
為替相場展望

2017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

- ◆ドル円、ユーロ相場の回顧・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 1
- ◆2017年のドル円相場をどうみるか・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 2～3
- ◆2017年のユーロ相場をどうみるか・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 4
- ◆ドル円、ユーロ相場の見通し・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 5
- ◆内外市場データ・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 6

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 : inoue.hajime@jri.co.jp)

◆本資料は、2016年12月29日9:00時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

トランプノミクスに対する期待が続くなか、米利上げ見通しの上方修正も加わり、ドルが一段高。

◆12月のドル円相場

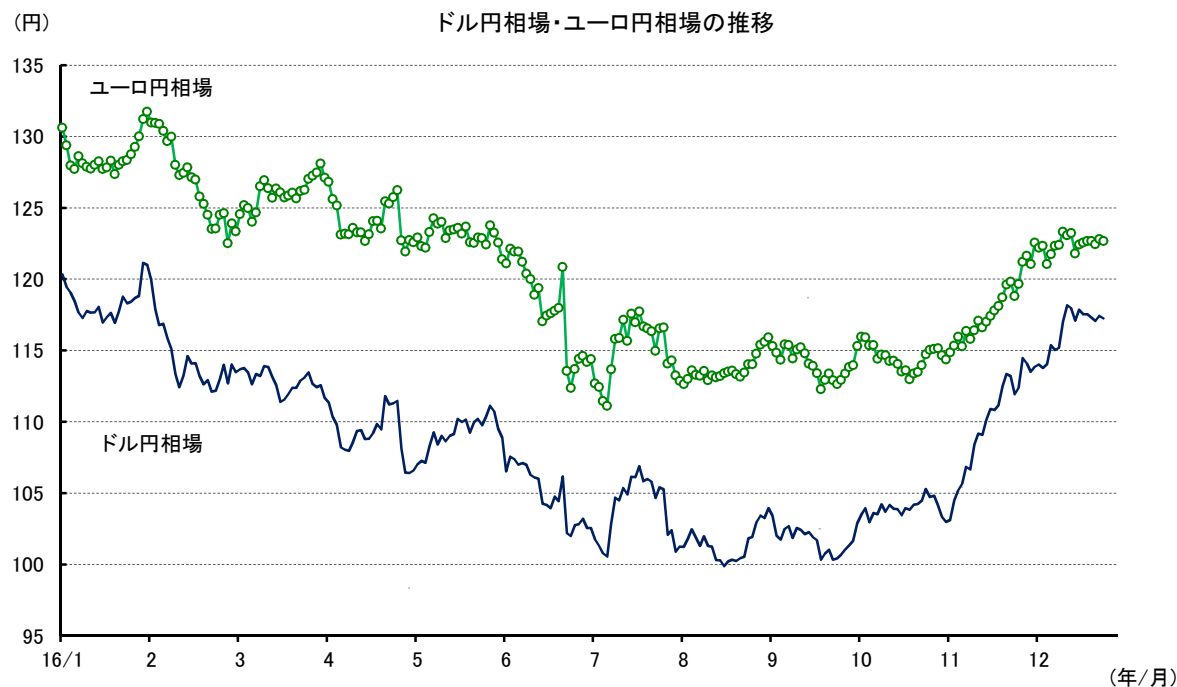
トランプ次期大統領が掲げる財政拡張的な経済政策「トランプノミクス」に対する期待は続いたものの、2日の米雇用統計が強弱入り混じる内容となったことから、月半ばにかけて114円台から115円台でドルの上値の重い展開が持続。14日の米FOMCの利上げ決定は事前予想通りだったものの、事前予想に反して2017年の利上げ見通しが上方修正されたことから、15日には118円台までドルが急騰。その後、黒田日銀総裁による円安容認発言などがあったものの、米金利の上昇が一服するなか、117円台を中心にドルの上値の重い展開。

