

# 【年末年始特番】

## 2016年 為替相場見通し

# テーマは 米と油

### 2016年1月～2016年12月の予想レンジ

★ドル円	118円～128円	上下ヒゲ有り
★ユーロ円	128円～140円	上下ヒゲ有り
★豪ドル円	85円～95円	上下ヒゲ有り
★WTI原油先物	40ドル～65ドル	上下ヒゲ有り

2015年12月  
大和証券株式会社  
投資戦略部  
チーフ為替ストラテジスト  
今泉 光雄  
(Mitsuo "Dave" Imaizumi)



#### <プロフィール>

1992年から為替市場業務に携わり、キーマンとなる金融当局者の発言等を分析して、独自の相場見通しで、顧客セールスを展開。デイトレーダーから機関投資家、実需企業まで、幅広く担当。2000年から2010年まで、TV東京系「モーニング・サテライト」で為替コメントーター。2014年7月、ストラテジストに就任。

**Daiwa**  
Securities

# ( I ) 自然体では 売られ易い「日本円」

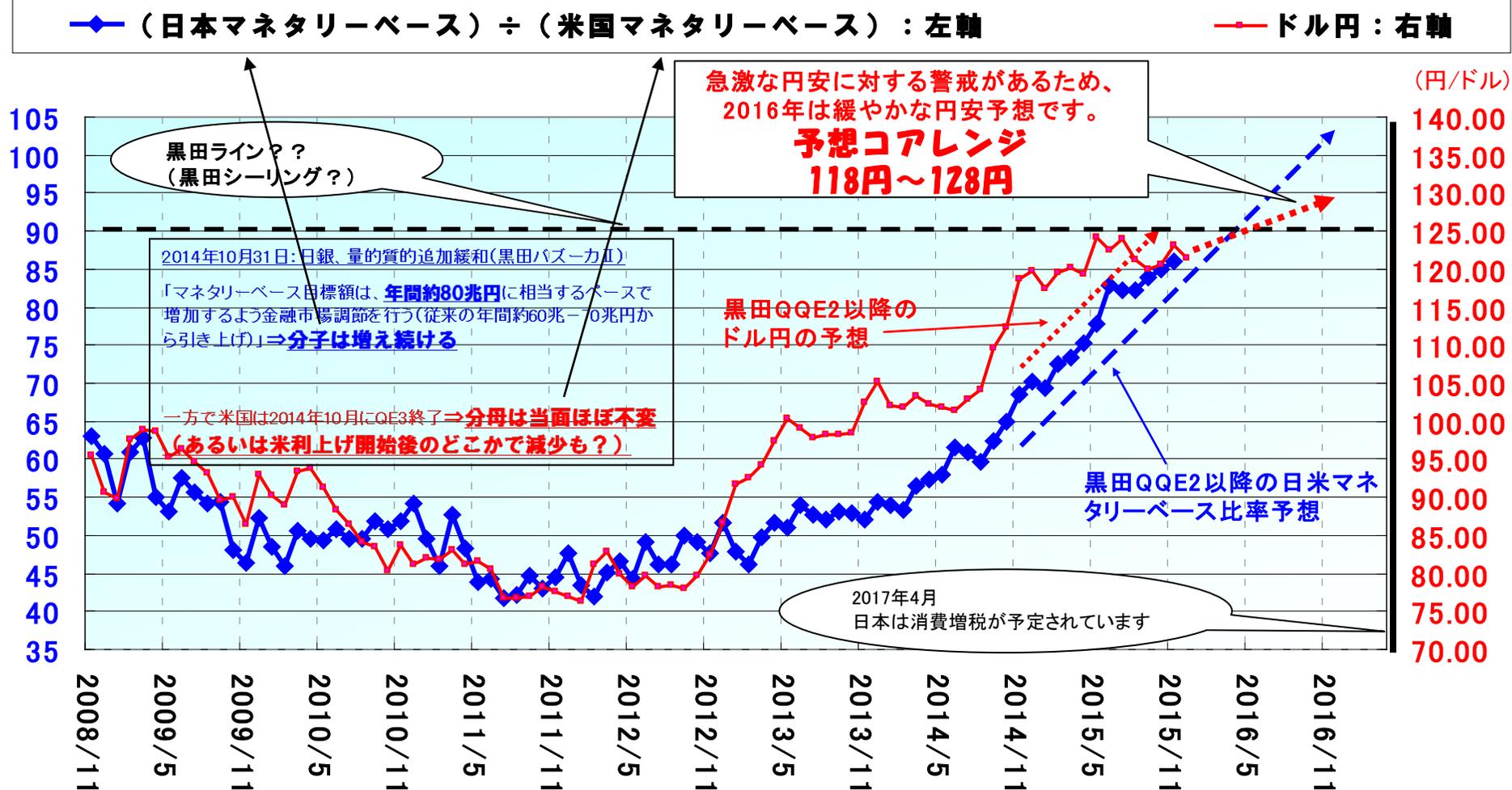
何も無ければ「円安」がどんどん進んでしまう可能性

スピード調整に苦慮する黒田日銀総裁(黒田シーリング)

