

---

---

# 為替相場展望

2016年7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
- ◆英国のEU離脱（Brexit）決定後の為替相場の行方・・・・・・・・ p. 2～3
- ◆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

副主任研究員 井上 肇 (Tel : 03-6833-0920 Mail : inoue.hajime@jri.co.jp)

◆本資料は、2016年7月5日9:00時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

---

---

## 米国の早期利上げ観測の後退やBrexit決定を受け、3極通貨の力関係は、ユーロ<ドル<円に。

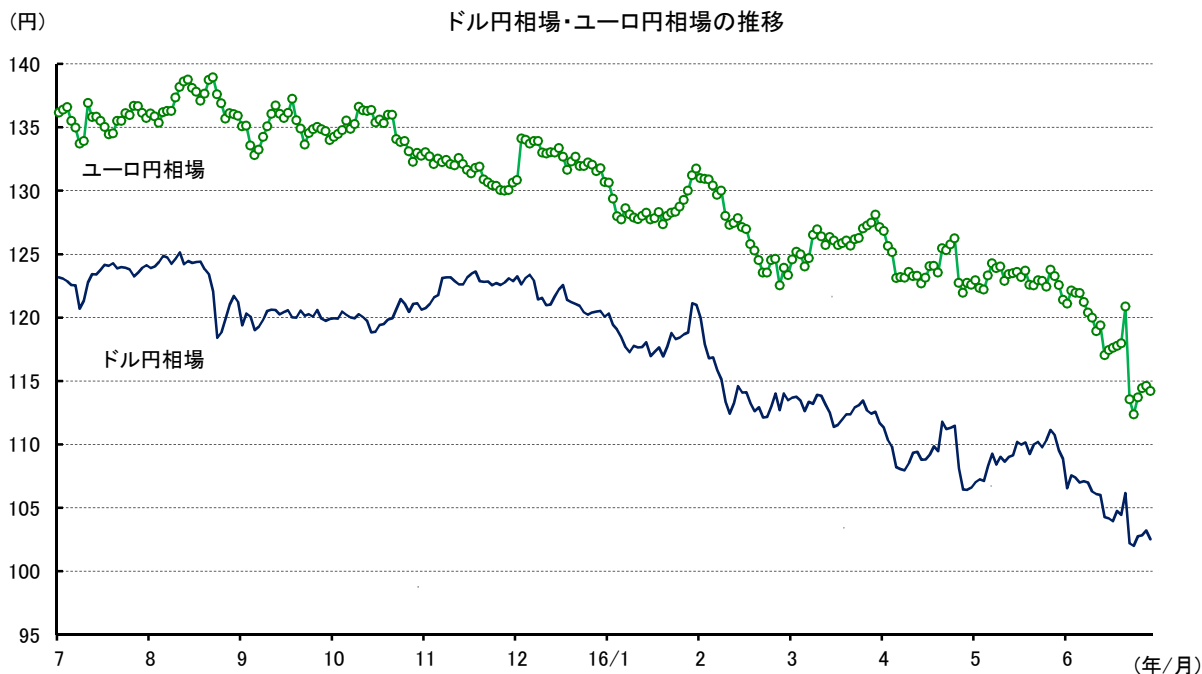
### ◆6月のドル円相場

月初以降、①3日の米5月雇用統計において非農業部門雇用者数の伸びが市場予想を大幅に下回ったこと、②英国の世論調査でEU離脱派が優勢との結果が相次いだこと、③14～15日の米FOMCで追加利上げに慎重な姿勢が示されたこと、④15～16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、等から、円高基調が続き、16日には103円台まで円高ドル安が進行。その後は、英国でのEU残留派議員射殺事件を契機に、EU残留派が盛り返す展開となり、23日の英国民投票後の出口調査においてEU残留派の優勢が伝えられると、一旦106円台まで円安に振れる展開。もっとも、国民投票の開票が進むにつれ、EU離脱派の勝利が確定的となったことから、リスク回避の動きが強まり、一時100円割れまで円が急騰。その後は、介入警戒感が広がるなか、円高に歯止めがかかり、月末にかけては、103円台まで円が弱含み。