◆12月のユーロ相場

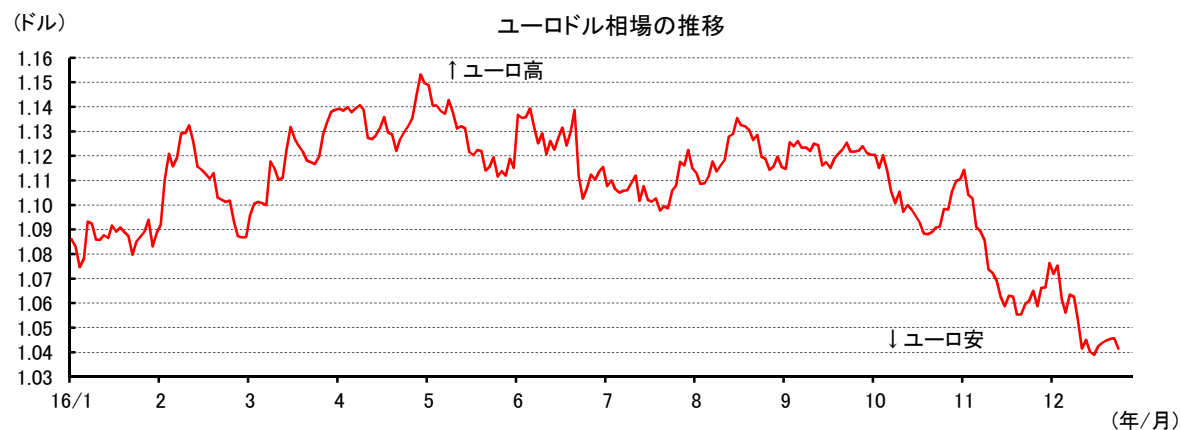
ユーロの対ドル相場では、4日のイタリアの憲法改正の是非を問う国民投票で改憲案が否決され、レンツィ首相が辞意を表明したことを受けて、欧州の政治リスクの高まりが意識され、一時1.05ドル台までユーロが急落。8日のECB理事会では、資産買入期間の延長とともに、毎月の資産買入額の縮小が決定。緩和姿勢の後退と受け止められ、1.08ドル台までユーロが急騰したものの、その後ドラギ総裁が会見でテーパリング（資産買入の段階的縮小）ではないことを強調したことから、1.06ドル台割れまでユーロが反落。さらに、①14日の米FOMCにおける2017年の利上げ見通しの上方修正、②ベルリンでのテロ事件発生、③イタリア大手銀行の不良債権処理・増資問題に対する懸念、なども加わり、一時1.03ドル台までユーロが下落。

ユーロの対円相場では、4日のイタリア国民投票後に首相が辞意表明したことや、8日にECB総裁が緩和継続に強くコミットしたことなどを受けて、ユーロ安に振れる場面はあったものの、日欧金利差の拡大につれて月半ばには一時124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.

17年前半は一時的に調整が生じる可能性があるものの、年後半はドルが底堅さを増す展開へ。

◆年前半は一時的に調整が生じる可能性

米FRBは、2016年12月14日のFOMCで1年ぶりの利上げを決定。同時に公表されたFOMC参加者の政策金利見通しでは、17年の想定利上げペースが従来の2回から3回に上方修正（1回の利上げが0.25%の場合）。

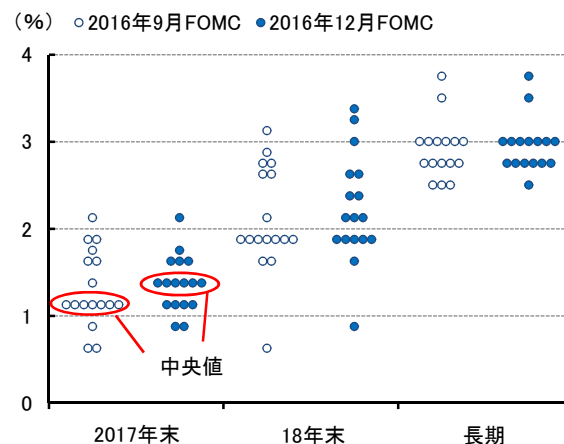
足許、市場が織り込む17年の利上げペースは、年2回以上が8割弱、3回以上が4割強まで上昇。1月20日に発足するトランプ新政権の政策運営には不透明感が残るものの、市場は、新政権の拡張的な財政政策が景気を刺激し、FRBが概ね年2回以上のペースで利上げを進めるとの見方を強めつつあると言え、こうした見方が維持される限り、ドル高地合いは大きく崩れない見通し。

