

---

---

# 為替相場展望

2016年3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
- ◆日欧マイナス金利政策の為替相場への影響・・・・・・・・・・・・ 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  
研究員 井上 肇 (Tel : 03-6833-0920 Mail : inoue.hajime@jri.co.jp)

◆本資料は、2016年3月3日9:00時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

---

---

## ドル円相場では、中旬にかけて円が急騰後、戻りは限定的。ユーロは対ドル、対円ともに軟調。

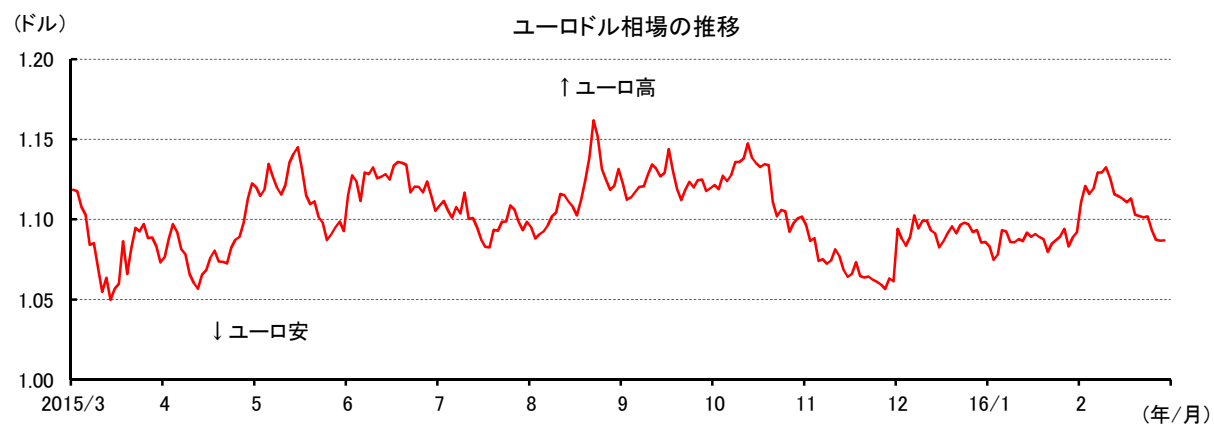
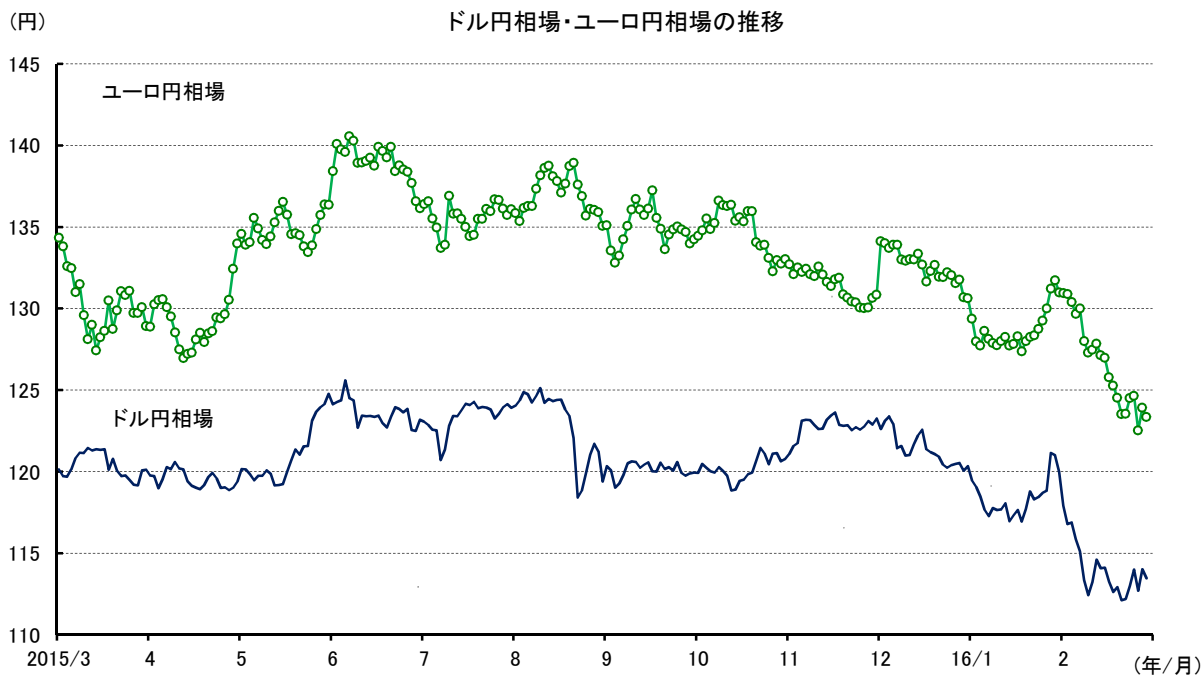
### ◆ 2月のドル円相場

