
為替相場展望

2015年8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
◆円を取り巻く基礎的な為替需給環境の再点検	p. 2
◆ギリシャ債務問題沈静化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8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。

ギリシャ情勢の混乱や中国株急落に振らされたものの、総じてみれば方向感を欠いた展開。

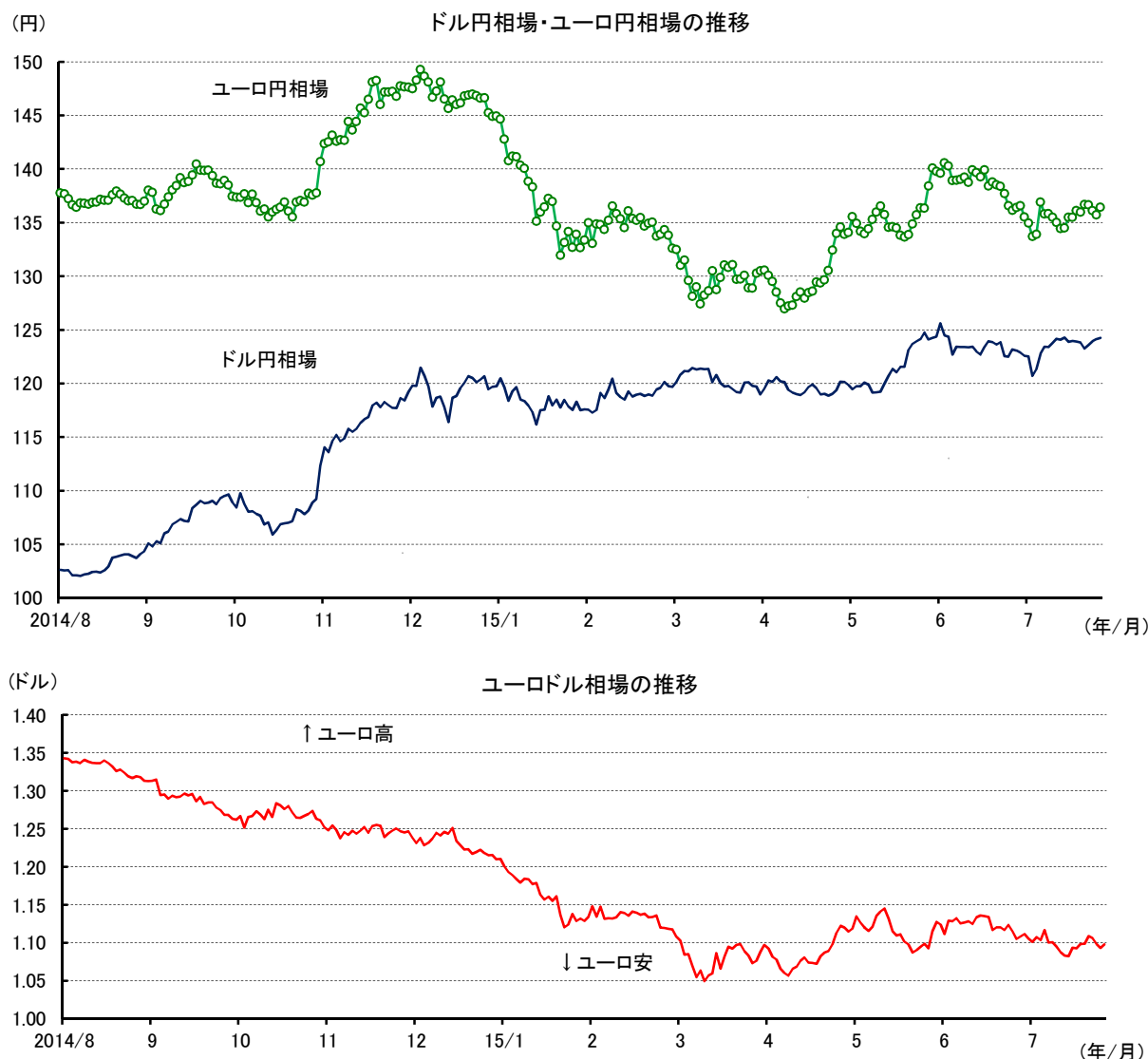
◆7月のドル円相場

ギリシャの国民投票で事前予想に反して緊縮反対の民意が示されたこと（5日）や、中国株急落を契機に世界的に株安が連鎖したこと（8日）等を受けて、リスク回避の動きが強まり、8日に120円台半ばまで円高ドル安が進行。もっとも、その後は、中国当局の株価下支え策により中国株が反発したほか、12～13日のユーロ圏首脳会議でギリシャ向け金融支援協議開始が合意されたこと等から、リスク選好の動きが強まり、月半ばには124円台まで反発。月後半は、27日に中国株が再び急落し、123円割れ目前まで円高に振れる場面はあったものの、米FRBの年内利上げが意識されるなか、124円を中心にドルの底堅い推移が持続。

◆7月のユーロ相場

対ドルでは、5日のギリシャの国民投票で緊縮反対が賛成を上回ったことや、7日のユーロ圏財務相会合・首脳会議でギリシャ向け金融支援交渉が進展しなかったことを受けて、7日に1.09ドル台前半までユーロが下落したものの、その後は、金融支援交渉が決着するとの期待が高まり、10日には1.12ドル台までユーロが反発。12～13日のユーロ圏首脳会議では、ギリシャが財政改革案を法制化すること等を条件に、ギリシャ向け第3次金融支援交渉を開始することで基本合意。これを受けて市場がリスク選好に傾くなか、ユーロキャリー取引の再開や欧米の金融政策の方向性の違いがあらためて意識されたことから、20日には1.08ドル台前半までユーロが下落。もっとも、その後は、米経済指標が強弱入り混じる内容となったこと等から、1.10ドルを挟んで一進一退の展開。

