

PASSION
FOR THE
BEST

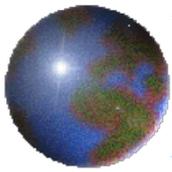
円独歩高の背景と行方 ～正念場を迎えたアベノミクス～

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

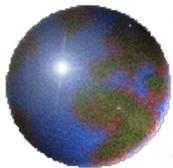


日銀はまさかのゼロ回答

円の名目実効為替レートの推移（日次データ）

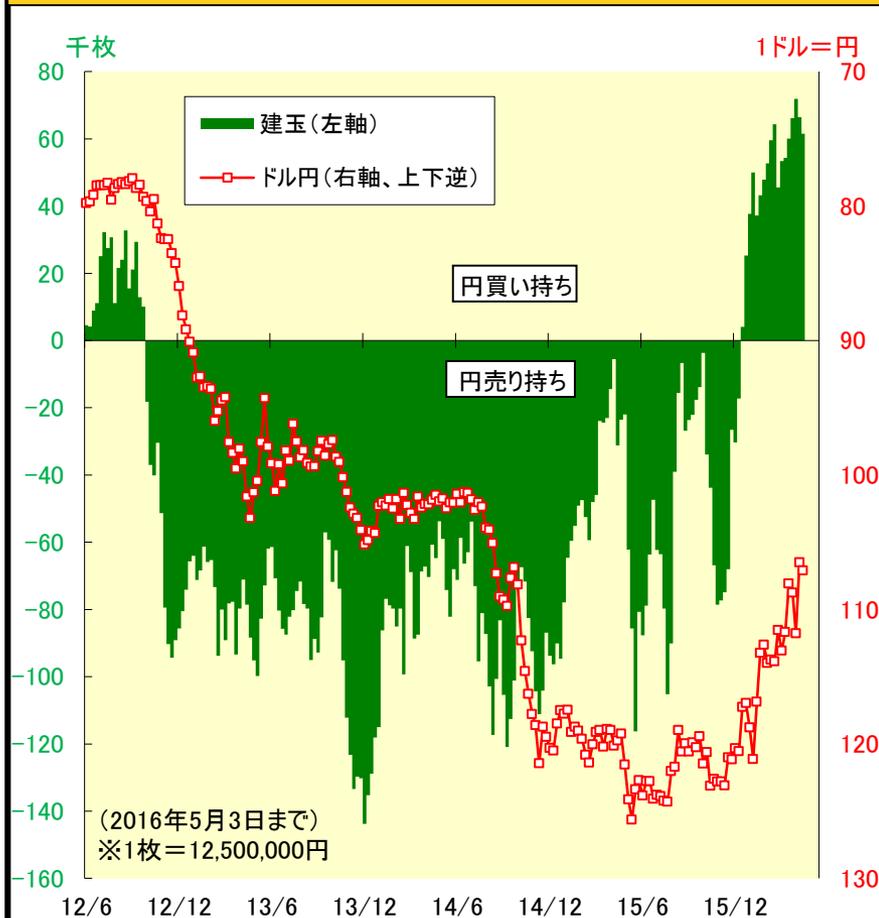


1



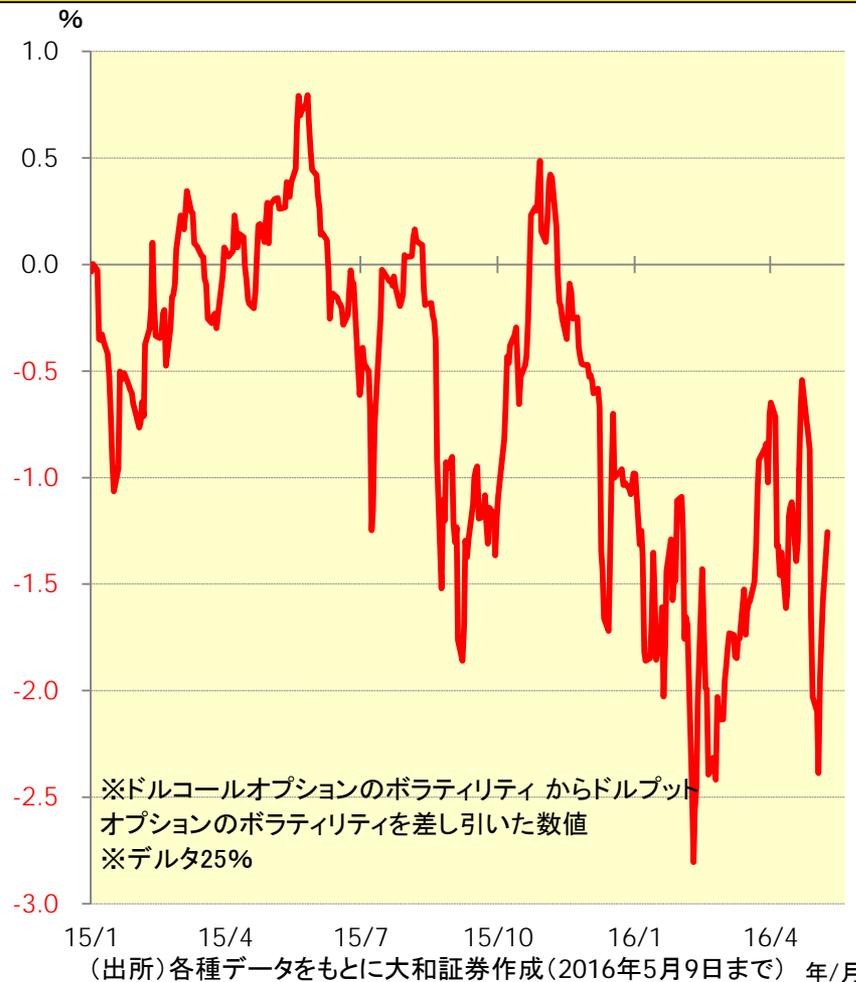
市場は依然円高リスクを意識

IMM通貨先物・投機筋の円ポジション

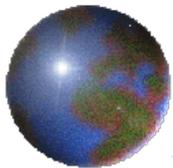


(出所)各種データをもとに大和証券作成

ドル円リスク・リバーサルの推移

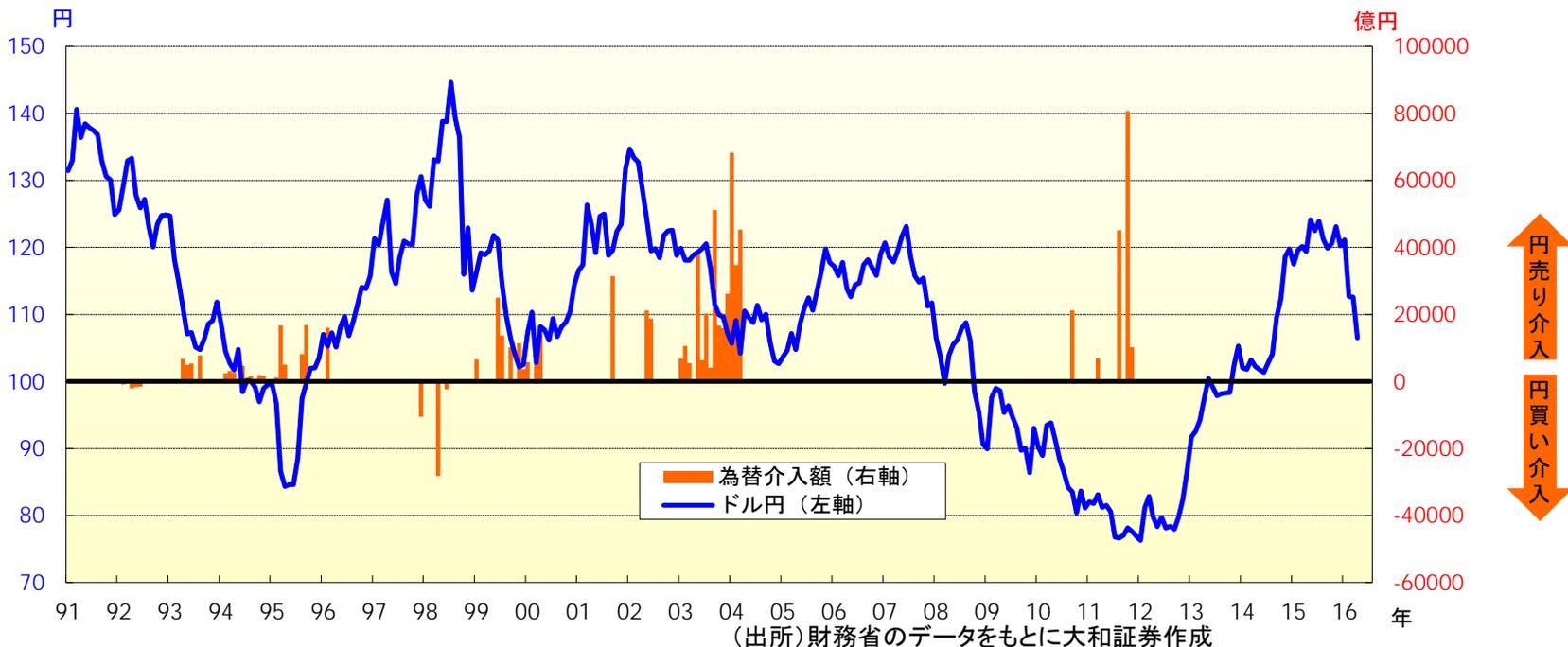


(出所)各種データをもとに大和証券作成 (2016年5月9日まで) 年/月



日本の円売り介入実施は困難か

ドル円相場と日本の為替介入実績

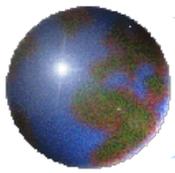


★米国財務省為替報告書（4月29日公表）

日本、中国、韓国、台湾、ドイツを「監視リスト」に指定

①対米貿易黒字が200億ドル以上、②経常黒字が国内総生産（GDP）の3%以上、③為替介入の規模がGDPの2%以上--- の三つすべてを満たした国を「為替操作国」と認定

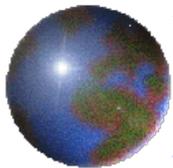
日本は③を満たさず、「為替操作国」に指定されなかったが、二つを満たしているため監視対象に。



