

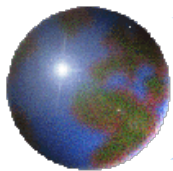
PASSION
FOR THE
BEST

「年末にかけての為替相場の見通し」 ～コンセンサスに潜む罠～

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



米国は12月利上げがメインシナリオ

FOMC声明の概要（10月28日）

★景気・物価判断

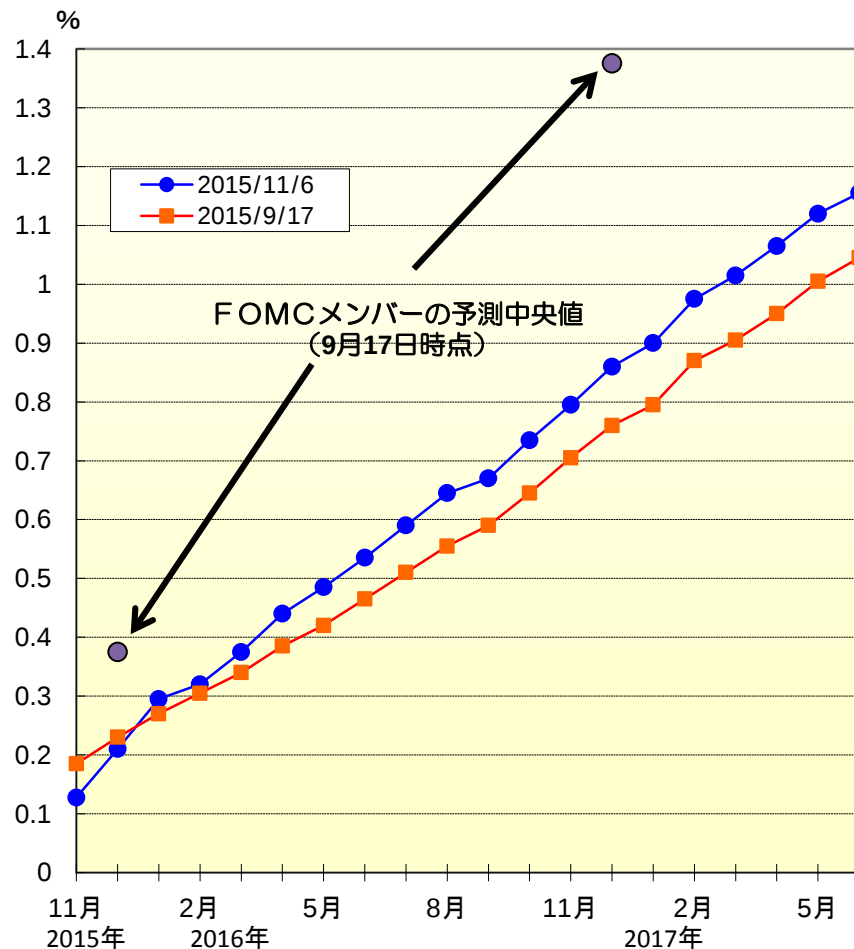
- ・経済活動は、緩やかに拡大(変更なし)
- ・家計支出と企業の設備投資は堅調なペースで増加(上方修正)
- ・雇用の増加は緩やかになり、失業率は安定している。(下方修正)
- ・インフレ率は、短期的には最近の低水準を維持すると予想するが、(中略...)中期的には2%に向けて上昇すると予測。(変更なし)
- ・世界経済と市場の進展を注視している。(「最近の世界経済や金融市場の事態進展が経済活動をいくらか抑制し、短期的にインフレ率の一段の押し下げ圧力となりそうだ」という文言を削除)

★金融政策方針

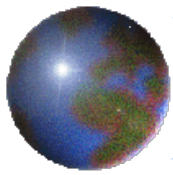
- ・次回のFOMCで、FF金利の誘導目標を引き上げが必要かどうかを決める際には、委員会は雇用の最大化と物価上昇率2%という目標に対する実績と見通しの進展具合を見て判断する。

