

# 為替相場展望

2015年7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
◆約13年ぶりの水準に上昇後、上値が重くなったドル円相場の行方	p. 2
◆ギリシャの債務問題に対する懸念が高まるなかでも底堅いユーロ	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](mailto:inoue.hajime@jri.co.jp))

◆本資料は、2015年7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。

## ドル円は、約13年ぶりの円安水準へ。ギリシャ問題の懸念が高まる中でもユーロに底堅さ。

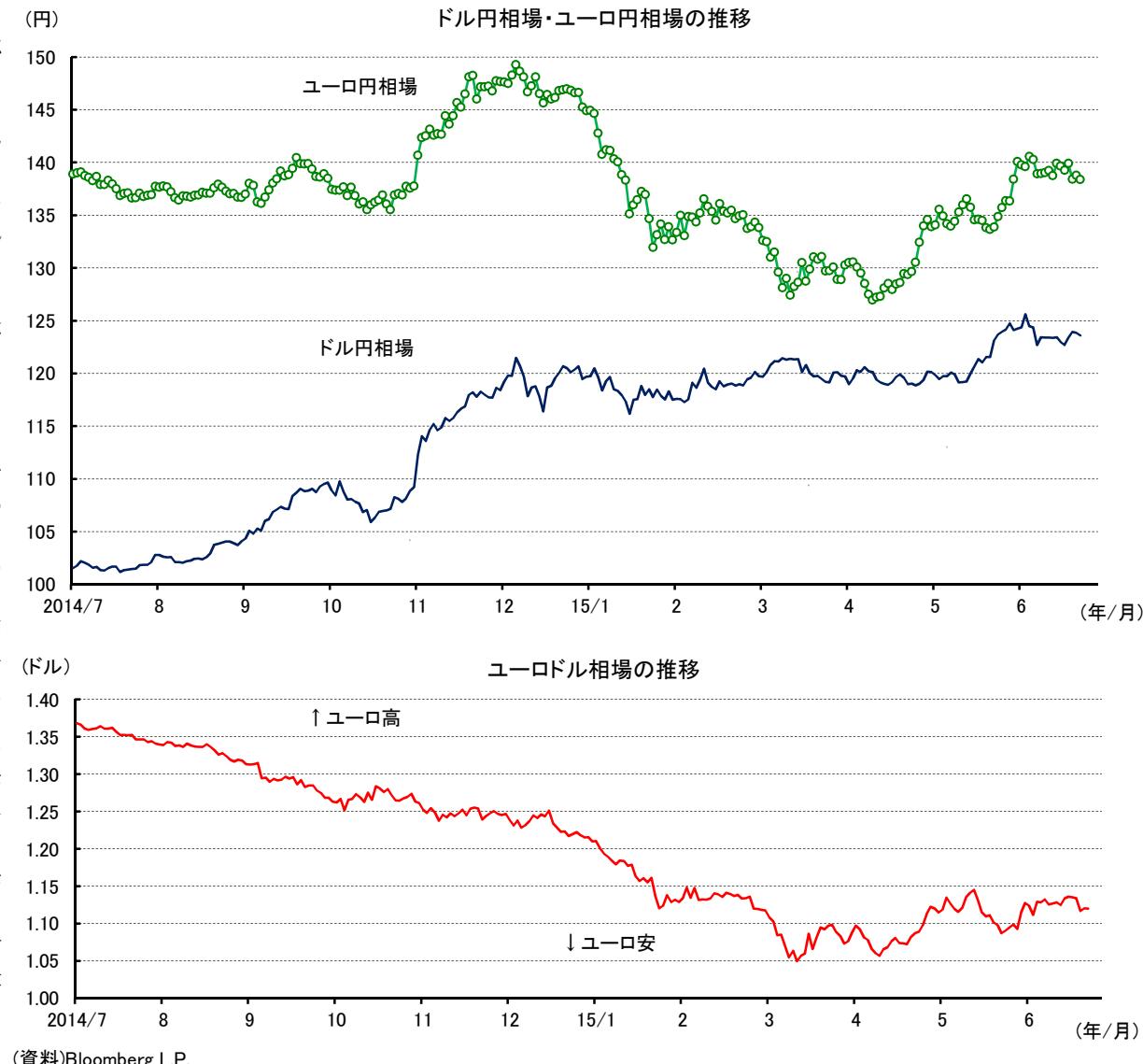
### ◆6月のドル円相場

5日の良好な米雇用統計を受けて2002年5月以来約13年ぶりの水準となる125円86銭まで円安ドル高が進行したもの、10日の黒田日銀総裁による「実質実効為替レートがさらに円安に振れることはありそうにない」との発言が円安けん制と受け止められ、122円台半ばへ急落。その後、黒田総裁が同発言は円安牽制を意図したものではないと表明したものの、16~17日のFOMCが早期利上げに慎重と受け止められたことや、ギリシャの債務問題を巡る先行き不透明感によるリスク回避の動き等から、123円台を中心に上値の重い展開が持続。月末にかけては、ギリシャの債務問題に対する懸念が高まり、一時122円を割り込む場面も。

