

## GLOBAL MARKETS RESEARCH

チーフアナリスト

内田 稔

三菱東京 UFJ 銀行

A member of MUFG, a global financial group

## Table of contents

- 1 今週のトピックス
- 2 来週の相場見通し
- 3 来週の経済指標・イベント
- 4 マーケットカレンダー

## 1. 今週のトピックス

市場の調整を誘発するかも知れない当面の注目イベント

シニアマーケットエコノミスト 鈴木 敏之

## 2. 来週の相場見通し

(1) ドル円：日銀が示した円買い材料の行方

予想レンジ 110.00 ~ 112.75

(2) ユーロ：フォワードガイダンス修正の議論に注目

予想レンジ 対ドル： 1.1900 ~ 1.2150

対円： 132.5 ~ 135.5

(3) 人民元：上値の重い時間帯が継続か

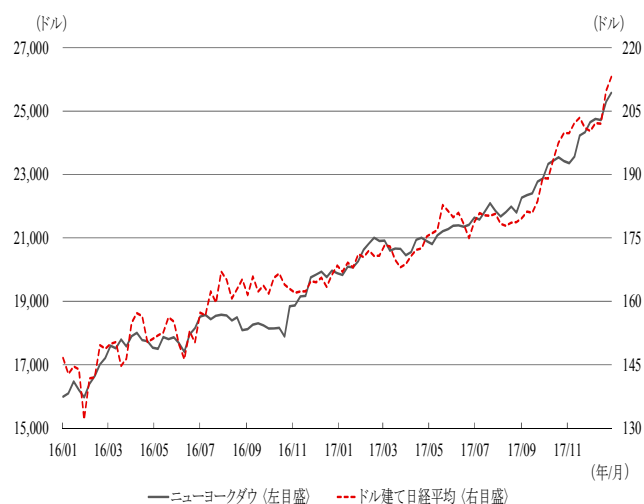
予想レンジ 対ドル： 6.4500 ~ 6.5500

対円： 16.80 ~ 17.30

## 市場の調整を誘発するかも知れない当面の注目イベント

年初、各国で株価の急騰がみられた（第1図）。上昇が強すぎたこともあって過熱感も意識されるようになってきている。過度の株価上昇への警戒指標であるシラーのPERは、その開始以来の平均からの乖離が1 $\sigma$ （標準偏差）を超えており、調整の不安をみるべきところに到達している（第2図）。こうした状況下、何かのイベントが調整を引き起こすのではないかという関心が持たれており、その観点で当座の主要日程をみておきたい。

第1図: 日米の株価指数の足取り



(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: 高値警戒圏到達を示すシラーPER



(資料) イエール大シラー教授の HP 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 近日中 FRB 副議長の指名

FRBの副議長は二人体制となっていて、既に、金融規制監督担当のクオールズ副議長が就任しているが、金融政策を所管する副議長の指名が近日中になされると報道されている。パウエル次期議長は弁護士出身であり、金融政策を方向づけるチーフエコノミストの役割は、新たに指名される副議長が担う可能性が大きい。その人物如何で、ここへきての景気拡大の勢いの強さ、資産価格の上昇への警戒の強さをみて、今のイエレンプランといわれる徐々に利上げを進める政策の方針が見直されるという期待形成を引き起こす可能性がある。

なお、既に、グッドフレンド教授がFRB理事に指名されているが、新たに指名される副議長、グッドフレンド教授の理事就任承認の公聴会での発言にも注目が要る。

### ② 日時未定 ロシア疑惑について トランプ大統領への事情 聴取 (可能性)

トランプ米大統領、政権の内情を描いた本の出版が話題となる中、1月20日にトランプ大統領は就任1年になる。ロシア疑惑をめぐる捜査で、特別検察官がトランプ大統領本人の事情聴取を検討していると報じられている。この捜査で大統領、政権へのダメージがあれば、政策が前へ進まなくなる事態が、一層危惧される。

③ 1月19日  
米暫定予算期限切れ

税制改革は決着をみたが、民主党議員の支持はなく、共和党内も財政運営については割れている。補欠選挙の結果を受けて、上院の共和党議席は51でしかなくなった。予算期限到来の問題は、最後は妥協の決着をみるだろうが、短期間の暫定予算を繰り返すことは、トランプ政権の政策運営の不安定ぶりを象徴する。債務上限問題も控えている。

④ 1月21日  
ドイツ社会民主党  
(SPD) 党大会

ドイツは未だに連立政権が樹立できていない。SPDの党大会は大連立の協議入りの判断の節目となるイベントである。ここで連立参加の方針が決まらなると、事態は一気に流動化する。また、ここで執行部が連立参加の方針を決めても、その後、党员投票にかけられるので、ドイツ政治的安定が得られない状態は、この党大会後も続く。

