

---

---

# 為替相場展望

2016年2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
- ◆新年入り後波乱の幕開けとなったドル円相場の行方 . . . . . p. 2
- ◆ユーロを取り巻く為替需給環境の整理 . . . . . p. 4
- ◆ドル円、ユーロ相場の見通し . . . . . p. 5
- ◆内外市場データ . . . . . p. 6

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2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。

---

---

## 中旬にかけて対ドル、対ユーロで円高が進行したものの、月末にかけて大きく円安に振れる展開。

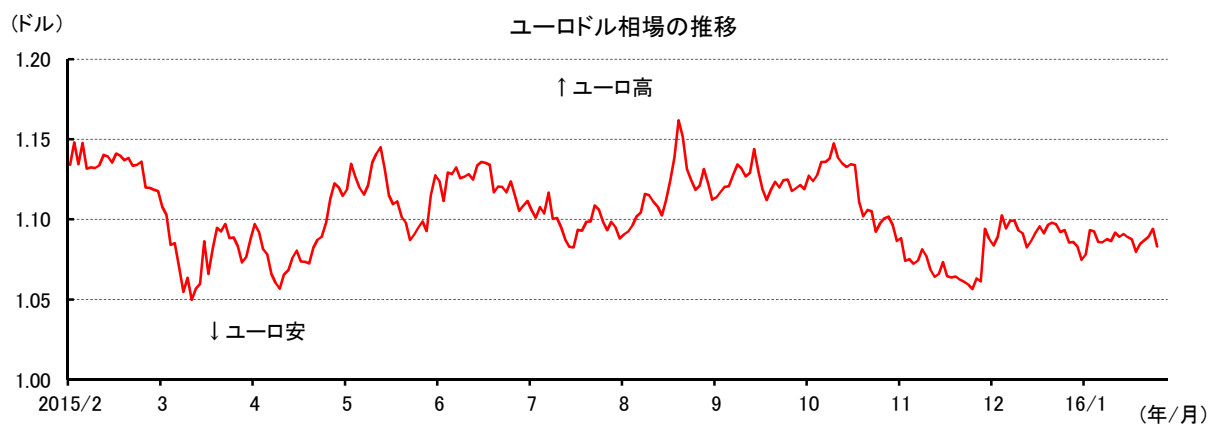
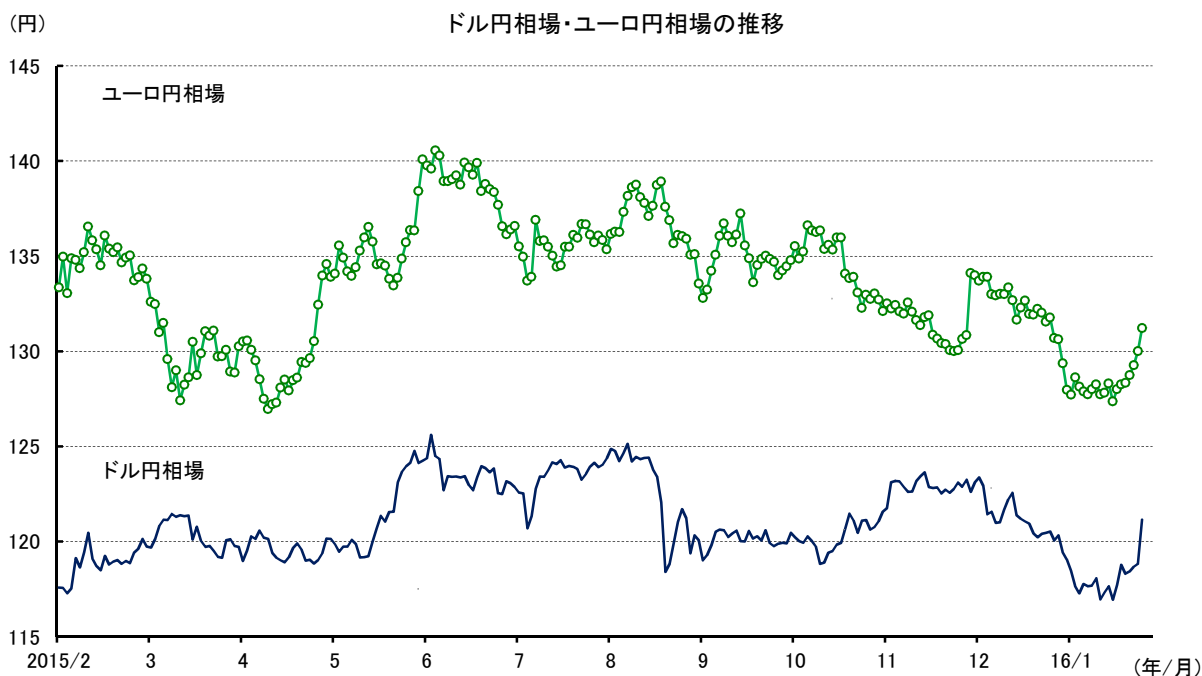
## ◆ 1月のドル円相場