ドルのサポートは101円台前半

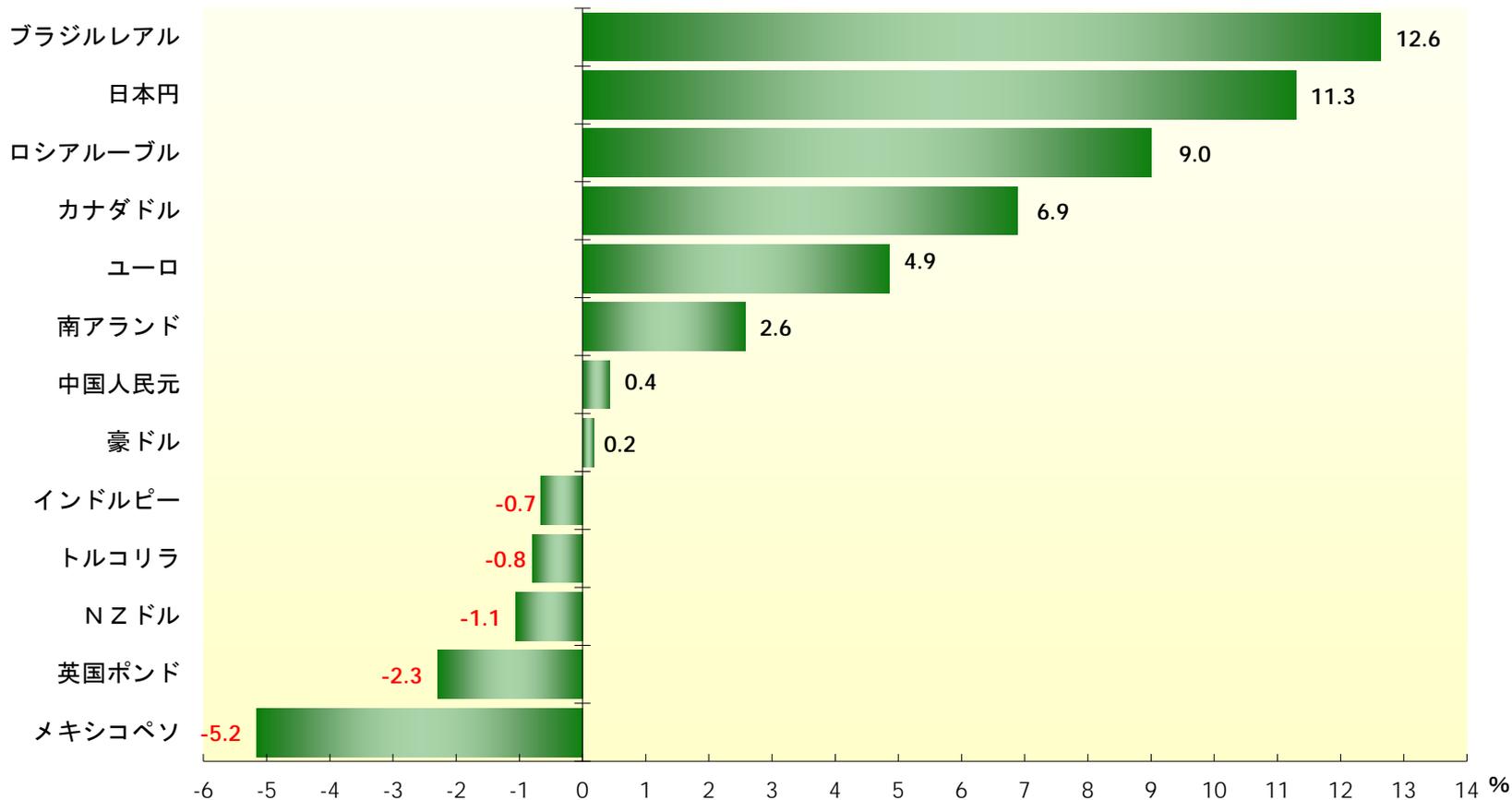
ドル円チャート（月足、一目均衡表）



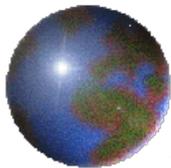


円高なのかドル安なのか？

各通貨の対米ドル騰落率（2016年年初～5月9日）

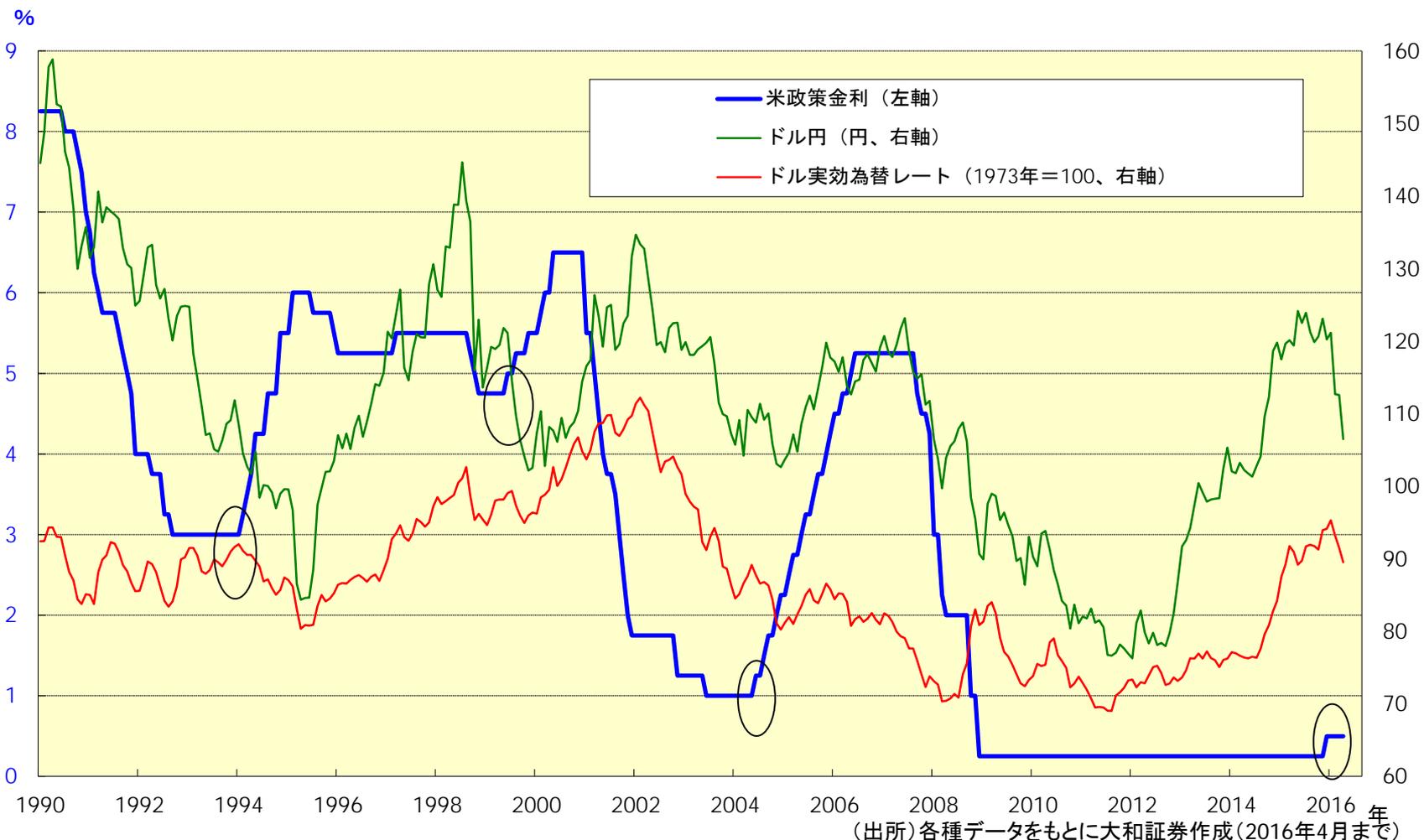


(出所)各種データをもとに大和証券作成

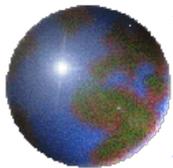


為替市場の大きな流れはドル高修正

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

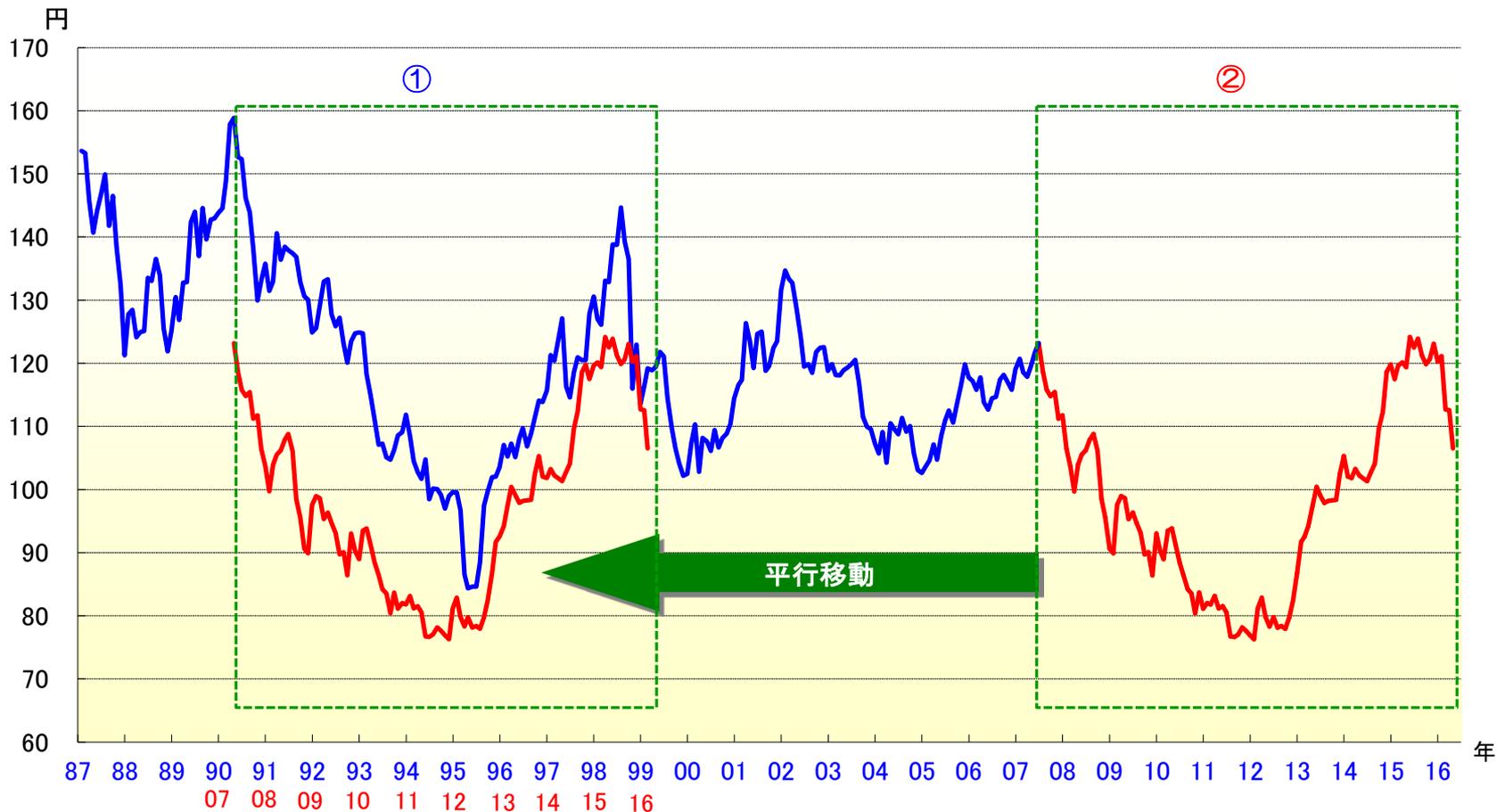


(出所)各種データをもとに大和証券作成(2016年4月まで)

