

PASSION
FOR THE
BEST

「米国利上げ後の為替相場の行方」 ～米ドル独歩高基調に転機も～

投資戦略部
シニア為替ストラテジスト

石月 幸雄

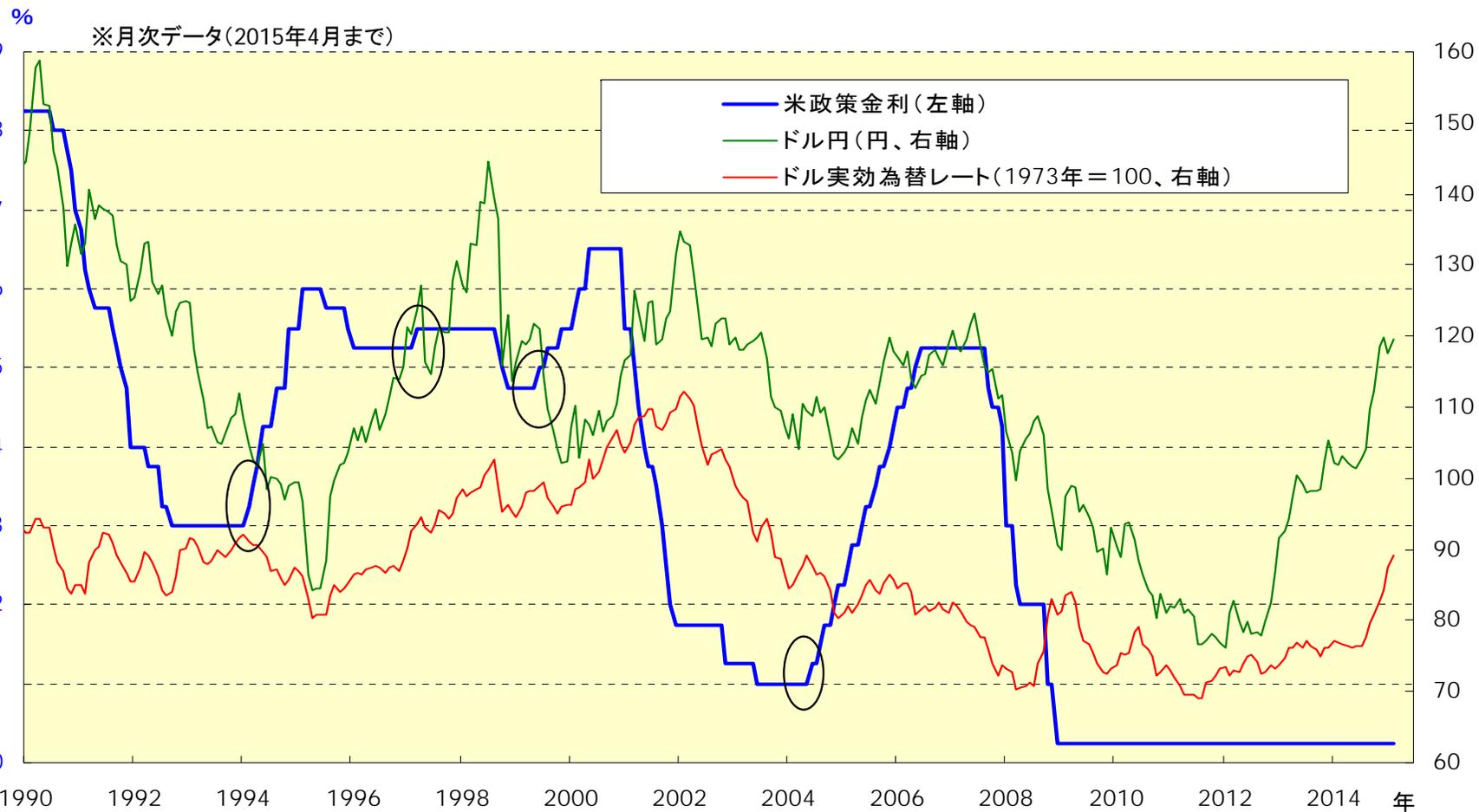
大和証券

Daiwa Securities



米国の利上げはドル安を誘発？

米国政策金利とドル実効為替レートおよびドル円の推移

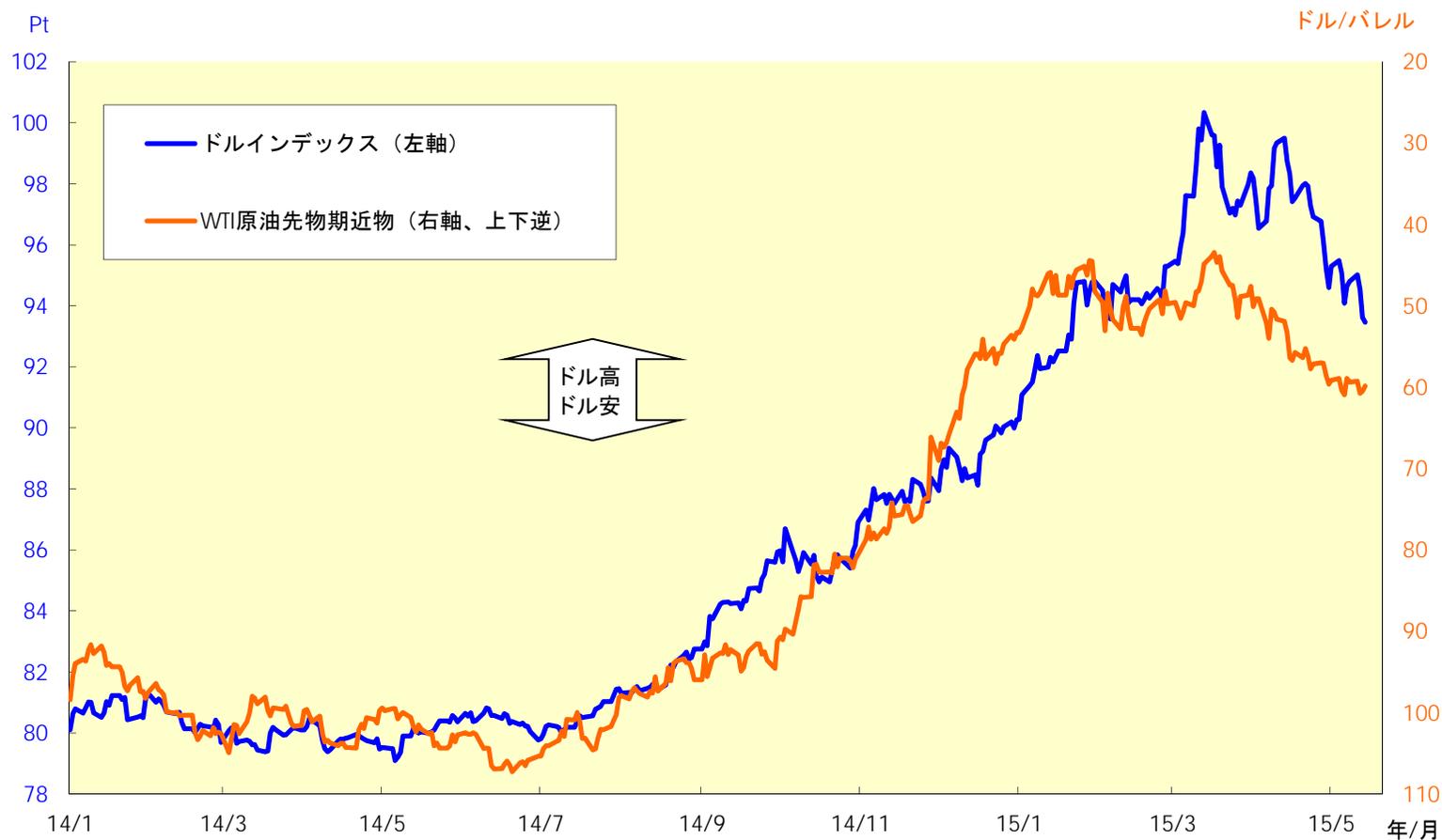


(出所)各種データをもとに大和証券作成



急激なドル高は一服

ドルインデックスと原油先物の推移（日次データ）



(出所) 各種データをもとに大和証券作成 (2015年5月14日まで)

