
為替相場展望

2016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

- ◆ドル円、ユーロ相場の回顧・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 1
- ◆米追加利上げ観測の高まりを受けたドル円相場の行方・・・・・・・・ p. 2
- ◆米ドル主導の展開が予想されるなかでユーロ円相場はどう動くのか・・・・・・・・ 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6月2日9:00時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

上旬は対円、対ユーロでドル安が加速したものの、中旬以降はドルが底堅さを増す展開。

◆5月のドル円相場

4月28日に日銀が市場予想に反して追加緩和を見送ったことを受けて円高相合いとなるなか、29日に米財務省が為替報告書を発表し、日本を為替政策の「監視リスト」に指定したことや、米景気指標が市場予想を下回ったことなども加わり、5月3日には105円台半ばまで円高が加速。もっとも、9日に麻生財務相が為替介入の用意があると発言したことなどから、109円前後の水準まで円高が反落。さらに、18日に公表された4月米FOMC議事録においてほとんど（most）の参加者が6月会合での追加利上げの可能性を意識していたことが判明したほか、FRB高官からの追加利上げに前向きな発言が相次いだことなどから、110円前後までドルが上昇。月末にかけては、わが国の消費増税先送り観測等を背景にした株高を受けてリスク選好の動きが強まり、一時111円台まで円安ドル高が進行。

◆5月のユーロ相場

対ドルでは、2日の市場予想を下回る米ISM製造業景気指数などを手掛かりに、3日に一時1.16ドル台までユーロが上昇。もっとも、良好な米ISM非製造業景気指数などを受けてユーロ高が一服すると、中旬以降は18日の米FRBが公表したFOMC議事録やFRB高官発言などを受けて6月会合での追加利上げ観測が高まり、月末にかけて1.11ドル台までユーロが下落。

対円では、日銀が4月28日に追加金融緩和を見送った後の円高の流れが続くなか、5月6日に一時121円台半ばまでユーロが下落。もっとも、9日に麻生財務相が為替介入の用意があると発言したことなどから、124円台半ばまでユーロが反落。月後半は、市場参加者の関心が米追加利上げ時期に向かうなか、122円台から124円台で方向感を欠いた展開が持続。



(資料)Bloomberg L.P.

当面はドルが強含みやすいものの、昨年央までのような大幅な円安ドル高は見込み薄。

◆当面の焦点は日米の為替対立から米追加利上げ時期へ

米財務省は4月29日に公表した為替報告書において、中国、韓国、台湾、ドイツとともに日本を為替政策の「監視リスト」に指定し、実質的に日本の為替介入を牽制。これに対し、麻生財務相は、「日本の為替政策は（米為替報告書に）制約を受けない」「介入の用意がある」と発言するなど、日米の為替を巡る対立が先鋭化。もっとも、5月18日に米FRBが公表した4月FOMC議事録などを受けて、6月追加利上げ観測が高まり、円高に歯止めがかかったことから、5月のG7会合では、日米両政府の為替を巡る対立は表面化せず。

当面の最大の焦点は、米FRBの追加利上げ時期。6月3日発表の米5月雇用統計で労働市場の改善持続が確認され、6日の講演でイエレンFRB議長が早期の追加利上げに前向きな姿勢を示せば、6～7月の追加利上げの織り込みが一段と進展し、ドルが強含む展開となる見込み。投機筋によるドルの買い戻しの動きが続けば、円安ドル高の流れを後押しする公算大。

◆米国は大幅なドル高を許容できないほか、米利上げがリスクオフを誘発する恐れも

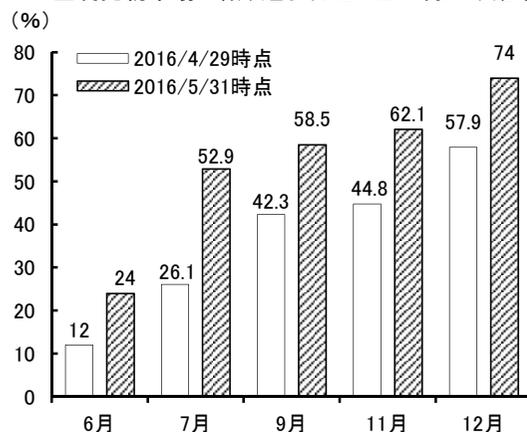
もっとも、昨年央までみられたような大幅な円安ドル高の進行は見込み薄。

第1に、ドル高は米FRBの利上げを慎重化させる要因に。大幅なドル高やそれに伴う原油安が進めば、米製造業やエネルギー部門へのマイナス影響が大きくなることが予想され、FRBは再び利上げに慎重にならざるを得なくなる公算大。米利上げ要因だけではドル円相場の上昇余地は限られる見込み。