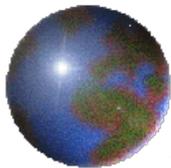


歴史は繰り返すのか？

ドル円相場の推移（月次データ、2016年4月まで）

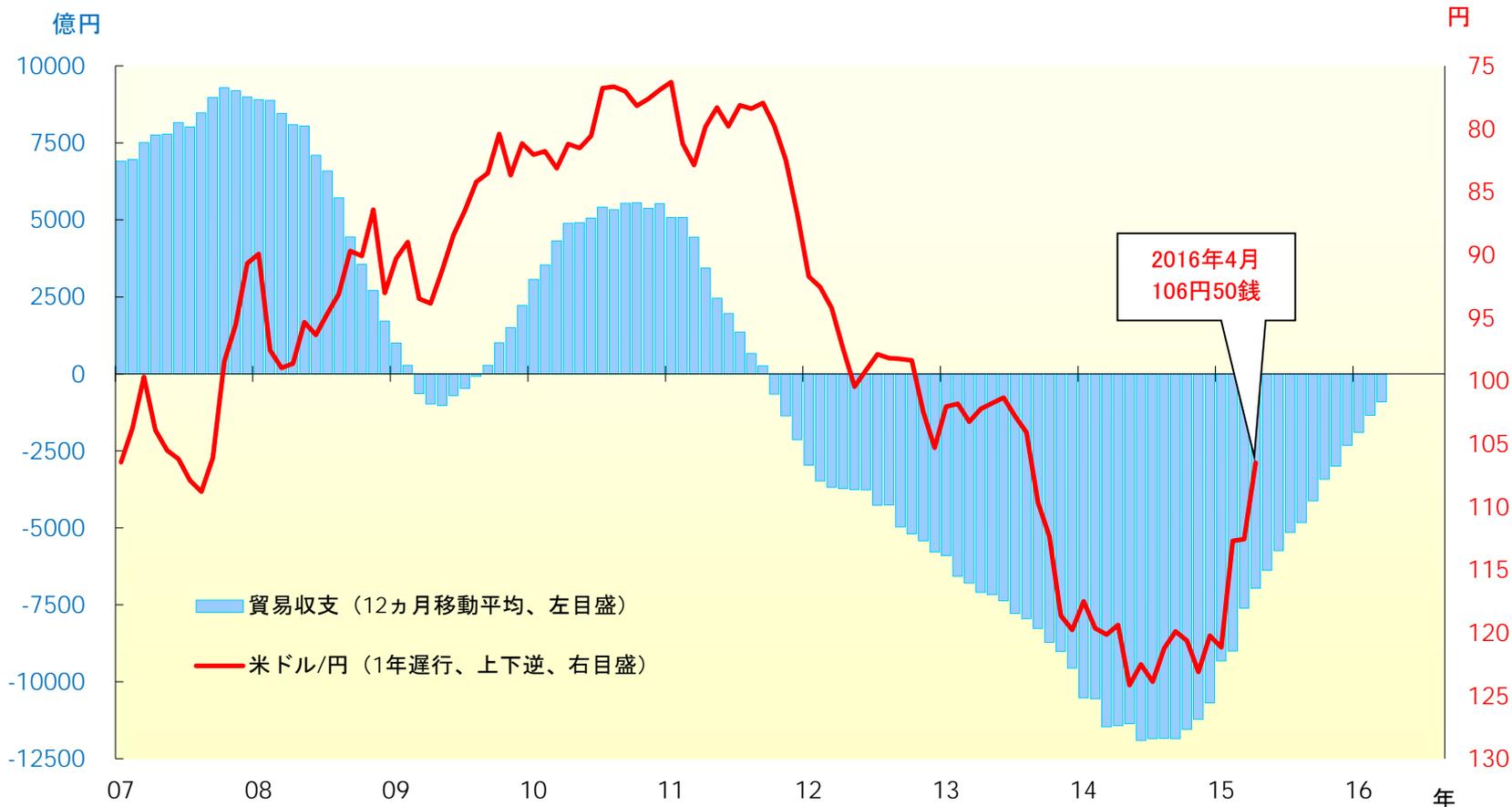


(出所) 各種データをもとに大和証券作成

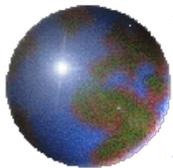


実需は円高を支援でも若干オーバーペース

日本の貿易収支とドル円相場の推移

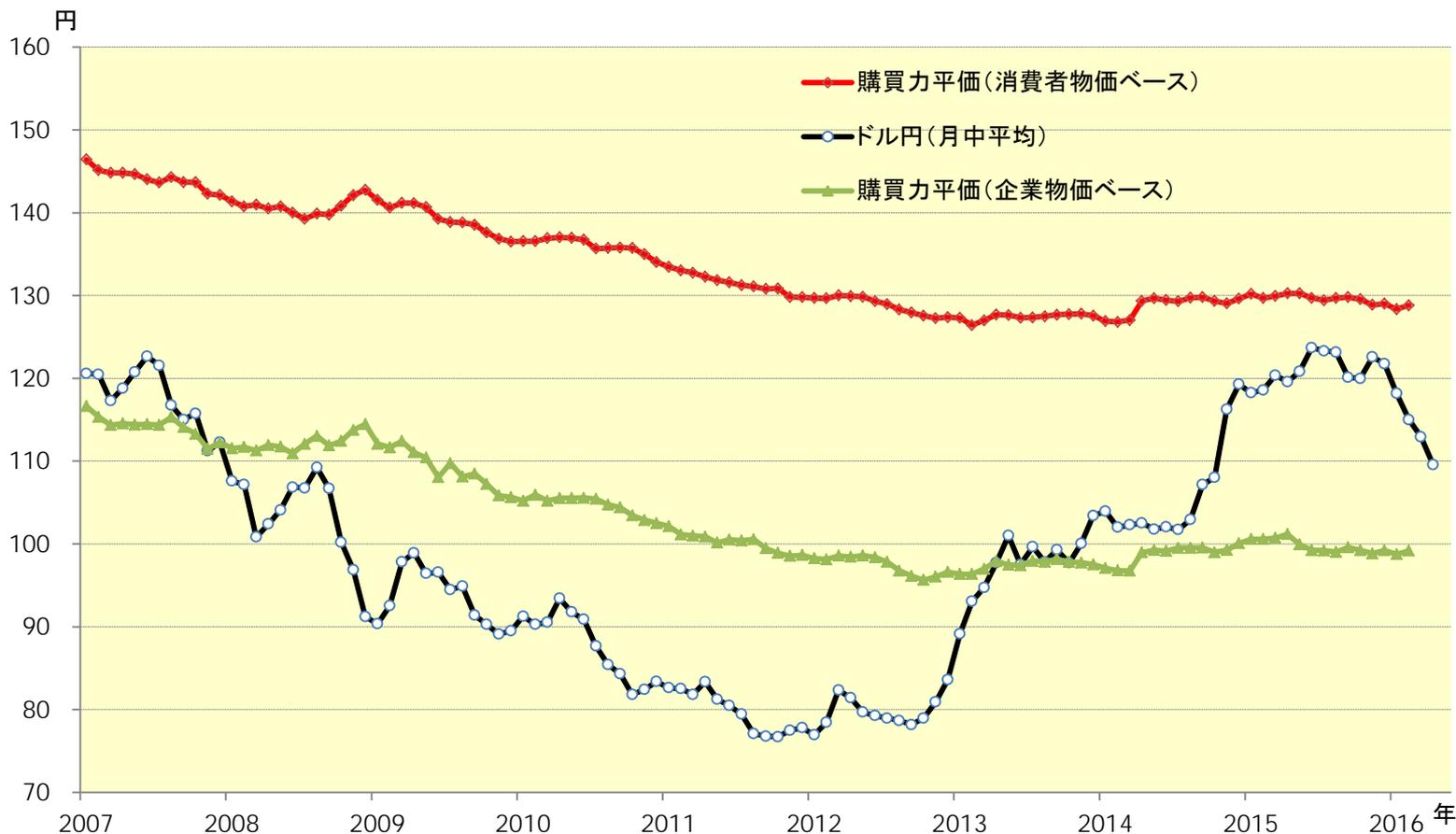


(出所)税関のデータをもとに大和証券作成

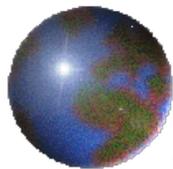


常に円高を正当化する購買力平価

ドル円購買力平価の推移



(出所)国際通貨研究所のデータをもとに大和証券作成

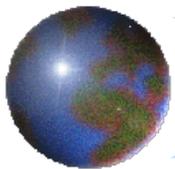


勢いに欠ける米国経済

米国の主要経済指標の推移

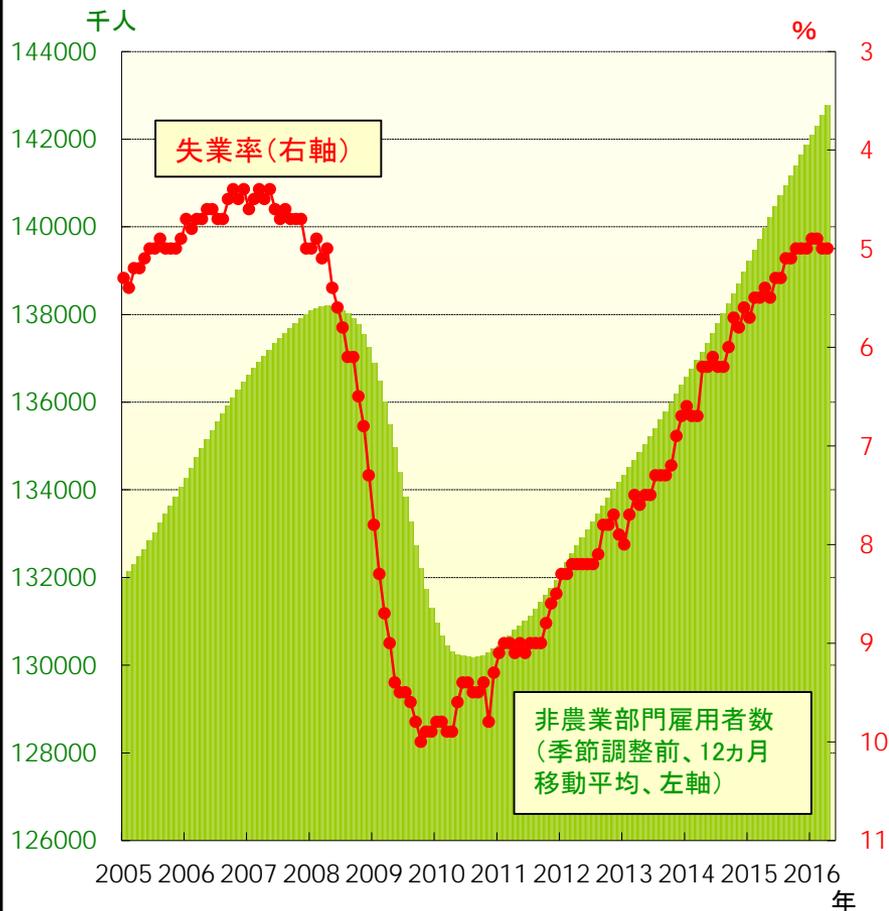
			15年/4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	16年/1月	2月	3月	4月	判断
個人消費	小売売上高	前月比、%	0.0	1.0	0.1	0.6	-0.1	0.1	0.0	0.3	0.4	-0.5	0.3	-0.3	1.3	○
	(同自動車、ガソリンスタンド除く)	前月比、%	0.1	0.6	0.1	0.8	0.0	0.2	0.1	0.5	0.6	-0.1	0.7	0.2	0.6	○
	自動車販売総数	年率、百万台	16.70	17.63	16.95	17.46	17.72	18.07	18.12	18.05	17.22	17.46	17.43	16.46	17.32	○
	個人消費支出	前月比、%	0.3	0.9	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4	0.1	0.2	0.2	0.1		△
	個人所得	前月比、%	0.6	0.6	0.5	0.3	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.1	0.4		○
住宅	住宅着工件数	年率、千戸	1190	1072	1211	1152	1116	1207	1071	1176	1159	1117	1194	1089		●
	中古住宅販売件数	年率、百万戸	5.14	5.29	5.41	5.48	5.29	5.44	5.29	4.86	5.45	5.47	5.07	5.33		○
	新築住宅販売件数	年率、千戸	508	513	469	500	507	457	480	511	537	521	519	511		△
生産受注	鉱工業生産	前月比、%	-0.2	-0.2	-0.2	0.6	0.1	-0.3	-0.1	-0.6	-0.4	0.5	-0.6	-0.6		●
	設備稼働率	%	76.9	76.6	76.4	76.7	76.7	76.4	76.3	75.7	75.4	75.8	75.3	74.8		●
	耐久財受注	前月比、%	-1.7	-2.3	4.1	1.9	-2.9	-0.8	2.8	-0.5	-4.6	4.3	-3.1	0.8		△
	" (除く輸送)	前月比、%	-0.6	-0.3	1.0	0.4	-0.9	-0.1	0.5	-0.5	-0.7	1.4	-1.3	-0.2		●
雇用	非農業雇用者増加数	前月比、千人	251	273	228	277	150	149	295	280	271	168	233	208	160	●
	失業率	%	5.4	5.5	5.3	5.3	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	4.9	4.9	5.0	5.0	△
総合	消費者信頼感指数	コンファレンスボード	94.3	94.6	99.8	91.0	101.3	102.6	99.1	92.6	96.3	97.8	94.0	96.1	94.2	●
	"	ロイター/ミシガン大	95.9	90.7	96.1	93.1	91.9	87.2	90.0	91.3	92.6	92.0	91.7	91.0	89.0	●
	フィラデルフィア連銀景気指数		10.8	8.1	8.1	0.7	3.4	-3.6	-5.9	-5.7	-10.2	-3.5	-2.8	12.4	-1.6	●
	ISM製造業指数		51.6	53.1	53.1	51.9	51.0	50.0	49.4	48.4	48.0	48.2	49.5	51.8	50.8	●
	ISM非製造業指数		57.5	55.9	56.2	59.6	58.3	56.7	58.3	56.6	55.8	53.5	53.4	54.5	55.7	○
物価	消費者物価(コア)	前月比、%	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.1		△
	生産者物価(コア)	前月比、%	0.2	0.0	0.3	0.3	-0.2	0.0	-0.2	0.1	0.1	0.5	0.0	-0.1	0.1	△
四半期					4-6月			7-9月			10-12月			1-3月		
	実質GDP	前期比年率、%			3.9			2.0			1.4			0.5		●
	実質GDP	前年同期比、%			2.7			2.1			2.0			1.9		

(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(2016年5月13日まで)