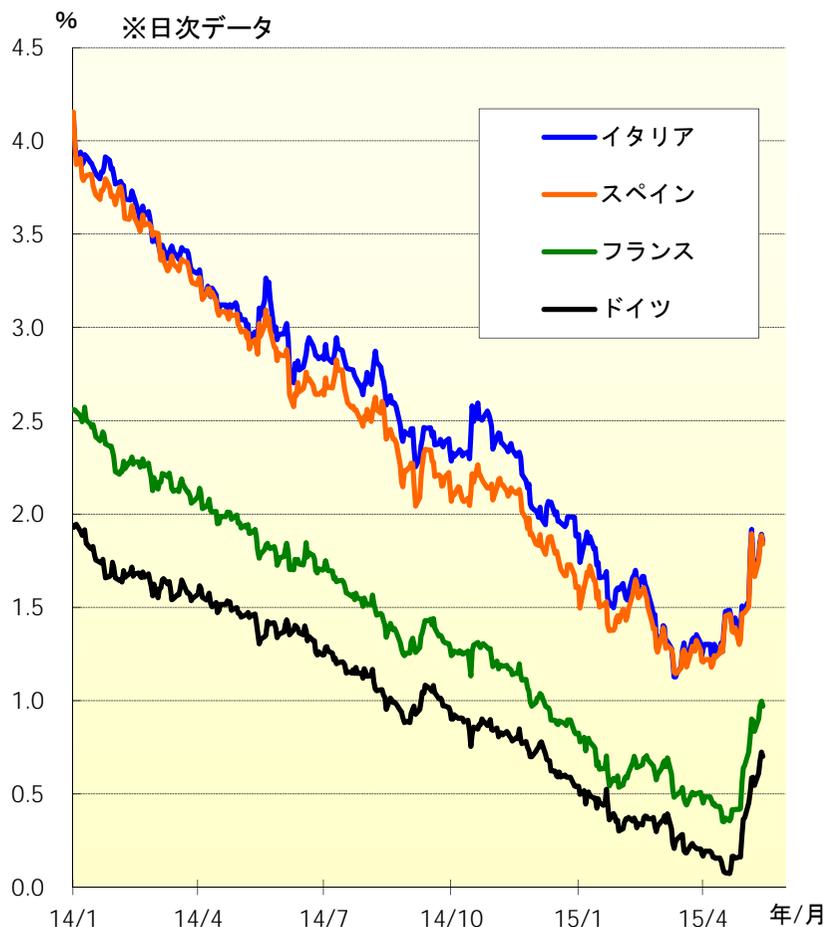
2

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。



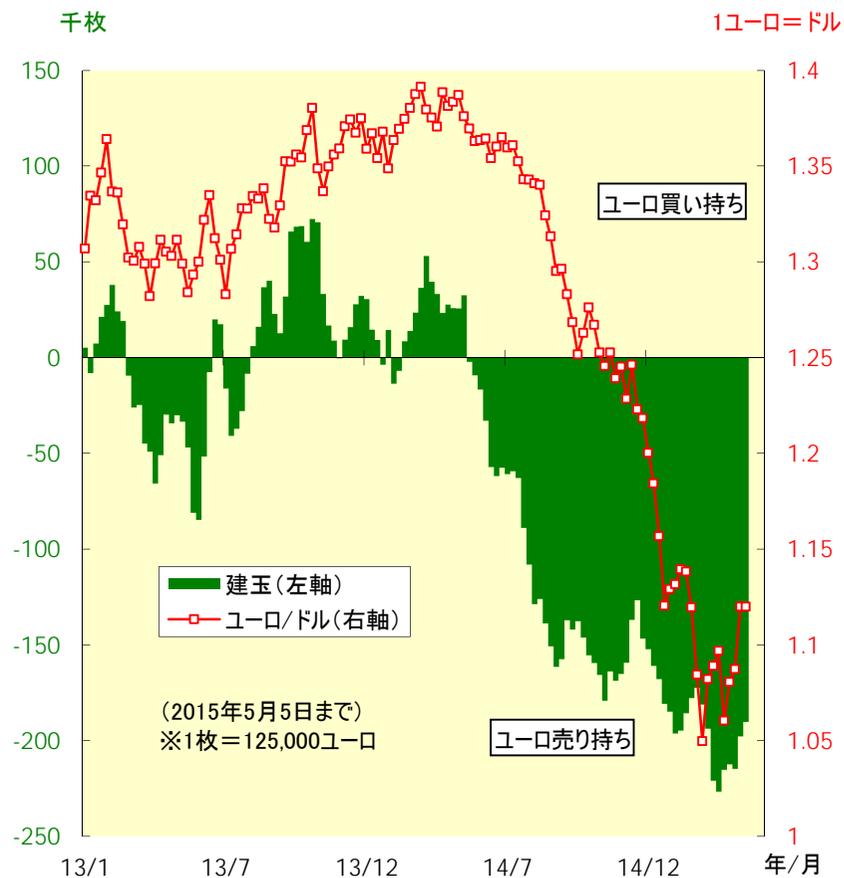
“QEトレード”の解消はいつまで続く？

欧州各国の10年国債利回りの推移



(出所)各種データをもとに大和証券作成(2015年5月14日まで)

IMM通貨先物・投機筋のネットポジション (ユーロ)



(出所)CFTCのデータをもとに大和証券作成



米国経済は冬眠から目覚めたのか？

米国の主要経済指標の推移

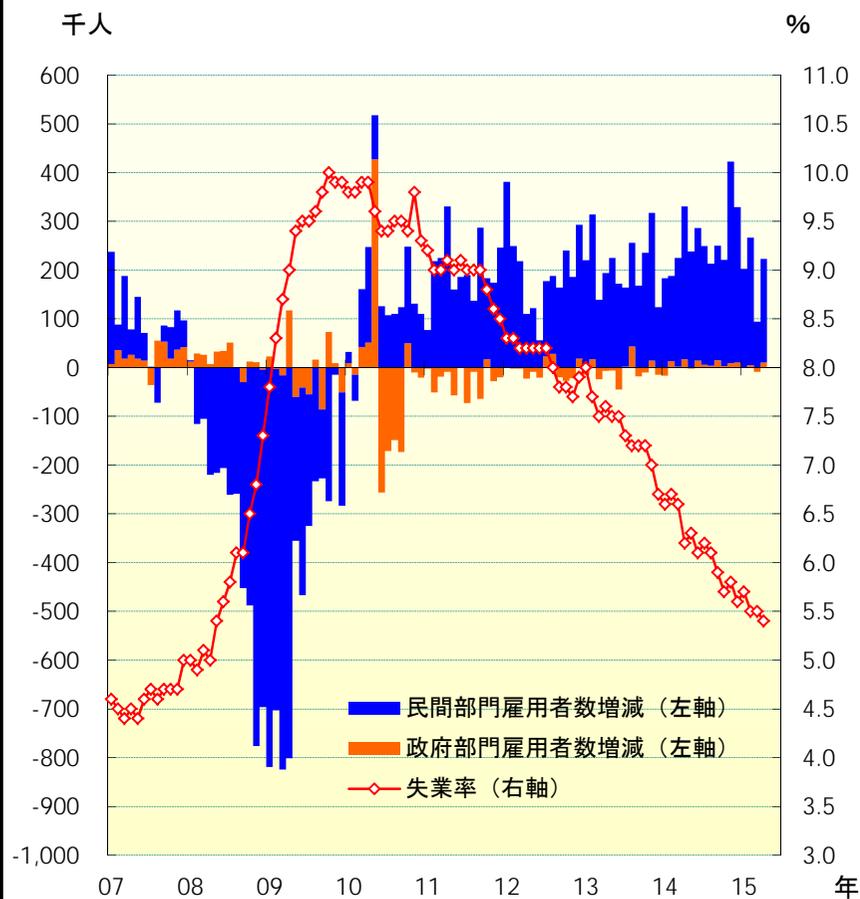
			14年/4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	15年/1月	2月	3月	4月	判断
個人消費	小売売上高	前月比、%	0.8	0.3	0.3	0.2	0.6	-0.3	0.4	0.5	-0.9	-0.8	-0.5	1.1	0.0	●
	(同自動車除く)	前月比、%	0.7	0.2	0.4	0.1	0.3	-0.1	0.3	0.2	-0.9	-1.1	-0.1	0.7	0.1	△
	自動車販売総数	年率、百万台	15.98	16.70	16.92	16.40	17.45	16.34	16.35	17.08	16.80	16.56	16.16	17.05	16.46	●
	個人消費支出	前月比、%	0.2	0.3	0.5	0.2	0.6	0.2	0.4	0.4	0.4	-0.2	-0.3	0.2	0.4	○
	個人所得	前月比、%	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.0	●
住宅	住宅着工件数	年率、千戸	1063	984	909	1098	963	1028	1092	1015	1081	1072	908	926		△
	中古住宅販売件数	年率、百万戸	4.75	4.90	5.01	5.07	5.00	5.10	5.16	4.95	5.07	4.82	4.89	5.19		○
	新築住宅販売件数	年率、千戸	413	458	409	399	448	456	469	448	496	514	543	481		●
生産受注	鉱工業生産	前月比、%	0.1	0.5	0.4	0.4	0.0	0.7	0.0	1.1	-0.1	-0.4	0.1	-0.6		●
	設備稼働率	-	79.0	79.1	79.2	79.3	79.1	79.4	79.2	79.8	79.5	79.1	79.0	78.4		●
	耐久財受注	前月比、%	0.9	-0.9	2.7	22.5	-18.3	-0.7	0.3	-2.2	-3.7	1.9	-1.4	4.4		○
	" (除く輸送)	前月比、%	0.4	-0.1	3.0	-0.6	0.7	0.3	-1.2	-1.3	-0.8	-0.9	-1.3	0.4		○
雇用	非農業雇用者増加数	前月比、千人	330	236	286	249	213	250	221	423	329	201	266	85	223	○
	失業率	%	6.2	6.3	6.1	6.2	6.1	5.9	5.7	5.8	5.6	5.7	5.5	5.5	5.4	○
総合	消費者信頼感指数	コンファレンスボード	81.7	82.2	86.4	90.3	93.4	89.0	94.1	91.0	93.1	103.8	98.8	101.4	95.2	●
	"	ロイター/ミシガン大	84.1	81.9	82.5	81.8	82.5	84.6	86.9	88.8	93.6	98.1	95.4	93.0	95.9	○
	フィラデルフィア連銀景気指数		16.00	18.30	19.60	22.80	25.50	18.60	19.00	40.20	24.30	6.30	5.20	5.00	7.50	△
	ISM製造業指数		55.3	55.6	55.7	56.4	58.1	56.1	57.9	57.6	55.1	53.5	52.9	51.5	51.5	△
	ISM非製造業指数		55.3	56.1	56.3	57.9	58.6	58.1	56.9	58.8	56.5	56.7	56.9	56.5	57.8	○
物価	消費者物価(コア)	前月比、%	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2		△
	生産者物価(コア)	前月比、%	0.0	0.3	0.0	0.5	0.0	-0.2	0.5	0.0	0.2	0.0	-0.5	0.2	-0.2	●
四半期					4-6月			7-9月			10-12月			1-3月		
	実質GDP	前期比年率、%			4.6			5.0			2.2			0.2		●
	実質GDP	前年同期比、%			2.6			2.7			2.4			3.0		

(表の見方) 景気拡大あるいはインフレ圧力が、○は強い、●は弱い、△は中立、空欄は判定の領域外 (出所) 各種データをもとに大和証券作成(2015年5月14日まで)