年明け以降、①中国での製造業PMIの悪化を受けた上海株の急落や、人民元の対ドル基準値の連日の切り下げ、②原油価格の大幅な下落、③サウジアラビアとイランとの国交断絶や北朝鮮の水爆実験報道など地政学リスクの高まり、等を背景に、投資家のリスク回避姿勢が強まり、円高地合いが持続。8日の米雇用統計は良好な結果となったものの、中国景気や原油安に対する懸念が払拭されないなか、円高ドル安の流れに歯止めがかからず。16日に欧米諸国がイランへの経済制裁解除を決定すると、同国産原油の輸出増加により原油が一段と供給過剰状態に陥るとの懸念から、原油価格の下落が加速。財政が悪化した産油国ファンドによる株式売却懸念の強まりなどから世界同時株安が進行するなか、20日には一時116円割れ。もっとも、21日にドラギECB総裁が追加緩和を示唆したことなどをきっかけに、リスク回避の動きが和らぎ、円高に歯止め。月末にかけては、主要産油国の減産協議観測を受けた原油価格の持ち直しや、29日の日銀による「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入なども加わり、121円台まで円が急落。

## ◆ 1月のユーロ相場

対ドルでは、年初、ユーロ圏での消費者物価の下振れを受けて、ECBへの追加緩和期待が高まり、5日に1.07ドル台前半までユーロが下落。もっとも、その後は、中国景気の先行き懸念や下げ止まらない原油価格に対する懸念などを背景に、リスク回避の動きが強まるなか、ユーロキャリートレードが巻き戻され、20日に1.09ドル台後半までユーロが上昇。もっとも、21日にドラギECB総裁が3月に追加緩和を実施する可能性を示唆したことから、1.07ドル台後半までユーロが反落。一方、27日の米FOMC声明文では、「世界経済や金融市場の動向を注意深く監視する」との文言が加えられたことなどから、3月の利上げ観測がやや後退し、一時1.09ドル台後半までユーロが上昇する場面も。

対円では、中国景気の先行き懸念等を背景に、中旬にかけてリスク回避の円買いが強まったほか、21日にECB総裁が追加緩和の可能性を示唆したことから、126円台までユーロが下落。月末にかけては、日銀の追加金融緩和等を受けて、一時132円台までユーロが反発。



(資料)Bloomberg L.P.

## 中旬までリスク回避一辺倒となったものの、下旬以降、過度なリスク回避に歯止めがかかる兆し。

### ◆新年入り後のドル円相場は波乱の幕開け

年明け以降、ドル円相場では、円高の流れに歯止めがかからず、1月20日には一時116円割れ。投机筋の動向を示すIMM通貨先物取引（非商業部門）における円ポジションは、2012年2月以来の最高水準まで円買い持ち超が拡大。

この間、ドル円相場は、金融政策見通しの影響を受けやすい日米2年債金利差との相関が低下する一方、投資家のリスク許容度の影響を受けやすい株価とは高い相関を維持。1月中旬にかけての円高進行は、日米の金融政策の方向性の違いよりも、投資家のリスク回避姿勢の強まりによる影響を強く受けていたことを示唆。投資家がリスク回避の動きを強めた要因を整理すると以下の通り。

中国では、昨年夏の市場の混乱が一旦は落ち着きを取り戻していたものの、1月4日に発表された製造業PMIの悪化を受けて上海株が急落。さらに、中国人民銀行が人民元相場の対ドル基準値を連日で切り下げたことが不安を増幅。

