
為替相場展望

2016年10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
- ◆日銀の新たな枠組み発表、米FRBの利上げ見送り後のドル円相場展望・・・・・・・・ p. 2
- ◆金融政策の方向性は同じなのに、ユーロが対円で下落してきた背景・・・・・・・・ 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10月4日9:00時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

日米欧中央銀行の金融政策が相場の変動要因となるも、総じて方向感を欠いた展開。

◆ 9月のドル円相場

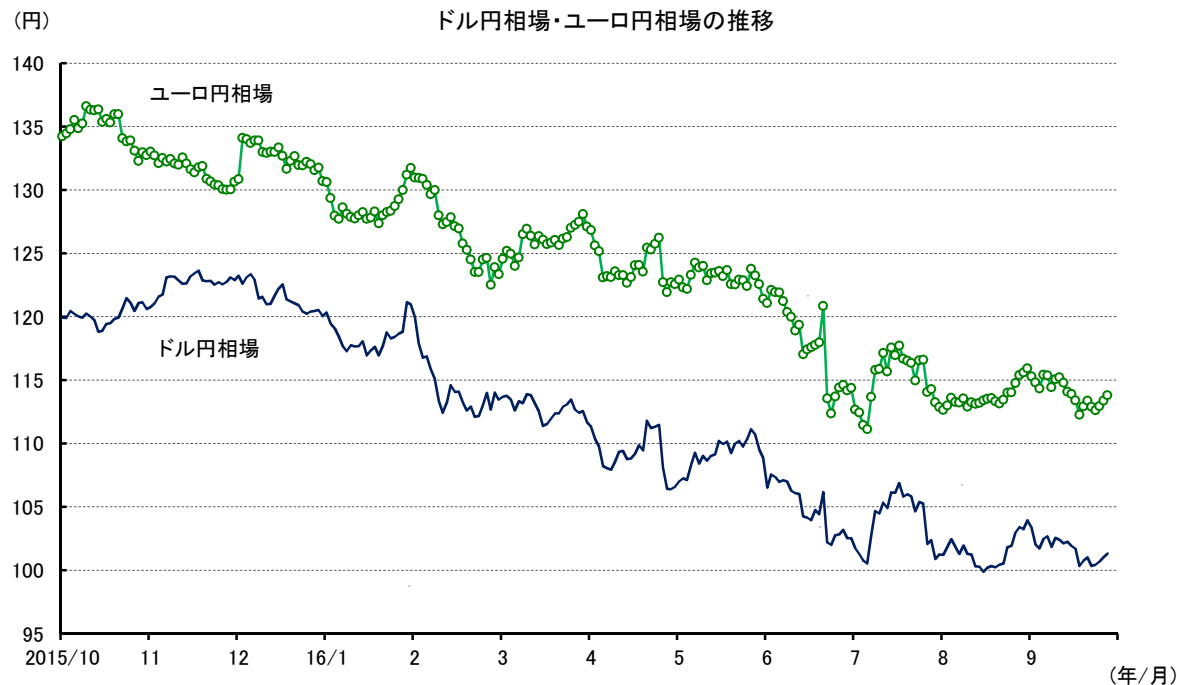
2日の米8月雇用統計は市場予想を下回ったものの、総じて米雇用情勢は良好であると受け止められ、104円台までドルが上昇。もっとも、6日の米ISM非製造業景気指数の大幅な悪化を受けて、再び101円台前半まで反落。その後は、米国ではFRB高官発言を受けた利上げ時期、日本では政府・日銀の高官発言や観測報道を受けた日銀の追加緩和策に対する思惑が交錯するなか、102円を挟んで一進一退の展開に。注目された21日の日銀金融政策決定会合では、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という金融緩和強化の新しい枠組みの導入を決定。マイナス金利の深堀りは見送られ、金融機関業績等への副作用が和らぐとの期待から、一旦は102円台後半まで円安が進行したものの、次第に新しい枠組みの効果に対して懐疑的な見方が広がり、100円台後半まで円高が進むなど、乱高下。さらに、同日に公表された米FOMC参加者の政策金利見通しが下方修正されたことを受けて、一時100円台前半まで円高ドル安が加速。月末にかけては、米大統領候補者のテレビ討論会、独大手銀の経営不安問題、OPECの減産暫定合意などに投資家のリスクセンチメントが揺さぶられるなか、101円台を中心に一進一退。