(出所)FRBのデータをもとに大和証券作成

FF金利先物イールドカーブ

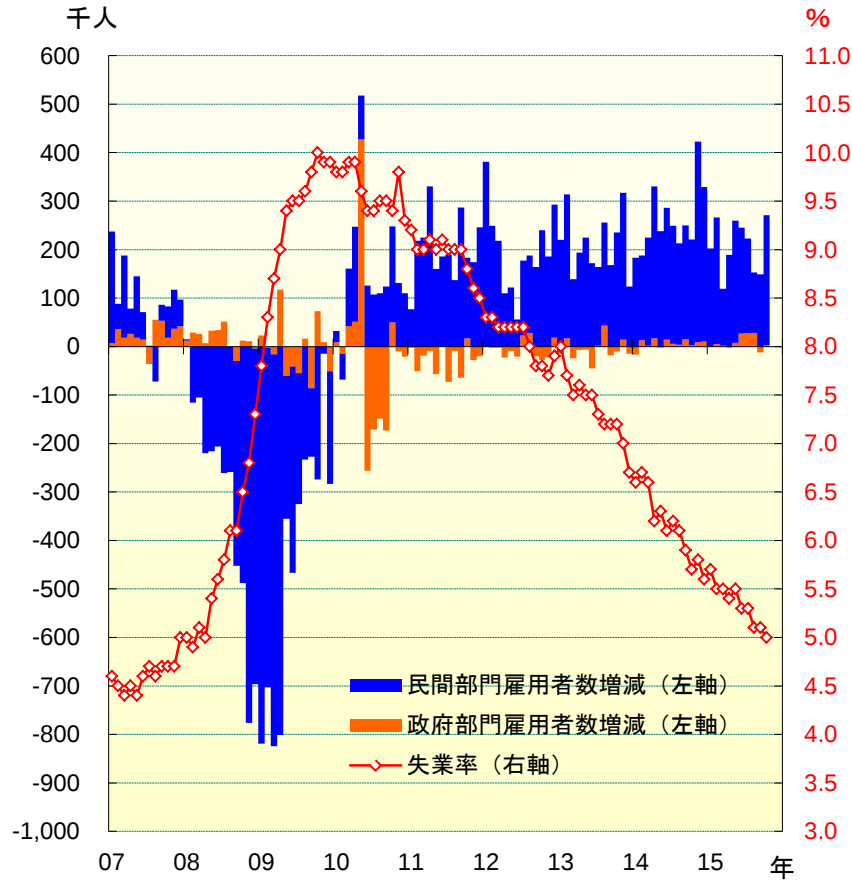


(出所) 各種データをもとに大和証券作成



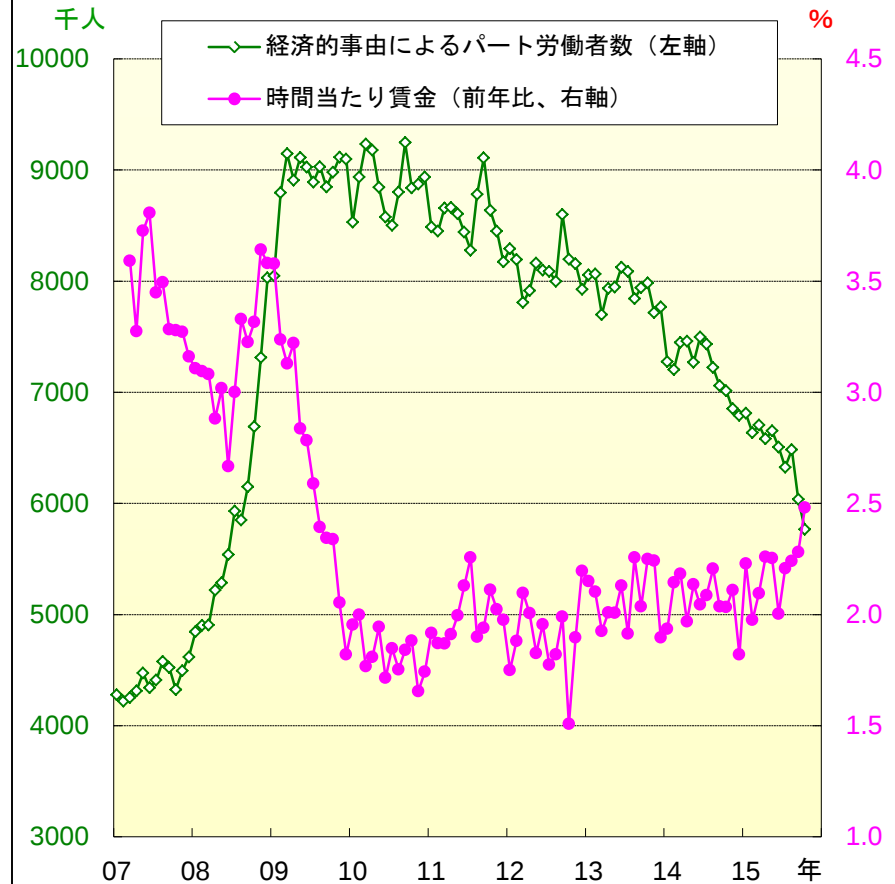
10月米国雇用統計は文句なしの内容

米国の非農業部門雇用者数の増減と失業率の推移

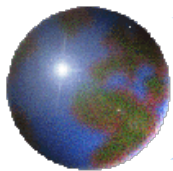


(出所) 米労働省のデータをもとに大和証券作成

経済的事由によるパート労働者数と時間当たり賃金の推移

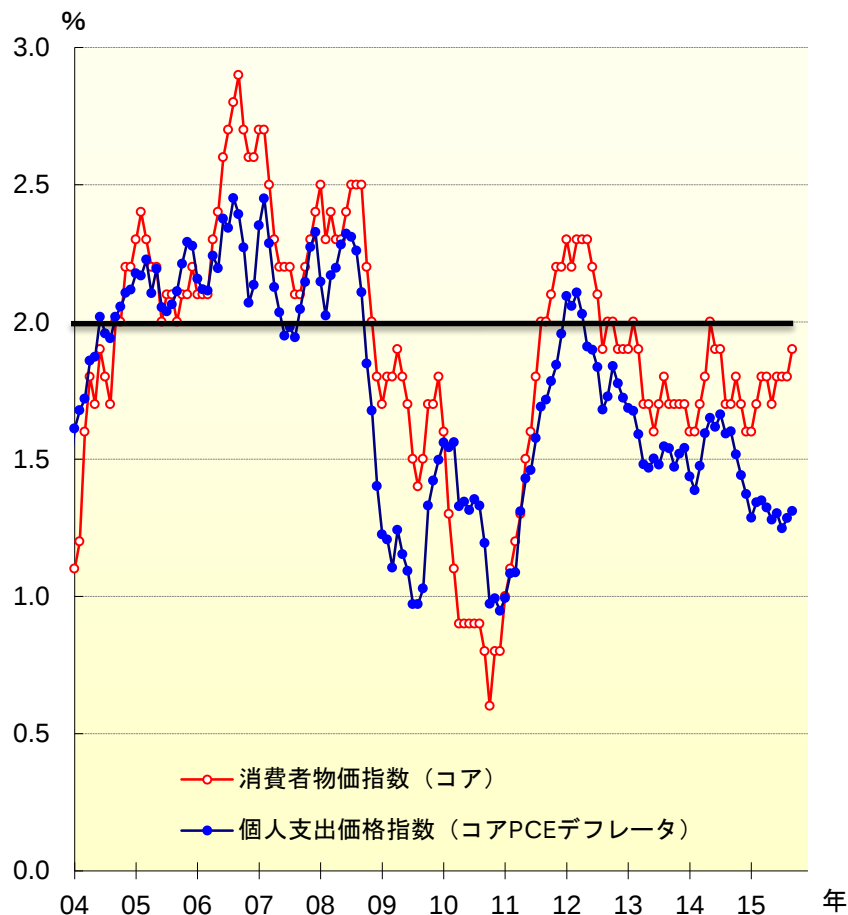


(出所) 米労働省のデータをもとに大和証券作成



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）

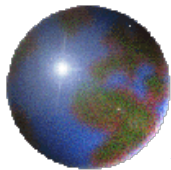


（出所）各種データをもとに大和証券作成

米国の期待インフレ率の推移

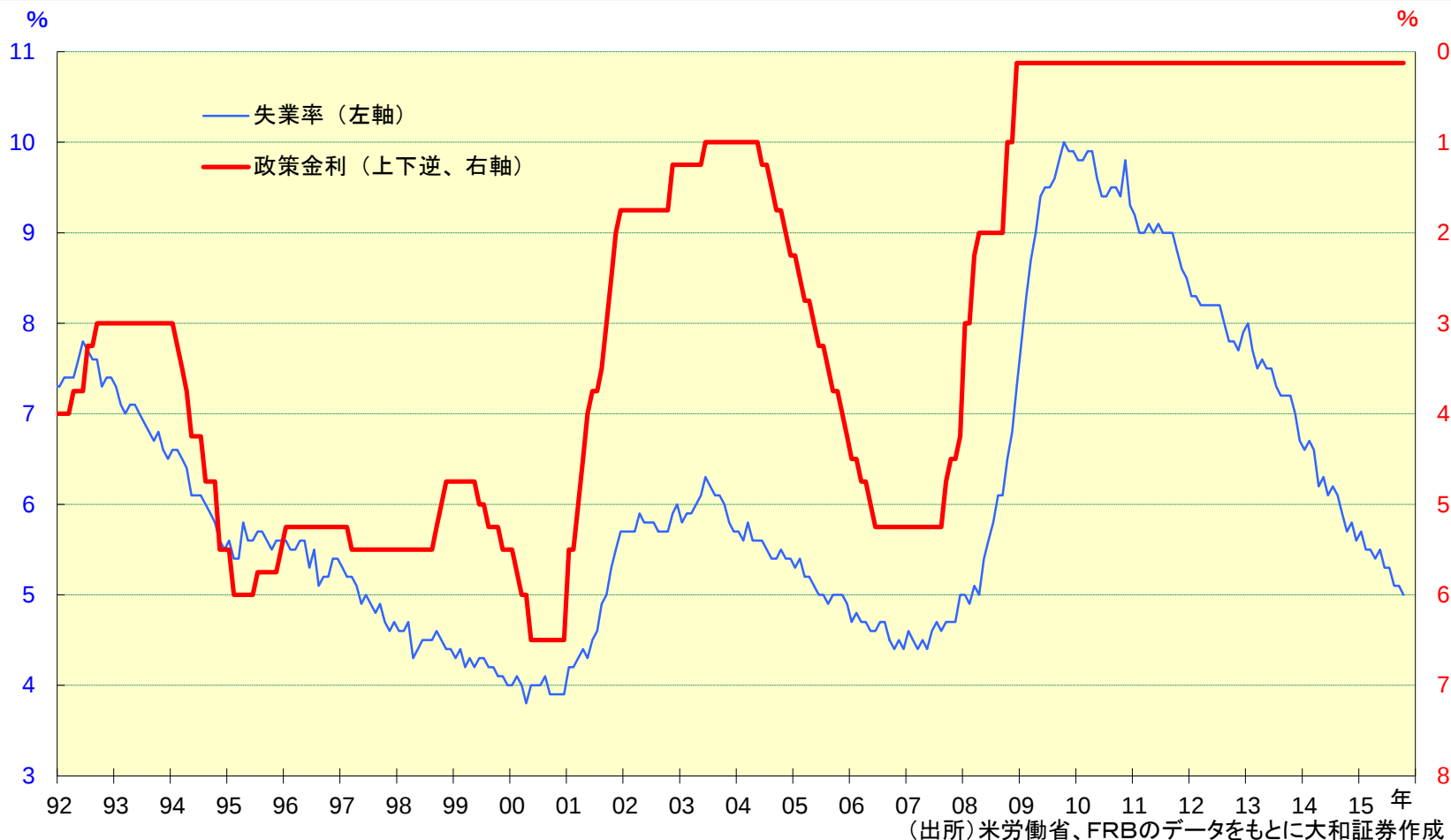


（出所）各種データをもとに大和証券作成（2015年11月9日まで）

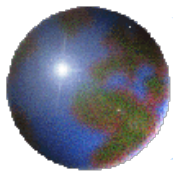


F R Bの目的は金融引き締めではなく、金利正常化

米国の失業率と政策金利の推移

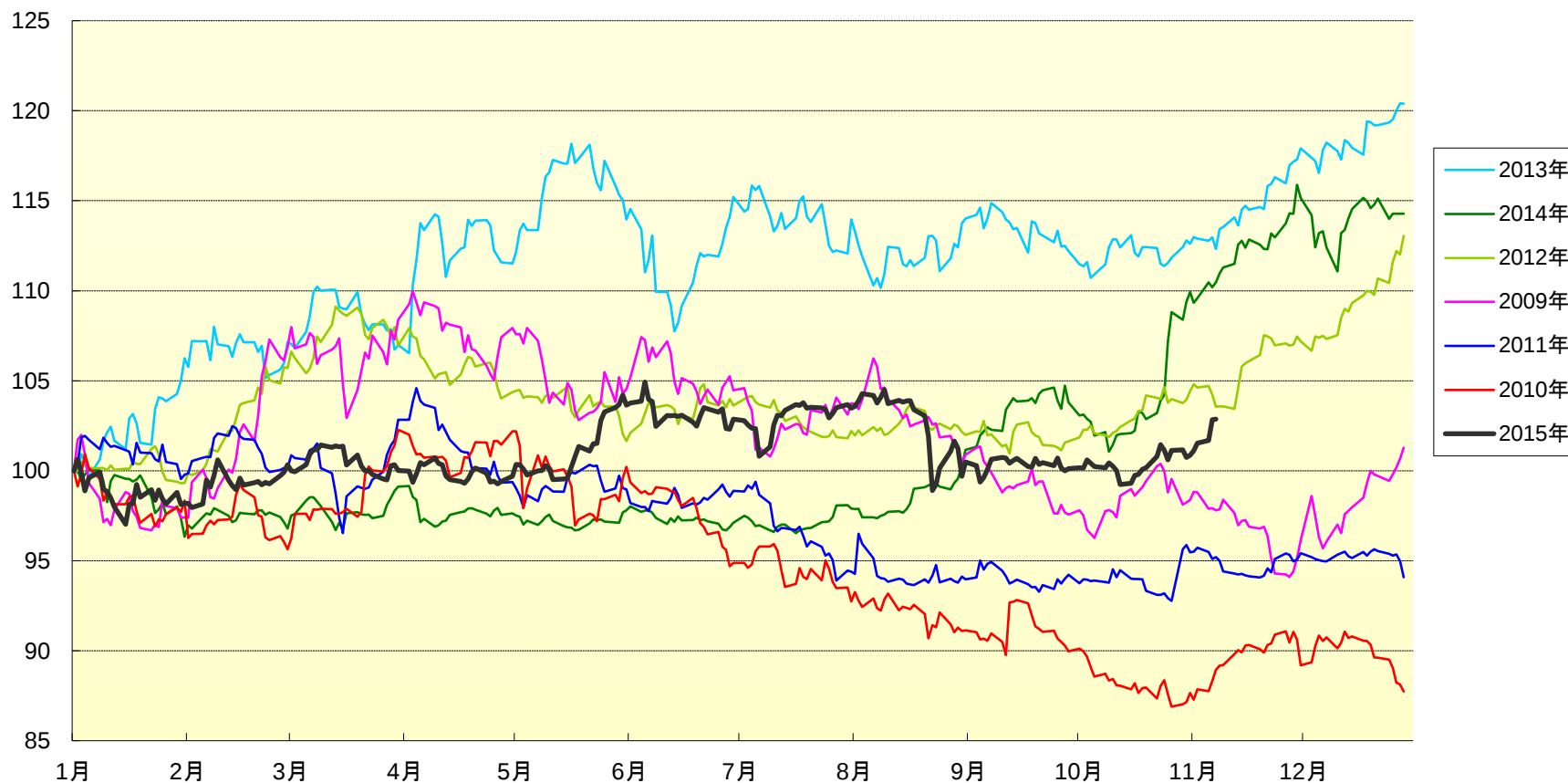


(出所) 米労働省、FRBのデータをもとに大和証券作成

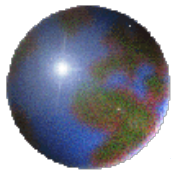


過去3年は年末にかけて円安傾向

ドル円の推移（年初を100として指数化）

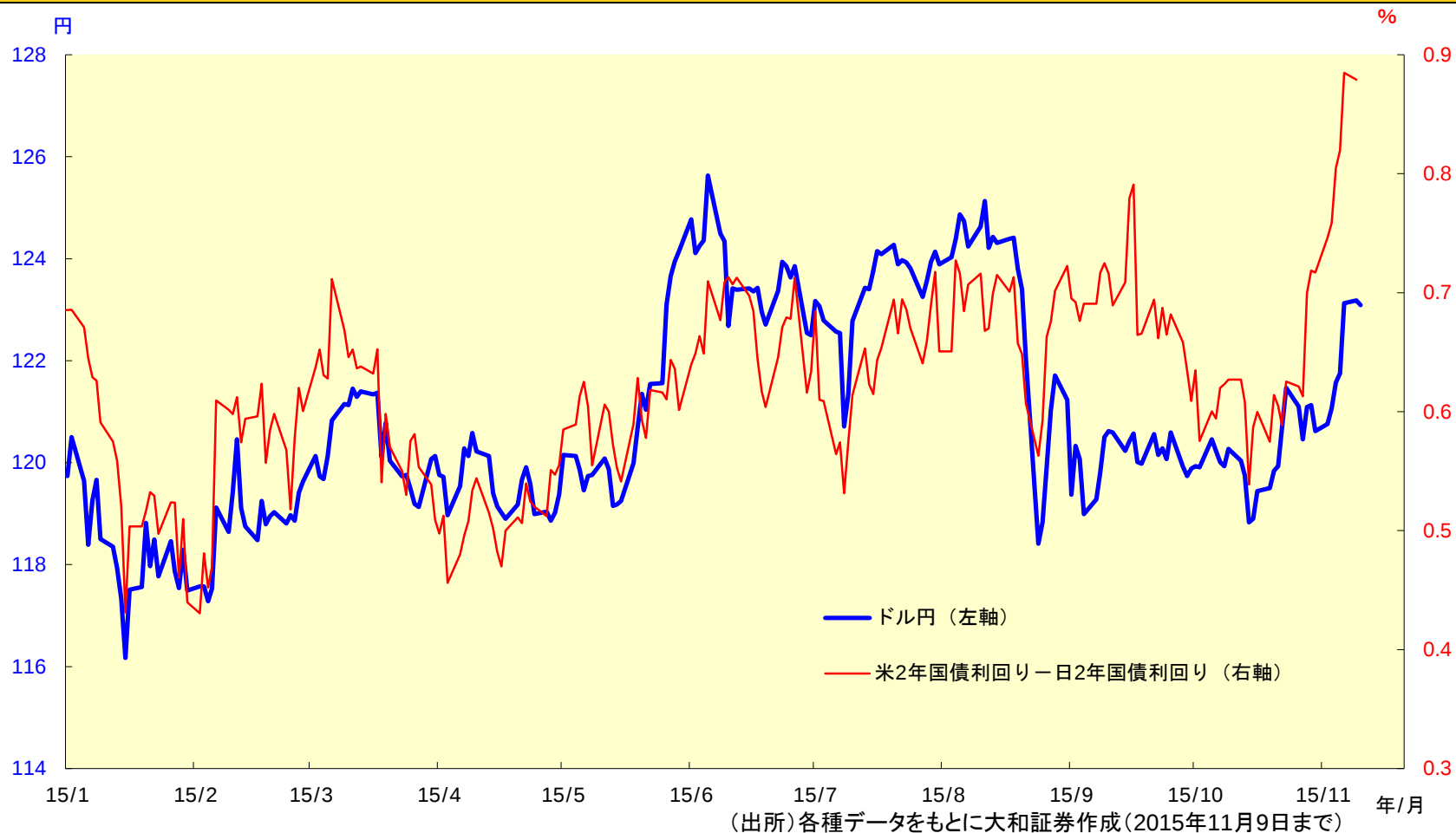


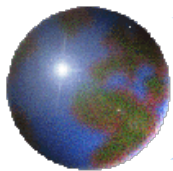
（出所）各種データをもとに大和証券作成



今後の注目は米国の利上げペースへ

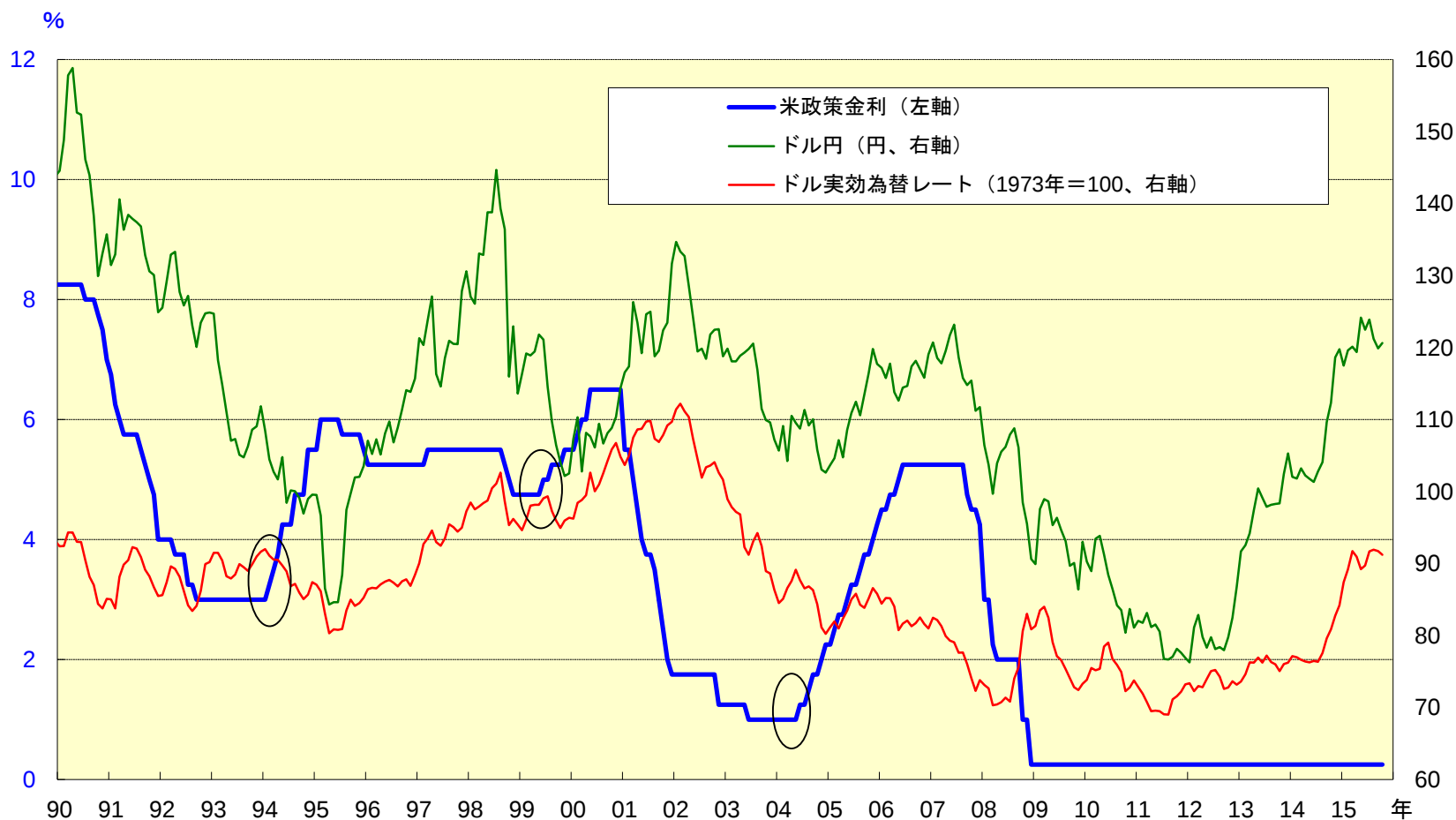
日米2年国債利回り差とドル円相場の推移



