展開

◆米金利上昇でもドル安

ドル円相場では、昨年末以降、日米金利差が拡大するなかでも、円高ドル安が進行。もっとも、こうした現象はドル円相場だけで発生しているものではなく、為替市場では米金利の上昇（内外金利差の拡大）に逆行してドル全面安の展開。

◆ドル安の背景

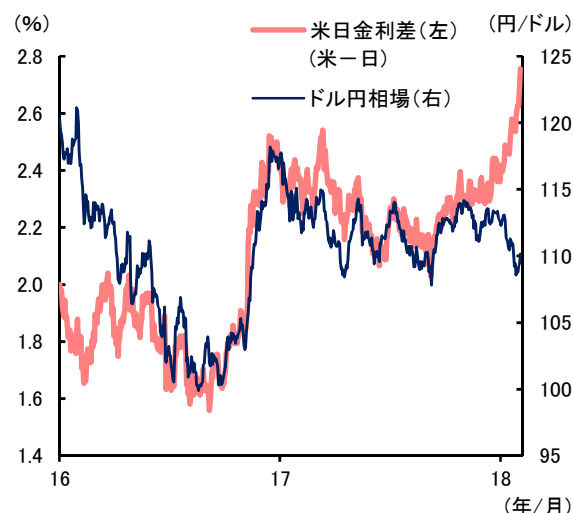
米金利が上昇するなかでも、ドル全面安となっている背景として以下の3点が指摘可能。

第1に、日欧での早期金融政策正常化観測の高まり。日本では、黒田日銀総裁が昨年11月に金融緩和の副作用に言及して以降、金融緩和縮小が意識されやすくなるなかで、1月9日の国債買い入れオペの減額をきっかけに、日銀が長期金利の操作目標を引き上げるのではないかとこの思惑が高まる状況に。ユーロ圏でも、景気が堅調に推移するなかで、1月11日に発表されたECB理事会議事要旨でフォワード・ガイダンスの早期見直しが示唆されたことから、ECBが金融政策の正常化を急ぐのではないかとこの思惑が台頭。これまで世界的な低金利のアンカー役となってきた日欧での金融政策正常化観測の高まりは、米金利の押し上げに作用する一方、ドル安日欧通貨高を招来。ドルインデックス下落の大部分はユーロ高で説明可能。

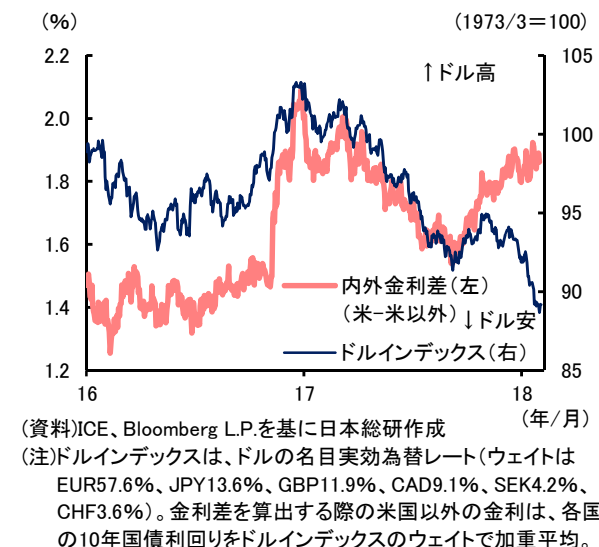
第2に、世界的に堅調な景気拡大や、それに伴う資源価格の上昇。これらはインフレ期待を高めることを通じて、米金利の押し上げに作用する一方、新興国・資源国へのキャリートレードを促すことでドル安を招来。ドル全面安は原油など資源価格の上昇と連動。

第3に、トランプ政権の保護主義傾斜・ドル安容認観測の高まり。1月22日にトランプ政権は太陽光パネルと洗濯機の輸入急増に対応するため、緊急輸入制限措置（セーフガード）の発動を発表。さらに、1月24日には、ムニューシン米財務長官がドル安を容認する発言。米政権の保護主義傾斜・ドル安容認観測の高まりは、ドル下押しに作用する一方、ドル安などによる輸入物価の上昇懸念を通じて、米金利の押し上げに作用している可能性。