対円では、上旬は、ギリシャの国民投票で緊縮反対が賛成を上回ったことを受けて、ギリシャのユーロ離脱懸念が高まり、133円台までユーロが下落したものの、中旬以降は、ユーロ圏首脳がギリシャ向け金融支援協議再開で合意したこと等を受けて、一時137円台までユーロが反発。



(資料)Bloomberg L.P.

当面は円売り優位の状況が続くとみられるものの、円売り圧力は弱まる方向。

◆対外直接投資や投信経由の対外証券投資が堅調

2012年秋から始まった円安ドル高局面において、「日米金融政策の方向性の違い」とともに円安の流れを底流で支えてきたのは、わが国の貿易収支の赤字転化などによる「円を取り巻く基礎的な為替需給環境の変化」。米F R Bの年内利上げが視野に入るなか、今後、日米の金融政策の方向性の違いは一段と鮮明になるとみられるものの、基礎的な需給面で円売り優位の状況が続くかどうかは円安ドル高の流れを左右するカギに。

まず、わが国の対外直接投資は堅調に推移。人口減少等により国内市場の拡大が期待し難いなか、わが国企業は収益基盤を海外に求める動きを強めており、対外直接投資は、2013年以降年率換算で概ね10兆円を超える水準が持続。今後もわが国企業の海外志向が続くと予想され、対外直接投資は高水準で推移する見込み。

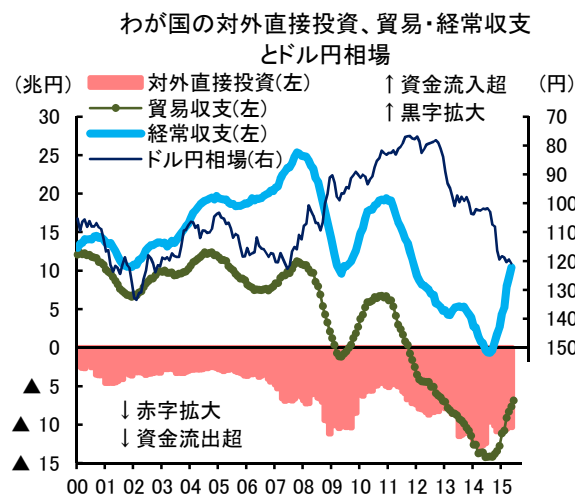
次に、わが国の対外証券投資をみると、個人投資家が購入の主体である投資信託等を經由した投資が堅調。個人の投資意欲は、消費者マインドに大きく左右される傾向があることを踏まえると、足許高水準で推移している消費者マインドが今後大きく悪化しない限り、個人投資家の対外投資は底堅く推移する公算大。