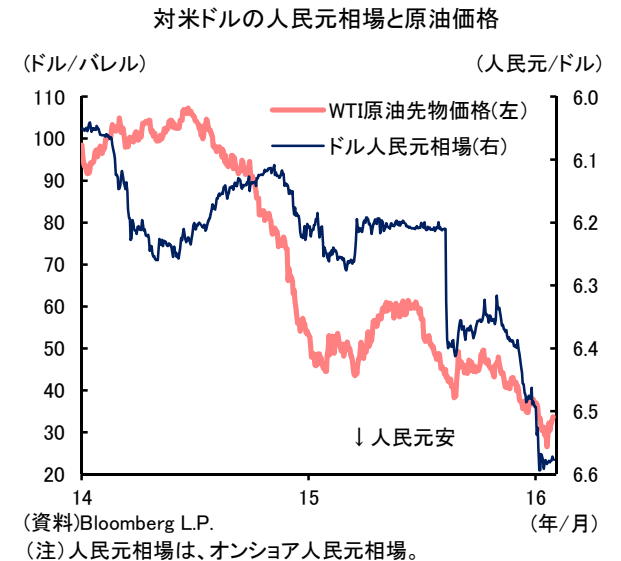
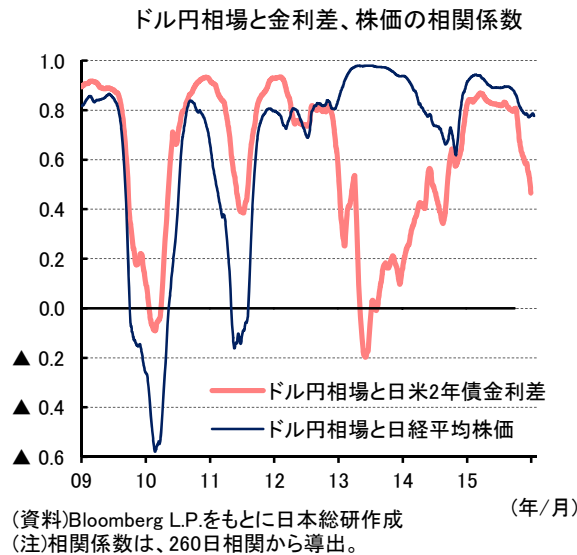
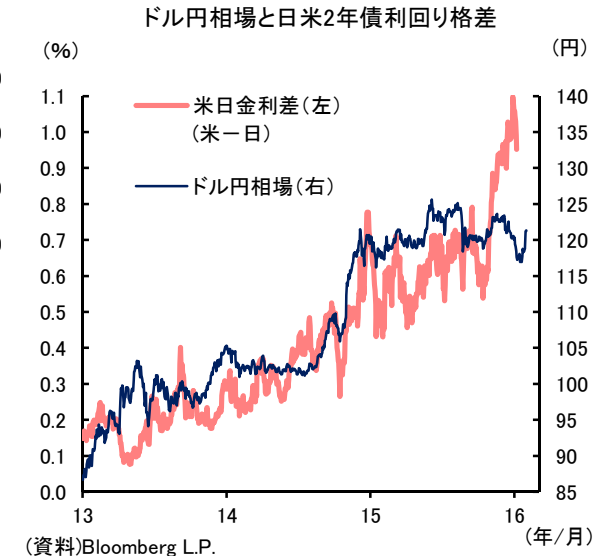
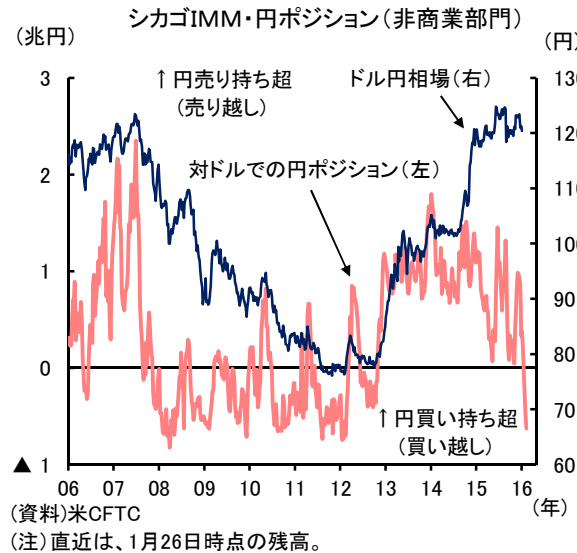
原油市場では、供給過剰状態が続くなか、昨年12月4日のOPEC総会での減産見送りを契機に、原油価格の下落基調が強まる展開に。年明け以降は、①サウジアラビアがイランとの国交断絶を発表し、OPECによる減産合意が一段と困難になるとの見方が強まったこと、②欧米諸国による経済制裁が解除されたイランからの原油輸出が増加する見通しとなったこと、などから供給過剰懸念が強まり、原油価格の下落が加速。これに伴い、エネルギー関連企業の業績悪化懸念や、財政が悪化した産油国ファンダによる株式売却懸念が増大。

