
為替相場展望

2016年8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
- ◆ヘリコプター・マネー政策と一線を画する日銀、円安基調への転換は米国次第・・・・ p. 2
- ◆英国のEU離脱選択後もユーロが底堅く推移する背景・・・・・・・・・・・・・・・・ 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

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8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。

中旬に対ドル、対ユーロで大幅な円安が進行したものの、下旬は再び円高に振れる展開。

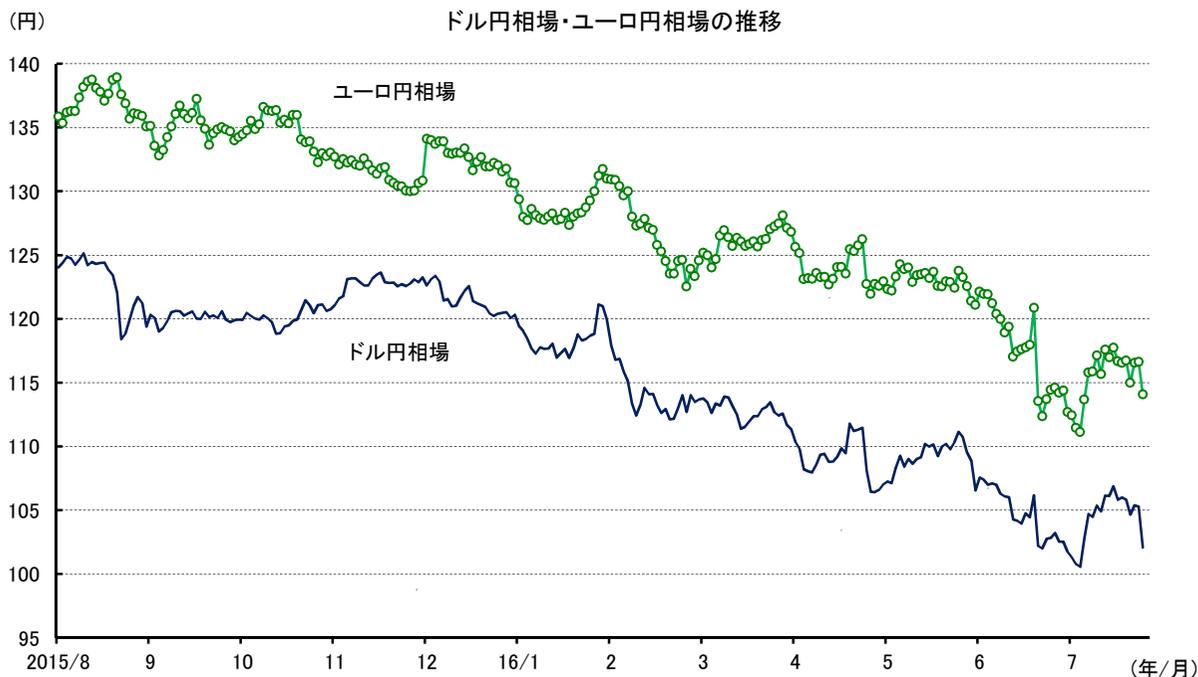
◆7月のドル円相場

5日にイタリア大手銀行の経営不安が高まったこと等を受けて、リスク回避の動きが強まったほか、8日の米6月雇用統計で非農業部門の雇用者数の伸びが市場予想を大幅に上回るなかでも、FRBの利上げ慎重姿勢が続くとの見方を変えるには至らなかったことから、一時100円程度まで円高ドル安が進行。その後、週末10日の参院選で自民党が大勝したことを受けて、「アベノミクス再起動」への期待が高まり、円安地合いに転換。政府が大規模な経済対策を打ち出すとの観測が高まったほか、日銀が国債購入により政府の財政出動を支援する「ヘリコプター・マネー」政策への思惑も広がるなか、21日には一時107円台半ばまで円安が進行。もっとも、同日、黒田日銀総裁が「ヘリコプター・マネー」政策に否定的な見解を示したとの報道を受けて、一時105円台半ばまで円が急騰。その後しばらくは、わが国の財政・金融政策を巡る思惑が錯綜するなか、106円台を中心にボラティルな展開が続いたものの、29日に日銀が発表した追加緩和策が市場の期待を下回ったことや米4～6月期GDPが低調な結果となったこと等を受けて、一時101円台まで円が急騰。