第2に、米国政府は大幅なドル高を許容しにくい状況。米国では、大統領選挙や環太平洋経済連携協定(TPP)の批准を控え、ドル高に寛容な姿勢を打ち出しにくいことから、ドル高が進めば、政府高官や大統領候補からの牽制発言が出てくる可能性も。

第3に、米利上げにより、中国など新興国景気の先行き懸念が惹起されれば、リスク回避の動きが強まり、ドル円相場はむしろ円高に振れやすくなる可能性大。本年入り後、国際金融市場の混乱の主因となった中国の景気減速、資本流出、人民元安や大幅な原油安などに対する懸念は、足許では薄らいでいるものの、中国景気は引き続き力強さを欠いた状況が続いており、米追加利上げなどをきっかけに、国際金融市場が再び不安定化する恐れ。

FF金利先物市場に織り込まれたFRBの利上げ確率



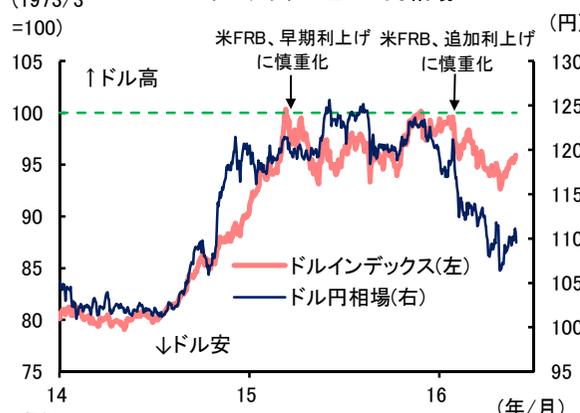
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)当該月のFOMC会合後に政策金利が現在のレンジ(0.25～0.50%)よりも高い水準にある確率。

シカゴIMM・円ポジション(非商業部門)



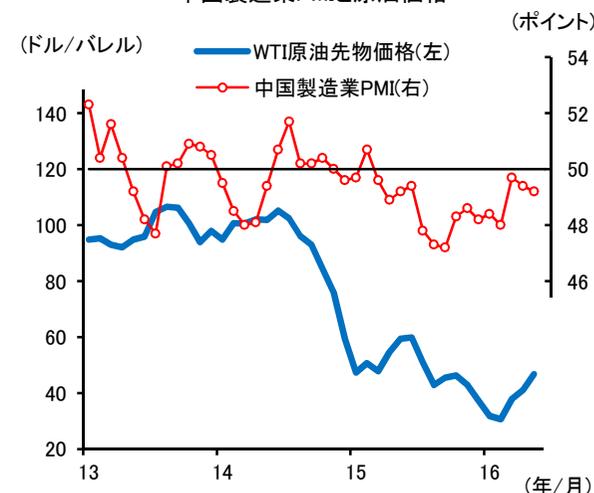
(資料)米CFTC、Bloomberg L.P.

ドルインデックスとドル円相場



(資料)Bloomberg L.P.
(注)ドルインデックスは、米ドルの名目実効レート。ウェイトは、ユーロ(57.6%)、円(13.6%)、ポンド(11.9%)、加ドル(9.1%)、スウェーデンクローナ(4.2%)、スイスフラン(3.6%)。

中国製造業PMIと原油価格



(資料)財新、Bloomberg L.P.

夏場にかけてユーロは対円で上昇しやすいと予想されるものの、その後は下落しやすくなる公算。

◆当面は日銀の金融緩和や英国のEU離脱回避により、ユーロ>円

当面は、米FRBの追加利上げが織り込まれるにつれて対円だけでなく、対ユーロでもドル高が進みやすくなる展開を予想。では、ユーロと円の力関係はどうなるのか（＝ユーロの対円相場は上昇しやすいのか、下落しやすいのか）。

