
為替相場展望

2015年11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F R Bの12月利上げ観測再燃によりドル高は再開するのか	p. 2
◆E C Bの12月追加緩和観測により再びユーロ安に振れるのか	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11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。

日米欧の金融政策スタンスの違いが意識され、通貨の強弱はドル＞円＞ユーロの順。

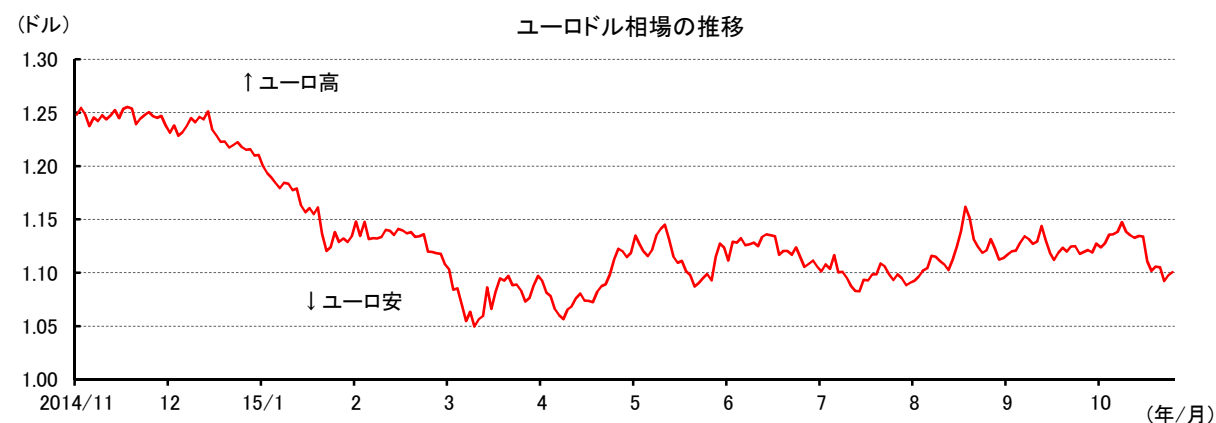
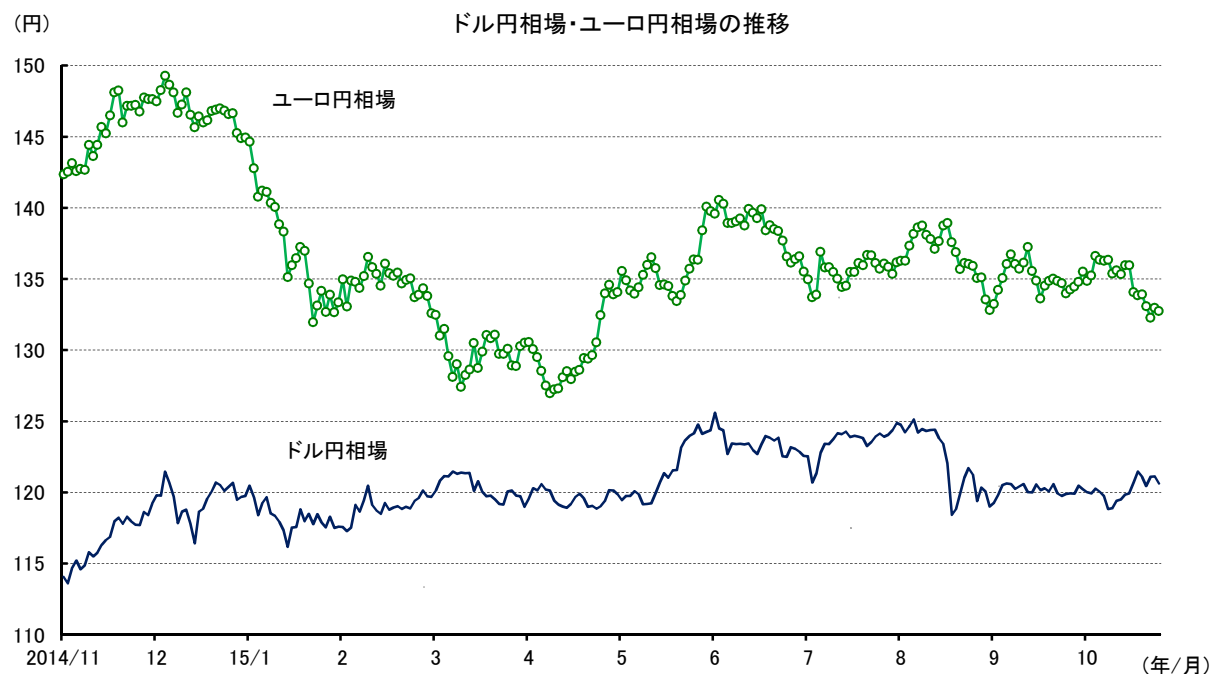
◆10月のドル円相場

