

2017年USD/JPY見通し

2016年12月19日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部
藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

USD/JPY 見通し(先行き12ヶ月)を113で据え置き、これをもって2017年のUSD/JPY予想とする。2017年のUSD/JPYは米経済の回復期待を背景に120を突破する場面が予想される一方、USD高による米経済への悪影響、新興国不安(含む人民元安)、原油価格下落が再発する可能性があり、そうした局面では105程度まで下落するとみられる。2016年と同様、年間の値幅はかなり大きくなりそうだが、中心的な予想は113が妥当と判断する。

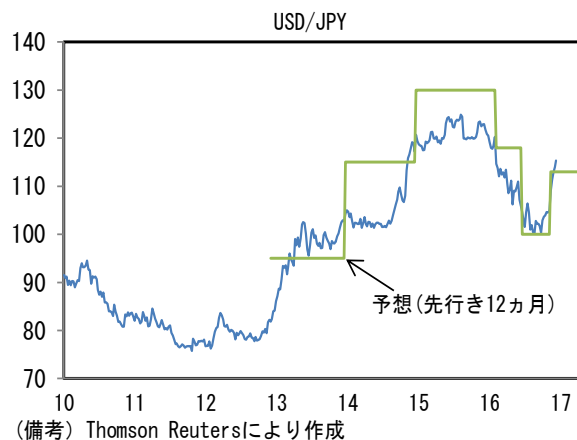
2017年に予想されるUSD/JPY上昇・下落シナリオは以下のとおり。

<USD/JPY 上昇シナリオ>

- ・新政権下で米経済の成長率が上向き、「強い米国・強いUSD」が正当化される。
- ・FEDが「高圧経済」実現に向けて極めて緩やかな引き締め姿勢を貫くことで投資家の楽観が続く。
- ・USD高とコモディティ価格上昇が併存し、新興国経済への不安が抑制される。
- ・日銀が現行パッケージを維持した上で、株式市場・債券市場への介入を続ける。
- ・中国の人民元相場、マクロファンダメンタルズ、各種金融環境が安定を保つ。
- ・欧州諸国で「ユーロ離脱」が現実味を帯びないこと。

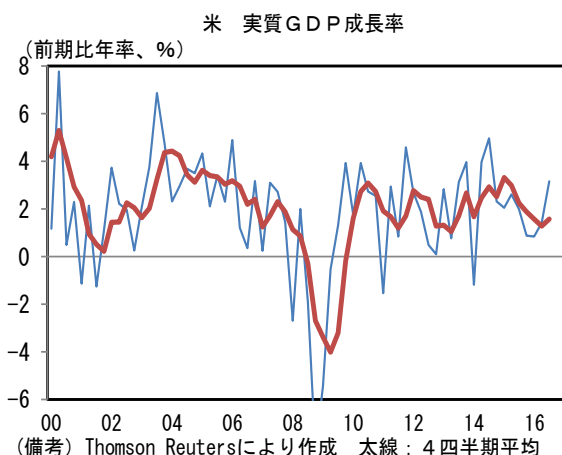
<USD/JPY 下落シナリオ>

- ・新政権の政策不透明感が増幅し、米経済が減速する。
- ・FEDが過度に楽観的になり、市場参加者の予想を上回る引き締めを断行する。
- ・USD高によって米国の企業収益が蝕まれ、企業支出(設備投資・人件費)が減少する。
- ・USD高・米金利上昇が新興国経済への打撃となり、2016年2月と同様の惨事を招く。
- ・日銀がマイナス金利を深掘する、或いは10年金利の誘導目標を引き下げる。
- ・人民元相場下落を起点に中国経済の不安が噴出。
- ・欧州で「ユーロ離脱の国民投票」が現実味を帯びる。

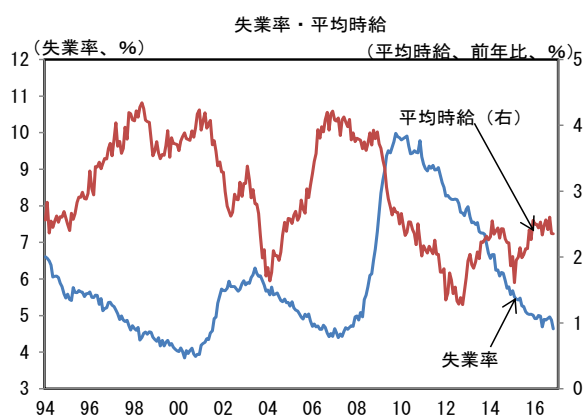


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

上記の楽観・悲観シナリオはそれぞれ実現する可能性が高いが、最重要ポイントは米国経済およびFEDの動向となる。弊社米国担当は米経済の実質GDP成長率を2017年+2.5%、2018年+2.4%と潜在成長率を上回る伸びを予想。完全雇用に近い状態で更なる景気刺激策が発動されれば、潜在成長率の達成は容易だろう。新政権の舵取りは不透明感が強いものの、FEDが過度な引き締めを断行するようなことがなければ、米経済は成長加速が見込まれ、世界経済を牽引しよう。こうしたファンダメンタルズ改善を伴っていれば「強い米国、強いUSD」が正当化されるだろう。