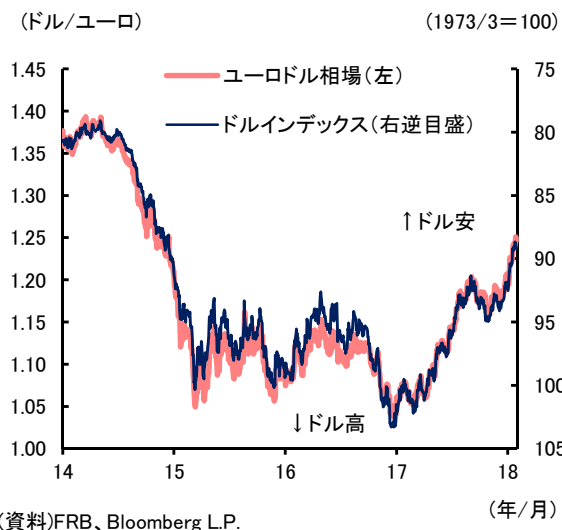
ドル円相場と日米金利差



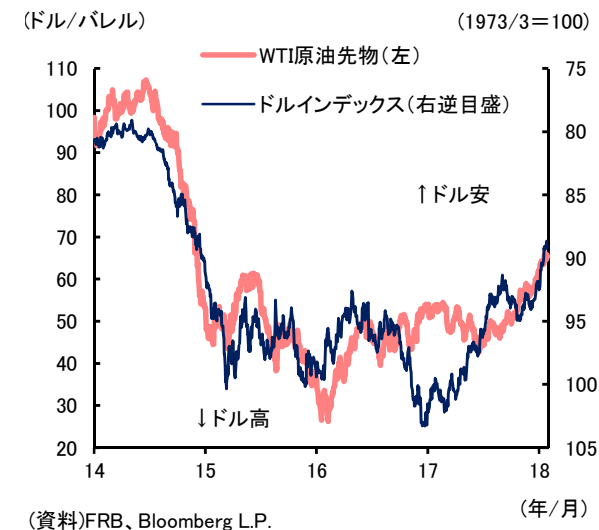
ドルインデックスと内外金利差



ドルインデックスとユーロドル相場



ドルインデックスと原油価格



米ドル分析：米金利とドル相場を乖離させる力は和らいでいく見込み

◆米金利の上昇圧力、及びドル安圧力は緩和へ

当面を展望しても、これらの要因は残存するとみられるものの、米金利とドル相場の連動性を乖離させる力（米金利上昇圧力、及びドル安圧力）は和らいでいく見込み。

第1に、ドル安日欧通貨高は、日欧中銀の金融政策正常化の動きを慎重化させる要因に。日本では、基調的なインフレ率や期待インフレ率が依然として低迷。こうした状況下で円高が進めば、物価目標の達成が一段と困難になるため、日銀は粘り強く金融緩和を続ける見込み。ユーロ圏でも、景気は堅調に推移しているものの、基調的なインフレ率が伸び悩むなか、一段のユーロ高はECBが既に着手している金融政策の正常化プロセスの後ズレにつながる可能性。

第2に、米金利の上昇は、世界景気を下押しし、資源価格の抑制に作用。米金利の上昇が続けば、世界的に金融環境が引き締まり、民間の経済活動が抑制されるとみられるほか、割高感が強まっている株式市場や、新興国・資源国からの資金流出圧力が強まるリスクも。

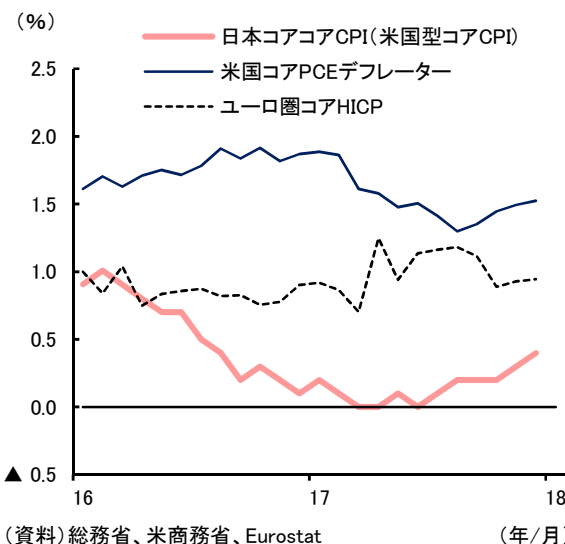
第3に、トランプ政権が一方的なドル安誘導を行うことはない見込み。米国では、大幅な財政赤字が続くなか、トランプ政権が貿易不均衡の是正のためにドル安志向を強めた場合、米国への資本流入が減少し、米国債の引き受け手が不足（金利が大きく上昇）する懸念。そのため、一方的なドル安誘導はトランプ政権にとって得策とはいえず。

