
為替相場展望

2016年4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
- ◆米金融政策と金融市場の相互作用が読みにくくするドル円相場の行方・・・・・・・・ p. 2
- ◆ECBの金融緩和では通貨安が進みにくくなったユーロ相場の行方・・・・・・・・ 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4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FRBの利上げペースの鈍化が示唆されたことから、ドルの上値の重い展開。

◆3月のドル円相場

月初以降、市場予想を上回る米景気指標が散見されたことを受け、米国景気に対する過度な懸念が後退するなか、中旬にかけて断続的に114円台を回復。もっとも、16日の米FOMCでFRBの利上げペースの鈍化が示唆されたことから、一時110円台までドルが急落。その後、わが国通貨当局による円売り介入への警戒感が強まったほか、FRB地区連銀総裁が早期の追加利上げに前向きともとれる発言をしたこと等から、一旦113円台までドルが反発したものの、29日にイエレンFRB議長が改めて早期の追加利上げに慎重な姿勢を示したこと等から、再び112円台割れをうかがう展開へ。

◆3月のユーロ相場

対ドルでは、2月末に発表されたユーロ圏消費者物価指数の下振れを受けて、ECBの追加緩和期待が高まり、2日に1.08ドル前半までユーロが下落したものの、その後は、10日のECB理事会を控えたポジション調整の動き等から、1.10ドル前後までユーロが反発。10日のECB理事会で市場予想を上回る追加緩和策が発表された直後には、再び1.08ドル前半までユーロが急落したものの、その後の会見でドラギECB総裁が利下げ打ち止めを示唆したことから、1.12ドル台までユーロが急騰。さらに、16日の米FOMCでFRBの利上げペースの鈍化が示唆されたことから、1.13ドル台までユーロが上昇。その後、米地区連総裁の発言を受けてFRBの早期追加利上げ観測が再燃し、ユーロ安に振れる場面もあったものの、29日にイエレンFRB議長が改めて早期の追加利上げに慎重な姿勢を示したこと等から、1.14ドル台までユーロ高が進行。

対円では、月初以降、ECB理事会を控えて122～125円台で方向感を欠いた展開。10日のECB理事会で市場予想を上回る追加緩和策が発表された直後には、一旦ユーロ安に振れたものの、その後の会見でドラギECB総裁が利下げの打ち止めを示唆したことから、一転して127円台までユーロが急上昇。その後は、市場参加者の関心が米FOMCに移るなか、126円を挟んで一進一退の展開となったものの、16日の米FOMCや29日のイエレンFRB議長の講演において早期の追加利上げに慎重な姿勢が示唆されたことを受けて対ドルでユーロ高が進行するなか、対円でもユーロが一時128円台までじり高の展開。



(資料)Bloomberg L.P.

米FRBの追加利上げ観測が高まっても、持続的かつ大幅な円安ドル高は見込み薄。

◆ドル円相場は米利上げ観測とリスク選好度に大きく左右

3月16日のFOMCでは、追加利上げは見送り。声明文やイエレン議長会見も総じて早期の追加利上げに慎重な内容。注目されたFOMC参加者の政策金利見通しでは、年内の利上げ回数が2回であることが示唆され、昨年12月時点の4回から半減。

一方、米国では雇用環境の順調な改善が続いているほか、米ドル高が一服するなか、製造業の景況感は底打ちが明確化しており、米国景気に対する過度な懸念は後退。

米FRBが金利の正常化を模索し始めた2014年後半以降、FRBの金融政策と金融市場の間では、「①FRBの利上げに向けた地ならし→②ドル高・資源安が進行→③リスク回避の動き→④市場参加者の利上げ期待後退、及びFRBの利上げ見通しの下方修正→⑤ドル高・資源安一服→⑥リスク選好の動き→①」という循環的な相互作用が発生。

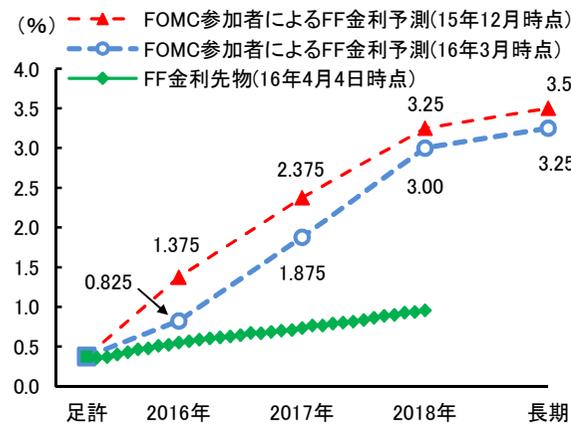
足許は⑥の局面にあるとみられ、今後、米国景気の回復持続が経済指標を通じて確認され、FRBが追加利上げに前向きな姿勢を示すようになれば、①②の局面となり、再びドル高が進みやすくなる公算大。ただし、FRBが新たに示した利上げペースは、市場参加者のコンセンサスに近く、追加利上げの織り込みによるドル高進行余地は限られる公算。

