
為替相場展望

2017年6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：ロシア疑惑が晴れないなか、米金融政策に注目が集まるドル円相場 . . . p. 2
- ◆ユーロ分析：ECBの金融緩和縮小観測・政治不安がくすぶるユーロ相場 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6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：欧州政治不安は後退したものの、ロシア疑惑に揺さぶられる展開

為替

◆ 5月のドル円相場

5日の良好な米4月雇用統計やFRB高官発言を受けて6月FOMCでの利上げ織り込みが進展したほか、7日のフランス大統領選挙・決選投票において親EU派のマクロン氏が勝利し、リスク選好の動きが強まったことから、11日にかけて114円台前半まで円安ドル高が進行。もっとも、月半ば以降は、北朝鮮のミサイル発射を受けて地政学リスクが改めて意識されたほか、米大統領選挙期間におけるトランプ陣営のロシアに対する機密情報漏洩疑惑（米系メディアは「ロシア・ゲート」問題と命名）が報じられたことなどから、18日には110円台前半までドルが反落。その後も、「ロシア・ゲート」問題に対する懸念が残ったほか、米経済指標が強弱入り混じる内容となったことから、111円台を中心に方向感を欠く展開。

◆ 5月のユーロ相場

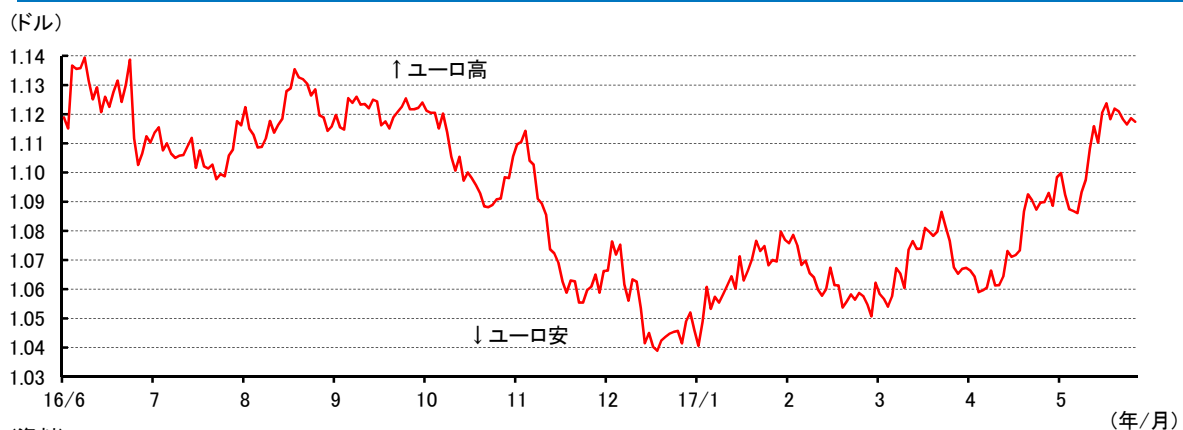
対ドルでは、月前半、7日のフランス大統領選挙・決選投票が親EU派のマクロン氏勝利で終わり、1.10ドル台までユーロ高が進んだものの、結果が事前にほぼ織り込まれていたこともあり、その後は、1.09ドル台を中心に一進一退の展開。月後半は、①米国で「ロシア・ゲート」問題に対する懸念が高まったこと、②ユーロ圏で良好な景気指標が相次いだこと、③メルケル独首相が通貨ユーロは「弱すぎる」と発言したこと、等から、23日には1.12ドル台後半までユーロが上昇。その後、ECB高官が金融緩和継続を強調したことや、政治リスクが燻るイタリアの総選挙前倒し観測が高まったこと等から、1.11ドル台を中心にユーロの上値の重い展開。

対円では、7日のフランス大統領選挙での親EU派のマクロン氏勝利を受けて、月半ばに125円台までユーロが上昇。もっとも、その後は、金融緩和継続を示唆したECB高官発言や、政治リスクが燻るイタリアの総選挙前倒し観測などを手掛かりに、125円を挟んでユーロの上値の重い展開。