◆7月のユーロ相場

対ドルでは、5日にイタリア大手銀行の経営不安が高まったことなどから、1.10ドル台半ばまでユーロが下落したものの、13日のメイ英国次期首相決定や14日の英中銀（BOE）金利据置き決定などを受けた債券上昇につれて、1.11ドル台半ばまでユーロが強含み。月半ば以降は、①トルコでのクーデター未遂事件（15日）、②ドイツZEW景況感指数の悪化（19日）、③ドイツでの銃乱射事件（22日）、等を手掛かりに、1.09ドル台半ばまでユーロが下値を切り下げる展開となったものの、27日に発表された米FOMC声明文が次回9月会合での利上げを示唆するものではなかったことなどから、1.11ドル台までユーロが反発。

対円では、5日にイタリア大手銀行の経営不安が高まったことなどを受けて、111円割れまでユーロが下落。10日の参院選後、日本政府や日銀の政策対応への期待が高まったことから、月半ばには118円台までユーロが上昇。その後は、116円台を中心に一進一退の展開が続いたものの、29日に日銀が発表した追加緩和策が市場の期待を下回ったことから、一時113円台までユーロが反落。



(資料)Bloomberg L.P.

当面は米FRBの利上げ慎重姿勢や、米国のドル安志向への警戒感などから、円高基調が持続。

◆当面は金利差に見合う水準よりも円高に振れやすい状況

米FRBは、7月27日に発表したFOMC声明文で、雇用や消費の拡大を前向きに評価したほか、「経済見直しに対する短期的な（ダウンサイド）リスクは後退した」との表現を追加。一方で、経済見直しに対するリスクが「均衡している」といった文言、すなわち、市場参加者の多くが次回9月会合での利上げを示唆するものと認識している文言は盛り込まれず。英国のEU離脱選択や今秋の米大統領選挙が景気に与える影響に不確実性が残るなか、次回9月会合での利上げ再開には高いハードルがあることを示唆。

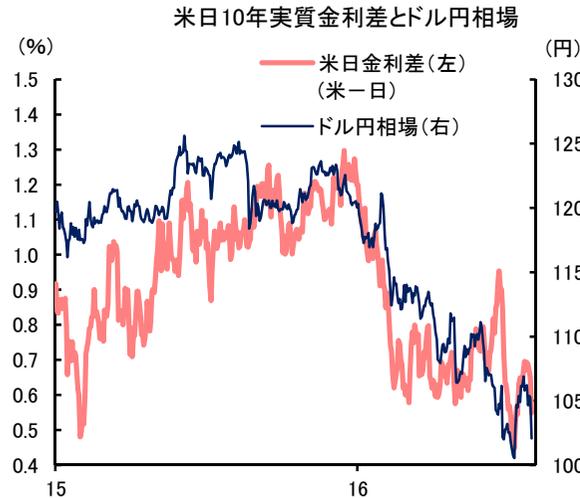
一方、日銀は、7月28～29日の金融政策決定会合で、上場投信（ETF）の購入ペース倍増などの追加緩和策を決定したものの、市場の期待には及ばず。また、黒田日銀総裁は会合後の会見でヘリコプター・マネー政策に改めて否定的な見解を表明。

ドル円相場の先行きを展望するうえでは、足許にかけて高い連動性を維持している米日実質金利差の動向が参考に。今後を展望すると、日本では、追加緩和余地が限られるなか、名目金利の低下余地は乏しく、期待インフレ率の大幅な押し上げも容易ではないことから、実質金利は横ばい圏での推移が続く見込み。一方、米国では、FRBの持続的な利上げが展望できるようになるまでは、実質金利が上昇基調となることは見込み薄。当面、米日実質金利差（米一日）の縮小に牽引される形での円安ドル高基調への転換は想定しがたい状況。