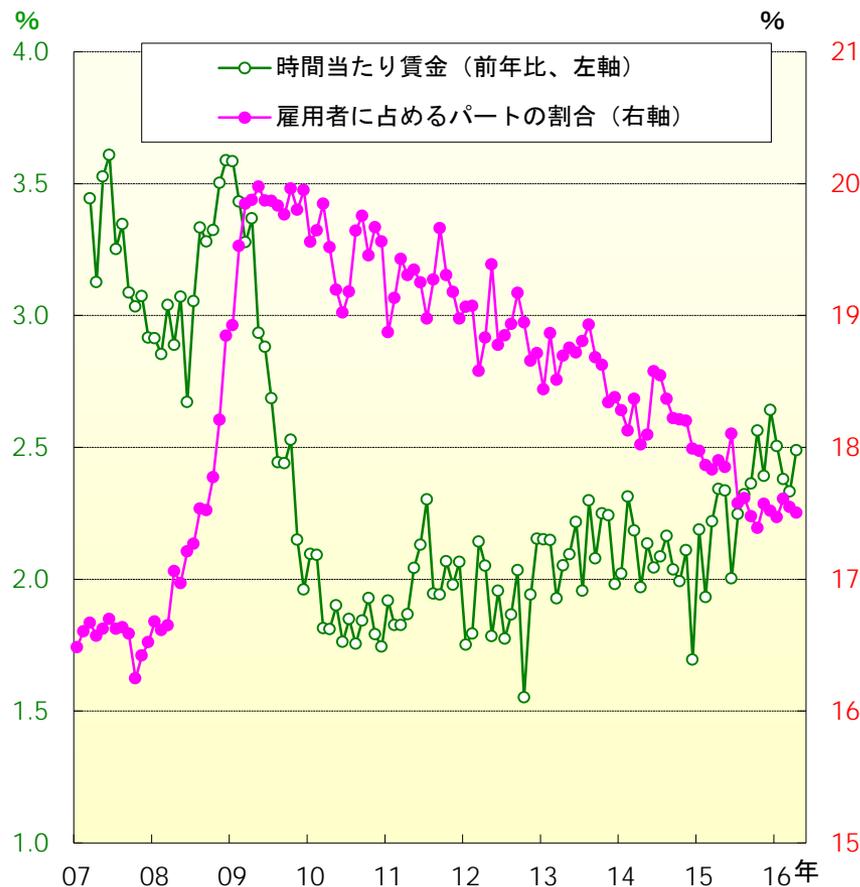
米国は徐々に完全雇用接近

米国の非農業部門雇用者数と失業率の推移

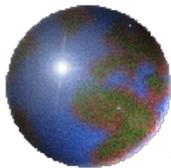


(出所) 米労働省のデータをもとに大和証券作成

雇用者に占めるパートの割合と時間あたり賃金の推移

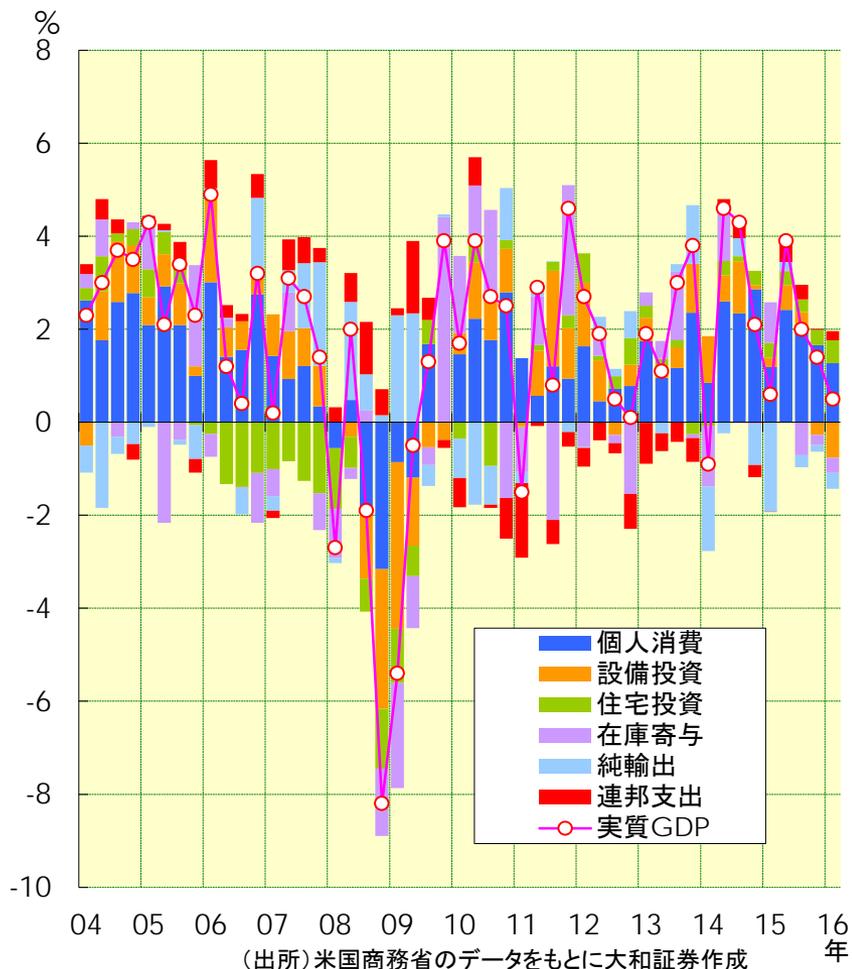


(出所) 米労働省のデータをもとに大和証券作成

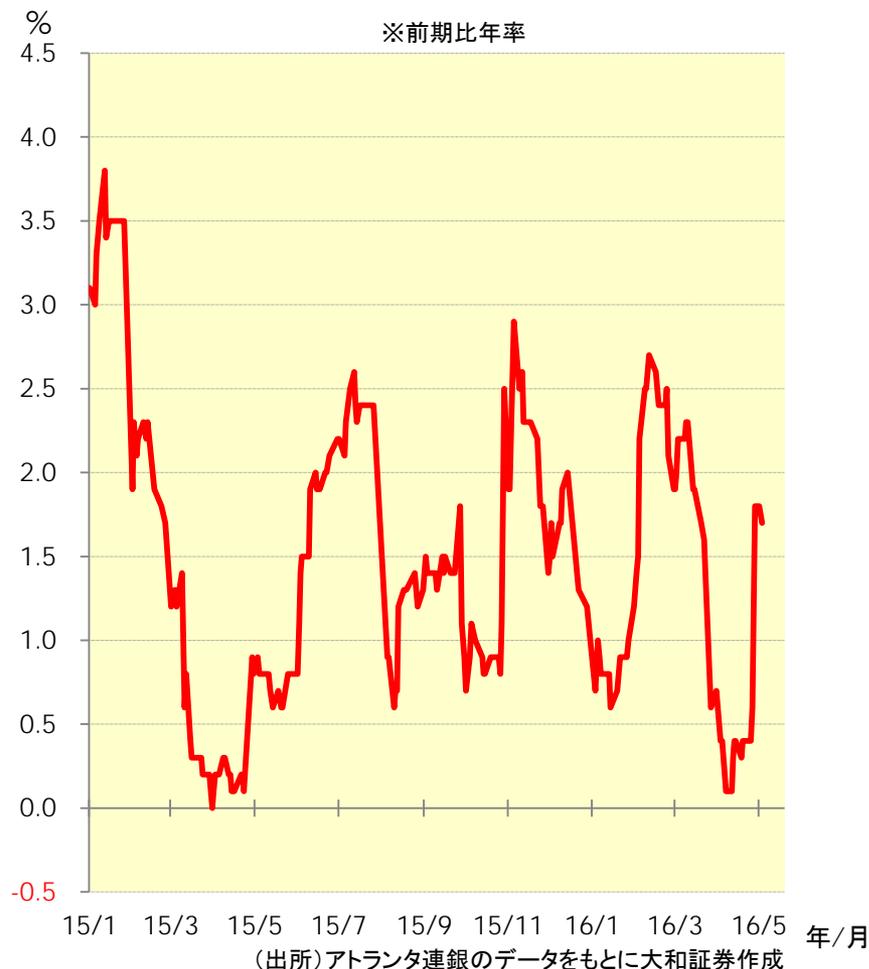


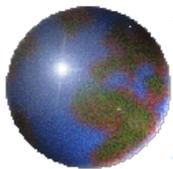
米国の1-3月期GDPの軟化は例年通りだが…

米国実質GDP寄与度（前期比年率）



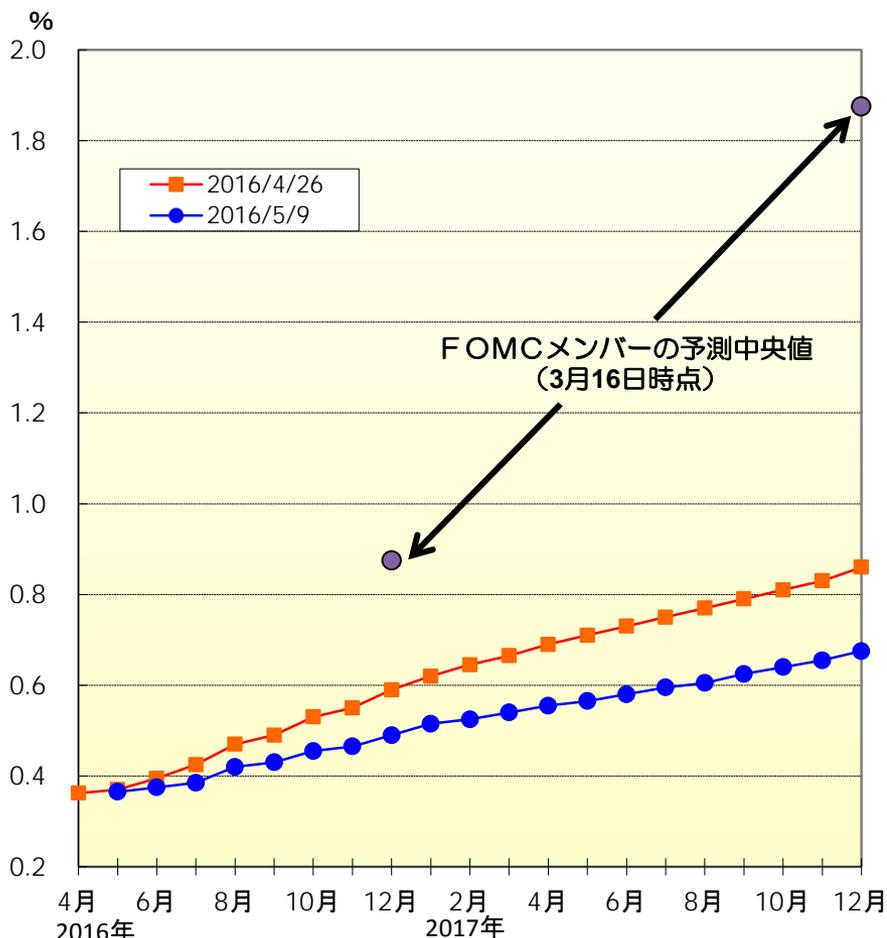
アトランタ連銀GDP NOW





FRBの利上げ時期は依然不明

FF金利先物イールドカーブ

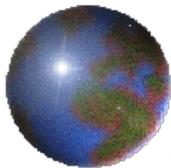


(出所)各種データをもとに大和証券作成

FOMC声明文 (4月26、27日) 抜粋

- ・3月の連邦公開市場委員会 (FOMC) 以降に入手した情報は、**経済活動は成長が減速したように見える**中でも、労働市場の状況は一段と改善したことを示している。
- ・将来のインフレを示す市場ベースの指標は低いままで、調査に基づいた長期的なインフレ期待の指標はここ数カ月、総じてあまり変わっていない。
- ・委員会は、物価指標と世界の経済や金融の動向を引き続き**注意深く監視**する。
- ・FF金利の目標誘導レンジの将来的な調整の時期と規模を決めるに当たり、委員会は目標にしている最大雇用と2%のインフレとの比較で経済状況の実績と見通しを評価する。この評価は、労働市場の状況に関する指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢の解釈を含む幅広い情報を考慮する。
- ・FF金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である。

(出所)FRBのHPをもとに大和証券作成



日銀は追加金融緩和の余地を残す

日銀政策委員の大勢見通し（4月28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
2016年度	+0.8~+1.4 <+1.2>	0.0~+0.8% <+0.5>	
1月時点の見通し	+1.0~+1.7 <+1.5>	+0.2~+1.2% <+0.8>	
2017年度	0.0~+0.3 <+0.1>	+1.8~+3.0% <+2.7>	+0.8~+2.0% <+1.7>