その後、③以降の局面が繰り返されるか否かは、米ドル高・資源安の進行度合いなどに大きく依存。もっとも、米中の成長率が低下し、世界経済の牽引役が不在となるなか、リスク回避の動きが再燃しやすい地合いが続くと予想され、ドル円相場では、円高ドル安圧力が強まる展開を想定しておく必要。

◆当面、対外証券投資を通じた円安圧力は限られる公算

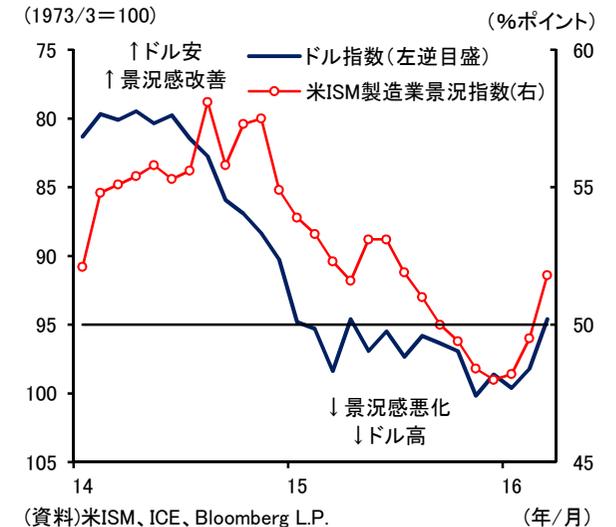
一方、新年度入りした日本では、日銀が1月末に導入したマイナス金利付き量的・質的金融緩和によるポートフォリオ・リバランス効果にも後押しされる形で、対外証券投資が活発化し、円安要因になるとの見方も。投資主体別の対外証券投資の動向をみると、2月は年金資金の動向を示すとされる信託勘定や生保経由を中心に対外証券投資が堅調。一方、市場参加者が円安・円高いずれの予想に傾いているかを示すリスク・リバーサルをみると、市場参加者は先行きの円高に対する警戒感を強めていることを示唆。一段の円高進行に警戒感が残る間は、機関投資家を中心に対外証券投資は為替ヘッジ付きが主体になるとみられ、円安圧力は限られる公算。

FOMC参加者のFF金利見通しとFF金利先物動向



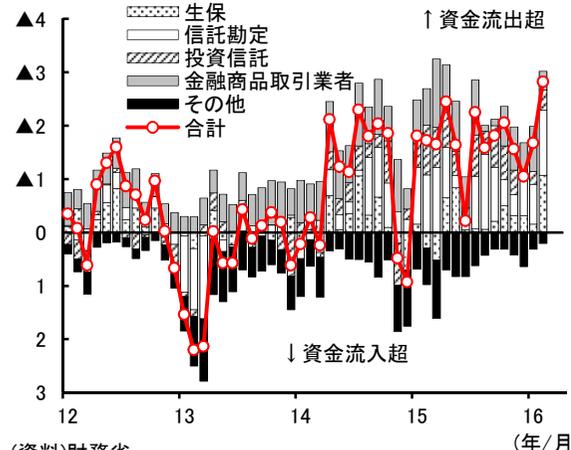
(資料)FRBを基に日本総研作成
(注)2016~18年は各年末時点。FF金利先物は市場参加者の政策金利見通しを反映。

米ISM製造業景況指数とドル指数



(資料)米ISM、ICE、Bloomberg L.P.

わが国の投資主体別の対外証券投資



(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。

ドル円相場とリスク・リバーサル



(資料)Bloomberg L.P.

