
為替相場展望

2015年12月



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12月利上げ後のドル円相場の行方	p. 2
◆E C Bの12月追加緩和後のユーロ相場の行方	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、2015年12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。

米欧の金融政策の方向性の違いが鮮明となるなか、通貨の強弱はドル＞円＞ユーロの順。

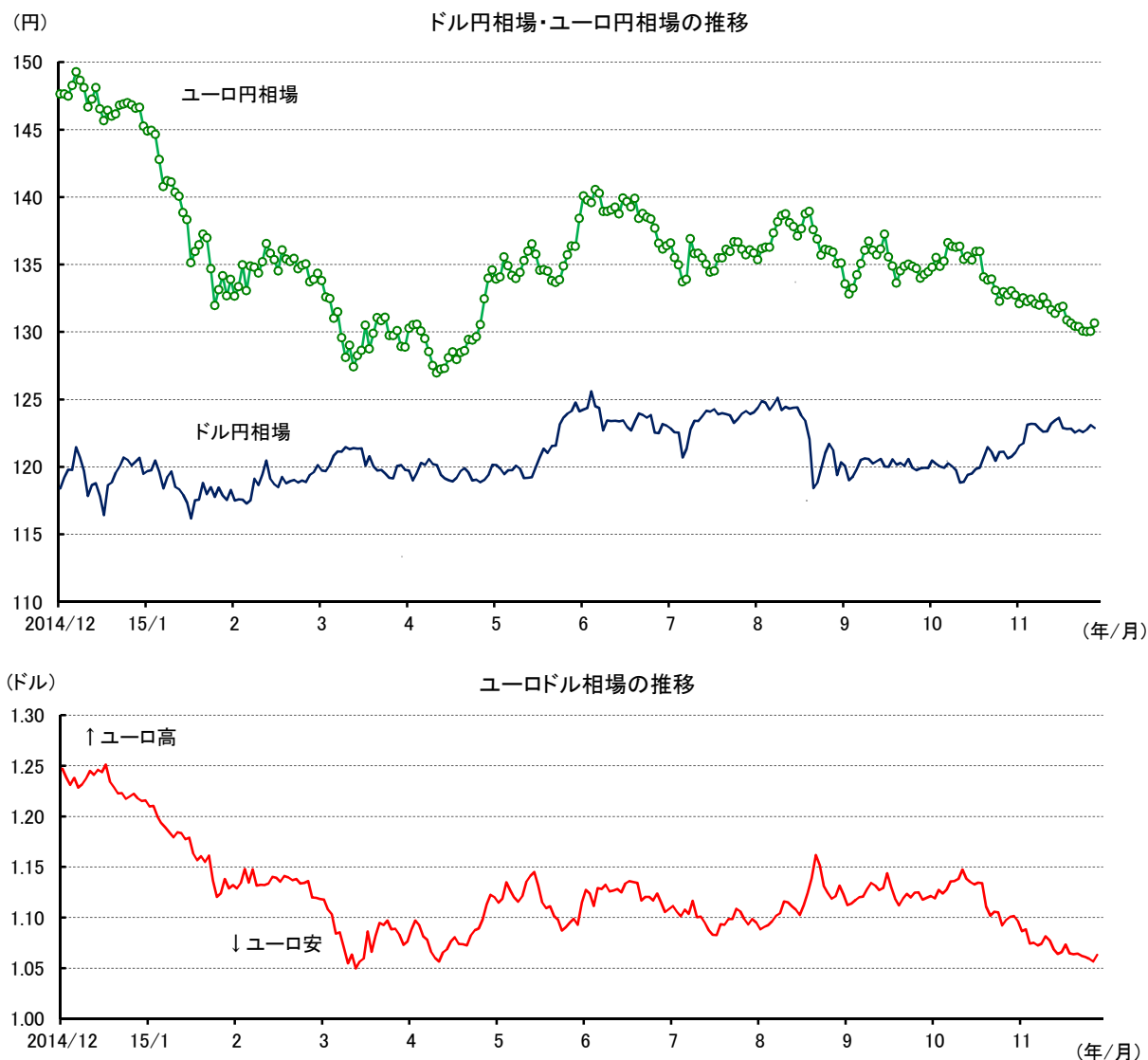
◆11月のドル円相場：上旬はドルが大きく上昇したものの、中旬以降は上値の重い展開