1月時点の見通し	+0.1~+0.5 <+0.3>	+2.0~+3.1% <+2.8>	+1.0~+2.1% <+1.8>
2018年度	+0.6~+1.2 <+1.0>	+1.0~+2.1% <+1.9>	

(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。具体的には、長短金利について、市場金利をもとにしつつ、展望レポートと市場参加者との物価見通しの違いを加味して想定している。

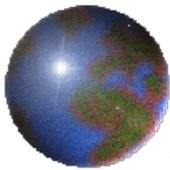
(注3)原油価格(ドバイ)については、1バレル35ドルを出発点に、見通し期間の終盤である2018年にかけて40ドル台後半に緩やかに上昇していくと想定している。その場合の消費者物価(除く生鮮食品)の前年比に対するエネルギー価格の寄与度は、2016年度で-0.8%ポイント程度と試算される。また、寄与度は、2016年度後半にマイナス幅縮小に転じ、2017年度央に概ねゼロになると試算される。

(注4)消費税率については、2017年4月に10%に引き上げられること(軽減税率については酒類と外食を除く飲食物品および新聞に適用されること)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(+1.0%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

- ◆景気は基調としては緩やかな回復を続けている
- ◆足元で地震の影響もみられる一鉱工業生産
- ◆予想物価上昇率はこのところ弱含んでいる
- ◆政策効果は金融面では既に現れているーマイナス金利
- ◆政策効果の浸透見極めていくことが適当と判断ー今会合
- ◆毎回の会合で判断し必要であれば必要なこと何でもやる
- ◆たとえば緩和したから半年待つなどということは全くない
- ◆金融政策に限界があるとは考えてない
- ◆2%物価達成時期は17年度前半から17年度中に「後ずれ」
- ◆「今回議論してない」ー貸出支援基金にマイナス金利
- ◆マイナス金利の拡大が難しくなったことは「全くない」
- ◆マイナス金利の効果は「必ずや波及していく」
- ◆私どもと市場との対話が特に問題あるとは思わない
- ◆金融政策は金融機関のためにやっているわけではない

(出所)各種データをもとに大和証券作成



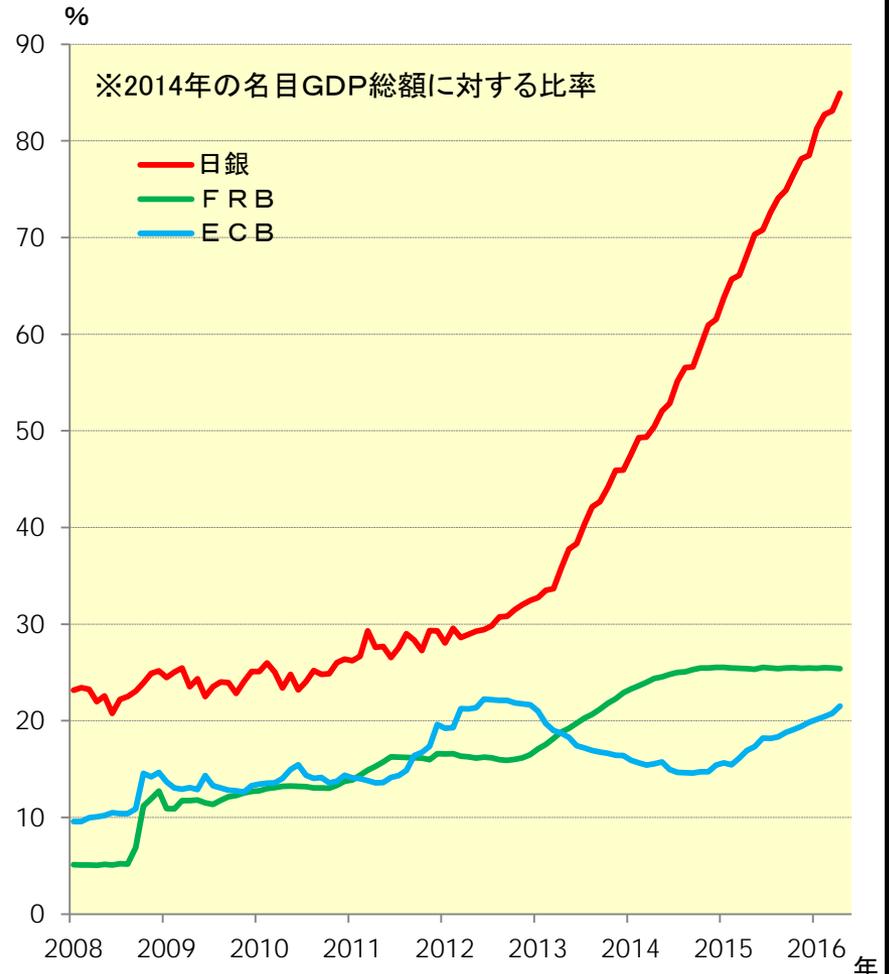
日銀の異次元緩和は賞味期限切れ？

ドル円と日経平均株価の推移

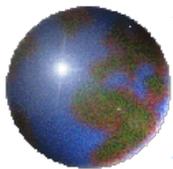


(出所)各種データをもとに大和証券作成(2016年5月2日まで)