# ドル高円安をあと押しする、日米金融政策の方向性の違い

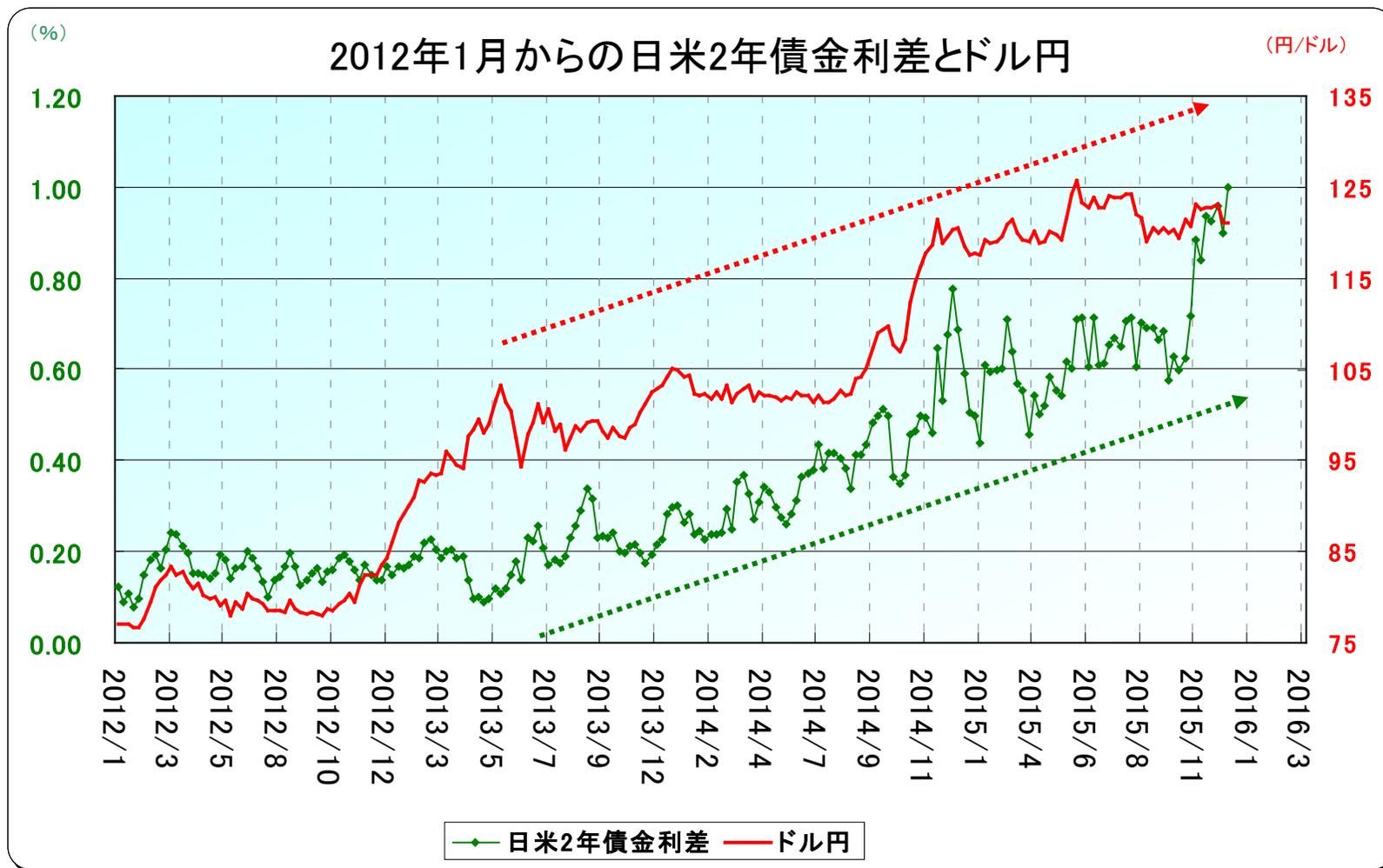
日米過剰流動性比率(日米どっちがお金じゃぶじゃぶか?)

量的緩和通貨は売られ易い



一般的には「ソロス・チャート」として知られていますが、左軸が日米のマネタリーベースの比率(日本÷米国)を取ってあります。右軸は為替相場(ドル円)。通貨の供給量の比率と為替相場の相関関係を説明するためのものです。

# 日米金利差の拡大はドル高円安をあと押し



# ドル高円安を後押しする日本企業のM&A

## 自己資金・円調達による円売りフローの可能性

★9月24日: **日本たばこ産業(JT)**は米レイノルズ・アメリカンの資産買収に向けて交渉中。非公開情報であることを理由に関係者が匿名を条件に語った。JTは「ナチュラル・アメリカン・スピリット」の一部を含めて**約50億ドル(約6000億円)**相当の資産を買収する可能性。協議は進展しているものの、物別れや買収規模あるいは対象資産の内容が変わる可能性も残るといふ。

★9月8日: **三井住友海上火災保険**、英損害保険大手アムリンを**総額6420億円**で買収すると発表。来年1~3月に完全子会社化。

★8月11日: **住友生命保険**は、米中堅生命保険会社のシメトラ・ファイナシヤル・コーポレーションを**約37億3200万ドル(約4666億円)**で買収し、完全子会社化すると発表。

★7月24日: **明治安田生命保険**は、米生命保険グループのスタンコープを**49億9700万ドル(約6246億円)**で完全買収することで、米社と合意。買収には手元資金を充てる。

★7月24日: **日本経済新聞社**は英紙フィナンシャル・タイムズを発行するFTグループを**8億4400万ポンド(約1600億円)**で買収することで英ピアソンと合意。買収資金1600億円は**自己資金と外部からの借り入れ**で賄う。

★6月30日: **三井住友銀行**、米ゼネラル・エレクトリック(GE)の欧州プライベートエクイティ(PE)の貸出資産を買収することで合意。買収する**債権金額は22億ドル(約2700億円)**。

★6月10日: **東京海上ホールディングス**、米保険会社HCCインシュランス・ホールディングス(デラウェア州)を買収する。買収額は**約75億ドル(約9400億円)**。全株式を取得し、年内に買収を完了する。

★6月4日: **日本生命保険**が、豪ナショナル・オーストラリア銀行の保険事業を買収する交渉をしている。同銀行側から買収の打診。買収額は**2000-3000億円程度**。→10月28日: 買収合意。約24億豪ドル

★4月21日: WSJインタビュー: **キヤノン**御手洗CEOは同社が医用ディスプレイ製品などの**成長分野の企業**を買収するため、**さらに30億ドル**を投じることを検討。

★3月11日: **ブラザー工業**は、産業用印刷機器の英ドミノ・プリンティング・サイエンスを**10億3000万ポンド(約1890億円)**で買収する。

★3月3日: **NTTコミュニケーションズ**は、独データセンター事業運営大手のイーシェルターを買収すると正式発表。6月末までに同社の株式の**86.7%**を取得。買収額は**約7億4千万ユーロ(約1千億円)**。

★2月24日: **日立製作所**はイタリア航空宇宙・防衛関連複合企業、フィンメカニカの鉄道車両・信号事業を買収する契約を締結したと発表。買収するのは、フィンメカニカの車両事業会社アンサルドブレダで、**買収価格は約48億6000万円**。またフィンメカニカが約4割を出資する信号会社アンサルドSTSの**買収価格は約1044億円**。