月初は、日銀が1月末に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した後の円安ドル高の流れを引き継ぎ、121円台からスタート。もっとも、その後は、原油安や世界的な株安を背景にリスク回避の動きが再び強まったほか、3日にはダドリーNY連銀総裁の発言や米ISM非製造業景況指数の下振れを受けた米国の3月利上げ観測の後退も加わり、日銀のマイナス金利導入前の水準となる117円台まで円高が進行。その後も原油価格の急落や世界景気の先行き懸念の強まりによるリスク回避の動きが続くなかで、円高ドル安の流れが続き、米国景気の下振れ懸念や米利上げペースの一段の鈍化を示唆した10日のイエレンFRB議長の議会証言をきっかけに、11日には一時110円台後半までドルが急落。中旬以降は、①良好な米小売売上高、②主要産油国の生産調整の動きを受けた原油価格の反発、③26～27日のG20財務相・中央銀行総裁会議での政策協調への期待、等から、ドルが持ち直す展開に。もっとも、G20声明は具体策に乏しく、世界景気の先行き懸念が払拭されないなか、112円台～113円台でドルの上値の重い展開が持続。

### ◆ 2月のユーロ相場

対ドルでは、①米景気指標の下振れやFRB高官の発言を受けた米国の3月利上げ観測の後退、②欧州金融機関の信用不安を受けた資金回帰の動き、等から、11日にかけて1.13ドル台後半までユーロが上昇。もっとも、その後は、①ドラギECB総裁の発言(16日)や1月のECB理事会議事要旨の発表(18日)を受けたECBの3月追加金融緩和観測の高まり、②ロンドン市長のEU離脱支持表明を受けた英国のEU離脱懸念の高まり(ポンド急落への連れ安)、③ユーロ圏物価の下振れ、等から、月末にかけて1.08ドル台までユーロが下落。

対円では、日銀が1月末に追加金融緩和を決定した後の円安ユーロ高の流れを引き継ぎ、月初は131円台を中心にユーロが底堅く推移。もっとも、その後は、①欧州金融機関の信用不安、②ドラギECB総裁の発言や1月ECB理事会議事要旨の発表を受けた3月追加金融緩和観測の高まり、③英国のEU離脱懸念の高まり、④ユーロ圏物価の下振れ、等から、月末にかけて122円台までユーロ安が進行。



(資料)Bloomberg L.P.