### ◆6月のユーロ相場

対ドルでは、市場予想を大幅に下回る米雇用統計を受けて、FRBの早期利上げ観測が後退し、8日にかけて1.14ドル前半までユーロが急騰したものの、英国の世論調査でEU離脱派が優勢との結果が相次ぐなか、月半ばには1.11ドル台までユーロが反落。その後、英国でのEU残留派議員の射殺事件を契機に、EU残留派が盛り返す展開となり、23日の英国民投票後の出口調査でEU残留派の優勢が伝えられると、1.14ドル台までユーロが持ち直したものの、開票が進むにつれ、EU離脱派の勝利が確定的となったことから、1.09ドル台までユーロが急落。月末にかけては、金融市場が徐々に落ち着きを取り戻すなか、1.11ドル台までユーロが強含み。

対円では、英国のEU離脱懸念の高まりや日銀の追加緩和見送り等を受けて、ユーロの下落基調が持続。24日には一時122円台までユーロが上昇したものの、英国民投票でEU離脱派の勝利が確定的になるにつれ、109円台までユーロが急落。月末にかけては、金融市場が徐々に落ち着きを取り戻すなか、114円台まで円が弱含み。



(資料)Bloomberg L.P.

## Brexit後の混乱は終息したものの、中期的に対ドル、対ユーロでの円高基調が続く見込み。

### ◆Brexit決定を受け、ポンドが最弱通貨、円が最強通貨に

英国国民は、6月23日に実施された国民投票で、事前予想に反し、EUからの離脱(Brexit)を選択。為替市場では、リスク回避の動きが強まり、ポンドが最弱通貨、円が最強通貨に。昨年8月、中国人民元の切り下げや中国株の急落をきっかけにリスク回避の動きが強まった局面で、ユーロが最強通貨となったのとは対照的。

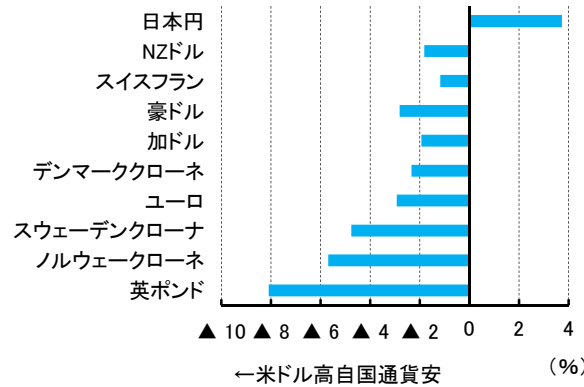
### ◆欧州の金融政策・政治情勢が欧州通貨安・円高要因に

その後は、国際金融市場が徐々に落ち着きを取り戻すなか、円が弱含んだものの、中期的には円高基調が続く公算大。第1に、欧州での追加緩和や政治の先行き不透明感の高まりが欧州通貨安・円高に作用する公算大。Brexit決定を受け、英国では大幅な景気悪化が不可避となっているほか、ユーロ圏でも景気の下振れリスクが高まっており、BOEやECBは早晚追加緩和に踏み切る見込み。また、政治面では、今回のBrexit決定を契機に、他の欧州諸国でもEUに懐疑的な動きが一段と勢いを増す恐れ。

欧州の政治リスクが高まるなか、通貨ユーロの逃避通貨、ないしは資金調達通貨としての地位が低下しているとみられ、その分、逃避資金が円に集中しやすい状況。潤沢な対外純資産を持つ経常黒字国通貨であり、低金利国の通貨としての歴史が長い日本円やスイスフランに加え、近年では対外純資産国ではないものの、経常黒字が増加し、かつ、ECBの金融緩和拡大により低金利通貨となったユーロも逃避通貨、ないしは資金調達通貨として機能。2014年半ば以降、ECBがマイナス金利政策や量的緩和政策に踏み込んでいくなかで、ユーロの対ドル相場と投資家のリスクセンチメント指標との負の相関関係が強まったことがそれを示唆。すなわち、投資家がリスクを取りやすい市場環境では、ユーロが下落し、逆に、リスクを取りにくい市場環境では、ユーロが上昇する傾向。ところが、欧州で政治リスクが高まった昨年半ば以降、ユーロの対ドル相場と投資家のリスクセンチメント指標の負の相関は低下傾向が続き、足許の相関はゼロ近傍で推移。これは、通貨ユーロの逃避通貨、ないしは資金調達通貨としての地位が低下していることを示唆。