ただし、2017年前半は、トランプ氏の経済政策「トランプノミクス」に対する過度な期待が剥落し、一時的にドル安方向への調整が生じる可能性。共和党主流派は財政赤字拡大に反対の立場であり、トランプ氏が掲げる規模での財政拡大が実現する公算は小。加えて、財政政策の変更が共和党主流派との調整を経て、議会の承認を得るには時間を要するとみられ、財政面からの景気刺激効果の発現は17年半ば以降となる見通し。

◆年後半はドルが底堅さを増していく見通し

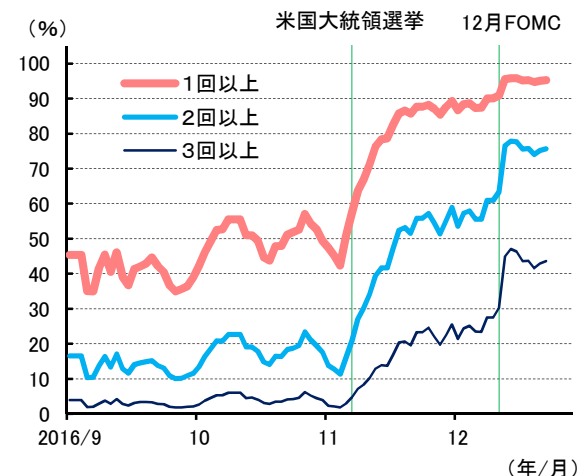
17年半ば以降は、トランプ新政権の拡張的な財政政策に支えられた景気拡大が続き、FRBの年2回以上ペースでの利上げが可能となるなかで、米国金利の上昇につれてドルが底堅さを増していく見通し。こうした米国金利の上昇局面において、日銀のイールドカーブ・コントロール（長短金利操作）は日本の長期金利の上昇を抑制し、金利差拡大に伴う円安圧力が強まる見込み。

FOMC参加者の政策金利見通し



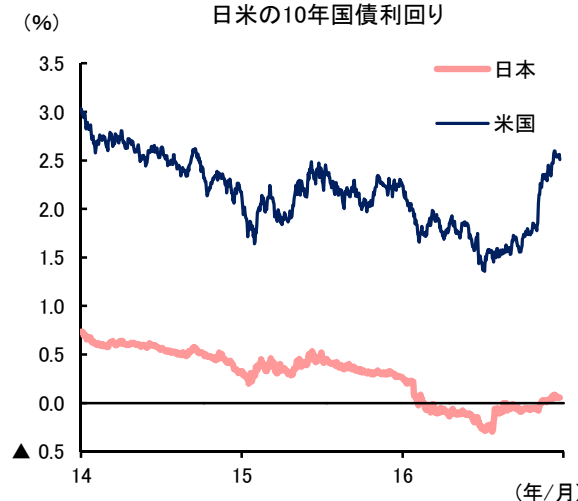
(資料)FRB
(注)ドットは、FOMC参加者の予測値を示す。

FF金利先物市場に織り込まれた2017年の利上げ確率



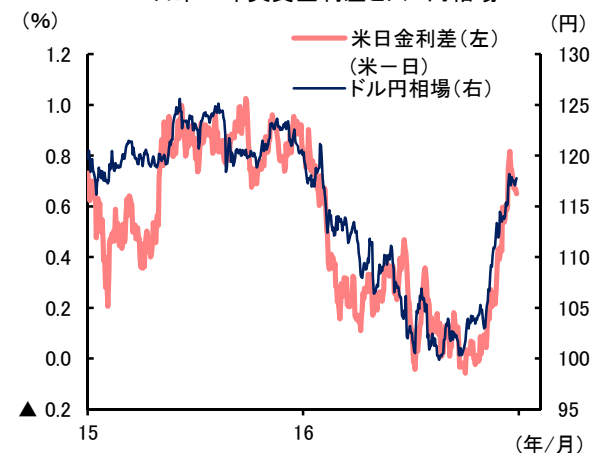
(資料)米CME、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

日米の10年国債利回り



(資料)Bloomberg L.P.