◆信託経由の対外証券投資は一服の兆し、貿易赤字は縮小

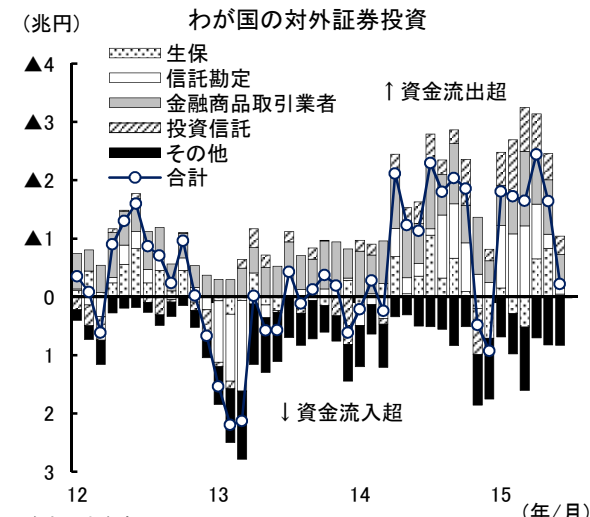
一方、年金積立金管理運用独立行政法人（G P I F）の資産構成見直しに伴い、昨年秋以降、年金資金の動向を反映する信託勘定からの対外証券投資が大幅に増加していたものの、足許にかけては一服の兆し。G P I Fの資産構成変更の動きが一巡しつつあることを示唆。実際、7月に発表されたG P I Fの今年3月末時点の資産構成をみると、外国株式が21%、外国債券が13%まで増加し、変更後の目標水準の下限に達している状況。今秋にG P I Fとの運用一元化が予定されている共済年金の資産構成変更等に伴い、信託勘定経由の投資が再び増加してくる可能性があるものの、2016年入り以降はこうした動きも次第に一巡してくる公算。

また、わが国の貿易・経常収支をみると、2011年3月の東日本大震災をきっかけに、貿易収支が赤字に転じ、経常収支の黒字幅も縮小したものの、2014年半ば以降は、原油価格の下落等の影響もあり、貿易赤字は縮小し、経常黒字は2010年以来の水準まで増加。貿易収支の恒常的な黒字化は見込み難いものの、これまでのようなペースでの円安進行は正当化しにくくなっている状況。

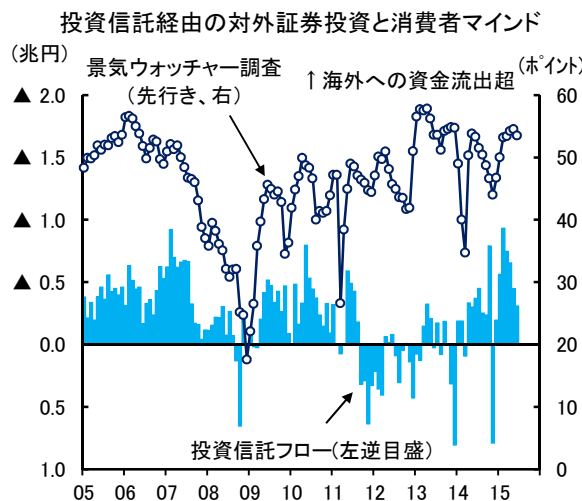
以上を踏まえると、円を取り巻く基礎的な為替需給環境は総じてみれば円売り優位の状況が当面続くとみられるものの、円売り圧力は弱まる方向。



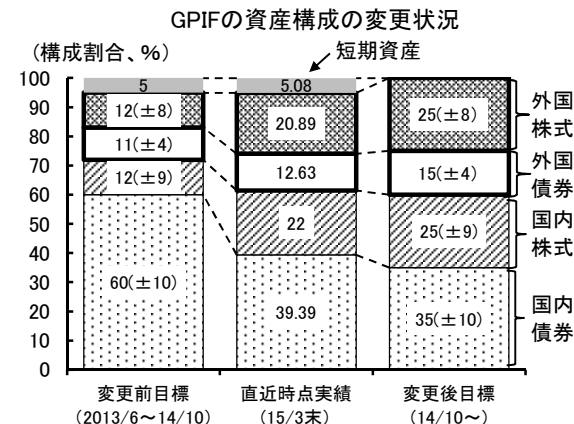
(資料)財務省・日銀、Bloomberg L.P. (年/月)
(注)対外直接投資、貿易・経常収支は12ヵ月累積。