◆ 9月のユーロ相場

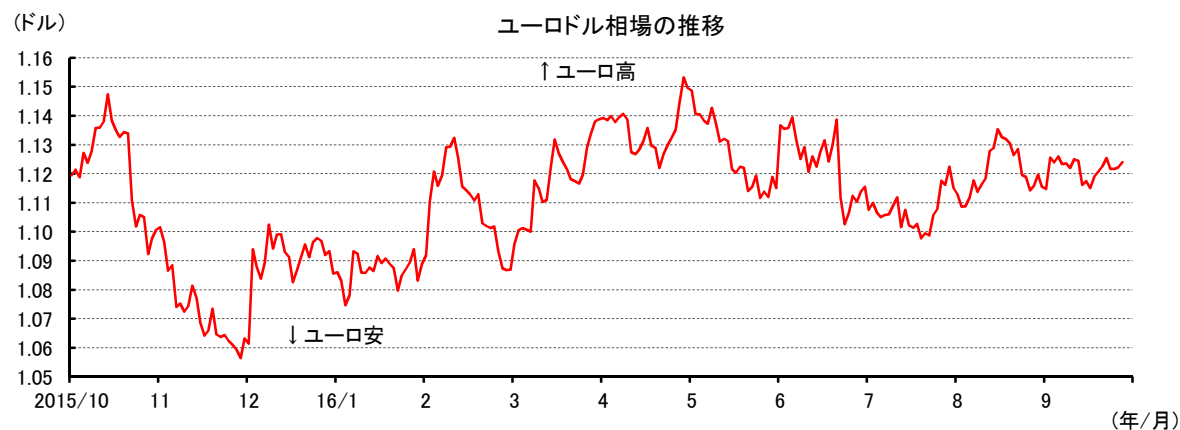
対ドルでは、6日の市場予想を大幅に下回る米ISM非製造業景気指数や、8日のECB理事会での追加緩和見送り等を受けて、一旦1.13ドル台までユーロが上昇したものの、「資産買入れプログラムの円滑な実施に向けた選択肢を評価するよう関連委員会に指示した」とのECB総裁発言等を受けて、追加緩和期待が再燃し、1.12台までユーロが反落。その後、16日の市場予想を上回る米CPIを受けて、1.11ドル台までユーロが一段安となったものの、21日に公表された米FOMC参加者の政策金利見通しが下方修正されたことなどから、1.12ドル台までユーロが反発。

対円では、月前半は、日銀の「総括的な検証」を控えた追加緩和観測や、ECB理事会での追加緩和見送り等を受けて、断続的に116円前後までユーロが上昇。一方、月後半は、日銀が21日に導入を決定した金融緩和の新しい枠組みの効果に対して懐疑的な見方が広がったことや、独大手銀を巡る経営不安が高まったこと等から、一時112円台までユーロが反落。

ドル円相場・ユーロ円相場の推移



ユーロドル相場の推移



(資料)Bloomberg L.P.

実質金利差の拡大による持続的かつ大幅な円安ドル高進行は見込み薄。

◆日本の期待インフレ率の上昇には時間を要する見込み

日本銀行は、9月21日の金融政策決定会合で、長短金利を誘導目標とする「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という金融緩和強化の新しい枠組みの導入を決定。一方、米FRBは、同日のFOMCで利上げを見送り。

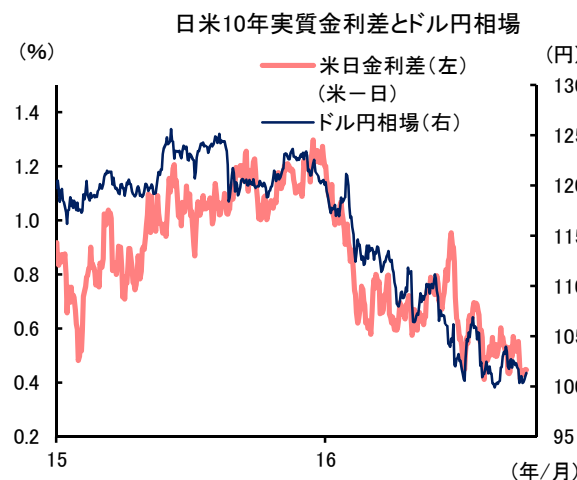
今後のドル円相場を展望するうえで、足許にかけてドル円相場と高い連動性を維持している米日実質金利差の動向が参考に。米日実質金利差は、米国と日本の実質金利、さらに両国の実質金利は、名目金利と期待インフレ率に分解可能。名目金利の低下、ないしは、期待インフレ率の上昇による実質金利の低下は自国通貨安要因、その逆は自国通貨高要因に。