⑤ 1月22～23日  
日銀金融政策決定会合

政策変更は見込まれていない。政府サイドがデフレ脱却宣言に前向きになる場合、安倍首相の所信表明演説（1月22日に通常国会召集）がとりあげることもありえるので、会見で黒田日銀総裁がその動きにどう対処するかは注目といえる。

⑥ 1月23日  
ダボスでの世界経済  
フォーラム年次総会

トランプ大統領の参加が報道されている。税制改革を成し遂げた後、財政負担を伴う政策発動は難しい。外交案件に活路を求めざるをえないトランプ大統領が失地回復をはかろうとする場合、貴重な機会となりえる。

⑦ 1月23日～28日  
NAFTA 交渉再開

トランプ大統領の重要公約で、これまでめぼしい成果をあげていないのが貿易不均衡問題である。税制改革を着地させたが、財政の負担が大きくなるアジェンダを通すことが難しいことが痛感された。さらに議会勢力は、上院が一段と伯仲になった。その情勢下、貿易問題は、政権が動ける余地のある数少ない分野である。米国のNAFTA離脱の話題も燦々している。その中での再交渉であり、不調である場合の米国の対応が注目になる。

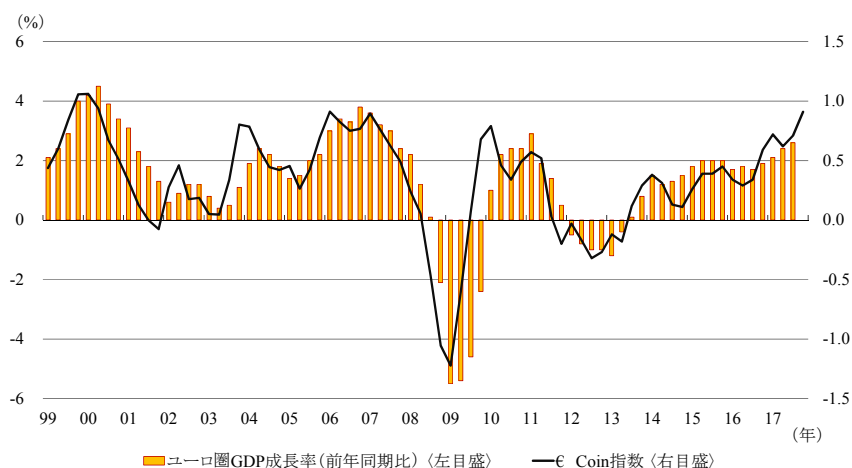
なお、1月下旬に対中国で通商法301条の発動の可能性もある。保護主義的姿勢が正面に出てくると、景気の先行きへの不安となりえる。

⑧ 1月25日  
欧州中央銀行理事会

景気拡大の動きが非常に強い（第3図）ので、この理事会では経済の見方について何かの変更の余地はあろう。

なお、ドラギECB総裁の任期は2019年10月までで、まだ先であるが、EU、ユーロ圏の主要ポストの国別の割り振りが要るので、既に総裁後継はアジェンダになっている。ECBの副総裁人事もある。記者会見で、この問題に関心が向けられよう。

第3図:ユーロ圏の経済成長率に先行する€COIN 指数の上昇が続いている



(資料) Eurostat, CEPR のデータより、三菱東京 UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチマーケット作成

⑨ 1月30日  
トランプ大統領一般教書演説

税制改革実現の実績、経済好調を自賛しようし、地政学情勢、自らの批判への反論などが内容となろう。注目は、今後の取り組み課題である。公約実現ということで、NAFTAへの対応はじめ貿易問題、インフラ投資計画などがとりあげられるだろう。インフラ投資計画は、その必要性は納得されているが、今の議会情勢では連邦財政からの資金的裏付けは多くを見込めず、空虚なものと思込まれる。この一般教書演説で存在感を示して、トランプ大統領が支持率を回復できないと、共和党は中間選挙への危機感を強めることになるだろう。

⑩ 1月30~31日  
FOMC (政策決定、声明発表は31日、日本時間2月1日午前4時)

イエレン議長のもとでの最後のFOMCとなる。政策変更は見込まれておらず、声明発表のみの会合で無風のFOMCとなろう。ただし、経済、資産市場の過熱が一段と進んでいる場合、わずかな声明の文言変更でも、議長交代後に備える布石とみなされて、市場は反応する可能性がある。

⑪ 2月3日  
イエレンFRB議長の任期到来

イエレン議長の任期が2月3日に到来する。そして、パウエル次期議長(未承認)が就任するが、イエレン議長は理事も退任するため、定員7人のFRB理事がパウエル、クオールズ、ブレイナードだけの3人になる可能性がある。グッドフレンド教授の理事就任が間に合う可能性があるが、理事3人で、ニューヨーク連銀総裁を加えても、FOMCの政策決定の採決で過半数をとりきれない数で、パウエル議長の治世が始まる可能性がある。金融政策運営は不安定化する可能性のある議長交代といえる。