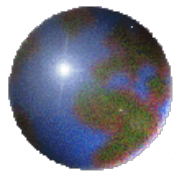


米国の利上げ開始後はドル安？

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(2015年10月まで)



ハードルが高い日銀の追加金融緩和

日銀政策委員の大勢見通し（10月30日）

※対前年度比、% なお、＜＞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
2015年度	+0.8～+1.4 ＜+1.2＞	0.0～+0.4% ＜+0.1＞	
7月時点の見通し	+1.5～+1.9 ＜+1.7＞	+0.3～+1.0% ＜+0.7＞	
2016年度	+1.2～+1.6 ＜+1.4＞	+0.8～+1.5% ＜+1.4＞	
7月時点の見通し	+1.5～+1.7 ＜+1.5＞	+1.2～+2.1% ＜+1.9＞	
2017年度	+0.1～+0.5 ＜+0.3＞	+2.5～+3.4% ＜+3.1＞	+1.2～+2.1% ＜+1.8＞
7月時点の見通し	+0.1～+0.5 ＜+0.2＞	+2.7～+3.4% ＜+3.1＞	+1.4～+2.1% ＜+1.8＞

（出所）日銀のデータをもとに大和証券作成

（注1）「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。

（注2）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、上記の見通しを作成している。

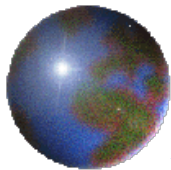
（注3）原油価格（ドバイ）については、1バレル50ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて60ドル台前半に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2015年度で－0.9%ポイント程度、2016年度で－0.2%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、2016年入り後マイナス幅縮小に転じ、2016年度後半には概ねゼロになると試算される。