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：少なくとも当面はドルの上値の重い展開が続く見込み。

為替

◆ドル指数は米大統領選以前の水準まで低下

市場参加者が円高・円安いずれを警戒しているかを示すリスク・リバーサルをみると、5月7日の仏大統領選挙・決選投票が事前予想通りの結果で終わり、一旦は円高への警戒感が後退。もっとも、それも東の間、米大統領選期間中にトランプ陣営がロシアに機密情報を漏洩したとの疑惑が浮上したほか、米経済指標が強弱入り混じる内容となるなか、市場参加者は再び円高を警戒。ドル円相場では、一時110円台まで円高ドル安が進んだほか、ドルインデックス（名目実効為替レート）は昨年11月の米大統領選以前の水準まで下落。

◆米政策運営は不調、6月利上げは既定路線

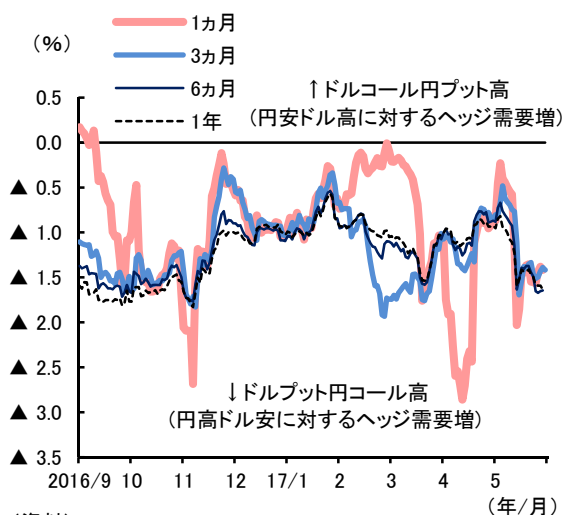
先行きを展望しても、少なくとも当面はドルの上値の重い展開が続く見込み。

第1に、トランプ政権の政策運営を巡る不透明感がドルの上値抑制要因に。「ロシア・ゲート」問題を巡っては、今後、米特別検察官による捜査が進められる予定であり、同問題の長期化は必至の情勢。また、トランプ政権は、5月23日、市場が期待を寄せていた大型減税やインフラ投資を盛り込んだ予算教書を発表したものの、3%成長という楽観的な前提や、低所得者層への支援削減などに対し、与党共和党内からも批判が噴出。今後、トランプ政権と議会共和党との調整、及び議会上下院での審議は難航する公算大。

第2に、FRBが6月13～14日のFOMCで追加利上げを実施しても、ドルが大きく押し上げられる展開は見込み薄。イエレン議長を含むFRB高官が6月会合での利上げに前向きな発言を繰り返してきたことから、市場では、同会合での利上げを既にほぼ織り込み済み。

一方、6月のFOMC以降の追加利上げ織り込みは進展していない状況。6月会合で緩やかなペースでの利上げ継続や、年内のバランスシート縮小着手に前向きな姿勢が示されるとともに、足許伸び悩んでいるインフレ率を含め、市場予想を上回る米景気指標が増えてくれば、日米金利差が拡大し、ドルが底堅さを増してくる公算大。

ドル円相場のリスク・リバーサル



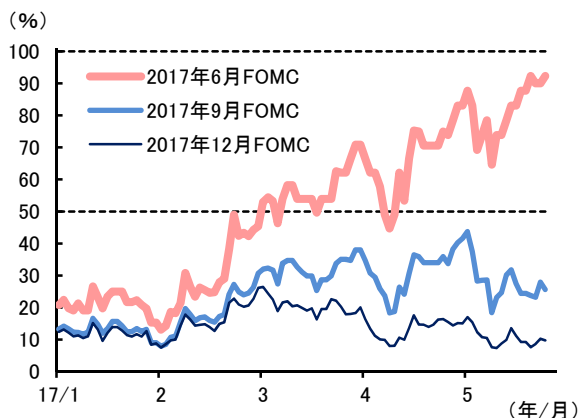
(資料) Bloomberg L.P.