★2月23日: **旭化成**は、高分子ポリマー製造の米ポリポアを買収すると発表。米子会社を通じ現金で株式を取得。買収価格は1株**60.50ドル**。実際の**買収額は約22億ドル(約2600億円)**となる。

★2月19日: 映画制作会社**イマジカ・ロボットホールディングス**と官民ファンドの**クールジャパン機構**(海外需要開拓支援機構)、**住友商事**の3社は、映画の吹き替えや字幕などを手掛ける米SDIメディア(カリフォルニア州)を買収。特別目的会社(SPC)を設立、**1億6000万ドル(約190億円)**でSDI全株を買い取る。

★2月17日: 国際物流を手掛ける**近鉄エクスプレス**は、シンガポールの海運会社**APLロジスティクス(APLL)**を**総額約1442億円**で買収すると発表。グローバル市場で戦う経営基盤を構築するのが目的。

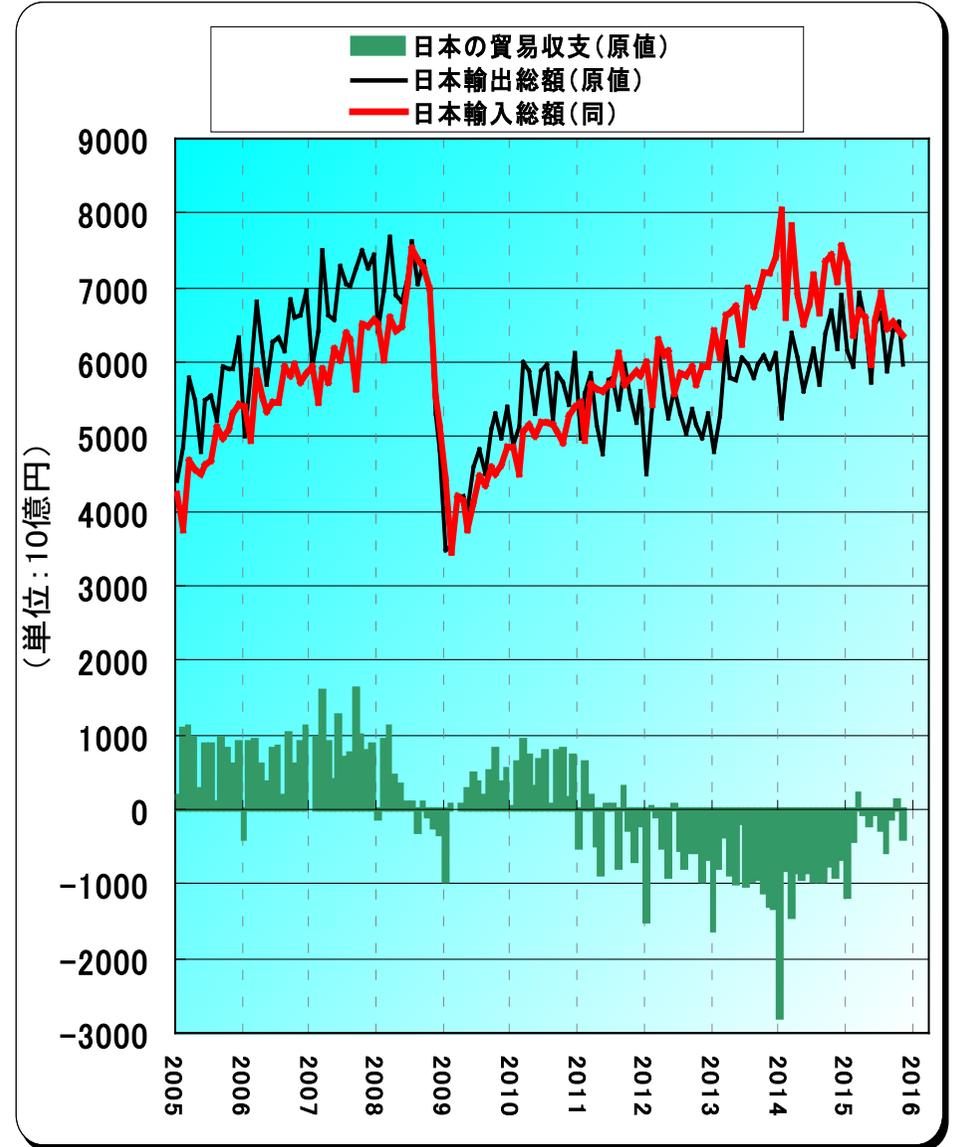
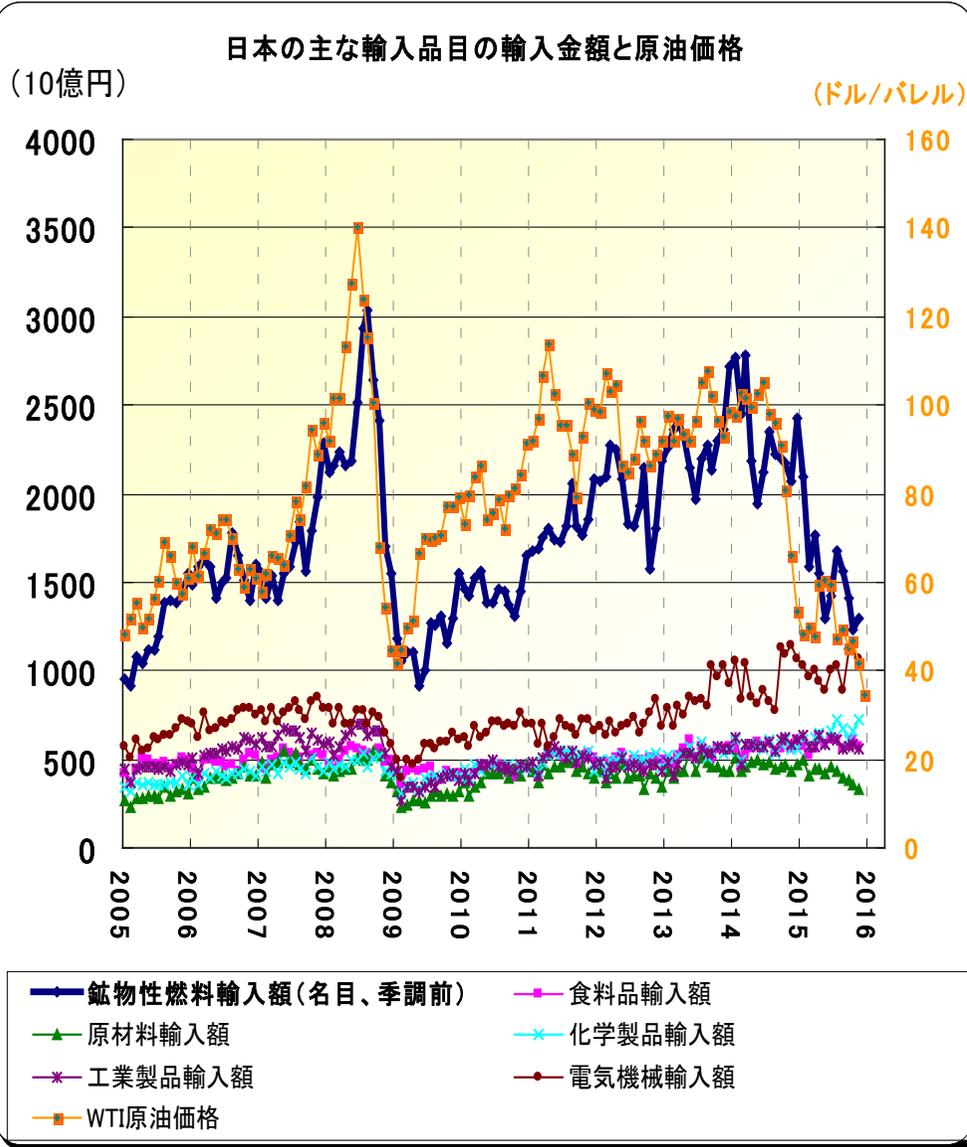
★2月10日: **キヤノン**は、監視カメラ世界首位スウェーデンの**アクシス**を買収すると発表。3月初旬に公開買い付け(TOB)する。**買収総額は236億スウェーデンクローネ(約3337億円)**。

