
為替相場展望

2016年5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
- ◆潮目が変わったドル円相場 p. 2
- ◆ユーロ圏の大幅な経常黒字が阻むユーロ安 p. 3
- ◆ドル円、ユーロ相場の見通し p. 4
- ◆内外市場データ p. 5

調査部 マクロ経済研究センター
研究員 井上 肇 (Tel : 03-6833-0920 Mail : inoue.hajime@jri.co.jp)

◆本資料は、2016年5月9日9:00時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

米国の追加利上げ観測の後退を受けたドル安地合いが持続。日銀の追加緩和見送りもあり、対円ではドルが急落。

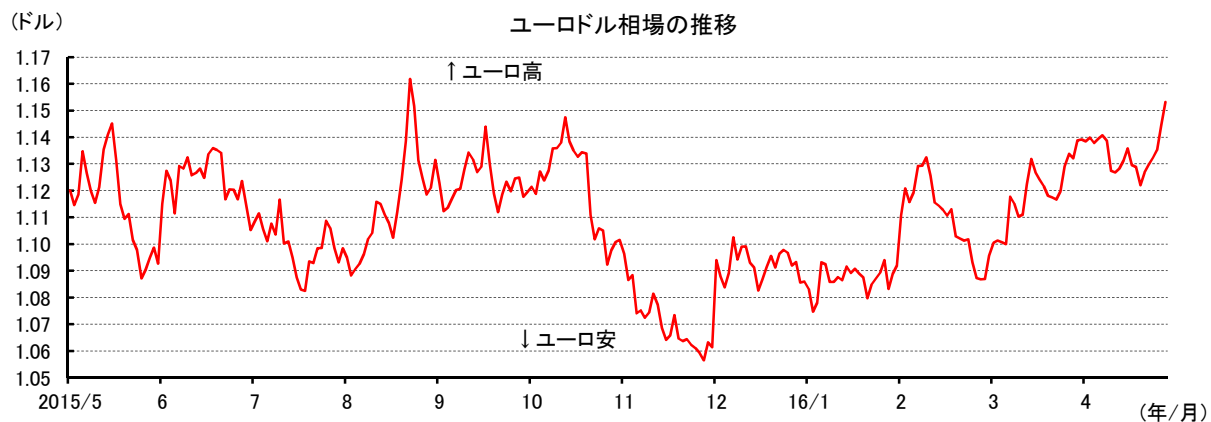
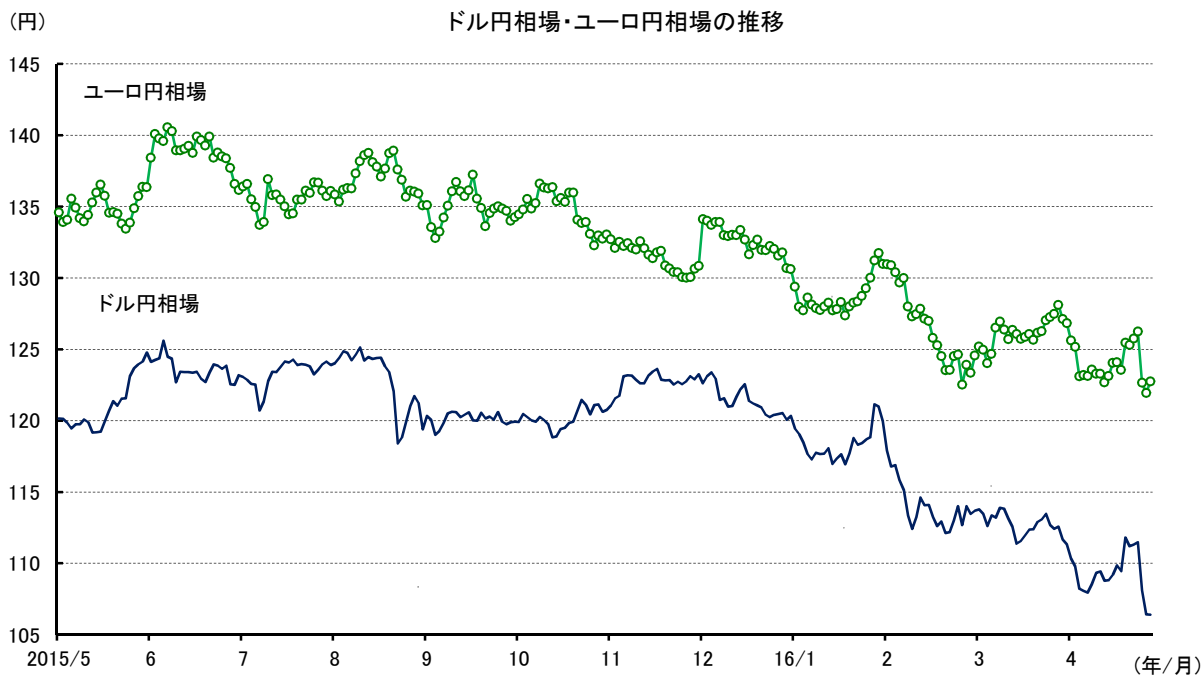
◆ 4月のドル円相場

