

---

---

# 為替相場展望

2017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/publication/exchange>

---

---

---

---

## 目次

- ◆回顧・・ p. 1
- ◆ドル円分析：トランプ新政権のドル高牽制に警戒・・・・・・・・ p. 2
- ◆ユーロ分析：ECBは様子見姿勢も、ドイツからのタカ派的発言に警戒・・・ 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2月2日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

---

---

## 回顧：米新政権の保護主義・ドル高牽制などがドルの重石に

### ◆ 1月のドル円相場

3日の良好な米ISM製造業景気指数を手掛かりに、一時118円台までドルが上昇。もっとも、その後は、トランプ次期大統領の保護主義に対する懸念が高まったほか、米紙インタビューでの対人民元を念頭に置いた「ドルは強すぎる」との発言がドル高牽制と受け止められたことから、17日には一時112円台までドルが下落。その後、ムニューチン米財務長官候補が19日の公聴会で「強いドルは長期的には重要」と発言したことを受けて、一旦115円台までドルが反発。もっとも、20日の大統領就任式で「米国第一」主義が強調されたほか、23日にはムニューチン氏が上院への書簡で「過度に強いドルは米国経済に短期的にマイナスの影響を与える可能性がある」と言及したことが判明したことから、再び112円台へ。その後、米国株高につれて115円台までドルが持ち直したものの、米新政権の保護主義的な政策に対する懸念がくすぶるなか、月末にはトランプ大統領が中国と同列に日本の為替政策を批判したことから、112円台までドルが急落。

### ◆ 1月のユーロ相場

対ドルでは、3日の良好な米ISM製造業景気指数を手掛かりに、1.03ドル台までユーロが下落。もっとも、その後は、①良好なユーロ圏経済指標が相次いだこと、②トランプ米新政権の保護主義的な政策に対する懸念が高まったこと、③トランプ大統領や閣僚によるドル高牽制、ユーロ安批判ともとれる発言がみられたこと、などから、月末にかけて一時1.08ドル台までユーロが上昇。

対円では、上旬は、良好なユーロ圏経済指標を手掛かりに、123円前後の水準でユーロが底堅く推移したものの、月半ばにかけて英国のEU強硬離脱懸念が高まり、一時120円台までユーロが下落。その後は、市場の関心が米新政権の政策に向かうなか、122円を挟んで方向感を欠いた展開に。

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：トランプ新政権のドル高牽制に警戒

## ◆トランプ新政権の為替を巡る発言が攪乱要因に

トランプ新大統領は、1月17日に報道された米紙とのインタビューで、対人民元を念頭に「ドルは強すぎる」と発言。ムニューチン財務長官候補は、1月19日の公聴会で「強いドルは長期的には重要」「(トランプ氏の発言は)長期を意識していなかった」と弁明したものの、その後、上院に宛てた書簡で「過度に強いドルは米国経済に短期的にマイナスの影響を与える可能性がある」と言及。さらに、トランプ大統領は、1月31日の企業との会合で「中国や日本が(通貨切り下げで)マーケットを手玉に取っている」と名指しで批判。

## ◆「強いドル」政策を表向き掲げつつ、ドル高牽制か

今後、トランプ新政権の経済政策に支えられた米国景気の拡大が続けば、投資先として魅力的な米国に資金が流入し、ドル高になるのが自然な流れ。ムニューチン財務長官候補の「強いドルは長期的には重要」との発言は、こうしたメカニズムを想定したものと考えることが可能。そもそも経常赤字のファイナンスが必要な米国にとって、長期的に投資資金を呼び込むことが不可欠。

一方で、トランプ新大統領は、保護主義的な通商政策を実行に移し、貿易赤字の縮小を重視する姿勢が鮮明。国内製造業などにマイナス影響を及ぼしかねないドル高は、保護主義とは相容れないため、少なくともトランプ大統領自身は、ドル安志向とみなすべき。