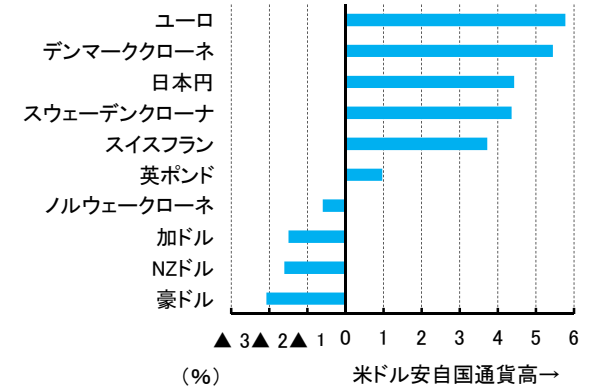
欧州では、今後も国政選挙などの重要な政治イベントが相次ぐなか、欧州政治の先行き不透明感が高まる場面では、ユーロなど対欧州通貨での円高が進みやすくなる公算大。

英国のEU離脱選択時の  
主要通貨の対米ドル騰落率  
(2016年6月23日～2016年6月24日)



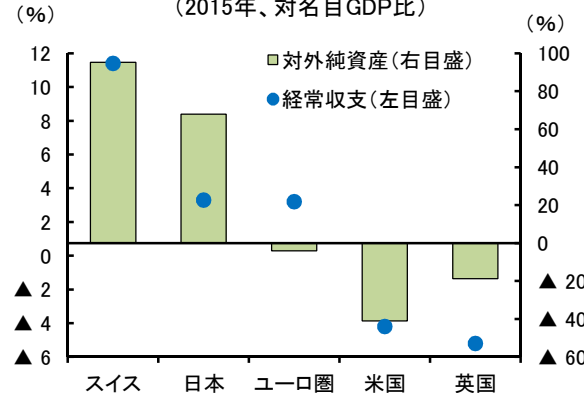
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注)ニューヨーク取引時間終値で比較。

昨年8月のチャイナ・ショック時の  
主要通貨の対米ドル騰落率  
(2015年7月末～2015年8月24日)



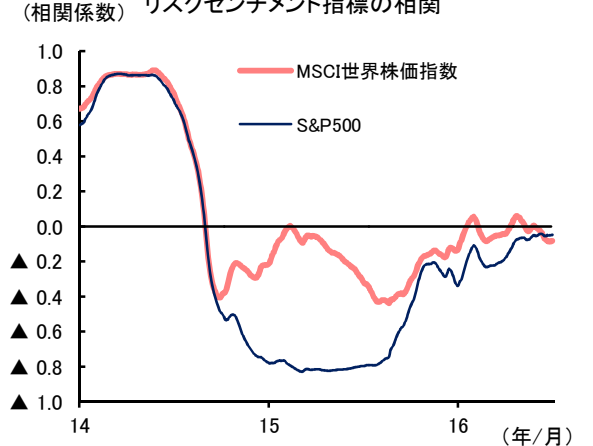
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注)ニューヨーク取引時間終値で比較。

各国の対外純資産と経常収支  
(2015年、対名目GDP比)



(資料)各国統計を基に日本総研作成  
(注)英国以外の対外純資産は2015年末、英国は2015年  
第3四半期末。経常収支は各国とも2015年合計。

ユーロの対ドル相場と投資家の  
リスクセンチメント指標の相関  
(相関係数)