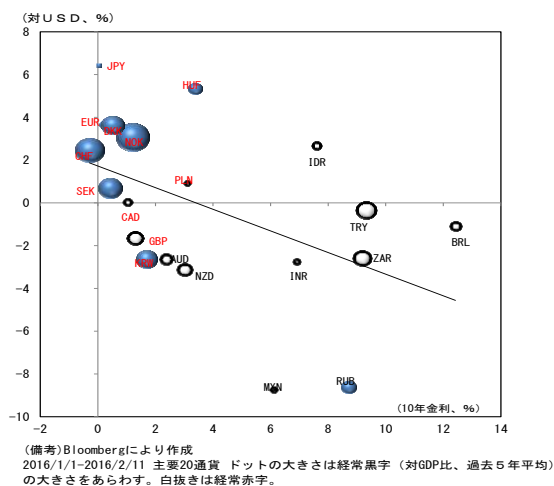
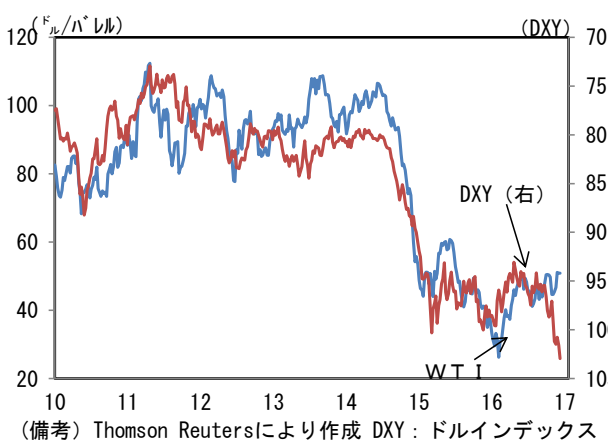
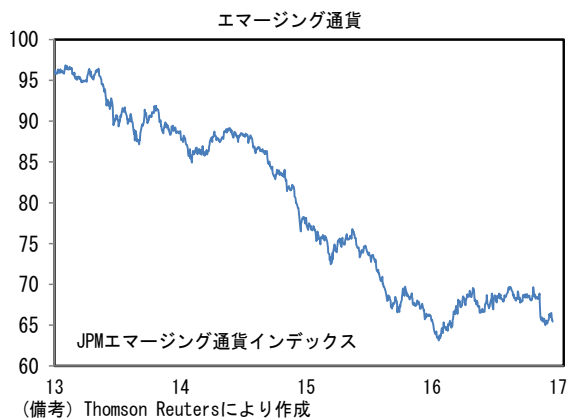
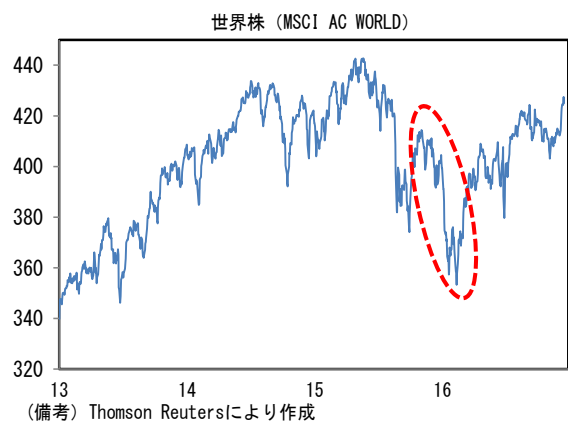


このように楽観的な展開となった場合、USD/JPYは120突破はおろか125を超えても不思議ではない。筆者はUSD/JPYが125-130レベルに到達する可能性を現時点で10%程度と小さく見積もっているものの、イエレン議長が「高圧経済」を目指すとして明確に打ち出せば、その確率は上昇する。一般的に完全雇用下における財政刺激は、中銀にとって許容できないレベルのインフレ圧力を生じさせ得るため、強い金融引き締めを意識させるが、イエレン議長が「高圧経済」を目指すとのシグナルを発すれば、景気引き締めの優先順位が劣後することを投資家が織り込むので、リスクテイク志向が強まる。そうした下では、世界的な株価上昇を横目に先進国マイナス金利通貨が全面安となる一方、資源・新興国通貨が堅調に推移するのが基本。日米金利差はさほど拡大せずとも、USD/JPYは鋭く上昇すると予想される。なお高圧経済とは、その実現が金融危機後の長期停滞からの脱出手段として有力であるとの考えに基づいており、最近になってFED内部で真剣に議論されているとみられるものである。

