

平成 29(2017)年 12 月 22 日

GLOBAL MARKETS RESEARCH

チーフアナリスト 内田 稔
シニアアナリスト 亀井 純野、井野 鉄兵
アナリスト 石丸 伸二、井上 雅文
リサーチアシスタント 平松 誠基

三菱東京 UFJ 銀行
A member of MUFG, a global financial group

Table of contents

1	為替相場の見通し
2	予想レンジ
3	マーケットカレンダー
4	為替相場推移表

1. 為替相場の見通し

(1) ドル円 (内田)	
前年同様、1 月陰線出現か	2
12 月のドル円は、狭い値幅ながらも、税制改革や金融危機後 5 度目の利上げを見越し、底堅く推移した。一方、月間高値はこれまでのところ 113 円台にとどまるなど、依然として上値の重さも健在だ。こうした中、1 月は 3 月利上げに対する FRB 高官の地ならしがあれば底堅く推移しようが、ドル資金需給緩和に伴うドル安が勝ると考えられる。終わってみれば、昨年同様、1 月は小幅ながらもドル安円高が進み、月足でみた陰線出現を予想する。	
(2) ユーロ (井上)	
ECB の金融政策と欧州の政治動向に注目	7
(3) 英ポンド (亀井)	
EU 離脱交渉の焦点は移行期間の議論へ	10
(4) 豪ドル (井野)	
底入れを確認できるか	12
(5) カナダドル (石丸)	
中銀は慎重な利上げ方針を表明	13
(6) 人民元 (平松)	
量から質への転換を図る中国経済	14

(1) ドル円 前年同様、1月陰線出現か

サマリー

12月のドル円は、狭い値幅ながらも、税制改革や金融危機後5度目の利上げを見越し、底堅く推移した。一方、月間高値はこれまでのところ113円台にとどまるなど、依然として上値の重さも健在だ。こうした中、1月は3月利上げに対するFRB高官の地ならしがあれば底堅く推移しようが、ドル資金需給緩和に伴うドル安が勝ると考えられる。終わってみれば、昨年同様、1月は小幅ながらもドル安円高が進み、月足でみた陰線出現を予想する。

1. 12月のレビュー 米利上げ、税制改革の進展など受けドル底堅く推移もブレイクスルーに至らず

12月のドル円は112.59で寄り付いた(日本時間1日の午前9時)。その後、プリン前米大統領補佐官がFBI(米連邦捜査局)に対する虚偽の供述を法廷で認めたことがドル売りを誘い、ドル円は月間安値111.40まで下落した。またドル円が持ち直した後も、今度はトランプ大統領がエルサレムをイスラエルの首都と宣言すると、地政学的なリスクの台頭が警戒され、ドル円は111.99まで下落している。しかし、12月のドル円は総じてみれば、年末を控えた旺盛なドル資金需要によって下支えされたほか、税制改革実現機運の高まり、金融危機後5度目となる利上げへの期待などからじりじりと値を戻し、12日には11月14日以来の高値113.75まで上昇した。もっとも、アラバマ州における補欠選挙において共和党候補が民主党候補に敗れる波乱がドル円上昇に水を注した。

こうした中、米連邦公開市場委員会(FOMC)は、事前の予想通り、利上げを決定し、政策金利(FF金利)を0.25%引き上げ、1.25~1.50%とした。但し、ミネアポリス連銀カシュカリ総裁とシカゴ連銀のエバンス総裁が政策金利の据え置きを求めて反対票を投じた。また、税制改革による減税効果を勘案し、2018年のGDP成長率見通しを引き上げ、失業率も一段の低下予想を示したが、物価の見通しは据え置いた。さらに、FOMC参加者のFF金利予想値も、18年末の中央値こそ9月から横ばい(18年の利上げ幅75bp)ながら、加重平均値はわずかに低下(第1表)。これらが総じて物価や利上げの見通しに対するFOMCの慎重姿勢の表れとされ、112.04までのドル円反落を招いた。それでも税制改革法案が実現する見通しが高まったこと、欧米の長期金利が上昇したことなどからドル円は再び持ち直すと改めて113円台を回復。日銀金融政策決定会合後の記者会見にて黒田総裁が、当面の金利水準引き上げを否定したことを受け、ドル円は戻り高値113.63を記録している。とは言え、同水準では改めて上値の重さも確認され、本稿執筆時点(22日)でドル円は、113円台前半で様子見となっている。

尚、12月に発表された主な11月分の米経済指標をみておくと、失業率は4.1%と労働市場の逼迫感を示し、小売売上高(11月)も予想を上回った。しかし、ISM景気指数(11月)は製造業、非製造業ともに高水準ながらも前月比低下。米消費者物価の伸び(除、食品・エネルギー)も前月実績を下回った。同じく予想を下回った平均時給の伸びと合わせ、低インフレが長引くとの市場の見方につながっており、総じてドルの上値を抑えたと考えられる(第1図)。

第1表:FOMCの各見通し

	2017	2018	2019	2020	長期
実質GDPの伸び (前回9月)	2.5 2.4	2.5 2.1	2.1 2.0	2.0 1.8	1.8 1.8
失業率 (前回9月)	4.1 4.3	3.9 4.1	3.9 4.1	4.0 4.2	4.6 4.6
PCEデフレーター (前回9月)	1.7 1.6	1.9 1.9	2.0 2.0	2.0 2.0	2.0 2.0
コアPCEデフレーター (前回9月)	1.5 1.5	1.9 1.9	2.0 2.0	2.0 2.0	- -
FF金利中央値 (前回9月)	1.375 1.375	2.125 2.125	2.688 2.688	3.063 2.875	2.750 2.750
FF金利加重平均値 (前回9月)	1.344 1.328	2.016 2.039	2.695 2.633	3.016 2.852	2.783 2.783

(資料)FRBより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成
(GDPとPCEデフレーターは第4四半期の前年比、失業率は第4四半期の平均で全て「Median」値。FF金利は各年末時点での政策金利予想。中央値は16名の8番目と9番目の回答者の平均。但し、「長期」のみ回答者は15名)

第1図:直近3ヶ月のドル円相場

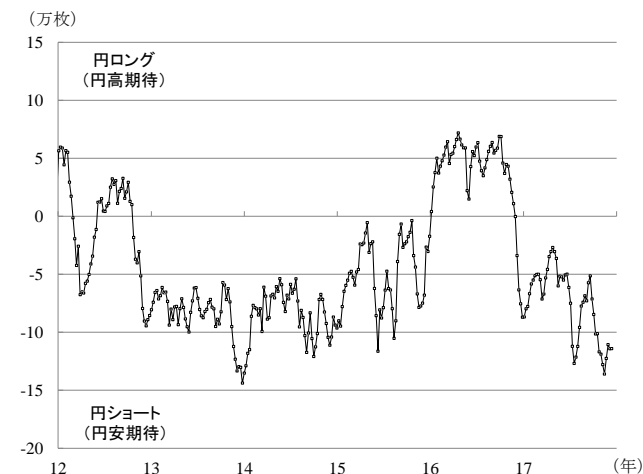


(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

2. ドル円相場見通し 依然根強い「金融政策格差」

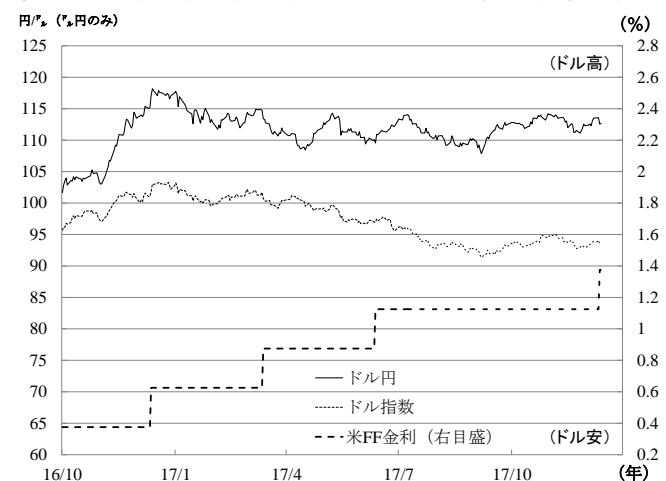
投機筋の円の持ち高をみると、依然として円安を見越した円ショートが積み上がったままだ(第2図)。市場での円安期待は依然として強いと見て取れる。こうした円安期待は、基本的に日米の金融政策の方向格差に起因するものと考えられる。しかし、この17年を振り返るとこうした見方は必ずしも妥当ではないだろう。何故なら、米国は年初の市場予想(50bp)を上回る75bpの利上げを実施したが、ドルが全面安となり、ドル円も年初に比べ、ドル安円高で越年する見通しとなっているためだ(第3図)。かねて指摘の通り、市場のテーマは目先の米経済の好況や利上げ期待から、米国のより長期的な経済成長の加速やインフレ期待の高まりへと移っている。この為、ドル高円安には、米国の長期金利の上昇が求められそうだ。