（注4）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。

黒田日銀総裁の会見での主な発言

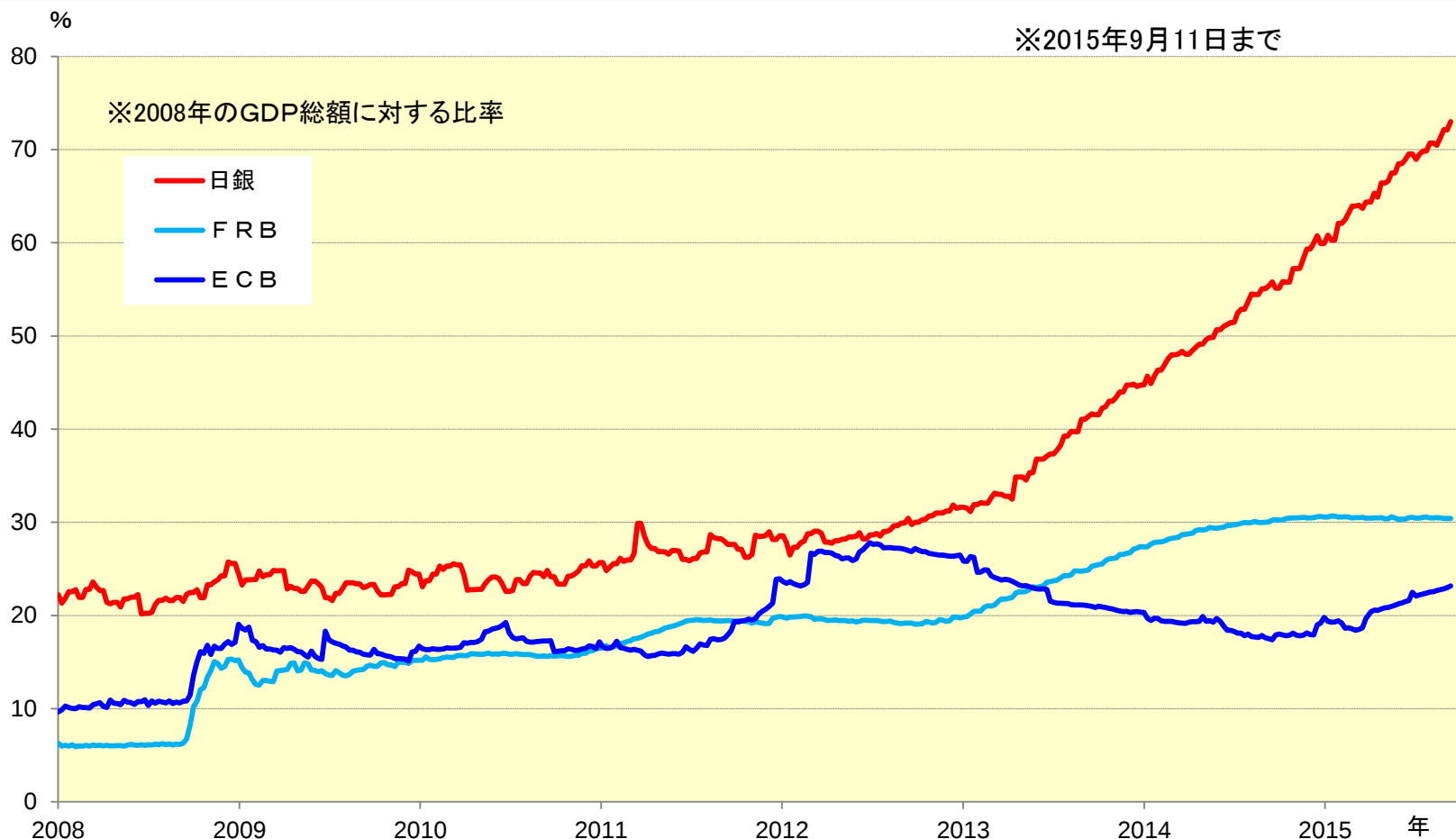
- ◆日本経済は2016年度にかけて潜在成長率を上回る
- ◆物価目標の達成時期は16年度後半頃と予想
- ◆2015年度成長率は、輸出のもたつきや消費の鈍さから下振れ
- ◆上下双方のリスク点検し必要な調整行う
- ◆物価目標達成の後ずれは、主として原油価格下落による
- ◆物価の基調は着実に改善してきている
- ◆賃金は、史上空前の企業収益などで今後上昇すると予想
- ◆経済成長率と物価の見通しは、下方リスクがやや大きい
- ◆金融緩和の手段に限界があるとは全く思っていない
- ◆具体的に追加緩和の提案なかった
- ◆持続的な物価目標達成は、賃金や企業収益伴うことが必要
- ◆物価目標を下げるとか上げるとかは全く考えていない
- ◆国債買い余地は、現時点で限界を考慮していない

（出所）各種データをもとに大和証券作成

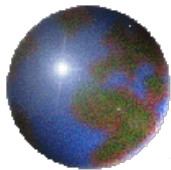


注目すべきは日銀の異次元緩和の持続性

各中銀の保有資産残高の推移

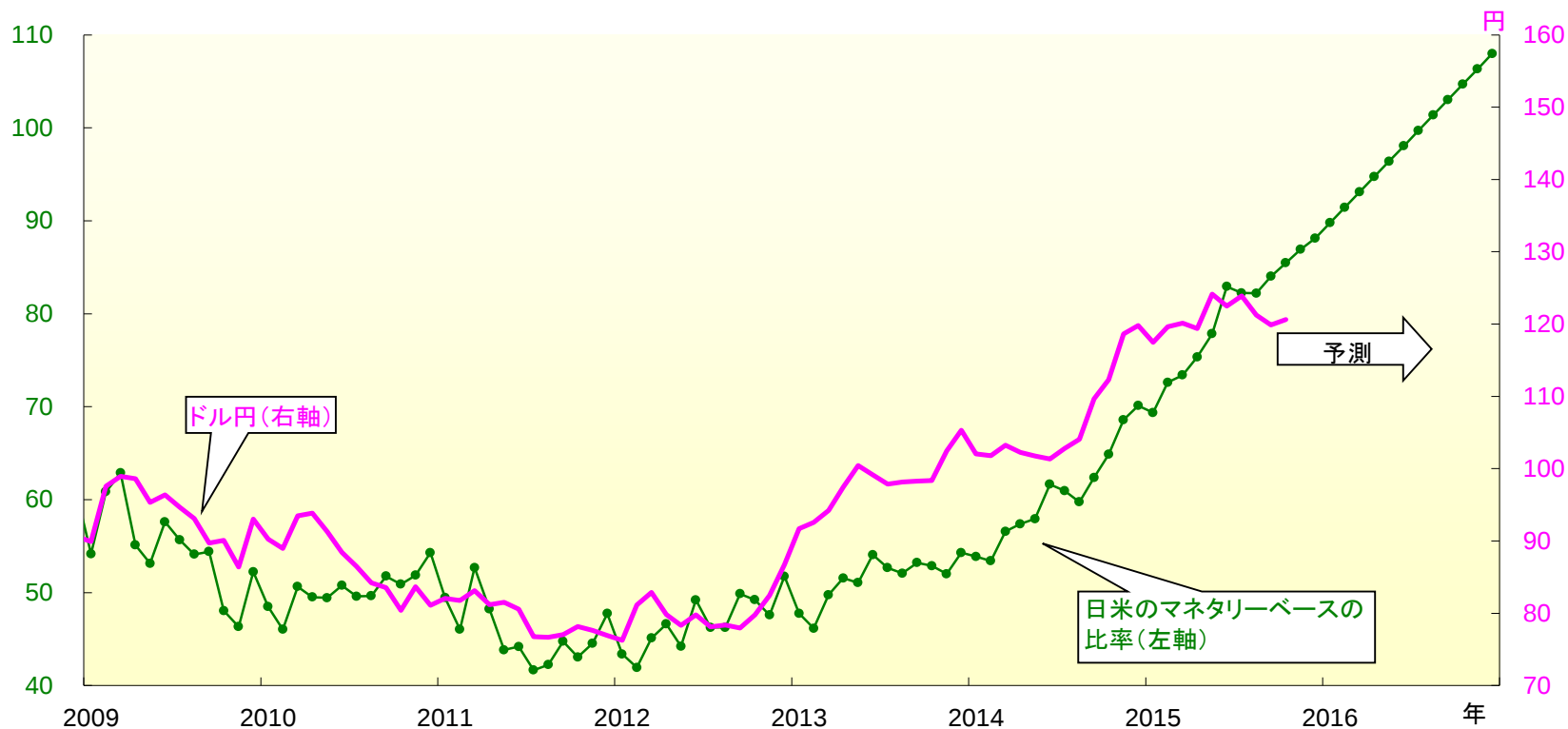


(出所)IMF(World Economic Outlook 2015/10)をもとに大和証券作成



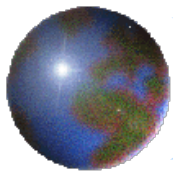
資金供給量とドル円相場の相関は高い

日米のマネタリーベース比率とドル円の推移



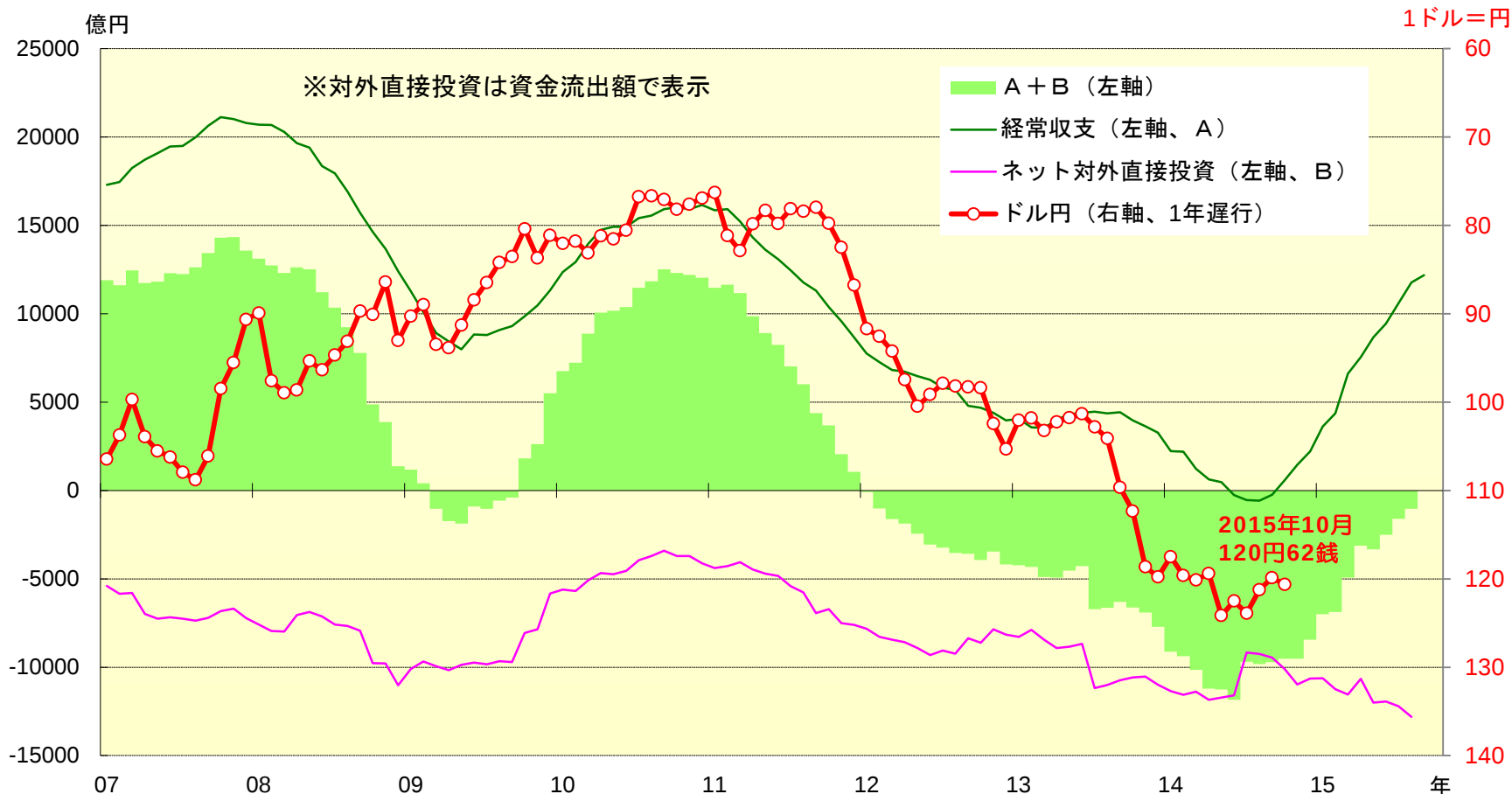
※日米のマネタリーベース比率(倍): 日銀÷FRB(=1ドルあたりの円供給量) * 2015年9月時点...日銀: 338.4353兆円、FRB: 4.0283兆ドル
※予測の前提...日銀は現在のペースで資産購入を続け、2016年末に435兆円までマネタリーベースを拡大。一方、米国はマネタリーベースの水準が不変。

