
為替相場展望

2015年9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
- ◆中国発の市場混乱後のドル円、ユーロ相場をどうみるか・・・・・・・・ 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、2015年9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。

世界的な株価急落を受けて、下旬にかけて対ドルで円高、ユーロ高が進行。

◆ 8月のドル円相場

上旬は、9月利上げに前向きなFRB高官発言や良好な米景気指標を手掛かりに、124円台を中心にドルが底堅く推移。11日には、中国人民銀行による人民元の実質的な切り下げ発表を受けた人民元安・ドル高につれて、対円でも一時125円台前半までドル高が進行。一方、連日の人民元切り下げは中国景気の減速懸念を惹起し、中旬は世界的に株価が軟調に推移するなか、ドルも124円台では上値の重い展開に。下旬は、上海株が連日の大幅安となり、世界的に株価が急落するなか、リスク回避の動きが強まり、24日には一時116円台まで急落。その後は、中国の金融緩和（25日）や良好な米経済指標等を受けて、リスク回避の動きが和らぎ、121円前後までドルが反発。

◆ 8月のユーロ相場

対ドルでは、FRB高官発言や良好な米景気指標を受けて、9月利上げ観測が高まり、5日に1.08ドル台までユーロが下落したものの、その後はギリシャに対する金融支援が正式合意に向かうなか、ユーロ堅調地合いに転換。中旬以降、人民元の実質的な切り下げ等をきっかけに、中国景気の減速懸念が高まるなか、リスク回避の動きが強まり、ユーロ・キャリー取引の巻き戻しが活発化。下旬には、上海株が連日の大幅安となり、世界的に株価が急落するなか、24日には一時1.17ドル台までユーロが急上昇。その後は、中国の金融緩和や良好な米景気指標を受けて、リスク回避の動きが和らいだほか、ECB高官が追加緩和の可能性を示唆したこと等から、1.11ドル台前後までユーロが下落。

対円では、中旬以降、中国景気の減速懸念等を背景とするリスク回避の動きから、ユーロ・キャリー取引が巻き戻されるなかで、21日には一時139円台までユーロが上昇。もっとも、月を通してみれば、135円台から138円台を中心に総じて方向感を欠いた展開が持続。



(資料)Bloomberg L.P.

今後も市場が不安定化し、対ドルで円高、ユーロ高に振れる可能性を想定しておく必要。

◆中国発の世界同時株安を受け、円高・ユーロ高が進行

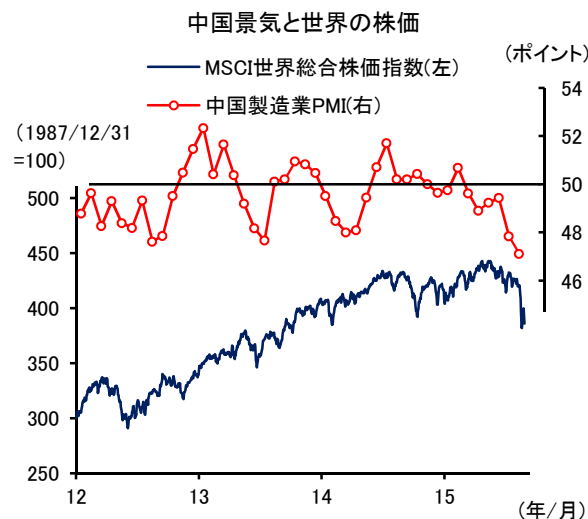
ドル円相場は、8月入り後、124円台を中心に狭いレンジでの推移が続いたものの、24日には一時1ドル＝116円台前半まで円が急上昇。主因は、中国景気の先行き懸念の高まりが世界的な株安連鎖を引き起こし、リスク回避の動きが強まったこと。さらに、中国景気の減速やそれに伴う資源安のマイナス影響を受けやすい新興国・資源国からの資金流出が加速したことがリスク回避の動きを助長。また、こうした市場の混乱を受け、米国の9月利上げ観測が後退したことも、米金利の低下を通じて円高ドル安に作用。

この間の主要通貨の対米ドルでの騰落率をみると、資源国・新興国通貨が下落する一方、低金利通貨である円、ユーロ・スイスフランなどの欧州通貨が上昇。また、ヘッジファンドなど投機筋の動向を示すIMM通貨先物取引（非商業部門）の米ドルポジションの動向をみると、8月中旬以降、対円や対ユーロでの米ドル買い持ち額が大きく縮小。リスク選好時に円やユーロなどの低金利通貨で資金調達し、米ドルなどに投資していた「キャリー取引」が巻き戻されたことが、円高、ユーロ高につながったことを示唆。