## 内外金利差の拡大と投資家のポートフォリオ・リバランスを促すことを通じて通貨安に作用。

### ◆日銀のマイナス金利政策の為替相場への影響を考えるうえで、ユーロ圏の事例が参考に

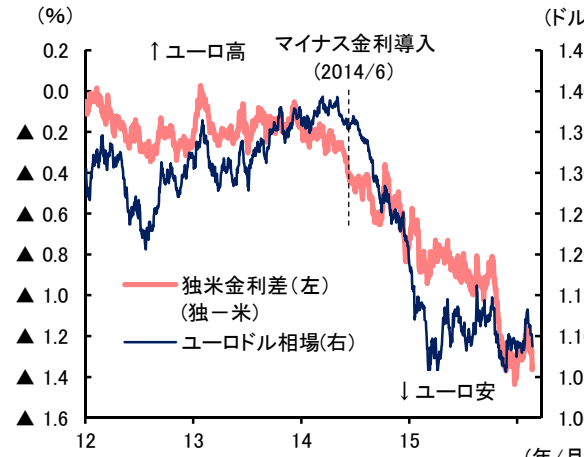
1月29日に日銀がマイナス金利政策の導入を発表後、ドル円相場では、一旦121円台まで円安が進行したものの、わずか3日間で発表前の水準まで円高に振れ、その後、2月11日には一時110円台まで円が急騰。日銀のマイナス金利政策導入による円安効果は短期にとどまったものの、より長い視点で同政策の為替相場への影響を考えるうえで、①量的緩和政策とマイナス金利政策を併用している、②大幅な経常黒字を抱えている、などの点で日本と共通しているユーロ圏の事例が参考に。

ECBがマイナス金利を導入した2014年半ば以降、為替市場ではユーロ安が進行。ECBがマイナス金利の導入を含め金融緩和の強化に動く一方、米FRBが金融政策の正常化を進めたことから、独米金利差のマイナス幅が拡大。こうした米欧の金融政策の乖離がユーロ安に作用した公算大。もっとも、15年春から秋にかけては、断続的にリスクオフの市場環境となるなか、独米金利差のマイナス幅が拡大しても、ユーロ安が進みにくくなり、むしろユーロが強含む場面も。

2014年半ば以降のユーロ安は、ユーロの基礎的な需給（経常収支+証券投資+直接投資）からも説明が可能。ユーロ圏では、経常黒字に伴うユーロ高圧力を証券投資、直接投資を通じた資金流出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14年半ば以降、証券投資、なかでも債券投資で資金の流れが大きく変化。ユーロ圏の証券投資を対外・対内に分けてみると、対外証券投資は、中長期債を中心に買い越され、ユーロ圏からの資金流出超が拡大。マイナス金利の環境下に置かれた域内の投資家が少しでも高い運用収益を求めて域外へ資金を振り向けている可能性大。ただし、15年夏から秋にかけては、リスクオフの市場環境となるなか、対外証券投資の買い越し幅が縮小する場面も。

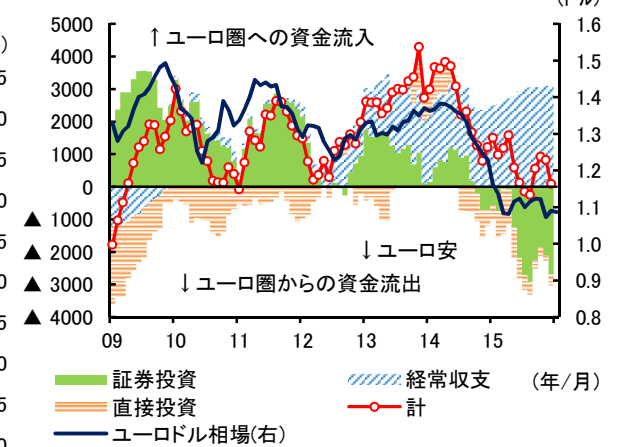
一方、対内証券投資は、ECBが量的緩和に動いた14年末から15年春にかけて盛り上がる場面があったものの、ユーロ圏債券市場にマイナス金利が広がった14年後半やマイナス金利が定着した15年夏以降は、中長期債を中心に売り越され、ユーロ圏からの資金流出超に。この結果、対外・対内証券投資をネットした額は、ユーロ圏からの資金流出超となる傾向が続いており、こうした資金フローがユーロ安に作用してきた公算大。

ユーロドル相場と独米2年債利回り格差の推移



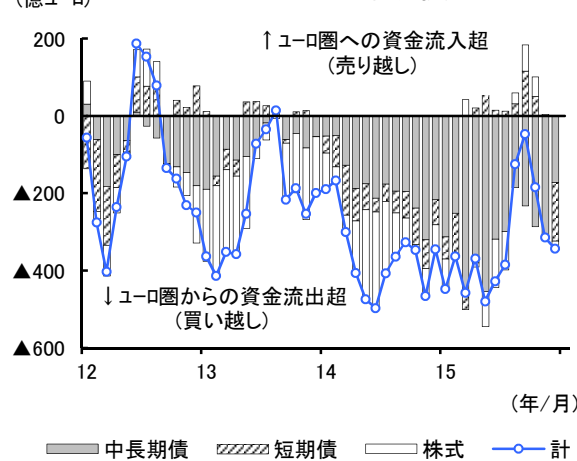
(資料)Bloomberg L.P.