4日の議会証言でイエレンFRB議長が年内利上げの可能性を示唆したほか、6日の米10月雇用統計が市場予想を大きく上回る結果となったことなどから、9日にかけて123円台後半までドルが上昇。その後、13日に起きたパリでの同時多発テロを受けて、リスク回避の動きが強まり、一旦円高に振れたものの、18日の米10月FOMC議事録を受けて12月利上げが改めて意識され、123円台後半までドルが再び上昇。その後は、米FRBの12月利上げ開始の織り込みが進展するなかで、①日銀金融政策決定会合での現状維持決定（19日）、②トルコによるロシア軍機撃墜報道を受けた地政学リスクへの警戒感の高まり（24日）、等もあり、月末にかけて122円台から123円台でドルの上値の重い展開が持続。

◆11月のユーロ相場：月を通して対ドル、対円でユーロが軟調に推移

対ドル相場では、①ドラギECB総裁の「金融緩和の在り方について12月の理事会で再検討する必要がある」との発言（3日）、②米国でのイエレンFRB議長の12月利上げに前向きな発言や底堅い景気指標、等を手掛かりに、ユーロ売りが優勢となり、6日の市場予想を大幅に上回る米雇用統計を受けて、1.07ドル台までユーロが急落。その後も、ユーロの下値を試す動きは続き、①パリでの同時多発テロ（13日）、②米国での10月FOMC議事録（18日）を受けた12月利上げ観測の高まり、③ユーロ圏でのECB高官発言などを受けた12月追加緩和観測の高まり、等を背景に、下旬にかけて1.05ドル台までユーロが下落。

対円相場では、ドラギECB総裁の発言などを受けた12月追加金融緩和観測の高まりや、13日に起きたパリでの同時多発テロ等を手掛かりに、月末にかけて一時130円割れまでユーロ安が進行。



(資料)Bloomberg L.P.

当面はドル高基調を見込むものの、次第にドル高の「天井」が意識されやすくなる公算

◆利上げ後のドル高進行余地は利上げペースが大きく左右

11月6日の市場予想を大幅に上回る米10月雇用統計を受けて、米金利先物市場では、FRBによる12月の利上げ開始を7割以上織り込み。

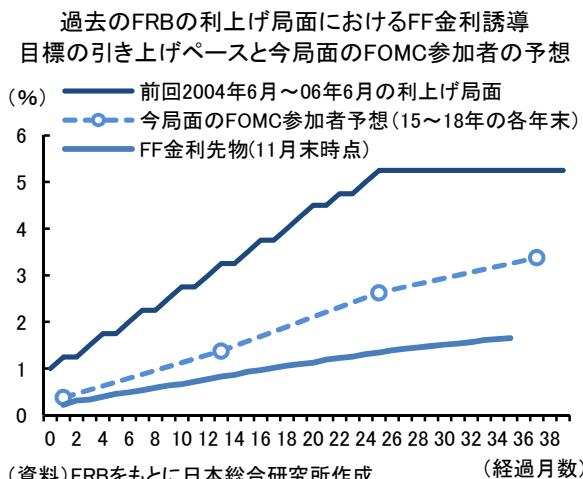
12月FOMCでの利上げ実施がほぼ確定的となるなか、市場の関心はその後の利上げペースに移りつつある状況。直近9月のFOMC参加者の政策金利見通しは、全参加者の中央値ベースで年間1%の利上げペース（0.25%の利上げを年4回）を想定しているのに対し、市場参加者の見通しを反映する米金利先物市場は、年間0.5%程度の利上げペース（0.25%の利上げを年2回）しか織り込んでいない状況。FRBが利上げを開始した後も、米国の経済情勢がFOMCの見通し通りに推移し、来年の3月に2度目の利上げが実施されるとの見方が強まれば、市場は3ヵ月で0.25%、すなわち、年間1%のペースでの利上げを織り込む公算大。3月FOMCでの利上げの有無を巡って金融市場が再び不安定化し、一時的にリスク回避の円買いが生じる可能性はあるものの、米国を中心とした世界景気の回復基調が崩れない限り、最終的には米金利の上昇に伴う日米金利差の拡大につれて円安ドル高が進行する公算大。