米F R Bの追加利上げ観測の後退を受け、ドル安地合いが続くなか、5日付の米紙での安倍首相の人民元を念頭においた為替介入けん制発言が円高容認と受け止められ、7日には107円台まで円が急騰。8日の麻生財務相の円高けん制発言等を受けて、一方的な円高に歯止めがかかり、109円台まで円安に振れたものの、15日に米財務長官が日本の為替介入をけん制する発言をしたことから、18日には再び107円台へ。その後、22日に一部通信社が日銀の追加緩和検討を報じたことを受けて、追加緩和期待が高まり、一旦は111円台後半まで円安が進行したものの、28日の日銀金融政策決定会合では、市場予想に反して追加緩和が見送られたことから、106円台前半まで円が急騰。

◆ 4月のユーロ相場

対ドルでは、上旬は米F R Bの追加利上げ観測の後退がドル安材料となる一方、ドラギE C B総裁など複数のE C B高官からの追加緩和に前向きな発言がユーロ安材料となり、1.14ドルを挟んで一進一退の展開。その後、12日にロシアとサウジアラビアが原油の増産凍結で合意したとの報道等を背景に、原油価格が持ち直すなか、リスク選好の動きが強まり、1.12ドル台半ばまでユーロが下落。17日の主要産油国会合では増産凍結が見送られたことから、原油価格が下落に転じ、それに伴い、1.13ドル台後半までユーロが強含んだものの、21日のE C B理事会後のドラギ総裁会見で、これまでの金融緩和スタンスに変化がないことが確認されたことから、再び1.12ドル台前半までユーロ安が進行。月末にかけては、27日の米F O M Cで追加利上げの手掛かりが得られなかったこと等から、1.14ドル台後半までユーロが上昇。

対円では、15日に米財務長官が日本の為替介入をけん制する発言をしたことから、18日には122円割れまでユーロ安が進行。その後、22日に日銀の追加緩和期待が高まり、126円台までユーロ高に振れたものの、28日の日銀金融政策決定会合で追加緩和が見送られたことから、121円台まで円が急騰。



(資料)Bloomberg L.P.

円安シナリオの前提に変化。ただし、短期的には投機的な円買いの巻き戻しにより、円安に振れる可能性も。

◆リスクオフだけが円高の原因ではない

春先以降、リスク回避の動きが後退したにもかかわらず、ドル円相場は、昨年末対比大幅な円高水準での推移が持続。もはやリスク回避の動きだけを本年入り後の円高の理由にすることは難しく、2012年以降の円安を支えてきた「日米の金融政策の方向性の違い」と「円売りに傾く為替需給環境」に変化が起きていることにも目を向ける必要。

