
為替相場展望

2015年10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
- ◆9月FOMC後も視界不良のドル円相場 p. 2
- ◆ECBの追加緩和観測の下でも底堅いユーロ相場 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10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。

米利上げ時期や中国など新興国景気の不透明感が払拭されないなか、総じて方向感を欠いた展開。

◆ 9月のドル円相場

月初には、4日の低調な米雇用統計を手掛かりに、一時118.61円までドル安が進行。その後、10日の自民党議員の発言を受けて日銀の追加緩和観測が高まり、一時121円台まで円安に振れる場面があったものの、15日の日銀金融政策決定会合後の会見で黒田総裁が追加緩和の必要性を否定したことから、119円台半ばまで円高に振れる展開。その後、18日の米FOMCを控え、一部市場での利上げ期待を反映した米2年債利回りの上昇につれて、一時121円台目前までドル高に振れたものの、FOMCでの利上げ見送りを受けて、再び119円台へ。下旬は、イエレンFRB議長を含めFOMCメンバーから年内の利上げに前向きな発言が相次いだものの、世界的に株価の軟調な地合いが続くなか、リスク回避の動きも根強く、120円を挟んで一進一退。

◆ 9月のユーロ相場

対ドルでは、3日のECB理事会で、ドラギ総裁が必要に応じて追加緩和に踏み切る可能性を示唆したことから、月初に1.10ドル台後半までユーロが下落。その後も、ECB理事会メンバーによる追加緩和に前向き発言等を手掛かりに、ユーロ安に振れる場面はあったものの、世界的に株価の不安定な動きが続くなか、ユーロがじり高の展開に。18日のFOMCでは、利上げが見送られたほか、イエレンFRB議長の会見なども総じて早期利上げに慎重な内容であったことから、1.14ドル台半ばまでユーロが上昇。もっとも、その後は、米国ではイエレン議長を含めFOMCメンバーから年内の利上げに前向きな発言が出る一方、欧州ではドラギ総裁を含めECB理事会メンバーから早期の追加緩和に慎重な発言が相次ぎ、1.12ドルを挟んで方向感を欠いた展開。独大手自動車メーカーの不正問題も株安に伴うリスク回避の動きがユーロ下支えに作用し、大幅なユーロ安には至らず。

対円では、3日にドラギECB総裁が必要に応じて追加緩和に踏み切る可能性を示唆したことから、132円台までユーロ安が進行したものの、18日のFOMCで利上げが見送られた後は、対ドルでのユーロ高につれて、一時137円台までユーロが反発。



(資料)Bloomberg L.P.

短期的には方向感を欠くも、いずれ円安再開へ。ただし、追加の円安進行余地は限られる公算大。

◆短期的には方向感を欠くも、ドル高の再開を見込む

9月18日の米FOMCでは、利上げが見送られたものの、利上げ時期を巡る不透明感や、中国をはじめ新興国景気の先行き懸念が払拭されないなか、世界的に株式市場の不安定な状況が持続。足許のドル円相場は、政策金利の見通しを反映しやすい日米2年債金利差だけでなく、株価とも高い相関があり、短期的には、現行の120円前後の水準で方向感を欠いた展開が続く公算大。

もっとも、イエレンFRB議長を含む多数のFOMCメンバーが年内の利上げを支持。今後、中国など新興国景気に対する過度な懸念が払拭され、かつ、新興国景気の減速・金融市場の混乱の米国経済への影響が限定的であると確認されれば、米利上げの織り込みが進むにつれて、円安ドル高に振れやすくなる見込み。

わが国の対外証券投資拡大の動きも円安ドル高に作用する見込み。わが国の対外証券投資は、6月に落ち込んだものの、その後は、年金資金の動向を示す信託勘定経由を中心に持ち直し。GPIFは新たな資産構成の目標に近づきつつあるとみられるものの、当面は共済年金などがGPIFに追従して海外資産比率を高めるとみられ、対外証券投資拡大が続く公算。