ユーロの基礎的な需給 (億ユーロ)



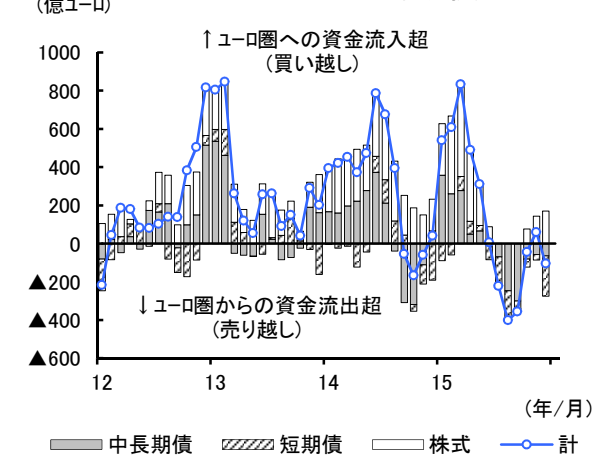
(資料)ECB, Bloomberg L.P.  
(注)いずれも12カ月累計。証券投資、直接投資は、対内、対外をネットしたもの。

ユーロ圏からの対外証券投資 (億ユーロ)



(資料)ECB  
(注)いずれも3カ月移動平均値。

域外からの対ユーロ圏証券投資 (億ユーロ)



(資料)ECB  
(注)いずれも3カ月移動平均値。

## 通貨安効果が発現しても、通貨安競争を加速させ、リスクオフのトリガーとなる可能性も。

### ◆リスクオフの市場環境下では、通貨安効果は見込み薄

ユーロ圏の事例を踏まえると、日銀のマイナス金利政策は、金利面では内外金利差の拡大、資金フロー面では国内投資家による外国資産へのポートフォリオ・リバランスの動きを促すことを通じて、円安に作用する可能性。一方で、市場がリスクオフに傾く状況下では、円安効果は限られる見込み。

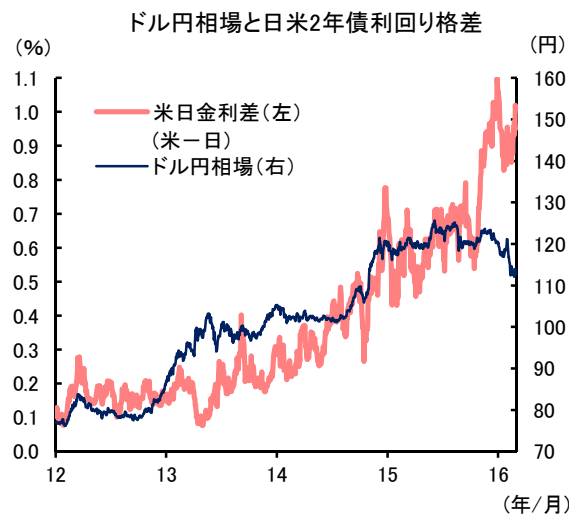
当面を展望すると、足許の世界的なリスクオフの市場環境が続く限り、日米金利差が拡大しても、国内投資家が積極的に対外投資を増加させることは想定し難く、円安に繋がりにくい状況が続く見込み。米中をはじめとした世界景気の先行き懸念の緩和や、株価・原油など金融・商品市場の安定化がなければ、日銀の緩和策が持続的な円安効果を発揮することは見込み薄。

ユーロ相場においては、短期的にはECBが3月理事会でマイナス金利幅の拡大などの追加金融緩和に踏み切るとの観測がユーロ安圧力になるとみられるものの、円と同様、投資家がリスクを取りやすい市場環境とならない限り、ECBの緩和策が持続的なユーロ押し下げに作用することはない見込み。