第2図:投機筋の円の持ち高(ネット)



(資料)米CFTCより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第3図:16年10月以降の米FF金利とドル円、ドル指数の動き



(資料)Bloombergより、三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成
(ドル指数はEUR57.6%、JPY13.6%、GBP11.9%、CAD9.1%、SEK4.2%、CHF3.6%にて算出されるドルの名目実効相場)

米長期金利上昇はドル円に対する諸刃の剣

一方、12月中旬以降、米国の税制改革実現や欧州での金利上昇に連れてその米国の長期金利は今年3月以来となる2.5%台に達してい

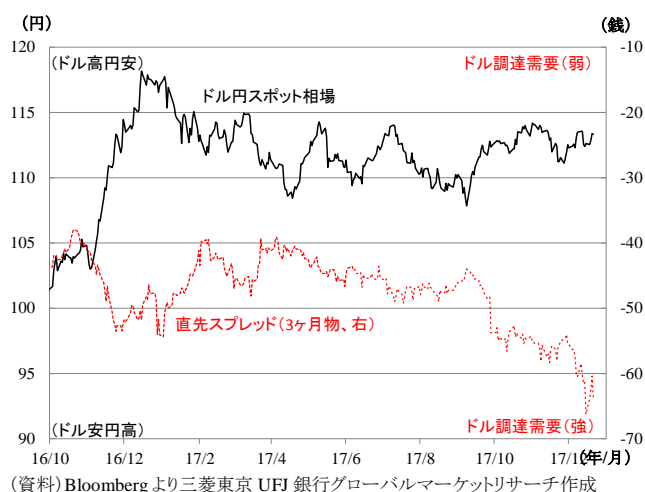
る。今後、税制改革の財源確保の観点から、国債の増発懸念が台頭。来年1月からFRBの国債再投資停止額も10~12月の60億ドル(月)から120億ドルへと引き上げられる為、長期金利に上昇圧力が加わる可能性もありそうだ。しかし、ここ最近の長期金利上昇を受け、米国の株式相場の上値が重くなり始めた通り、想定を上回る長期金利の上昇は、株式相場への下押し要因となろう。米国の株式相場が軟化し、VIX指数(別名、恐怖指数)が上昇する際に、主要通貨の中で同指数と最も正の相関が高いのは円だ。この為、米国の長期金利の上昇は金利差拡大によるドル高円安効果を抑制したり、ドル円を下押しする可能性の方が高いだろう。基本的に税制改革に関しては、年内に成立する見通しとなったことで、材料出尽くし感が意識され、ドル円の上値は重いだろう。

年初、剥落が見込まれる ドルへの特需

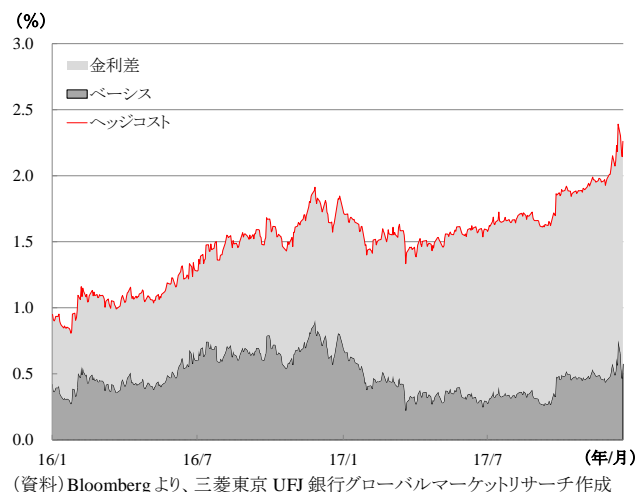
寧ろ9月以降、ドルを下支えしていたとみられるドル資金の需給逼迫が年明け以降に緩和すると、特需の剥落によって為替市場ではドル安圧力が高まりやすいと考えられる。実際、2017年のドルは、対円を含めて年初1月3日に年間高値を記録。その後は大方の予想にはなかった3月の利上げや、6月の利上げを横目にほぼ一本調子で下落。ドル資金の需給が逼迫し、直先スプレッドが拡大し始めた9月中旬以降、ドル安に歯止めがかかり、持ち直す値動きを辿ってきた(第4図)。この為、18年も年初からドル安圧力が加わる可能性が高いと考えられる。

一方、これまでのところドル円を押し上げるには至っていない日米金利差の拡大に、何らかの閾値が存在し、ある一定水準を超えた後、強力にドル高円安を招く可能性はある。例えば、足もとの為替ヘッジ外債投資のヘッジコストは、3ヶ月物(年率換算)でみて約230bpと、米10年国債のリターンと概ね同程度(第5図)。こうした場面では、本邦投資家の外債投資に係わるヘッジ比率が低下(=円売り圧力)する可能性も高まる。当局による厳格なリスク管理を求める姿勢やヘッジコストの上昇により、この17年の本邦投資家の対外中長期債投資は大幅に減少したが、今後の動向に注目が必要だ。

第4図: ドル円のスポットと直先スプレッド(3ヶ月物)



第5図: 為替ヘッジコスト(3ヶ月物、年率換算)



円安阻むインフレ期待 春闘に向け注目

名目金利差の拡大がドル高円安に波及しづらいもう1つの理由は、円の実質金利の高止まりや低下が阻まれている為だろう。本邦の景気拡大局面は戦後2番目の長さを更新しており、日経平均株価も26年ぶりの高値圏での推移とあって、景況感の明るさを増している。安倍首相による3%程度の賃上げ要請に対し、経団連も前向きに応じる構えをみせている。賃上げ実施企業への減税が検討されていることもあり、18年の日本ではデフレ脱却機運が高まる可能性がある。実際、企業の収益環境の改善を受け、物価上昇への期待はやや持ち直しており、これに連れて市場での物価上昇期待も高まれば、円の予想実質金利低下を通じた円安バイアスがドル円をサポートしよう（第6図）。この点、当方は企業が依然として値上げに慎重な姿勢を崩しておらず、固定費増につながる賃上げも勢いを欠くとみるが、今後のドル円相場をみる上で、米国の利上げ回数占いと並ぶ重要な相場変動要因と言える。特に18年の春闘に向けた企業のスタンスがドル円相場にも影響を及ぼそう。

1月、日米とも政策据え置きも、そろそろ気になる任期到来後

こうした中、1月は日銀の金融政策決定会合とFOMCをそれぞれ控えている。この内、日銀は物価展望レポートを公表するタイミングだ。ここまでの景況感の改善を踏まえると政策変更は見送られよう。ただ、物価安定目標（2%）まで距離を残していることから、目標とする「2%程度に達する時期は、2019年度頃になる可能性が高い」との見方も据え置くとみられ、大きな波乱はないとみる（第7図）。しかし、黒田総裁の任期を18年4月に控える中、既に続投との報道もなされているが、市場の関心は寧ろこの人事へと徐々に向けられていこう。

一方、1月のFOMCは、イエレン議長として最後の会合となるが、声明文が公表されるだけの会合であり、基本的には無風のまま通過する公算が大きい。こちらでも新議長への交代が迫る中、空席の副議長や理事への指名を巡る思惑、3月利上げに向けた地ならしとも受け取れる高官からの発言有無などに寧ろ関心は向かうだろう。

第6図: 市場と企業の物価見通し



第7図: 日本の消費者物価指数(前年比)



ドル円、緩やかな軟化を 予想

1月のドル円は、米FRB高官からの3月利上げに向けた地ならしめいた発言がきかれれば、下支えされたり、強含む場面もみられる可能性がある。ただ、そうした動きよりもドルの需給緩和に伴うドル安圧力が勝ると見込まれる。ドル円は現在、当方の第1四半期の予想レンジの上限付近に位置しているが、1月のドル円はやや軟調に推移するのではないかと（第2表）。押し目でのドル買い需要も根強いとは見込まれるものの、昨年同様に1月の陰線（月初よりも月末がドル安円高の意）出現を予想する。

第2表:メインシナリオにおける予想レンジと期末予想値

	1月～3月	4月～6月	7月～9月	10月～12月
USD/JPY	108.0～115.0	107.0～114.0	106.0～113.0	104.0～112.0
期末中央値	111.0	110.0	109.0	107.0

