
為替相場展望

2016年9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
- ◆次の一手に注目が集まる日米欧中央銀行の金融政策と為替相場・・・・・・・・ 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9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。

中旬にかけてドル安に振れたものの、下旬には米国で早期利上げ観測が高まり、ドル堅調地合いへ。

◆ 8月のドル円相場

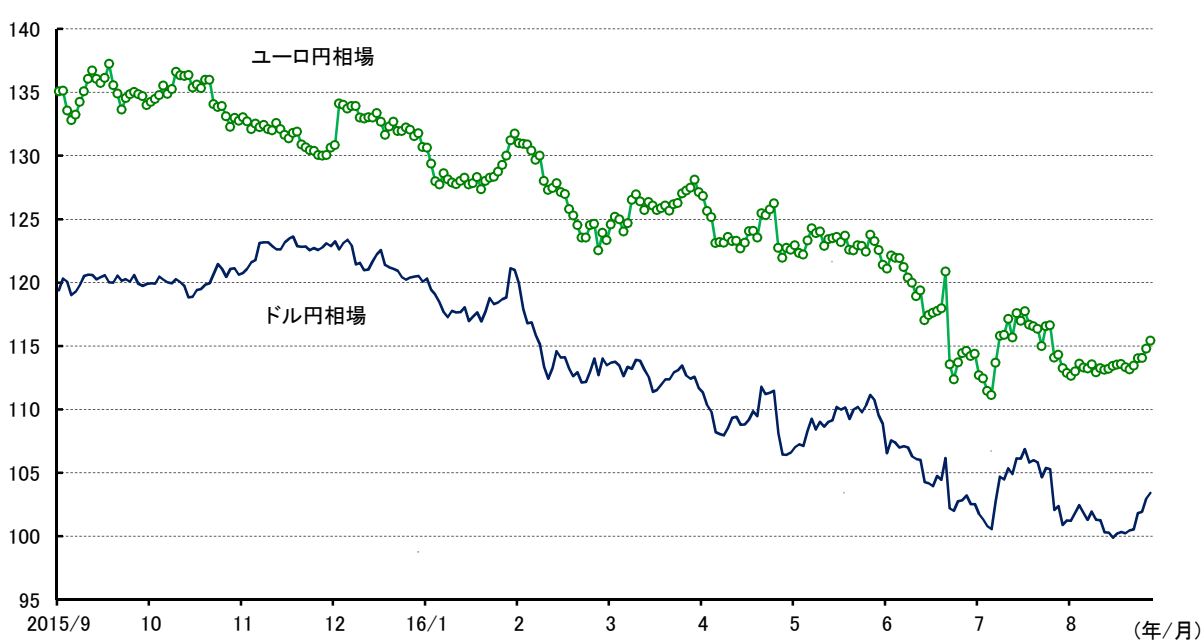
7月29日の日銀の追加緩和策発表や、8月2日の安倍内閣による経済対策の閣議決定を終え、日本の景気押し上げに向けた金融・財政面での政策対応に材料出尽くし感が強まるなか、100円台まで円高が進行。5日の米7月雇用統計が市場予想を大幅に上回ったことを受けて、102円台半ばまで円安ドル高に振れる場面があったものの、12日の米小売売上高などの経済指標が市場予想を下回ったことなどから、再びドル安が進み、16日には一時100円割れ。その後も、17日に発表された7月FOMC議事録が市場予想ほど利上げに前向きな内容ではなかったことなどから、断続的に100円を割り込む展開が持続。もっとも、26日のジャクソンホールでのイエレンFRB議長講演や、その後のフィッシャーFRB副議長の発言が利上げに前向きな内容であったことを受けて、早期利上げ観測が高まり、月末にかけて103円台まで円安ドル高が進行。