ECBは追加緩和に踏み切ったものの、通貨安にはつながらず、米国の追加利上げが頼みの綱に。

◆ ECBの金融緩和による通貨安効果には限界も見え隠れ

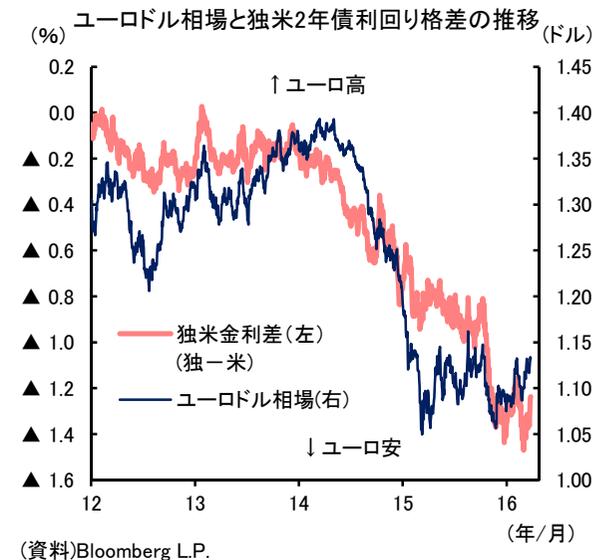
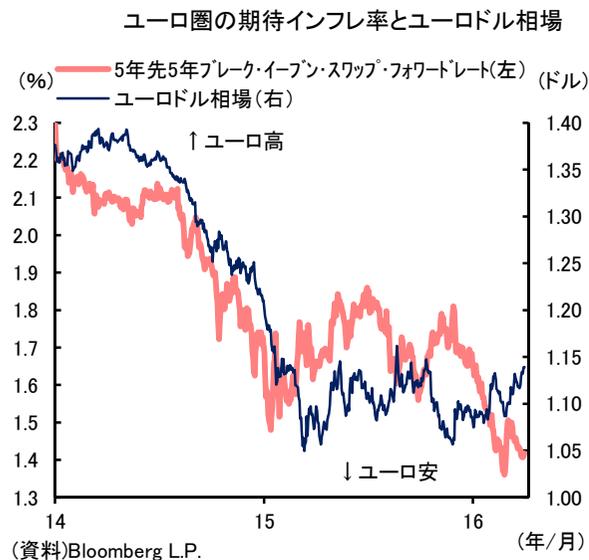
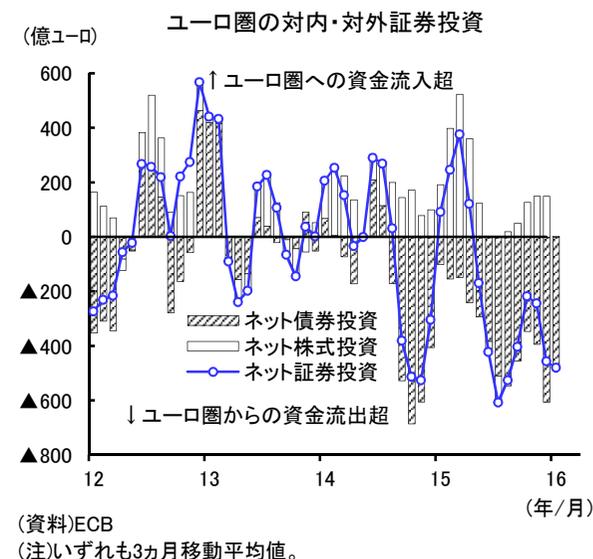
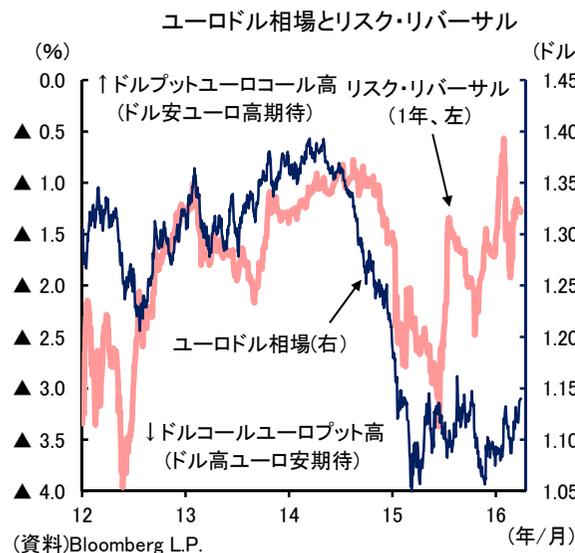
ユーロの対ドル相場では、ECBが3月10日の理事会で市場予想を上回る追加緩和策を発表した直後こそユーロが急落したものの、その後の記者会見でドラギECB総裁が利下げ打ち止めを示唆したことから、一転してユーロが急騰。さらに、3月16日の米FOMCでは、FRBの利上げペースの鈍化が示唆され、ユーロが一段と上昇する展開に。

ECBの今回の包括的な追加緩和策導入によるユーロ安効果は短期で収束。足許でリスク選好の動きが戻りつつあるなか、ユーロを調達通貨とするユーロキャリー取引や、対内・対外証券投資を通じたユーロ圏からの資金流出圧力の強まりから、先行きユーロ安に振れる可能性はあるものの、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、足許、市場参加者はユーロ高への警戒を強めている状況。ユーロ圏の対内・対外証券投資をみると、中長期債投資を中心にユーロ圏からの資金流出超が続いているものの、ユーロ高懸念がくすぶる間は、対外証券投資は為替ヘッジ付きが主体になるとみられ、ユーロ安圧力は限られる見込み。