2日の米9月雇用統計で、非農業部門雇用者数の伸びが市場予想を大幅に下回ったことを受けて、一時118円台半ばまでドルが急落。もっとも、同結果を受けた米F R Bの年内利上げ観測の後退は、米国株の反発等を通じてリスク選好の動きを誘発し、120円前後の水準までドルが急反発。月半ばには、①市場予想を下回る米9月小売売上高、②景気認識を慎重化させ、ドル高の悪影響にも言及した米地区連銀経済報告（ページブック）、等を手掛かりに、118円台前半までドルが下落。その後は、①良好な米住宅・雇用関連指標、②ドラギE C B総裁の追加緩和を示唆する発言（22日）、③中国人民銀行（P B O C）による追加緩和の発表（23日）、等を手掛かりに、リスク選好の動きが強まり、26日には121円台後半まで円安ドル高が進行。月末にかけては、28日の米F O M C 声明を受けて、F R Bの年内利上げ観測が再燃するなか、日銀の追加緩和見送り（30日）で一時円高に振れる場面はあったものの、120円台を中心にドルが底堅く推移。

◆10月のユーロ相場

対ドルでは、①市場予想を下回る米9月雇用統計（2日）、②早期利上げに慎重な姿勢を示した9月F O M C 議事要旨（8日）、③景気認識を慎重化させた米地区連銀経済報告（14日）、等を受けて、米F R Bの利上げ後ずれ観測が高まり、月半ばにかけて1.15ドル目前までユーロがじり高の展開に。月後半は、ドラギE C B総裁が22日の理事会後の会見で、12月に追加緩和に動く可能性を示唆したことから、翌23日にかけて1.10ドル台割れまでユーロが急落。さらに、28日の米F O M C 声明が市場の予想していた以上に年内利上げに前向きな内容であったことから、一時1.09ドル割れまでユーロが下落。

対円では、月前半は、米F R Bの利上げ後ずれ観測の高まりを受けた対ドルでのユーロ高につれて、136円台後半までユーロが上昇。一方、月後半は、ドラギE C B総裁が22日の理事会後の会見で、12月の追加金融緩和に前向きな発言をしたことから、一時131円台までユーロが下落。



(資料)Bloomberg L.P.

リスクオンの地合いが前提ながら、12月利上げが織り込まれるにつれてドル高再開へ。

◆米FRBの12月利上げ観測が再燃

10月28日の米FOMC声明は、市場が予想していたよりも年内利上げに前向きな内容。9月FOMCでの利上げ判断を先送りする主因となった「世界的な経済・金融情勢が経済活動を抑制する可能性」との文言が削除されたほか、次回12月の会合で利上げを検討することを明記。

今回の声明発表を受け、12月利上げの織り込み度合いが高まったものの、それでも5割程度にとどまっている状況。今後、米国で良好な経済指標が続く、12月利上げが一段と織り込まれていけば、日米金利差が拡大し、円売りドル買いの動きを後押しする公算大。

一方で、ドル円相場は、投資家がリスクを取りやすい市場環境か否かにも大きく左右。今年8月下旬には、中国景気の先行き懸念の強まりが世界的な株安連鎖を引き起こし、リスク回避の動きが強まったことから、ドル円相場は120円前後の水準から116円台前半まで急落。足許、金融市場は落ち着きを取り戻しつつあるものの、今後、米利上げが近づくなかで、中国・新興国景気の先行き懸念などが再燃すれば、リスク回避の動きが強まり、再び円高ドル安に振れる可能性を想定しておく必要。