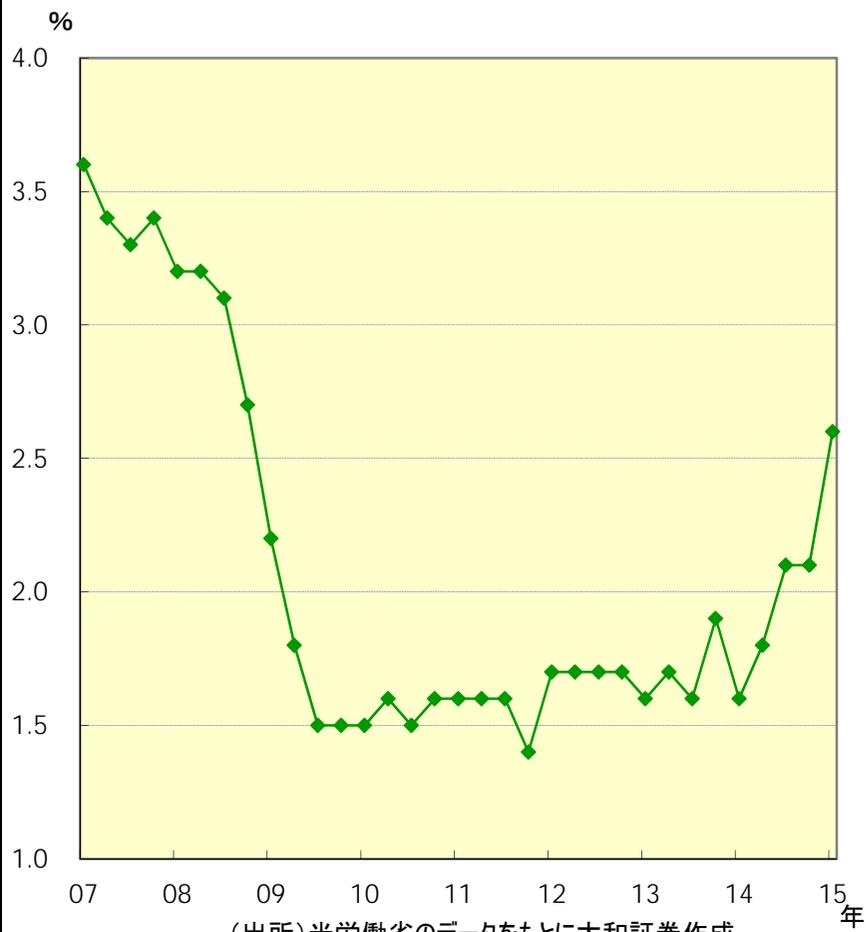
米国の雇用は回復軌道に復帰

米国の非農業部門雇用者数の増減と失業率の推移



(出所)米労働省のデータをもとに大和証券作成

米国雇用コスト指数の推移 (前年比)

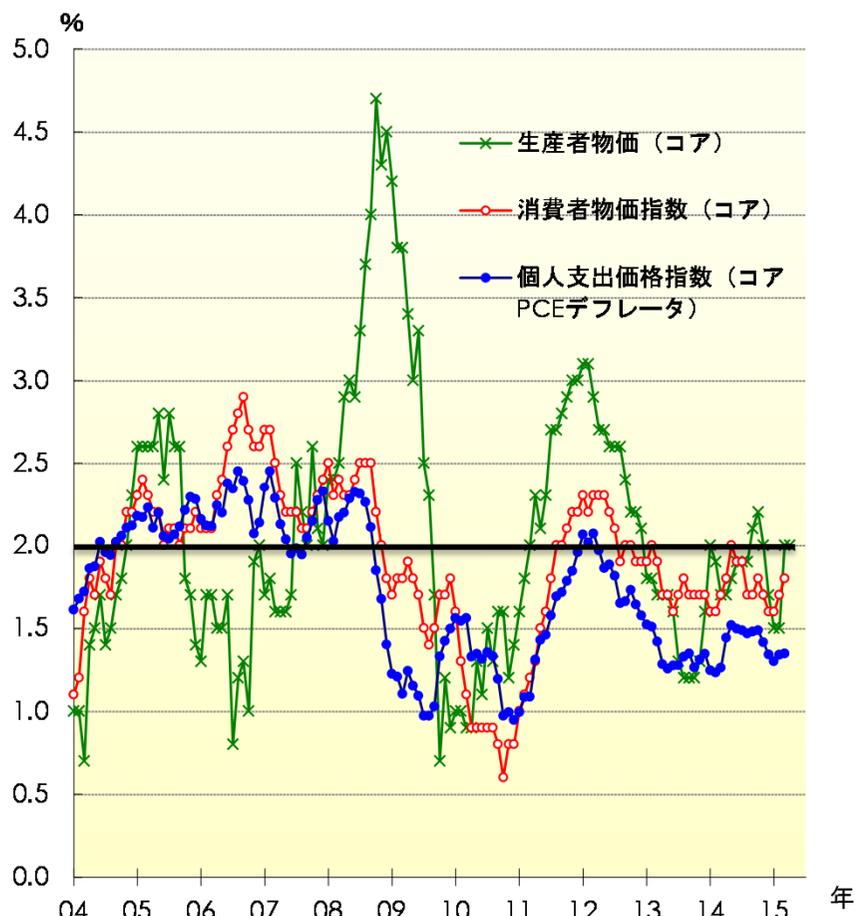


(出所)米労働省のデータをもとに大和証券作成



米国の物価上昇ペースはいまだ緩やか

米国の物価指数の推移（前年比）



（出所）各種データをもとに大和証券作成

米国の期待インフレ率の推移

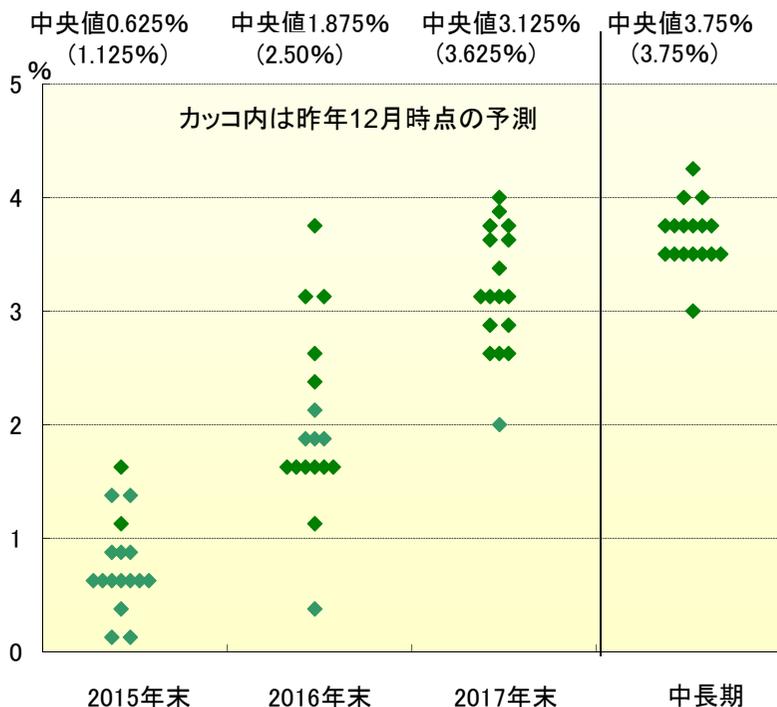


（出所）各種データをもとに大和証券作成（2015年5月14日まで）



「データ次第」を強調するFRB

FOMCメンバーによる政策金利の予測 (2015年3月18日時点)



※FOMCの日程

6月16、17日
7月28、29日
9月16、17日
10月27、28日
12月15、16日

(出所)FRBのデータをもとに大和証券作成

最近のFRB関係者のコメント

★メスター・クリーブランド連銀総裁(5月1日)
「(利上げ判断は)経済情勢次第であり、私は経済データをみて、それを評価した上で会合に臨む」、「どの会合も選択肢から外す気はない」

★エバンズ・シカゴ連銀総裁(5月7日)
「今後、会合ごとに政策金利のあるべき水準を議論し、いずれの会合終了時でも、再正常化プロセスを始めることを決める可能性がある」

★ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁(5月11日)
「利上げは、すべての会合で議題になる可能性がある」、「(次の会合で利上げがありそうなどと声明で)事前に情報発信するようなことはやめた方がいい」、「将来の行動が不確かなのは健全なことだ」

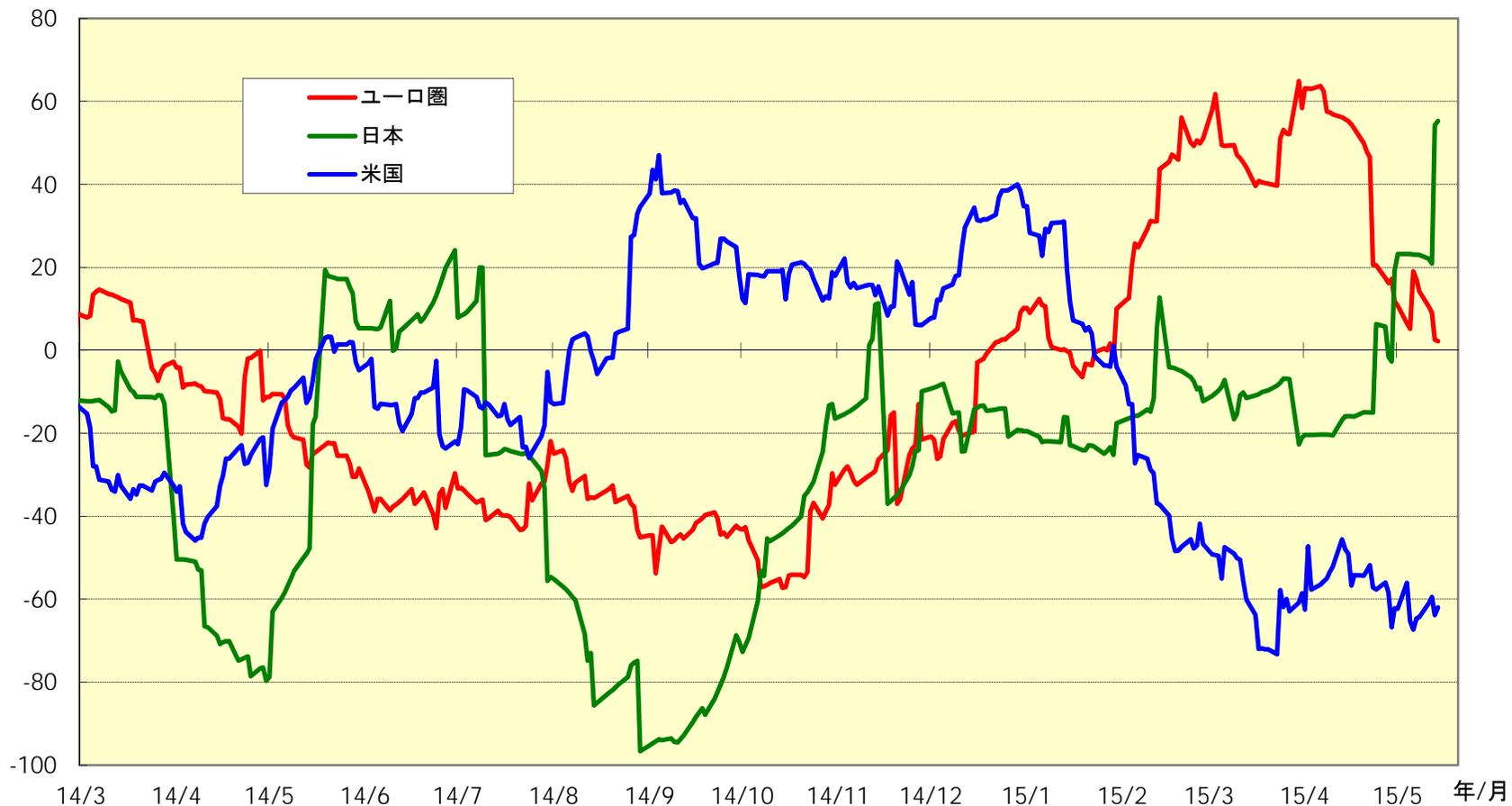
★ダドリーNY連銀総裁(5月12日)
「率直に言って、利上げの時期は分からない」、「利上げが年内のいずれかの時期に開始されるとの政策当局者の予想を市場関係者は共有しているようだ」