ドルインデックスとドル円相場



(資料) CME, Bloomberg L.P.

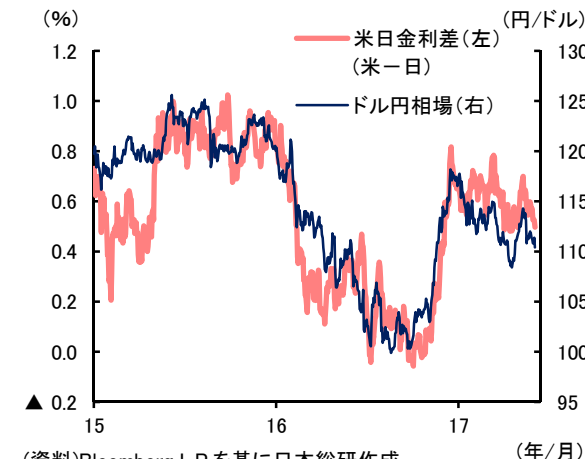
市場が織り込むFRBの利上げ確率



(資料) 米CME Group

(注) 2017年6月はFF金利誘導目標が1.125% (1.00～1.25%の中央値) 以上、9月は1.375% (1.25～1.50%以上)、12月は1.625% (1.50～1.75%) 以上となっている確率。

ドル円相場と日米実質金利差



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注) 実質金利は、10年国債利回りー10年インフレスワップ金利で算出。

ユーロ分析：少なくとも当面は一方的なユーロ高は見込み薄

為替

◆投機筋は3年ぶりにユーロ買い持ちに転換

ユーロの対ドル相場では、昨年12月を底にユーロ高基調が持続。ユーロ圏景気が底堅さを増すなかで、ECBの金融緩和と縮小が意識され始めたほか、仏大統領選挙が親EU派のマクロン氏勝利で終わり、欧州の政治不安が和らいだことなどが背景。投機筋の動向を示すシカゴIMM通貨先物（非商業部門）におけるユーロの対ドルポジションは、5月入り後、3年ぶりとなる買い越しに転換。市場参加者がユーロ高・ユーロ安いずれを警戒しているかを示すリスク・リバーサルをみても、ユーロ安への警戒感大きく後退。