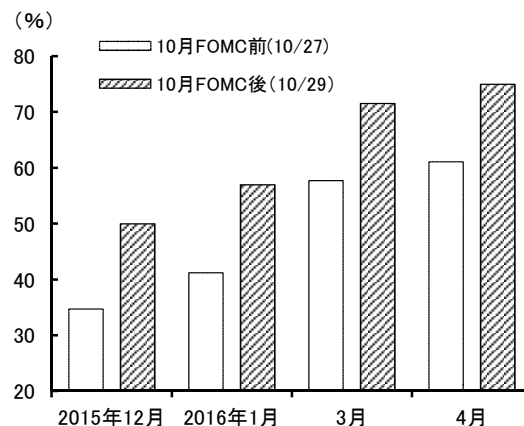
◆リスクオフに傾いても、円高リスクは小

もっとも、大幅かつ持続的な円高が進行するリスクは小。第1に、投機筋の動向を示すシカゴ通貨先物取引（非商業部門）では、円売り持ち高が2012年秋以降の円安局面で一時最低水準に縮小。日米の金融政策の方向性の違いが鮮明となるなか、投機筋が積極的に円買い持ち超に傾くとは考えにくく、むしろ、再び円売り持ち高を積み上げる余地が広がっているとみることが可能。

第2に、円高に振れる局面では、日銀の追加緩和観測が高まり、円買いの動きを抑制する公算大。9月の日銀短観で示された大企業・製造業の想定為替レート（117円39銭）を上回るような水準まで円高が進行すれば、企業業績の下振れリスクが高まり、企業・家計における「所得から支出への前向きな循環メカニズム」が崩れかねないことから、日銀が追加緩和に動くとの思惑が強まる見込み。

第3に、円高水準では、対外証券投資を通じた円売りが増加しやすくなる公算大。わが国の投資主体別の対外証券投資は、8～9月にかけてリスク回避の動きが強まるなかでも、年金資金の動向を示す信託勘定経由や、個人投資家の動向を示す投資信託経由を中心に堅調に推移。年金資金や個人投資家が円高に振れる局面で「押し目買い」に動いている可能性を示唆。

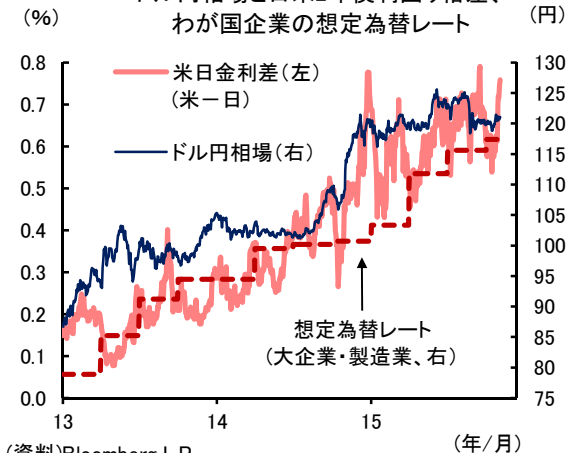
FF金利先物市場に織り込まれたFRBの利上げ確率



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注)当該月に行われるFOMC後の政策金利が現在のレンジ(0～0.25%)を上回っている確率。

ドル円相場と日米2年債利回り格差、わが国企業の想定為替レート



(資料)Bloomberg L.P.