（予想レンジは四半期中を通じた高値と安値の予想。期末中央値は各四半期末のニューヨーク17時時点の予想値）

チーフアナリスト 内田 稔

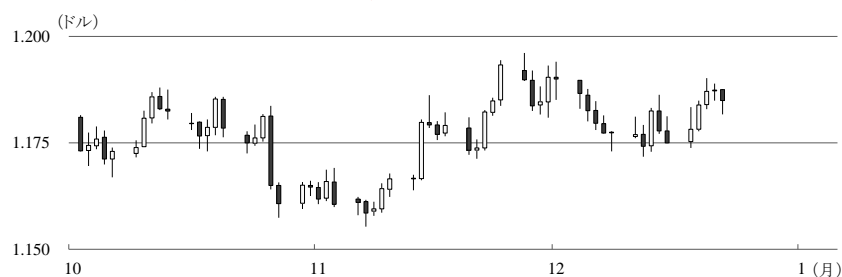
(2) ユーロ ECBの金融政策と欧州の政治動向に注目

12月のレビュー

12月のユーロドルは高値 1.1940 を付けた後、米税制改革や英国のEU離脱交渉の進展を受け、安値 1.1718 までじり安に推移した。その後、FOMCやECB理事会の結果を受けユーロドルは 1.18 を挟み揉み合いが続いた後、欧州各国の国債利回り上昇やドイツの連立政権発足に向けた期待の高まりから 1.18 台半ばで底堅く推移した。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議席を獲得したが、ユーロドルの下落は限定的となっている。

ユーロ円は 133.94 で寄り付いた。エルサレムを巡る中東情勢の悪化が嫌気されユーロ円は 132 円台前半まで軟化し、ECB理事会後に安値 132.06 まで下落した。但し、欧米の国債利回り上昇を受けクロス円で円安の流れが優勢となる中、ユーロ円は 15 年 10 月以来となる高値 134.88 まで反発し 134 円台前半で推移した。

第 1 図: 直近 3 ヶ月のユーロドル相場



(資料) Bloomberg より三菱東京 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

ECB 経済見通し
経済成長見通し
大幅上方修正

物価見通し
目標を下回る水準に留
まる

新たに公表されたECBスタッフ見通し(第 1 表)では、経済成長見通しが大幅に引き上げられた。一方で、物価見通しは 2018 年が上方修正されたものの、2019 年の見通しが据え置かれ、今回初めて示された 2020 年の見通しも物価目標(2%をやや下回る水準)を下回る水準に留まった。金融市場では慎重な物価見通しがハト派色の強い内容と受け止められ、ユーロ相場が一時下落した。

しかし、当方は 2020 年の失業率¹や賃金上昇率、コア物価の見通しの強さに注目している。ドラギ総裁はユーロ圏の経済成長が予想を上回るペースで更に加速する可能性を指摘²しており、2020 年の見通しを前倒す格好で 2018 年と 2019 年の物価見通しが上方修正される可能性が想定されるからだ。

第 1 表: ECB スタッフ見通しと前提レート ()は前回 9 月との比較

見通し発表時期	実績 / 実勢レート	2018 年	2019 年	2020 年
実質 GDP 成長率	2.6% (第 3 四半期)	2.3% (+0.5%)	1.9% (+0.1%)	1.7%
失業率	8.8% (11 月)	8.4% (▲0.2%)	7.8% (▲0.3%)	7.3%
賃金上昇率	1.6% (第 3 四半期)	2.1% (+0.1%)	1.9% (▲0.4%)	2.7%
HICP	1.5% (11 月)	1.4% (+0.2%)	1.5% (-)	1.7%
コア HICP	0.9% (11 月)	1.1% (▲0.2%)	1.5% (-)	1.8%
ユーロドル	1.1744 (11 月平均終値)	1.17	1.17	1.17
北海ブレント価格	62.9 (11 月平均終値)	61.6	58.9	57.3

(資料) ECB データ、Bloomberg より三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

¹ 失業率がユーロ圏発足以降最低水準(7.3%)に達するとの見通し。前回利上げ時(2011 年 4 月、7 月)のコア HICP は 1.6%前後。

² ドラギ総裁は理事会後の会見で、ユーロ圏の景気は大幅に改善しているとの認識を示した。また、景気が「回復」ではなく「拡大」局面であると述べ、景気が更に上振れる可能性を指摘した。

1月11日発表の議事要旨に注目

その上、10月の理事会で複数メンバーが「ユーロ圏景気の回復を受け資産買入の早期終了も妥当である」「インフレが緩慢な伸びに留まったとしても、資産買い入れを終了することができるように量的緩和策をインフレ動向と関連付けるのをやめるべき」との意見を示していたことが判明している。12月の理事会以降も、金融政策正常化を見据えた発言が早々に報じられている（第2表）。

ドラギ総裁は理事会後の会見で、18年10月以降の資産買入策の終了時期やフォワードガイダンス³の変更などに関しては議論しなかったと明言した。しかし、1月11日に公表予定の議事要旨にて、メンバー内で資産買入終了時期を巡る意見が大きく割れていたことが再び判明すれば、ユーロ高の流れが優勢になるだろう。

第2表: ECB 理事会メンバーによる金融政策正常化を巡る発言など(12月理事会以降)

名前	発言内容など
バイトマン・ドイツ連銀総裁	「資産買入政策に明確な終了時期を設定すべき」
ハンソン・エストニア中銀総裁	「ECBは政策メッセージの調整を検討すべき」
マクチ・スロバキア中銀総裁	「ECBでの議論は資産買入から金利に移行している」
バシリアウスカス・リトアニア中銀総裁	「QEの終了議論を始めるのに今は良い時期だ。QEは目的を達成した。」
ECB関係者	「ECBメンバーの少数派が、政策メッセージに景気見通しの改善を考慮に入れる文言の挿入を求めた」

(資料)各種報道より三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチで作成

18年10月以降の資産買入方針に向けた議論の行方に注目

資産買入策の長期化に対し理事会メンバーから異論が示される中、ユーロ圏の良好な景気回復などを踏まえ、早ければ1月25日の理事会で2018年10月以降の資産買入方針に向けた議論、特にフォワードガイダンスの修正に向けた検討が始まる可能性がある。

当方は2018年9月末での資産買入打ち切りを含め、遅くとも2018年の年末には資産買入を終了すると予想している。こうした金融政策正常化が進展するとの期待が高まるに連れて、ユーロドルが底堅さを増していくと考えている。

但し、現時点でECBが目標とする2%近くの物価上昇達成が2020年の中も見通せておらず、金融政策正常化に向けた動きは緩やかなペースに留まる公算が大きく、利上げやバランスシート縮小までは見込みにくい。また、ECBは急速な金利上昇やユーロ高に対し警戒を示していることから、急速なユーロ高が進んだ局面では市場を牽制することが考えられるため、ユーロ高の流れが緩やかに留まると想定されよう。

³ ①政策金利：「主要政策金利を維持し、長期間に亘り、かつ、資産買入の期限を越えて現状水準にとどまる」

②資産買入：「2018年1月から買入金額を毎月300億ユーロのペースで2018年9月末まで、あるいは、必要な限り、物価が中長期的な目標水準である2%弱に達するとまで継続する。仮に見通しが悪化した場合、あるいは、金融環境が目標水準に向けた物価の持続的な回復と整合しなくなる場合は、資産買入政策の規模拡大や期間延長を行う用意がある」

③再投資：「買入債券の満期償還分の元本の再投資は、資産買入政策終了後も長期に亘り、そして、必要な限り行なう」

イタリアの議会選挙の 動向にも注目

ドイツの連立交渉長期化やスペインのカタルーニャ議会選挙結果を受け、欧州政治リスクが改めて意識されている。政治は流動的であることから予断を許さない状況が続くだろう。但し、現時点の報道によればドイツやスペインの政治情勢は落ち着きをみせており（第2表）、金融市場でも楽観的な見方が優勢のようだ。

そうした中、イタリアでは主要各紙⁴が年内の議会解散と2018年3月前半の選挙実施の可能性を報じた。世論調査では主要政党の支持率が拮抗していることから、ハングパーラメント（単独過半数政党なしの議会）となる公算が大きい。年明け以降はイタリアの議会選挙、特に安定政権樹立に向けた連立形成を巡る動向にも注目だ。