◆当面の利上げペース織り込み後は、均衡実質金利の動向がドル高進行余地を探るカギに

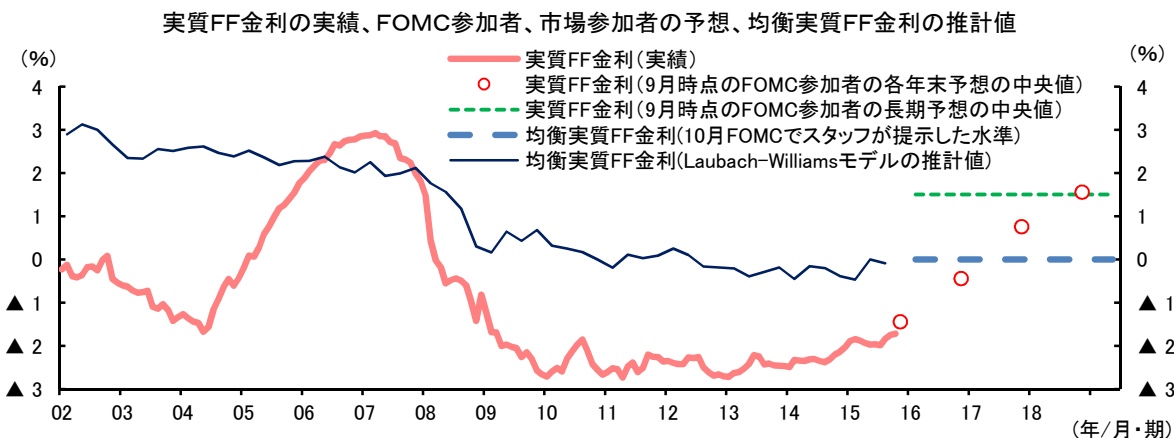
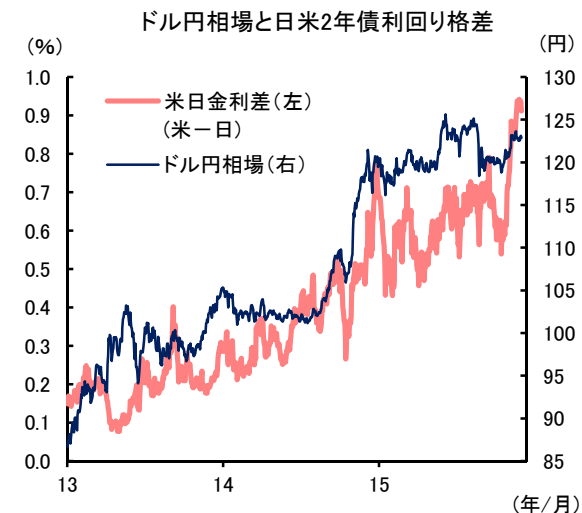
当面の利上げペースが織り込まれた後のドル高進行余地は、利上げの到達点の目安となる「均衡実質FF金利」の水準に大きく左右される公算大。10月FOMC議事録によると、同会合スタッフは、短期の均衡実質金利は現時点で概ねゼロ%付近となっており、今後もしかして「正常」と考えられていた水準を下回る公算が大きいとの見方を提示（注）。

FOMC参加者の多くは、今後景気の拡大が続けば、均衡実質金利が上昇していくと予想しているものの、そのペースは極めて緩やかなものにとどまるとみている状況。均衡実質金利の水準は当面の利上げペースには影響しないものの、今後、均衡実質金利の上昇が小幅にとどまれば、やがてFF金利の引き上げ余地が乏しいとの見方が強まり、ドル高の「天井」が意識されやすくなる公算。