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注)相関係数は、260日相関。

## 新興国通貨安が加速するリスクは小さいものの、人民元安が続けば、新興国通貨の下落観測が強まる恐れ。

### ◆米国の金融政策・政治情勢がドル安・円高要因に

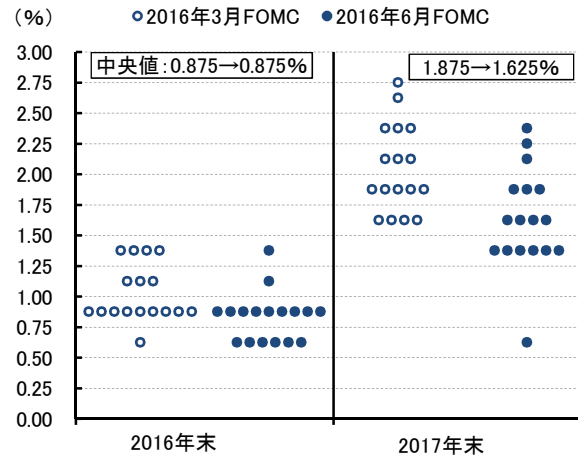
第2に、米国の利上げ姿勢の一段の慎重化や政治の先行き不透明感の高まりがドル安・円高に作用する公算。米5月雇用統計が雇用回復ペースの大幅な鈍化を示したこともあり、FRBは6月14～15日のFOMCで、追加利上げを見送り。また、同時に公表されたFOMC参加者の政策金利見通しでは、2016年は中央値こそ2回の利上げペースが維持されたものの、内訳をみると年1回の利上げを見込む参加者が増加。さらに、17年、18年の政策金利見通しも年4回から年3回の利上げペースに引き下げられたほか、政策金利の長期見通しも下方修正。英国の世界経済に占める割合は小さく、Brexit決定による米国経済への直接的な影響は小さいとみられるものの、世界経済の先行き不透明感が高まるなか、家計・企業マインドが悪化し、実体経済へのマイナス影響が大きくなれば、FRBが追加利上げに一段と慎重になる可能性も。

また、今回の英国民投票の結果は、Brexitを支持していた米大統領候補のトランプ氏の追い風となる可能性。英国でEU離脱派が勝利し、米国で自国第一主義や移民排斥などのポピュリズム的な政策を掲げるトランプ氏が支持を伸ばしてきた共通の背景として、経済的に苦境に追い込まれた中低所得層の不満が鬱積しているという点を指摘可能。足許では、トランプ氏がやや支持率を落としているものの、今後、トランプ氏がクリントン氏を追い上げる展開となれば、米国政治の先行き不透明感が高まり、円高圧力が強まる公算大。また、両大統領候補とも保護主義的な政策を掲げている点では共通していることから、大幅な経常赤字を抱え、世界最大の純債務国である米国がドル安志向を強めた場合、米国への投資資金の流入が鈍化し、ドル安圧力が強まる可能性も。

### ◆人民元安が続けば、その他新興国通貨の下落観測が強まる恐れ

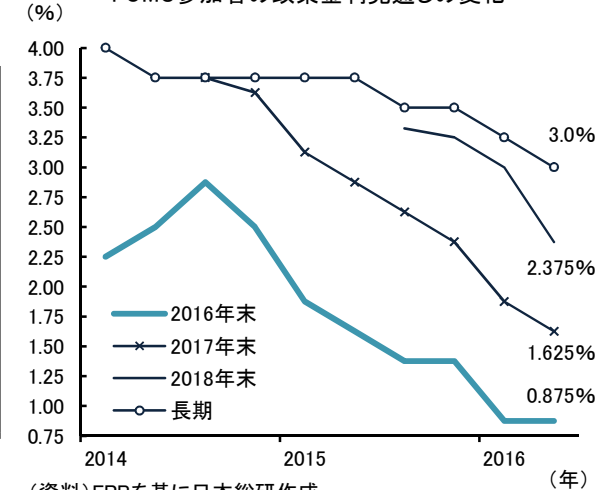
Brexit決定を受けた世界経済の不確実性の高まりは、リスク資産の一つである新興国・資源国通貨の下落リスクを高める一方で、FRBの利上げ時期を後ずれさせることで新興国・資源国通貨の下落圧力を和らげると期待。足許でドル高の一股を受けてドルと逆相関関係にある原油などの資源価格が底堅く推移していることも踏まえると、米国をはじめ世界経済の緩やかな回復基調が維持される限り、新興国・資源国通貨安が加速するリスクは小。もっとも、中国では、米国の早期利上げ観測の後退により人民元安圧力が緩和しているにもかかわらず、対ドル及び実効レートペースで人民元の下落基調が持続。人民元安が続けば、中国と輸出で競合関係にある新興国の景気悪化懸念等から、当該国通貨の下落観測が強まる恐れ。