### ◆過度なリスク回避に歯止めがかかる兆し

もともと、下旬以降、過度なリスク回避の動きに歯止めがかかる兆し。

第1に、中国では、人民銀行が1月8日に人民元の対ドル基準値を元高方向に設定し、その後は基準値を概ね前日並みに設定し続けているほか、人民元市場で為替介入を断続的に実施。金融政策の正常化を織り込む形でドル高が進んだ結果、米ドルへの実質的なペッグを続けてきた人民元が依然割高になっているとの見方も多く、今後、人民元が再び下落基調をたどる可能性はあるものの、人民銀行は市場混乱の反省を踏まえ、下落ペースを緩やかなものに抑制する努力を続ける公算(注)。

(注) 1月29日の日銀のマイナス金利導入を受け、人民元の実効レートが押し上げられたため、人民元切り下げ観測が再燃したことには注意を要する。



## 再び円安に振れやすくなるとみられるものの、円安進行余地は限られる見込み。

第2に、原油市場では、主要産油国であるロシアとOPECとの減産協議観測が浮上。実際に主要産油国が減産合意に至るには高いハードルが存在するとみられるものの、減産観測が価格を下支えている間に、相対的に原油の採掘コストが高いとされる米国産シェールオイルの減産が進むとともに、世界経済の緩やかな回復を受けて、需給の改善が進めば、原油価格の緩やかな持ち直しが期待。

第3に、日欧の中央銀行が金融緩和強化の動き。1月21日にドラギECB総裁が3月理事会での追加緩和の可能性を示唆したほか、29日には日銀が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入(注)。

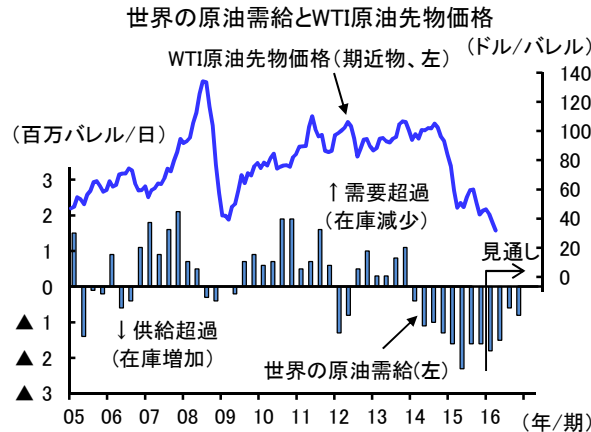
### ◆日米の金融政策の方向性の違いは不変

米国景気が底堅く推移するなか、中国の政策対応等によりリスク回避の動きが一段と後退していけば、日米の金融政策の方向性の違いが改めて意識されやすくなる見込み。

日銀は、今後必要な場合金利をさらに引き下げると表明。一方、米FRBは2回目の利上げ時期を引き続き模索。1月27日のFOMC声明文では、「世界経済や金融市場の動向を注意深く監視する」との文言が加えられたものの、金利正常化を進めるスタンスは維持。足許では、FRBの3月利上げ観測が後退しているものの、今後、リスク回避の動きが一段と和らぐなかで、FRBの2回目の利上げが織り込まれていけば、再び円安ドル高が進みやすくなる見込み。