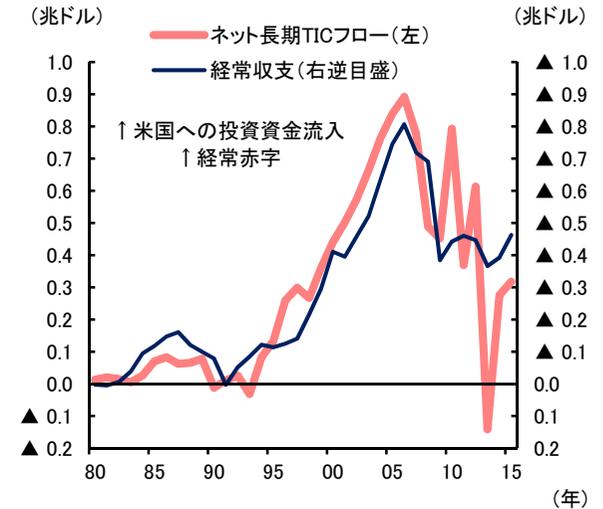
以上を踏まえると、ムニューチン財務長官候補は、ルービン財務長官以降の「強いドルは国益にかなう」との為替スタンスを踏襲するとみられるものの、今後もトランプ大統領を中心に米政権からのドル高牽制発言や他国の通貨安誘導批判に警戒が必要。ドル高による米国経済の下振れ懸念が高まった場合などには、米政権からのドル高牽制だけでなく、FRBの利上げ姿勢の後退も加わり、ドル安方向への調整が大きくなる可能性。

## 米大統領、財務長官候補の為替を巡る発言

- ◆トランプ次期大統領(1月13日のWSJインタビュー、1月17日報道)  
「米国の企業は中国の企業と競争できない。我々の通貨が強すぎるからだ。そして、それが我々を苦しめている」
- ◆ムニューチン財務長官候補(1月19日の公聴会)  
「長期的には強いドルが重要」  
(トランプ氏のWSJインタビュー発言について)  
「次期大統領がドルについて発言した際、長期を意識していなかった」  
「自由市場で人々が米国への投資を望んだ結果としてのドル高は恐らく、短期的には貿易面で米国の能力に多少悪影響を及ぼした可能性があるという意味だったのだろう」
- ◆ムニューチン財務長官候補(上院に宛てた書簡、1月23日ブルームバーグ報道)  
「過度に強いドルは米国経済に短期的にマイナスの影響を与える可能性がある」
- ◆トランプ大統領(1月31日の医療品メーカーとの会合)  
「(通貨切り下げで優位に立っている国があるなどとして、)中国や日本がマーケットを手玉に取っている」

(資料)各種報道を基に日本総研作成

## 米国の経常収支と長期投資資金フロー



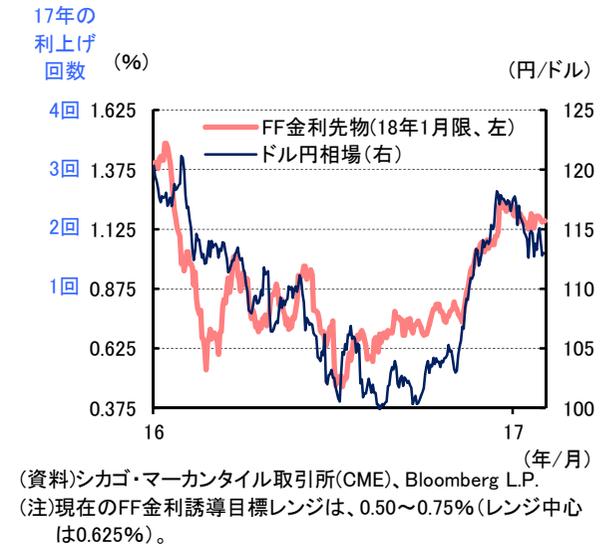
(資料)米財務省、商務省経済分析局

## 米国の製造業景況感と米ドル相場



(資料)米供給管理協会(ISM)、FRB

## 市場が織り込む米利上げ見通しとドル円相場



# ユーロ分析：ECBは様子見姿勢も、ドイツからのタカ派的発言に警戒

## ◆ ECBは当面様子見姿勢を続ける見込み

ECBは1月19日の理事会で、金融政策を据え置き。ドラギ総裁は、理事会後の会見で「基調的なインフレが上向いていると確信できる兆候はまだみられない」と発言。実際、ユーロ圏の消費者物価（HICP）上昇率は、エネルギー価格の上昇などを主因に、足許加速しているものの、基調的なインフレ動向を示すコアHICP上昇率は横這い圏での推移。

今後、HICPの持ち直しが一過性に終わらないためには、コアHICPの上昇を牽引してきたサービス価格、ひいてはその主要な構成要素である賃金の上昇が不可欠。もっとも、主要国の賃金動向をみると、ドイツは比較的高い伸びを保っているものの、フランス、イタリアは伸びが低迷。これを反映して、ユーロ圏全体の賃金の伸びは緩慢。