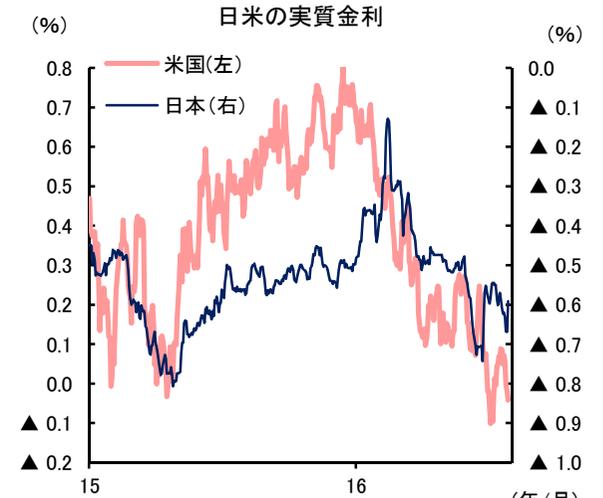
むしろ、今秋の米大統領選挙に向けて、米国政治の先行き不透明感や米国政府・大統領候補のドル安志向に対する警戒感が強まりやすく、金利差に見合う水準以上に円高に振れやすい展開が続く見込み。

◆為替ヘッジ比率引き上げの動きが円高に作用する可能性

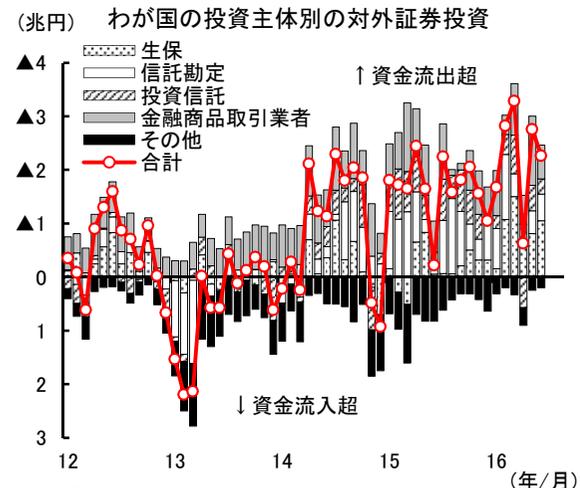
円を取り巻く資金フローをみると、国内での運用難が続くなか、生保、年金（信託勘定）、投信を中心に対外証券投資の堅調な推移が持続。一方、市場参加者が円安・円高いずれの予想に傾いているかを示すリスク・リバーサルをみると、市場参加者は昨年末以降に強めた円高への警戒姿勢をほとんど崩していないことを示唆。このため、投資家が証券投資などを通じて新規に取得する外国資産は為替ヘッジ付きが主体になると予想され、円安圧力は限られる見込み。むしろ、米国政治の先行き不透明感の高まりなどにより、円高懸念が強まる際には、投資家が既に保有している外国資産に対する為替ヘッジ比率を引き上げる動き（＝円買い需要）が円高に作用する可能性。



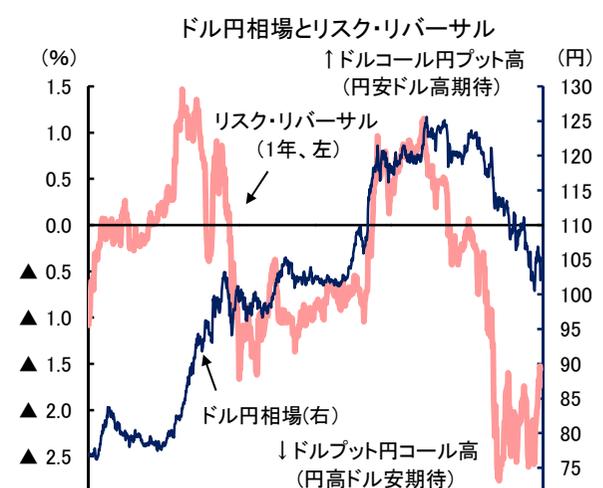
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)実質金利差は、日米の物価連動国債利回りから算出。