**二極化**

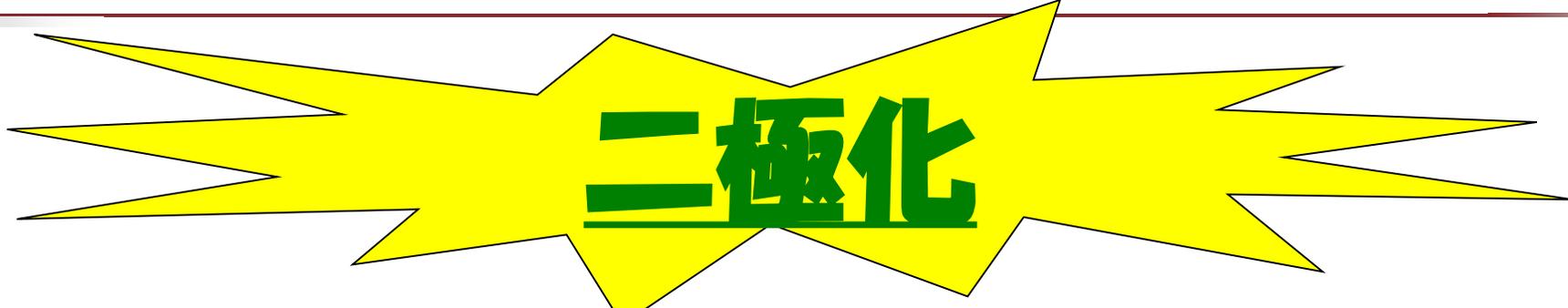
**(Ⅱ) 円安のスピードは  
今後緩やかに**

**周囲に迷惑のかからない円安へ**

# 円安スピードは鈍化（日本の貿易赤字は縮小傾向）



(出所)各種データより大和証券作成



**二極化**

## **(Ⅲ) 米経済指標**

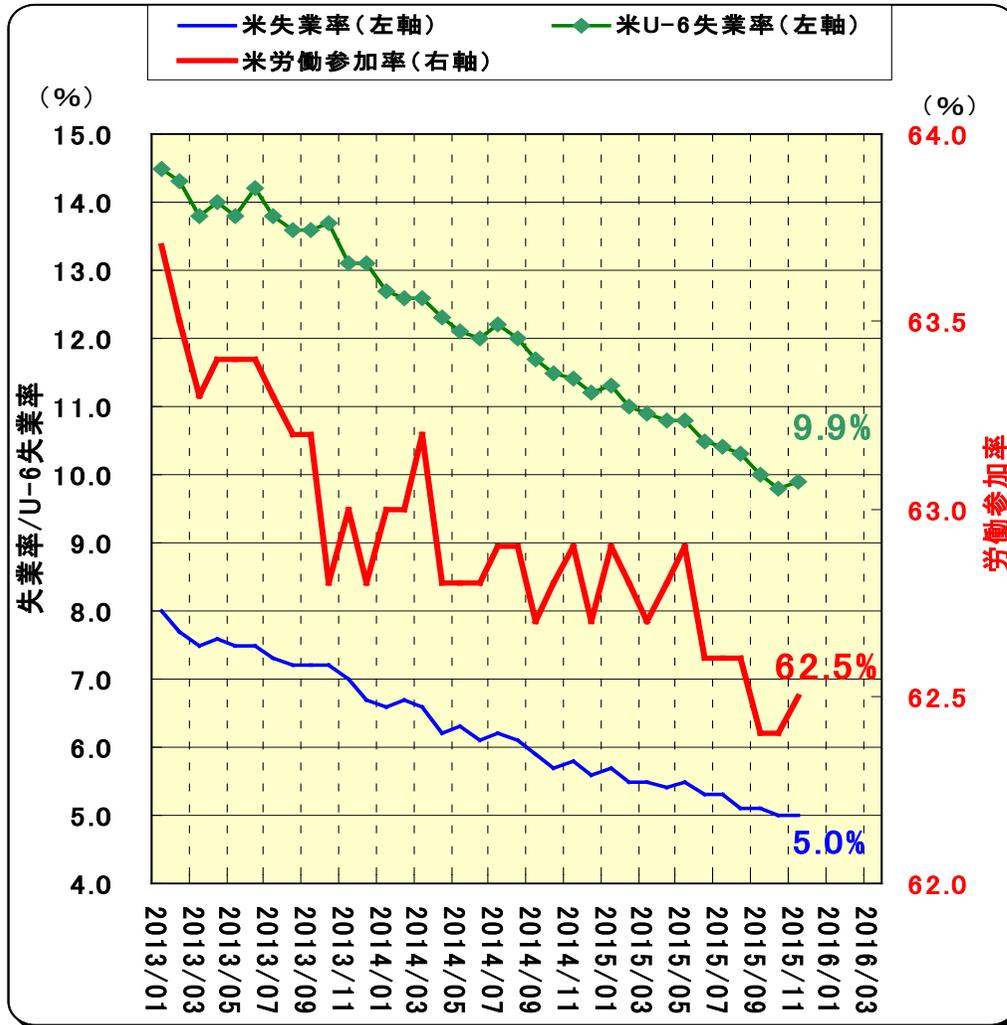