日米10年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。

米国金利上昇、ドル高のマイナス影響が大きくなれば、円安・ドル高は持続しない見込み。

◆米国景気の下振れ懸念が高まれば、ドル安要因に

ただし、財政面からの景気刺激効果が発現する前に、金利上昇とドル高により米国景気の下振れ懸念が高まれば、ドル安方向への大幅な揺り戻しが生じるリスク。

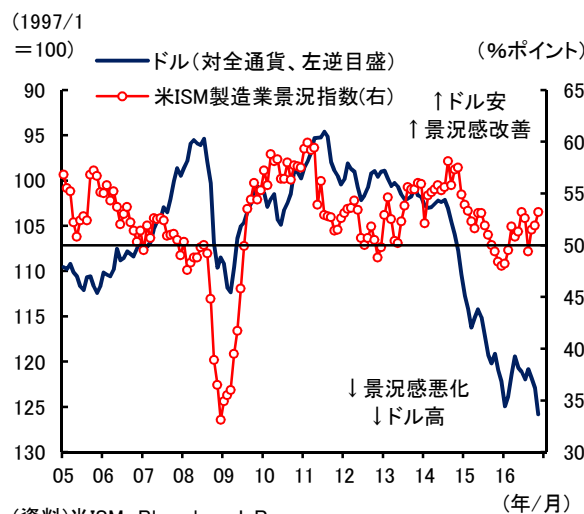
米国では、2014年半ば以降進んだドル高が製造業の景況感や、輸出企業・多国籍企業を中心に企業収益を下押ししたものの、16年入り後、ドル高に歯止めがかかるなかで、景況感や企業収益が持ち直し。足許では、米大統領選挙後に進んだ金利上昇やドル高のマイナス影響は顕在化していないものの、今後、タイムラグを伴う形で影響が出てくる恐れ。景気下押し圧力が想定以上に強まれば、保護主義的な政策を掲げて勝利したトランプ新政権が製造業などに配慮してドル高をけん制する可能性があるほか、FRBは再び利上げ姿勢の後退を余儀なくされる見込み。

◆新興国市場が混乱すれば、円高要因に

米国金利上昇やドル高は、新興国市場の混乱を再燃させるリスクも。FRBが2015年12月に利上げた直後の16年初には、中国景気の先行き懸念や原油価格の急落などが重なり、新興国市場が混乱。米利上げを織り込む過程で進んだドル高が、ドルと実質的にペッグしてきた人民元の切り下げ観測を強めたほか、原油など資源価格の下押しに作用したことが混乱を助長し、新興国からの資金流出・新興国通貨安が加速。

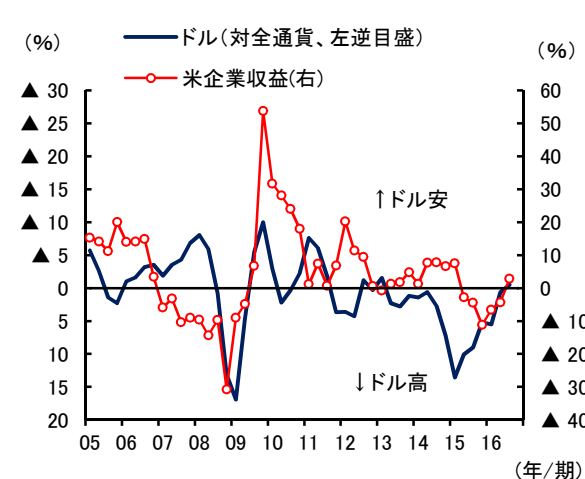
足許では、16年初とは異なり、中国をはじめとした新興国・資源国景気や、原油などの資源価格は総じて持ち直し。もっとも、16年11月の米大統領選挙後、米金利高・ドル高が進むなか、新興国からの資金流出圧力が強まっているとみられ、今後、米国金利上昇やドル高によるマイナス影響が顕在化すれば、リスク回避の動きが強まり、円が米ドル以上に選好される恐れ。