日米欧の各中銀の保有資産の推移

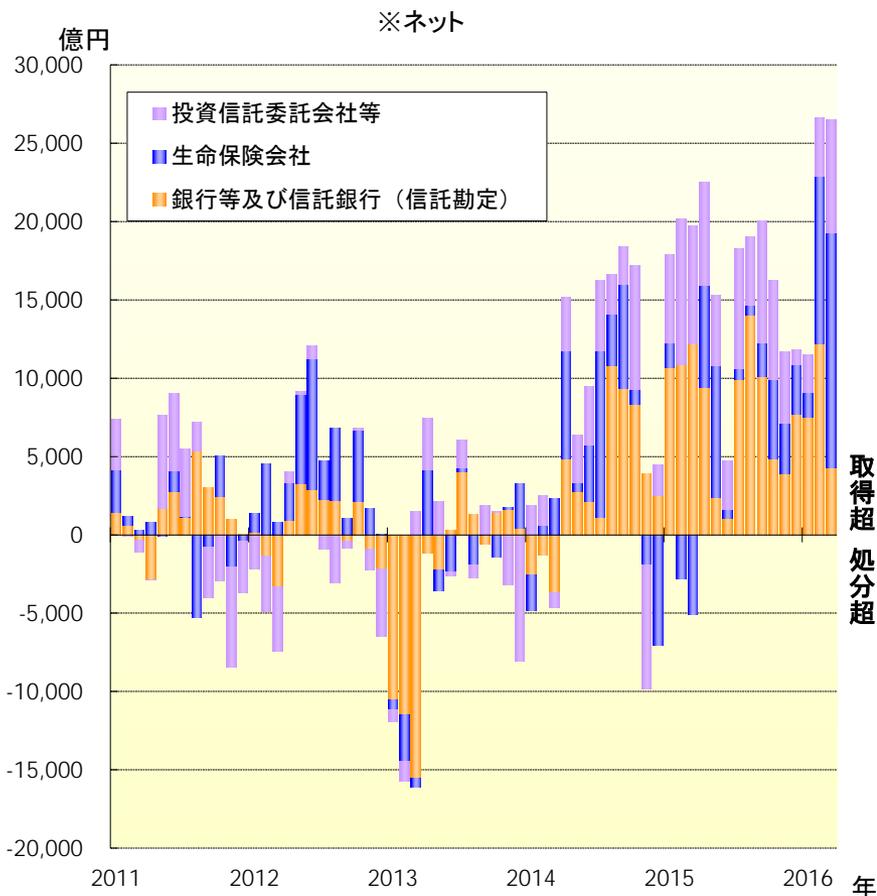


(出所)各種データをもとに大和証券作成



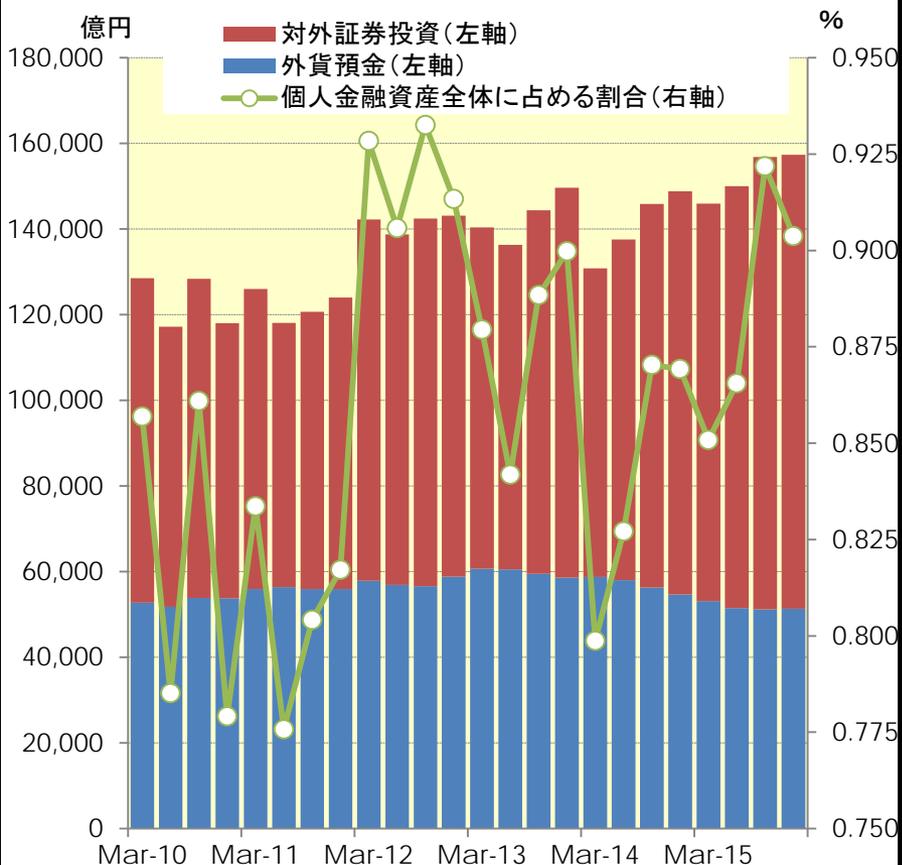
マイナス金利はいずれ効いてくる模様

居住者による対外証券投資の推移

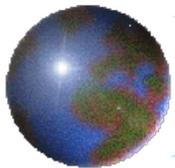


(出所)財務省のデータをもとに大和証券作成

家計の外貨建て資産残高の推移

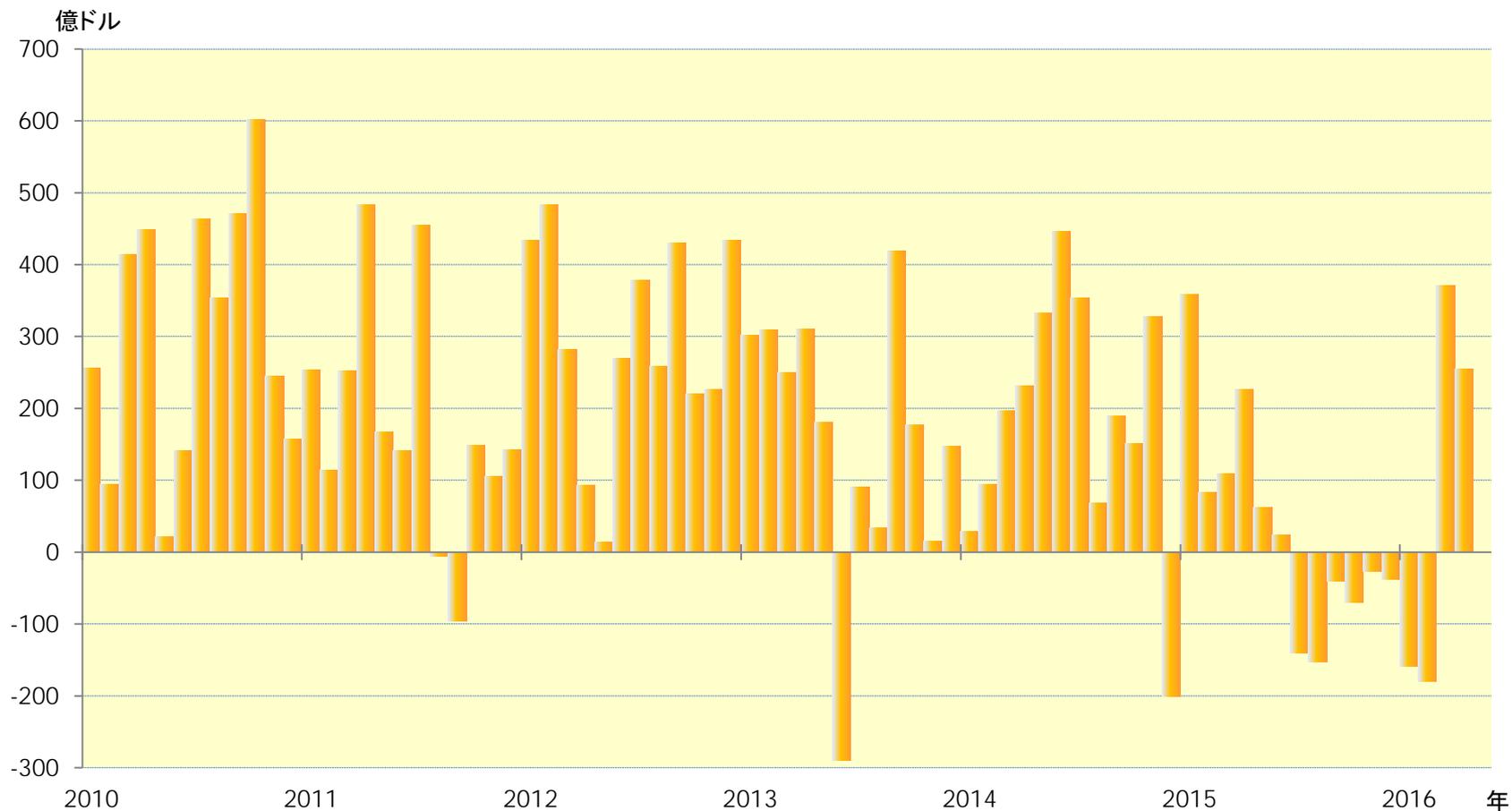


(出所)日銀のデータをもとに大和証券作成

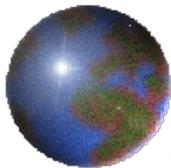


「Search For Yield」 再び？

新興国への証券投資額（ネット）