◆ 8月のユーロ相場

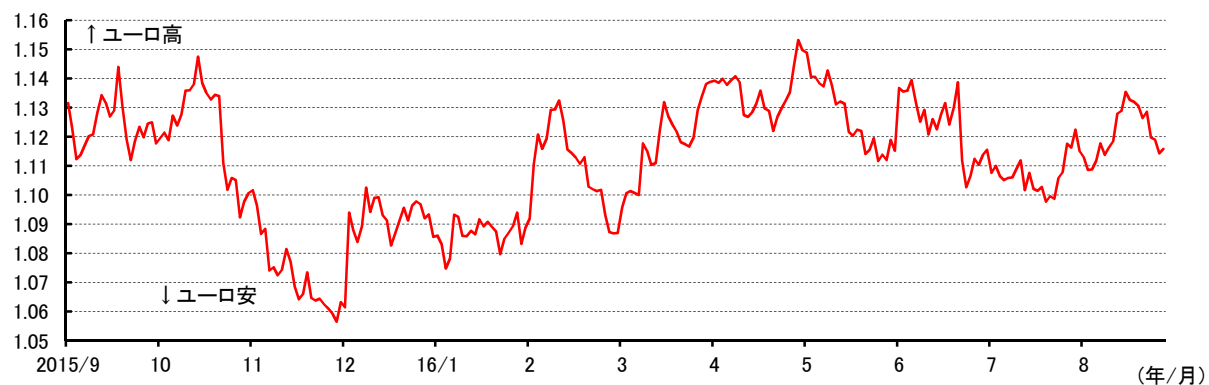
対ドルでは、5日の良好な米7月雇用統計を受けて、1.10ドル台半ばまでユーロが下落したものの、中旬には、①米国で小売売上高などの景気指標が市場予想を下回ったこと、②FOMC議事録が市場予想ほど利上げに前向きな内容ではなかったこと、③ユーロ圏で英国のEU離脱選択による影響が現状では軽微であることを示す景気指標が相次いだこと、などから、1.13ドル台半ばまでユーロが反発。その後は、26日のFRB正・副議長の利上げに前向きな発言を受けて、米国の早期利上げ観測が高まり、1.11ドル台までユーロが再び下落。

対円では、日本政府・日銀の政策対応に材料出尽くし感が強まったことなどから、上旬に一時112円台まで円高が進行。その後は、日銀が9月の金融政策決定会合で行うとしている政策効果などの「総括的検証」や、それを踏まえた政策変更の行方を巡り、市場の思惑が交錯するなか、113円台を中心に総じて方向感を欠いた展開が持続。

(円) ドル円相場・ユーロ円相場の推移



(ドル) ユーロドル相場の推移



(資料)Bloomberg L.P.

9月に米利上げが行われても、昨年までのような持続的かつ大幅なドル高は見込み難い状況。

◆FRB正・副議長発言を受けて、早期利上げ観測が台頭

イエレン米FRB議長は、8月26日の米ジャクソンホールでの講演で「ここ数ヶ月間で利上げの論拠が強まった」と発言。その後、フィッシャーFRB副議長がインタビューで、9月を含む年2回の利上げの可能性を肯定し、イエレン氏の発言もその考えと「整合的」と発言したことから、市場参加者は9月の利上げを意識。実際、米国ではインフレ率が加速する兆しはみられないものの、景気・雇用の持ち直しが確認されるなか、利上げの条件は整いつつある状況。

◆利上げペースと到達点は抑制

もっとも、仮に9月に利上げが行われても、その後の利上げペースや到達点が抑制されたものになると予想されるなか、昨年までのような持続的かつ大幅なドル高は見込み難い状況。

(1) 利上げペース

前回の利上げ局面ではドル安基調であったのとは対照的に、今回は2014年半ば以降、利上げを織り込む過程で大幅なドル高が進み、製造業などへのマイナス影響が拡大。こうした状況下、市場参加者及びFOMC参加者の利上げ開始時期やその後の利上げペースに関する見通しは断続的に慎重化。

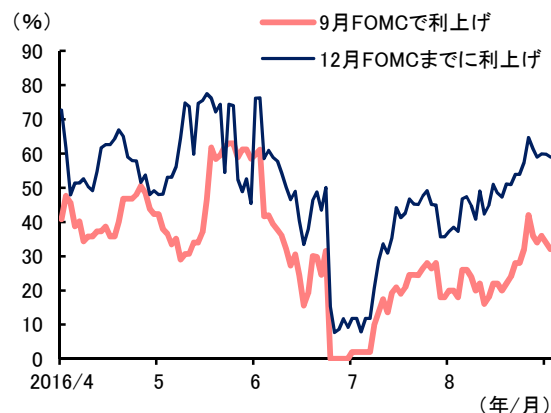
足許、世界的に金利が低迷するなか、FRBが利上げすれば、運用資金がドル建て資産に集まりやすい状況に拍車。実効レートベースでドルが高止まりするなか、一段とドル高が進めば、製造業などへのマイナス影響が再び大きくなる公算が大きく、利上げの大幅なペースアップは見込み薄。足許でインフレ率や期待インフレ率に加速する兆しがみられないことも利上げペースの抑制要因に。