米ドル相場と米国の製造業景況感



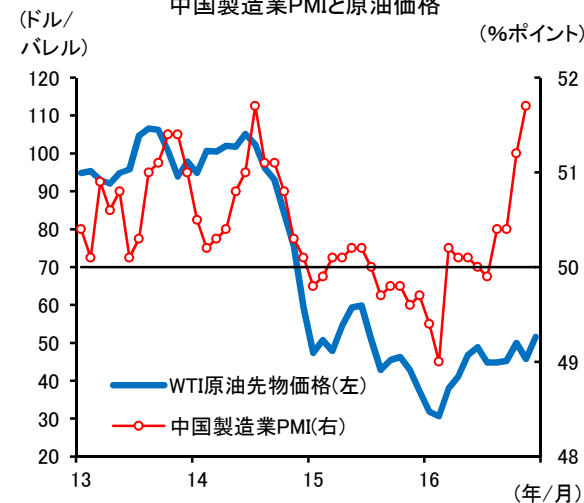
(資料)米ISM、Bloomberg L.P.

米ドル相場と米国の企業収益(前年比)



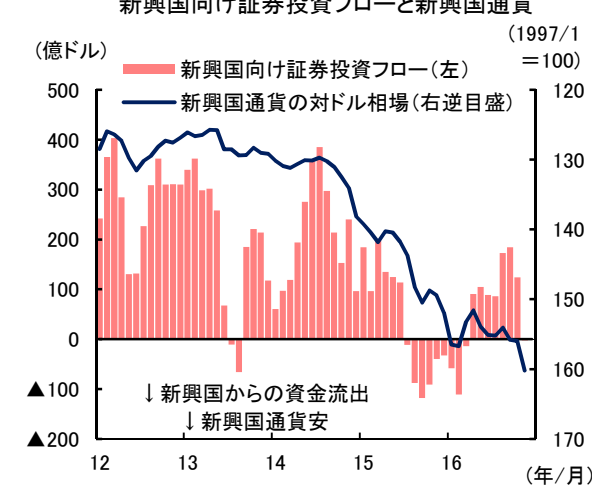
(資料)米BEA、FRBを基に日本総研作成
(注)企業収益は税引き前利益。

中国製造業PMIと原油価格



(資料)中国国家統計局、Bloomberg L.P.

新興国向け証券投資フローと新興国通貨



(資料)IIF、Bloomberg L.P.
(注)証券投資は3カ月移動平均。

対ドルではユーロ安値圏での推移、対円では現行水準を中心に方向感を欠いた展開が続く見通し。

◆対ドルではユーロ安値圏での推移が続く見通し

ECBは2016年12月8日の理事会で、資産買入期間を17年末まで延長する一方、17年4月以降は毎月の資産買入額を縮小することを決定。発表直後、市場は緩和姿勢の後退と受け止めたものの、ドラギ総裁は会見で緩和継続を強くコミット。当面、ECBのテーパリング（資産買入の段階的縮小）観測は強まりにくく、欧州金利の上昇は抑制される見込み。一方、米国景気の順調な拡大が続けば、FRBによる利上げが意識されるなかで、米国金利の上昇傾向が続く見込み。この結果、欧米金利差のマイナス幅拡大がドル高ユーロ安に作用する見通し。

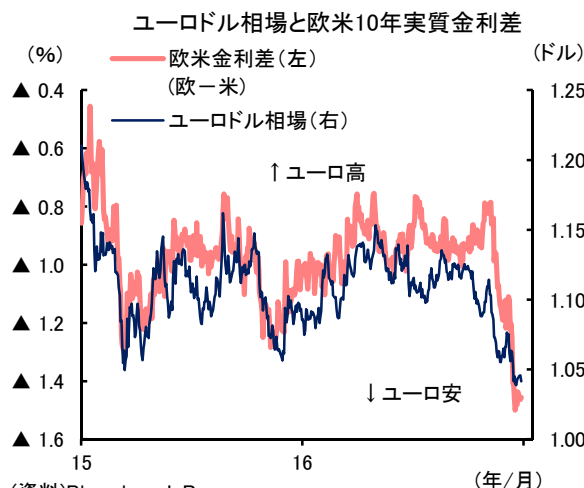
ただし、ECBの資産買入実施期限である17年末にかけてECBのテーパリング観測が再燃すれば、ユーロが底堅さを増してくる可能性。