欧州政治イベントを無難に通過するに連れて、ユーロ相場は底堅さを増していくと予想している。

第3表: 欧州の主要政治イベント

国名	概要
ドイツ	安定政権樹立に向け、最大野党である社会民主党(SPD)が、メルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟(CDU・CSU)との大連立政権を継続する、あるいは、閣外協力するとの見方が優勢と報じられている。連立政権樹立に関する予備協議を18年1月7日から開始する予定。
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た。独立支持派が勝利したものの、①独立支持派の政党間で独立方針に乖離がある、②欧州各国から独立への理解が得られていない、③経済活動の混乱などを理由に、独立運動は現実的かつ穏健的な路線に転じる可能性が指摘されている。
イタリア	議会選挙が18年3-5月に実施される。EUや通貨ユーロに懐疑的なポピュリスト政党・五つ星運動が支持率で優勢なもの、単独過半数には及ばない状況が続く。五つ星運動は他党との連立を否定する中、10月に新選挙法が可決されたことを受け新興政党(五つ星運動)に不利な改正内容となった。与党・民主党と右派連合(フォルツァイタリア、北部同盟、イタリアの同胞)との大連立政権樹立の可能性などが報じられる。12月の世論調査によると、平均支持率で五つ星運動(27.6%)、与党・民主党(24.6%)、右派連合34.6%(フォルツァイタリア15.7%、北部同盟13.8%、イタリアの同胞5.1%)が拮抗しており、ハングパーラメント(単独過半数政党なしの議会)が見込まれる。安定政権樹立に向けた連立形成を巡る動向に注目が集まる。

(資料)各種報道より、三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチで作成

緩やかなユーロ高継続

ECBの金融政策正常化への期待の高まりや欧州政治リスクの後退、ドル安に支えられ、ユーロドル上昇の流れが継続すると予想する。但し、資産買入の終了後もECBによる低金利政策が維持されると見込まれ、ユーロドルの上昇も緩やかな流れに留まろう。

ユーロ円も日欧の金融政策格差が意識され、当面は底堅く推移すると予想する。但し、円も対ドルで小幅ながらも上昇すると見方に立てば、ユーロ円の上値も次第に重くなり、やや方向感に乏しくなりそうだ。

予想レンジと期末予想値

	1月~3月	4月~6月	7月~9月	10月~12月
EUR/USD	1.14~1.24	1.15~1.25	1.16~1.26	1.18~1.28
期末予想値	1.20	1.22	1.24	1.26
EUR/JPY	128.0~137.5	129.0~138.0	128.0~139.0	126.0~138.0
期末予想値	133.20	134.20	135.16	134.82

(予想レンジは四半期中を通じた高値と安値の予想。期末予想値は各四半期末のニューヨーク17時時点の予想値)

アナリスト 井上 雅文

⁴ ジェンティローニ首相が12月28日に議会を解散し、18年3月4日または11日に選挙が実施される可能性が高いと報じられた。

(3) 英ポンド EU 離脱交渉の焦点は移行期間の議論へ

12月のレビュー

12月の英ポンドは対ドルで下落した。月初に1.35台前半の高値圏で寄り付くと、EU離脱交渉でアイルランドと北アイルランドの国境管理に関する交渉が難航するとの思惑から、ポンドは軟調に推移した。EUとの交渉期限を目前に控えた8日に英国とEUが合意に至ったとの発表を受けて、ポンドは一時1.35台半ばまで上昇したが、その後は目先の材料出尽くしからポンド売りに押され、再び下落。本稿執筆時点では1.33台後半にて推移している。

ポンドは対ユーロでは0.88台を中心に方向感に乏しい値動きが続いた。英国とEUが離脱交渉の第二段階に進む合意に至ると、一時月間高値の0.86台後半まで上昇したものの、直ぐにポンド売りが強まると、再び0.88台に戻して同水準で方向感なく推移している。

ポンドは対円では方向感に欠ける展開となった。月初に152円台前半で寄り付いた後、8日には英国とEUの離脱交渉進展を受け高値153円台前半まで上昇した。その後材料出尽くしからポンド売りが強まり、一時149円台まで円高・ポンド安が進む場面もみられた。もっとも本稿執筆時点では再び151円台後半まで値を戻しておりレンジ内での推移に終始している。

ハモンド財務相への書簡は来年2月の四半期インフレ報告とあわせて公表

12月の金融政策委員会(MPC)でBOEは、全会一致で金融政策の現状維持を決定した。また、11月消費者物価指数の伸び率が前年比+3.1%に加速した(第1図)ことを受け、カーニーBOE総裁はハモンド財務相宛ての書簡¹を来年2月の次回四半期インフレ見通しと併せて公表するとした。なお、MPCはインフレ率がピークに近い可能性が高いと判断し、中期的に2%の目標水準に向かって低下するとの見解を改めて示している。このため、11月に公表した物価見通しを概ね維持しているとみられる。また、BOEは前回11月会合以降の変化として、①秋季財政報告、②英国とEUの離脱交渉に言及した。①については、3年間の予測期間に亘り、実質GDP成長率を0.3%ポイント押し上げ、消費者物価指数を0.1%ポイント押し上げる効果があるとの試算を示した。②については、英国とEUとが第一段階で合意に至ったことは、経済活動を強め「無秩序なEU離脱のリスクを低下させる」とした。BOEの見通しの前提通り、円滑なEU離脱に向かえば、実質GDP成長率は潜在成長率である1.5%を上回ると考えられる。国内のインフレ圧力も緩やかに高まれば、市場参加者やBOEが現時点で想定している向こう3年間で2回との利上げペースが加速する可能性が高まろう。このため、当方は、EU離脱交渉がBOEの見通し通りに進展し、来年中に2回の利上げを実施するとみている。一方、市場参加者がBOEの次回利上げを完全に織り込んでいるのは2019年2月であるため(第2図)、こうした利上げ観測が高まれば、金利上昇と相まってポンドの上昇要因となってこよう。この為、2018

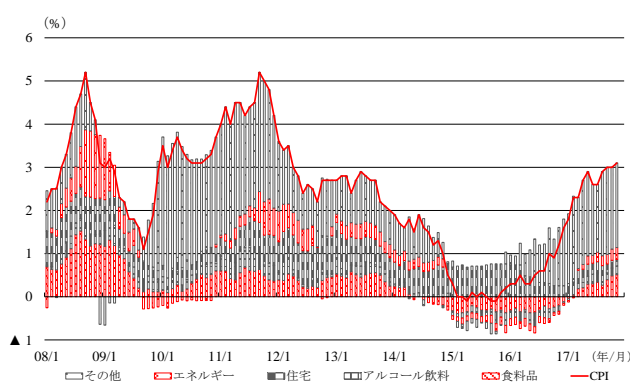
¹ 物価が目標水準(2%)から±1%以上乖離した場合、BOEは財務大臣宛に①物価目標から乖離した理由、②政策対応、③目標水準を回復する時期、について記載した公開書簡を送る必要がある。

年を通してみれば、ドル安にも支えられ、ポンドはじり高に推移すると考えられる。

EU 離脱交渉は第二段階に進展も、引き続き先行き不透明感が高い時間帯が続く

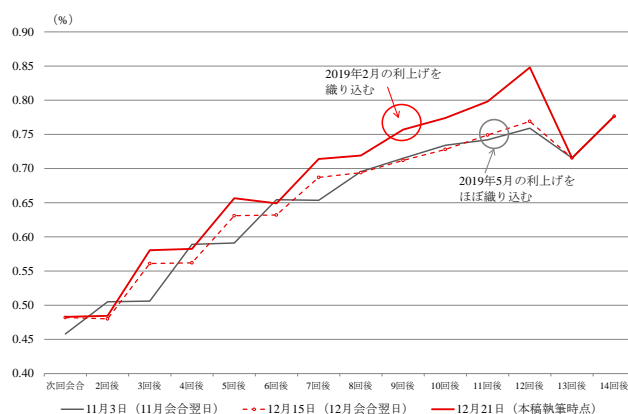
そのEU離脱交渉についてみてみると、EU首脳は12月15日のEU首脳会議で英国とEUの離脱交渉を第二段階（移行期間、将来の貿易協定について）に進めることで合意した。1月から開始予定の移行期間に関する交渉は、2~3ヶ月以内に合意を目指す。英国とEUはそれぞれ離脱交渉の方針において移行期間を設けることを挙げていることから、何らかの合意に至る可能性が高い。2019年3月末に「無秩序なEU離脱」が起きる可能性は低下したとみられる。2017年中に交渉が第二段階に進むことで合意に至ったことで英国からEU加盟国内の他拠点への事業や従業員の移転が進むリスクが低下したことはポンドの支援材料となろう。だが、移行期間を2年間とみているメイ英首相に対して、EU側は2020年12月末までと言及するなど、双方の見解に相違がみられる。今後とも引き続き交渉の先行きを巡る不透明感が高まる場面も度々みられよう。このため、交渉が第二段階に進んだことで一旦は上昇に転じたポンドだが、移行期間の交渉を巡る先行き不透明感などが重石となり、当面は下押し圧力もかかりやすいと考えられる。