（注）均衡実質FF金利がゼロ%であることは、現時点でインフレ率がFRBの目標である2%に戻っても、FF金利は、実質ベースでゼロ%、名目ベースで2%が妥当であることを示唆するもの。



（注）今局面の利上げ開始時期は、2015年12月と想定。
FOMC参加者の予想は、2015年9月FOMCで公表された政策金利見通しの中央値。



（資料）FRB、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

（注）実質FF金利の実績は、FF実効金利をインフレ連動債から算出される5年先スタート5年物の期待インフレ率で実質化。FOMC参加者が予想する実質FF金利については、15～17年末は各時点から1年後のインフレ率予想、18年末及び長期はインフレ目標の2%で実質化。Laubach and Williamsモデルの均衡実質FF金利の推計値は、参考のために掲示したものであり、10月FOMCで同会合スタッフが提示した均衡実質FF金利の水準（推計値）と同一のものではないことに注意。

当面はユーロ安基調を見込むものの、金利差拡大に歯止めがかかれば、ユーロ安一服へ。

◆対ドル相場は、米利上げペースが大きく左右

足許にかけて、年内の利上げが視野に入るF R Bと、追加金融緩和に動くE C Bという、欧米の金融政策の方向性の違いが鮮明化。もっとも、足許では、米欧中銀の12月会合での政策変更の織り込みが進展しており、2016年入り後もユーロが下落基調となるには、独米金利差が一段と拡大していくことや、投資家がリスクを取りやすい市場環境が続くことが不可欠。

F R Bの12月利上げ後も、米国景気がF O M Cの見通し通りに推移すれば、F R Bが2度目の利上げを検討すると予想される来年3月F O M C前後にかけて、市場が織り込む利上げペースが足許の年2回程度からF O M C参加者の想定している年4回程度に上方修正されるとみられ、米金利上昇に伴う独米金利差の拡大がユーロ安に作用する公算大。

利上げ織り込みペースが修正される過程で、市場のリスクセンチメントが悪化すれば、投機的なユーロ売り持ちポジションの巻き戻しを通じて、ユーロが上振れする可能性はあるものの、米国を中心とした世界景気の回復基調が崩れない限り、そうした動きは長続きしない公算。

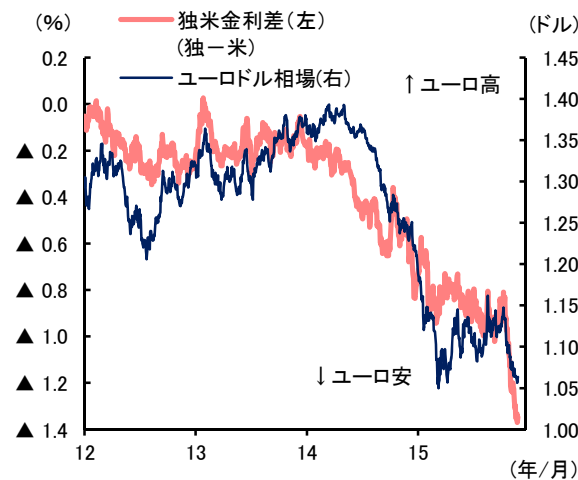
一方、当面の米利上げペースの織り込みが一巡し、独米金利差の拡大に歯止めがかかってくれば、投機的なユーロ売りの反動が出やすくなるとみられるほか、ユーロ圏の大幅な経常黒字に伴う通貨高圧力が顕在化しやすくなる可能性もあり、ユーロは対ドルで徐々に底堅さを増すと予想。

◆対円相場は、E C Bのマイナス金利政策が大きく左右

ユーロの対円相場は、足許にかけて独日2年債利回り格差との連動性が強まる方向。日銀は、E C Bとは異なり、マイナス金利の導入に消極的な姿勢を示しており、わが国2年債利回りの一段の低下余地は乏しい状況。一方、E C Bが12月理事会以降、預金ファシリティー金利の一段の引き下げに含みをもたせれば、独2年債利回りのマイナス幅が一段と拡大し、独日金利差の拡大につれて、対円でもユーロが軟調に推移する公算大。