◆対円では、総じて方向感を欠いた展開が続く見通し

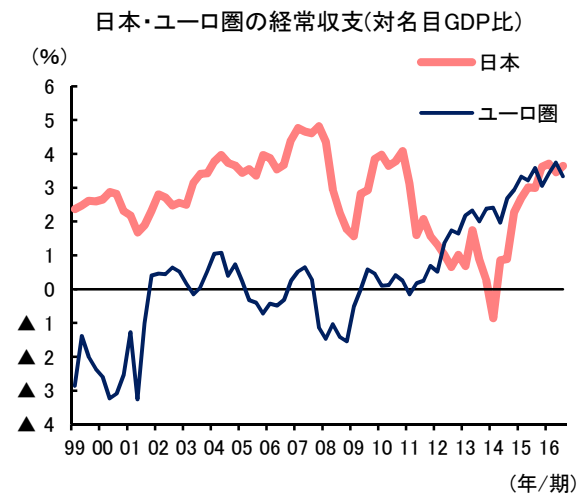
日本とユーロ圏は、①基調的なインフレ率が持続的に上昇する兆しがみられないなか、金融緩和の長期化が予想されること、②大幅な経常黒字国・地域であること、等で共通しており、ユーロは対円で総じて方向感が出にくい展開が続く見込み。

ただし、世界的な金利上昇局面では、ユーロが上振れしやすい環境に。日銀のイールドカーブ・コントロール（長短金利操作）が日本の長期金利上昇を抑制し、欧日金利差のマイナス幅縮小がユーロ高に作用する見込み。

一方、欧州での政治リスクが高まる局面では、ユーロが下振れ。欧州では、反EU政党が支持を集めるなか、2017年から18年初にかけて主要国で総選挙・大統領選挙などが相次いで予定されており、政治不安の高まりが折に触れユーロ安に作用する見込み。



(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。



(資料)財務省、日銀、内閣府、ECB、Eurostatを基に日本総研作成



(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。

欧州の主要な政治イベント

日程	イベント	争点・展望
2017年	3月	オランダ:総選挙 反移民を掲げる極右政党「自由党」の台頭
		英国:EU脱退通知 議会承認が必要となった場合、後ずれする可能性も
	4~6月	フランス:大統領・議会選挙 反EU、反移民を掲げる極右政党「国民戦線」(ルペン党首)の台頭
	秋	ドイツ:総選挙 反EU、反移民を掲げる極右政党「ドイツの為の選択枝」の台頭
2018年	2月	イタリア:総選挙 反EU、反移民を掲げる「五つ星運動」等の台頭。16年12月のレンツィ首相の辞任を受け、2017年に前倒しの可能性も

(資料)各種報道を基に日本総研作成

ドル高に一旦調整が生じると予想されるものの、17年半ば以降、ドルが再び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

トランプ次期政権の実際の政策運営には不透明感が残るものの、拡張的な財政政策が景気を刺激し、F R Bが概ね年2回以上のペースで利上げが可能になるとの見方が維持される限り、2017年を通してドル高地合いは大きく崩れない見通し。

ただし、17年前半は、「トランプノミクス」に対する過度な期待が剥落し、一時的にドル安方向への調整が生じる可能性。

17年半ば以降は、米新政権の緩やかな財政政策に支えられ、米国景気の順調な拡大が続けば、極端な政策は控えられ、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、トランプ新政権の財政拡大に支えられ、米国景気の順調な拡大が続けば、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、E C Bの資産買入実施期限である17年末にかけてE C Bのテーパリング観測が再燃すれば、ユーロが底堅さを増してくる可能性。