日銀は、10年国債利回りが概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買い入れを行うとしており、日本の名目金利（10年国債利回り）は、ゼロ%近傍での推移が続く見通し。一方、日銀の分析に従えば、日本では、経済主体が実際の物価上昇を目の当たりにしない限り、期待インフレ率が上昇しにくい（日本の期待インフレ率は、「適格的」期待形成の要素が強い）状況。すなわち、期待インフレ率が持続的に持ち直していくには、需給ギャップの解消などが実際のインフレ率を押し上げる状況が定着する必要があり、相当の時間を要するため、近い将来の実質金利の顕著な低下は見込み薄。

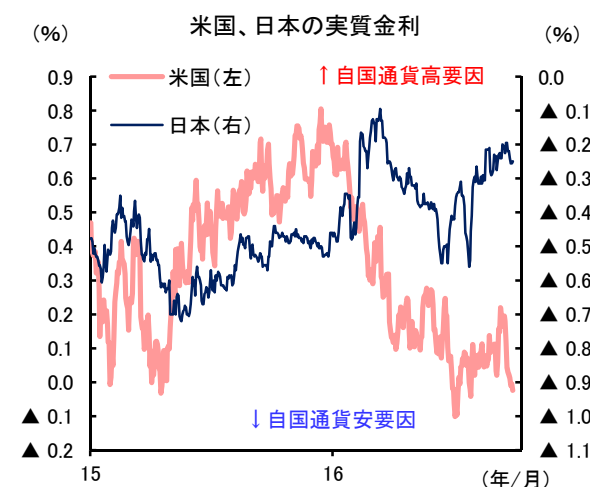
◆米国の名目・実質金利の顕著な上昇は見込み薄

米国では、今回のFOMC声明や、イエレンFRB議長の会見などを踏まえると、現在の労働市場の改善傾向が続き、新たに大きなリスクが生じなければ、年内には利上げが再開される公算大。一方、FRBが今回公表したFOMC参加者の政策金利見通しでは、前回6月時点の見通しと比べて、利上げペースの鈍化が示されたほか、FOMC参加者が想定する中立金利水準を示唆する長期見通し（中央値）が3.00%から2.75%へ引き下げ。こうした見通しの下方シフトを踏まえると、年内に利上げが再開されても、その後の利上げペースや到達点はこれまで想定されていた以上に抑制されたものとなる公算大。利上げはインフレ期待の持ち直しを確認しながら進められることも踏まえると、実質金利の顕著な上昇は見込み難い状況。

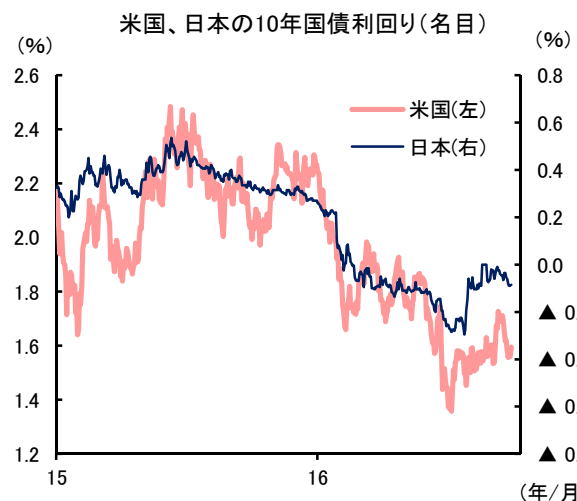
以上を踏まえると、先行きも米日実質金利差の顕著な拡大は見込み難く、持続的かつ大幅な円安ドル高は見込み薄。