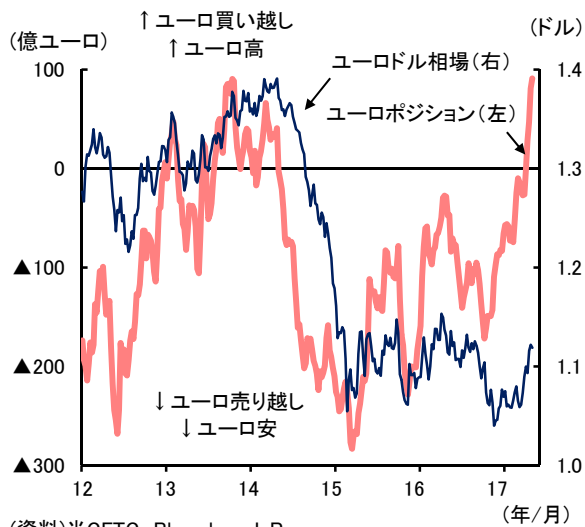
◆ECBは緩和継続を強調、政治リスクも残存

もっとも、先行きを展望すると、少なくとも当面は一方的なユーロ高は見込み薄。

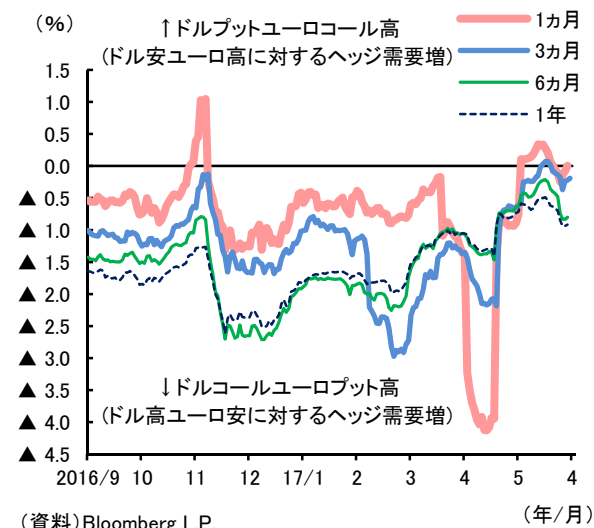
第1に、当面、ECBは金融緩和と縮小を急がない姿勢を続ける見込み。ユーロ圏景気が底堅さを増すなか、6月のECB理事会では、景気見直しに対するリスクバランスが概ね均衡したとの認識が示されると予想するものの、ECBが重視する基調的なインフレ率（コア消費者物価）が持続的に高まっていく兆しがみられないなか、現行の積極的な金融緩和を続ける姿勢が強調される見込み。この結果、ユーロの対ドル相場と高い連動性を維持している独米金利差のマイナス幅の縮小に伴うユーロ高圧力は限られる見込み。

第2に、欧州の政治不安は完全には払拭されていない状況。ユーロ圏主要国のなかで相対的に景気が脆弱で、反EU・反移民への支持が多いイタリアの総選挙が前倒しされるとの観測が浮上したほか、ギリシャの国際債権団が次の追加融資の実行で合意できず、同国の債務問題に対する懸念もくすぶっている状況。さらに、英国では、6月の総選挙の世論調査において、与党・保守党の野党・労働党に対する支持率のリードが縮小。保守党が第1党の座を確保する見込みながら、政権基盤が不安定化すれば、大陸欧州諸国とのEU離脱交渉を巡る不透明感が増大する可能性も。今後も欧州での政治不安の高まりが折に触れユーロ安要因となる見込み。

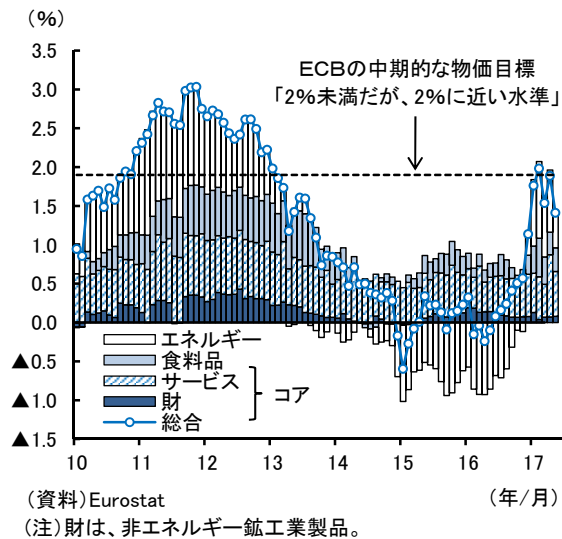
シカゴIMM・ユーロポジション（非商業部門）



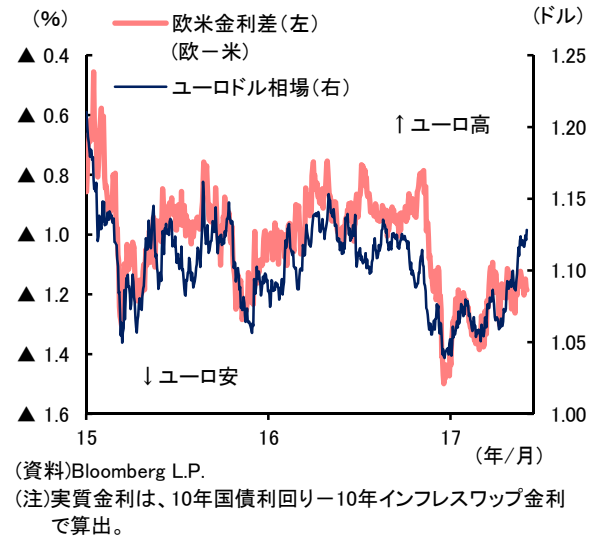
ユーロドル相場のリスク・リバーサル



ユーロ圏の消費者物価(HICP、前年比)