(出所) 日銀、FRBのデータをもとに大和証券作成

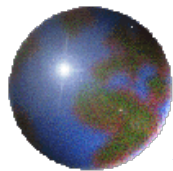


実需は円安トレンド終了を示唆

日本の経常収支と対外直接投資の推移（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

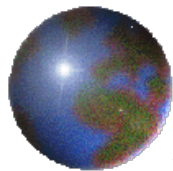


今後、上昇トレンドを維持できるかの攻防

ドル円の推移（月足、一目均衡表）

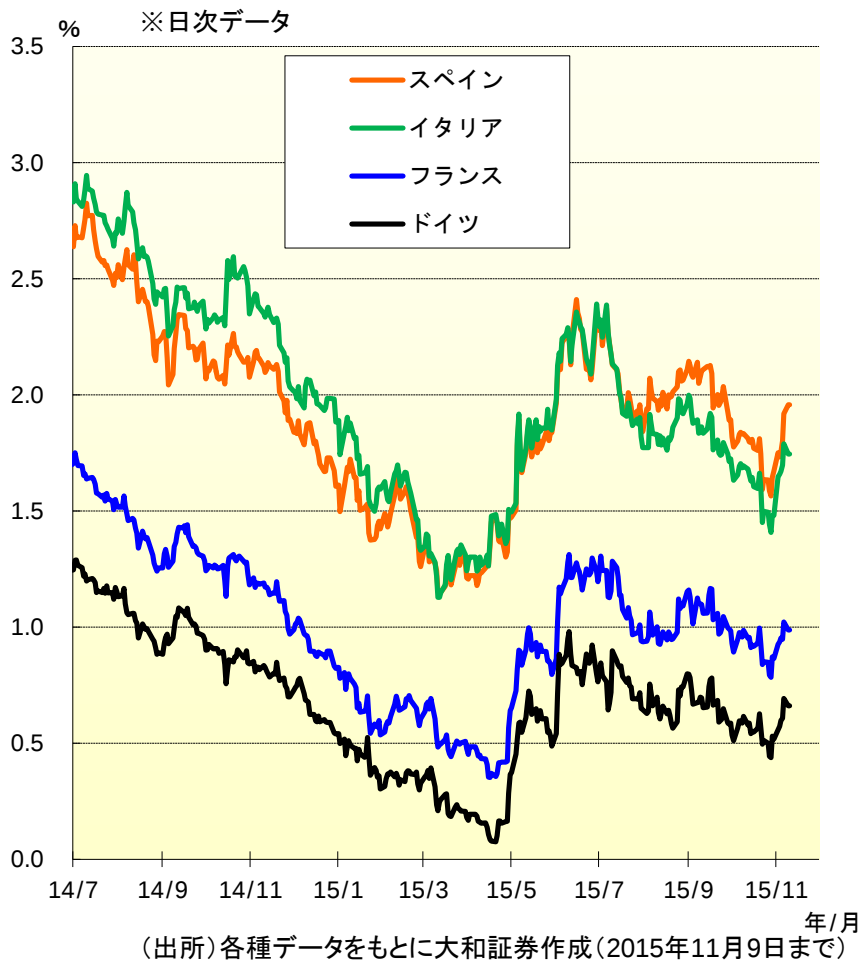


12

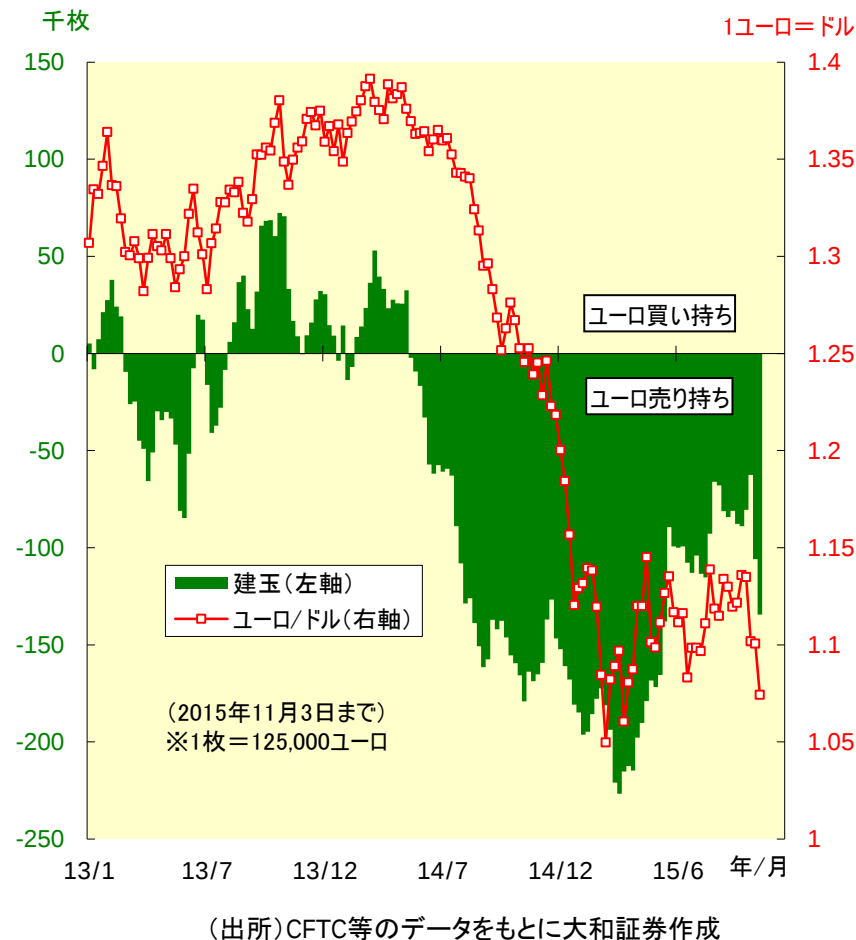


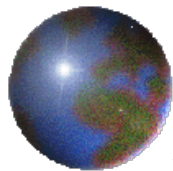
ECBの“QEトレード”が再開か

欧州各国の10年国債利回りの推移



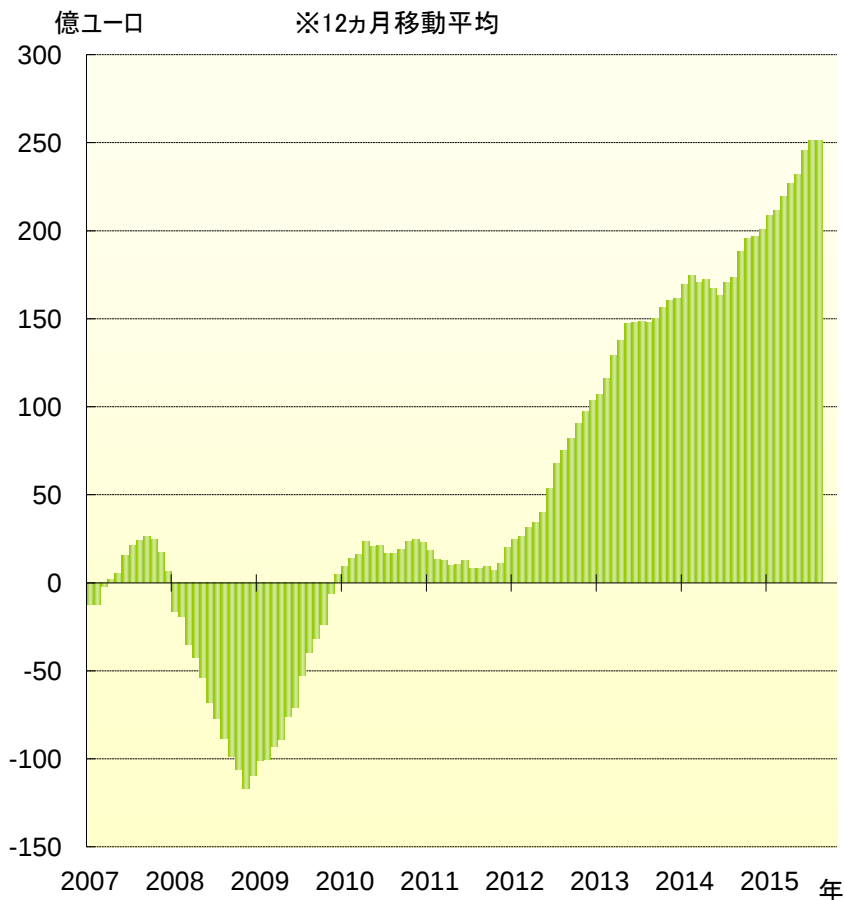
IMM通貨先物・投機筋のネットポジション (ユーロ)