第1図:消費者物価指数(前年比)の主要項目内訳



(資料)英国国家統計局データより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2図: BOE の会合毎の利上げの織り込み度合い



(資料) Bloomberg データより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

シニアアナリスト 亀井 純野

(4) 豪ドル 底入れを確認できるか

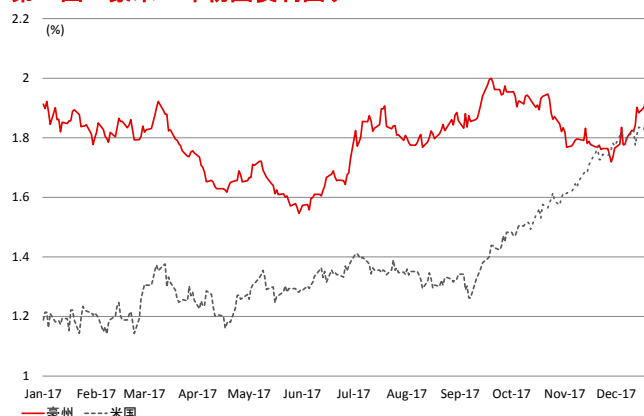
12月のレビュー

豪ドルの対ドル相場は月初、0.76前後の水準で小康状態となった。6日発表の第3四半期実質GDP成長率が市場予想を下回ったことをきっかけに軟調に転じ、6月上旬以来となる0.75絡みの水準に下落した。もっとも、13日には米アラバマ州補選の結果や、11月消費者物価指数などを受けたドル安により、豪ドルは反発。その後発表された豪州の11月雇用統計で労働市場の堅調維持が確認されたことなどにより、本稿執筆時点で0.77台前半まで上昇している。

中期ゾーンで確認された豪米金利の逆転解消

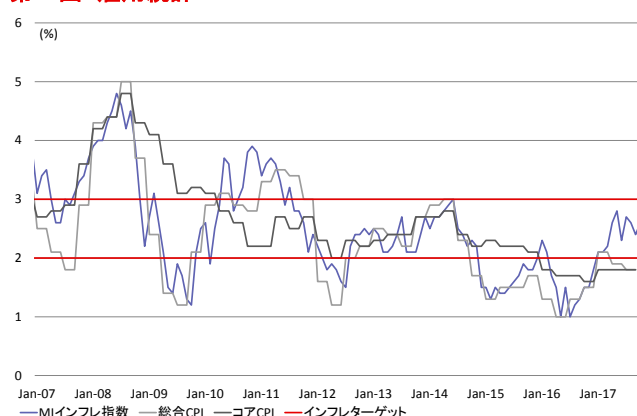
9月以降、2年から5年の中期ゾーンの国債利回りは、米国で断続的に上昇した半面、豪州では低下した。11月下旬には、豪米金利が逆転するなど、この数か月の豪ドル安要因のひとつになっていた。弱めの経済指標が続き、豪準備銀に対する早期利上げ期待が萎むなか、準備銀も利上げを急がない姿勢を繰り返し表明してきたことが、利回りの低下につながったものだ。ただ、12月に入り、豪国債利回りの低下が一服、米国債利回りの上昇に足並みを揃えるように上昇に転じている。すでに豪米逆転は解消され、豪ドル相場も底入れした。準備銀は、早期利上げ期待の台頭を牽制する一方、次の政策変更があるとすれば利上げとの意向も繰り返している。雇用統計をはじめ強めの経済指標も散見されるなか、12月の準備銀理事会議事要旨では、「経済、労働市場の強さが、いつどのように賃金上昇やインフレ加速に波及するかが引き続き重要な検討課題」とした記述がみられた。不意のインフレ加速を気にかけている様子が垣間見られた。そもそも政策金利は1.50%であり、たとえば11月末には1.7%台前半まで低下した2年債利回りの低下余地は相当程度狭まっていた。政策金利の豪米逆転は時間の問題になりつつあるが、豪州とて賃金、物価動向によっては早期の利上げのリスクがあるという状況下、中長期ゾーンの金利逆転状態は定着しづらいついと言えよう。したがって、目先は豪ドル相場も底堅く、下値は限定的との見方でよいと考えている。

第1図: 豪米2年物国債利回り



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2図: 雇用統計



(資料) 豪州準備銀、統計局、メルボルン応用経済研究所より
三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

シニアアナリスト 井野 鉄兵



(5) カナダドル 中銀は慎重な利上げ方針を表明

12月のレビュー

強い雇用統計を受けカナダドルは上昇するも反応は続かず

景気・物価は利上げを正当化するも中銀は慎重姿勢を崩さず

カナダドル高やNAFTA再交渉といったリスク要因を警戒

目先は利上げ期待が挫かれカナダドルは軟調に推移

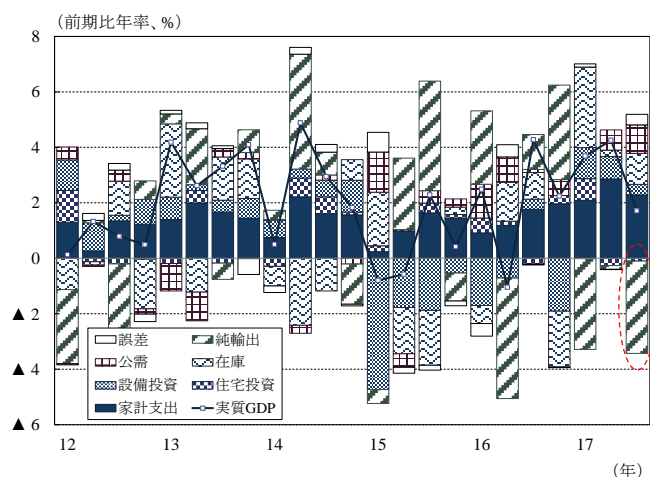
12月のカナダドル（対米ドル相場）は概ね横這いで推移した。1日に発表された雇用統計が上振れたことでカナダドル買いが進行。もともと、この反応は続かず、6日にカナダ中銀が利上げに対して慎重な姿勢を示すと（詳しくは後述）、カナダドルを売り戻す動きが強まった。その後は揉み合いとなり、20日時点では1米ドル=1.285カナダドル近傍に位置している。

会合後に公表された声明文は、一見すると中銀の利上げ継続を正当化する内容と言える。すなわち、景気が見通しに沿い潜在成長率を上回って推移していると評価する一方、物価は僅かに上振れており、短期的には加速すると指摘している。しかし、政策方針については、「時間の経過とともに利上げが必要となるものの、委員会は慎重であり続ける」と利上げを急がない方針が改めて提示された。

中銀が利上げを織り込もうとする市場の牽制に努める理由は、種々の不確実性にある。まず、積み上がっている家計債務を踏まえれば、利上げの影響を見極めなければならないのは当然だろう。また、輸出の下振れを指摘した点に注目すれば（第1図）、今回の声明文には直接的な言及こそないが、中銀がカナダドル高を警戒している可能性は高い。もちろん、NAFTAの再交渉¹が予断を許さないことも大きな不安材料となっている。

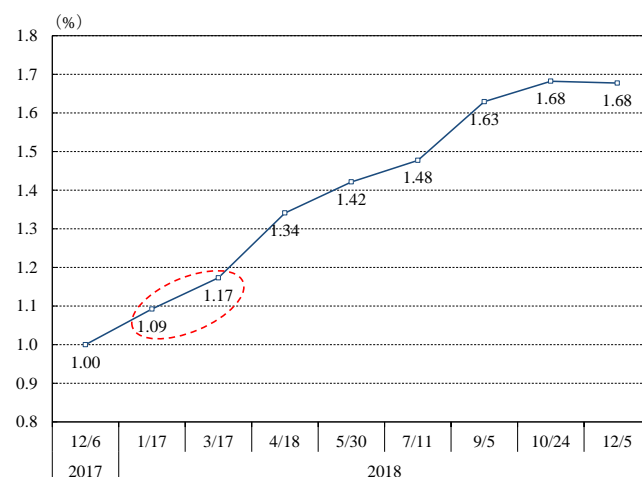
こうした環境下、中銀が来年早々に利上げを講じるハードルは高い。市場がすでにそれなりの利上げペースを想定しているため（第2図）、その反動から目先のカナダドルは軟調に推移するだろう。その後、不確実性が後退し市場が利上げ再開を織り込みに行く中で、カナダドルは上昇基調に向かうと予想する。