(出所)各種データをもとに大和証券作成



早期の利上げに市場の理解を得るのは困難

エコノミック・サプライズ指数の推移（日次データ）



(出所)各種データをもとに大和証券作成(2015年5月14日まで)



菱む日銀の追加金融緩和観測

日銀展望レポート（4月30日公表分、政策委員の大勢見通し）

対前年比、%、<>内は政策委員見通しの中央値

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2014年度	▲1.0～▲0.8 <▲0.9>	+2.8	+0.8
1月時点の見通し	▲0.6～▲0.4 <▲0.5>	+2.9～+3.2 <+2.9>	+0.9～+1.2 <+0.9>
2015年度	+1.5～+2.1 <+2.0>	+0.2～+1.2 <+0.8>	
1月時点の見通し	+1.8～+2.3 <+2.1>	+0.4～+1.3 <+1.0>	
2016年度	+1.4～+1.8 <+1.5>	+1.2～+2.2 <+2.0>	
1月時点の見通し	+1.5～+1.7 <+1.6>	+1.5～+2.3 <+2.2>	
2017年度	+0.1～+0.5 <+0.2>	+2.7～+3.4 <+3.2>	+1.4～+2.1 <+1.9>

※「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

※各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

※原油価格(ドバイ)については、1/バレル55ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて70ドル台前半に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2015年度で▲0.7～▲0.8ポイント程度、2016年度で+0.1～+0.2ポイント程度と試算される。また、寄与度は、当面マイナス幅を拡大した後、2015年度後半にはマイナス幅縮小に転じ、2016年度前半には概ねゼロになると試算される。

※今回の見通しでは、消費税率について、2017年4月に10%に引き上げられることを前提としているが、各政策委員は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いた消費者物価の見通し計数を作成している。消費税率引き上げの直接的な影響を含む2017年度の消費者物価の見通しは、税率引き上げが現行の課税品目すべてにフル転嫁されることを前提に、物価の押し上げ寄与を機械的に計算したうえで(+1.3%ポイント)、これを政策委員の見通し計数に足し上げたものである。

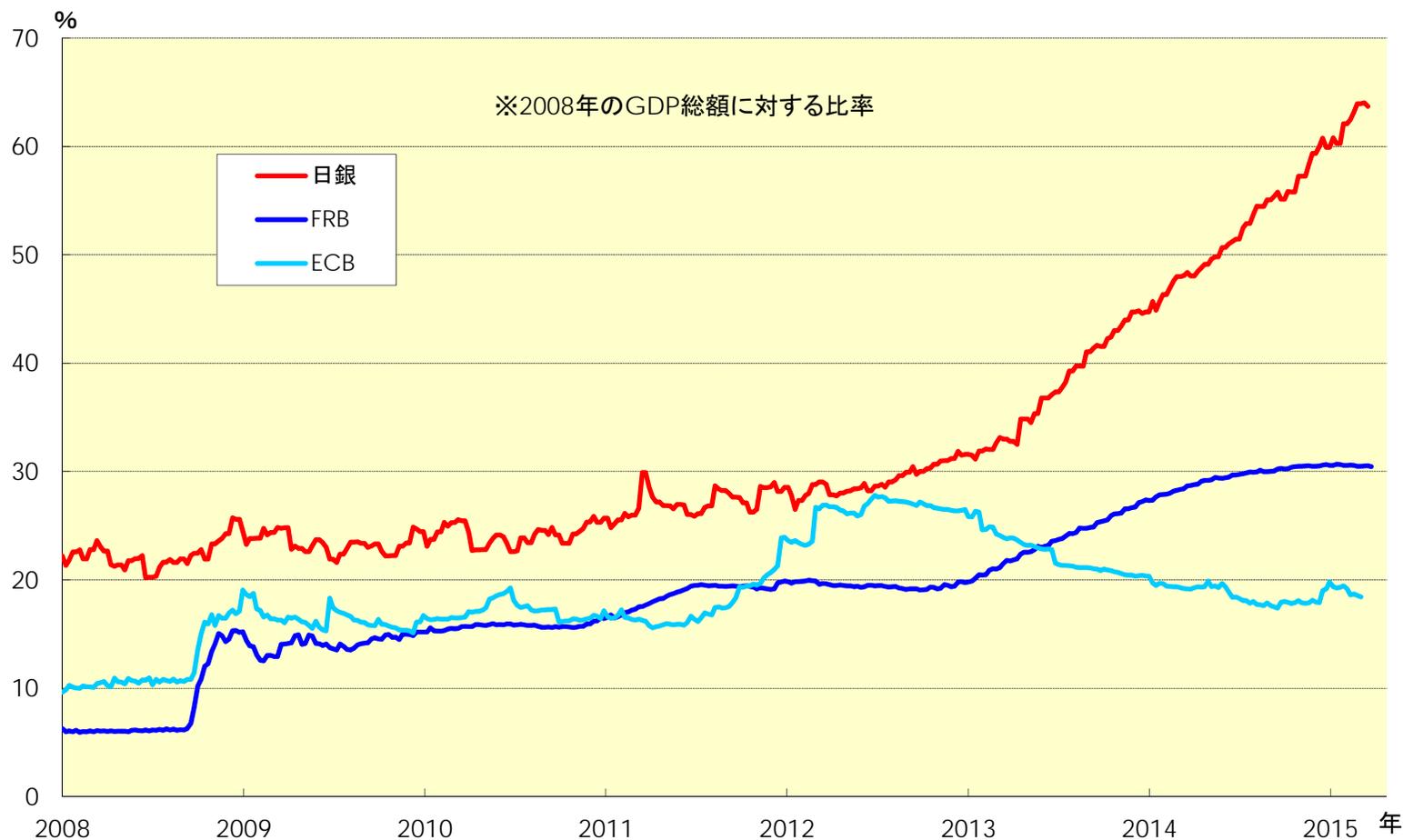
※2014年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)については、3月の前年比が2月と同じであると仮定して計算しているほか、消費税率引き上げの物価の押し上げ寄与は、上記同様に機械的に計算している(+2.0%ポイント)