また、議長交代の後、市場が動揺してきたことには、注意が向けられている。グリーンズパン議長のとときのブラックマンデー暴落があったし、イエレン議長の2014年2月3日の就任日も、株価はニューヨークダウで326ドルの下落をみている。

⑫ 2月9~25日  
平昌冬季オリンピック

今回は、朝鮮半島の地政学情勢からも注目の大きなイベントとされる。

⑬ 2月中  
ドイツ社会民主党  
(SPD)の連立政権参加  
の可否を問う党员投票

SPDの執行部が連立政権参加を決めても、党员投票で覆される場合がある。この党员投票は、結果判明までに約1ヵ月を要するとされる。大連立の政権が樹立できない場合は、欧州統合の今後に動揺を与えかねず、金融市場にも影響を与えよう。

⑭ 2月中  
FRB 議長の半年次議会  
証言 (旧 HH 証言)

パウエル議長にとって初めての半年次の議会証言となる。インフレは目標に届きそうにない中、利上げを続ける方針を堅持するか、資産価格上昇に問題はないかなど、イエレン議長が判断を保留したことについて、明瞭な判断を示すかが注目される。

⑮ (おそらく) 2月中  
日銀副総裁人事

日銀の中曾副総裁と岩田副総裁の任期は3月19日に満了となる。副総裁が固まると、4月8日の黒田総裁の任期満了後の総裁の目星がつく可能性がある。

3月以降

3月も、重要イベントが続く。3月4日のイタリア総選挙、3月上旬の中国全国人民代表大会、3月18日のロシア大統領選挙があり、事前に進展をみない場合は米国の連邦政府の債務上限の制約からの問題発生もありえる。主要中銀の政策決定会合は、3月8日にECB、3月8~9日に日銀、3月20~21日にパウエル次期議長のもとでの最初となるFOMCが予定されている。

株式市場が過熱状態で、利益確定の動きが出やすいところがある。上記のイベントや経済指標で、本来、大した動きではないにしても、市場は大きめに反応することがあることを意識する必要がある。

シニアマーケットエコノミスト 鈴木敏之

## (1) ドル円：日銀が示した円買い材料の行方

### 日銀の買いオペ減額が招いた円高

1/8週のドル円は本邦祝日の中、113.16で寄り付いた（8日の日本時間午前9時）。前週末の米雇用統計もさほど大きな材料とはならず、週間高値113.40を記録したほかは概ね113円台前半を中心とする揉み合いに終始した。

ところが、ドル円は翌9日に反落すると、その後も11日にかけて下げ幅を拡大し、11日に週間安値111.05を記録した。切っ掛けとなったのは日銀だ。日銀は9日に実施した長期国債買い入れオペにおいて「10年超25年以下」、「25年超」とも前回から100億円ずつ買い入れ額を減らし、それぞれ1,900億円、800億円とした。これを受け、市場では日銀が現在の金融緩和策の副作用是正（後述）に向けた政策調整を行うとの見方が台頭。昨年来、円安を見込んだ円ショートが拡大していたことから、円を買い戻す材料に反応しやすかったとも言える（第1図）。

### ドル安材料もドル円を下押し

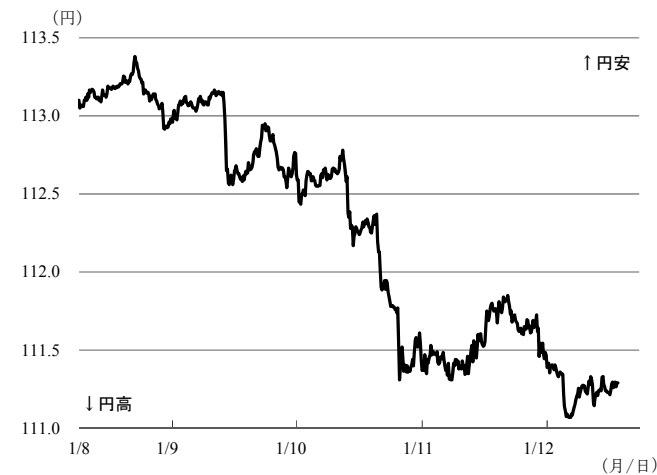
加えて、中国が米国債投資を手控えるとの観測報道もドル売りを招いた<sup>1</sup>。米国は、経常赤字のファイナンスを専ら米国債を中心とする対米証券投資に依存している。この為、米債投資が手控えられる場合、米国はドル安といった対価を払う必要性が高まるとの連想が働き易い。さらに、ECB理事会の議事要旨も正常化を進める米国やドルの相対的なアドバンテージを削ぎ、ドル安圧力を招いたと言えるだろう<sup>2</sup>。先の報道を巡っては、中国当局がこれを否定した為、ひとまずドル安に歯止めがかかった。但し、ドル資金需給が緩和した年明け以降、ドルは総じて冴えない滑り出しとなっている。ドル円も111円割れ目前で何とか下げ止まっているが、週末12日も111円台前半での軟調な値動きが続いている（第2図）。