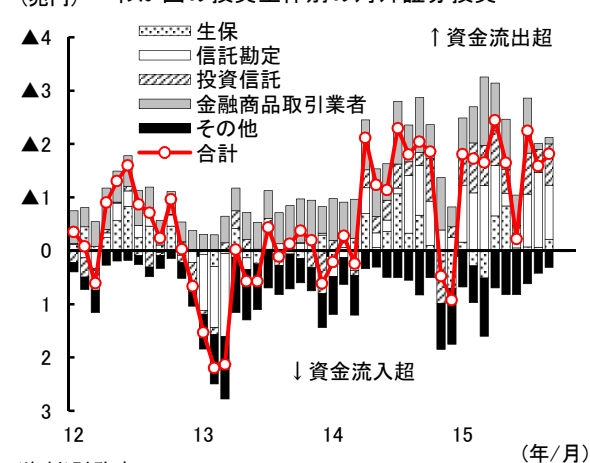
(注)直近の想定為替レート(大企業・製造業)は117円39銭(日銀短観2015年9月調査)。

シカゴIMM・円ポジション(非商業部門)



(資料)米CFTC、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。

リスクオンの市場環境が整えば、米利上げ観測の強まりにも後押しされてユーロ安へ。

◆ECBは12月に追加緩和に動く可能性を示唆

10月のユーロの対ドル相場は、FRBの利上げ後ずれ観測の高まり等から、月半ばにかけてユーロ高に振れたものの、ドラギECB総裁が22日の理事会後の会見で、12月の理事会で追加緩和に動く可能性を示唆したことから、ユーロが急落。

ECBが12月の理事会で資産買入れ期限の延長などの追加緩和に動くとの思惑は、9月の理事会以降、ある程度織り込まれていたものの、今回、市場の予想外だったのは、ドラギ総裁がこれまで否定していた預金ファシリティ金利の引き下げの可能性に言及したこと。ドラギ総裁の発言を受け、独2年債利回りが過去最低を更新し、独米金利差が拡大したことがユーロ下押しに作用。

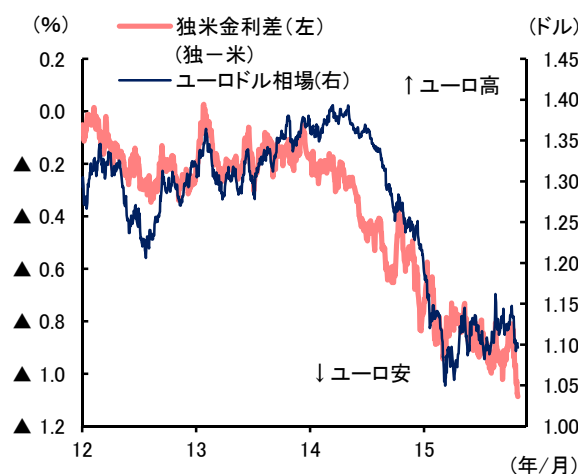
もっとも、EONIA先物曲線を見ると、ドラギ総裁の発言を受けて、市場は▲0.30%程度への預金ファシリティ金利の引き下げをすでに織り込みつつあることを示唆(右上図の脚注参照)。ユーロが一段と下落基調を強めるには、①ECBが12月の理事会で、市場が織り込みきれていない資産買入れ規模の拡大などの追加緩和を実施する、あるいは、先行きの追加緩和に含みを残す、②今後、米国で良好な経済指標が続く、12月のFOMCでの利上げが織り込まれる、等により、独米金利差が一段と拡大する(金利差が拡大しなくても、欧米の金融政策の方向性の違いが一段と鮮明になる)ことが必要となる公算。

◆「リスクオン+金利差拡大」により、ユーロ安へ

ユーロの対ドル相場は、独米金利差だけではなく、原油価格とも高い相関。これは、原油安になると、ユーロ圏の期待インフレ率が低下し、ECBの追加緩和期待が高まりやすいことを反映。もっとも、今夏以降は、原油価格が下落し、足許にかけて底這いが続いているのに対し、ユーロは高止まり。この背景として、今夏以降、中国・その他新興国景気の先行き懸念の高まりが原油価格の下押しに作用する一方、こうした懸念がリスク回避の動きを強め、投機筋などのユーロ・キャリー取引の巻き戻しにつながったことを指摘可能。