(2) 利上げの到達点

米国では、2013年末頃から「長期停滞論」が取り沙汰されるようになるなかで、市場参加者やFOMC参加者は、潜在成長率の低下に伴う中立金利水準(=長期的な政策金利の均衡水準≒利上げの到達点)の低下を意識。実際、FOMC参加者は政策金利の長期見通しを断続的に引き下げてきたほか、サンフランシスコ連銀が推計する中立金利(均衡実質FF金利)は足許で0%近傍まで低下。

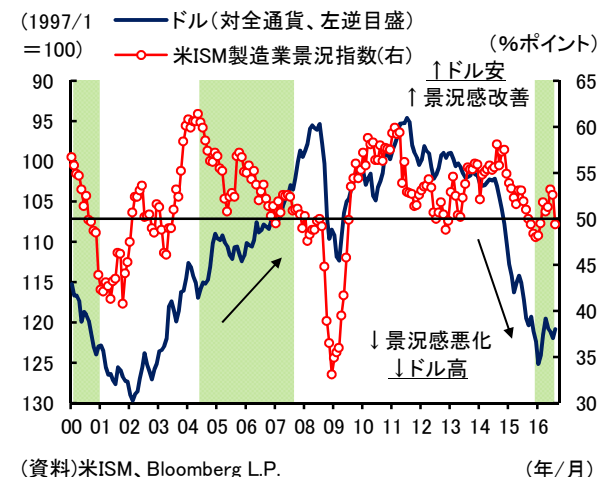
足許、労働生産性の伸びの低迷が続いていること等を踏まえると、少なくとも当面は潜在成長率が持ち直して、中立金利水準が上昇することは見込み薄。

FF金利先物市場に織り込まれたFRBの利上げ確率



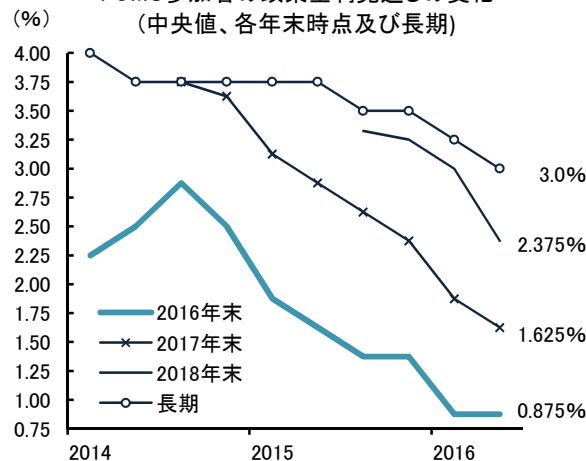
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)当該月のFOMC会合後に政策金利が現在のレンジ(0.50~0.75%)よりも高い水準にある確率。

米ドル相場と米国の製造業景況感



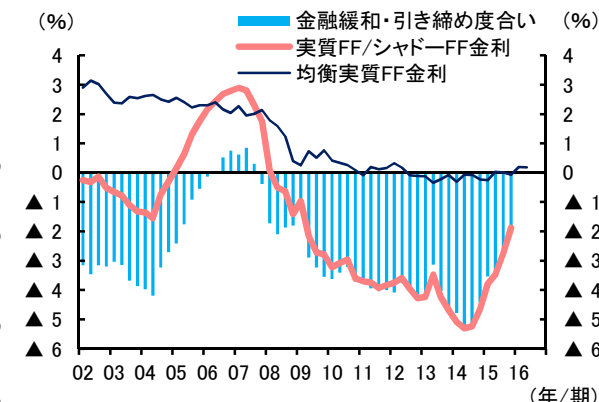
(資料)米ISM、Bloomberg L.P.
(注)シャドー一部は、米FRBの利上げ局面。

FOMC参加者の政策金利見通しの変化
(中央値、各年末時点及び長期)