第1図：実質GDPの推移



(資料) Bloomberg より三菱東京 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

第2図：市場の政策金利見通し



(注) 金利先物の価格から算出。2017年12月18日時点。

(資料) Bloomberg より三菱東京 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

アナリスト 石丸 伸二

¹ 11月15～21日に開催された第5回会合でも「原産地規則」などの重要項目で歩み寄りはなく協議は進展していない。第6回会合は2018年1月23～28日に開催される予定。

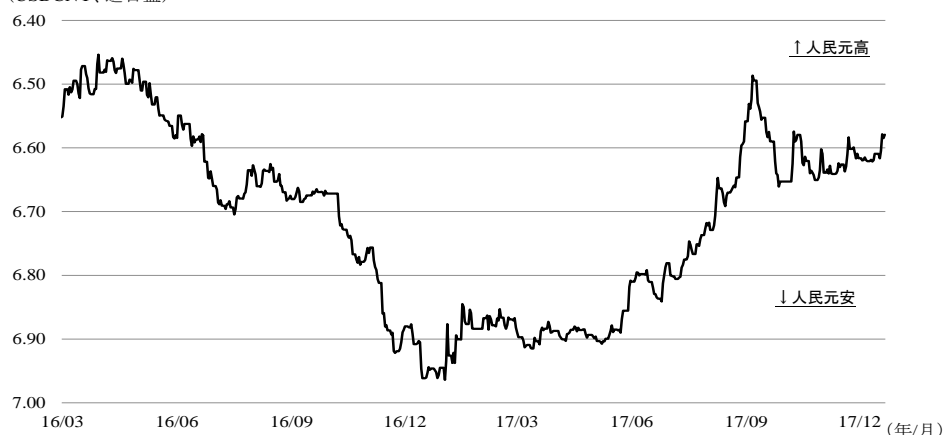
(6) 人民元 量から質への転換を図る中国経済

12月のレビュー

オンショア人民元（以下、人民元）の対ドル相場は、月初に 6.6080 で寄り付いた後、6.6 台前半で横ばいに推移した。月央にかけて、米税制改革への期待を受けてドル買いが優勢となる中、月間安値 6.6298（12月13日）まで下落した。月後半にかけて、基準値の元高設定に加え、中央経済工作会議にて来年の金融政策は「穏健な金融政策を中立に保つ」との従来の方針を変更しなかった。これを受けて、来年も金融政策の緩やかな引き締めが続くとと思惑から、人民元は約3ヶ月ぶり高値 6.5538（12月21日）まで上昇した。本稿執筆時点（12月22日）では 6.58 台で推移している（第1図）。

第1図：人民元相場(対ドル)の推移

(USDCNY、逆目盛)



(資料) Bloomberg より三菱東京 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

来年の経済運営見通し

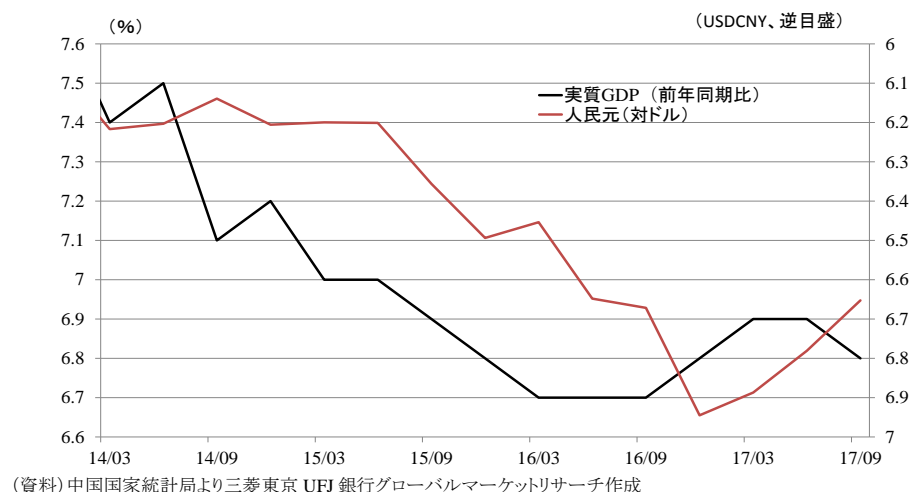
来年の経済運営方針を決める中央経済工作会議(18日から20日)が開催された。今後3年間の重要テーマの1つとしてリスク抑制(特に金融リスク抑制)が掲げられている。来年は金融リスクの抑制に向けて、膨れ上がった企業の負債比率の上昇を抑制する動きが進展するとみられる。こうした供給側の改革は短期的に経済成長を下押しするだろう。また、財政政策はこれまで通り「積極的」と据え置かれたものの、一般性支出は圧縮するとの方針が示されており、追加的な景気刺激効果は見込みにくい。金融政策に関しても、昨年と変更せずに「穏健な金融政策を中立に保つ」との方針を据え置いた。これまで通り金融政策の緩やかな引き締めが意識される。

これらを考慮すると、2018年の実質GDP成長率は2017年第3四半期の前年同期比+6.8%から低下するとみられる¹。実際、今回の会議では「質の高い経済発展」が強調されていた。この文言は、共産党大会での習近平総書記の発言²を踏襲しており、当局がより低い経済成長率を容認していくものとみられる。中国の経済成長率と人民元相場の相関は高い為、経済成長率の鈍化が人民元に下押し圧力を加えるだろう(第2図)。

¹ 国際通貨基金(IMF)は2018年における中国の実質GDP成長率を前年比+6.5%と試算している。

² 10月に実施された5年に1度の党大会の習近平総書記による政治報告の中で、経済は既に高度成長から質の発展を目指す段階へと切り替わっていると、過剰債務の是正など構造改革を推進する意向を示していた。

第2図：実質GDP成長率(前年同期比)と人民元相場の推移



中国人民銀行が利上げを実施

こうした中、中国人民銀行（PBOC）は14日に一部の金利を引き上げた³。本件に関して、PBOCは「拡大している市場金利とオペ金利の開きを縮めるため」「（市場金利の上昇は）米連邦準備理事会（FRB）の利上げを受けて正常な反応」との見解を示している。

2017年3月の米利上げ決定直後に今回同様に金利を引き上げた際は、PBOCは貸出基準金利と預金基準金利を変更させなかったことを理由に利上げではないと説明していた。その為、今回のPBOCの見解は前回と異なっており、米中金利差の変化による過度な資本流出や元安を警戒していることが伺える（第1表）。

第1表：米中の利上げ推移

	米国 政策金利	1年物 貸出基準金利	1年物 預金基準金利	MLF1年 貸出金利	SLF翌日物 貸出金利
2016年12月	0.5-0.75	4.35	1.50	3.00	2.75
2017年1月	0.5-0.75	4.35	1.50	3.10	2.75
2017年2月	0.5-0.75	4.35	1.50	3.10	3.10
2017年3月	0.75-1.0	4.35	1.50	3.20	3.30
2017年6月	1.0-1.25	4.35	1.50	3.20	3.30
2017年12月	1.25-1.5	4.35	1.50	3.25	3.35

(資料) PBOC、Bloombergより三菱東京 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

緩やかな人民元安を予想

以上を踏まえると、向こう1年に亘り、人民元安が続くと考えられる。但し、中国当局による資本流出規制が効いているため、大規模な資本流出は回避されよう。この為、元安は緩やかなペースに留まろう。

予想レンジ

	1月～3月	4月～6月	7月～9月	10月～12月
USD/CNY	6.50～6.80	6.60～6.90	6.70～7.10	6.80～7.20
CNY/JPY	16.05～17.60	15.70～17.25	15.30～16.85	14.90～16.45