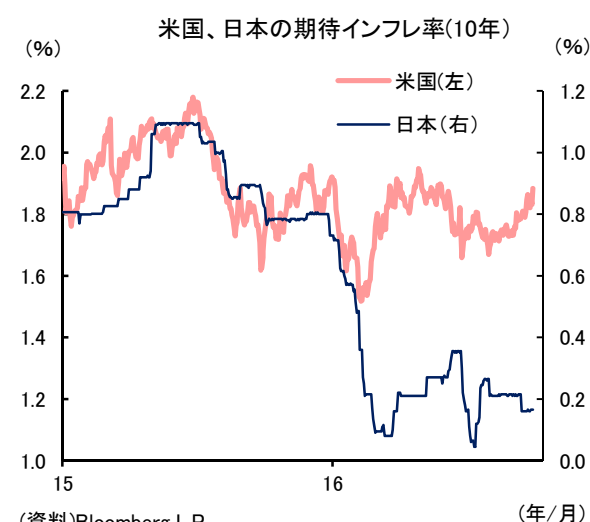
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)実質金利は、10年国債利回り-10年インフレスワップ金利で算出。



(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。



(資料)Bloomberg L.P.



(資料)Bloomberg L.P.
(注)インフレスワップが示唆する期待インフレ率。

実質金利差の拡大余地は限られ、ユーロの対円での下落には徐々に歯止めがかかる公算。

◆ユーロの対円での下落は金利差の動きと符合

ECBは、9月8日の理事会で金融政策を据え置き。一方で、ドラギECB総裁は、「資産買入れプログラムの円滑な実施に向けた選択肢を評価するよう関連委員会に指示した」と発言。今後、買入れ対象国債の枯渇懸念を払拭するための基準の緩和や、現状少なくとも2017年3月までとしている資産買入れ期間の延長などの追加措置が実施される公算。

ユーロの対円相場では、2015年半ば以降、ユーロの下落基調が持続。こうした動きは、日欧の金融政策の方向性が緩和方向で共通していることからすれば、やや違和感があるものの、欧日実質金利差の動きと概ね符合。実質金利差をユーロ圏と日本の実質金利に分解してみると、2015年半ば以降、ユーロ圏の実質金利は低下基調となる一方、日本はやや上昇基調。こうした動きが円高ユーロ安に作用した公算大。

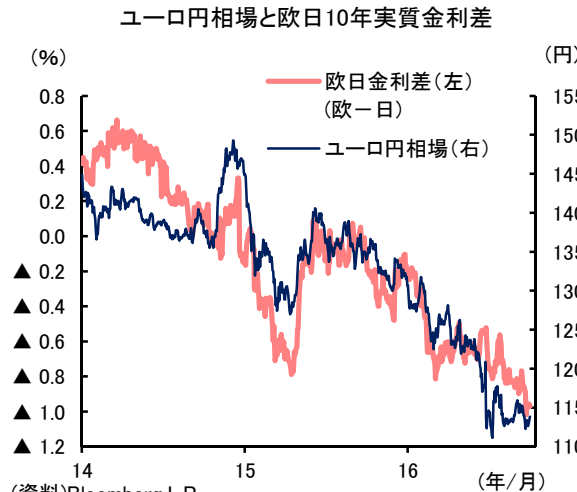
ユーロ圏と日本の実質金利の動きに違いが生じた最大の要因は期待インフレ率の動き。実質金利を名目金利と期待インフレ率に分解してみると、ユーロ圏以上に日本の期待インフレ率の低下が顕著。日欧ともに金融緩和の限界論が高まったことは共通しているものの、ECBの政策以上に日銀の金融緩和による物価押し上げ効果は限定的と市場参加者が考えるようになったことを示唆。

◆金利差の観点からは、今後のユーロ安余地は限定的

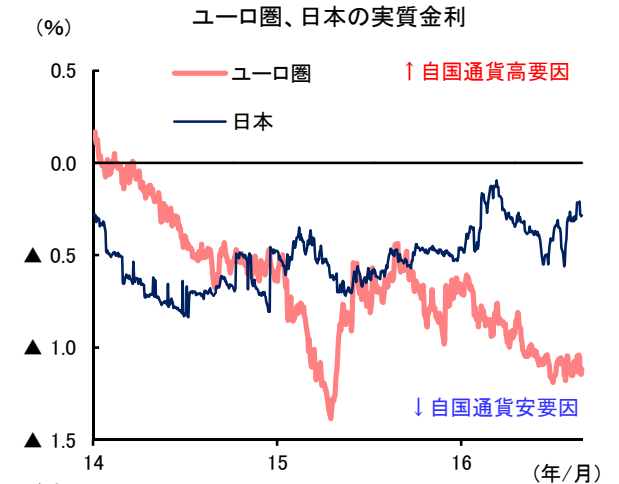
先行きを展望すると、ユーロ圏では銀行収益の悪化懸念が金融不安を惹起しやすい状況下、ECBはマイナス金利の深堀りには慎重姿勢を維持するとみられ、名目金利（独10年国債利回り）の低下余地は限られる見込み。また、日銀同様、ECBの追加緩和余地が乏しくなるなかで、ユーロ圏の期待インフレ率の大幅な押し上げは容易ではない状況。この結果、ユーロ圏の実質金利の低下余地は限られる見込み。