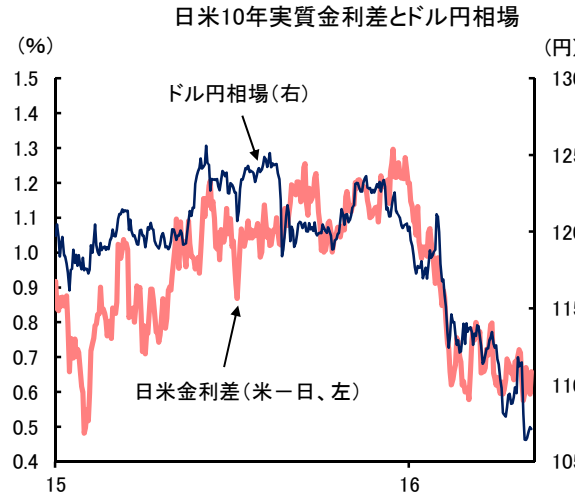
昨年12月に米FRBが利上げを開始する一方、今年1月末に日銀がマイナス金利政策の導入を決定するなど、日米の金融政策の方向性の違いが一段と鮮明になったにもかかわらず、円高ドル安方向への大幅な揺り戻しが発生。米国では、国際金融市場の混乱や中国をはじめとした世界景気の先行き懸念の高まり等を受けて、FRBの追加利上げ観測が後退するなか、名目金利が低下すると同時に、資源価格の下げ止まりを受け期待インフレ率が持ち直し、実質金利が低下。他方、日本では、日銀がマイナス金利を導入したものの、名目金利の低下余地が限られる一方、期待インフレ率は上向かなかつたことから、実質金利は高止まり。この結果、日米実質金利差が縮小したことが円高ドル安に作用した公算大。

加えて、為替需給環境も変化。2014年半ば以降、原油安によるエネルギー輸入額の減少等により、わが国貿易赤字は縮小基調となり、本年入り後は黒字基調が定着。経常黒字も東日本大震災前の水準まで回復。貿易・経常取引面からの円買い圧力が戻りつつある状況。

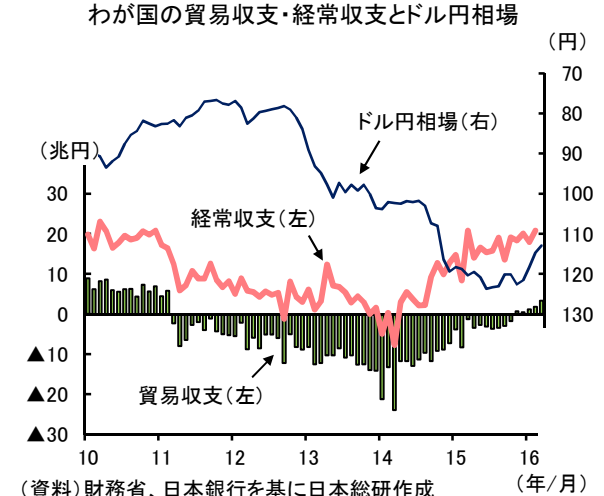
◆購買力平価への回帰か

ドル円相場においては、1985年のプラザ合意以降、日米の企業物価を基に算出した購買力平価が概ね円安の上限。ところが、2012年以降の円安局面では、企業物価基準の購買力平価を大幅に上回る水準まで円安が進行。この要因として、①日銀が積極的な金融緩和を続けるなかで、日本の物価上昇率が上向き、購買力平価が円安方向に調整されるとの期待を先取りした動きが生じたこと、②1981年以降一貫して黒字となっていたわが国の貿易収支が2011年に31年ぶりに赤字に転じたこと、などを指摘可能。もっとも、足許、日本の物価上昇率が上向かず、貿易黒字が戻りつつあることを踏まえると、購買力平価を大幅に上回る円安は正当化し難くなっている状況。

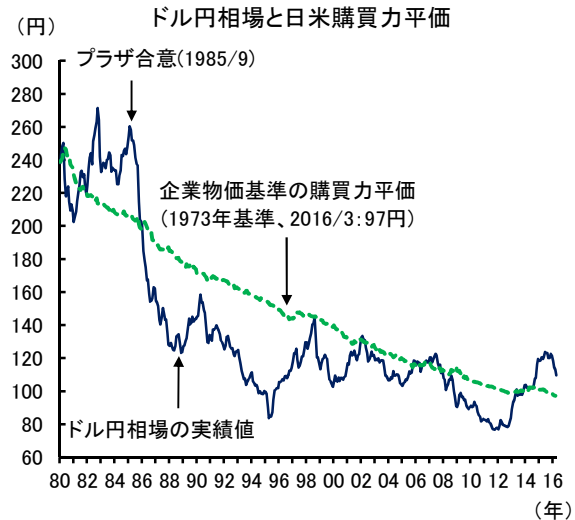
ただし、投機筋の動向を示唆するIMM通貨先物取引（非商業部門）をみると、足許、円買い持ちポジションが歴史的な高水準。今後、FRBの追加利上げ観測の高まりや、わが国政府・日銀の円売り介入、追加緩和観測の高まりなどをきっかけに、投機筋の円買い持ちポジションの巻き戻しが生じれば、短期的に円安に振れる可能性も。