ユーロドル相場と欧米10年実質金利差



見通し：徐々にドルが底堅さを増すものの、ドル高余地は限定的

為替

◆ドル円相場：徐々にドルが底堅さを増す展開へ

当面は、6月FOMCでの利上げが織り込み済みであることや、米経済指標の改善を見極め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。

年半ば以降は、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や、トランプ政権の拡張的な財政政策に対する期待なども相まって、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、ドル高進行余地は限られる見込み。

◆ユーロドル相場：ユーロが底堅く推移

ユーロ圏景気が底堅さを増すなかで、ECBの金融緩和縮小が意識され始めているほか、仏大統領選挙が親EU派の勝利で終わり、欧州の政治不安が和らいだことから、基調としてはユーロが底堅さを維持する見込み。

もっとも、①ユーロ圏インフレ率が伸び悩むなかで、ECBは金融緩和縮小を急がない姿勢が続けるとみられること、②FRBは利上げを継続し、年末にもバランスシートの縮小に着手す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：徐々にユーロ高へ

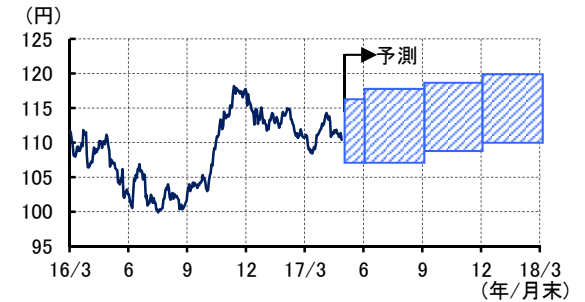
金融緩和の縮小が意識され始めたECBと、強力な金融緩和を続ける日銀との金融政策の方向性の違いを反映して、基調としてはユーロ高が続く見込み。

ただし、北朝鮮情勢などの地政学リスクや、欧州で来年半ばまでに総選挙が予定されているイタリアなどの政治リスクが高まれば、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
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	113.71	111	113	114	115
(高値)	118.61	116	118	119	120
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	110.11	107	107	109	110

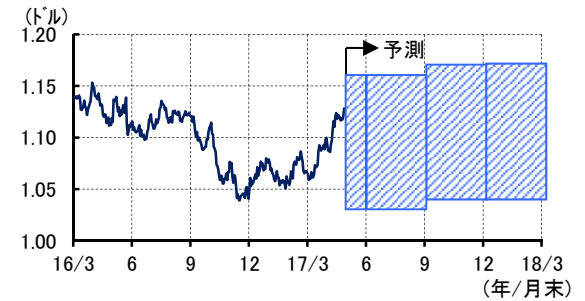
予測



ユーロドル相場見通し

	2017年				2018年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	1.0652	1.11	1.11	1.12	1.12
(高値)	1.0907	1.16	1.16	1.17	1.17
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.0340	1.06	1.06	1.07	1.07

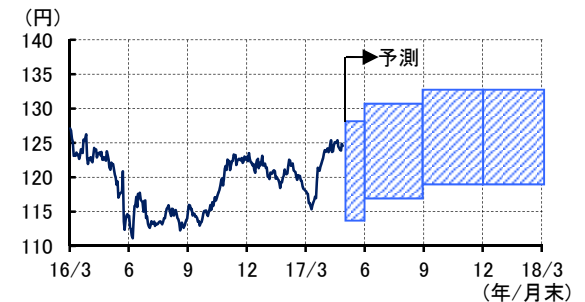
予測



ユーロ円相場見通し

	2017年				2018年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	121.09	123	126	128	129
(高値)	123.73	130	133	135	136
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	118.23	116	119	121	122

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・ ストック50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	3617.98	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
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