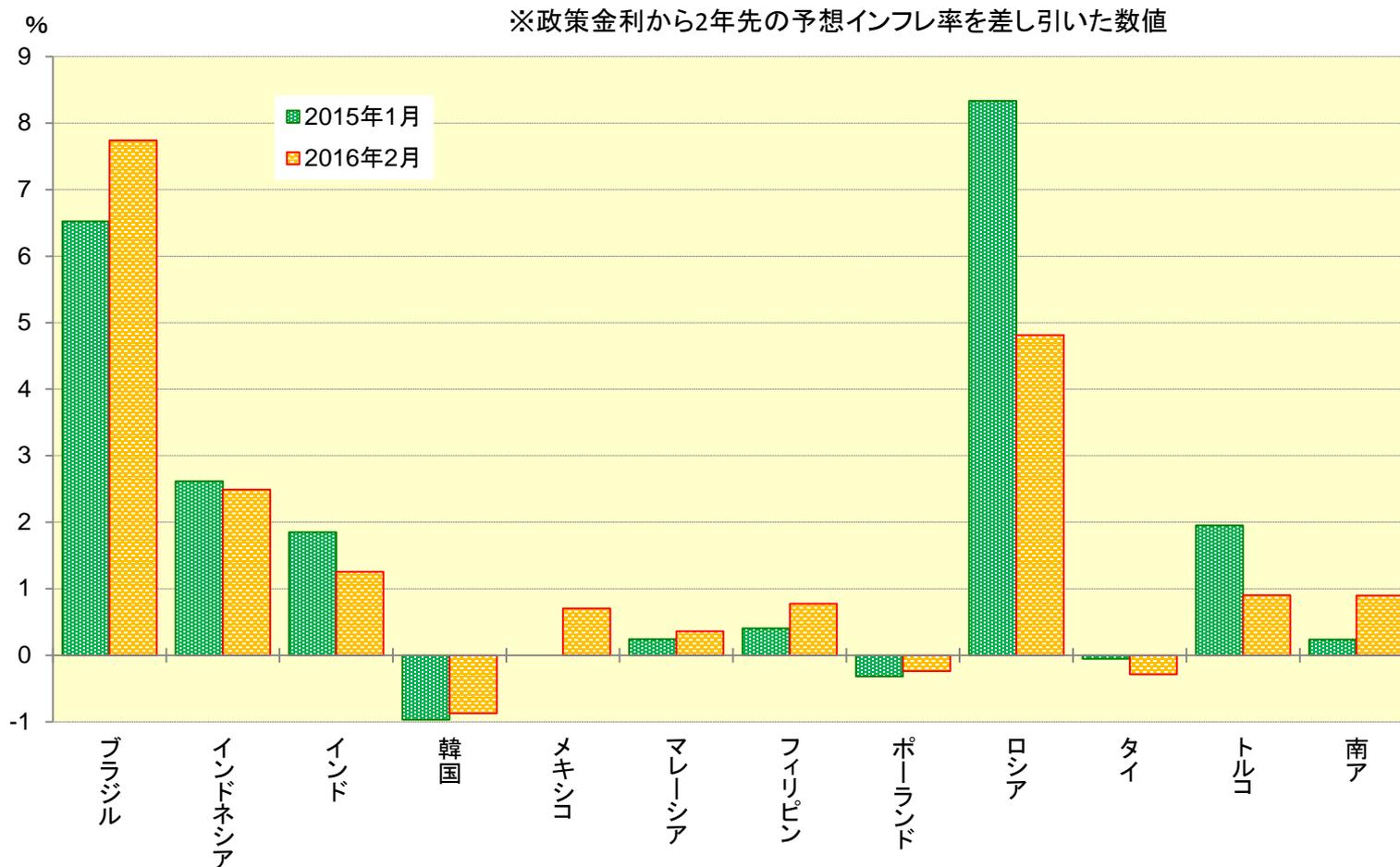


(出所)国際金融協会のデータをもとに大和証券作成

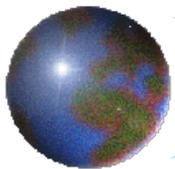


実質高金利通貨に注目

各国の実質政策金利の比較



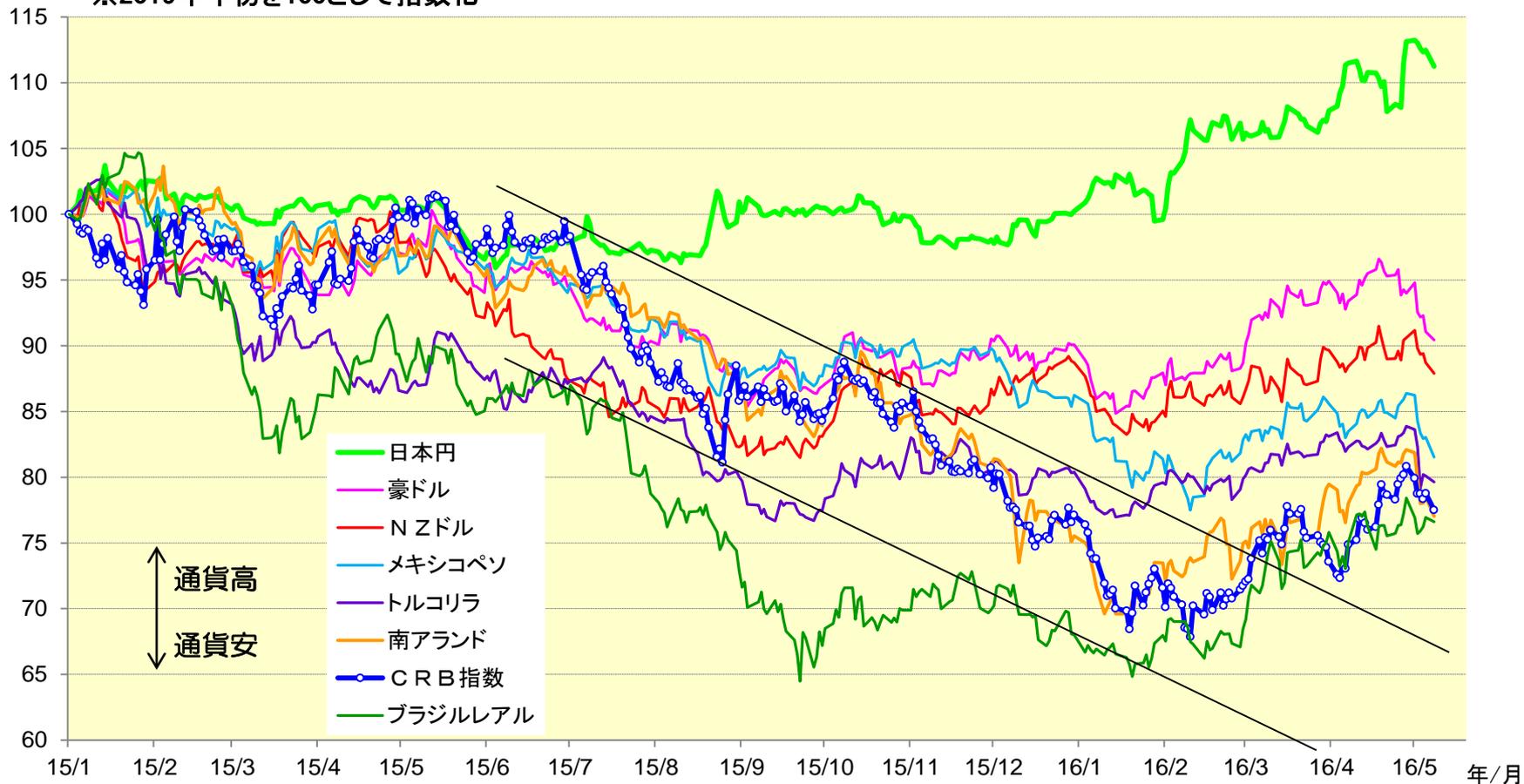
(出所)IMF(World Economic Outlook 2016/4)をもとに大和証券作成



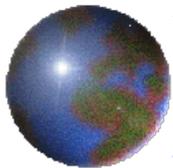
商品市況の回復は本物か？

CRB指数と各通貨（対米ドル）の推移

※2015年年初を100として指数化

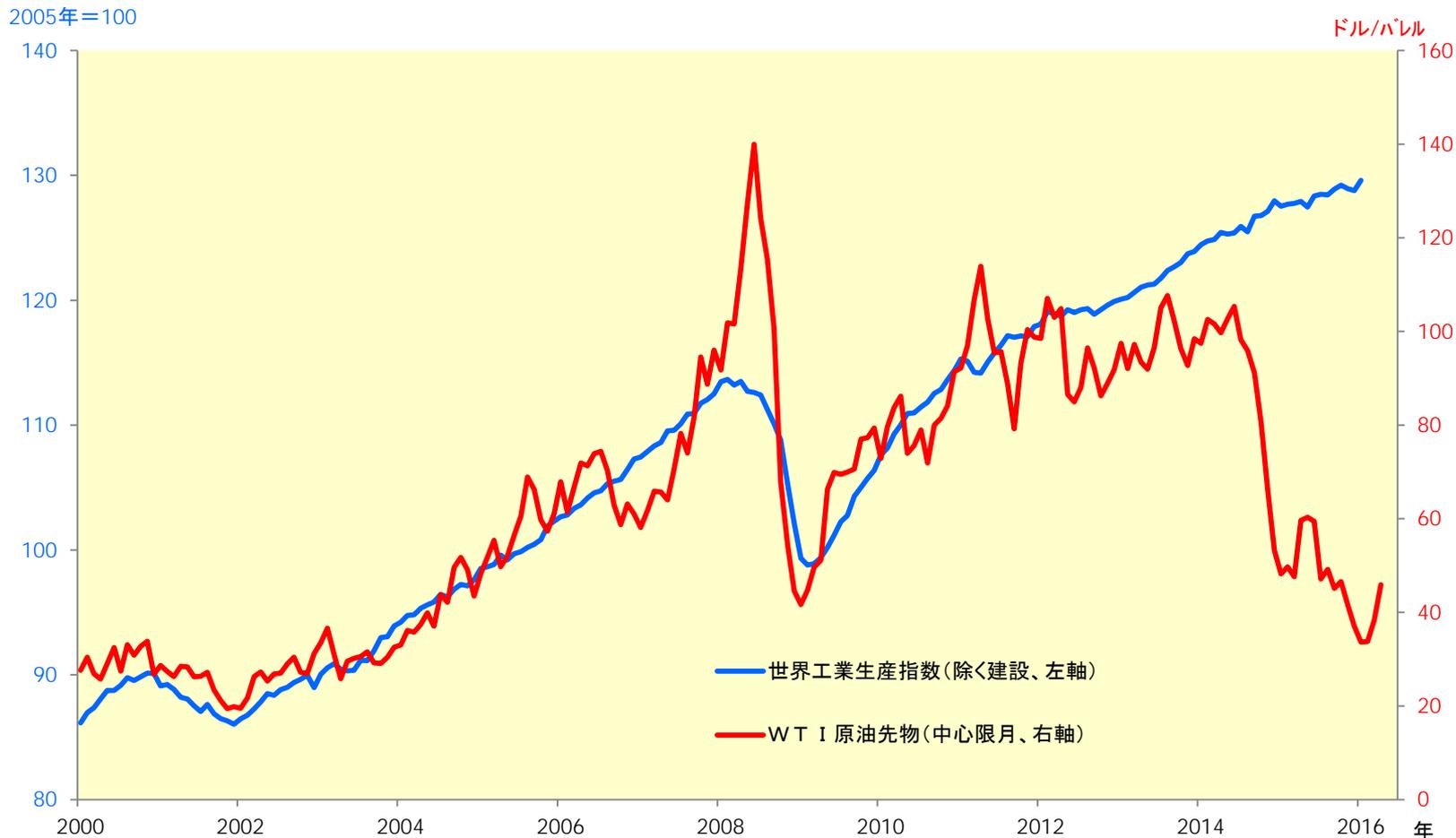


(出所)各種データをもとに大和証券作成(2016年5月9日まで)