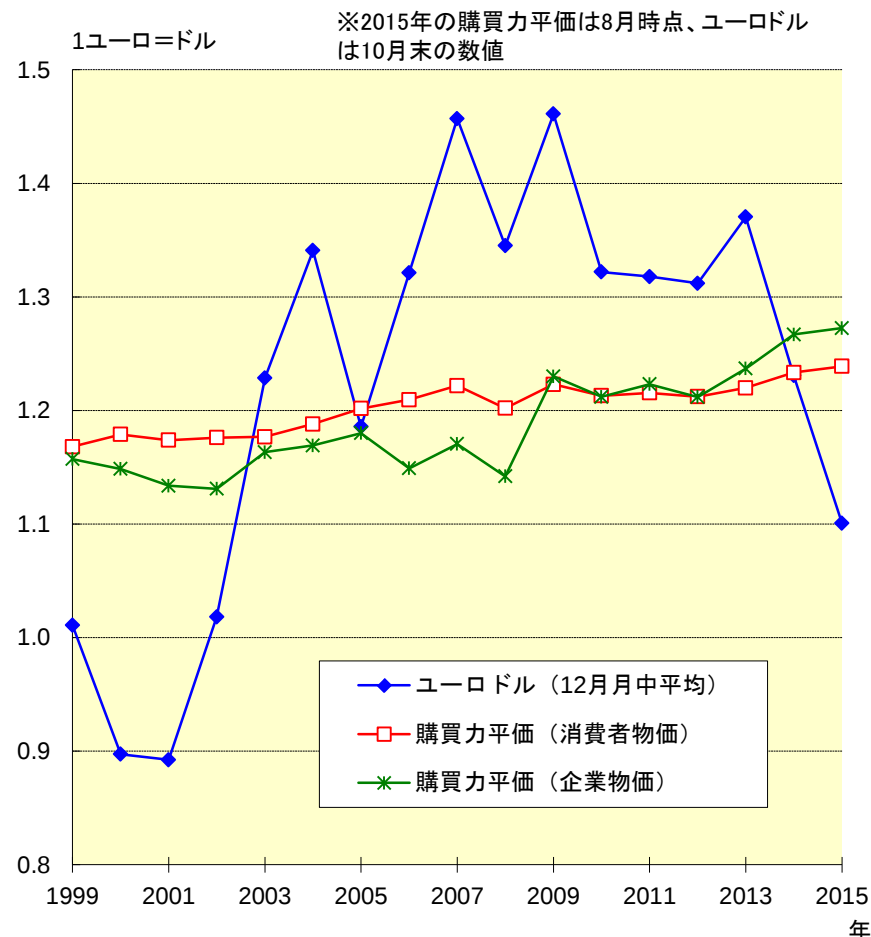
ユーロ安基調は長期化しない見込み

ユーロ圏の経常収支の推移

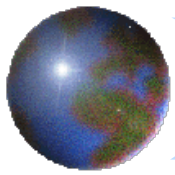


(出所)ユーロスタットのデータをもとに大和証券作成

ユーロの購買力平価の推移（対ドル）

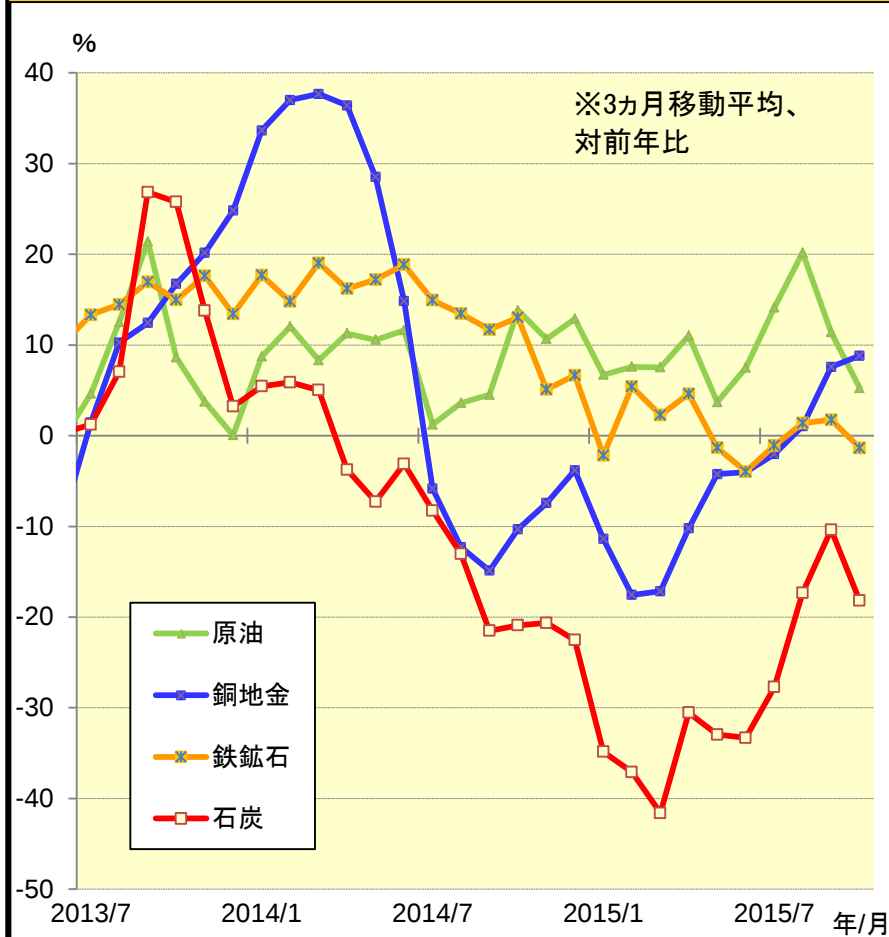


(出所)国際通貨研究所のデータをもとに大和証券作成



中国リスクは一巡か

中国の資源輸入数量の推移

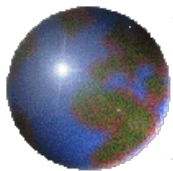


(出所) 中国税関のデータをもとに大和証券作成

上海総合指数と人民元の推移

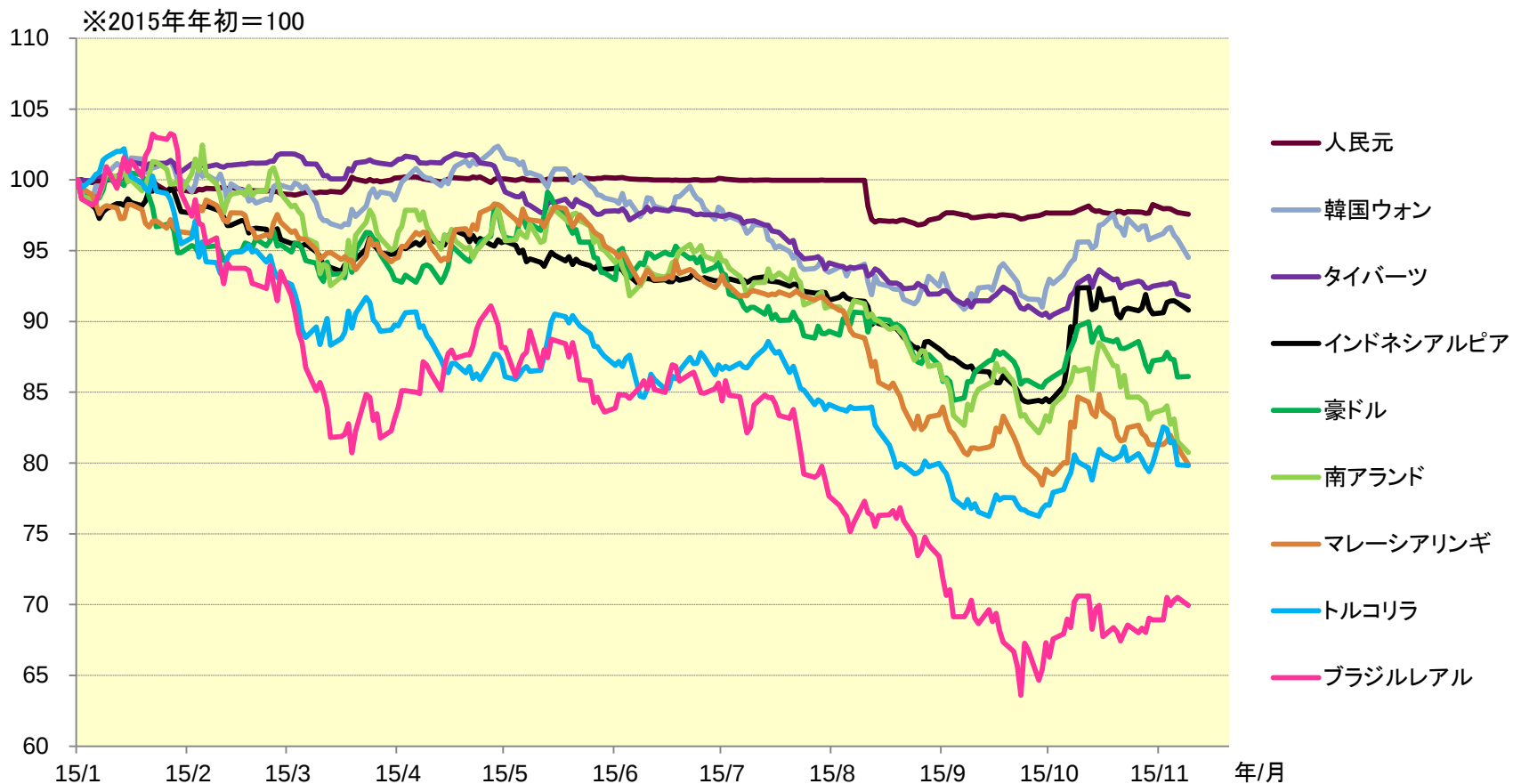


(出所) 各種データをもとに大和証券作成(2015年11月9日まで)