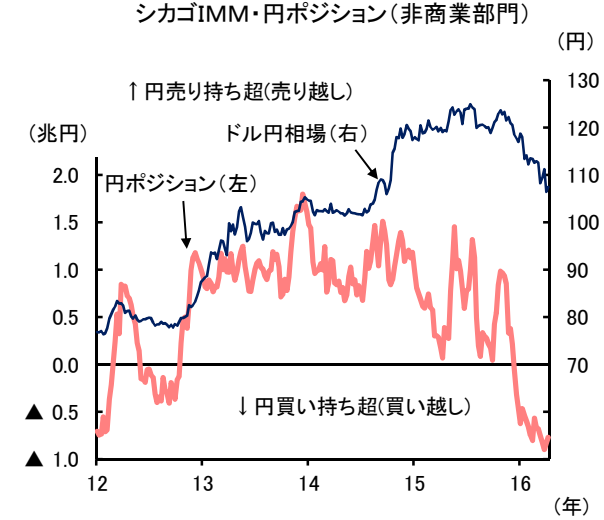
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成 (年/月)
(注)実質金利差は、日米の物価連動国債利回りから算出。



(資料)財務省、日本銀行を基に日本総研作成 (年/月)
(注)貿易収支は通関ベース。貿易収支、経常収支は季節調整済年率換算値。



(資料)米労働省、FRB、日銀を基に日本総研作成



(資料)米CFTC、Bloomberg L.P.

ユーロ高傾向が続けば、ECBが追加緩和に踏み切る可能性が高まり、ユーロ高を抑制。

◆大幅な経常黒字がユーロ相場を下支え

ユーロ相場は底堅い推移が持続。ユーロ圏では、証券投資を通じた大幅な資金流出が続く一方で、大幅な経常黒字に伴うユーロ高圧力が続いていることや、投機的なユーロ売りの巻き戻しが生じていることなどがユーロを下支えしている公算大。

ユーロ圏の経常黒字の大半を稼いでいるのはドイツ。ドイツの大幅な経常黒字は、国内経済部門の貯蓄過剰と表裏一体の関係。ドイツにおける各経済部門の資金過不足を示す貯蓄・投資バランスをみると、家計・非金融企業の貯蓄過剰（＝消費・投資不足）が定着しているほか、足許にかけて政府部門も貯蓄過剰（＝財政黒字）に。こうした国内経済部門の貯蓄過剰を海外部門の貯蓄不足（＝経常黒字）に振り向けているという構図。

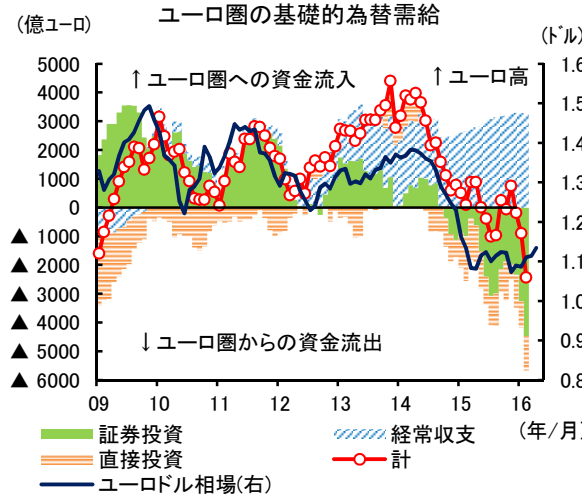
こうした構図を踏まえると、リスク回避的な状況が生じると、ユーロ高とそれに伴うディスインフレ圧力が生じやすく、それを緩和するためには、ドイツが財政支出の拡大等を通じて内需を刺激し、経常黒字を減らしていく必要。もっとも、ドイツは、米国やIMFなどから内需拡大に向けた財政支出拡大をこれまで再三求められてきたにもかかわらず、財政支出に消極的な姿勢を堅持(注)。ドイツが大半を稼ぐユーロ圏の大幅な経常黒字は容易には是正されず、経常黒字に伴う通貨高圧力は残存し続ける見込み。