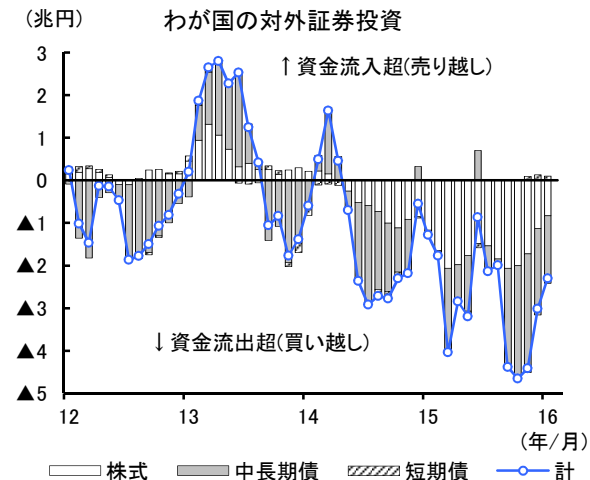
### ◆通貨安効果が発現した場合でも、通貨安競争を加速させ、リスクオフのトリガーとなる可能性も

一方、今後、日銀やECBの緩和策による通貨安効果が発現した場合でも、他国も自国通貨高を避けようとする結果、金融緩和による通貨安競争を加速させ、リスクオフのトリガーとなる可能性には注意が必要。主要通貨の実質実効為替レートをみると、米FRBによる金融政策の正常化を織り込む形でドル高が進んだ結果、ドルへの実質的なペッグを続けてきた人民元も大きく上昇。2月26~27日のG20財務相・中央銀行総裁会議では、通貨切り下げ競争を回避することが確認されたものの、日欧の金融緩和による通貨安効果が発現し、人民元の実効レートが一段と押し上げられた場合には、昨年夏や本年入り後のような人民元の大幅な切り下げ、さらには世界的な金融市場の混乱を招くリスク。

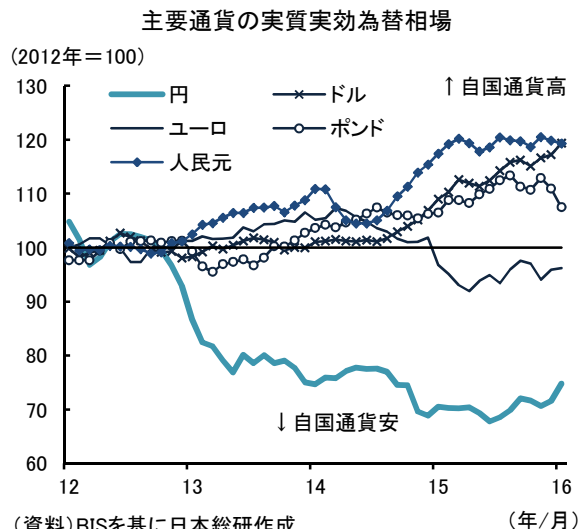
ちなみに、ユーロの対円相場は、2015年入り前後から独日2年債利回り格差との高い連動性が続いてきたものの、2月入り後のユーロの対円相場は、同金利差に見合う水準から下振れ。ECBの3月理事会での追加緩和策が織り込まれる一方、日銀のマイナス金利政策導入をきっかけとするリスク回避の動きが後退してくれば、円安ユーロ高方向に振れる余地。



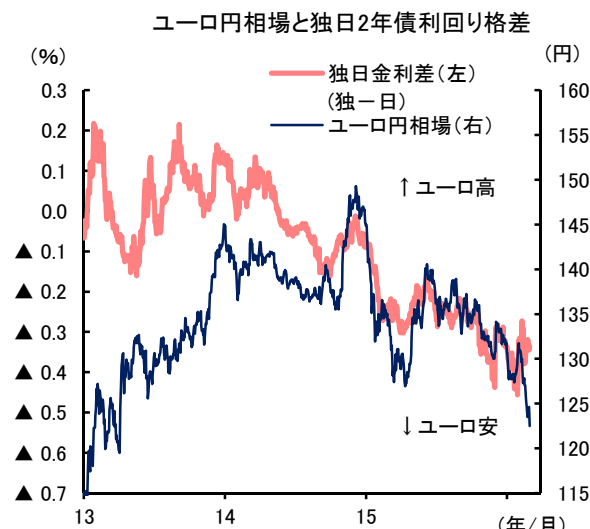
(資料)Bloomberg L.P.