金融政策の観点からは、ECBが3月に決定した追加緩和策の効果を暫く見極める姿勢であるのに対し、日銀は景気・物価の持ち直しが遅れるなか、夏場にかけて追加緩和に動く可能性が高いことから、ユーロ安よりも円安が進みやすい状況。ただし、日銀の金融政策の限界が意識される限り、大幅な円安は見込み薄。ユーロの対円相場は、これまで独日2年債利回り格差ならびに独2年債利回りと高い連動性が続いていたものの、日銀がマイナス金利政策を導入した1月末以降、独2年債利回りとの連動性が維持されている一方、独日2年債利回り格差との連動性は低下。市場参加者のあいだで日銀の金融政策の手詰まり感が強まっている可能性を示唆。

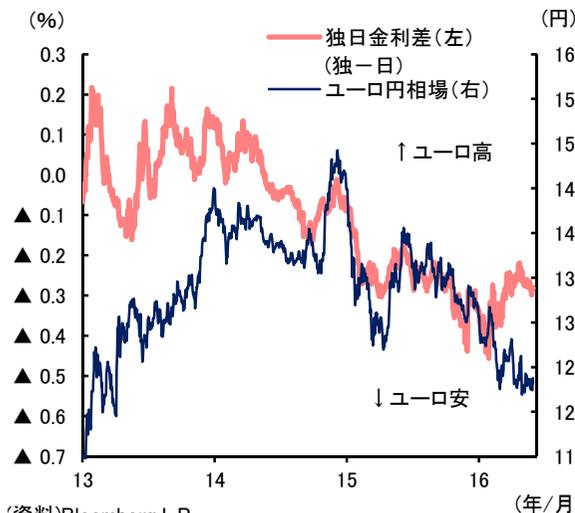
加えて、6月23日に行われる英国の国民投票において、EU残留が決定すれば、英国のEU離脱がユーロ圏に及ぼす悪影響に対する懸念が後退し、ユーロ高圧力が強まるとともに、リスク回避の動きが後退し、円安圧力が強まる公算大。投機筋の動向を示唆するIMM通貨先物取引（非商業部門）をみると、対ドルで円は買い持ち超、ユーロは売り持ち超となっており、こうしたポジションの巻き戻しが進めば、円安・ユーロ高の流れを後押しする公算。

◆夏以降は、ドル高巻き戻しの受け皿として円>ユーロ

一方、夏以降は、米国で11月の大統領選挙などを控え、政府や大統領候補がドル高に寛容な姿勢を一段と打ち出しにくくなるとみられ、ドル高の巻き戻しが生じる可能性も。大統領候補としての指名獲得をほぼ確実にしている共和党のトランプ氏、民主党のクリントン氏は、いずれも保護主義的な政策を掲げ、中国や日本などが「為替操作」「通貨安誘導」を行って輸出を増やし、米国の雇用を奪っていると批判。ドル高巻き戻しの受け皿としてユーロよりも円が選好されやすい状況。

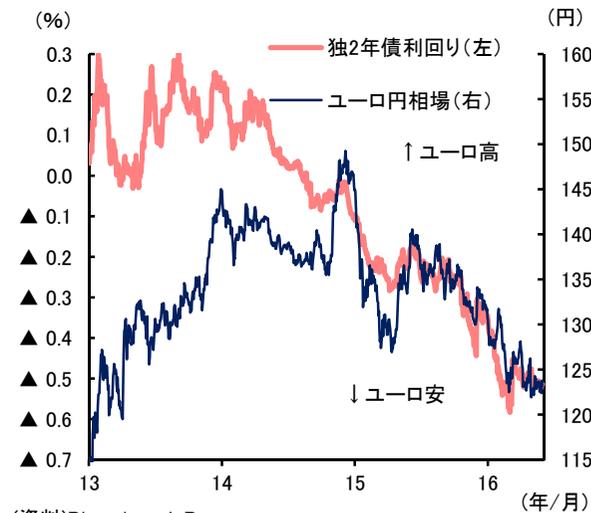
実際には、①日本の対米貿易黒字は中国と比べて圧倒的に小さく、足許ではユーロ圏や、ユーロ圏で対米貿易黒字を最も稼いでいるドイツを下回っている、②日本は為替介入により円安に誘導しているわけではない、③12年以降大幅な円安が進むなかでも対米貿易黒字は増加していない、ということ踏まえると、中国やドイツと同列に日本が批判される筋合いにはなく、政治的な圧力が一巡すれば、円高圧力も緩和に向かうと期待。