(出所)日銀のデータをもとに大和証券作成



日銀の異次元緩和はやっぱり異次元

各中銀の保有資産残高の推移



(出所)IMFのデータをもとに大和証券作成

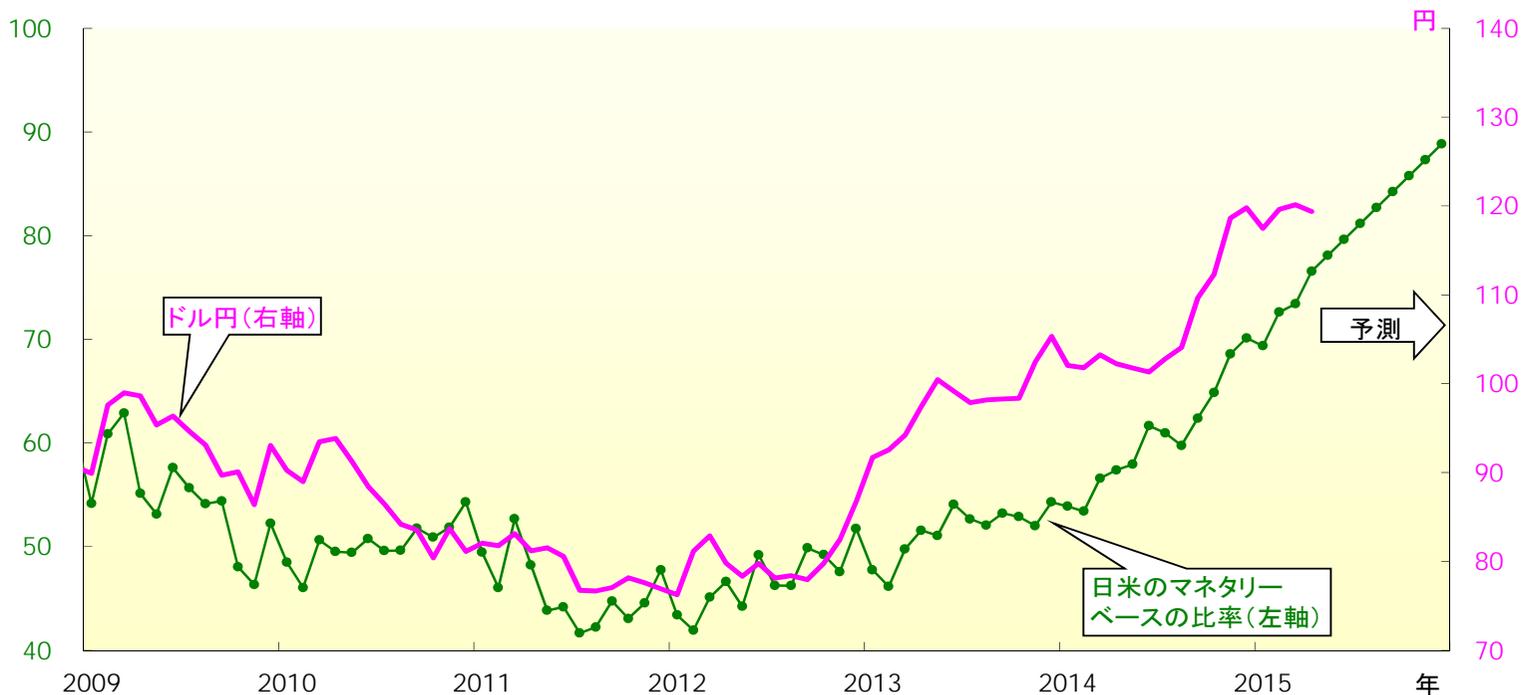
10

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。



日銀の異次元緩和が続く限り、円安基調は不変か

日米のマネタリーベース比率とドル円の推移



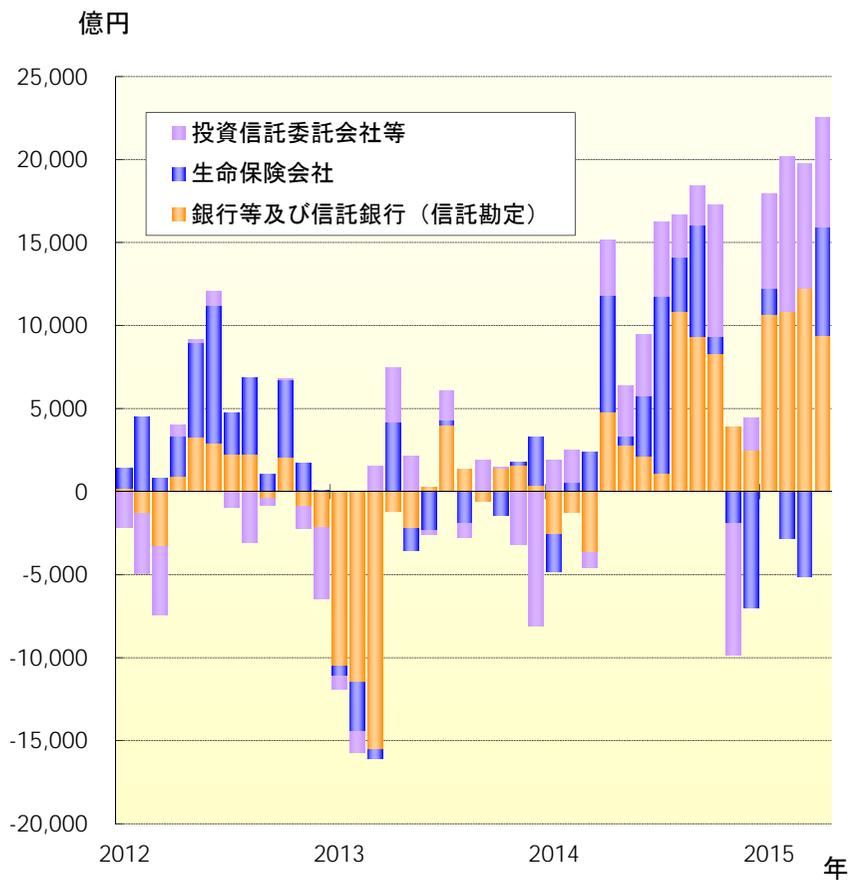
※日米のマネタリーベース比率(倍): 日銀÷FRB(=1ドルあたりの円供給量) * 2015年4月時点・・・日銀:305.8771兆円、FRB: 3.9956兆ドル
 ※予測の前提・・・日銀は現在のペースで資産購入を続け、2015年末に355兆円までマネタリーベースを拡大。一方、米国はマネタリーベースの水準が不変。