◆今後も株式市場の不安定化に警戒が必要

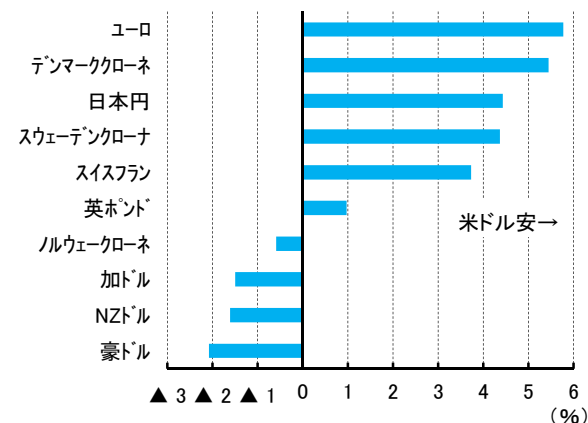
中国では、リーマンショック以降、過剰設備投資や不動産投資の過熱が深刻化。今後、企業や家計が長期にわたってバランスシート調整を余儀なくされると予想され、中国の経済成長率が低下していくことは不可避。この結果、中国経済に依存してきた資源国・新興国経済の低迷も長期化する公算大。過去に米国が利上げに向かう局面で新興国市場の混乱が繰り返されてきたことを踏まえると、今後FRBの利上げ（観測）がトリガーとなり、資源国・新興国からの資金流出懸念が再燃する可能性も。

以上を踏まえると、今後も株式市場が不安定化し、リスク回避の動きから、対ドルで円高、ユーロ高に振れる可能性を想定しておく必要。

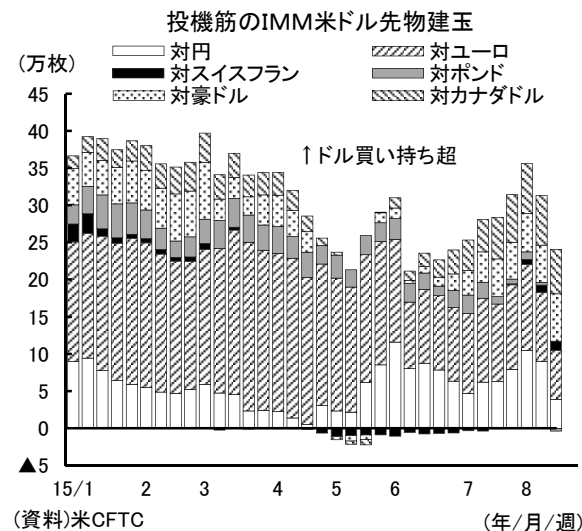


(資料)Markit、財新、Bloomberg L.P.

主要通貨の対米ドル騰落率
(2015年7月末～2015年8月24日)

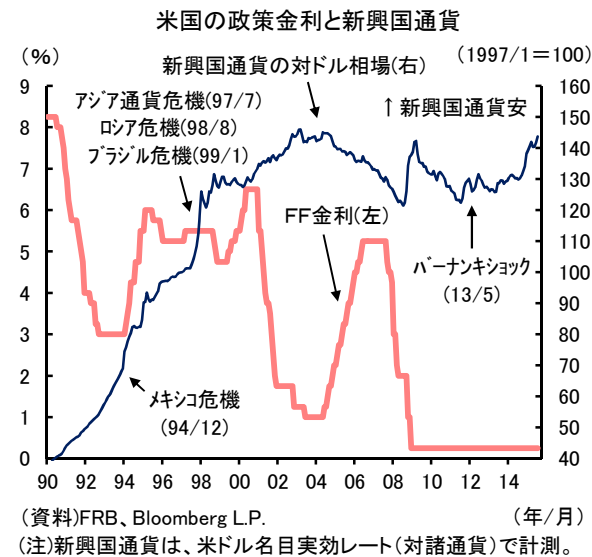


(資料)Bloomberg L.P.をもとに日本総研作成
(注)ニューヨーク取引時間終値で比較。



(資料)米CFTC

(注)直近週は、8月25日時点の残高。



(資料)FRB、Bloomberg L.P.