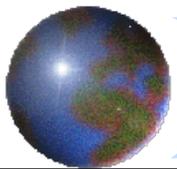


原油の適正価格はもう少し上？

世界工業生産指数とWTI原油先物価格の推移

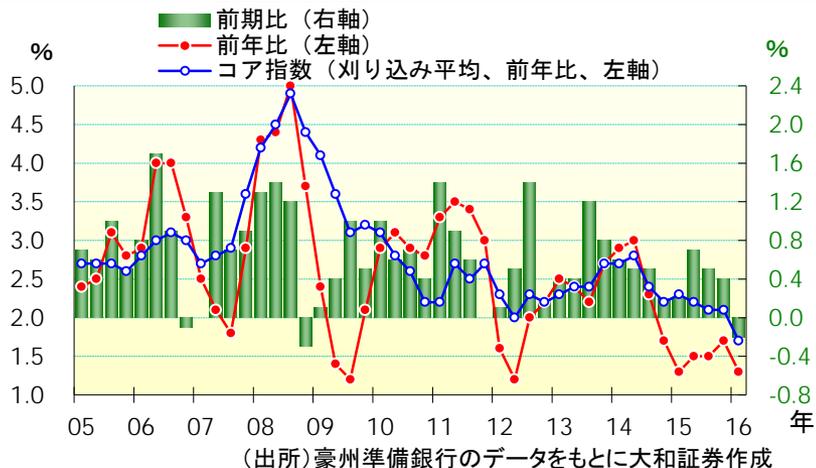


(出所)オランダ経済政策研究所等のデータをもとに大和証券作成

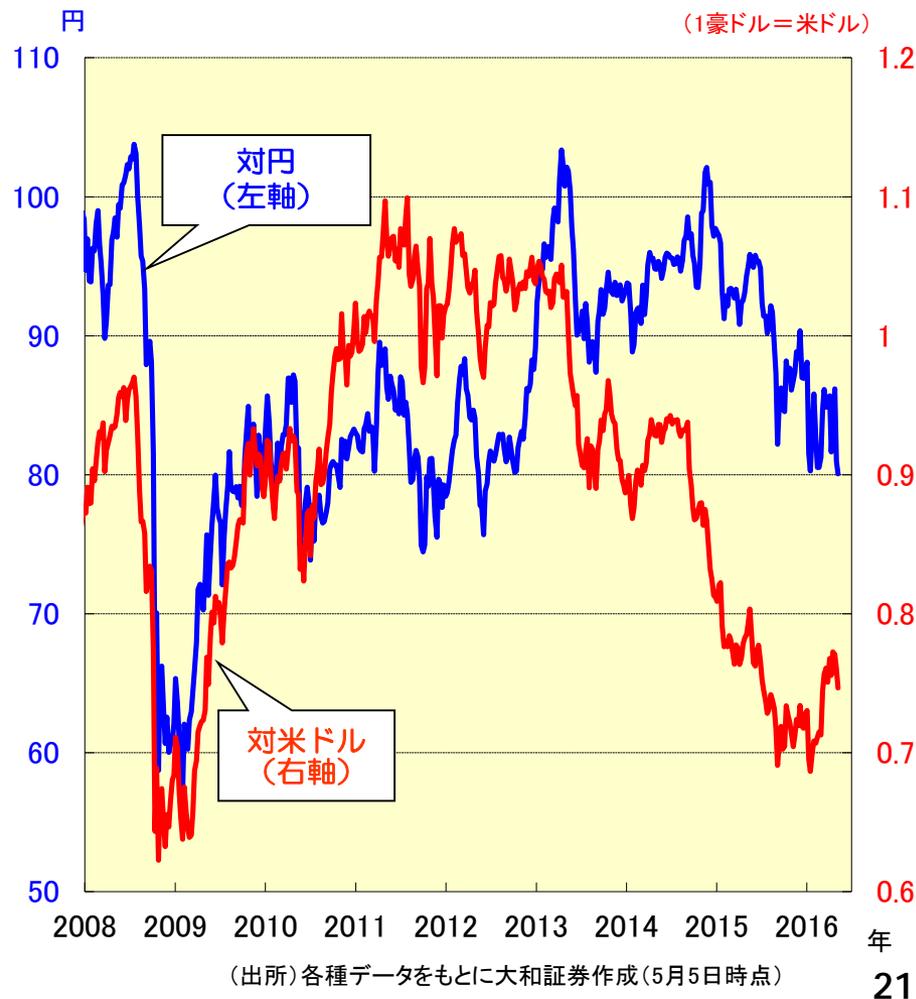


豪ドル：金利先安観が重石

消費者物価指数の推移

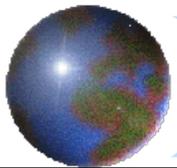


豪ドルの推移 (対米ドル・対円)



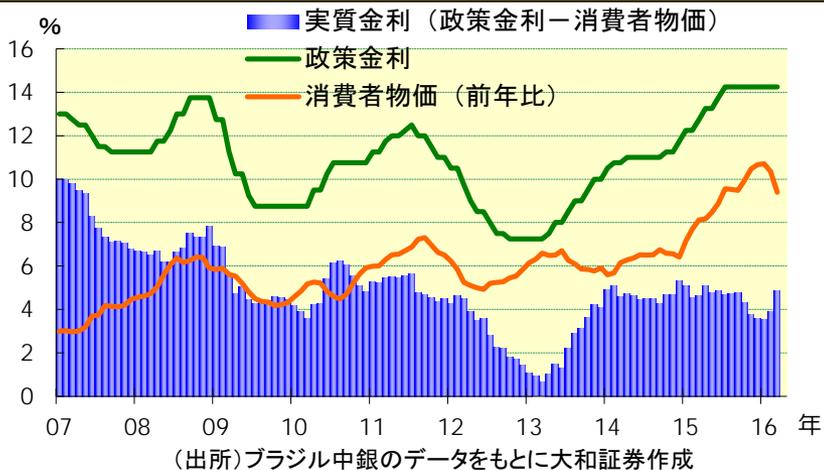
中国向け鉄鉱石価格 (鉄含有量62%) の推移





ブラジルレアル：反発はファンダメンタルズの改善で説明可能

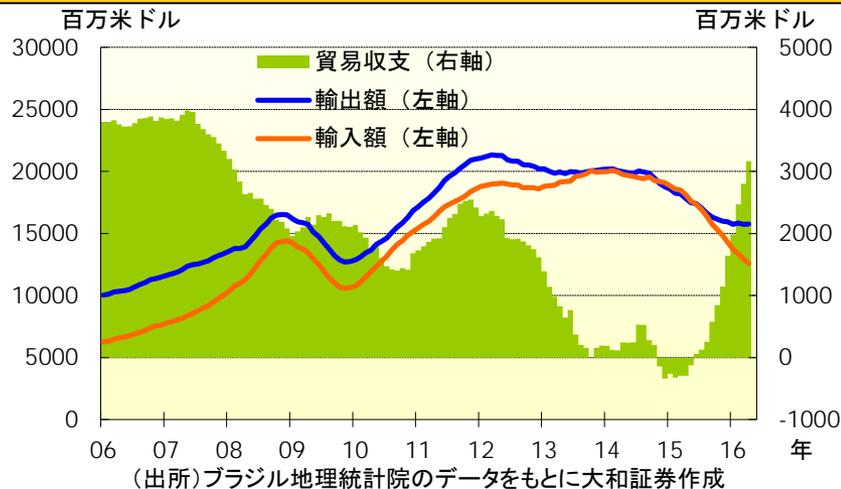
消費者物価と政策金利の推移



ブラジルレアルの推移（対米ドル・対円）



貿易収支の推移（12ヵ月移動平均）



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28年4月15日現在）

イテケン(1847) 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) サムティ(3244) サンセイランディック(3277) 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) ケー・エフ・シー(3420) enish(3667) 神島化学工業(4026) セプテーニ・ホールディングス(4293) ラクオリア創薬(4579) ノザワ(5237) 中山製鋼所(5408) 東邦亜鉛(5707) 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) 鎌倉新書(6184) 三相電機(6518) ダブル・スコープ(6619) ミツミ電機(6767) フェローテック(6890) エノモト(6928) 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) 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) パーカーコーポレーション(9845)（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27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。

大豊建設(1822) ヨシムラ・フード・ホールディングス(2884) 鳥貴族(3193) ホットランド(3196) 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) ケイアイスター不動産(3465) 昭栄薬品(3537) テクノスジャパン(3666) オプティム(3694) マイネット(3928) ベネフィットジャパン(3934) グローバルウェイ(3936) メディカルシステムネットワーク(4350) 扶桑化学工業(4368) 楽天(4755) デクセリアルズ(4980) インターワークス(6032) ファーストロジック(6037) 日本ビューホテル(6097) ブランジスタ(6176) 日本郵政(6178) GMOメディア(6180) ソネット・メディア・ネットワークス(6185) イワキ(6237) ツバキ・ナカシマ(6464) ソニー(6758) ジャパンインベストメントアドバイザー(7172) かんぽ生命保険(7181) ゆうちょ銀行(7182) 富山第一銀行(7184) アトム(7412) メニコン(7780) 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) 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) スマートパリュウ(9417) 学究社(9769)（銘柄コード順）