ユーロ円相場と独日2年債利回り格差



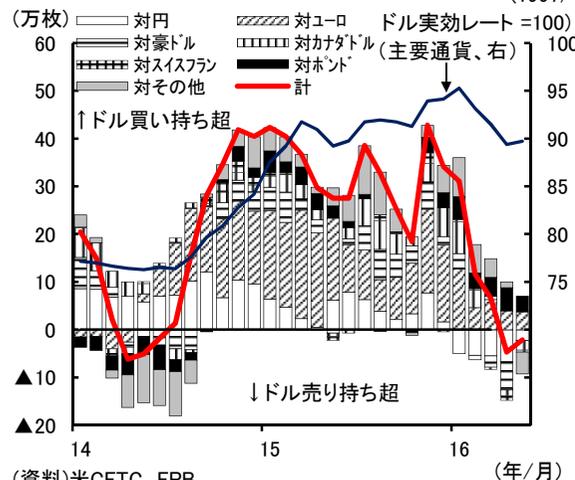
(資料)Bloomberg L.P.

ユーロ円相場と独2年債利回り



(資料)Bloomberg L.P.

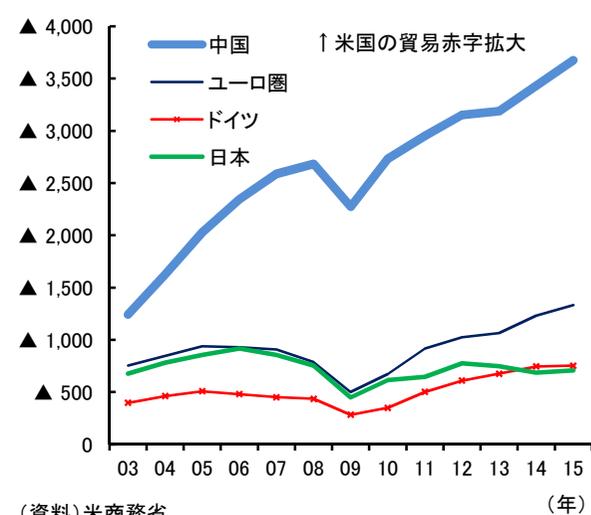
投機筋のIMMドル先物建玉 (1997/1)



(資料)米CFTC、FRB

(注)各月末週火曜日の残高。2016年5月は23日の残高。

米国の国・地域別貿易収支



(資料)米商務省

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

短期的には、米FRBの追加利上げが一段と織り込まれるにつれて、ドルが強含む展開となる見込み。わが国では、消費増税先送りが決定したことに加え、日銀の追加緩和期待も高まっており、株高を通じたリスク選好の動きが円安を下支え。

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米国では大統領選挙などを控え、ドル高に寛容な姿勢を打ち出しにくいこと、等から、年後半は再び円高トレンドへ。

◆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の追加利上げが一段と織り込まれるにつれて、ユーロが弱含む展開となる見込み。

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、日欧ともに金融緩和の長期化が予想されるなか、総じてみれば現行水準を中心に方向感を欠いた展開が続く見込み。

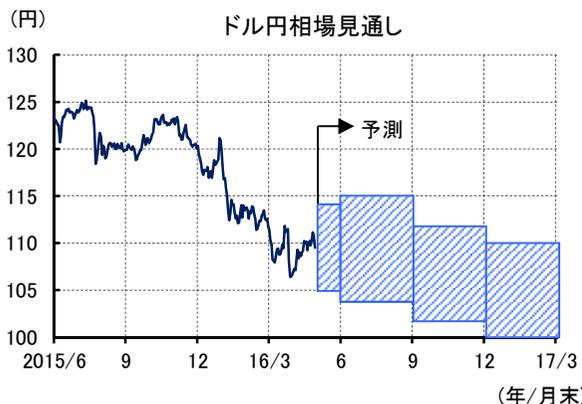
ただし、短期的には、①ECBが3月に決定した追加緩和の効果を見極める姿勢を続けるとみられる一方、夏場に日銀の追加緩和が予想されること、②6月の国民投票で英国のEU残留が決まれば、英国のEU離脱がユーロ圏に及ぼす悪影響に対する懸念が後退し、ユーロ高圧力が強まるとともに、リスク回避の動きが後退し、円安圧力が強まると予想されること、等から円安ユーロ高地合いが続く公算大。