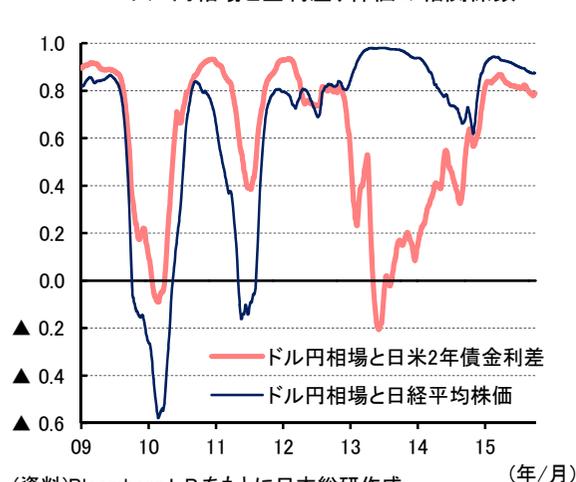
◆水準面では、歴史的にみてかなり割安な領域へ

ただし、①米国でインフレ加速の懸念が乏しいなか、利上げは緩やかなペースと予想されること、②わが国の貿易赤字が縮小しているほか、今後は共済年金の資産構成見直しが一巡するにつれ、年金資金の対外証券投資も徐々に鈍化が見込まれること、等から、追加の円安進行余地は限られる公算大。

水準面では、足許のドル円相場は、歴史的にみてかなり割安な領域に入りつつある状況。ドル円相場では、プラザ合意のあった1985年以降、企業物価基準の購買力平価（PPP）が概ね円安の目途として作用。もっとも、2012年以降の円安局面では、①1980年代以降一貫して黒字となってきたわが国貿易収支が2011年以降赤字に転換したこと、②2013年からの日銀による異次元の金融緩和、③2014年からの公的年金による対外証券投資拡大、等が円安圧力となり、足許のドル円相場は企業物価基準のPPP（足許98円程度）から2割以上円安方向に乖離。

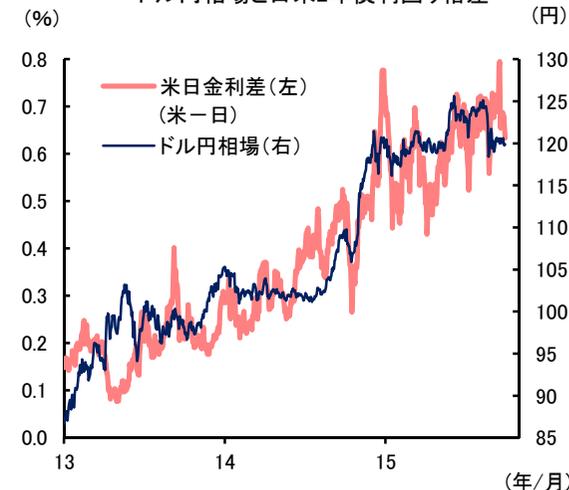
ちなみに、消費者物価基準のPPPは、足許で129円程度。同水準まで円安が進行したのは、米国がレーガン政権下でドル高政策を進めていた1980年代前半までさかのぼる必要。

ドル円相場と金利差、株価の相関係数



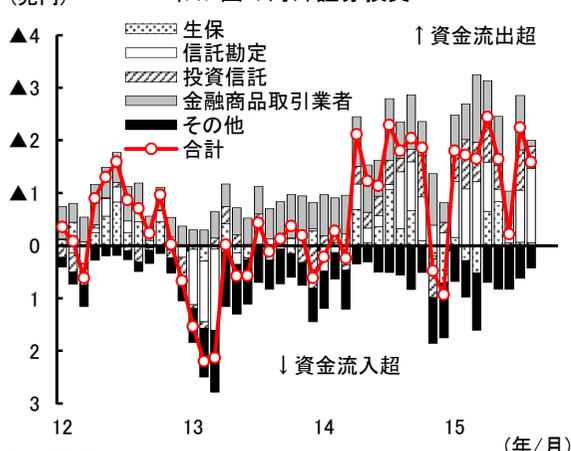
(資料)Bloomberg L.P.をもとに日本総研作成
(注)相関係数は、260日相関から導出。

ドル円相場と日米2年債利回り格差



(資料)Bloomberg L.P.