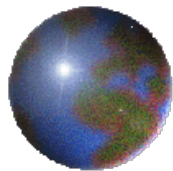
資源国・新興国通貨の下落は一服

各通貨の推移（対ドル、指数化）



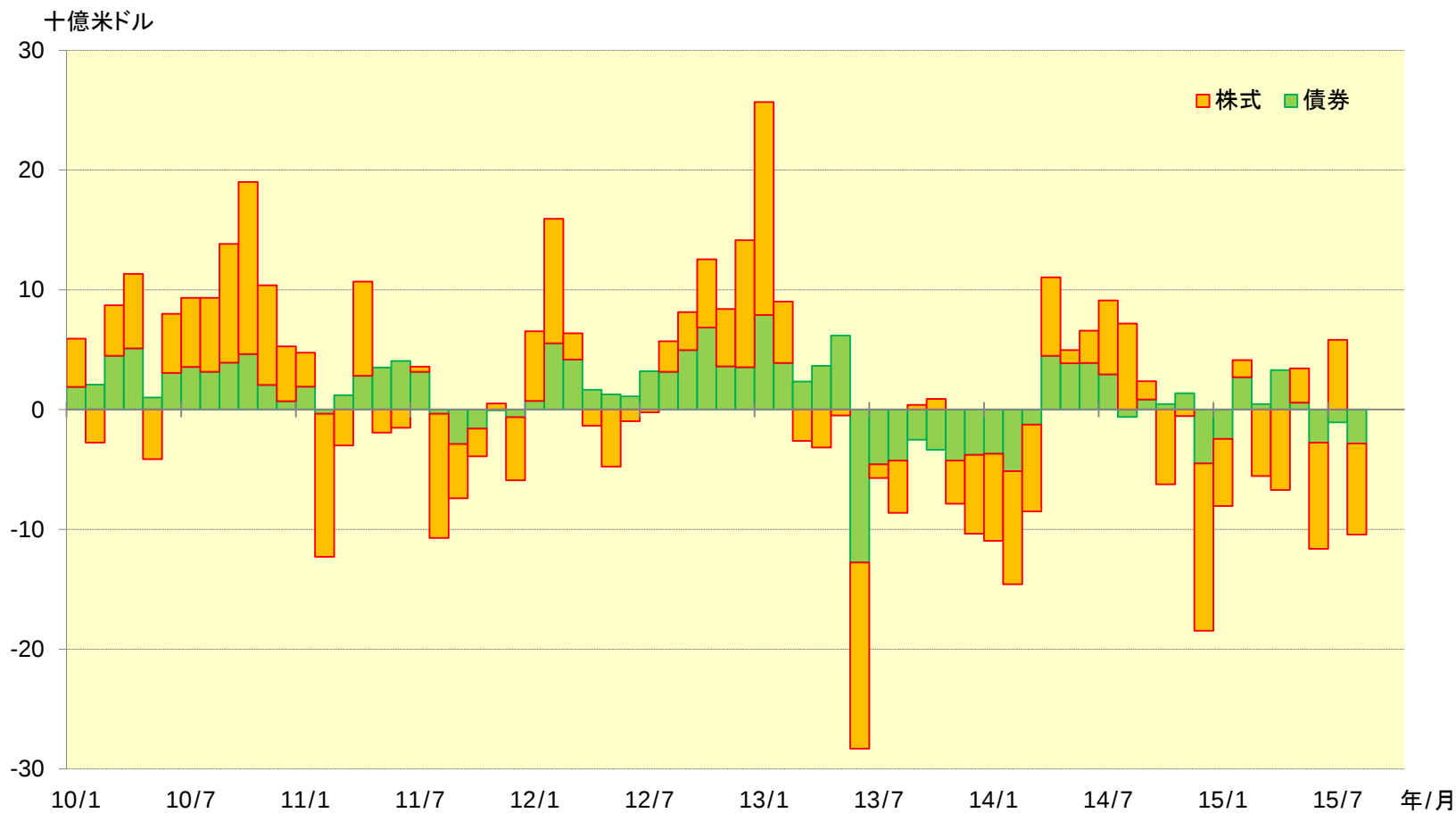
（出所）各種データをもとに大和証券作成（2015年11月9日まで）

16

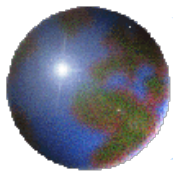


米国利上げ後は再度新興国へ資金流入も

新興市場ファンドへの資金流入額（ネット）

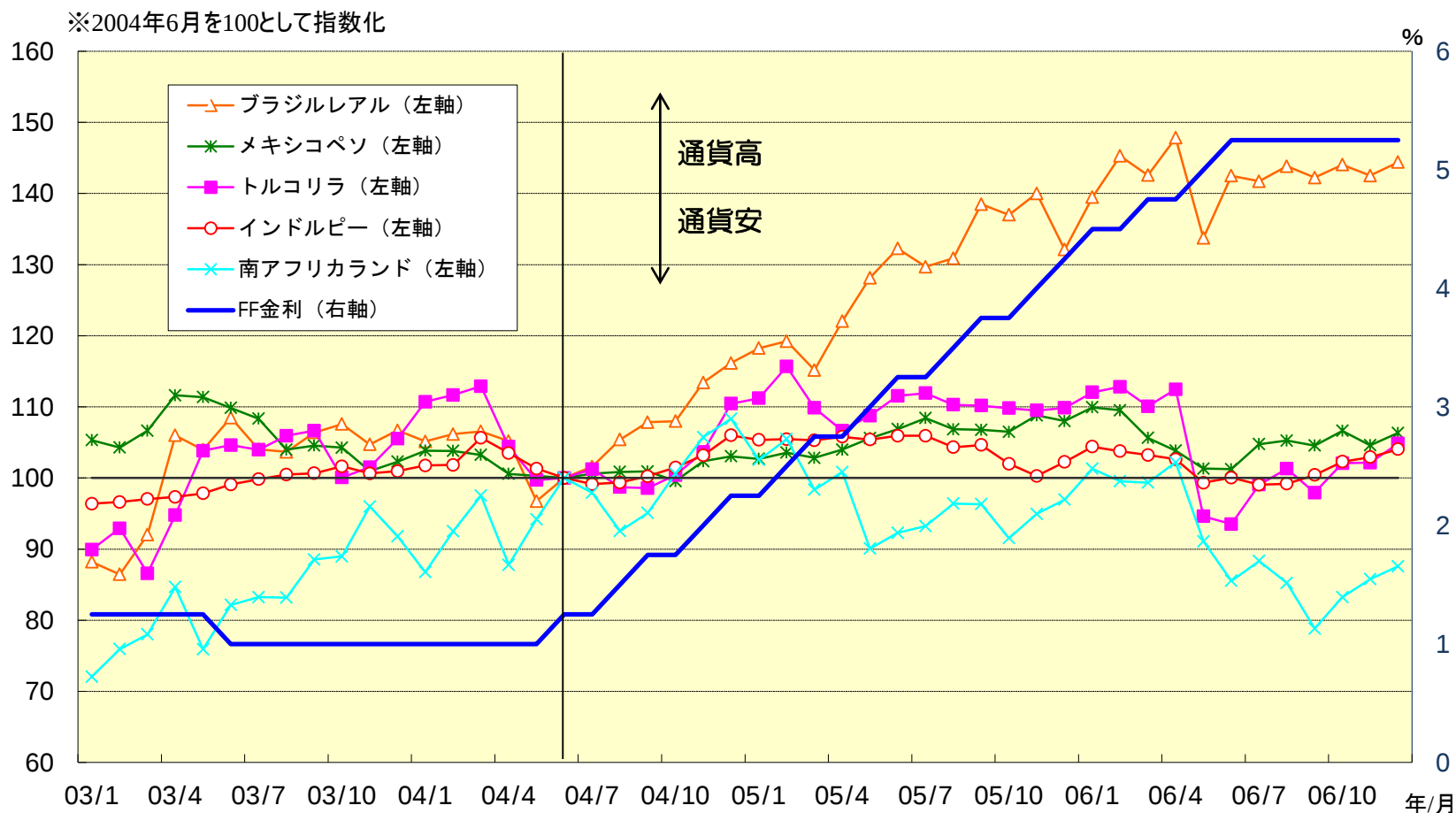


(出所)IMF(World Economic Outlook 2015/10)をもとに大和証券作成

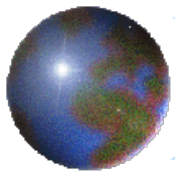


米国の利上げ後は新興国通貨高の可能性

前回の米国利上げ時の新興国通貨の推移（月次データ）

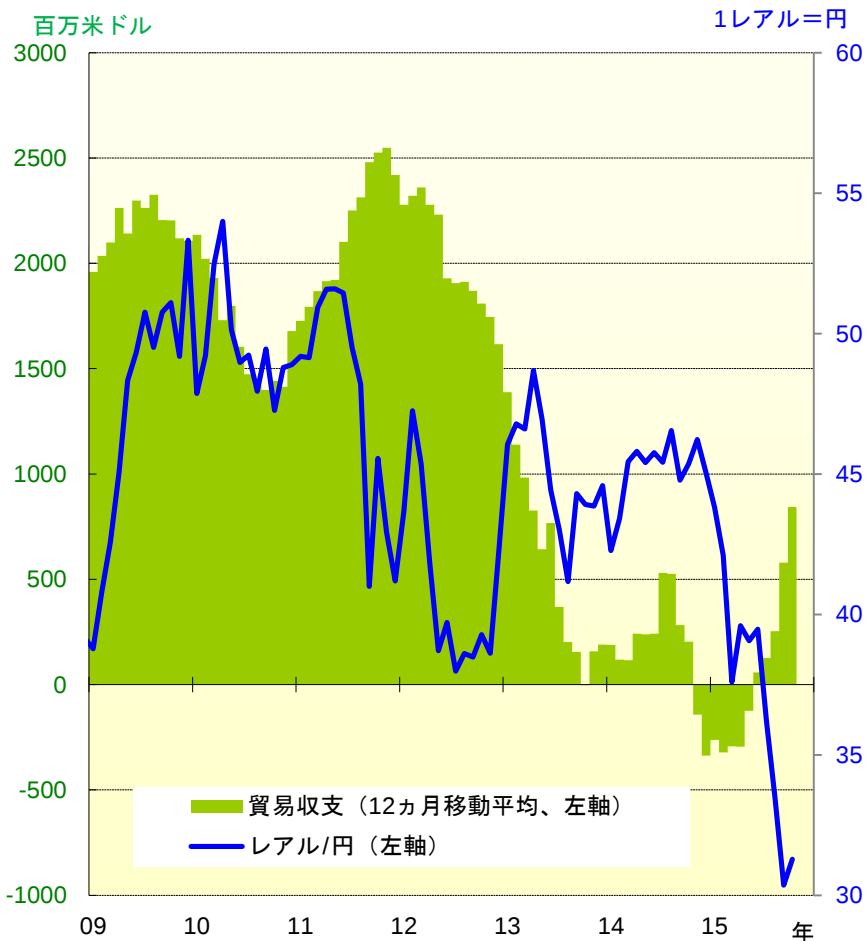


（出所）各種データをもとに大和証券作成



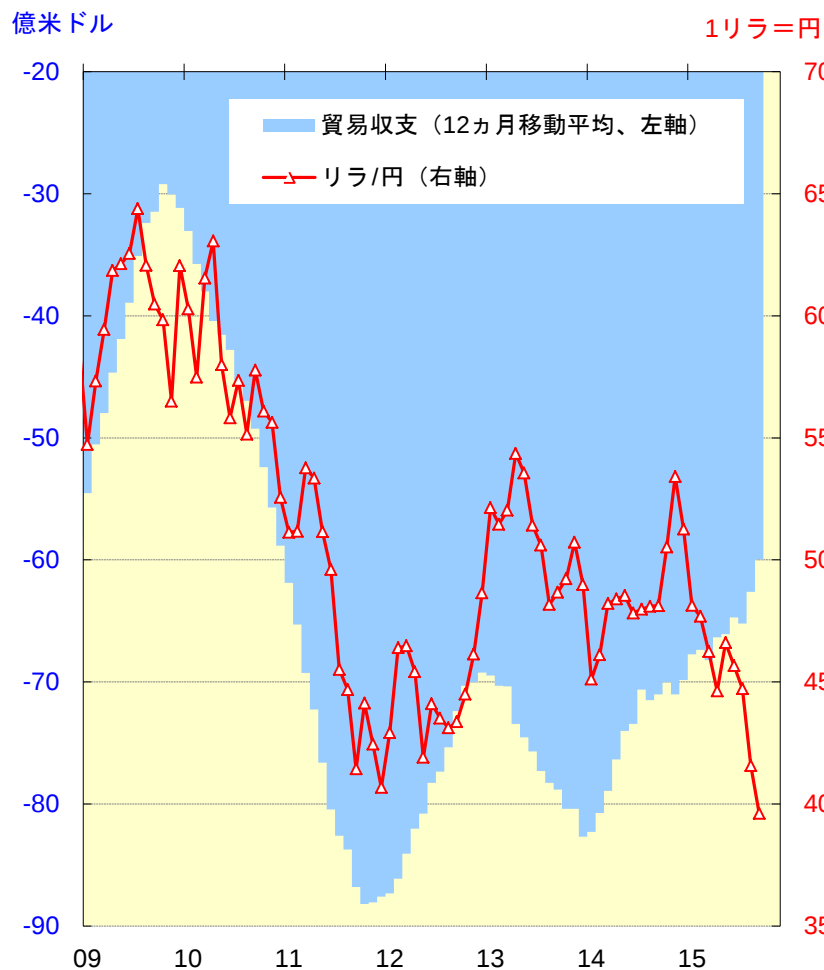
貿易収支に注目

ブラジルの貿易収支とレアルの推移（対円）

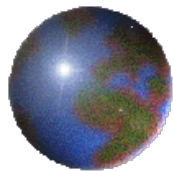


（出所）ブラジル中銀等のデータをもとに大和証券作成

トルコの貿易収支とリラの推移（対円）

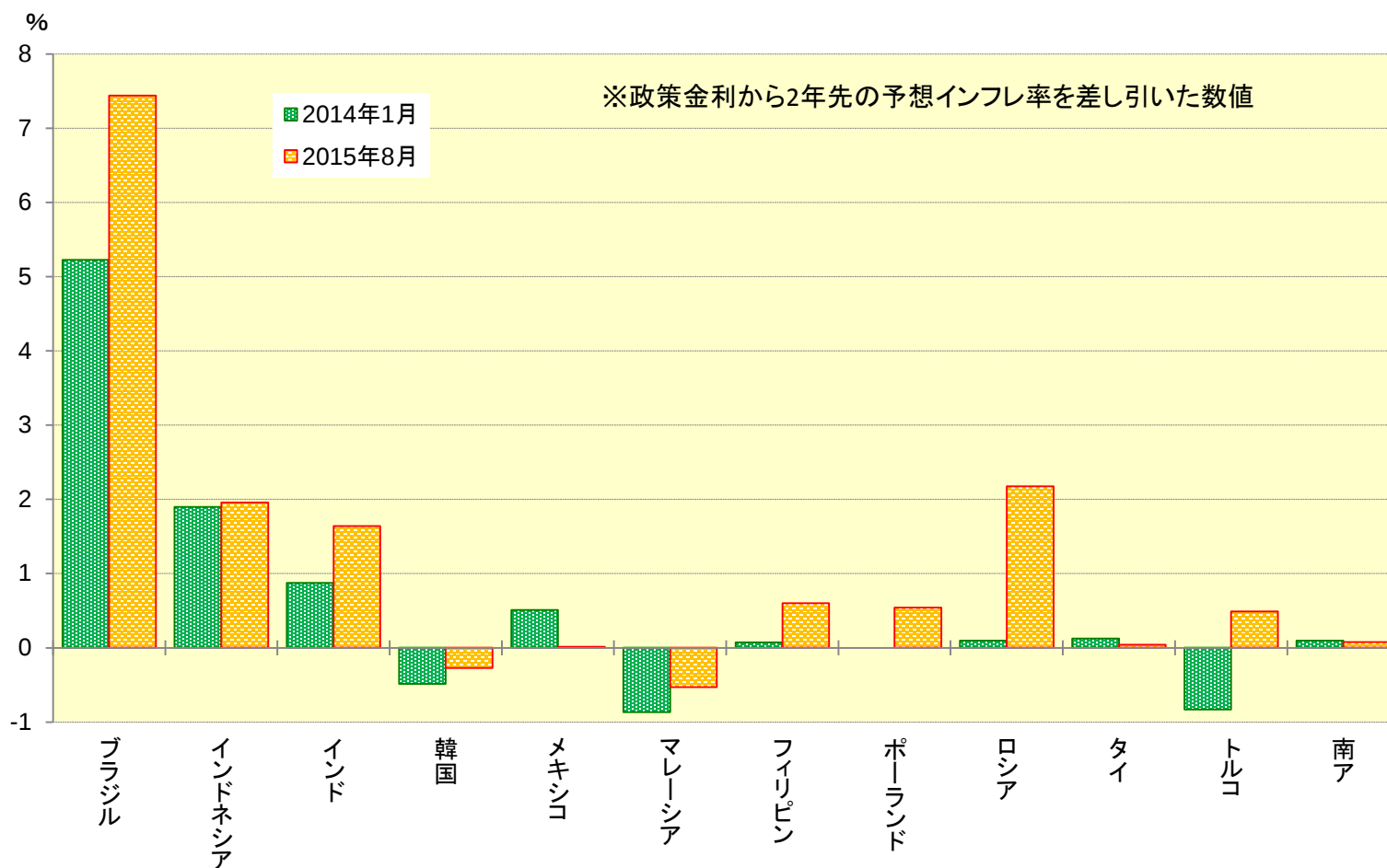


（出所）トルコ統計局等のデータをもとに大和証券作成

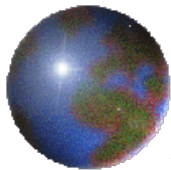


他を圧倒するブラジルの実質金利の高さ

各国の実質政策金利の比較

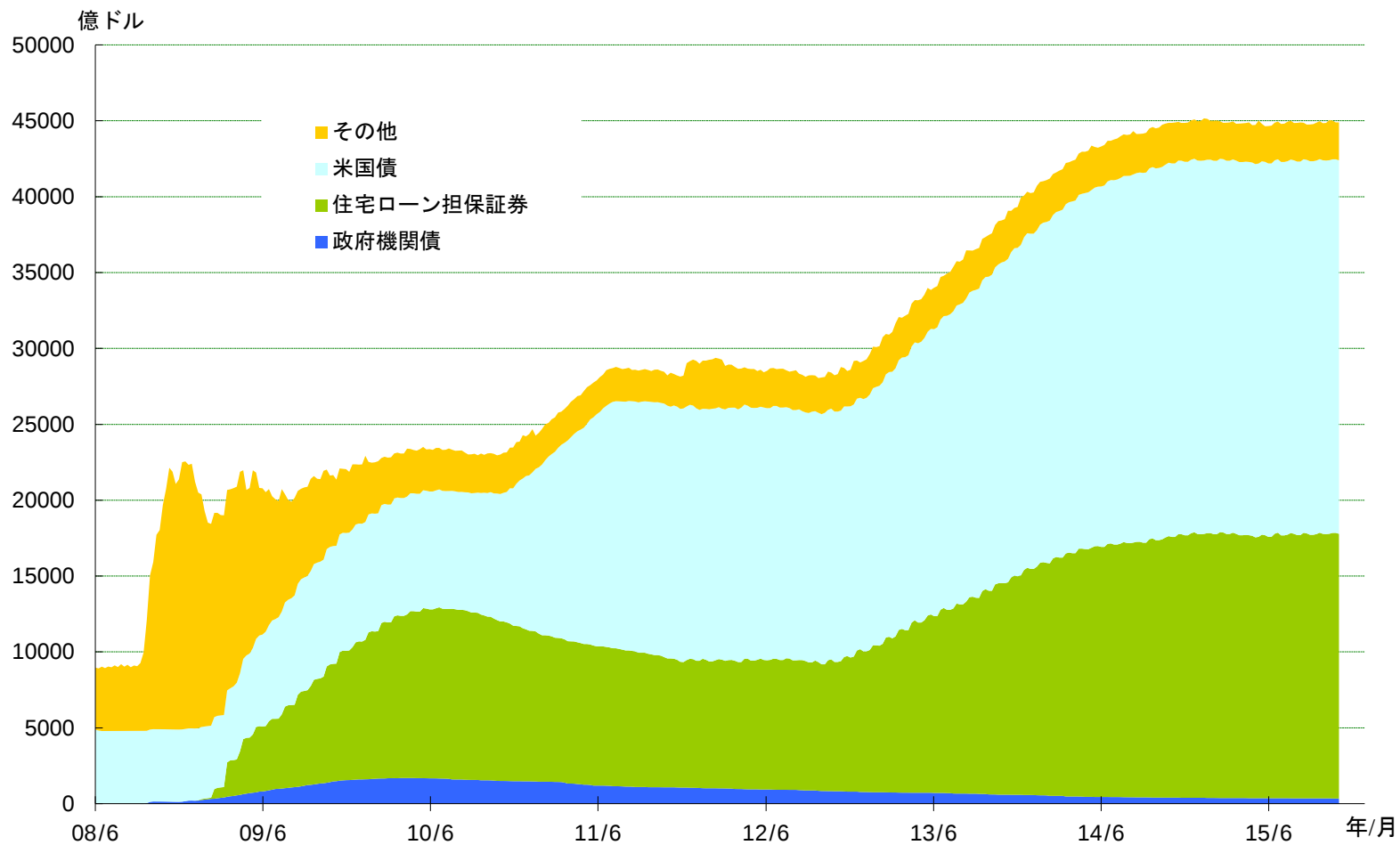


(出所)IMF(World Economic Outlook 2015/10)をもとに大和証券作成



新興国通貨にとって本当のリスクはFRBの資産圧縮

FRBの保有資産の推移



(出所)FRB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10月30日現在）

北弘電社(1734) 大豊建設(1822) イチケン(1847) 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) 日本マニュファクチャリングサービス(2162) キャリアデザインセンター(2410) M C U B S M i d C i t y 投資法人(3227) サムティ(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法人(3308) B E E N O S (3328) 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) テックファームホールディングス(3625) エムアップ(3661) モブキャスト(3664) enish(3667) アパント(3836) データ・アプリケーション(3848) 