一方、夏以降は、米大統領選挙戦が本格化するなかで、米2大政党の大統領候補としての指名獲得をほぼ確実にしているトランプ氏、クリントン氏が「為替操作」「通貨安誘導」を行っている」と批判の矛先を向ける日本の円がユーロよりも選好されやすい状況に。

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	110	110	108	106
(高値)	121.87	114	115	112	110
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	110.66	105	104	102	100

予測



ユーロ円相場見通し

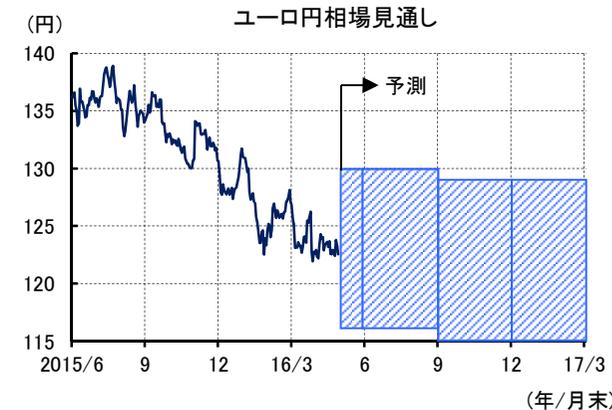
	2016年				2017年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	127.12	123	123	122	122
(高値)	132.36	130	130	129	129
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	122.06	116	116	115	115

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	1.12	1.11	1.13	1.15
(高値)	1.141	1.16	1.16	1.18	1.20
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.071	1.08	1.06	1.08	1.10

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 (%)	ユーロ・ ストック50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
13/6	97.29	128.40	1.3200	0.0743	0.23	0.85	13106.62	0.09	0.27	2.29	15035.75	1618.77	0.09	0.21	1.62	2.21	2655.76	95.80	1342.47
13/7	99.64	130.47	1.3095	0.0734	0.23	0.83	14317.54	0.09	0.27	2.56	15390.21	1668.68	0.09	0.22	1.63	2.36	2686.53	104.70	1288.07
13/8	97.80	130.25	1.3319	0.0735	0.23	0.75	13726.66	0.08	0.26	2.73	15195.35	1670.09	0.08	0.23	1.80	2.61	2803.85	106.54	1353.68
13/9	99.19	132.53	1.3362	0.0715	0.23	0.72	14372.12	0.08	0.25	2.80	15269.84	1687.17	0.08	0.22	1.93	2.89	2864.56	106.23	1350.93
13/10	97.83	133.43	1.3639	0.0700	0.22	0.63	14329.02	0.09	0.24	2.60	15289.29	1720.03	0.09	0.23	1.81	2.69	2988.88	100.55	1315.91
13/11	100.11	135.13	1.3497	0.0733	0.22	0.61	14931.74	0.08	0.24	2.71	15870.83	1783.54	0.10	0.22	1.72	2.74	3055.98	93.93	1275.16
13/12	103.60	141.96	1.3703	0.0737	0.22	0.67	15655.23	0.09	0.24	2.89	16095.77	1807.78	0.17	0.27	1.85	2.93	3010.20	97.89	1221.66
14/1	103.88	141.51	1.3623	0.0726	0.22	0.66	15578.28	0.07	0.24	2.85	16243.72	1822.36	0.20	0.29	1.80	2.87	3092.40	94.86	1243.85
14/2	102.12	139.59	1.3670	0.0766	0.22	0.60	14617.57	0.07	0.24	2.70	15958.44	1817.03	0.16	0.29	1.66	2.74	3085.87	100.68	1302.52
14/3	102.36	141.52	1.3826	0.0721	0.21	0.62	14694.83	0.08	0.23	2.72	16308.63	1863.52	0.19	0.31	1.59	2.72	3093.97	100.51	1334.83
14/4	102.51	141.58	1.3811	0.0650	0.21	0.61	14475.33	0.09	0.23	2.69	16399.50	1864.26	0.25	0.33	1.53	2.67	3171.53	102.03	1298.87
14/5	101.84	139.85	1.3733	0.0676	0.21	0.59	14343.14	0.09	0.23	2.55	16567.25	1889.77	0.25	0.33	1.40	2.62	3197.40	101.79	1288.29
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	3617.87	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	0.00	0.64	1.80	17692.32	2065.55	-0.34	-0.26	0.16	1.44	2983.70	46.80	1256.37