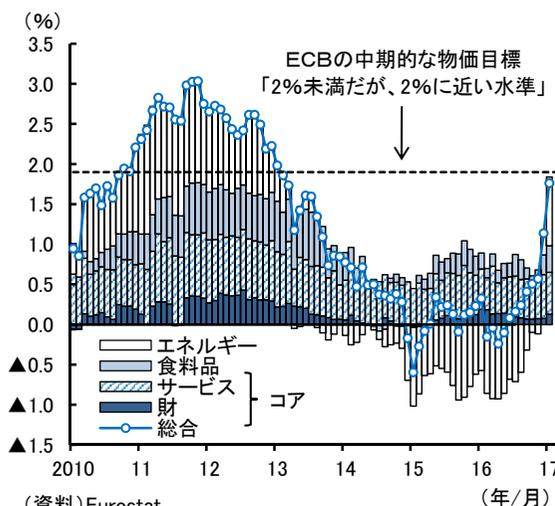
ユーロ圏では、依然として余剰生産能力（需給ギャップ）が残るなか、基調的なインフレ率が本格的に上向いていくにはなお時間を要するとみられ、ECBは当面、積極的な金融緩和姿勢を維持する見込み。

## ◆ ECBの緩和縮小観測がユーロ高要因に

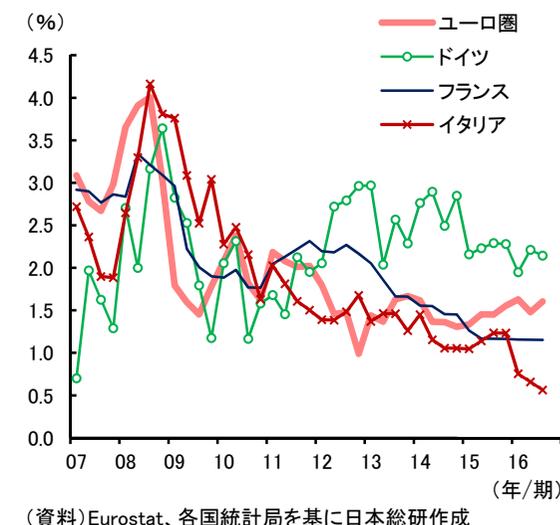
もっとも、ユーロ圏加盟国のなかで相対的に景気が堅調で、インフレ率が加速するドイツからはECBに金融政策の正常化を求める声も。こうした声があることに対し、ドラギ総裁は、ドイツにとっても金融緩和の恩恵があることなどを指摘したうえで、ユーロ圏全体の景気が安定し、実質金利が上向くまでの辛抱を要請。

ドイツでは、伝統的にインフレへの警戒が強いこともあり、今後もECBの金融緩和縮小を求める発言が出てくる公算大。こうした発言などをきっかけに、ECBの金融緩和策の縮小が意識される場面では、欧州金利が上振れし、ユーロ高圧力が強まる可能性も。

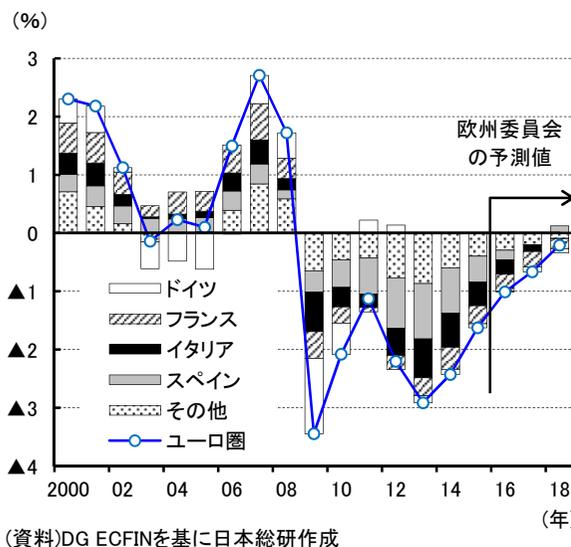
## ユーロ圏全体の消費者物価(HICP、前年比)



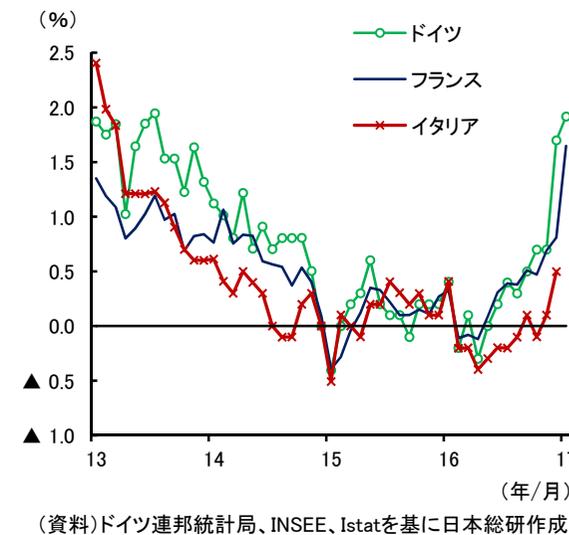
## ユーロ圏全体・主要国の賃金上昇率(前年比)