### ◆6月のユーロ相場

対ドルでは、①ドラギECB総裁による「市場は高いボラティリティに慣れるべき」との発言(3日)等を受けて、ドイツなどユーロ圏の長期金利が上昇したこと、②16~17日の米FOMCがハト派的と受け止められたこと、等から、18日には1.14ドル台までユーロ高が進行。その後は、ギリシャの金融支援協議の動向に振らされる展開に。27日にはギリシャ政府がEU側の提示した財政緊縮案の受け入れ是非を問う国民投票を7月5日に実施すると表明し、それまでの支援延長を要請したものの、ユーロ圏財務相会合が同提案を拒否したことから、支援交渉が事実上決裂。28日にはギリシャ政府が銀行休業と資本規制の導入を発表したことも加わり、週明けの29日には一時1.09ドル台までユーロが急落。もっとも、ギリシャとEUとの協議再開への期待も根強く、その後はユーロが1.11ドル台を中心に底堅く推移。

対円では、上旬は、ユーロ圏での物価の持ち直しやドラギECB総裁の発言等から、141円台までユーロが上昇したものの、その後は、ギリシャ債務問題の先行き不透明感がくすぶるなか、上値の重い展開に。月末近くには、ギリシャの金融支援協議が事実上決裂し、134円を割り込む場面も。



## 円安ドル高再開を見込むも、そのペースは米金利の上昇に見合った緩やかなものに。

### ◆ドル高ペースは米金利の上昇に見合った緩やかなものに

ドル円相場は、短期的には、ギリシャの債務問題の動向に振られやすい展開が続くとみられるものの、ギリシャ問題に一定の目途がつけば、再び米国の景気・金融政策に対する思惑に左右されやすい展開となる見込み。

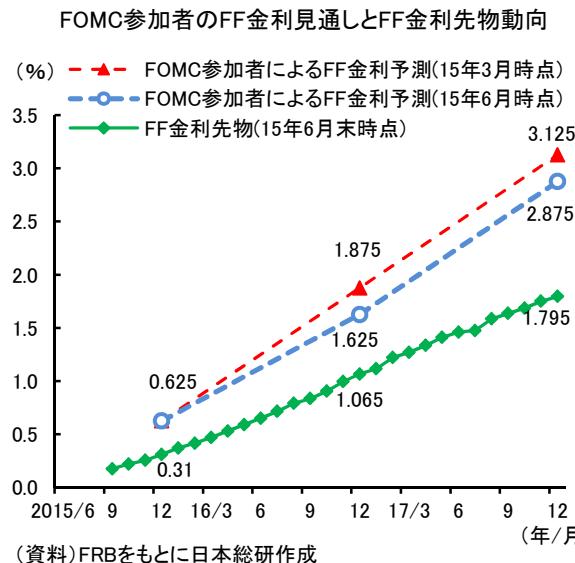
6月16~17日の米FOMCでは、FOMC参加者の大半が年内の利上げ着手が適切と考えていることが示されたものの、利上げ回数については見方が分散していることが判明。具体的には、FOMC参加者の2015年末の政策金利見通しをもとに、1回の利上げ幅を0.25%として年内の利上げ回数を逆算すると、3回が5人、2回が5人、1回が5人(0回が2人)。また、FOMC参加者の16年末及び17年末の政策金利見通しの中央値が下方修正されており、利上げ開始時期に関わらず、その後の利上げペースはこれまで想定されていたよりも緩やかになるとの見方が大勢に。

今後、米国で経済指標の更なる改善が続き、F R Bの利上げ開始の思惑が強まるにつれて、政策金利見通しを反映しやすい中短期ゾーンの金利が上昇し、再びドルに上昇圧力がかかりやすくなるとみられるものの、円安ドル高ペースは均してみれば米金利の上昇に見合った緩やかなものにとどまる公算。

ただし、FF金利先物動向をみると、依然として市場参加者はFOMC参加者(中央値)よりも利上げ開始が遅れ、利上げペースも一段と緩やかとみており、今後、両者の見通しが収斂していく過程では、一時的に市場のボラティリティが高まる可能性も。