(注)新興国通貨は、米ドル名目実効レート(対諸通貨)で計測。

市場が安定に向かえば、対ドルで円安、ユーロ安基調に復帰へ。

◆市場が安定に向かえば、対ドルで円安、ユーロ安基調に復帰へ

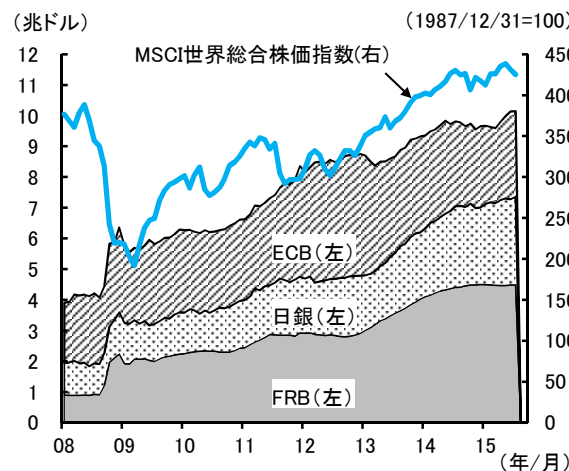
もっとも、世界の株式市場を取り巻く金融環境をみると、当面、米FRBは利上げ開始後も資産の売却は行わないほか、ECBと日銀は大規模な量的緩和を続けるため、世界三大中銀全体では、当面バランスシートの拡大傾向が続き、緩和的な金融環境が維持される見込み。こうした状況下、米国を中心に先進国景気の回復基調が崩れない限り、株式市場が再び不安定化しても、一時的にとどまる公算大。

また、これまで対ドルでの円安、ユーロ安基調の底流にあった景気格差・金融政策スタンスの違いに変化はない状況。消費増税後の景気回復ペースが鈍い日本や、債務危機の後遺症が残り、景気が力強さを欠くユーロ圏と比べて、米国景気は相対的に堅調。また、政策金利の見通しを反映する2年債利回りをみると、量的緩和の長期化が見込まれ、利上げの目途が立っていない日本やユーロ圏では、低水準での推移が続いているのに対し、年内の利上げが視野に入る米国では、振れを伴いながらも上昇傾向が明確化。以上を踏まえると、市場の混乱が一巡すれば、米国景気の相対的な堅調さや金利先高観が再び意識されるようになり、対ドルで円安、ユーロ安に振れやすくなる公算大。

◆ユーロと円の力関係: リスク選好下では、円>ユーロ

ユーロと円の力関係については、キャリー取引を行う際の調達コストとなる短期金利が円に比べユーロの方が低水準となっていること等から、市場がリスク選好に傾く局面では、円よりもユーロを調達通貨としたキャリー取引が盛り上がりやすくとみられ、円高ユーロ安に振れやすくなる見込み。一方、リスク回避の動きが強まる局面では、円よりもユーロの方がキャリー取引の巻き戻し余地が大きくなる結果、円安ユーロ高に振れやすくなる公算大。ただし、日欧ともに大規模な量的緩和を続けていることから、ユーロ円相場が一方に振れ続けることは見込み難く、総じて方向感を欠いた展開が続く見込み。

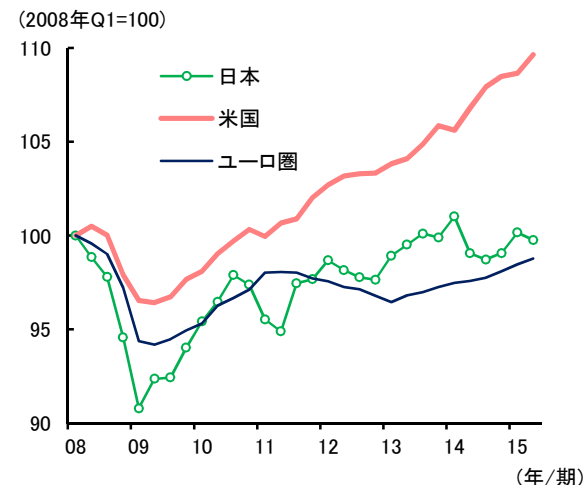
日米欧中銀のバランスシート規模と世界の株価



(資料)FRB、日銀、ECB、Bloomberg L.P.