(資料)財務省 (注)指定報告機関ベース、除く銀行勘定、公的部門。



(資料)財務省、内閣府 (注)指定報告機関ベース。



(資料)GPIFを基に日本総研作成
(注)資産構成は目安から一定幅の乖離が認められており、括弧内は乖離許容幅。2015年3月末の運用資産残高は137兆4,769億円。

ユーロ軟調地合いの再開を見込むものの、ユーロ安進行ペースは緩やかなものの。

◆欧米金融政策の方向性の違いなどから、再びユーロ軟調地合いへ

7月12～13日のユーロ圏首脳会議では、条件付きながらギリシャ向け第3次金融支援協議を開始することで基本合意し、ギリシャのユーロ離脱懸念はひとまず後退。今後は、米FRBの年内利上げが視野に入るなかで、米欧の金融政策の方向性の違いが再び意識されやすくなる見込み。ユーロ圏では、ECBが量的緩和を続けるなかで、独金利の低下圧力が再び強まる一方、米国ではFRBの利上げ開始の思惑が強まるにつれて、米金利の上昇圧力が強まり、対ドルでユーロ安に振れやすくなる見込み。

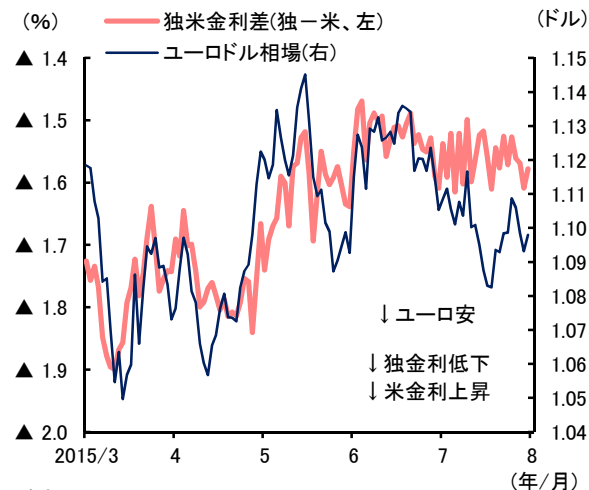
資金フローの面からみると、ギリシャ債務問題の沈静化により、グローバルな投資家が再びリスクを取りやすくなるなかで、超低金利のユーロを売り、相対的に高金利の米ドルなどに投資するユーロキャリー取引の動きが再び強まる公算大。ギリシャの債務問題に対する懸念が高まる前（5月まで）のユーロ圏の対内・対外証券投資の動向をみると、昨年半ば以降、域外投資家によるユーロ圏への債券投資が低調となる一方で、域内投資家による対外債券投資が拡大。内外の投資家は、超低金利となったユーロ圏で魅力的な投資対象が少なくなるなかで、域外に投資資金をシフトさせたことを示唆。

一方、再びリスクを取りやすくなった域外投資家がユーロ圏への株式投資を増加させる可能性はあるものの、昨年秋以降続いているユーロ安・株高の関係を踏まえると、域外投資家は為替ヘッジを行わないと株式投資の高パフォーマンスを享受できない状況。ユーロ圏株価が再び上昇するようになれば、域外投資家のユーロ圏株式投資に伴うユーロ売りヘッジ需要が高まり、ユーロ安の流れを下支えする公算。ちなみに、昨年秋以降、域内景気の回復や通貨安の追い風もあり、企業収益も大きく改善しており、予想PERは15倍台とユーロ圏の株価に過度な割高感は見られず。当面、対内株式投資は堅調に推移する見通し。