◆対円ではドル反発、対ユーロではドル安持続か

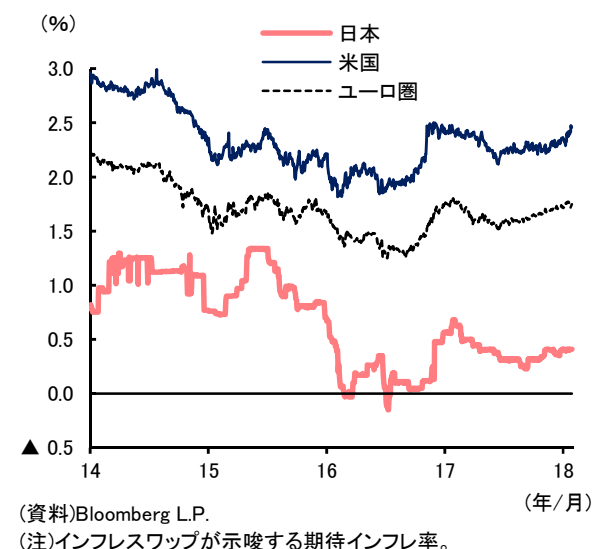
以上を踏まえると、ドル円相場では、日銀が積極的な金融緩和を続ける方針に変わりがなかったことが確認されるにつれて、ドルが底堅さを取り戻す見通し（注）。一方、ユーロの対ドル相場では、ECBの金融政策正常化に向けた動きが続くと見込まれ、基調としてはユーロ高が続く見込み。ただし、急ピッチなユーロ高が生じた場合には、ECBの金融政策正常化プロセスの後ズレの思惑を高め、ユーロ安方向への調整が生じる公算大。

（注）日銀は2月2日、国債買い入れの増額に踏み切るとともに、10年国債を一定の利回りで無制限に買い入れる指し値オペを実施。

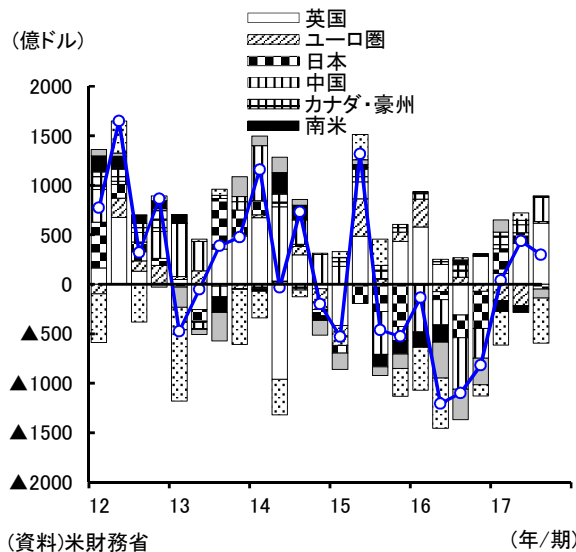
日米欧の基調的インフレ率



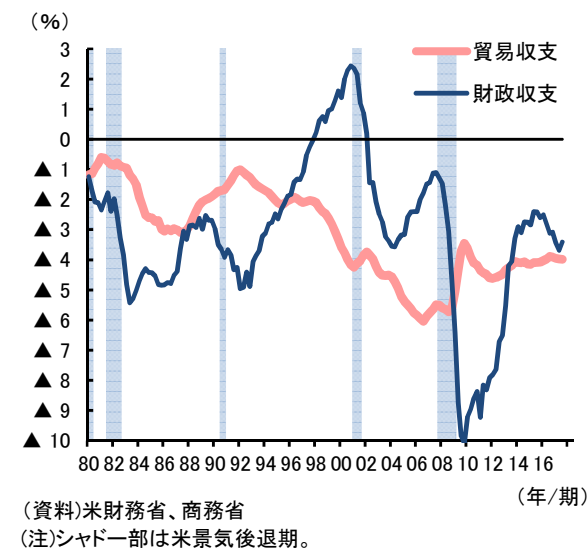
日米欧の期待インフレ率(5年先5年)