(資料)ECB  
(注)いずれも3ヵ月移動平均値。



(資料)BISを基に日本総研作成  
(注)Broadベース。



(資料)Bloomberg L.P.

## 年央前後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：年央前後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

当面は、米中をはじめとした世界景気の先行き懸念が払拭されないなか、リスク回避の動きから、円高に振れやすい地合いが続く見込み。

米FRBの利上げペースが慎重化するなか、年央前後にかけて米国景気に対する過度な懸念が和らいでくれば、円安ドル高に振れやすくなる見込み。

もともと、①米利上げや中国景気の減速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わが国の貿易赤字縮小に伴い、貿易面からの円売り圧力が減退していること、等から、その後は円高トレンドへ。

### ◆ユーロ相場：ECBの3月追加緩和が見込まれるものの、持続的なユーロ安は見込み薄

対ドルでは、ECBが3月理事会で追加金融緩和に踏み切るとの観測が短期的にユーロ安材料となるものの、投資家がリスクを取りにくい市場環境が続くなか、ユーロキャリートレードの活発化は見込み難しく、持続的なユーロ安には至らない見込み。

一方、年央前後にかけて米国景気に対する過度な懸念が和らいでくれば、FRBの追加利上げ観測の高まりも加わり、ユーロキャリートレードが活発化し、ユーロ安に振れやすくなる見込み。

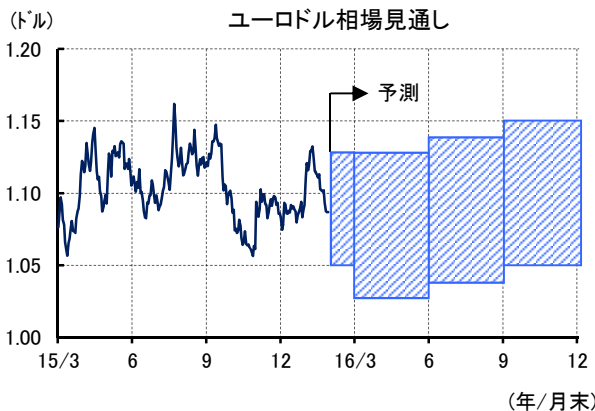
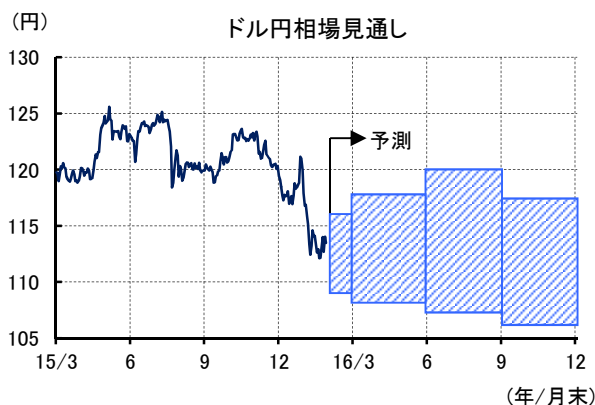
もともと、今後も米利上げや中国景気の減速等を警戒して金融市場が折に触れて不安定化する公算大。こうした場面では、ユーロキャリートレードの巻き戻しが生じると予想されるほか、対外証券投資の増勢が鈍化し、ユーロ圏の大幅な経常黒字に伴うユーロ高圧力が顕在化しやすくなる可能性があり、総じてみればユーロ高傾向の展開となる見込み。

対円では、ECBの3月追加金融緩和観測が高まるなか、短期的にはユーロが弱含みやすい地合い。もともと、日銀も1月末に「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	114	115	116	114
(高値)	123.77	116	118	120	118
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	118.06	109	108	107	106

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	124	124	126	125
(高値)	136.97	128	130	132	131
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	129.67	118	118	120	119

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	1.09	1.08	1.09	1.10
(高値)	1.150	1.13	1.13	1.14	1.15
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.052	1.05	1.03	1.04	1.05

予測