当面、ECBは追加緩和策の効果を見極める姿勢を続けるとみられるものの、ECBが重視する期待インフレ率の低下に歯止めがかかっていないなか、プラート理事の「政策金利は下限に達していない」との発言にみられるように、今後もECBが追加緩和に踏み切る可能性は残存。もっとも、今回、市場予想を上回る追加緩和を発表しても、むしろ通貨高を招いてしまったように、ECBの金融緩和による通貨安効果には限界が見え隠れしている状況。

◆ 米追加利上げも持続的なユーロ安につながるとは限らず

以上を踏まえると、ユーロの対ドル相場が再びユーロ安に振れやすくなるためには、米国景気の回復持続が経済指標を通じて確認され、FRBが追加利上げに前向きな姿勢を示すことが必要。もっとも、前述の通り、FRBの想定する利上げペースが市場参加者のコンセンサスに近づくなか、米金利の上昇に伴う独米金利差のマイナス幅の大幅な拡大は見込み難しく、ドル高ユーロ安進行余地は限られる見込み。また、米利上げペースが加速した場合でも、世界経済が拡大しないと、リスク回避の動きの強まりを背景に、ユーロキャリー取引の巻き戻しなどが生じ、かえってユーロ高に振れる可能性も。



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

米FRBの利上げペースが慎重化するなか、当面はドルの上値の重い展開が続く見込み。年央頃にかけて米国景気が底堅さを増すなかで、FRBが追加利上げに前向きな姿勢を示すようになれば、円安ドル高に振れやすくなる見通し。

もっとも、①米利上げや中国景気の低迷長期化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米民主、共和どちらの候補が大統領に就任した場合でも、ドル高には寛容ではない米政権の誕生が見込まれること、等から、その後は緩やかな円高トレンドへ。

◆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の利上げペースが慎重化するなか、当面はユーロの底堅い推移が続く見込み。年央頃にかけて米国景気の回復持続が経済指標を通じて確認され、FRBが追加利上げに前向きな姿勢を示すようになれば、ユーロ安に振れやすくなる見込み。

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。

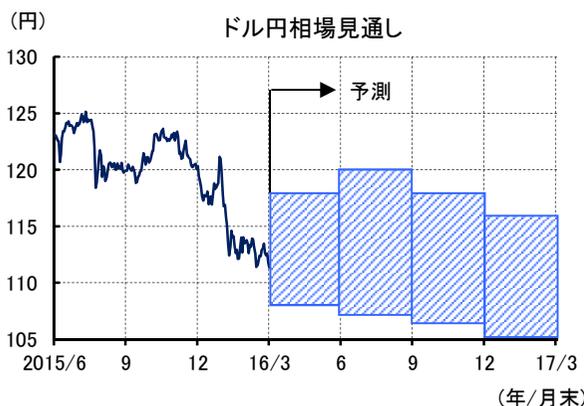
対円では、①日欧ともにデフインフレ傾向のもと、金融緩和の長期化が予想されること、②足許にかけて日本の貿易赤字が大きく縮小し、2011年以降みられた「貿易赤字が拡大する日本」と「貿易黒字が拡大するユーロ圏」というユーロ高を示唆するような為替需給面でのコントラストが薄らいでいること、等から、現行水準を中心に方向感を欠いた展開が続く見込み。

欧州では、英国のEU離脱問題や、難民流入、テロ問題などの難題を抱えており、これらに対する懸念が強まる場面では、一時的にユーロ安圧力が強まる恐れも。

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	113	115	113	111
(高値)	121.87	118	120	118	116
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	110.66	108	107	106	105

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	127	128	128	128
(高値)	132.36	135	135	135	135
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	122.06	121	121	121	121

予測

ユーロドル相場見通し

	2016年					2017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	1.17	1.15	1.17	1.19	
レンジ	5	5	5	5	5	
(安値)	1.071	1.06	1.05	1.07	1.09	

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)
13/4	97.75	127.35	1.3025	0.0721	0.24	0.57	13224.06	0.15	0.28	1.73	14675.91	1570.70	0.08	0.21	1.25	1.71	2636.35	92.07	1485.09
13/5	100.99	131.05	1.2978	0.0734	0.23	0.78	14532.41	0.11	0.27	1.92	15172.18	1639.84	0.08	0.20	1.37	1.86	2785.77	94.80	1416.61
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

(株)日本総合研究所 為替相場展望 2016年4月