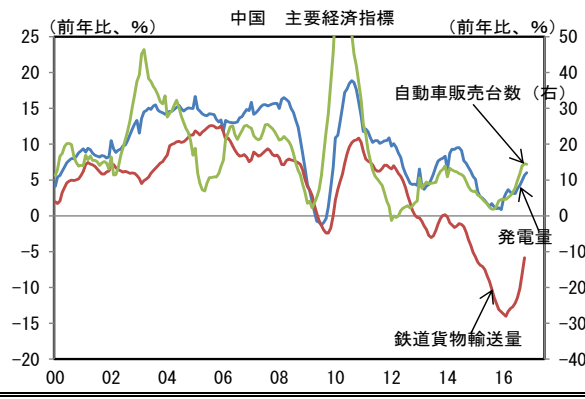
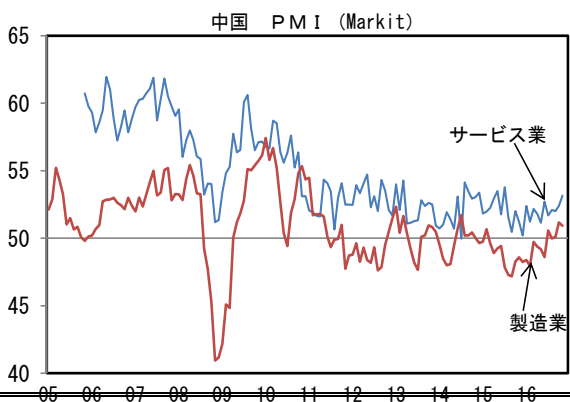


一方、USD高による米国経済への打撃、新興国不安（含む人民元安）、原油価格下落が再発することが十分に想定され、そうした局面では世界的株安の中でUSD/JPYは下落が想定される。FEDが過度に景気を楽観視することで、米長期金利上昇・新興国通貨安が顕著になった時は特に警戒モードを強めるべきだろう。USD/JPY上昇を望む向きは、FEDの利上げパス引き上げを歓迎しがちだが、既に米金利上昇・USD高傾向が顕著になっている現段階において、その傾向に拍車をかけるようなシグナルは却

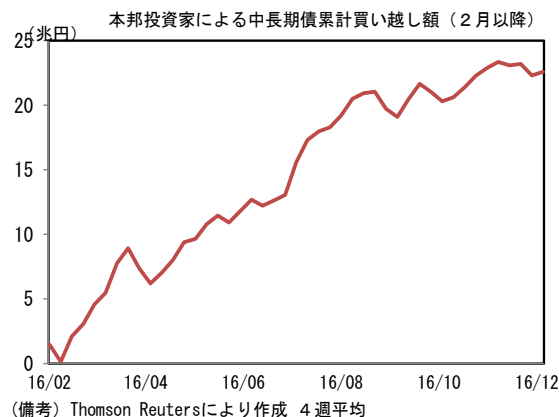
って投資家のリスク許容度低下に繋がりがねない。それが引き金となって米経済が減速したり、新興国不安が惹起されたりすれば、「FEDの引き締め→円安」というストーリーは台無しになる。リスクオフ下では、経常黒字・マイナス金利という逃避通貨の条件を満たすJPYが買われ易く、実際、2016年1月から2月中旬にかけてのグローバルリスクオフ局面ではそうした傾向が顕著になった。今回もそのパターンに陥る可能性に注意したい。筆者はUSD/JPY 下値メドとして105程度を想定している。



当時との比較で中国経済の不安が抑制されていることは安心材料だが、その反面、F E Dの引き締め効果を減殺していたE C Bと日銀の追加緩和（観測）がないことは盲点になりがちだ。2016 年秋頃まではE C B、日銀の追加緩和によって溢れ出た資金が米債市場に向かうことで米長期金利に低下圧力がかかり、それが間接的に米経済をサポートしていたが、もはやそうした資金フローは期待できない。このことは、日米金利差拡大を通じたUSD/JPY 上昇を意識させる一方、米長期金利上昇による引き締め効果をより強く意識させ、最終的にUSD/JPY 下落要因になるとみられる。米経済への打撃、新興国不安が惹起されれば、USD/JPY は日米金利差拡大で説明できない下落を示すだろう。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。**(備考)** Thomson Reuters 等により作成された経済研究経団調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任を負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



最後に日銀の金融政策の影響を考えたい。日銀は2016年9月21日にイールドカーブコントロール、オーバーシュート型コミットメントを導入し、2%目標達成に向けた「長期戦」へと移行した。10年金利を0%に誘導し、米金利主導の日米金利差拡大を狙うことでUSD/JPY上昇に繋げようという試みは目下のところ成功裏に終わっているように見える。こうした取組みは少なくとも2017年一杯は続くと思われる。日銀はそのための技術的調整のみに終始するだろう。これまで日銀は円高局面で「救世主」的な役割が期待され、実際、それに応えるような形で追加緩和を講じてきたが、もはや追加緩和は見込まれない。

このようにUSD/JPYは米国主導の展開が見込まれ、FEDの金融政策次第で大幅な変動が予想される。2016年と同様、年間の値幅はかなり大きくなりそうだが、現時点での中心的予想は113が妥当と判断する。また、今後、この予想に修正を加えるタイミングとしては3月FOMC前後が考えられる。その頃には3月FOMCにおける追加利上げの有無が市場の中心的話題となっている可能性が高く、FED高官も、今よりもはっきりとしたシグナルを発することが見込まれるからだ。そして、その頃にはトランプ新政権の経済政策も一部明らかになっていることだろう。