一方、日本の期待インフレ率は既にゼロ近傍まで低下しており、今後、日本経済がアベノミクス開始以前のデフレ状態に戻ることを想定しない限り、一段の低下余地は限られる公算大。前述の通り、日本の名目金利（10年国債利回り）はゼロ近傍での推移が続くと見込まれることも踏まえると、日本の実質金利の上昇余地は限られる見込み。

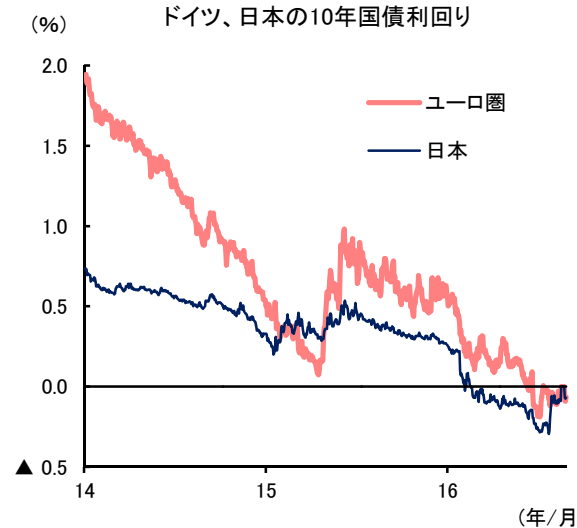
以上を踏まえると、欧日実質金利差のマイナス幅拡大余地は大きくないとみられ、ユーロの対円での下落には徐々に歯止めがかかる公算。



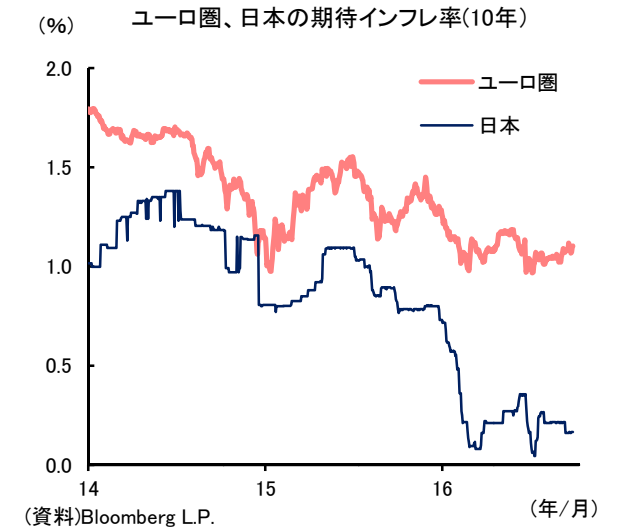
(資料)Bloomberg L.P.
(注)実質金利は、10年国債利回りー10年インフレスワップ金利で算出。



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



(資料)Bloomberg L.P.



(資料)Bloomberg L.P.
(注)インフレスワップが示唆する期待インフレ率。

米大統領選挙、FRBの利上げなどが相場の変動要因となるも、方向感の出にくい展開が持続。

◆ドル円相場：年内は円高基調、その後円高に歯止めも

米国の大統領選挙戦が佳境を迎えるなか、米国政治の先行き不透明感や、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いこと、などから、当面は円高に振れやすい状況が続く見込み。

年末以降、米国景気の緩やかな回復や、中国景気・原油相場の安定が続くなかで、米国政治の先行き不透明感の後退や、FRBの利上げ再開などの条件が整ってれば、徐々に円高ドル安に歯止めがかかる可能性。