わが国の対外証券投資



(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。

日米の相対的購買力平価(1973年基準)



(資料)日銀、米労働省、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

欧米の金融政策の方向性の違いは不変も、当面は方向感を欠いた展開が続く見込み。

◆ ECBの資産買入・超低金利政策は長期化する見通し

9月3日のECB理事会では、政策金利は据え置かれたものの、ECBスタッフによる成長率・インフレ率の見通しが下方修正。ドラギECB総裁は会見で、見通しに下振れリスクがあることに言及したうえで、必要に応じて追加緩和に踏み切る可能性を示唆。また、声明文では、資産購入に関して、これまでの「2016年9月末まで続ける意向」という文言が「2016年9月末まで、あるいは、必要ならばそれ以降も続ける意向」という文言に変更。

ユーロ圏では、景気が持ち直してはいるものの、南欧諸国を中心に、大幅な需要不足が続いているほか、引き続き労働コストの圧縮が不可避な情勢にあるなど、デフレ圧力が残存。こうした状況下、インフレ率がECBの中期的な物価目標に整合的な軌道に戻るのに時間を要するとみられることから、ECBは「2016年9月」以降も暫く資産買入の継続を余儀なくされる公算大。今後、中国など新興国景気の減速、ユーロ高などにより、物価見通しがECBの中期的な物価目標に整合的な軌道から下振れする可能性が高まった場合には、早ければ年内にも資産買入の実施期限の延長などの追加措置が発表される可能性。

ECBが利上げを展望できるようになるのは、資産買入の縮小・終了後とみられ、現行の超低金利政策も長期化する見通し。市場参加者の政策金利見通しを反映するEONIA先物レートをみると、ECBの利上げが視野に入るのは2018年以降となる見通し。

◆ ユーロ安には投資家がリスクを取りやすい環境も必要

ユーロの対ドル相場は政策金利見通しを反映しやすい独米2年債利回り格差と高い相関。ECBの資産買入（量的緩和）・超低金利政策の長期化が見込まれるなか、独金利が低水準で推移する一方、利上げが視野に入る米国では金利の上昇傾向が続くと予想され、独米金利差のマイナス幅の拡大がユーロ安地合いを支える見込み。

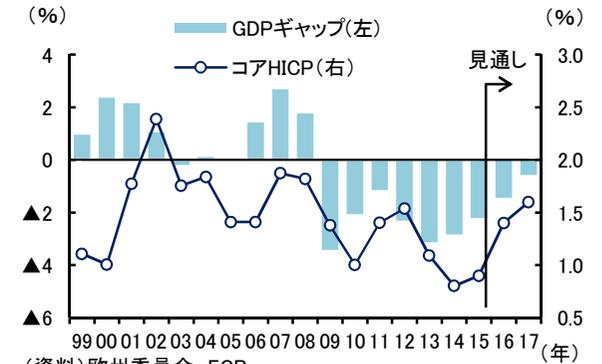
もともと、ユーロ圏が大幅な経常黒字を抱えるなか、ユーロが下落基調となるには、金利差が拡大するだけでなく、投資家が再びリスクを取りやすい環境となり、資本取引を通じたユーロ売りが活発化することが不可欠。当面は、中国など新興国景気の不安や米利上げ時期を巡る不透明感が残るなか、ユーロは方向感を欠いた展開が続く見込み。