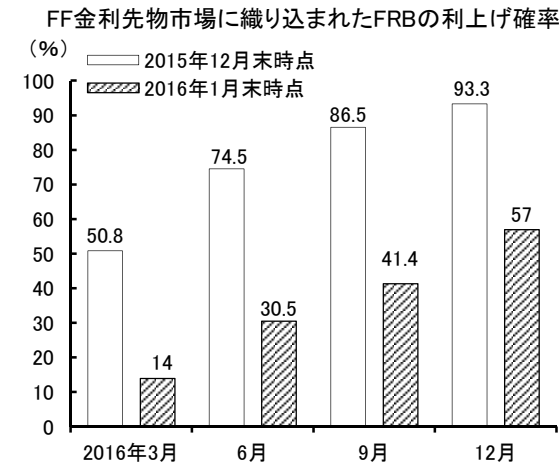
もともと、米FRBの前回の利上げ局面(2004~06年)とは違い、世界経済の牽引役となってきた中国経済の成長率が大きく低下するなか、中国経済及び同国に依存してきた新興国・資源国経済の先行き懸念が完全に払拭されるとは考えにくい状況。今後もFRBが金融政策の正常化を進めるなかで、折に触れ金融市場が不安定化し、リスク回避の動きが強まる可能性が高く、円安ドル高進行余地は限られる見込み。

(注) 今回の日銀によるマイナス金利導入は、リスク回避の動きを和らげつつ、日米金利差を拡大させたため、円安につながったとも考えられる。これまで米国の利上げ(観測の高まり)による日米金利差の拡大は、利上げやその影響を警戒したリスク回避の動きを招き、円安につながらないケースが散見された。



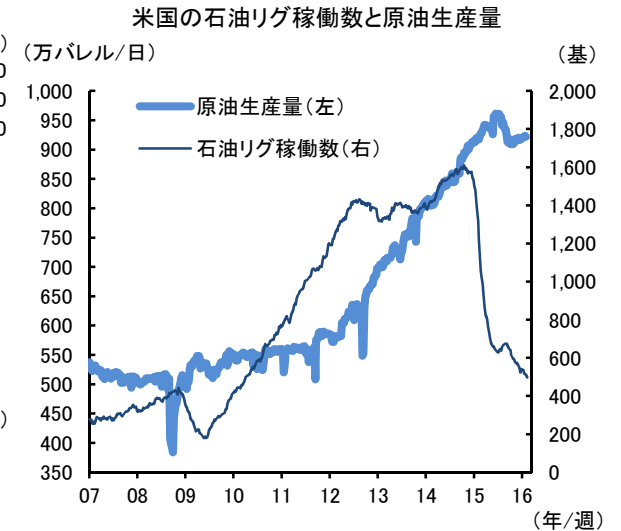
(資料)IEAを基に日本総研作成

(注)見通しは、IEAによる世界の原油需要、非OPEC加盟国の原油生産量見通しをベースとし、OPEC加盟国の生産量は、イランの増産を加味し、16年前半は15年Q4実績+50万バレル、16年後半は15年Q4実績+100万バレルと想定。

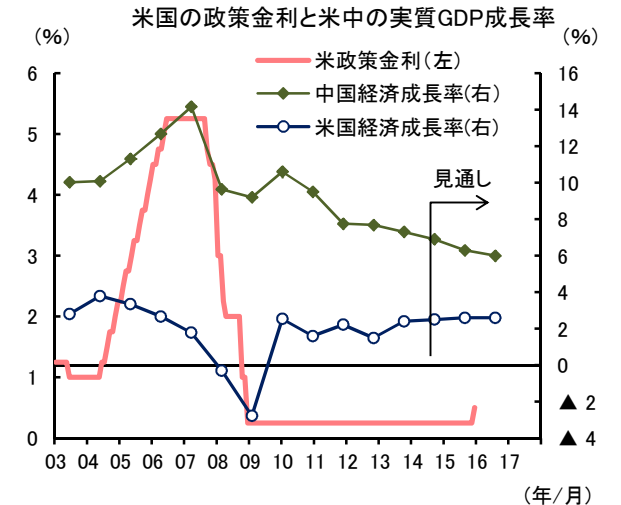


(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注)当該月のFOMC会合後に政策金利が現在のレンジ(0.25~0.50%)よりも高い水準にある確率。



(資料)米エネルギー省、Baker Hughes Incorporated



(資料)IMF、Bloomberg L.P.