第1図: 投機筋の円の持ち高(ネット)



(資料)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2図: 今週のドル円の値動き



(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

<sup>1</sup> ブルームバーグ社は、中国の外貨準備を見直す当局者らが、米国債投資の減額や停止を勧告したと報道した。但し、中国国家外貨管理局（SAFE）はこれを間違った情報源を引用したか、偽の情報であるとの声明を出し、否定した。  
<sup>2</sup> 議事要旨では、将来の金融緩和に関するフォワードガイダンスを変更する必要があるとの見方が示されていた。



## 日銀、今後も買い入れペース減速か

日銀の国債買い入れオペ減額が円高に波及した背景として、先の円ショートが存在に加え、こうした材料に反応する布石が打たれていたことも大きいだろう。10/30～31に開催された金融政策決定会合における「主な意見」によれば、追加緩和への否定的な見方が数多くみられていたほか、「副作用」への言及も目立った<sup>3</sup>。加えて、黒田総裁も11月13日、チューリッヒ大学（スイス）での講演にて、金利を下げすぎる結果、金融緩和効果が反転する可能性がある<sup>4</sup>と発言していた。第2次安倍政権発足後、デフレ脱却に向けた円高是正意欲は政府・日銀ともに強い。その上、日銀総裁の任期到来も迫る中、2%の物価安定目標達成が未だに見通せない現状、日銀が明示的に正常化へ踏み出すとは到底考えにくい。しかし、現時点で日銀はその物価安定目標達成時期を2019年度頃としている。オーバーシュート型コミットメント<sup>5</sup>を現在の政策の柱に据える日銀は、国債買い入れ政策をまだ何年も続けねばならないのが実情だ。国債保有残高に占める日銀の占有率が4割を超えている中、長期戦に備えようとするほど日銀は今後とも買い入れペースを落としていかざるを得ないだろう（第3図）。昨年、既に日銀の国債保有額の年間増加ペースが60兆円を下回ってきた。今後、日銀は一段と国債買い入れ額を減らす公算が大きい上、先に挙げた伏線があるだけに、減額が円安期待を削いだり、円高圧力を強める場面が度々みられそう。今後の日銀の真意をみる試金石は、欧米の長期金利上昇などに連れ、日本の10年物国債の利回りが0.1%に絡んできた場面だろう。昨年は指値オペにより、0.1%を上回る長期金利上昇を封じた日銀がたとえ数ベースであったとしても、上昇を容認すれば市場を動かす十分な変化と映る（第4図）。いずれにせよ、「日銀の緩和長期化」を以って円安を期待するのは、難しさを伴ってくるだろう。

## ドルも冴えない中、ドル円はダウンサイドリスクに要注意

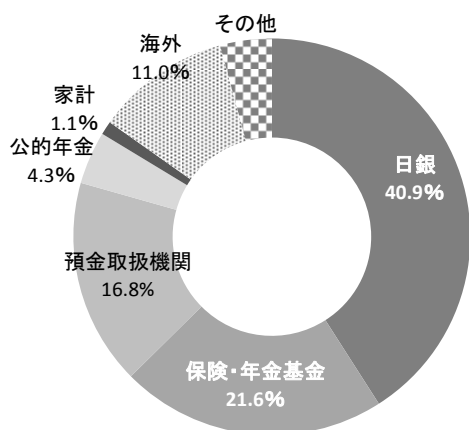
対する米ドルの冴えない動きも続く公算が大きい。市場が見込む3月の米利上げ確率が既に8割を超え、長期金利も一時は昨年3月以来となる2.6%近傍まで上昇。相応のドル高材料が揃っていたとも映るが、それでもドル安が進んだ事実は重い。多くの国の正常化が意識される中、相対比較が重視される為替市場において、もはや米国の利上げがドル固有の上昇材料とはなりにくくなってきたと考えられる。特に、長期金利に関して言えば、一段と上昇する場面がみられれば、「適温相場」も一因として高値での推移が続く米株式相場への下押しとなって、ドル円への重しともなりかねない。米経済はこれまでのところ好調を維持している上、ドル安円高が一段と進めば、本邦からの対外投資意欲が高まり、ドル円は下支えされようが、来週も引き続きドル円のダウンサイドリスクに要注意だ。

<sup>3</sup> 「政策変更の効果に確信が持てない限り、現状維持が適切」、「目標達成を急ぐあまり極端な政策をとると、金融不均衡の蓄積や金融仲介機能の低下といった副作用が生じる恐れがある」、「追加緩和に関しては、市場や金融機関への影響、政策の持続性などの観点から、プラスの効果より副作用のほうが大きい」など。