◆ユーロ高が続けば、ドイツより先に南欧諸国が苦境に

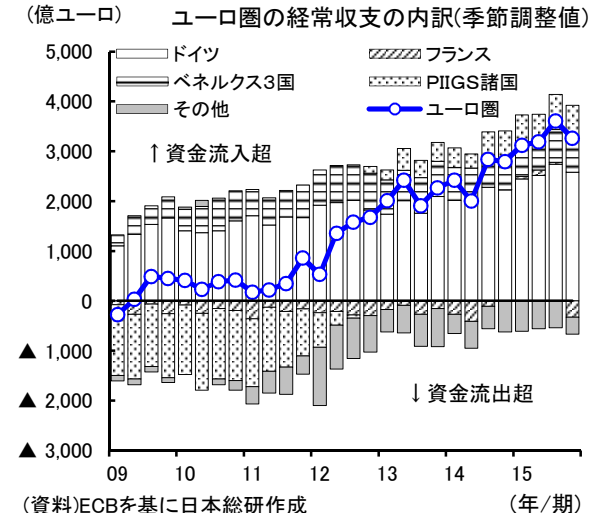
本来、大幅な経常黒字を抱える国・地域の通貨は上昇し、輸出競争力の低下を通じて輸出が減少、ないしは鈍化し、経常黒字幅が縮小。もっとも、対外競争力の異なる複数の国が単一通貨を用いるユーロ圏で通貨高傾向が続けば、ドイツよりも先に他の加盟国が輸出競争力の低下などに直面し、景気回復の足かせとなるのが実情。ユーロ圏各国の単位労働コストからユーロの対ドル相場の適正水準を試算すると、足許のユーロ相場はドイツにとって大幅な割安水準にある一方、南欧諸国にとってはようやく適正水準に是正された状況。

当面、ECBは3月に決定した緩和策の効果を見極める姿勢を続けると予想されるものの、ユーロの上昇傾向が続けば、ECBが追加緩和に踏み切る可能性が高まり、ユーロの上値を抑制する要因に。

(注) 米財務省は4月29日、貿易相手国の通貨政策を分析した半期為替報告書を公表し、中国、日本、ドイツ、韓国、台湾の5ヵ国・地域を「監視リスト」に指定。中国、日本、ドイツ、韓国の4ヵ国は、対米貿易黒字が大きくなり、かつ経常黒字が大きいことが理由。

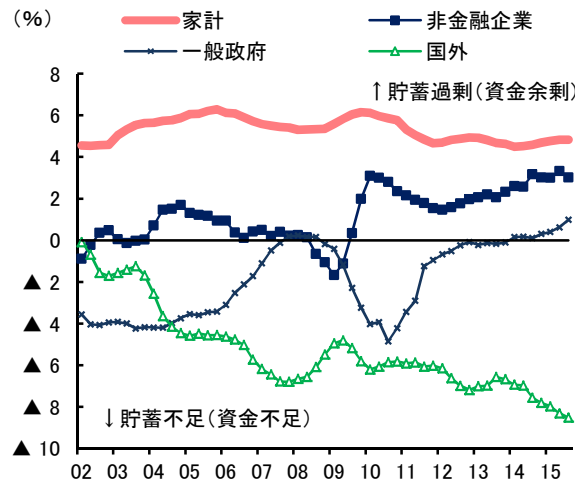


(資料)ECB、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)いずれも12ヵ月累計。



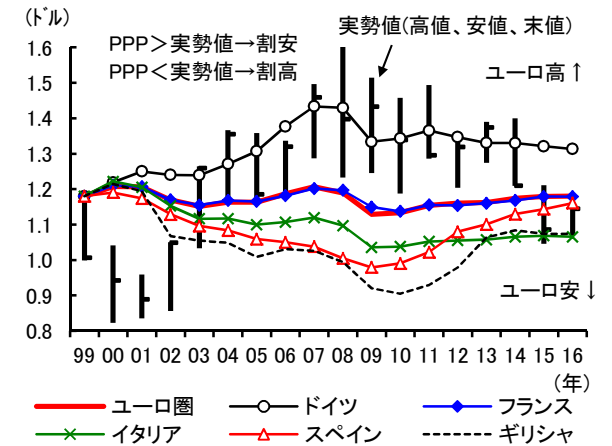
(資料)ECBを基に日本総研作成
(注)季節調整済年率換算値。

ドイツの貯蓄・投資バランス(資金過不足の対名目GDP比)