海外からの対米国債投資



米国の貿易収支、財政収支(対名目GDP比)



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、基調としては円安ドル高の流れが続く見込み。

もともと、①市場ではFRBによる緩やかなペースでの利上げが既に織り込まれていること、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、などが折に触れて高まることが予想され、一時的に円高ドル安に振れる局面も。

◆ユーロドル相場：基調としてはユーロ高が持続

3月にイタリアで反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、短期的には欧州での政治リスクの高まりがユーロ相場の重石になりやすい状況。

もともと、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、基調としてはユーロ高の流れが続く見通し。今春以降は、フォワード・ガイダンス（金融政策の先行き方針）の修正や、資産買い入れの縮小・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：徐々にユーロ高基調に復帰へ

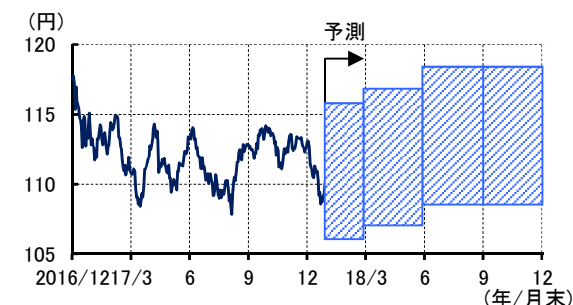
当面は日欧ともに金融緩和縮小観測がくすぶるなか、現行水準を中心に一進一退の展開が続く見込み。

今後、ECBがフォワード・ガイダンスの修正や、資産買い入れの縮小・終了に動く一方、日銀は強力な金融緩和を続ける方針に変わりがなくなることが確認されるにつれて、ユーロ高基調に復していく見込み。

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	111	112	112	113	
(高値)	114.73	116	117	118	118	
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥	
(安値)	110.84	106	107	108	108	

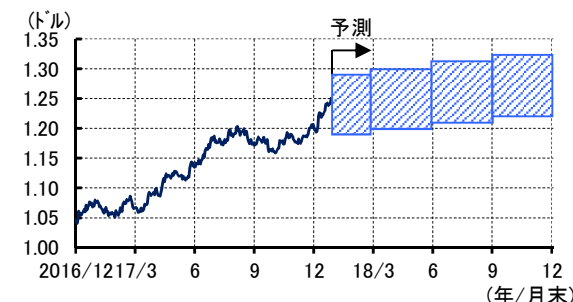
(円) 予測



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	1.24	1.25	1.26	1.27	
(高値)	1.1961	1.29	1.30	1.31	1.32	
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥	
(安値)	1.1554	1.19	1.20	1.21	1.22	

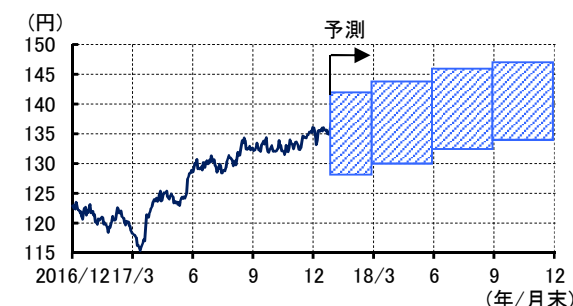
(ドル) 予測



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	137	139	141	143	
(高値)	134.88	144	146	148	150	
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥	
(安値)	131.17	130	132	134	136	

(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・ Stocks50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
18/1	110.97	135.28	1.2193	▲ 0.0396	0.07	0.07	23712.21	1.42	1.73	2.57	25804.02	2789.80	▲ 0.36	▲ 0.33	0.55	1.33	3612.16	63.66	1330.67