<sup>4</sup> 金利を下げすぎる結果、金融仲介機能が阻害され、金融緩和効果が反転 (reverse) する可能性があるとして、「リバーサル・レート」議論に言及したもの。詳細は [http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2017/ko171114a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2017/ko171114a.htm/)

<sup>5</sup> 安定的に2%の物価安定目標を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続するとのコミット

第3図:国債等の保有者内訳(17年9月末)



(資料)日銀より三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成  
国庫短期証券と国債・財投債の合計1,087兆円の内訳

第4図:日本の長期金利の動き



(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

予想レンジ

ドル円 : 110.00 ~ 112.75

チーフアナリスト 内田 稔



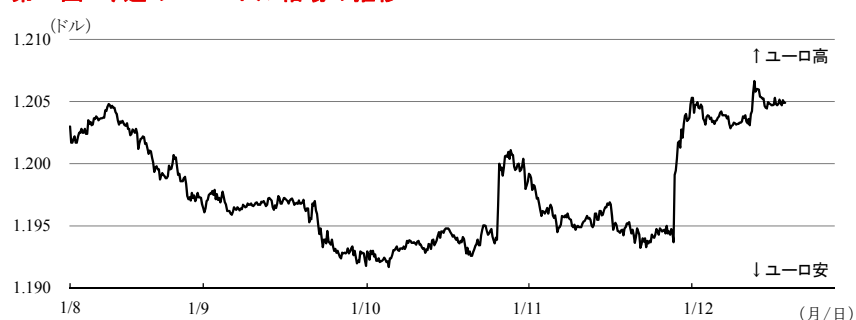
## (2) ユーロ：フォワードガイダンス修正の議論に注目

### 今週のレビュー

今週のユーロドル相場は 1.2038 で寄り付くと、主要通貨に対しユーロが売られ 1.19 台半ばまでじり安に推移して始まった。そうした中、日銀が金融調節で長期国債の買入を減額し量的緩和縮小との思惑が高まったことからクロス円が下落。ユーロ円の下げ幅が広がる中、ユーロドルも安値 1.1916 まで軟化した。但し、中国の外貨準備に関する報道を受けドル売りが強まったことや、ECB議事要旨の発表（後述）を受け、ユーロドルは高値 1.2066 まで反発した。

ユーロ円は 136.16 で寄り付くと、日銀による量的緩和縮小への思惑が燻る中、約 3 週間ぶりに安値 133.09 まで下落した。その後、ECB 議事要旨を受けユーロ円は 134 円台前半まで値を戻し同水準での推移が続いている。

第 1 図: 今週のユーロドル相場の推移



(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

### ECB 議事要旨 18 年初旬にフォワード ガイダンス修正の可能 性を指摘

ECB は 11 日、昨年 12 月に開催した理事会の議事要旨を公表した。理事会メンバーは、ユーロ圏の良好な経済成長を受け物価上昇への自信を深めていたものの、基調的な物価上昇が確認されるまで現行の金融緩和策を忍耐強く継続していく方針で一致した。

一方で、改善する経済指標に合わせ段階的にフォワードガイダンス<sup>1</sup>を更新する必要があるとの見方を示し、18 年の早い時期 (early in the coming year) に文言を修正する可能性を指摘した。

金融市場では、早ければ 25 日の理事会でフォワードガイダンスの変更に向けた議論が始まるとの金融政策正常化期待が高まった。欧州各国の国債利回りが上昇し、ユーロドルの買い戻しが優勢だ。

### 来週の見通し ECB 高官による発言が 続く

そうした中、来週はタカ派とされるオーストリア中銀のノボトニー総裁 (17 日) やドイツ連銀のバイトマン総裁 (18 日)、資産買入策の早期終了に理解を示すクーレ専務理事 (18 日) の発言が予定される。

<sup>1</sup> 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」

特に、クーレ専務理事の発言に注目が集まろう。昨年末 30 日にクーレ専務理事が「経済の状況を踏まえれば、17 年 10 月の資産買入政策の延長が最後になる合理的な可能性がある」と述べたことを受け、年初にユーロ高が進む場面がみられたからだ。資産買入策の長期化に対し改めて慎重な見方を示すと考えられ、金融政策正常化に向けた動きが加速するとの期待が高まりやすい。ユーロドルは、小じっかりに推移し下値不安が後退しよう。

## ECB による金融政策正常化に向けた動きは緩やかなペースを見込む

但し、ユーロドルは上値の重さも意識されることから、しばらくは方向感が出づらい展開を予想している。

ECB が目標とする 2% 近くの物価上昇達成が 2020 年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との見方が現時点で優勢だからだ。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ものの、その後の利上げやバランスシート縮小開始時期は当面見通すことが難しいと考えている。