FOMC参加者の政策金利見通しの比較(2016、17年)



(資料)FRB  
(注)ドットはFOMC参加者の予測値を示す。

FOMC参加者の政策金利見通しの変化



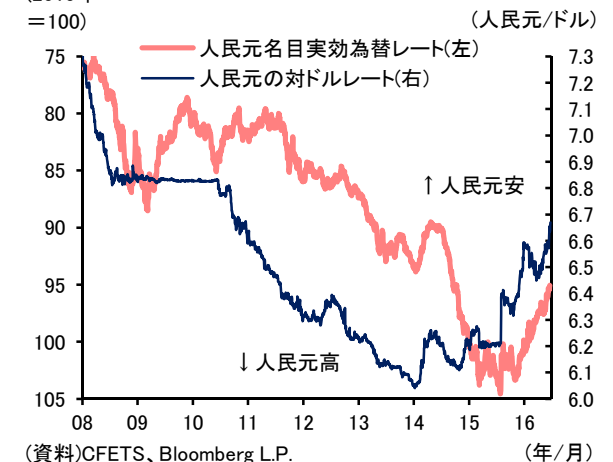
(資料)FRBを基に日本総研作成  
(注)横軸は、各FOMC時点。

ドル名目実効為替レートと原油価格



(資料)FRB、Bloomberg L.P.  
(注)名目実効為替レートは対全通貨。

人民元の対ドル相場と名目実効為替レート



(資料)CFETS、Bloomberg L.P.  
(注)2015年11月以前の名目実効為替レートは、Bloomberg L.P.の推計値。

短期的には円が弱含む可能性があるものの、基調としては対ドル、対ユーロでの円高が持続。

◆ドル円相場：短期的には、円が弱含む可能性はあるものの、基調としては円高が持続

短期的には、国際金融市場が落ち着きを取り戻していることや、日銀の追加緩和観測が高まっていること等から、円が弱含むやすい地合い。

もっとも、①日銀の追加緩和余地は限られるとの見方があること、②世界経済の先行き不透明感が高まるなか、米国の利上げ時期が一段と後ずれするとの観測が強まっていること、③米大統領選挙を控え、米国政府は当面円安ドル高に寛容な姿勢は打ち出しにくいこと、等から、基調としては円高ドル安が続く見込み。

◆ユーロドル相場：米欧金融政策や政治情勢が行方を左右

対ドルでは、米FRBの利上げ時期が一段と後ずれするとの観測が強まる（＝ドル安要因）一方、ユーロ圏ではECBが9月にも追加緩和に踏み切るとの観測が強まっている（＝ユーロ安要因）ことから、当面は現行水準を中心に一進一退の展開となる見込み。

今秋の米大統領選挙にかけては、ポピュリズム的な政策を掲げるトランプ氏がクリントン氏を追い上げる展開となれば、米国政治の先行き不透明感が高まり、ドル安ユーロ高に振れやすくなる公算。また、両大統領候補とも保護主義的な政策を掲げている点では共通していることから、大幅な経常赤字を抱え、世界最大の純債務国である米国がドル安志向を強めた場合、米国への投資資金の流入が鈍化し、ドル安圧力が強まる可能性も。