もっとも、日銀の追加緩和余地が限られることや、米FRBの連続的な利上げが見込み難いこと等から、総じてドルの上値の重い展開が続く見込み。

◆ユーロドル相場：方向感が出にくい展開が持続

対ドルでは、米FRBの連続的な利上げが見込み難い一方、ECBの追加緩和余地も限られることから、総じて方向感が出にくい展開が続く見込み。

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、12月に伊国民投票、来年に仏大統領選挙や独総選挙、英国のEU離脱通告などの重要な政治イベントが相次ぐ予定となっており、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：徐々にユーロ安に歯止めも

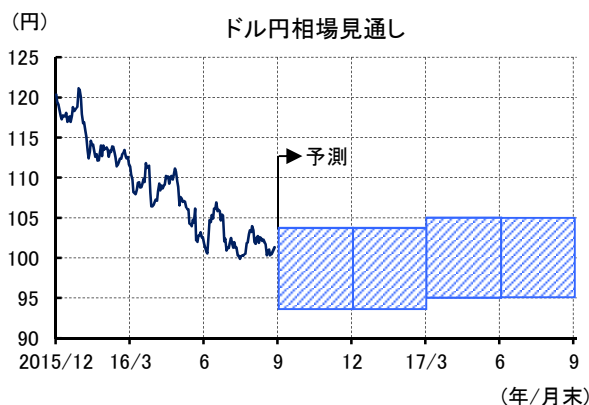
対円では、欧州での銀行の経営不安や、政治情勢の先行き不透明感の高まり等が折に触れてユーロ安要因となる見込み。

ただし、日本とユーロ圏は、①デフ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		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	102.38	99	99	100	100
(高値)	107.49	104	104	105	105
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	99.54	94	94	95	95

予測



ユーロ円相場見通し

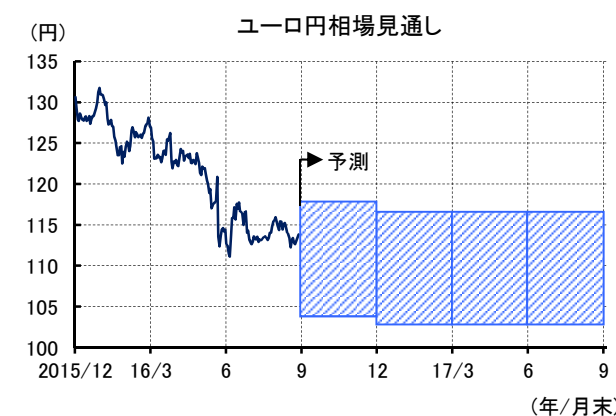
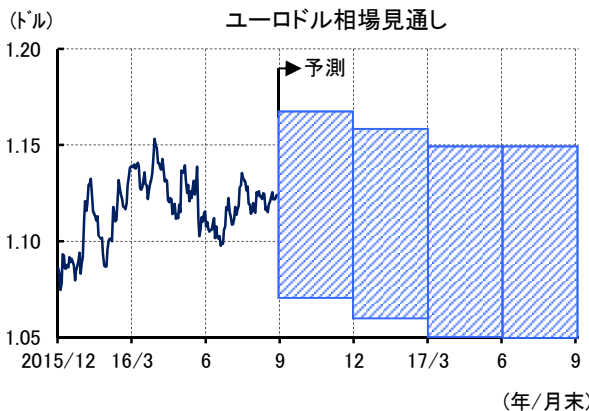
	2016年		2017年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	114.27	111	110	110	110
(高値)	118.47	118	117	117	117
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	110.83	104	103	103	103

予測

ユーロドル相場見通し

	2017年				
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.1163	1.12	1.11	1.10	1.10
(高値)	1.1367	1.17	1.16	1.15	1.15
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.0952	1.07	1.06	1.05	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 (%)	ユーロ・ ストック50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	0.39	0.70	1.49	18341.18	2148.90	-0.33	-0.30	-0.09	0.79	2919.08	44.80	1339.84
16/8	101.31	113.51	1.1205	-0.0434	0.06	-0.09	16586.07	0.40	0.81	1.56	18495.19	2177.48	-0.34	-0.30	-0.07	0.61	2992.87	44.80	1338.44
16/9	101.83	114.18	1.1214	-0.0515	0.06	-0.05	16737.04	0.40	0.85	1.62	18267.40	2157.69	-0.34	-0.30	-0.05	0.77	3012.09	45.23	1326.45

(株)日本総合研究所 為替相場展望 2016年10月