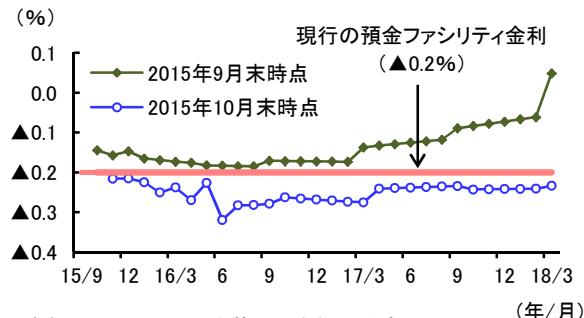
こうした状況下、今後原油価格が持ち直しても、これまでのようにユーロ高にならない可能性も。むしろ、原油価格の持ち直しが中国・その他新興国景気の先行き懸念の後退を反映したものであれば、投資家が再びリスクを取りやすい市場環境となり、かつ、米利上げ観測の強まり等を反映して、独米金利差が拡大していけば、ユーロ・キャリー取引が再び活発化するとみられ、ユーロ安に振れやすくなる公算大。

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.

ユーロ圏無担保翌日物平均金利(EONIA)先物曲線

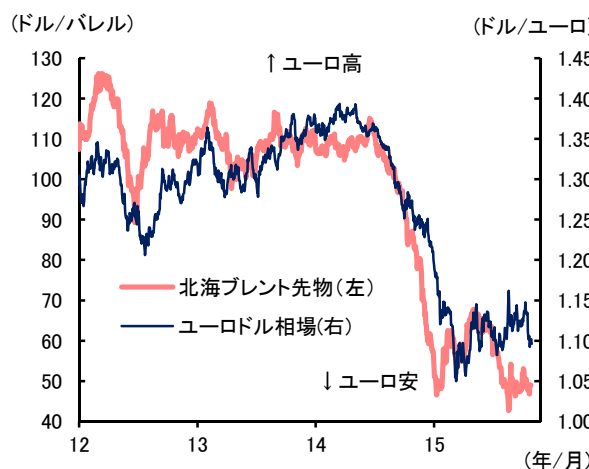


(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注1)EONIA先物は、EONIAスワップから算出した1ヵ月物のインプライド・フォワード・レート。

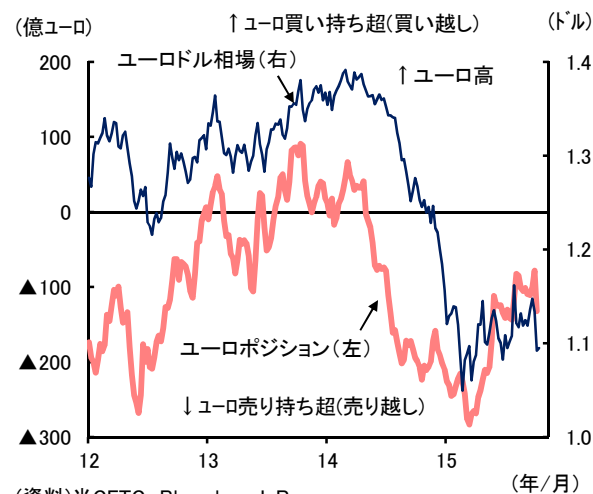
(注2)ユーロ圏では、預金ファシリティ金利がEONIAの実質的な下限。このため、EONIA先物が現行の預金ファシリティ金利を下回る水準まで低下したことは、市場が預金ファシリティ金利の引き下げを織り込んでいることを示唆。

原油価格とユーロドル相場



(資料)Bloomberg L.P.

シカゴIMM・ユーロポジション(非商業部門)



(資料)米CFTC、Bloomberg L.P.

年内はドル高基調を見込むものの、16年入り後は徐々にドル高一服へ。

◆ドル円相場：円安ドル高の再開を見込むも、2016年以降は、円安ドル高が一服へ

米利上げに対する警戒感や中国をはじめとした新興国景気の先行き懸念が再び高まれば、一時的に円高ドル安に振れる可能性があるものの、F R Bの早期利上げ観測が維持されるなか、円安ドル高地合いは不変。

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、等から、今後の円安ドル高進行余地は限られる公算。

2016年入り後は、わが国の公的年金などによるポートフォリオ・リバランスの動きや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：欧米金融政策の方向性の違いを反映してユーロ安へ