(資料)ECBを基に日本総研作成 (年/期)

ユーロ圏加盟国の購買力平価(PPP)とユーロドル相場



(資料)OECD、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)単位労働コスト(ULC)ベース。1999年初のユーロドル相場を基準。2016年の実勢値は4月末まで。

年央頃にかけて再びドル高が進む展開を見込むものの、その後はドル高一服へ。

◆ドル円相場：年央頃にかけて円安に振れる展開を見込むも、その後は円高トレンドへ

米FRBが追加利上げに慎重な姿勢を続けるなか、当面はドルの上値の重い展開が続く見込み。

米国景気の回復が持続し、かつ、海外景気や国際金融情勢に対する懸念が一段と和らぐなかで、FRBが追加利上げに前向きな姿勢を示すようになれば、円安ドル高に振れやすくなる見通し。

もっとも、①米利上げや中国景気の減速等を警戒した投資家のリスク回避姿勢が完全に払拭されるとは考えにくいこと、②わが国の貿易収支が黒字化し、貿易面からの円買い圧力が戻りつつあること、③米民主、共和どちらの候補が大統領に就任した場合でも、ドル高には寛容ではない米政権の誕生が見込まれること、等から、その後は円高トレンドへ。

◆ユーロ相場：年央頃にかけてユーロ安に振れる展開を見込むも、その後はユーロ反発地合いへ

対ドルでは、米FRBの利上げペースが慎重化するなか、当面はユーロの底堅い推移が続く見込み。年央頃にかけてFRBが追加利上げに前向きな姿勢を示すようになれば、ユーロ安に振れやすくなる見込み。

もっとも、今後も米利上げや中国景気の減速等を警戒して金融市場が折に触れて不安定化する公算大。こうした場面では、ユーロキャリートレードの巻き戻しが生じると予想されるほか、対外証券投資の増勢が鈍化し、ユーロ圏の大幅な経常黒字に伴うユーロ買い圧力が顕在化しやすくなる可能性があり、総じてみればユーロ高傾向の展開となる見込み。

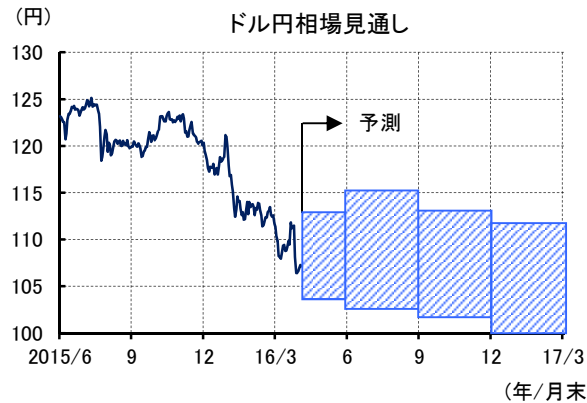
対円では、①日欧ともにデフインフレ傾向のもと、金融緩和の長期化が予想されること、②足許にかけて日本の貿易赤字が大きく縮小し、2011年以降みられた「貿易赤字が拡大する日本」と「貿易黒字が拡大するユーロ圏」というユーロ高を示唆するような為替需給面でのコントラストが薄らいでいること、等から、現行水準を中心に方向感を欠いた展開が続く見込み。

ただし、欧州では、英国のEU離脱問題や、難民流入、テロ問題などの難題を抱えており、これらに対する懸念が強まる場面では、一時的にユーロ安圧力が強まる恐れも。

ドル円相場見通し

	2016年				2017年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	115.26	109	110	108	106
(高値)	121.87	113	115	112	110
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	110.66	104	104	102	100

予測



ユーロ円相場見通し

	2016年				2017年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	127.12	124	123	123	123
(高値)	132.36	130	130	130	130
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	122.06	116	116	116	116

予測

ユーロドル相場見通し

	2016年				
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	1.103	1.14	1.12	1.14	1.16
(高値)	1.141	1.19	1.17	1.19	1.21
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.071	1.09	1.07	1.09	1.11

予測