一方、来年以降は、ユーロ圏主要国において仏大統領選挙や独総選挙などの重要な政治イベントが相次ぐなか、欧州政治の先行き不透明感の高まりを背景に、ユーロ安に振れやすくなる公算。

◆ユーロ円相場：短期的には、ユーロが強含む可能性があるものの、基調としてはユーロ安が持続

対円では、短期的には、日銀の追加緩和観測の高まり等から、円が弱含む可能性があるものの、Brexit決定をきっかけとした、①欧州での政治リスクの高まり、②ユーロ圏景気の下振れ懸念を受けたECBの追加緩和期待、等から、基調としてはユーロ安が続く見込み。

ドル円相場見通し

	2016年			2017年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	107.98	100	98	98	99
(高値)	112.64	106	103	103	104
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	98.92	95	93	93	94

予測

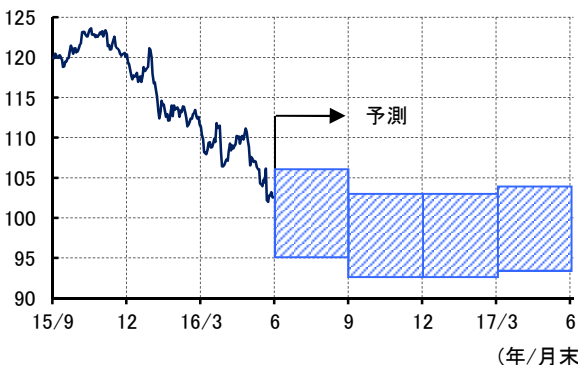
ユーロ円相場見通し

	2016年			2017年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	121.96	111	110	109	109
(高値)	128.19	118	117	116	116
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	121.96	104	103	102	102

予測

(円)

ドル円相場見通し



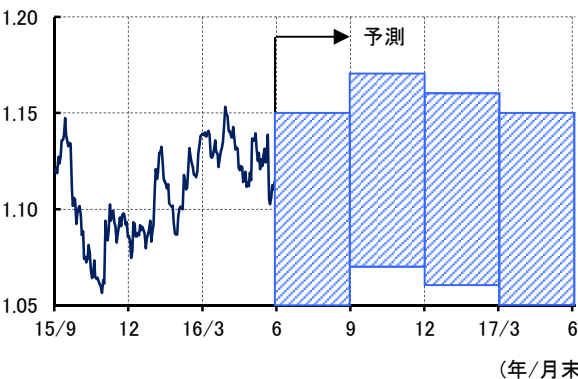
ユーロドル相場見通し

	2016年				
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	1.1295	1.11	1.12	1.11	1.10
(高値)	1.1618	1.16	1.17	1.16	1.15
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	1.0913	1.06	1.07	1.06	1.05

予測

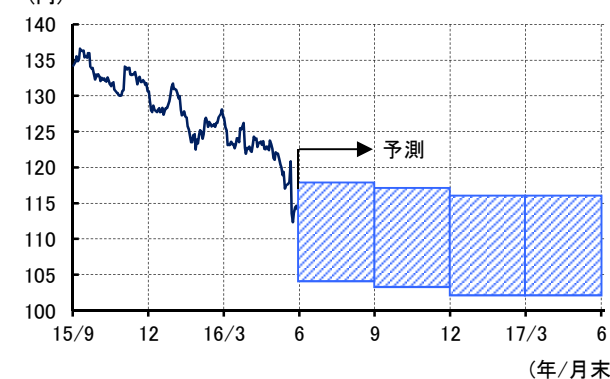
(ドル)

ユーロドル相場見通し



(円)

ユーロ円相場見通し



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)
13/7	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	0.37	0.64	1.80	17692.32	2065.55	-0.34	-0.26	0.16	1.44	2983.70	46.80	1256.37
16/6	105.46	118.55	1.1242	-0.0553	0.06	-0.16	16068.81	0.00	0.65	1.64	17754.87	2083.89	-0.33	-0.27	0.01	1.18	2910.80	48.85	1276.23