また、ECB は急速な金利上昇やユーロ高に対し警戒感を示しているからだ<sup>2</sup>。さらに急速なユーロ高が進めば、市場を牽制することも考えられよう。

## ユーロドルは 1.21 台にかけて上値の重い展開を予想する

米商品先物取引委員会 (CFTC) によると、シカゴ・マーカンタイル取引所 (CME) の通貨先物市場における非商業部門 (いわゆる投機筋) のユーロ買い越し額が、2 日時点で 12 万 8 千枚だった。前週から 3 万 6 千枚増加し、1990 年のユーロ導入以来で最高となった。しかし、ユーロドルは年明け 5 日に 1.2089 まで上昇して以降、続伸を阻まれた格好だ。同水準では上値の重さが意識されやすい。

従って、ドイツでは連立政権を巡り協議<sup>3</sup>が続いていることや、米国債利回りが上昇していることも相俟って、ユーロドルは総じて方向感に乏しく推移しよう。

一方、ユーロ円は、日銀による量的緩和縮小への思惑をきっかけにクロス円で円高の流れが優勢であることから、上値の重い展開がしばらく続くだろう。もっとも、ECB による金融政策正常化への期待の高まりを受け、ユーロ円は続落を阻まれ反発した。世界の主要株価指数が底堅く推移していることも相俟って、ユーロ円の下値不安も幾分後退したといえそうだ。従って、ユーロ円も 134 円を挟んで方向感に乏しく推移しよう。

## 予想レンジ

ユーロドル : 1.1900 ~ 1.2150      ユーロ円 : 132.5 ~ 135.5

アナリスト 井上 雅文

<sup>2</sup> 17 年 6 月に開催された ECB 年次フォーラムでドラギ ECB 総裁が、「デフレ圧力はリフレ (reflationary forces) に変わった」「物価下押し要因は一時的要因 (temporary factors)」と発言したことが量的緩和策縮小に向けた地均しと受け止められ、欧州各国の国債利回りやユーロ相場が急騰するきっかけとなった。その後、ECB 理事会は、急速な金利上昇やユーロ高に対し警戒感を示してきた。

<sup>3</sup> ドイツのメルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟 (CDU/CSU) と第 2 党の社会民主党 (SPD) は、7 日から連立政権樹立に向けて予備協議を開始している。21 日に SPD が党大会を開催した後、本格的な連立協議を開始する予定。

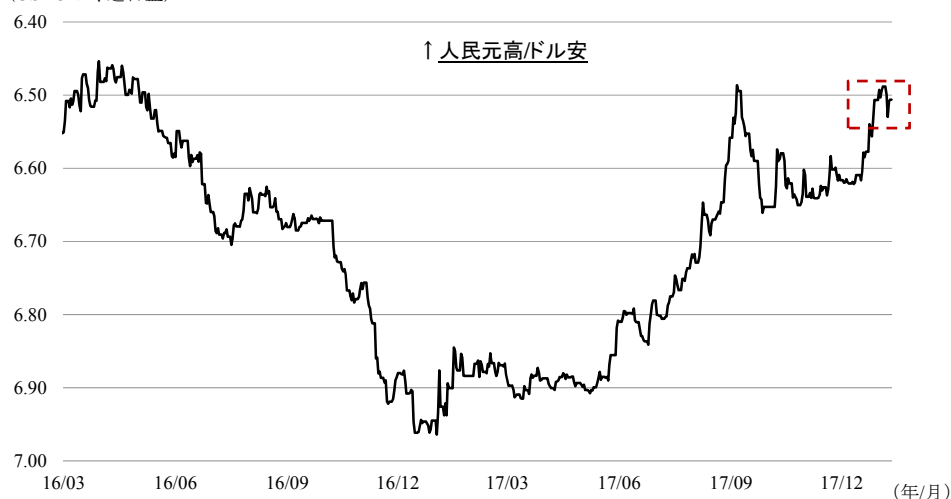
### (3) 人民元：上値の重い時間帯が継続か

#### 今週のレビュー

週初オンショア人民元相場（以下、人民元）は、高値 6.4760 で寄り付いた。しかし、週初にドルが堅調に推移したことに加え、対ドル基準値の算出方法見直しに関する報道<sup>1</sup>を受けて、人民元は安値 6.5385 まで下落した。週央にかけて中国の外貨準備と米国債に関する報道<sup>2</sup>を巡り、小反発する場面もみられた。もっとも、週を通して、元安方向に推移し、本稿執筆時点では 6.49 台で推移している（第 1 図）。

第 1 図：オンショア人民元相場の推移

(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

#### 対ドル基準値の算出方法を見直す

上述した基準値算出方法変更の背景には、①対ドルで 6.50 を超える元高に対する当局の牽制、②為替制度改革に向けた動き、③反循環的要素（カウンターシクリカル要素）の必要性の低下が挙げられるだろう。