(注)米国、中国の成長率はIMF見通し(2016年1月19日発表)。

## ユーロの基礎的な需給がほぼ中立となるなか、投機筋の動向がユーロ相場の方向性を大きく左右。

### ◆ ECBは3月会合での追加緩和の可能性を示唆

ドラギECB総裁は1月21日の理事会後の会見で、3月会合での追加緩和の可能性を示唆。一方、FRBは、1月27日のFOMC声明文に、「世界経済や金融市場の動向を注意深く監視する」との文言を加えたものの、金利正常化を進めるスタンスは維持。欧米の金融政策の方向性の違いは不変。

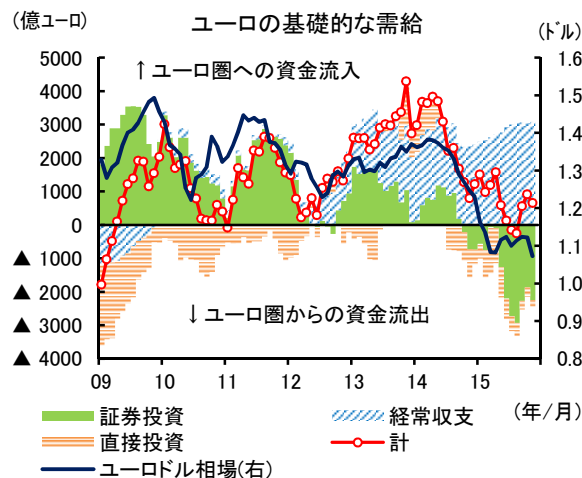
### ◆ 基礎的な需給はほぼ中立、投機筋の動向がユーロ相場を大きく左右

投機筋の売買を含まないユーロの基礎的な需給（ここでは経常収支+証券投資+直接投資）は、足許ではほぼ中立。経常収支に伴うユーロ高圧力を証券投資、直接投資に伴うユーロ安圧力が打ち消す構図。

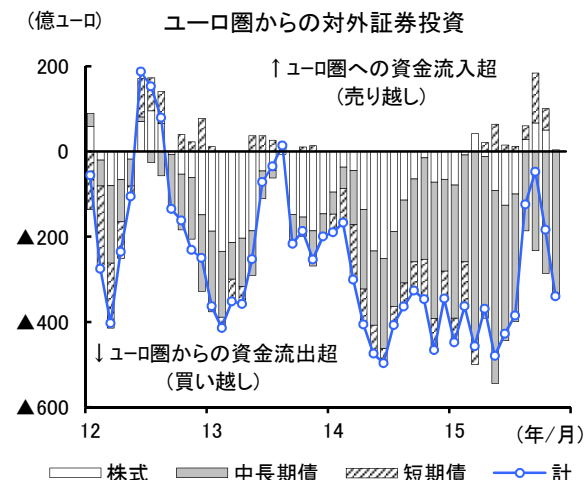
基礎的な需給のうち、ECBがマイナス金利を導入した2014年半ば以降に資金の流れが大きく変化したのは証券投資。対外・対内証券投資に分けてみると、対外証券投資は中長期債投資を中心に増加。先行きについても、マイナス金利の広がるユーロ圏債券に対し、金利面などで優位性のある米国の債券などが有力な資金運用先となり、対外証券投資の堅調な推移が続く見込み。

一方、対内証券投資は、ECBが量的緩和の導入に動いた2014年末から15年春にかけて盛り上がる場面があったものの、その後は大きく減少。ユーロ圏への債券投資は、域内債券市場でマイナス金利が拡大するなか、今後も低調に推移する公算大。ユーロ圏への株式投資は、ECBへの追加緩和期待が一時的な押し上げ要因となる可能性があるものの、こうした場面では株高・ユーロ安が同時に進む傾向が強く、域外投資家は為替ヘッジを行わないと株式投資の高パフォーマンスを享受できない状況。域外からの株式投資の多くには為替ヘッジが付される公算が大きく、大きなユーロ高圧力とはならない見込み。