(出所)日銀、FRBのデータをもとに大和証券作成



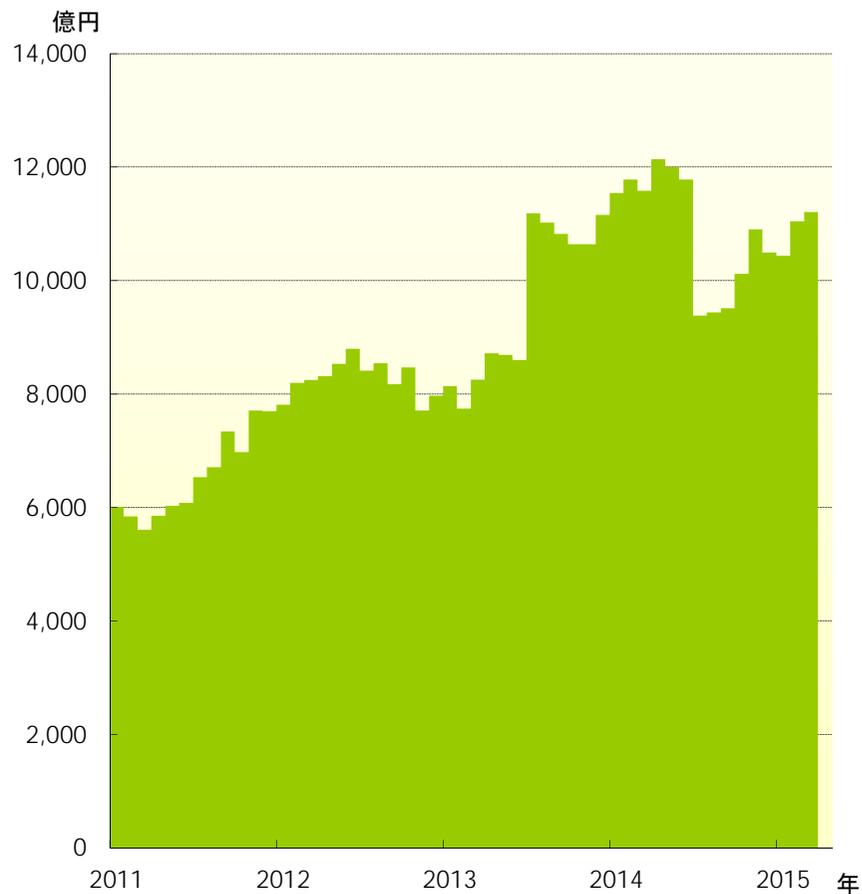
際立つ本邦リアルマネーの存在感

日本の主な投資家の対外証券投資額



（出所）財務省のデータをもとに大和証券作成

日本の対外直接投資額（12ヶ月移動平均）

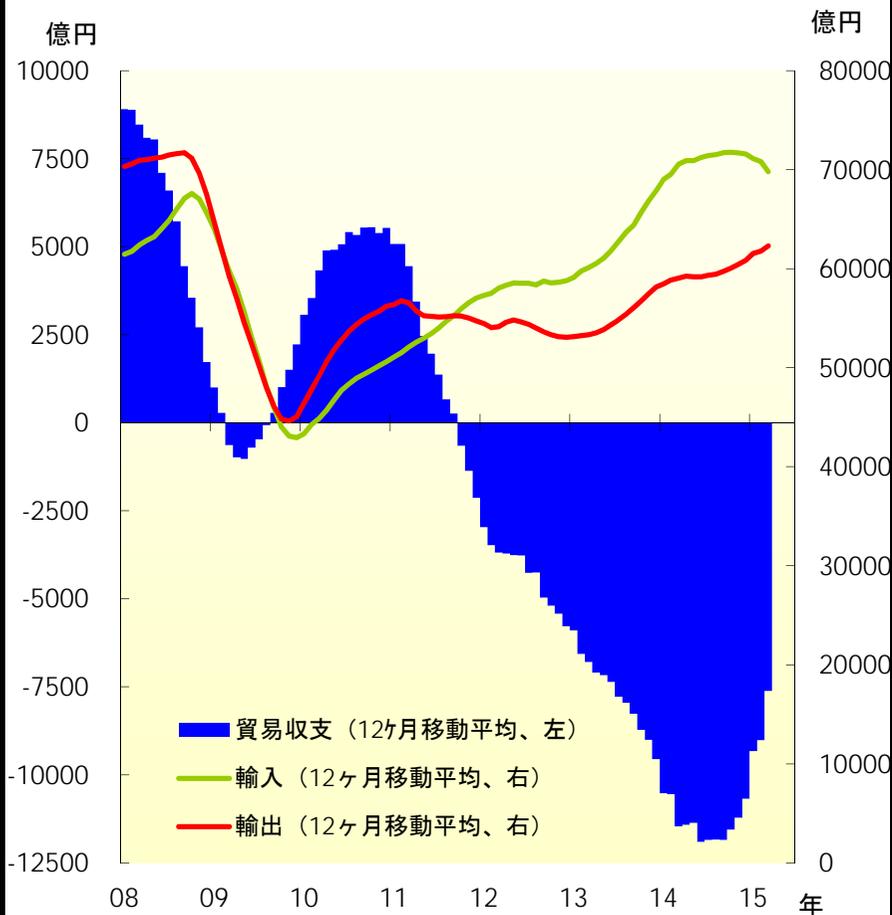


（出所）財務省のデータをもとに大和証券作成



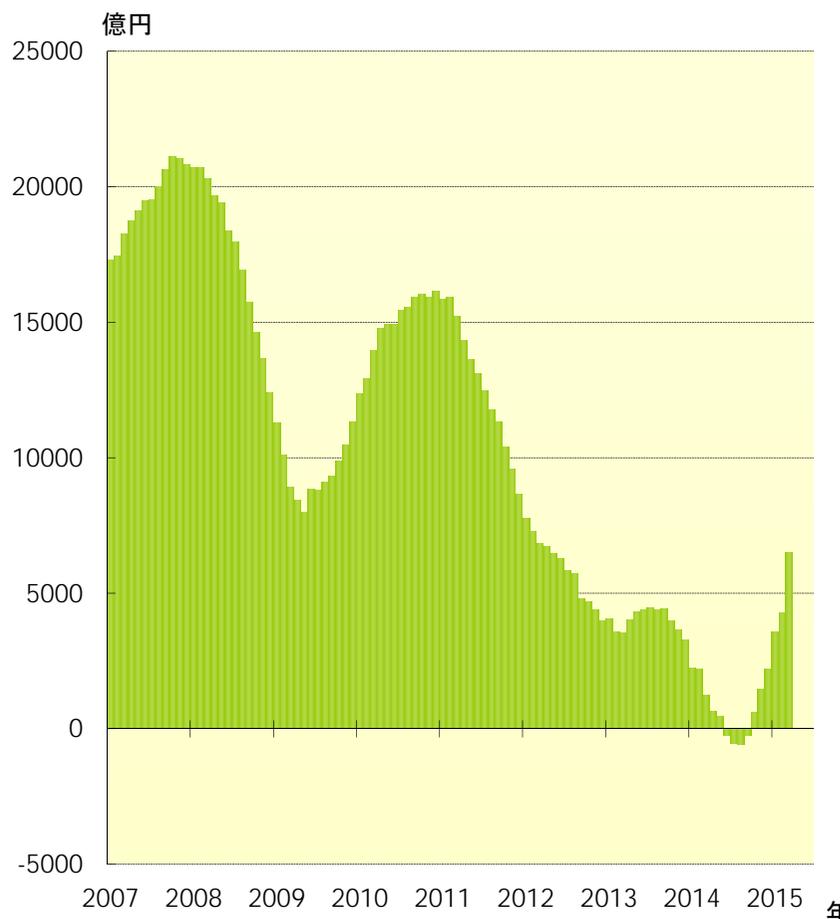
貿易収支の改善が円安のブレーキに

日本の貿易収支（12ヵ月移動平均）



（出所）税関のデータをもとに大和証券作成

日本の経常収支（12ヵ月移動平均）

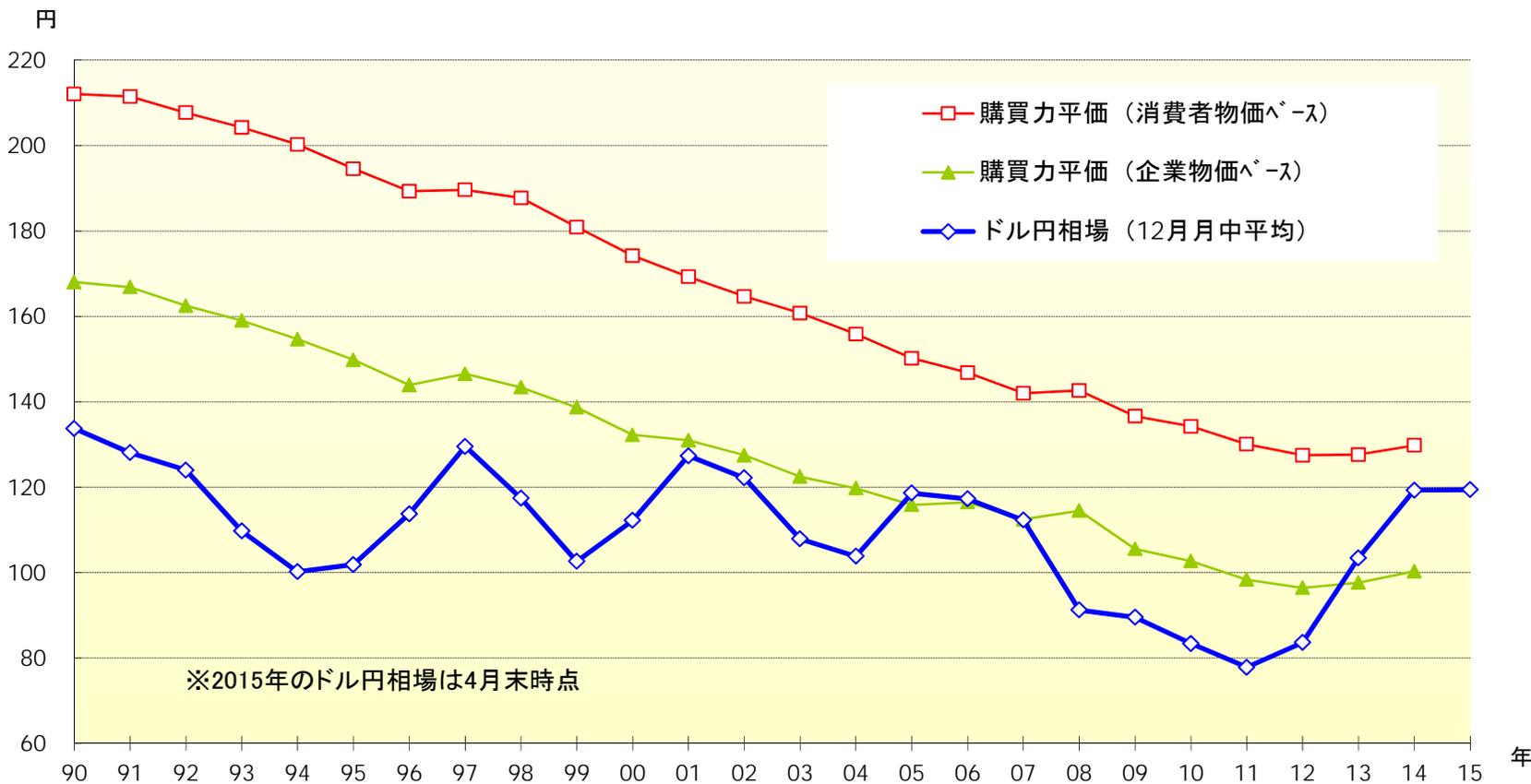


（出所）財務省のデータをもとに大和証券作成



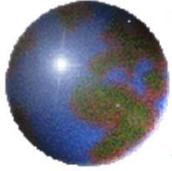
購買力平価からは円が安過ぎるという見方も

ドル円の購買力平価の推移



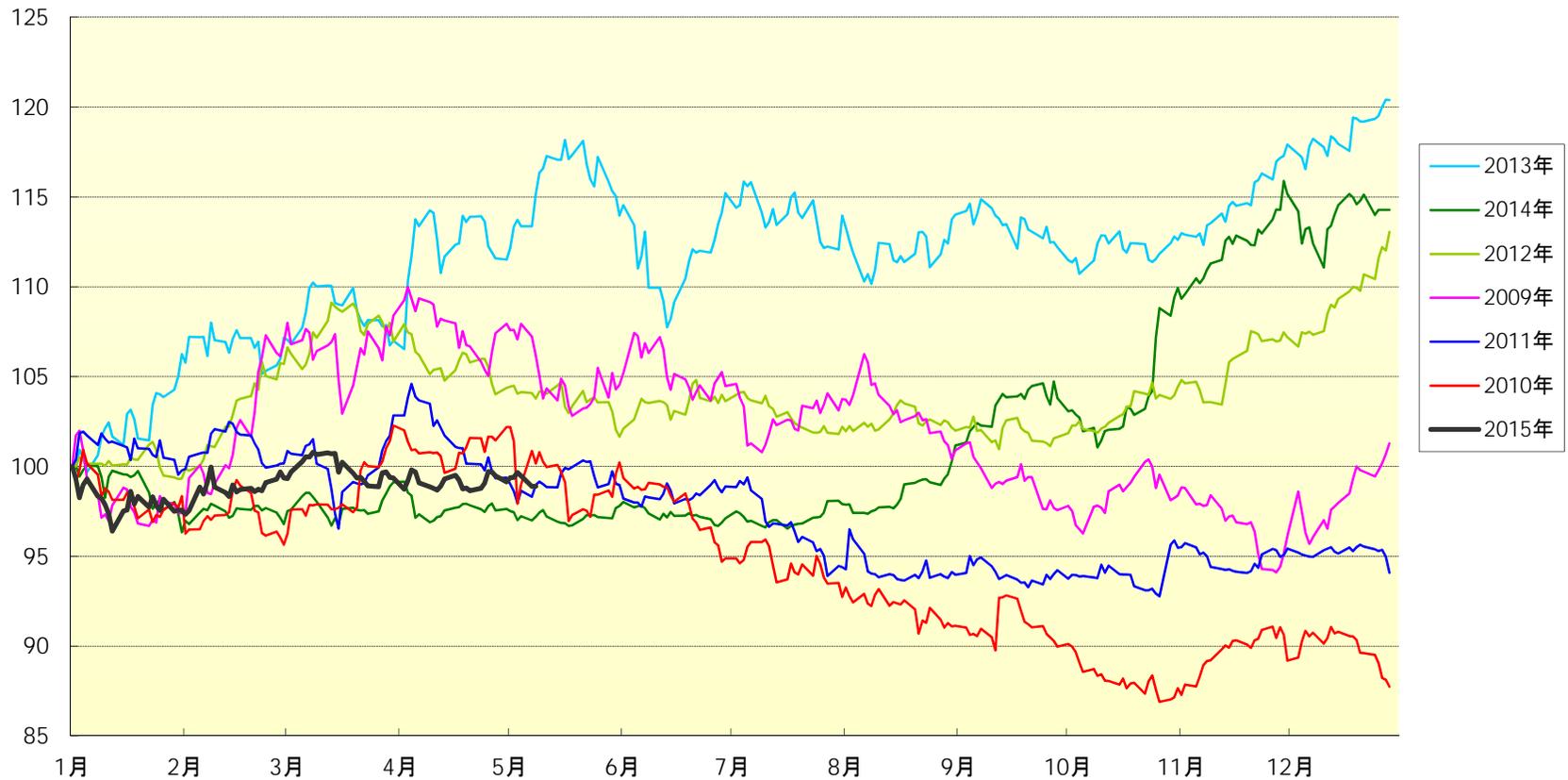
※2015年のドル円相場は4月末時点

(出所)国際通貨研究所のデータをもとに大和証券作成



アノマリーでは夏場は円安に振れにくい

ドル円の推移（年初を100として指数化）



(出所)各種データをもとに大和証券作成



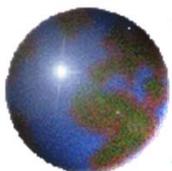
「雲のねじれ」に要注意

ドル円の推移（月足、一目均衡表）



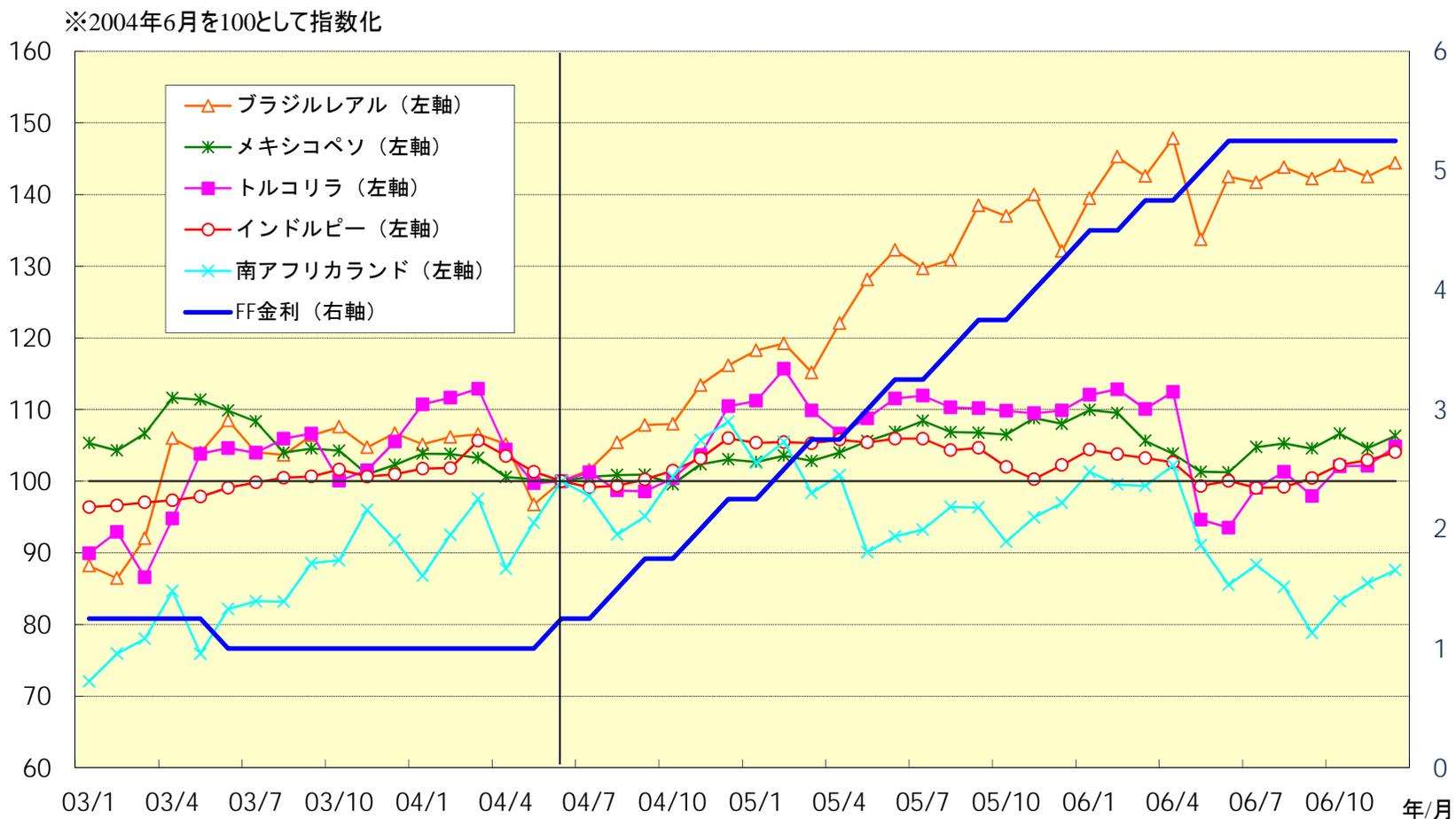
(出所)各種データをもとに大和証券作成

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断で、今後、予告なしに変更されることがあります。

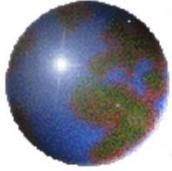


米国の利上げ後は新興国通貨高の可能性

前回の米国利上げ時の新興国通貨の推移（月次データ）

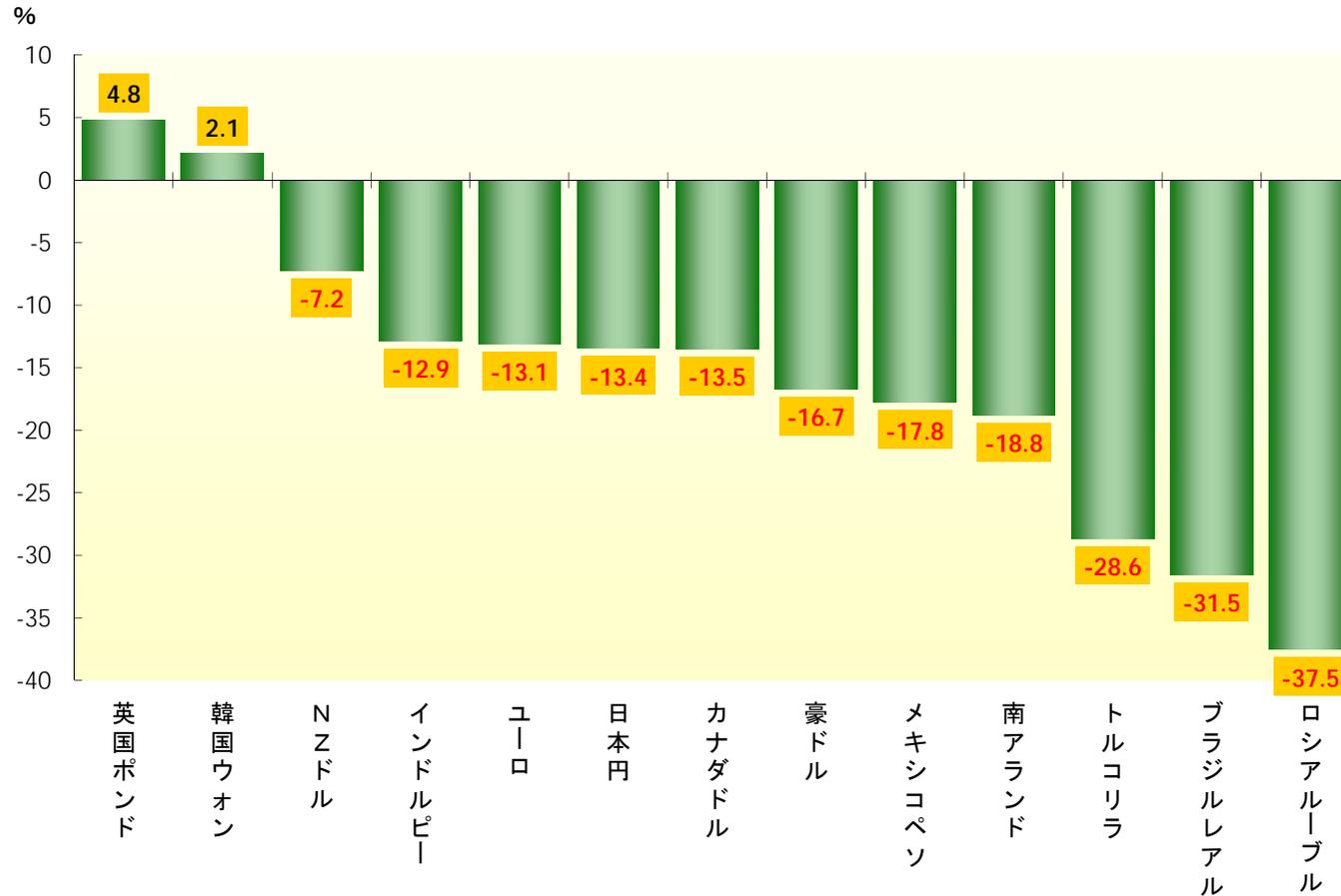


(出所)各種データをもとに大和証券作成

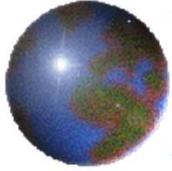


米国の「出口戦略」は実質的に2年前にスタート

各通貨の対米ドル騰落率（2013年5月22日～2015年5月14日）

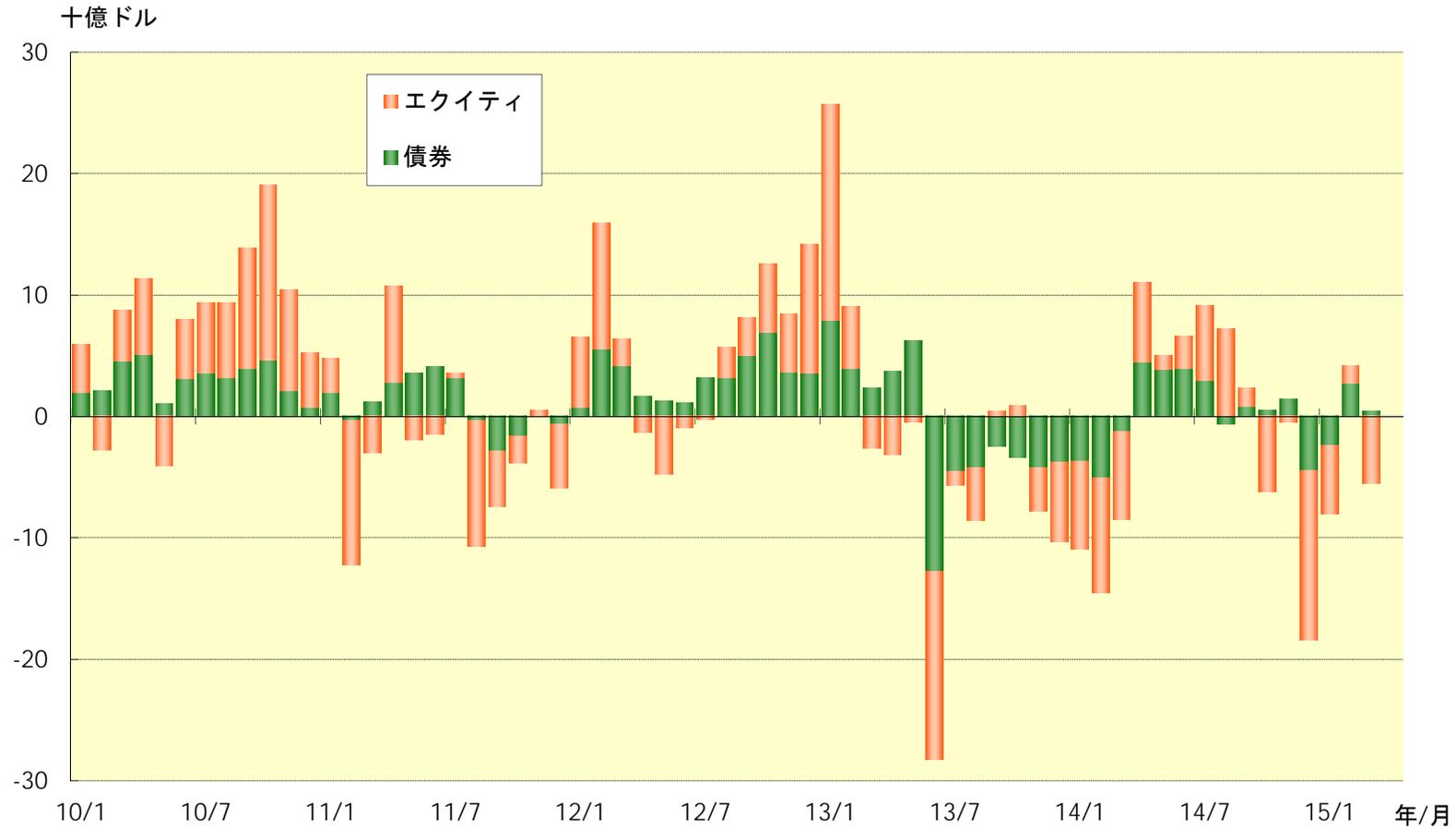


(出所)各種データをもとに大和証券作成



米国の利上げによる新興国からの資金流出は如何ばかりか