まず、①に関して、昨年末以降ドル安が進み、人民元は対ドルで急速に上昇していた。その為、昨年 5 月に元安抑制策の一環として導入していた反循環的要素を解除することで、当局が元高を牽制したとみられる。こうした動きは、昨年 9 月に対ドルで 6.50 を上抜けた際にもみられた。PBOC は昨年 9 月 8 日に人民元安を抑制するために導入していた為替先物規制を緩和し、人民元は下落していた。この為、当方も 6.50 を超えた人民元高に対し、当局による何らかの人民元高牽制が意識され、上値が重くなるとみていた。

<sup>1</sup> ブルームバーグは 9 日に関係者の発言を引用する形で、PBOC が人民元の対ドル基準値の算出方法を変更したと報じた。具体的には、昨年 5 月に導入された反循環的要素を PBOC が事実上取り除くよう指針を修正し、既に変更されているとの内容。反循環的要素とは、PBOC が基準値算出に際して、公認銀行 14 行に「経済の基礎的諸条件や外為市場の動きに基づき」独自に係数を作成させ、PBOC がこれらの係数をまとめた数値を指す。この係数の算出方法が不透明であった為、それまで以上に PBOC が基準値設定に与える裁量余地が拡大し、元高に誘導するための元安抑制策とみなされていた。

<sup>2</sup> 中国の外貨準備を見直す当局者らが米国債の購入を減らすか停止することを勧告したとブルームバーグが 10 日に関係者の発言を引用する形で報じた。しかし、翌 11 日に SAFE がこの報道が間違った情報源を引用したか、偽情報の可能性があるとして声明を出した。

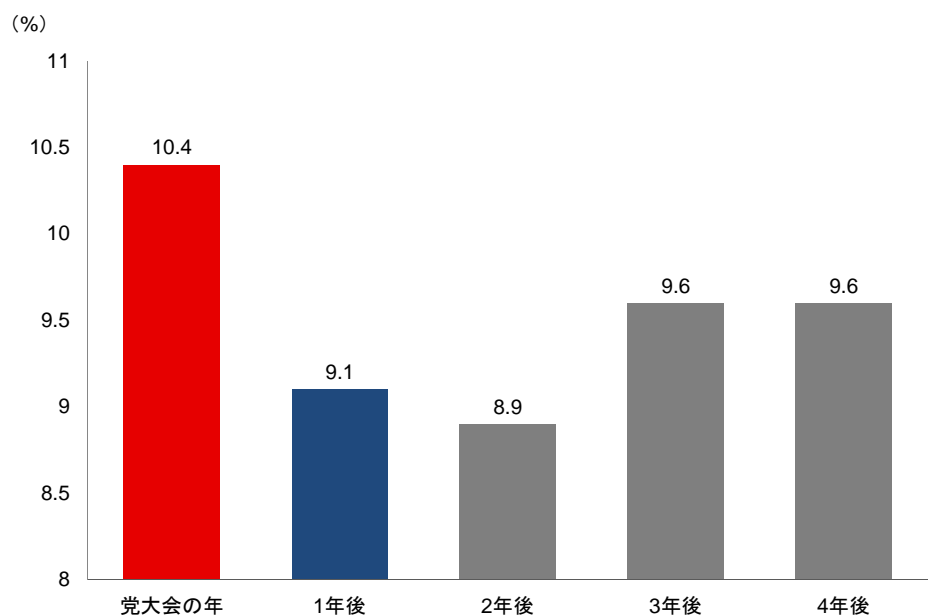
②については、反循環的要素の導入により、基準値を設定する際、PBOCによる恣意性が強まる恐れが指摘されるなど、為替制度改革とは逆行した動きとなっていた。今般の算出方法の見直しにより、PBOCによる裁量余地が低下し、変動幅拡大など人民元国際化に向けた前進が期待される。

③に関しては、反循環的要素は元安抑制のために導入されたが、もはや昨年5月のような元安水準では無くなっており、本政策の必要性が低下していた。資本流出規制が今後も十分に機能していく、とのPBOCの自信のあらわれとも取れる。

来週は中国の10-12月期のGDPが発表される。李克強首相が11日に2017年の実質GDP成長率が6.9%前後になるとの見解を示していたことに加え、共産党大会が開催された年は、他の年に比べ中国の実質GDP成長率が高くなる傾向がある(第2図)。この為、市場予想から大きく乖離することはなく、人民元相場への影響も限定的だろう。

従って、来週は当局による元高牽制への警戒感が燻る中、人民元は上値重く推移すると予想する。

第2図：実質GDP成長率の傾向(2002年~2016年の平均)