**米雇用、米住宅、米消費といった個人関連部門は好調**

**しかし米物価関連指標と米企業景況感関連指標が懸念**

# 米雇用指標は好調を維持

景気ブル、タカ派(Hawks)的 景気ベア、ハト派(Doves)的 中立(Dawk)派

- ① 非農業部門就業者数増加は予想比強い内容。10月分は強過ぎるにも程がある。
- ② 失業率(5.0%)は2008年4月以来の低水準維持。

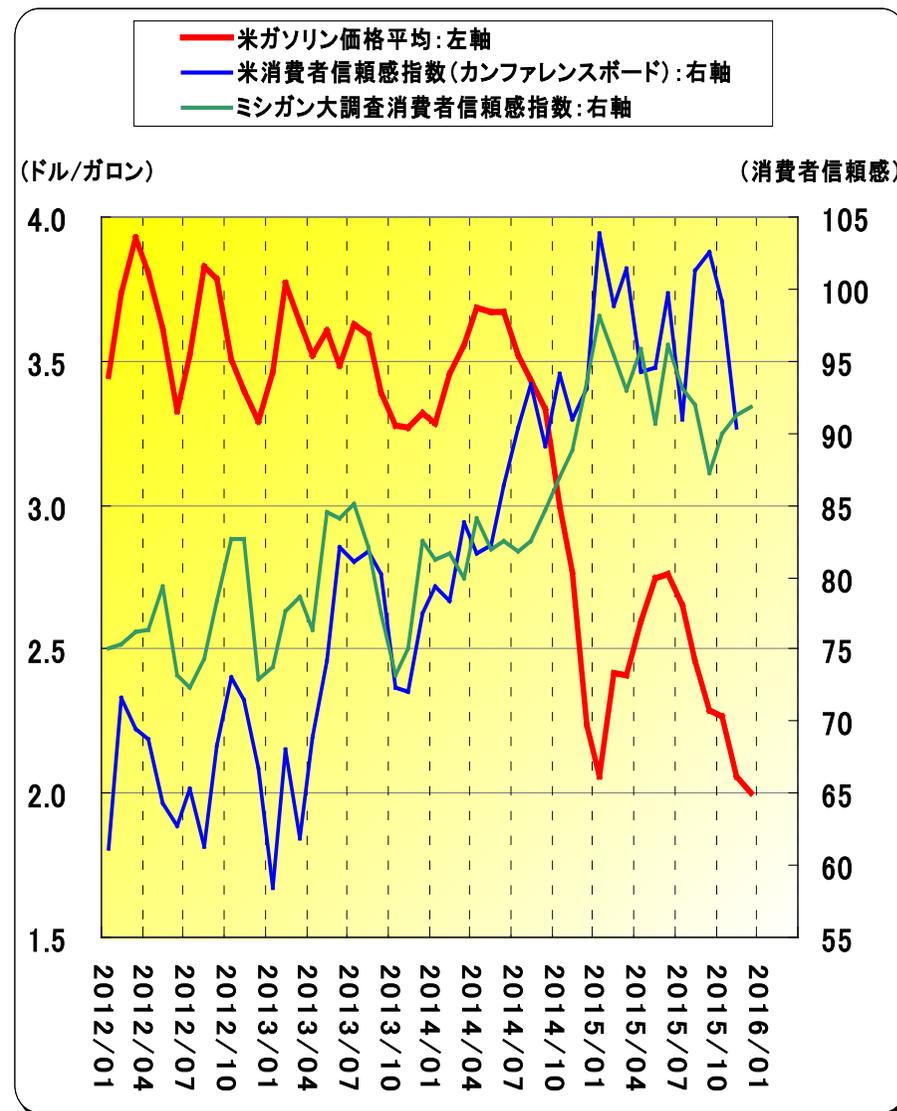
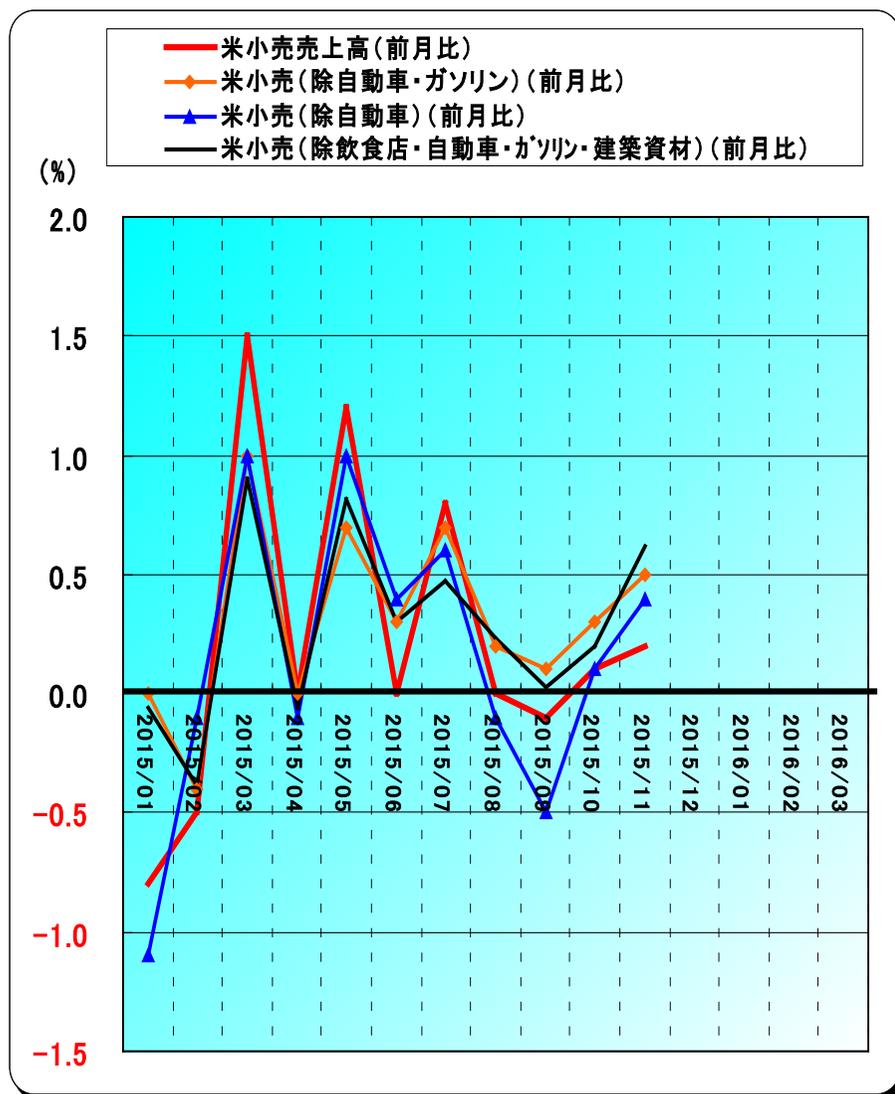