(資料)Bloomberg L.P.
(注)10年インフレ連動債を基に算出。



(資料)財務省
(注)対外証券投資は、指定報告機関ベース、除く銀行勘定、公的部門。



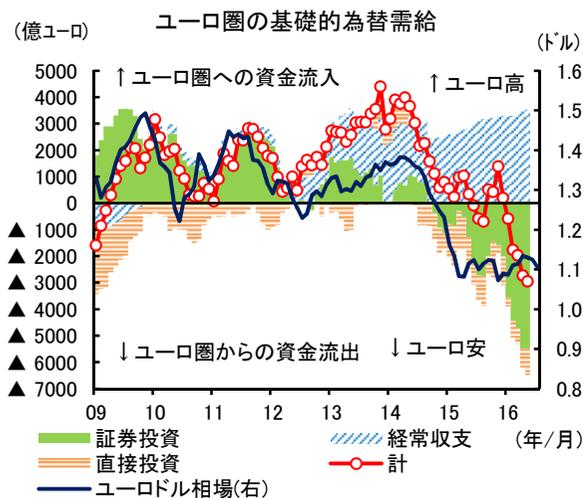
(資料)Bloomberg L.P.

ユーロは総じて底堅く推移すると予想されるものの、欧州で政治不安が高まる場面では、ユーロ安方向へ。

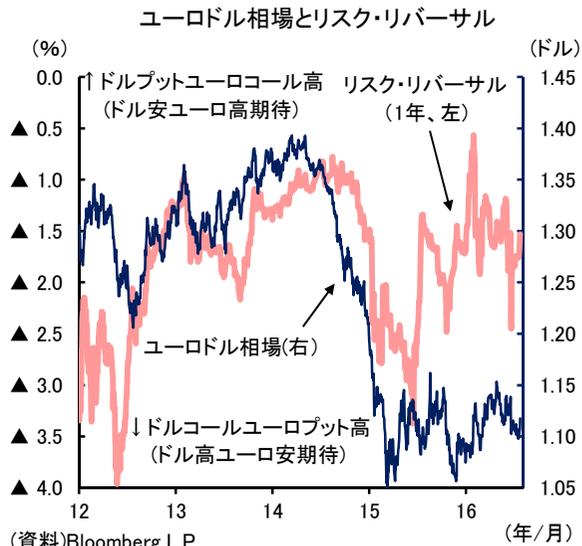
◆為替需給はユーロ相場の一方向への変動を正当化せず

ユーロの対ドル相場では、6月下旬の英国投票でのEU離脱を受け、ユーロが急落したものの、その後は底堅く推移。ユーロが底堅い背景として、為替需給の観点からは、対外証券投資に伴うユーロ売り需要と経常黒字に伴うユーロ買い需要とが打ち消し合っている可能性を指摘可能。

昨年末以降、ECBの金融緩和強化を受け、ユーロ圏債券の利回りが一段と低下するなか、対外証券投資を通じたユーロ圏からの資金流出が再び増加傾向に。こうした証券投資が為替相場に与える影響度合いは、為替ヘッジの有無が大きく左右。市場参加者がユーロ安・ユーロ高いずれの予想に傾いているかを示すリスク・リバーサルをみると、市場参加者は、昨年末から本年入り後にかけてユーロ高への警戒を高めたものの、足許にかけてはユーロ高への警戒をやや後退させていることを示唆。為替ヘッジ無しのユーロ圏からの対外証券投資が従前よりも増加していると推察され、証券投資を通じたユーロ圏からの資金流出の一定程度はユーロ安に作用している可能性大。一方、ユーロ圏の経常黒字は、4月に単月で過去最高を記録するなど、高水準で推移。