◆ユーロ安ペースは今春までと比べて大きく減速へ

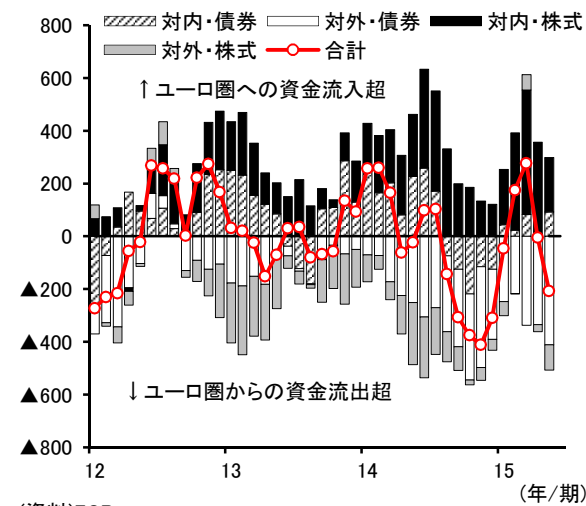
もっとも、①米国でインフレ懸念が乏しいなか、米金利の上昇ペースは緩やかにとどまると予想されること、②米利上げ等を警戒し、リスク回避の動きが強まる可能性があること、③投機筋が米ドル買いを行う際の売り通貨ペアとして、景気が減速し、かつ、追加緩和余地の残る資源国通貨を選好するようになっていること、等を踏まえると、今春までのような大幅かつ一本調子のユーロ安は見込み薄。

ユーロドル相場と独米10年国債利回り格差の推移



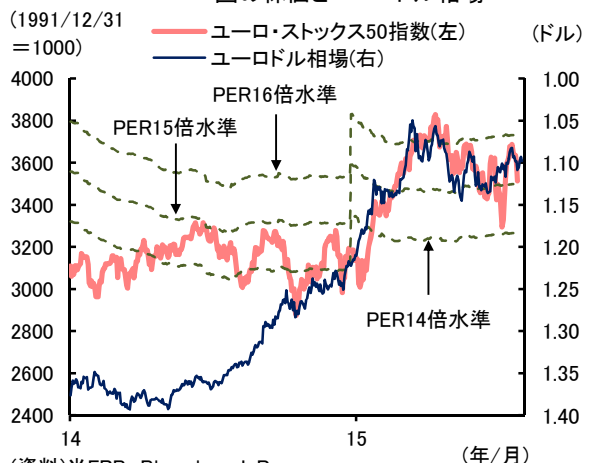
(資料)Bloomberg L.P.

ユーロ圏の対内・対外証券投資



(資料)ECB

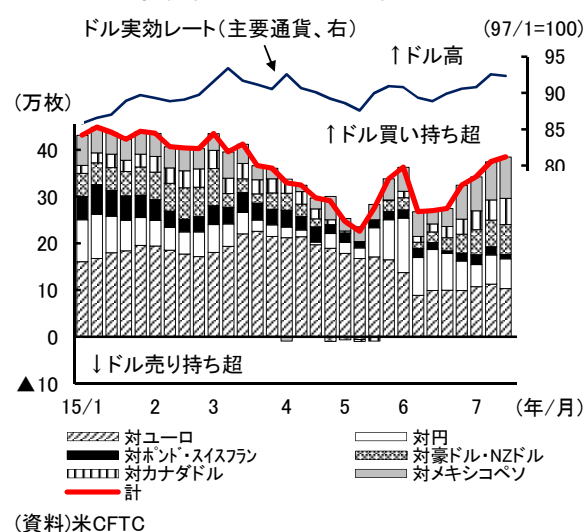
ユーロ圏の株価とユーロドル相場



(資料)米FRB、Bloomberg L.P.