(単位:+ 千人)	最終値 もしくは修正値	速報値	事前予想 中心値
2014年11月	(上方修正)423←353	321	230
2014年12月	(上方修正)329	252	240
2015年1月	(下方修正)201←239	257	230
2015年2月	(速報値より悪化)266←264	295	235
2015年3月	(速報値より悪化)119←85	126	245
2015年4月	(下方修正)187←221	223	228
2015年5月	(上方修正)260←254	280	226
2015年6月	(上方修正)245←231	223	233
2015年7月	(下方修正)223←245	215	225
2015年8月	(速報値より悪化)153←136	173	217
2015年9月	(上方修正)145←137	142	200
2015年10月	(上方修正)298	271	185
2015年11月		<b>211</b>	200

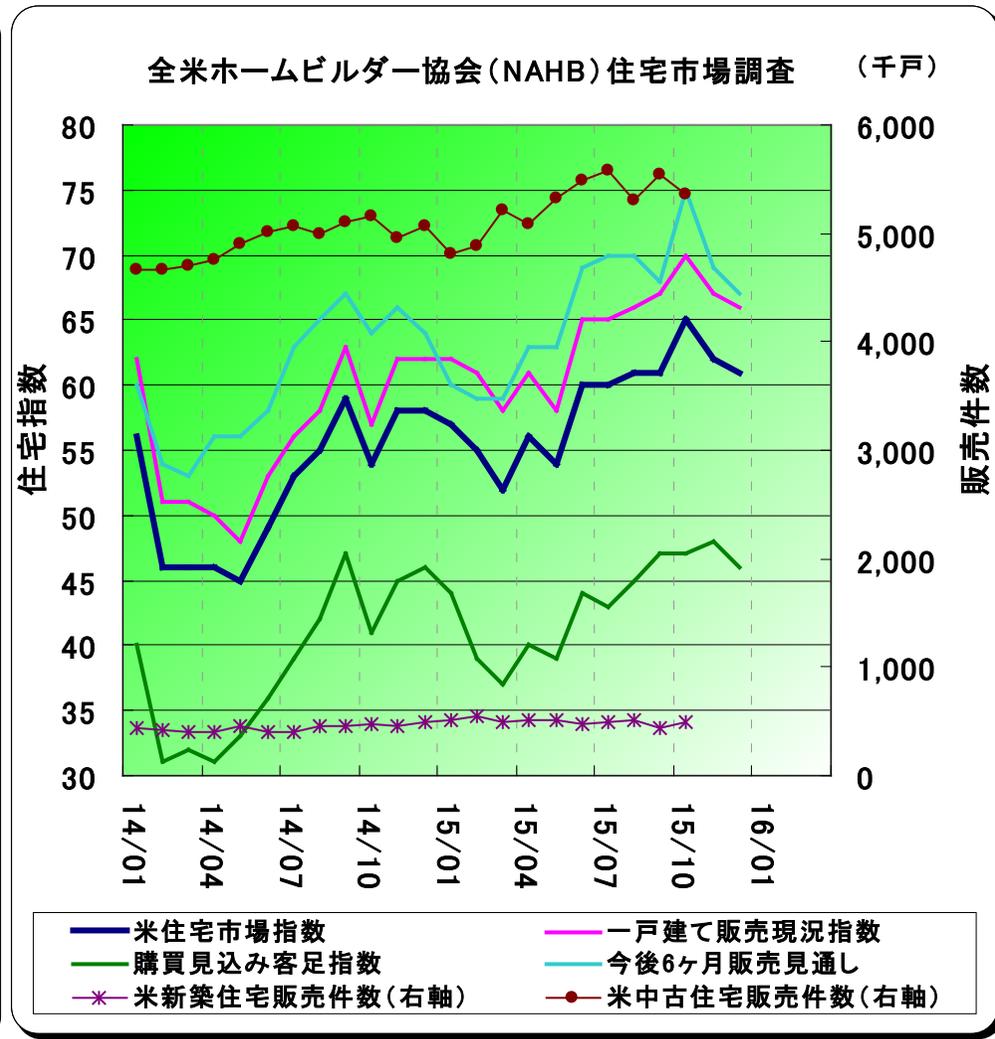
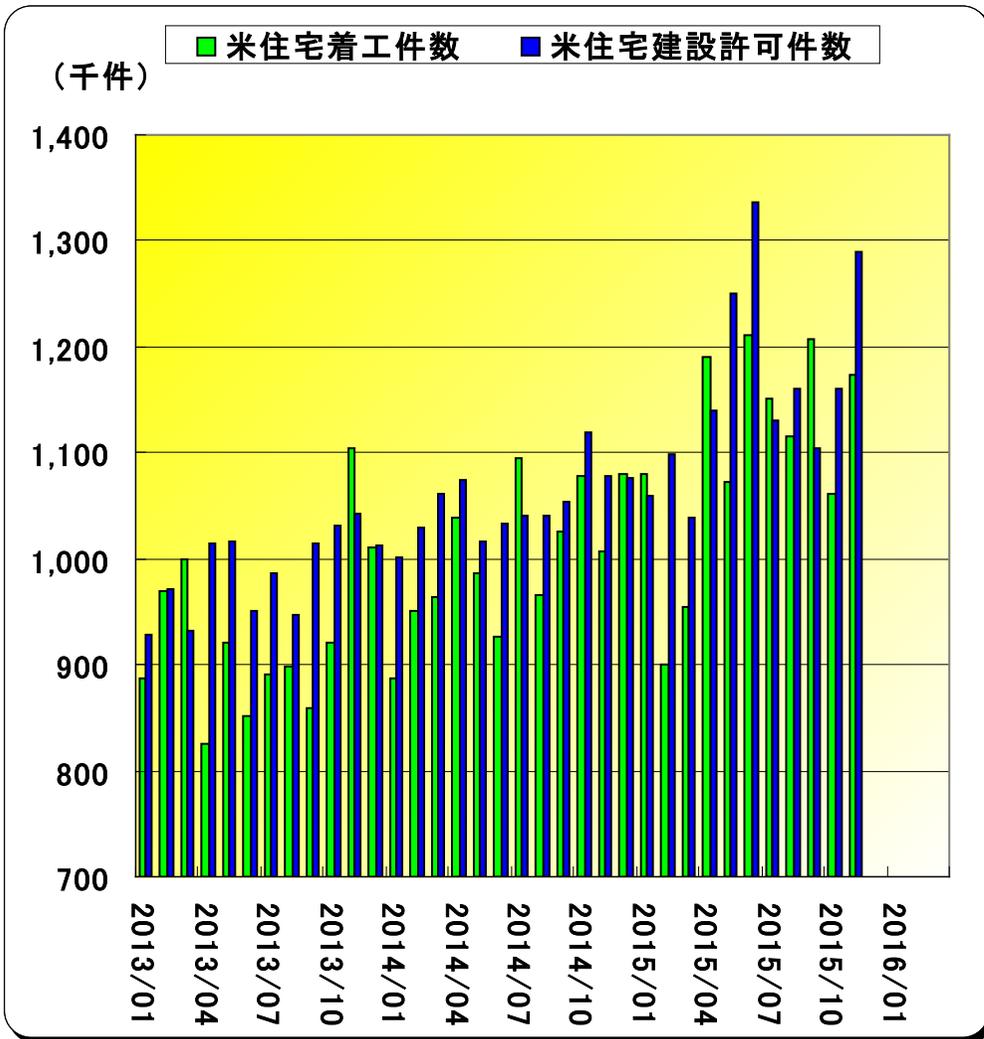
(注)赤字:予想より良い、上方修正 青字:予想より悪い、下方修正