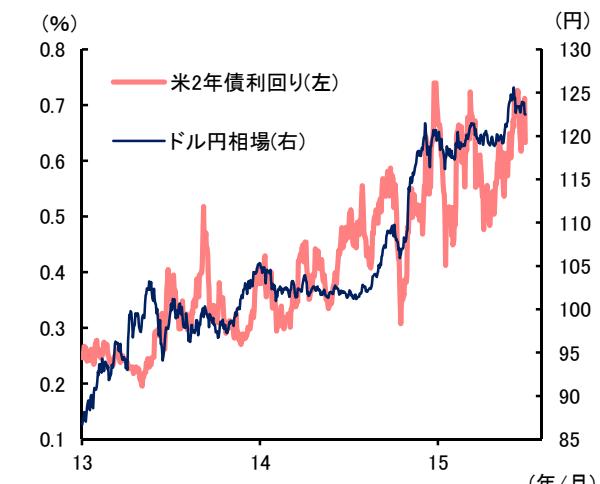
### ◆米家計の貯蓄志向継続もドル高抑制要因となる可能性

中長期的な視点では、米国の家計部門の貯蓄志向が続ければ、家計の資金余剰が金利上昇を抑制する要因の一つとなり、ドル高余地を限定する可能性も。米国の資金循環統計で部門別の資金過不足の状況をみると、家計部門の資金余剰が顕著。家計の金融資産・負債の動向をみると、米国の家計は超低金利の環境下でも金融危機前のようには金融負債(借入)を増やさない一方で、雇用環境の改善やガソリン価格の下落により所得が増加するなかでも、消費より金融資産積み上げ(貯蓄)を優先しており、家計部門全体では今年1~3月期時点でG D P比7%強の貯蓄超過に。これは米家計が依然として金融危機の後遺症を引きずっていることを示唆。

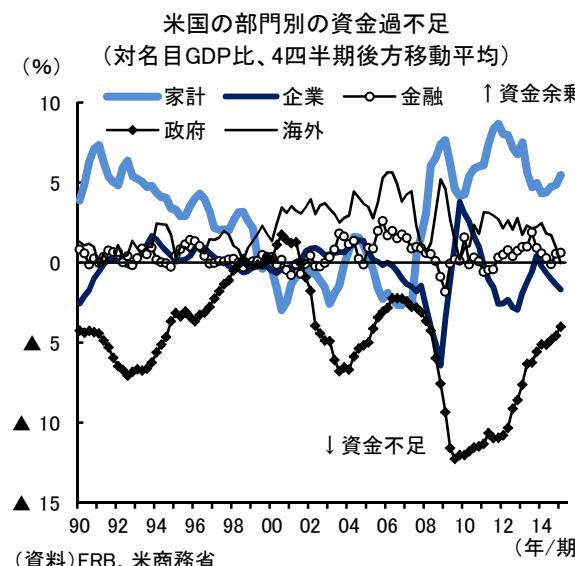


(資料)FRBをもとに日本総研作成

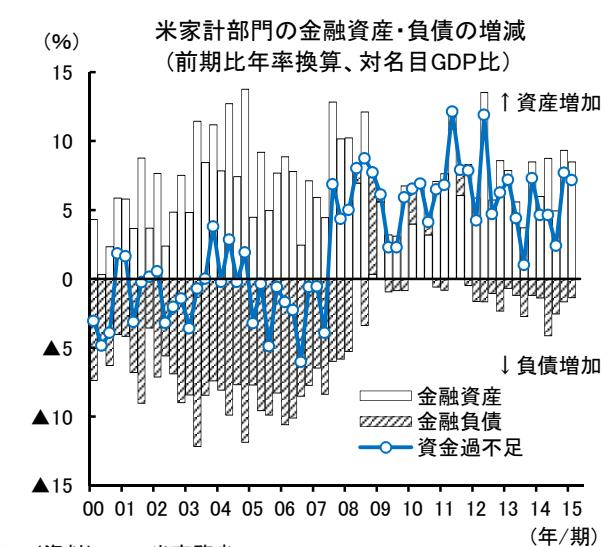
### ドル円相場と米2年債利回り



(資料)Bloomberg L.P.