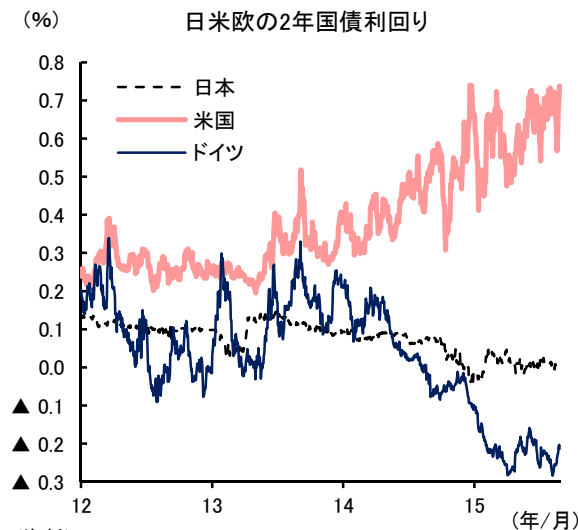
(注)各月の為替レートで米ドルに換算して合算。

日米欧の実質GDP



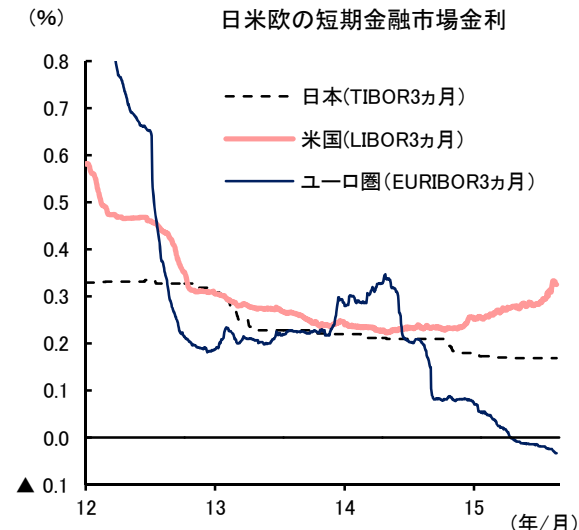
(資料)内閣府、米商務省、Eurostat

日米欧の2年国債利回り



(資料)Bloomberg L.P.

日米欧の短期金融市場金利



(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

中国景気の減速懸念や米国の早期利上げ観測等を背景に金融市場が不安定になりやすい状況下、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、F R B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、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：欧米の金融政策の方向性の違いから、ユーロ軟調地合いへ

中国景気の減速懸念等を背景に金融市場が不安定化しやすい状況下、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、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

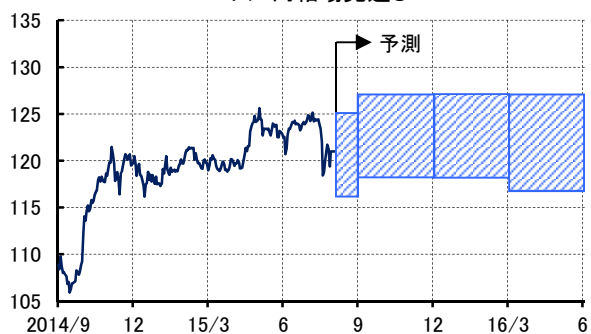
(円)

	2015年			2016年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	121.33	122	123	124	124
(高値)	125.86	125	127	127	127
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	118.48	116	117	117	116

予測

(円)

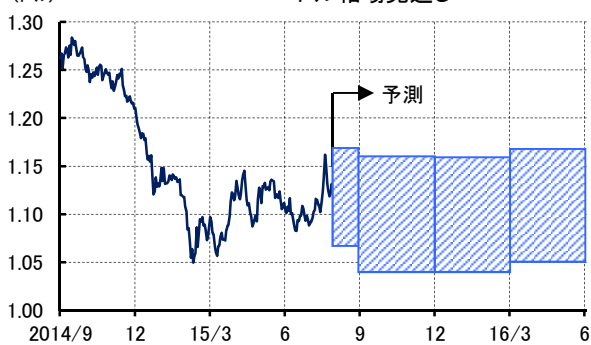
ドル円相場見通し



(年/月末)

ユーロドル相場見通し

(ドル)



(年/月末)

ユーロ円相場見通し

(円)

	2015年			2016年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	134.22	136	135	135	136
(高値)	141.06	142	142	142	142
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	126.09	128	128	128	128

予測

ユーロドル相場見通し

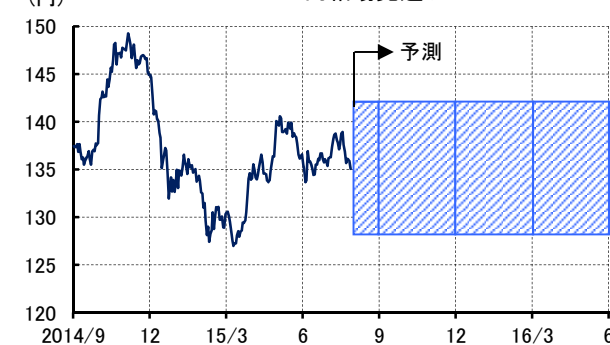
(ドル)

	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
	1.106	1.11	1.10	1.09	1.10
期中平均	1.106	1.11	1.10	1.09	1.10
(高値)	1.146	1.17	1.16	1.16	1.17
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.052	1.07	1.04	1.04	1.05

予測

(円)

ユーロ円相場見通し



(年/月末)

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)
12/9	78.16	100.62	1.2874	0.0848	0.33	0.80	8948.59	0.14	0.39	1.70	13418.50	1443.42	0.10	0.25	1.55	1.77	2530.69	94.56	1745.83
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

(株)日本総合研究所 為替相場展望 2015年9月