(注)U-6失業率とは、職探しを諦めた人と、正規雇用から漏れたためにパートタイムの職業に就いている人を含めた失業率

# 米個人消費は回復。米消費者信頼感は高水準維持。

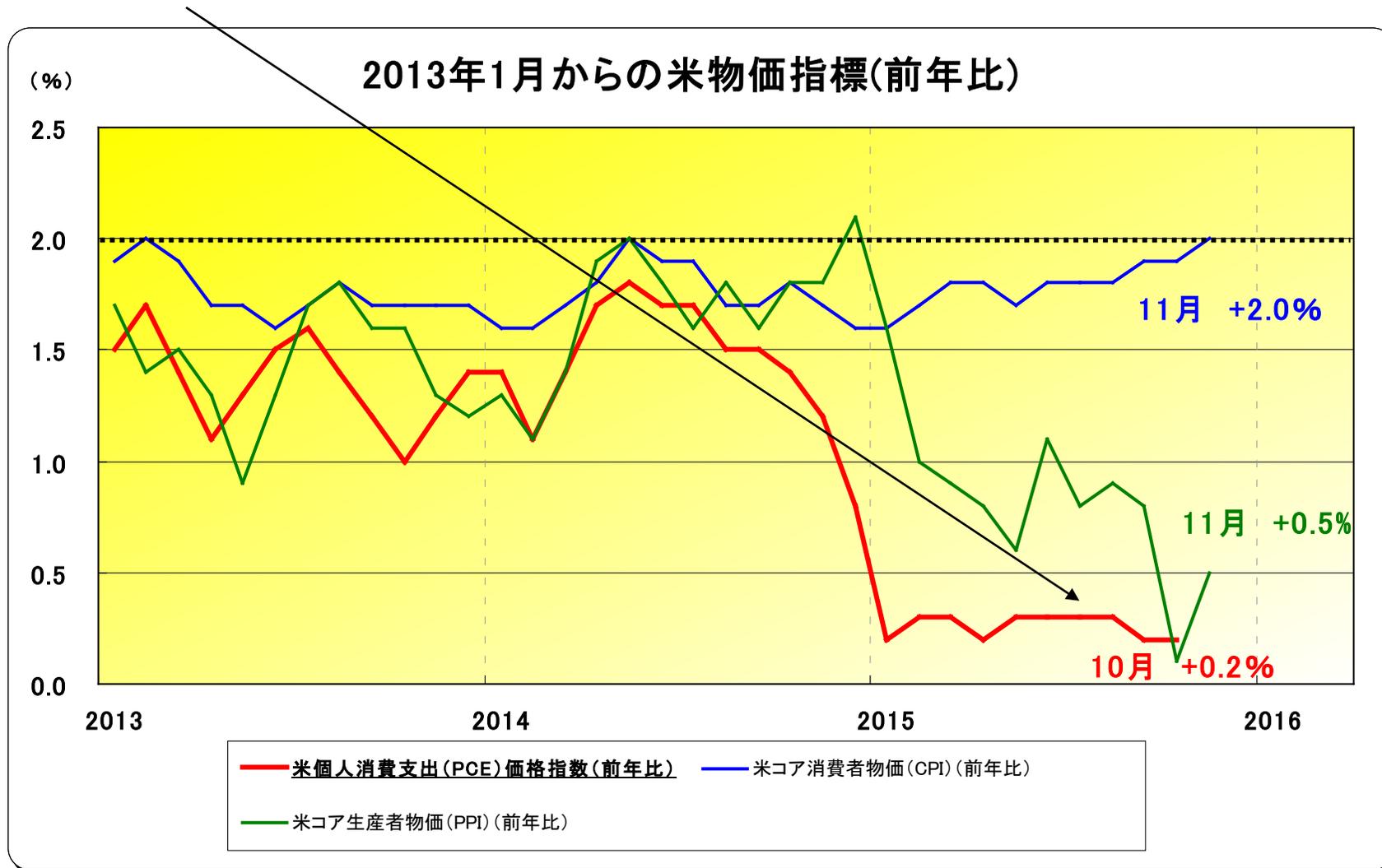