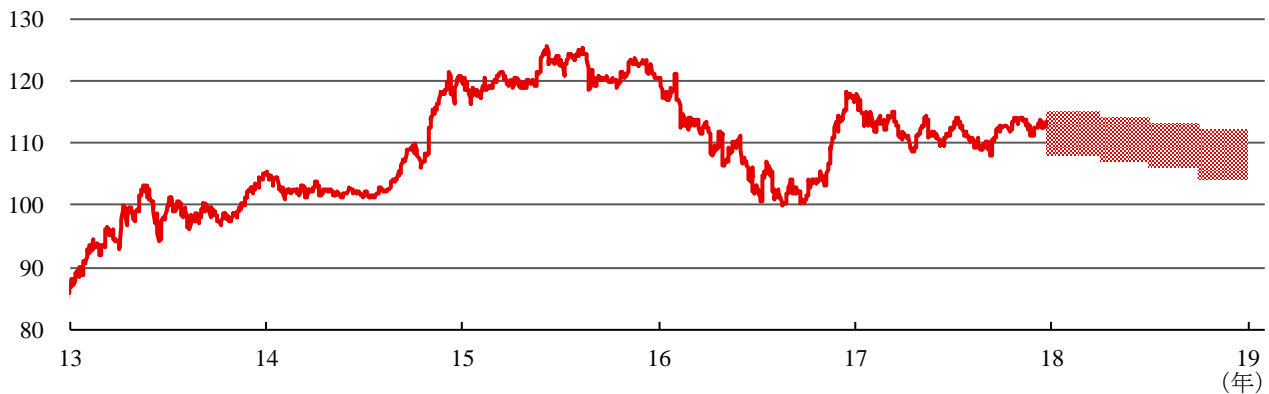
リサーチアシスタント 平松 誠基

³ PBOCは14日、リバースレポ金利の7日物金利を2.45%から2.50%へ、28日物金利を2.75%から2.80%に引き上げた。また、中期貸出制度（MLF）による期間1年の貸出金利を3.20%から3.25%に引き上げ、SLFの翌日物金利を3.30%から3.35%へ、7日物金利を3.45%から3.50%、1ヶ月物金利を3.80%から3.85%金利へ引き上げている。

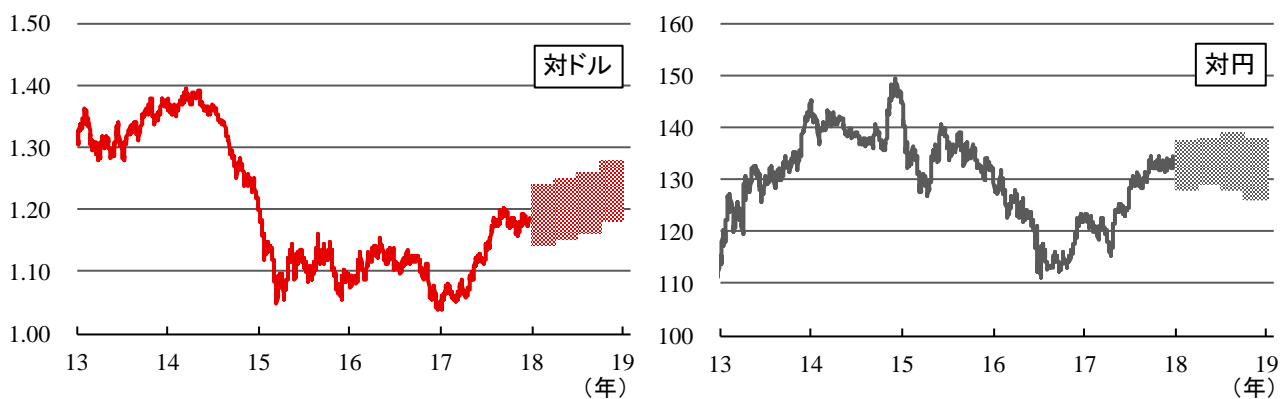
予想レンジ

	1月～3月	4月～6月	7月～9月	10月～12月
USD/JPY	108.0～115.0	107.0～114.0	106.0～113.0	104.0～112.0
EUR/USD	1.14～1.24	1.15～1.25	1.16～1.26	1.18～1.28
EUR/JPY	128.0～137.5	129.0～138.0	128.0～139.0	126.0～138.0
GBP/USD	1.280～1.430	1.310～1.460	1.330～1.480	1.330～1.500
EUR/GBP	0.840～0.940	0.830～0.930	0.830～0.930	0.830～0.940
GBP/JPY	144.0～158.0	144.0～159.0	143.0～160.0	143.0～161.0
AUD/USD	0.730～0.840	0.735～0.845	0.740～0.850	0.745～0.855
AUD/JPY	82.0～91.0	82.0～91.0	81.5～90.5	81.0～90.0
USD/CAD	1.22～1.33	1.19～1.31	1.18～1.29	1.16～1.27
CAD/JPY	84.0～91.8	83.4～91.8	82.8～91.4	82.2～91.0
USD/CNY	6.50～6.80	6.60～6.90	6.70～7.10	6.80～7.20
CNY/JPY	16.05～17.60	15.70～17.25	15.30～16.85	14.90～16.45

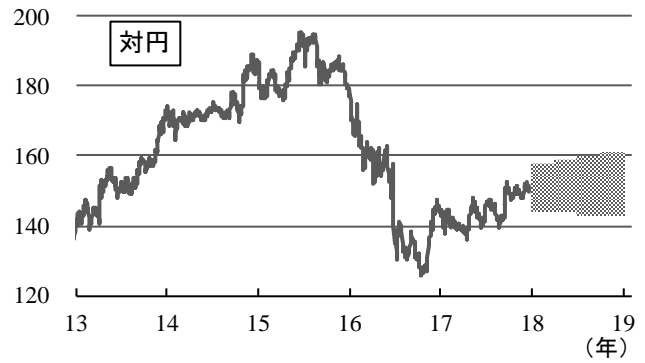
(1) ドル円



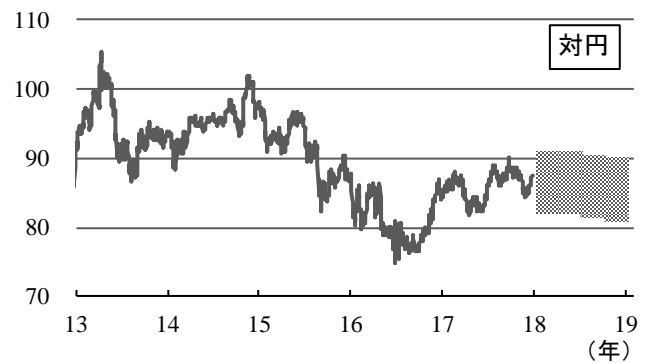
(2) ユーロ



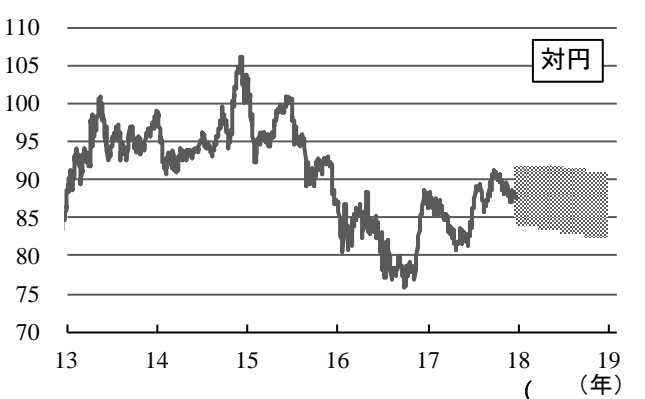
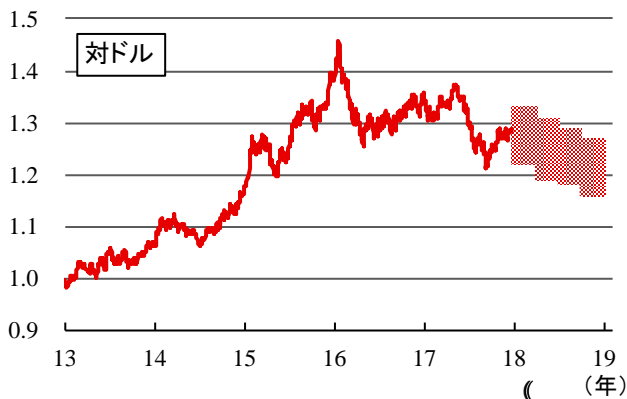
(3) 英ポンド