ECBスタッフによる見通し

			2015	2016	2017
2015年 9月見通し	実質GDP	前年比、%	1.4	1.7	1.8
	HICP	前年比、%	0.1	1.1	1.7
	コアHICP	前年比、%	0.9	1.4	1.6
前提	原油価格	ドル/バレル	55.3	56.1	60.9
	ユーロ相場	ドル/ユーロ	1.11	1.10	1.10
	ユーロ相場	ドル/ユーロ	1.11	1.10	1.10
2015年 6月見通し	実質GDP	前年比、%	1.5	1.9	2.0
	HICP	前年比、%	0.3	1.5	1.8
	コアHICP	前年比、%	0.8	1.4	1.7
前提	原油価格	ドル/バレル	63.8	71.0	73.1
	ユーロ相場	ドル/ユーロ	1.12	1.12	1.12
	ユーロ相場	ドル/ユーロ	1.12	1.12	1.12
修正幅	実質GDP	%ポイント	▲0.1	▲0.2	▲0.1
	HICP	%ポイント	▲0.2	▲0.3	▲0.1
	コアHICP	%ポイント	0.1	0.0	▲0.2
	ユーロ相場	ドル/ユーロ	0.0	0.0	▲0.2

(資料)ECBを基に日本総研作成

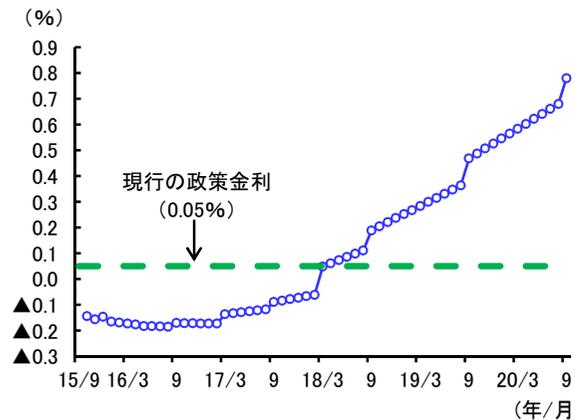
ユーロ圏のGDPギャップとインフレ率



(資料)欧州委員会、ECB

(注)GDPギャップの見通しは、欧州委員会の潜在GDP見通し(15年5月)、ECBスタッフのGDP見通し(15年9月)を基に算出。ただし、欧州委員会は、潜在GDPの見通しを16年までしか発表していないため、17年は16年の潜在成長率を横置き。

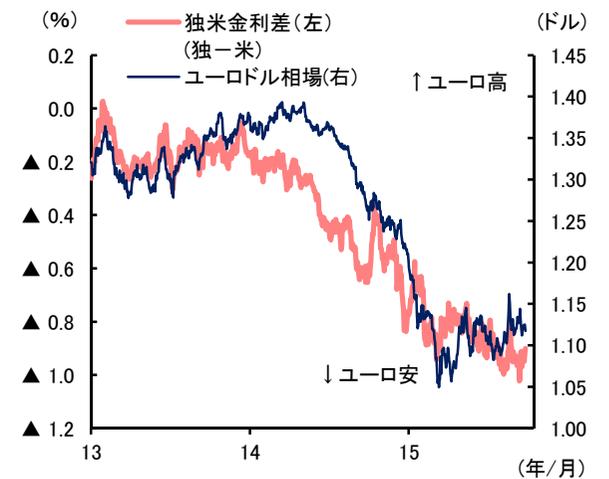
ユーロ圏無担保翌日物平均金利(EONIA)先物カーブ



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注)EONIA先物は、EONIAスワップから算出したインプライド・フォワード・レート(1ヵ月物)。9月30日時点。

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.