対ドルでは、米利上げに対する警戒感や中国をはじめとした新興国景気の先行き懸念が再び高まれば、ユーロ・キャリー取引の巻き戻しが生じ、一時的にユーロ高に振れる公算。

もっとも、堅調な景気回復を背景に年内の利上げが視野に入る米F R Bと、デフレ・低成長回避に向け金融緩和を続けるE C Bとの金融政策のスタンスの違いから、ユーロ安地合いは不変。

2016年入り後は、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、E C Bが12月に追加金融緩和に動くとの思惑が高まるなか、短期的にはユーロ安に振れやすい地合いながら、日銀も積極的な金融緩和を続けており、一方的なユーロ安は見込み薄。

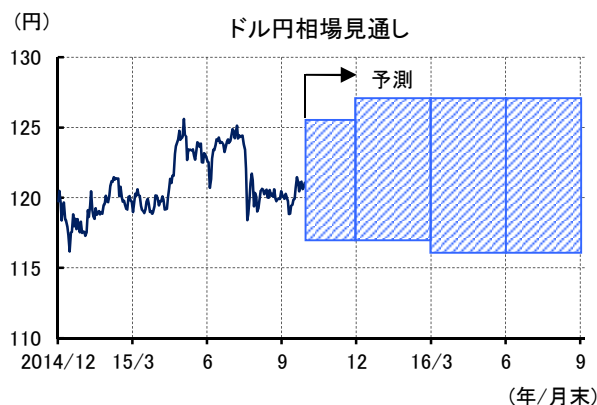
2016年入り後は、日欧ともに金融緩和の長期化が予想されるなか、再び方向感を欠いた展開へ。

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	121	122	122	122
(高値)	125.29	126	127	127	127
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	116.07	117	117	116	116

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	133	132	133	133
(高値)	139.09	141	141	141	141
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	132.23	127	127	127	127

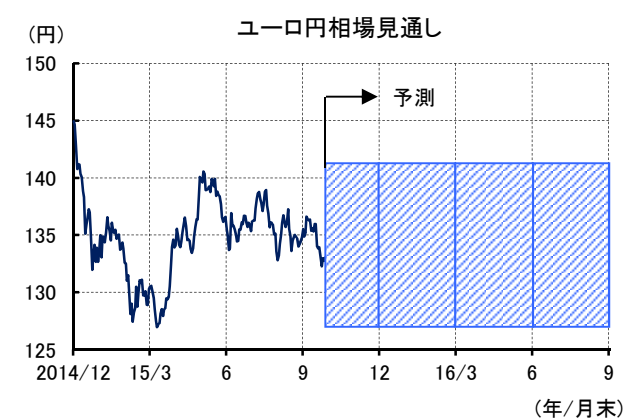
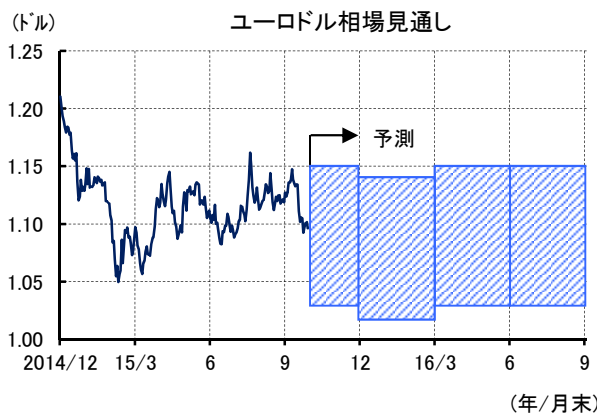
予測

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	1.10	1.08	1.09	1.09
(高値)	1.172	1.15	1.14	1.15	1.15
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.081	1.03	1.02	1.03	1.03

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)	F F 0/N (%)	LIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	N Y 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)
12/11	81.05	104.07	1.2838	0.0856	0.32	0.74	9059.86	0.16	0.31	1.65	12896.44	1394.51	0.08	0.19	1.39	1.79	2513.98	86.73	1722.91
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	0.13	0.32	2.06	17182.28	2024.81	-0.14	-0.05	0.55	1.81	3275.48	46.29	1157.86

(株)日本総合研究所 為替相場展望 2015年11月