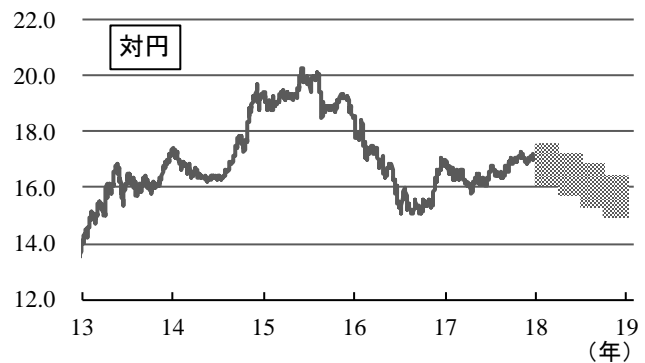
(4) 豪ドル



(5) カナダドル



(6) 人民元



(注) 網掛け部分は当面の予想レンジ

(資料) Bloomberg より三菱東京 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

マーケットカレンダー

月	火	水	木	金
2018/1/1	2	3	4	5
米・リッチモンド連銀総裁就任 日・米・英・独市場休場	日市場休場	米/FOMC 議事要旨 (12/12, 13分) 建設支出(11月) ISM 製造業景況指数(12月) 自動車販売(12月)*	米/ADP 雇用統計(12月)	米/雇用統計(12月) 貿易収支(11月) 製造業受注指数(11月) ISM 非製造業景況指数 (12月) ユーロ圏/生産者物価指数 (11月) 消費者物価指数速報(12月)
8	9	10	11	12
米/消費者信用残高(11月) ユーロ圏/小売売上(11月) 欧州委員会景況指数(12月)	米/求人労働異動調査(11月) ユーロ圏/失業率(11月) 独/鉱工業生産(11月) 貿易収支(11月)	米/輸出入物価指数(12月) 中/マネーサプライM2(12月)*	米/生産者物価指数(12月) 財政収支(12月) ユーロ圏/ECB 理事会議事録 鉱工業生産(11月) 日/景気動向指数速報(11月)	米/消費者物価指数(12月) 小売売上(12月) 企業在庫(11月) 中/貿易収支(12月) 日/国際収支速報(11月) 景気ウォッチャー調査(12月) 対外対内証券売買契約等 の状況(12月)
米・アトランタ連銀総裁講演 日市場休場	米・ミネアポリス連銀総裁講演 米・3年債入札	米・10年債入札	米・30年債入札	
15	16	17	18	19
ユーロ圏/貿易収支(11月)	米/NY 連銀景況指数(1月)	米/地区連銀経済報告 鉱工業生産(12月) 設備稼働率(12月) 証券投資収支(11月) ユーロ圏/EU 新車登録台数 (12月) 日/機械受注(11月) 加/金融政策決定会合	米/住宅着工件数(12月) 建設許可件数(12月) フィラデルフィア連銀景況指数 (1月)	米/ミシガン大消費者物価指数 速報(1月) ユーロ圏/経常収支(11月)
米市場休場			米・10年 TIPS 債入札	米・2018年度暫定予算終了
22	23	24	25	26
日/日銀金融政策決定会合 (~23日)	独/ZEW 景況指数(1月) 日/日銀金融政策決定会合 経済・物価情勢の展望 日銀総裁定例会見	米/中古住宅販売(12月) FHFA 住宅価格指数(11月) ユーロ圏/製造業 PMI 速報(1月) サービス業 PMI 速報(1月) 日/貿易収支速報(12月)	米/卸売在庫速報(12月) 新築住宅販売(12月) 景気先行指数(12月) ユーロ圏/ECB 理事会 ECB 総裁定例会見 独/IfO 景況指数(1月)	米/GDP 速報(4Q) 耐久材受注速報(12月) ユーロ圏/マネーサプライ M3 (12月) 日/日銀金融政策決定会合 議事要旨(12/20, 21分) 消費者物価指数 (都区部1月、全国12月)
ユーロ圏財務相会合	米・2年債入札 世界経済フォーラム年次総会 (~26日) EU 経済・財務相理事会	米・5年債入札	米・7年債入札	
29	30	31		
米/個人所得・消費支出(12月) 独/小売売上(12月)*	米/FOMC(~31日) ケース・シラー住宅価格指数 (11月) CB 消費者信頼感指数(1月) ユーロ圏/GDP 速報(4Q) 欧州委員会景況指数(1月) 独/消費者物価指数速報 (CPI, 1月) 日/完全失業率(12月) 家計調査(12月)	米/FOMC ADP 雇用統計(1月) シカゴ PM 景況指数(1月) ユーロ圏/消費者物価指数 速報(1月) 失業率(12月) 日/日銀金融政策決定会合 主な意見(1/22, 23分) 鉱工業生産速報(12月) 住宅着工戸数(12月)		
	米・大統領一般教書演説			

*印は作成日(12/22)現在で日程が未確定のもの
(資料)各種報道等より三菱東京 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成



為替相場推移表

平成 29 年 12 月

日付	U\$/円				U\$/円	EUR/円	SF/円	£/円	A\$/円
	寄付	高値	安値	終値	公表相場	公表相場	公表相場	公表相場	公表相場
12月1日	112.59	112.87	111.40	112.29	112.48	133.97	114.39	152.40	85.15
12月4日	112.88	113.09	112.36	112.42	112.77	133.88	114.83	152.03	85.66
12月5日	112.51	112.87	112.38	112.57	112.48	133.49	114.24	151.50	85.77
12月6日	112.47	112.53	111.99	112.29	112.48	132.91	113.85	150.94	85.27
12月7日	112.31	113.16	112.31	113.08	112.51	132.69	113.57	150.54	84.91
12月8日	113.21	113.59	113.12	113.49	113.29	133.30	113.85	152.57	85.07
12月11日	113.56	113.69	113.25	113.56	113.65	133.80	114.52	152.29	85.41
12月12日	113.55	113.75	113.37	113.55	113.58	133.73	114.52	151.63	85.43
12月13日	113.53	113.53	112.46	112.54	113.42	133.23	114.45	151.10	85.82
12月14日	112.76	112.88	112.07	112.39	112.80	133.53	114.47	151.40	86.47
12月15日	112.40	112.74	112.04	112.62	112.40	132.50	113.68	151.00	86.23
12月18日	112.73	112.84	112.31	112.54	112.76	132.55	113.65	150.30	86.17
12月19日	112.58	113.08	112.52	112.88	112.62	132.71	114.21	150.61	86.35
12月20日	113.01	113.47	112.86	113.38	112.97	133.79	114.67	151.32	86.51
12月21日	113.25	113.63	113.19	113.33	113.22	134.43	114.83	151.38	86.75
12月22日	113.31	113.44	113.25	113.25	113.41	134.36	114.64	151.75	87.39
12月25日	113.30	113.37	113.22	113.26	113.23	134.08	114.58	151.56	87.39
12月26日	113.31	113.38	113.12	113.23	113.38	134.60	114.64	151.61	87.54
12月27日	113.21	113.39	113.15	113.37	113.41	134.55	114.60	151.69	87.71
12月28日	113.22	113.28	112.66	112.86	113.48	134.87	114.92	152.03	88.25
12月29日	112.88	112.97	112.47	112.71	113.00	134.94	115.46	151.95	88.17
月間平均	112.98	113.22	112.64	112.93	113.02	133.71	114.41	151.50	86.35

照会先：三菱東京UFJ銀行 グローバルマーケットリサーチ
チーフアナリスト 内田 稔

当資料は一般的な情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定のお客様のニーズ、財務状況又は投資対象に対応することを意図しておりません。また、当資料は、適用法令上許容される範囲内でのみ利用可能であり、当資料の頒布を制約する法令が存在する地域の方によって利用されることを意図しておりません。当資料内のいかなる情報又は意見も、預金、有価証券、デリバティブ取引その他の金融商品の売買、投資、保有などを勧誘又は推奨するものではありません。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性、適時性、適切性又は完全性を表明又は保証するものではなく、当行、その子会社又は関連会社は、お客様による当資料の利用等に関して生じうるいかなる損害についても責任を負いません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。

また、過去の結果が必ずしも将来の結果を暗示するものではありません。

当行は、当資料において言及されている会社と関係を有し、又はかかる会社に対して金融サービスを提供している可能性があります。当行のグループ会社は、当資料において言及されている証券又はこれに関連する証券について権利を有し、又はこれらの証券の引受けを行っている可能性があります。また、これらの証券又はそのポジションを保有している可能性があります。

当資料の内容は予告なしに変更することがあり、また、当行、その子会社又は関連会社は、当資料を更新する義務を負っておりません。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。当行の書面による許可なく複製又は第三者、個人顧客もしくは一般投資家への配布をすることはできません。

(BTMUロンドン支店のみに適用される情報開示)

株式会社三菱東京UFJ銀行（以下「BTMU」）は、日本で設立され、東京法務局（会社法人等番号0100-01-008846）において登記された有限責任の株式会社です。

BTMUの本店は、東京都千代田区丸の内二丁目7番1号（郵便番号100-8388）に所在しています。

BTMUロンドン支店は、英国会社登録所において、英国支店として登録されています（登録番号BR002013）。

BTMUは、日本の金融庁によって認可及び規制されています。BTMUロンドン支店は、英国ブルーデンス規制機構より認可を受けており（FCA/PRA番号139189）、英国金融行為監督機構の規制とブルーデンス規制機構の限定された規制の対象となっています。英国ブルーデンス規制機構によるBTMUロンドン支店の規制の範囲の詳細は、ご請求いただいた方にお渡ししております。