新興市場ファンドへの資金流入額（ネット）

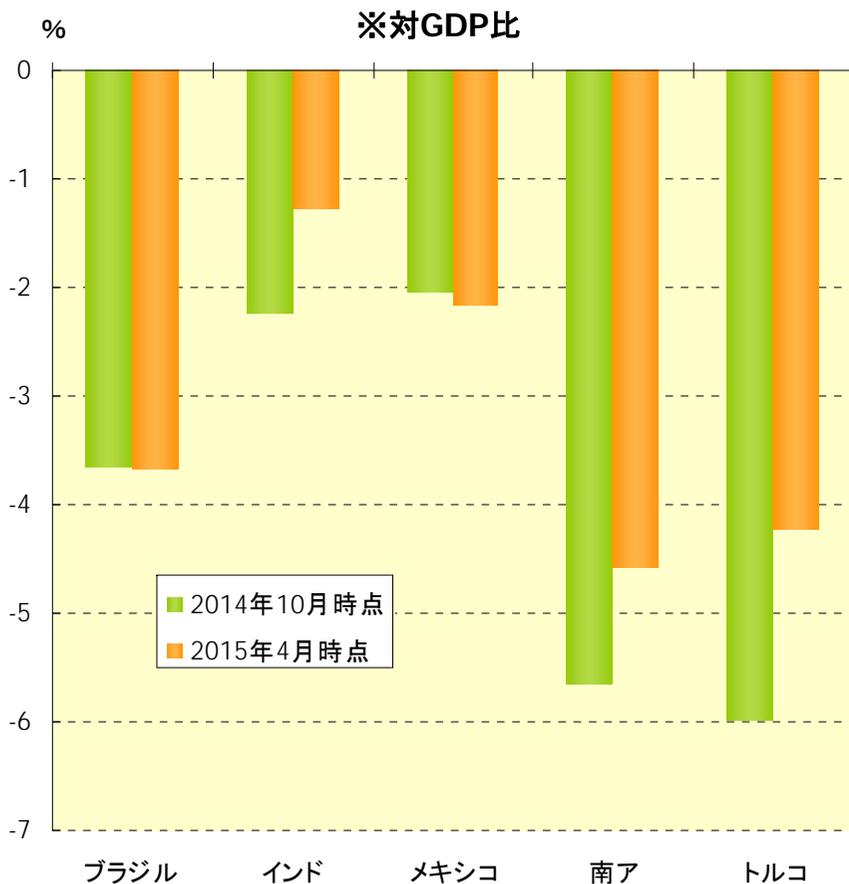


(出所)IMFのデータをもとに大和証券作成



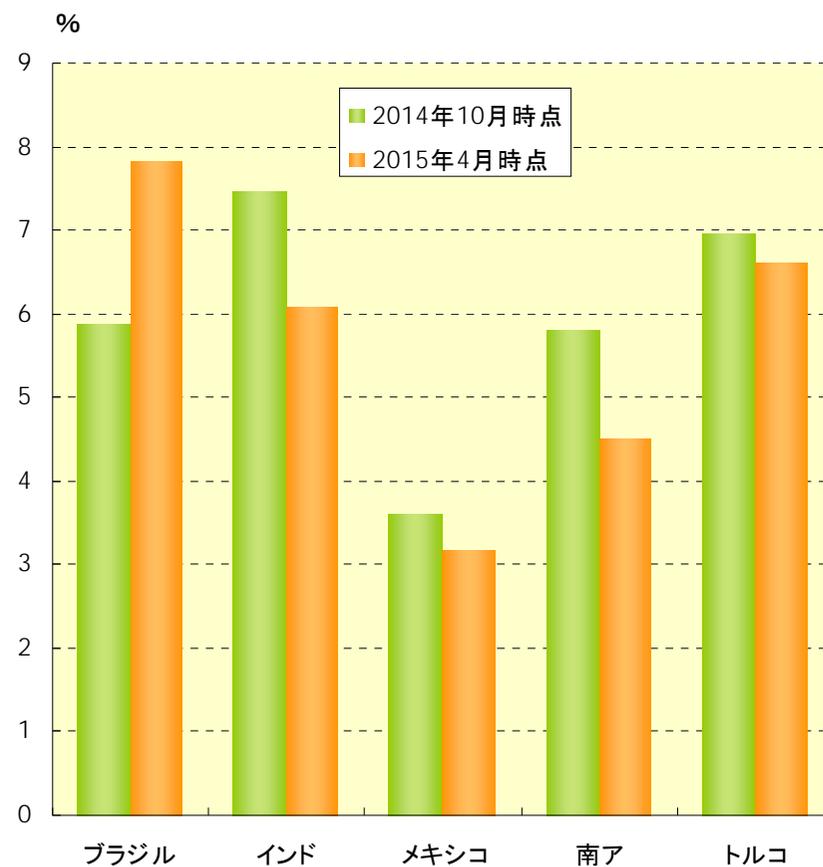
逆説的に脆弱性は買い材料

各国の経常収支（2015年予測）



(出所)IMFのデータをもとに大和証券作成

各国のインフレ率（2015年予測）



(出所)IMFのデータをもとに大和証券作成

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.24200%（但し、最低2,700円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかには為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

【保有株式等について】

大和証券は、このレポートに記載された会社が発行する株券等を保有し、売買し、または今後売買することがあります。大和証券グループが、株式等を合計5%超保有しているとして大量保有報告を行っている会社は以下の通りです。（平成27年4月30日現在）

第一カッター興業(1716) 北弘電社(1734) テノックス(1905) 高橋カーテンウォール工業(1994) アコーディア・ゴルフ(2131) フルスPEED(2159) エイジア(2352) アルコニックス(3036) サムテイ(3244) サンセイランディック(3277) 星野リゾート・リート投資法人(3287) インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人(3298) ムゲンエステート(3299) 日本ヘルスケア投資(3308) クリヤマホールディングス(3355) ケー・エフ・シー(3420) サンコーテクノ(3435) トーセイ・リート投資法人(3451) テックファーム(3625) エムアップ(3661) モブキャスト(3664) アバント(3836) 神島化学工業(4026) 関東電化工業(4047) 第一稀元素化学工業(4082) ソースネクスト(4344) ラクオリア創業(4579) 中国塗料(4617) 相模ゴム工業(5194) 有沢製作所(5208) ノザワ(5237) 中山製鋼所(5408) 新報国製鉄(5542) 日本精鉱(5729) 日進工具(6157) レオン自動機(6272) 日精樹脂工業(6293) オカダアイオン(6294) 三相電機(6518) ダブル・スコープ(6619) SEMITEC(6626) 寺崎電気産業(6637) 戸上電機製作所(6643) 京写(6837) エノモト(6928) 