(資料)FRB、米商務省



(資料)FRB、米商務省

## ギリシャ問題に目途がついた後、欧米の金融政策格差を反映し、ユーロ安が再開へ。

### ◆ユーロ買い戻しの動きがユーロを下支え

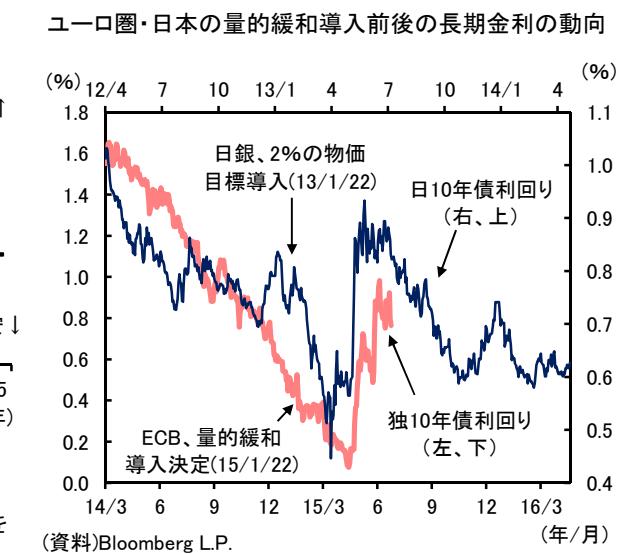
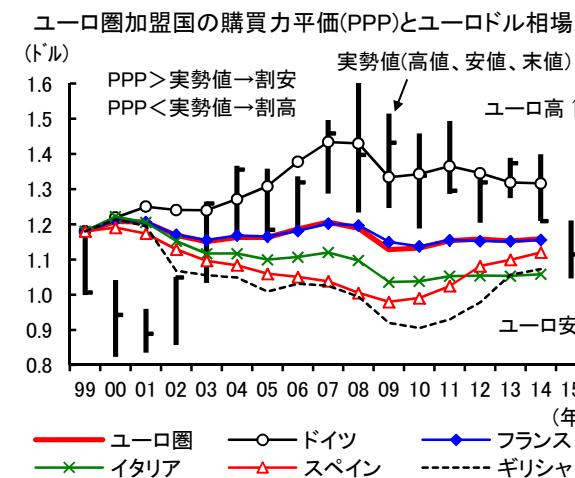
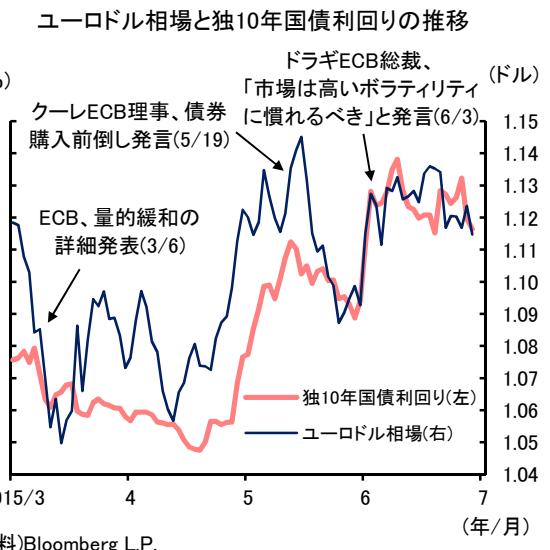
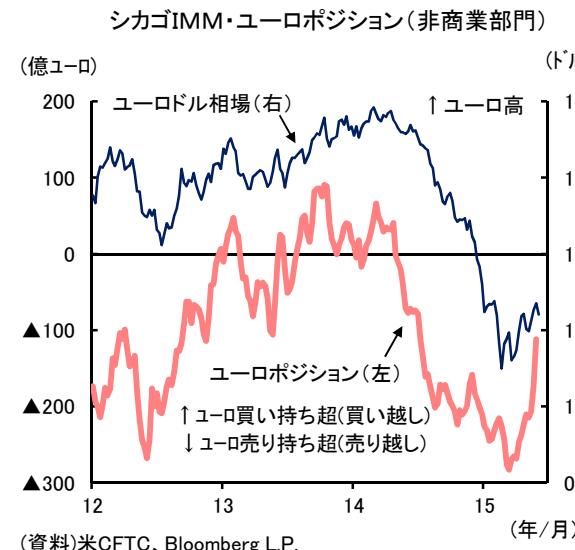
ユーロ相場は、ギリシャの債務問題に対する懸念が高まるなかでも、総じて底堅く推移。この背景として、ユーロ売り持ちの圧縮を目指す。昨年春以降、投機筋などはユーロ売り持ちを積み上げてきたものの、4月下旬以降、ドイツなど欧州主要国の大規模な長期金利の急上昇をきっかけにユーロが急反発するなど、高水準のポジションを保持することのリスクが改めて確認。ギリシャ情勢の先行き不透明感が強まるなかで、ポジションを圧縮する動きを始めた公算大。こうした動きを踏まえると、今後、ギリシャの債務問題に対する懸念が一段と強まても、ユーロ相場には方向感が出にくい展開が続く公算大。