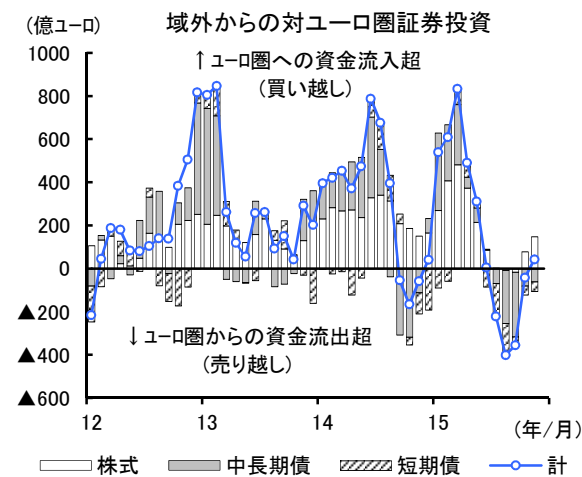
以上を踏まえると、当面は、基礎的な需給がほぼ中立となるなか、投機筋のユーロ売り持ちの動向に左右される展開となる見込み。今後、リスク回避の動きが一段と和らげば、欧米の金融政策の方向性の違いを反映して、投機筋のユーロ売り持ちが拡大しやすく、ユーロ安に振れやすい展開となる見込み。一方、米FRBの利上げペースの織り込み一巡などにより、内外金利差の拡大に歯止めがかかってくれば、投機的なユーロ売りの巻き戻しが生じやすくなるほか、対外証券投資の増勢が鈍化し、経常黒字に伴うユーロ高圧力を減殺しきれなくなり、ユーロ高圧力が強まりやすくなる可能性大。



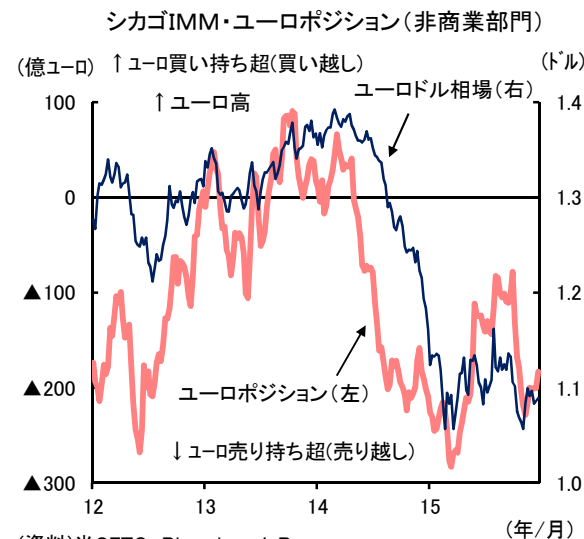
(資料)ECB, Bloomberg L.P.  
(注)いずれも12カ月累計。証券投資、直接投資は、対内、対外をネットしたもの。



(資料)ECB  
(注)いずれも3カ月移動平均値。



(資料)ECB  
(注)いずれも3カ月移動平均値。



(資料)米CFTC, Bloomberg L.P.

春から年央頃にかけて再びドル高が進みやすくなるとみられるものの、その後はドル高一服へ。

◆ドル円相場：当面の基調は円安ドル高方向ながら、円安進行余地は限られる公算。年央以降は円高一服へ。

米FRBが引き続き2回目の利上げ時期を模索する一方、日銀は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入するなど、日米の金融政策の方向性の違いは不変。米国景気が底堅く推移するなか、中国の政策対応等によりリスク回避の動きが一段と後退していけば、円安に振れやすい地合いとなる見込み。

ただし、①わが国で貿易面からの円売り圧力が減衰していること、②新興国景気の失速懸念等を背景とした金融市場の不安定化リスクは当面くすぶり続けるとみられること、等から、円安ドル高余地は限られる公算大。

春から年央頃にかけて米利上げペースの織り込みが一巡していけば、円安ドル高が一服へ。

◆ユーロドル相場：春頃にかけて再びユーロ安が進んだ後、ユーロが強含みやすい地合いへ

リスク回避の動きが一段と後退していけば、3月に追加金融緩和が見込まれるECBと金利の正常化を進める米FRBという金融政策の方向性の違いを反映して、ユーロキャリートレードが活発化し、ユーロ安が進みやすくなる見込み。