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

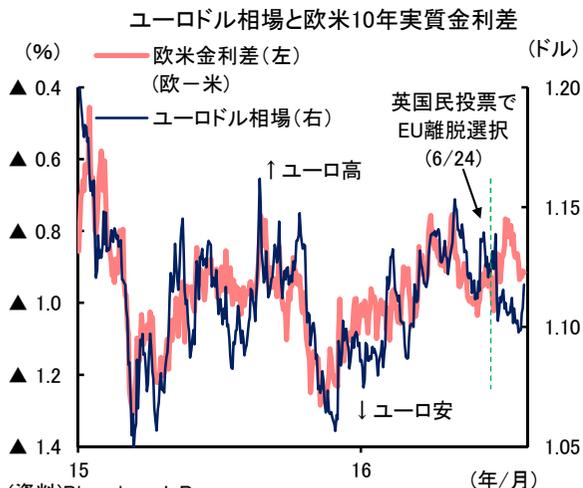


(資料)Bloomberg L.P.

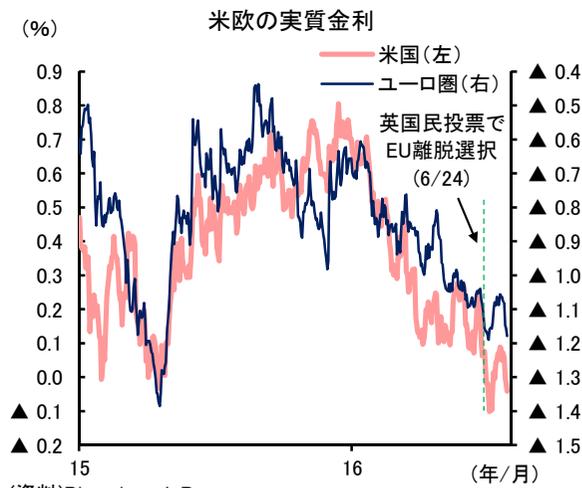
◆欧州での政治不安が高まる場面では、ユーロ安に振れやすい状況

ユーロが底堅い背景として、ユーロ相場と高い連動性を続けてきた欧米実質金利差が英国のEU離脱選択後もユーロ安を正当化する方向に動かなかったことも指摘可能。先行きを展望すると、ユーロ圏では、日本同様、ECBの追加緩和余地が限られるなか、名目金利の低下余地は乏しく、期待インフレ率の大幅な押し上げも容易ではないことから、実質金利の一段の低下は期待し難い状況。一方、米国では、当面、FRBの利上げ慎重姿勢が続くと予想されるなか、実質金利の上昇余地は限られる見込み。この結果、欧米実質金利差（欧-米）の大幅なマイナス幅拡大は見込み難く、ユーロの底堅い推移が続く見込み。

ただし、ユーロの対ドル相場は、英国のEU離脱選択後、それまでの欧米実質金利差に見合う水準からユーロ安方向へ乖離。英国のEU離脱選択を受けた政治不安の高まり等がユーロ安下押し要因となったことを示唆。今秋以降、欧州主要国で重要な政治イベントを控えるなか、欧州政治への先行き不透明感が高まる場面では、ユーロ安に振れやすくなる見込み。



(資料)Bloomberg L.P.
(注)実質金利は、10年国債利回り-10年インフレスワップ金利で算出。



(資料)Bloomberg L.P.
(注)実質金利は、10年国債利回り-10年インフレスワップ金利で算出。

対ドル、対ユーロで円高基調が持続。ユーロは対ドルで総じて底堅い推移が続く見込み。

◆ドル円相場：年内は円高基調が持続。年末以降、徐々に円高に歯止めがかかってくる可能性。

年末にかけて米F R Bの利上げ慎重姿勢が続くと予想されるほか、今秋の米大統領選挙にかけては、米国政治の先行き不透明感や、米国政府・保護主義的な政策を掲げる両大統領候補のドル安志向への警戒感が高まりやすく、円高に振れやすい状況が続く見込み。