### ◆ギリシャ問題に目途がついた後、ユーロ安が再開へ

ギリシャの金融支援策に一定の目途がついた後は、欧米の実体経済や、ECBとFRBの金融政策の方向性の違いを反映し、ユーロ安に振れやすくなる公算大。

ユーロ圏では、景気・物価が持ち直してはいるものの、南欧諸国を中心に大幅な需給ギャップが残っているほか、労働コストが依然高止まりするなど、デフレ圧力が残存。こうした状況下、マルケル独首相の「強過ぎるユーロはポルトガルやスペイン、アイルランドといった国々が特に輸出面で、経済改革の成果を得るのを困難にする」との発言（6月12日のベルリンでの会議）にみられるように、ユーロ高は南欧諸国を中心に景気を下押しし、デフレ圧力を増幅させる恐れ。ちなみに、ユーロ圏各国の単位労働コストからユーロの対ドル相場の適正水準を試算すると、足許のユーロ相場はドイツにとって大幅な割安水準にある一方、南欧諸国にとってはようやく適正水準に是正された状況。

金融政策面でも、ユーロ圏では、ディスインフレ傾向のもと、ECBの量的緩和は長期化を余儀なくされる公算大。ギリシャ危機の懸念が遠のいても、ユーロ圏の長期金利が一本調子で上昇することはなく、むしろ量的緩和による金利低下圧力が改めて意識される見込み。日本でも、日銀が2013年4月4日に「量的・質的金融緩和」の導入を決定した後、長期金利が一旦は急上昇したものの、その後再び低下基調へ。今後、低金利通貨のユーロを売つて米ドルなどの相対的に高金利の通貨を買うユーロキャリーの動きが再び強まる可能性大。



## 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

当面は、ギリシャの債務問題に対する懸念等から、リスク回避の動きが強まり、円高に振れる可能性があるものの、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殆どないなか、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：ギリシャ問題に目途がついた後は、対ドルでユーロ安再開へ

当面は、対ドル、対円ともにギリシャの債務問題を巡る動向に左右されやすい展開が続く見込み。

対ドルでは、ギリシャの金融支援策に一定の目途がついた後は、デフレ・低成長回避に向け金融緩和を続けるE C Bと、景気の回復基調が定着し利上げに向かう米F R Bという、欧米の金融政策の方法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

### 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	121.33	123	124	124	124
(高値)	125.86	127	128	128	128
レンジ	↓	↓	↓	↓	↓
(安値)	118.48	118	119	119	118

	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	↓	↓	↓	↓	↓
(安値)	126.09	127	126	126	126

予測

予測

### ドル円相場見通し

### ユーロドル相場見通し

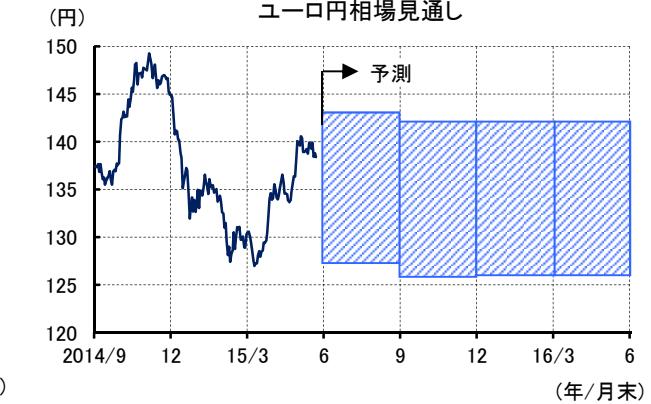


	2015年			2016年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	1.106	1.10	1.08	1.07	1.08
(高値)	1.146	1.15	1.12	1.12	1.13
レンジ	↓	↓	↓	↓	↓
(安値)	1.052	1.03	1.00	1.00	1.00

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カ月 (%)	国債 10年物 (%)	日経平均 株価 (円)	FF 0/N (%)	LIBOR 3カ月 (%)	国債 10年物 (%)	N Yダウ 工業株 (ドル)	S&P500	EONIA (%)	EURIBOR 3カ月 (%)	独国債 10年物 (%)	英國債 10年物 (%)	ユーロ・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/T0)
12/7	78.98	97.09	1.2293	0.0836	0.33	0.77	8760.68	0.16	0.45	1.50	12814.10	1359.78	0.18	0.50	1.31	1.55	2258.36	87.93	1593.68
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