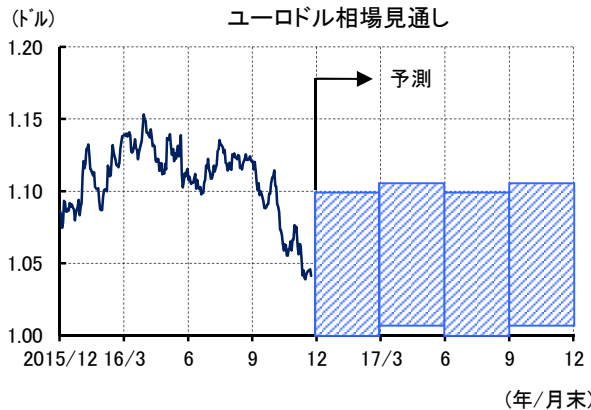
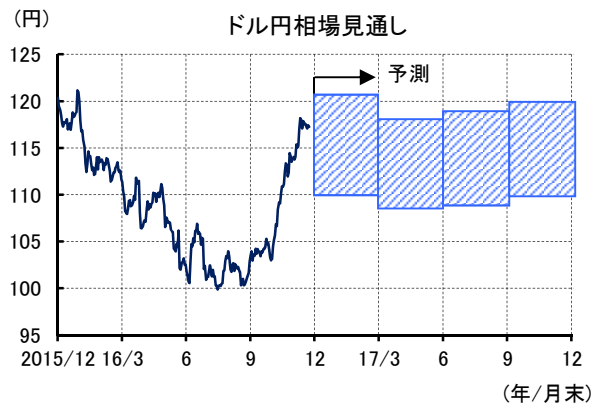
◆ユーロ円相場：総じて方向感を欠いた展開が持続

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	109.26	117	113	114	115
(高値)	118.67	121	118	119	120
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	101.18	109	108	109	110

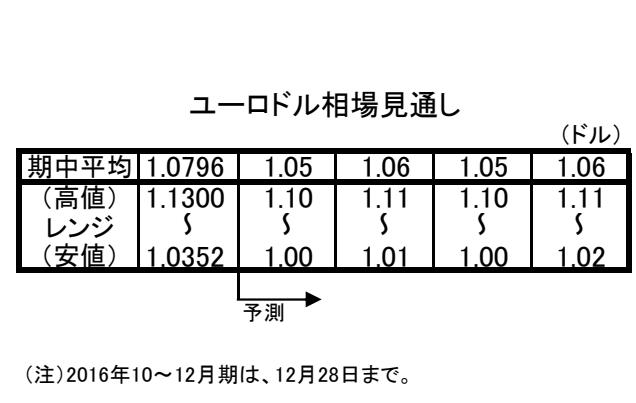
予測



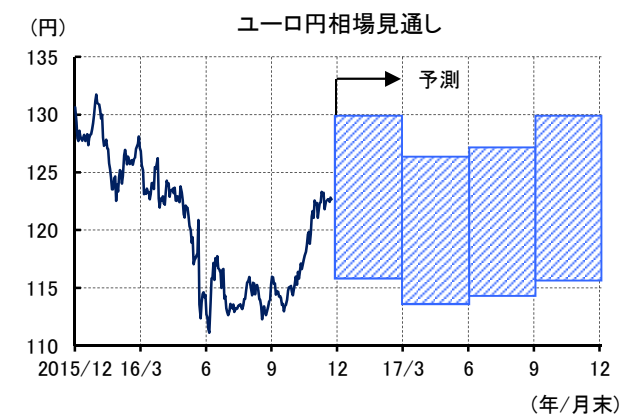
ユーロ円相場見通し

	2016年		2017年		
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	117.82	123	120	120	122
(高値)	124.10	130	127	128	130
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	112.61	116	113	114	116

予測



(注)2016年10~12月期は、12月28日まで。



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50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
14/1	103.88	141.51	1.3623	0.0726	0.22	0.66	15578.28	0.07	0.24	2.85	16243.72	1822.36	0.20	0.29	1.80	2.87	3092.40	94.86	1243.85
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	116.06	122.32	1.0541	-0.0431	0.06	0.06	19059.32	0.52	0.97	2.49	19704.13	2246.90	-0.35	-0.32	0.30	1.40	3199.50	52.00	1150.01

(注) 2016年12月は、12月28日までの月中平均値。

(株)日本総合研究所 為替相場展望 2017年1月