(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

予想レンジ

ドル人民元：6.4500 ~ 6.5500 人民元円：16.80 ~ 17.30

リサーチアシスタント 平松 誠基

## 来週の主な経済指標

				予想	前回
15日(月)		米	市場休場		
	19:00	ユ	貿易収支(季調済、11月・億ユーロ)		190
16日(火)	22:30	米	ニューヨーク連銀景況指数(1月)	18.50	18.00
17日(水)	8:50	日	機械受注(前月比、11月)	▲ 1.2%	5.0%
	16:00	ユ	EU新車登録台数(前年比、12月)		5.9%
	23:15	米	鉱工業生産(前月比、12月)	0.4%	0.2%
	23:15	米	設備稼働率(12月)	77.3%	77.1%
18日(木)	6:00	米	証券投資収支(11月、億ドル)		232
	16:00	中	実質GDP(前年比、4Q)	6.7%	6.8%
	16:00	中	鉱工業生産(前年比、12月)	6.1%	6.1%
	16:00	中	小売売上高(前年比、12月)	10.2%	10.2%
	16:00	中	都市部固定資産投資(年初来累計/前年比、12月)	7.1%	7.2%
	22:30	米	新規失業保険申請件数(1/13・万件)		26.1
	22:30	米	住宅着工件数(12月・万件)	127.0	129.7
	22:30	米	建設許可件数(12月・万件)	129.5	130.3
	22:30	米	フィラデルフィア連銀景気動向指数(1月)	23.0	27.9
19日(金)	18:00	ユ	経常収支(季調前、11月・億ユーロ)		359
20日(土)	0:00	米	ミシガン大消費者信頼感指数(1月速報)	97.0	95.9

## 中央銀行関連

15日(月)	9:30	日	黒田・日銀総裁挨拶(支店長会議)
16日(火)			
17日(水)	17:55	ユ	ノボトニー・オーストリア中銀総裁講演
18日(木)	4:00	米	地区連銀経済報告
	5:00	米	エバンス・シカゴ連銀総裁講演
	6:30	米	メスター・クリーブランド連銀総裁討論会参加
	17:15	ユ	バイトマン・ドイツ連銀総裁講演
	23:30	ユ	クレー・ECB専務理事講演
19日(金)			
20日(土)	3:00	米	クオールズ・FRB副議長講演

## その他

15日(月)		ユ	欧州議会本会議(~18日)
16日(火)			
17日(水)	19:35	ユ	30年債入札(ドイツ)
18日(木)	18:50	ユ	国債入札(フランス)
19日(金)	3:00	米	10年インフレ連動債入札
		米	2018年度暫定予算終了

※市場予想は Bloomberg 調査中央値  
時刻は日本時間

\*印は作成日(1/12)現在で未確定のもの

# マーケットカレンダー

月	火	水	木	金
<b>2018/1/15</b> ユーロ圏/貿易収支(11月)  日・黒田日銀総裁挨拶 欧州議会本会議(～18日) 米市場休場	<b>16</b> 米/NY 連銀景況指数(1月)	<b>17</b> 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・シカゴ連銀総裁講演 米・クリーブランド連銀総裁討論会	<b>18</b> 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) 中/GDP(4Q) 鉱工業生産(12月) 小売売上(12月) 都市部固定資産投資(12月)  米・10年 TIPS 債入札	<b>19</b> 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・クオールズ FRB 副議長講演 米・2018年度暫定予算終了
<b>22</b> 日/日銀金融政策決定会合 (～23日)  ユーロ圏財務相会合	<b>23</b> ユーロ圏/消費者信頼感指数 速報(1月) 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・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	<b>24</b> 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・5年債入札	<b>25</b> 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・7年債入札	<b>26</b> 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)
<b>29</b> 米/個人所得・消費支出(12月) 独/小売売上(12月)*	<b>30</b> 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・大統領一般教書演説	<b>31</b> 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) 中/製造業 PMI(1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)	<b>2/1</b> 米/労働生産性速報(4Q) 建設支出(12月) ISM 製造業景気指数(1月) 自動車販売(1月)*	<b>2</b> 米/雇用統計(1月) 製造業受注指数(12月) ユーロ圏/生産者物価指数 (12月)  米・イエレン FRB 議長任期満了 [3日]
<b>5</b> 米/ISM 非製造業景気指数(1月) ユーロ圏/小売売上(12月)  欧州議会本会議(～8日)	<b>6</b> 米/貿易収支(12月) 求人労働異動調査(12月) 豪/RBA 理事会	<b>7</b> 米/消費者信用残高(12月) 独/鉱工業生産(12月) 英/MPC(BOE 金融政策委員会、 ～8日) MPC 議事録 インフレーションレポート 日/景気動向指数速報(12月)	<b>8</b> 独/貿易収支(12月) 英/MPC(BOE 金融政策委員会) MPC 議事録 インフレーションレポート 中/貿易収支(1月) 日/国際収支速報(12月) 対外対内証券売買契約等 の状況(1月) 景気ウォッチャー調査(1月)	<b>9</b> 中/消費者物価指数(1月) 生産者物価指数(1月)  冬季五輪開幕(韓国)

\*印は作成日(1/12)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



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せよう、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おります。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。