神島化学工業(4026) タイガースポリマー(4231) セブテーニ・ホールディングス(4293) ラクオリア創薬(4579) 相模ゴム工業(5194) ノザフ(5237) 中山製鋼所(5408) 日本精鉱(5729) 東京製綱(5981) テクノプロ・ホールディングス(6028) リンクバル(6046) 日進工具(6157) 中村超硬(6166) オカダアイヨン(6294) ワイエイシー(6298) 三相電機(6518) ダブル・スコープ(6619) 寺崎電気産業(6637) 戸上電機製作所(6643) ミツミ電機(6767) スミダコーポレーション(6817) フェローテック(6890) エノモト(6928) 山一電機(6941) アストマックス(7162) GMOクリックホールディングス(7177) ノジマ(7419) 大興電子通信(8023) ニチモウ(8091) 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) 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) 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) バイテックホールディングス(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11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。

大豊建設(1822) ダイユーエイト(2662) ヒューリック(3003) 鳥貴族(3193) ホットランド(3196) 大和ハウスリート投資法人(3263) アクティブ・プロパティーズ投資法人(3279) イオンリート投資法人(3292) 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) サムティ・レジデンシャル投資法人(3459) テクノスジャパン(3666) オプティム(3694) 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) メディカルシステムネットワーク(4350) 楽天(4755) 日本エンタープライズ(4829) デクセリアルズ(4980) クニミネ工業(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) パンチ工業(6165) プランジスタ(6176) 日本郵政(6178) G M O メディア(6180) ソニー(6758) かんぽ生命保険(7181) ゆうちょ銀行(7182) アトム(7412) メニコン(7780) プラッツ(7813) 菊水化学工業(7953) T A S A K I (7968) 極東貿易(8093) オリックス不動産投資法人(8954) 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) 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）