## ユーロ圏の需給ギャップ



## ユーロ圏主要国の消費者物価(HICP、前年比)



# 見通し：ドル高は一旦調整も、年半ば以降、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

当面は、トランプ米新政権の政策運営に不透明感が残るなか、不安定な展開が続く見込み。そうしたなかで、拡張的な財政政策に対する過度な期待の後退や、保護主義的な通商政策への懸念の高まり、米政権からのドル高牽制等が生じる場面では、ドル安圧力が強まる公算大。

年半ば以降は、米政権の拡張的な財政政策に支えられ、米国景気の順調な拡大が続けば、FRBの利上げが意識されるなかで、ドルが底堅さを増していく見通し。

## ◆ユーロドル相場：ユーロ安値圏での推移が持続

対ドルでは、トランプ新政権の拡張的な財政政策に支えられた米国景気の拡大を背景に、米国金利上昇に伴う欧米金利差の拡大がユーロ安に作用する見通し。さらに、欧州では、2017年から18年初にかけて主要国で総選挙・大統領選挙などの重要な政治イベントが相次いで予定されており、政治不安が高まる場面では、ユーロ安に振れやすくなる公算。

ただし、ECBの資産買入実施期限である17年末にかけてECBのテーパリング観測が再燃しやすく、ユーロが底堅さを増してくる可能性。

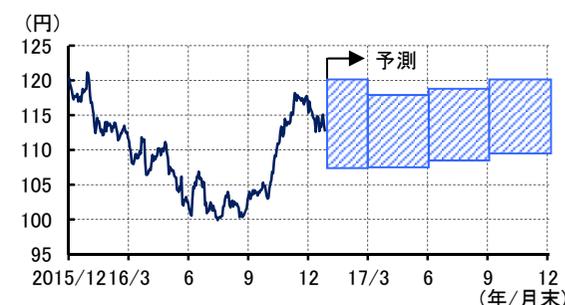
## ◆ユーロ円相場：方向感を欠いた展開が持続

日本とユーロ圏は、①基調的なインフレ率が持続的に上昇する兆しがみられないなか、金融緩和の長期化が予想されること、②大幅な経常黒字国・地域であること、などで共通しており、総じてみれば現行水準を中心に方向感を欠いた展開が続く見込み。

### ドル円相場見通し

	2016年		2017年		
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	109.49	114	113	114	115
(高値)	118.67	120	118	119	120
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	100.74	108	108	109	110

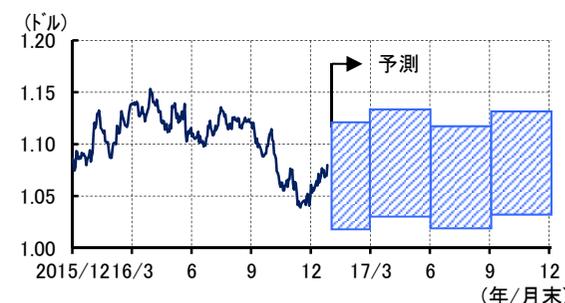
予測



### ユーロドル相場見通し

	2016年		2017年		
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	1.0804	1.07	1.08	1.07	1.08
(高値)	1.1300	1.12	1.13	1.12	1.13
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	1.0352	1.02	1.03	1.02	1.03

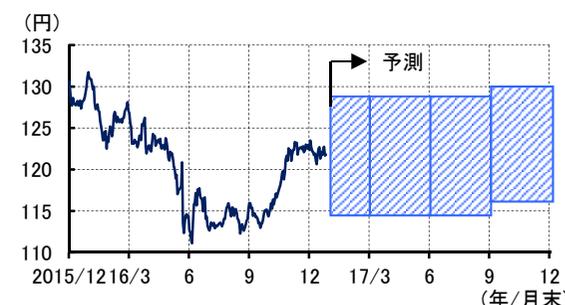
予測



### ユーロ円相場見通し

	2016年		2017年		
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	117.72	122	122	122	124
(高値)	124.10	129	129	129	130
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	112.60	115	115	115	116

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O/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)
14/2	102.12	139.59	1.3670	0.0766	0.22	0.60	14617.57	0.07	0.24	2.70	15958.44	1817.03	0.16	0.29	1.66	2.74	3085.87	100.68	1302.52
14/3	102.36	141.52	1.3826	0.0721	0.21	0.62	14694.83	0.08	0.23	2.72	16308.63	1863.52	0.19	0.31	1.59	2.72	3093.97	100.51	1334.83
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	3617.87	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