一方、春から年央頃にかけて、ECBの追加緩和や米国の利上げペースの織り込みが一巡していけば、ユーロキャリートレードの巻き戻しが生じやすくなり、ユーロが強含みやすい地合いへ。

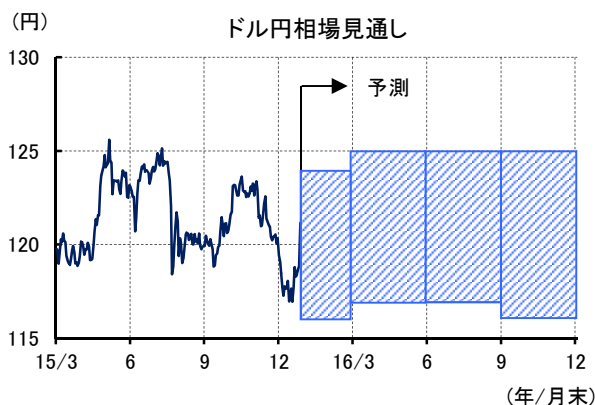
◆ユーロ円相場：短期的にはユーロ安に振れやすいものの、一方的なユーロ安には歯止めがかかり、再び方向感を欠いた展開へ

ECBが3月理事会で追加金融緩和を決定するとの観測が高まるなか、短期的には再びユーロが弱含む展開へ。もっとも、日銀も「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入するなど、積極的な金融緩和を続けており、一方的なユーロ安には至らない見込み。

ドル円相場見通し

	2015年		2016年		
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	121.41	120	122	122	121
(高値)	123.77	124	125	125	125
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	118.06	116	117	117	116

予測



ユーロ円相場見通し

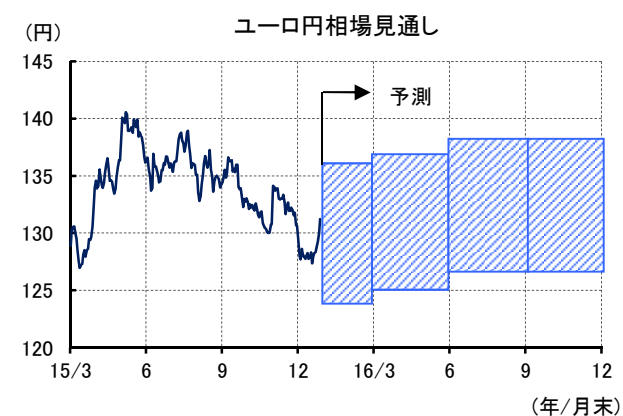
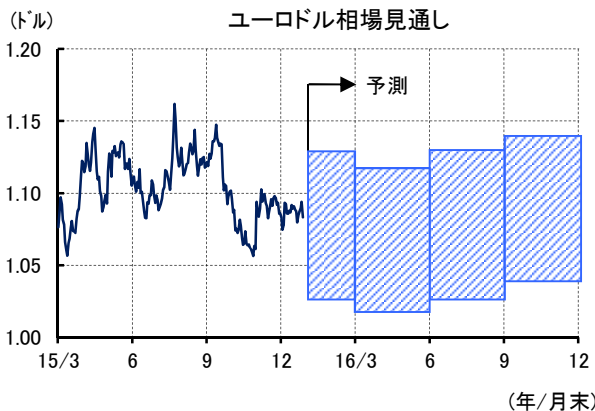
	2015年		2016年		
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	132.97	130	131	132	132
(高値)	136.97	136	137	138	138
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	129.67	124	125	126	126

予測

ユーロドル相場見通し

	2016年				
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	1.095	1.08	1.07	1.08	1.09
(高値)	1.150	1.13	1.12	1.13	1.14
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.052	1.03	1.02	1.03	1.04

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・ スツックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
13/2	93.13	124.24	1.3339	0.0866	0.28	0.74	11336.44	0.15	0.29	1.97	13967.33	1512.31	0.07	0.22	1.60	2.11	2630.40	95.32	1626.95
13/3	94.87	122.92	1.2957	0.0780	0.25	0.60	12244.03	0.14	0.28	1.94	14418.26	1550.83	0.07	0.21	1.41	1.89	2680.18	92.96	1593.62
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