(注)PER(株価収益率)は、Bloomberg L.P.集計の予想EPS(一株当たり利益)を基に算出。

投機筋のIMM米ドル先物ポジション



(資料)米CFTC

ドル高の再開を見込むものの、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

米利上げへの警戒から金融市場の不安定化等が生じれば、リスク回避の動きが強まり、一時的に円高ドル安に振れる可能性はあるものの、米経済指標の更なる改善が確認され、F R Bの利上げ開始が意識されるにつれて、ドルが再び強含みやすい地合いとなる見込み。

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円安ドル高のデメリットが日米双方で意識され始めるなか、急ピッチな円安ドル高に対しては、要人からのけん制発言が警戒されること、等から、円安ドル高ペースは総じて緩やかなものとなる公算。

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

対ドルでは、米経済指標の更なる改善が確認され、F R Bの利上げ開始の思惑が強まるにつれて、デフレ・低成長回避に向け金融緩和を続けるE C Bとの金融政策の方向性の違いが改めて意識され、ユーロ安に振れやすくなる公算大。

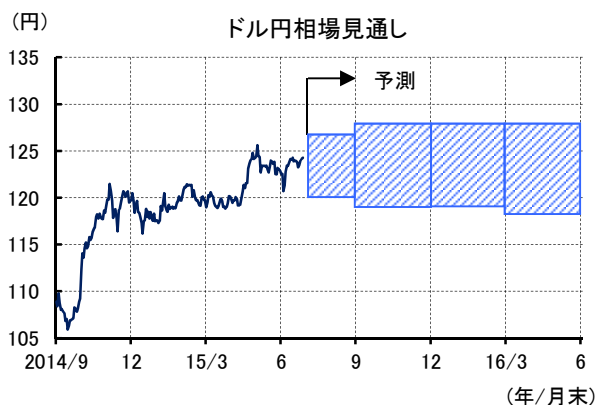
2016年入り後は、米利上げペースの織り込みが一巡するにつれて、ドル高ユーロ安が一服へ。

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	
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6
期中平均	121.33	123	124	124	124
(高値)	125.86	127	128	128	128
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	118.48	120	119	119	118

予測



ユーロ円相場見通し

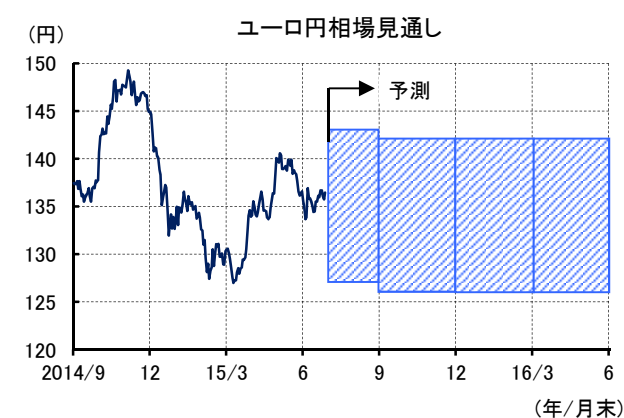
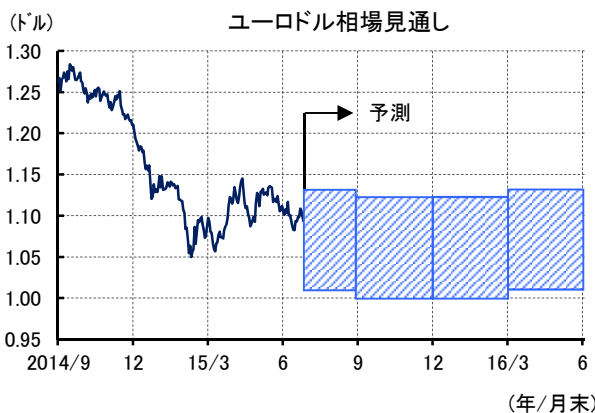
	2015年			2016年	
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6
期中平均	134.22	135	134	134	134
(高値)	141.06	143	142	142	142
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	126.09	127	126	126	126

予測

ユーロドル相場見通し

	2016年				
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
期中平均	1.106	1.09	1.08	1.07	1.08
(高値)	1.146	1.13	1.12	1.12	1.13
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.052	1.01	1.00	1.00	1.01

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・ ストック50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
12/8	78.68	97.59	1.2404	0.0863	0.33	0.80	8949.88	0.13	0.43	1.67	13134.90	1403.44	0.11	0.33	1.42	1.57	2424.50	94.16	1630.27
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	0.00	0.29	2.32	17795.02	2094.14	-0.12	-0.02	0.76	2.01	3545.10	50.93	1130.72

(株) 日本総合研究所 為替相場展望 2015年8月