年末以降は、米国政治の先行き不透明感の後退や、F R Bの利上げ再開、日本の経常黒字拡大の一服などの条件が整ってくれば、徐々に円高に歯止めがかかってくる可能性。

◆ユーロドル相場：ユーロは総じて底堅い推移が持続。

対ドルでは、E C Bの追加緩和期待がくすぶる（＝ユーロ安要因）一方、米F R Bが利上げを急がない姿勢を示している（＝ドル安要因）ことから、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、米欧の政治情勢次第で上下どちらにも振れやすい状況。今年11月の米大統領選前後にかけて、米国政治の先行き不透明感が強まる場面では、ドル安ユーロ高圧力が強まる公算。一方、欧州では、今年10月に伊国民投票、来年に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、政治不安が高まる場面では、ユーロ安に振れやすくなる公算。

◆ユーロ円相場：当面はユーロ安基調が持続。ただし、一時的なユーロ安は見込み薄。

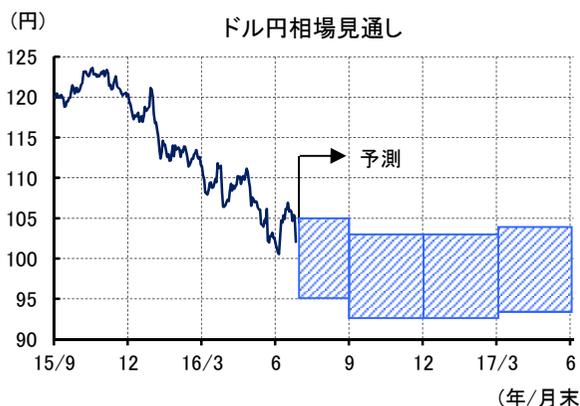
対円では、欧州でE U・ユーロの体制に批判的な政治勢力が伸長するなか、政治不安の高まりなどが折に触れてユーロ安要因に。

ただし、日本とユーロ圏は、①金融緩和の長期化が予想されること、②大幅な経常黒字国・地域であること、などで共通しており、一時的なユーロ安は見込み薄。

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	101	98	98	99
(高値)	112.64	105	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

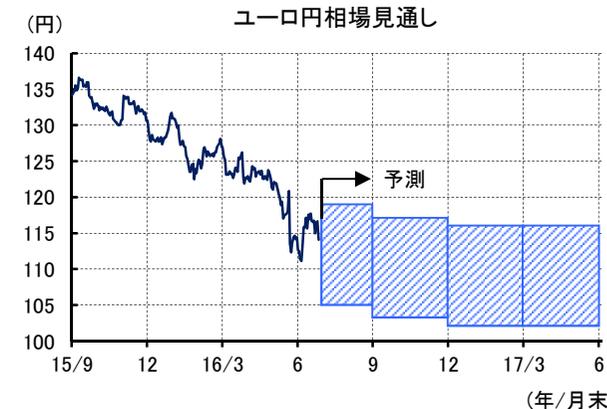
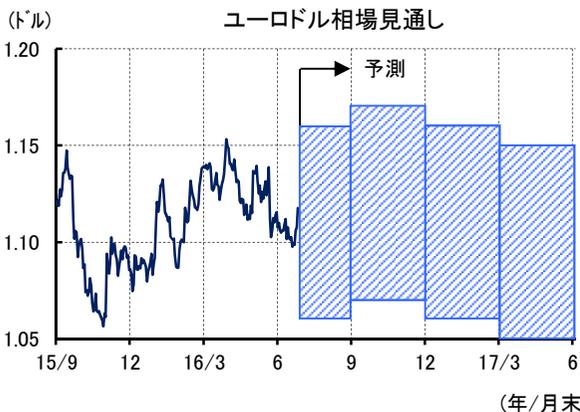
	2016年			2017年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	121.96	112	110	109	109
(高値)	128.19	119	117	116	116
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	121.96	105	103	102	102

予測

ユーロドル相場見通し

	2017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



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・ ストック50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	0.38	0.65	1.64	17754.87	2083.89	-0.33	-0.27	0.01	1.18	2910.80	48.85	1276.23
16/7	104.09	115.17	1.1064	-0.0430	0.06	-0.26	16168.32	0.40	0.70	1.49	18341.18	2148.90	-0.33	-0.30	-0.09	0.79	2919.08	44.80	1339.84