(資料)FRBを基に日本総研作成
(注)横軸は、各FOMC(3、6、9、12月)時点。

実質FF金利と均衡実質FF金利の推計値



(資料)アトランタ連銀、サンフランシスコ連銀を基に日本総研作成
(注)「実質FF金利/シャドーFF金利<均衡実質FF金利」となっている場合は、金融環境が緩和的、その逆は引き締めのことを示唆。

日本やユーロ圏の金融緩和が大幅な円安やユーロ安をもたらすことは見込み薄。

◆日銀の金融政策の方向性は不変も、強まる手詰まり感

黒田日銀総裁は、8月27日の米ジャクソンホールでの経済シンポジウムで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和は非常に強力な枠組みであり、量、質、金利のいずれについても追加緩和の余地が十分にある」と発言。こうした発言を踏まえ、9月会合で既往の政策効果を前向きに評価したうえで、追加緩和が実施される可能性。

もっとも、追加緩和が大幅な円安に繋がることは見込み薄。日本における、①預金者へのマイナス金利の転嫁が困難、②預貸率が100%を大きく下回る(オーバーバンキング)、といった状況を踏まえると、マイナス金利の深堀りは銀行収益の圧迫要因となる公算大。強行すれば、今年1月のマイナス金利導入時のように、銀行株急落などの市場の混乱を招く恐れ。

また、日銀(中央銀行)保有国債の発行残高に占める比率が主要国で突出して高くなるなか、国債買い入れが増額されるとしても、額に幅をもたせるなどの柔軟化が行われる公算。こうした措置が国債買い入れの限界を一段と意識させる可能性も。

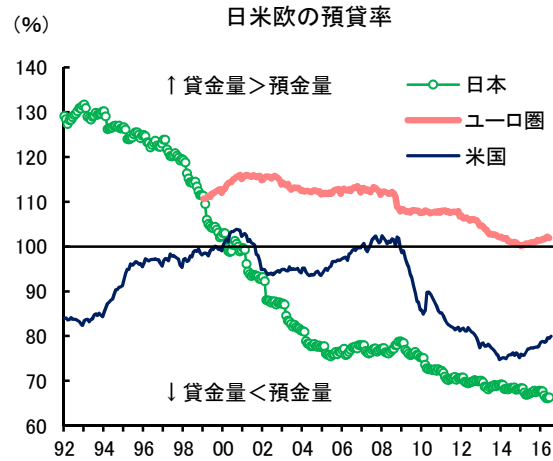
◆手詰まり感が強まるのはECBも同じ

ユーロ圏では、ECBが9月理事会で景気・物価見通しを下方修正したうえで、追加緩和に踏み切る可能性。もっとも、現状では英国のEU離脱選択のユーロ圏景気への影響は軽微とみられ、資産買い入れ期間の延長などにとどまる公算。

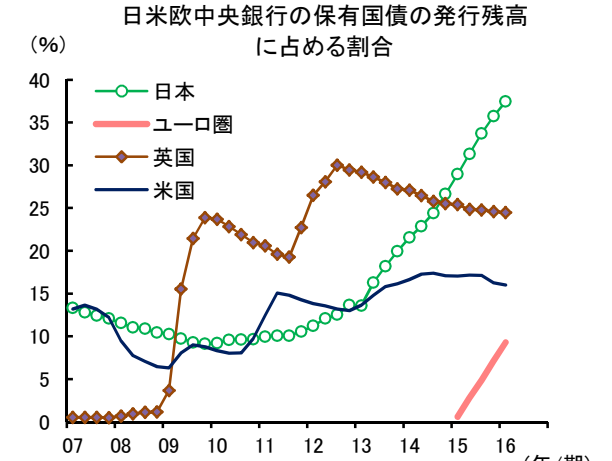
ECBは、ドイツなど一部の国で買い入れ対象国債の不足に直面。当面は、銘柄毎の買い入れ上限の引き上げや買い入れ最低利回りの撤廃などで対応可能。もっとも、資産買い入れ期間の長期化や増額に対応するには、いずれ国毎の買い入れ比率を現行のECBへの出資比率から国債発行残高の比率などに変更することが必要になる公算大。こうした措置はドイツなどが難色を示しており、今後ユーロ圏でも国債買い入れの限界が一段と意識される可能性。

また、ユーロ圏では、南欧諸国を中心に不良債権比率が高止まりするなか、銀行収益の悪化懸念が金融不安を惹起しやすい状況。このため、ECBはマイナス金利の深堀りには慎重姿勢を維持する可能性。