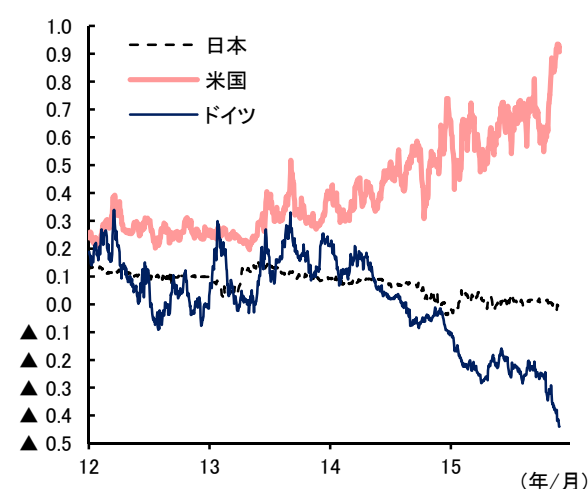
もっとも、①金融政策面では、E C B、日銀ともに積極的な量的緩和を続けており、利上げは当面展望できないこと、②2011年以降急減していた日本の経常黒字が足許にかけて対G D P比でユーロ圏に並ぶ水準まで増加してきており、両通貨とも実需面からの買い圧力が働きやすくなっていること、等を踏まえると、ユーロの対円相場がどちらか一方に振れ続ける可能性は小。

ユーロドル相場と独米2年債利回り格差の推移



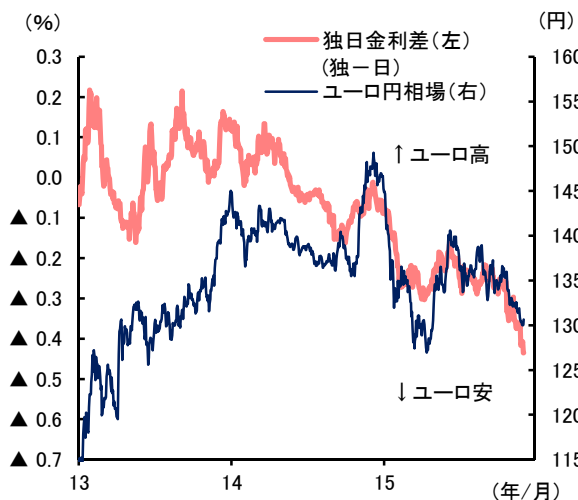
(資料)Bloomberg L.P.

日米欧の2年国債利回り



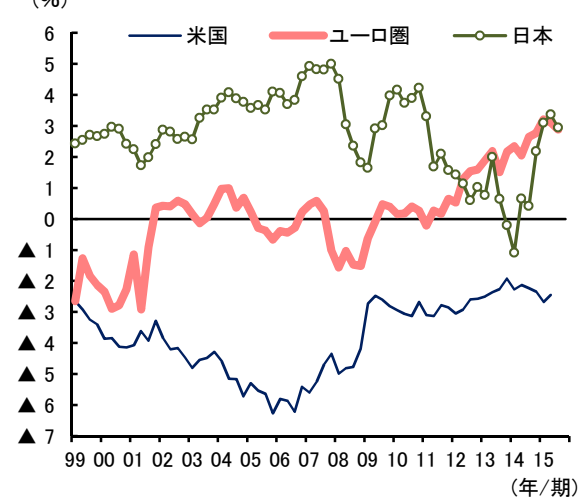
(資料)Bloomberg L.P.

ユーロ円相場と独日2年債利回り格差



(資料)Bloomberg L.P.