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

米利上げ時期を巡る不透明感や中国をはじめとした新興国景気の先行き懸念が残るなか、短期的には、再び円高ドル安に振れる可能性があるものの、FRBの年内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、FRB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：基調としてはユーロ安を見込むも、当面は方向感が出にくい展開

米利上げ時期を巡る不透明感や新興国景気の先行き懸念が払拭されないなか、短期的には、ユーロ・キャリー取引の巻き戻し等から、再びユーロ高に振れる可能性。

もっとも、対ドルでは、堅調な景気回復を背景に利上げに向かう米FRBと、デフレ・低成長回避に向け金融緩和を続けるECB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。

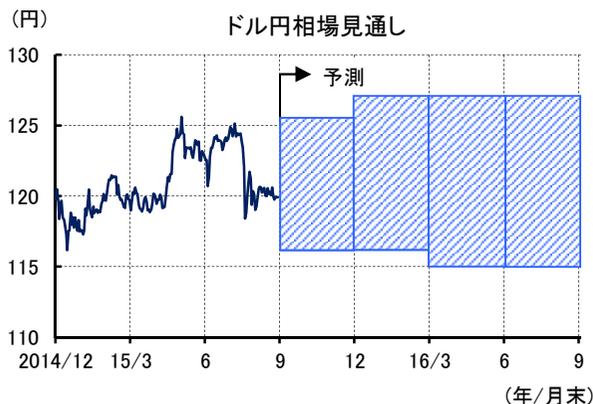
2016年入り後は、米利上げペースの織り込みが一巡するにつれて、ドル高ユーロ安が一服へ。

対円では、日欧ともに金融緩和の長期化が予想されるなか、総じて130円台を中心に方向感を欠いた展開が続く見込み。

ドル円相場見通し

	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	116	116	115	115

予測



ユーロ円相場見通し

	2015年		2016年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	135.88	134	133	135	134
(高値)	139.09	142	142	142	142
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	132.23	128	128	128	128

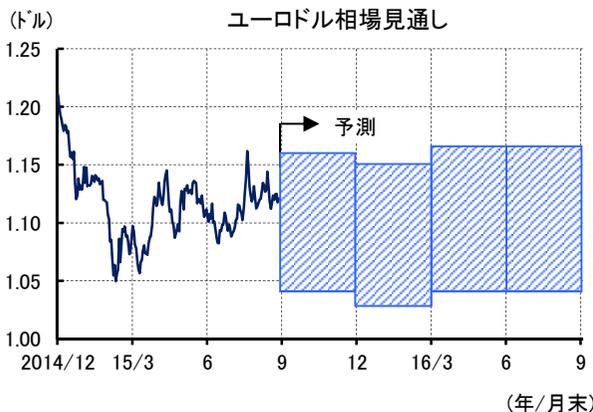
予測

ユーロドル相場見通し

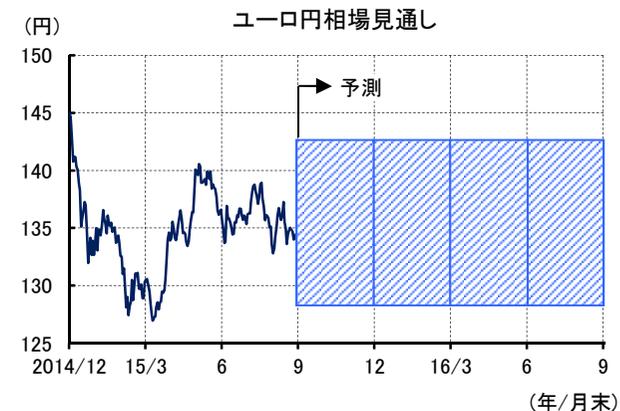
	2016年				
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.112	1.11	1.09	1.10	1.10
(高値)	1.172	1.16	1.15	1.16	1.16
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.081	1.04	1.03	1.04	1.04

予測

ユーロドル相場見通し



ユーロ円相場見通し



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)
12/10	79.01	102.47	1.2970	0.0849	0.33	0.77	8827.39	0.16	0.33	1.72	13380.65	1437.82	0.09	0.21	1.52	1.80	2503.47	89.57	1744.43
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	1.63	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

(株)日本総合研究所 為替相場展望 2015年10月