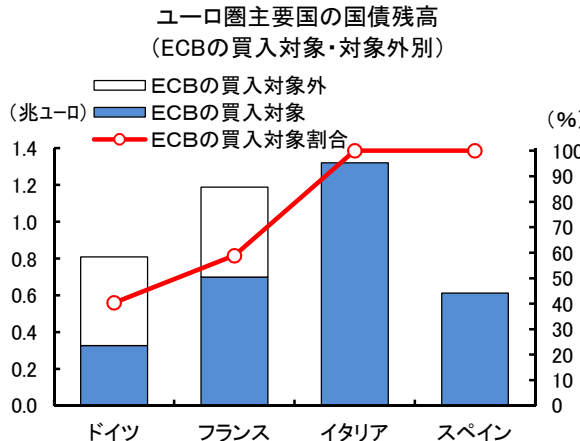
以上を踏まえると、手詰まり感が強まりつつあるのはECBも同じであり、ECBの金融緩和が大幅なユーロ安をもたらすことは見込み薄。



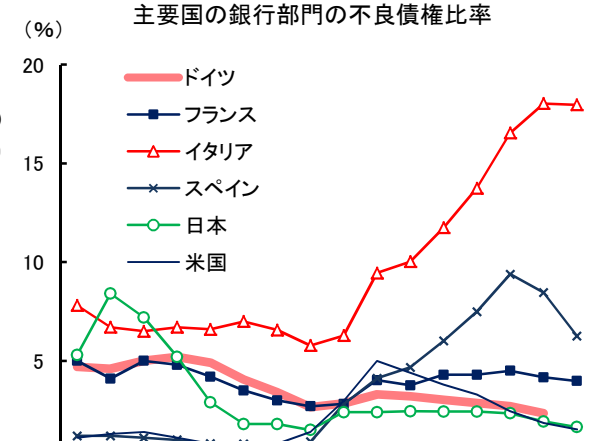
(資料)日銀、FRB、ECBを基に日本総研作成
(注)預貸率は、「(貸出金/預金)×100」で算出。
ユーロ圏は1999年以降。



(資料)日銀、FRB、ECB、BOE、Riksbankを基に日本総研作成
(注)ユーロ圏は、ECBのPSSPIによる買い入れ分のみが対象で、Riksbankによる推計。



(資料)Bloomberg L.P.をもとに日本総研作成
(注)9月2日時点。残存期間2~30年のユーロ建て国債が母集団で、利回り▲0.4%(預金ファシリティ金利)以上が買入対象、利回り▲0.4%未満が対象外。



(資料)世界銀行
(注)不良債権比率は、nonperforming loans to total gross loans。

当面はドルの底堅い推移が予想されるものの、持続的かつ大幅なドル高は見込み薄。

◆ドル円相場：当面はドルの底堅い推移を見込むも、秋にかけて再び円高に振れやすい地合いへ

米FRBの早期利上げ観測が高まるなか、当面はドルが底堅く推移する見込み。そうしたなかで、日銀による緩和効果などの「総括的検証」やそれを踏まえた政策変更の行方、FRBの利上げ時期など、日米の金融政策に不透明感が残るなか、9月の両中銀の会合にかけて神経質な展開が続く見込み。

その後11月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两大統領候補のドル安志向への警戒感が高まりやすく、再び円高に振れやすい展開となる公算大。

年末以降は、米国政治の先行き不透明感の後退などに伴い、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：当面はユーロが弱含み。ただし、米欧政治情勢次第で上下双方向に振れるリスクあり

対ドルでは、米FRBの早期利上げ観測が高まるなか、当面はユーロが弱含みやすい地合いが続く見込み。

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展開に。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、今秋に伊国民投票、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：欧州の政治不安等が折に触れてユーロ安要因となるも、一方的なユーロ安は見込み薄

対円では、欧州でEU・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ディスインフレ傾向が続くなか、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、一方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	102	99	99	100
(高値)	112.64	106	105	104	105
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	98.92	96	94	94	95

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	113	111	110	110
(高値)	128.19	119	117	116	116
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	121.96	105	103	102	102

予測

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	5	5	5	5	5
(安値)	1.0913	1.06	1.07	1.06	1.05

予測