日米欧の経常収支(対名目GDP比)



(資料)米商務省、ECB、Eurostat、財務省、内閣府

当面の基調はドル高方向ながら、米利上げペースの織り込み一巡後はドル高一服へ。

◆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

当面の基調は、F R Bの利上げ観測を背景に、円安ドル高方向。

もっとも、①米国でインフレ加速の懸念が乏しいなか、F R Bの利上げ開始時期に関わらず、利上げペースは緩やかなものと予想されること、②わが国の貿易赤字が縮小しており、貿易面からの円売り圧力が減衰していること、③中国をはじめとした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、今後の円安ドル高進行余地は限られる公算。

2016年春以降は、米利上げペースの織り込みが一巡するにつれて、円安ドル高が一服へ。

◆ユーロ相場：当面は金融政策の方向性の違いを反映してユーロ軟調地合いが持続

対ドルでは、堅調な景気回復を背景にまもなく利上げを開始する米F R Bと、ユーロ圏のインフレ率、期待インフレ率の持ち直しが従来の想定よりも遅れるなか、追加金融緩和に動くE C Bという、欧米の金融政策の方向性の違いを反映して、当面はユーロ軟調地合いが続く見込み。

2016年春以降は、米利上げペースの織り込みが一巡するにつれて、ドル高ユーロ安が一服へ。

対円では、日銀が追加金融緩和に慎重な姿勢を示す一方、E C Bは12月に追加金融緩和に動く予想されるなか、当面はユーロ軟調地合いが続く見通し。もっとも、E C Bの預金ファシリティ金利の引き下げ余地にも限りがあるなか、一方的なユーロ安には歯止めかかる見込み。

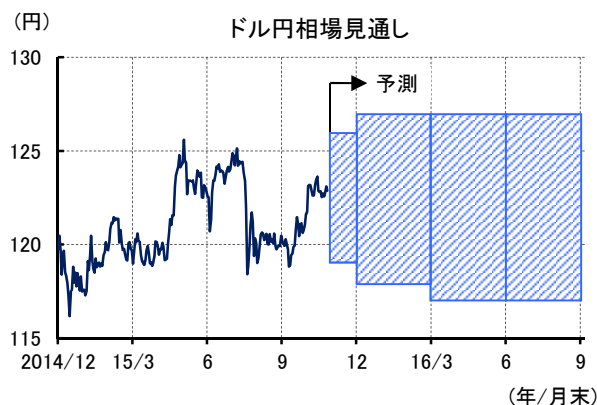
その後は、日欧ともに金融緩和の長期化が予想されるなか、再び方向感を欠いた展開へ。

ドル円相場見通し

(円)

	2015年		2016年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	122.20	122	124	123	123
(高値)	125.29	126	127	127	127
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	116.07	119	118	117	117

予測



ユーロ円相場見通し

(円)

	2015年		2016年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	135.88	132	129	130	130
(高値)	139.09	136	136	137	138
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	132.23	124	122	122	124

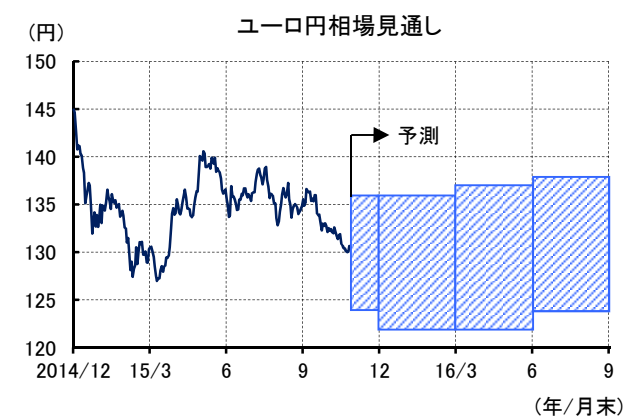
予測

ユーロドル相場見通し

(ドル)

	2015年		2016年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.112	1.08	1.04	1.05	1.06
(高値)	1.172	1.10	1.10	1.11	1.12
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.081	1.00	0.98	0.98	1.00

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)
12/12	83.91	110.16	1.3127	0.0822	0.32	0.74	9814.38	0.16	0.31	1.71	13144.18	1422.29	0.07	0.19	1.36	1.85	2625.55	88.25	1683.45
13/1	89.10	118.53	1.3302	0.0828	0.30	0.77	10750.85	0.14	0.30	1.88	13615.32	1480.40	0.07	0.21	1.56	2.04	2715.30	94.83	1671.17
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

(株)日本総合研究所 為替相場展望 2015年12月