山一電機(6941) 芝浦電子(6957) アストマックス(7162) ノジマ(7419) 大興電子通信(8023) マネースクウェアHD(8728) マネーパートナーズグループ(8732) 大和証券オフィス投資法人(8976) 日本賃貸住宅投資法人(8986) セレスポ(9625) 帝国ホテル(9708) 丸紅建材リース(9763) パーカーコーポレーション(9845) パイテック(9957)（銘柄コード順）

【主幹事を担当した会社について】

大和証券は、平成26年5月以降下記の銘柄に関する募集・売出し（普通社債を除く）にあたり主幹事会社を担当しています。

日本M&Aセンター(2127) リンクアンドモチベーション(2170) ダイユーエイト(2662) 北の達人コーポレーション(2930) ヒューリック(3003) アークランドサービス(3085) ブロンコピリー(3091) 鳥貴族(3193) ホットランド(3196) 大和ハウスリート投資法人(3263) アクティビア・プロパティーズ投資法人(3279) イオンリート投資法人(3292) ヒューリックリート投資法人(3295) 日本ヘルスケア投資法人(3308) トリドール(3397) トーセイ・リート投資法人(3451) ケネディクス商業リート投資法人(3453) リアルワールド(3691) オプティム(3694) G M O リサーチ(3695) 大王製紙(3880) クラウドワークス(3900) カヤック(3904) データセクション(3905) テラスカイ(3915) 竹本容器(4248) クイック(4318) ダイト(4577) リボミック(4591) 日本エンタープライズ(4829) O A T アグリオ(4979) クミニネ工業(5388) G M O T E C H (6026) アドベンチャー(6030) インターワークス(6032) エクストリーム(6033) M R T (6034) ファーストロジック(6037) レアジョブ(6096) 日本ビューホテル(6097) パンチ工業(6165) F P G (7148) 盟和産業(7284) ブラッツ(7813) 菊水化学工業(7953) 三井不動産(8801) オリックス不動産投資法人(8954) ユナイテッド・アーバン投資法人(8960) 平和不動産リート投資法人(8966) 大和証券オフィス投資法人(8976) ジャパン・ホテル・リート投資法人(8985) 日本賃貸住宅投資法人(8986) スマートバリュー(9417) U-N E X T (9418) エムティーアイ(9438) アルファポリス(9467) 広島ガス(9535) アイ・エス・ビー(9702) 学究社(9769) 蔵王産業(9986)（銘柄コード順）