# 米住宅関連指標も好調さを維持



# 米物価指標は米FRBターゲットから程遠い

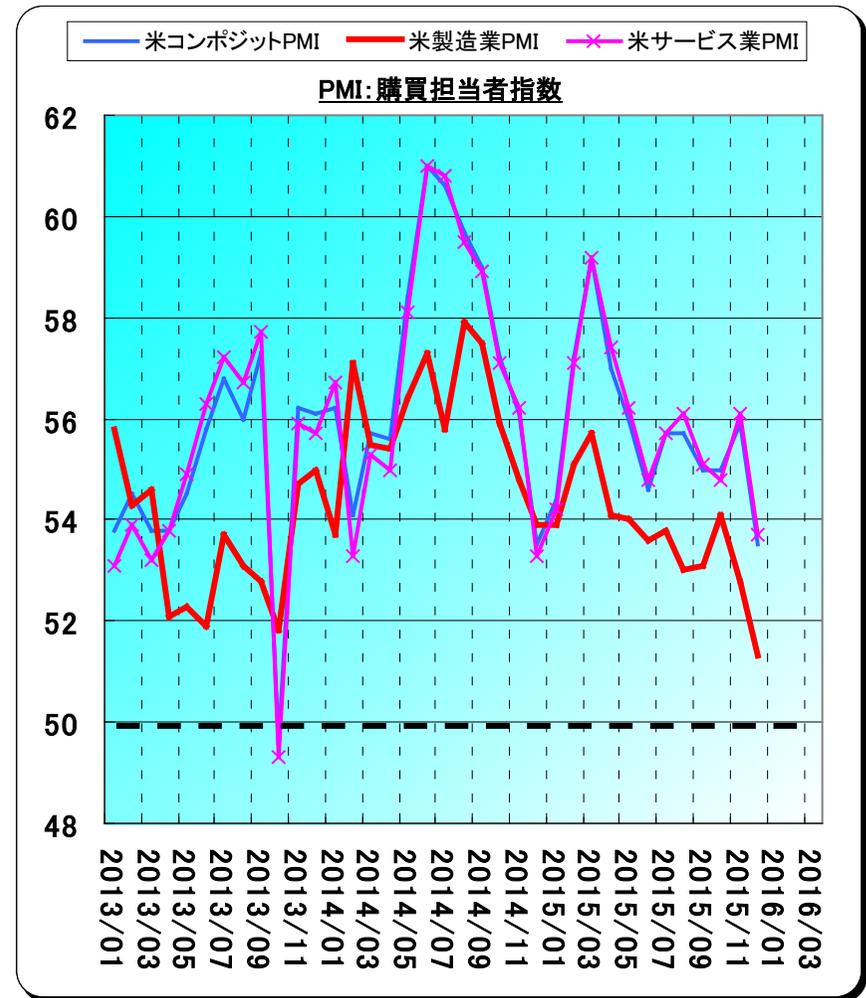
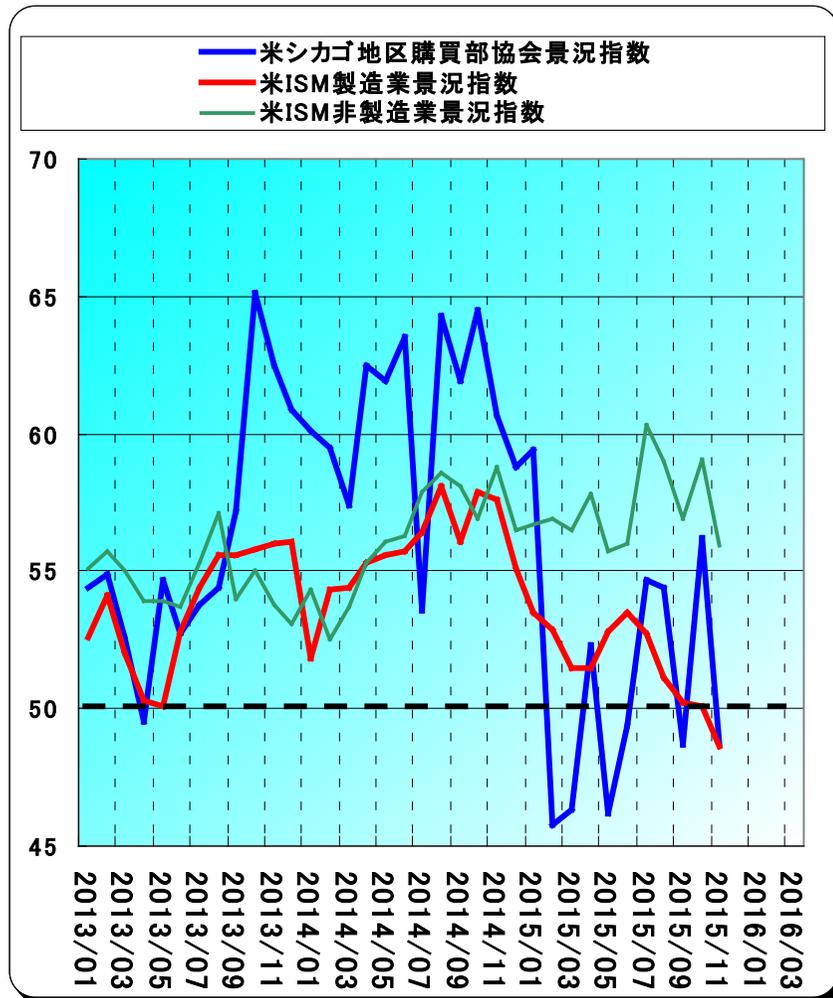
## 米FRBが重視するのは赤の個人消費支出価格指数(前年比)



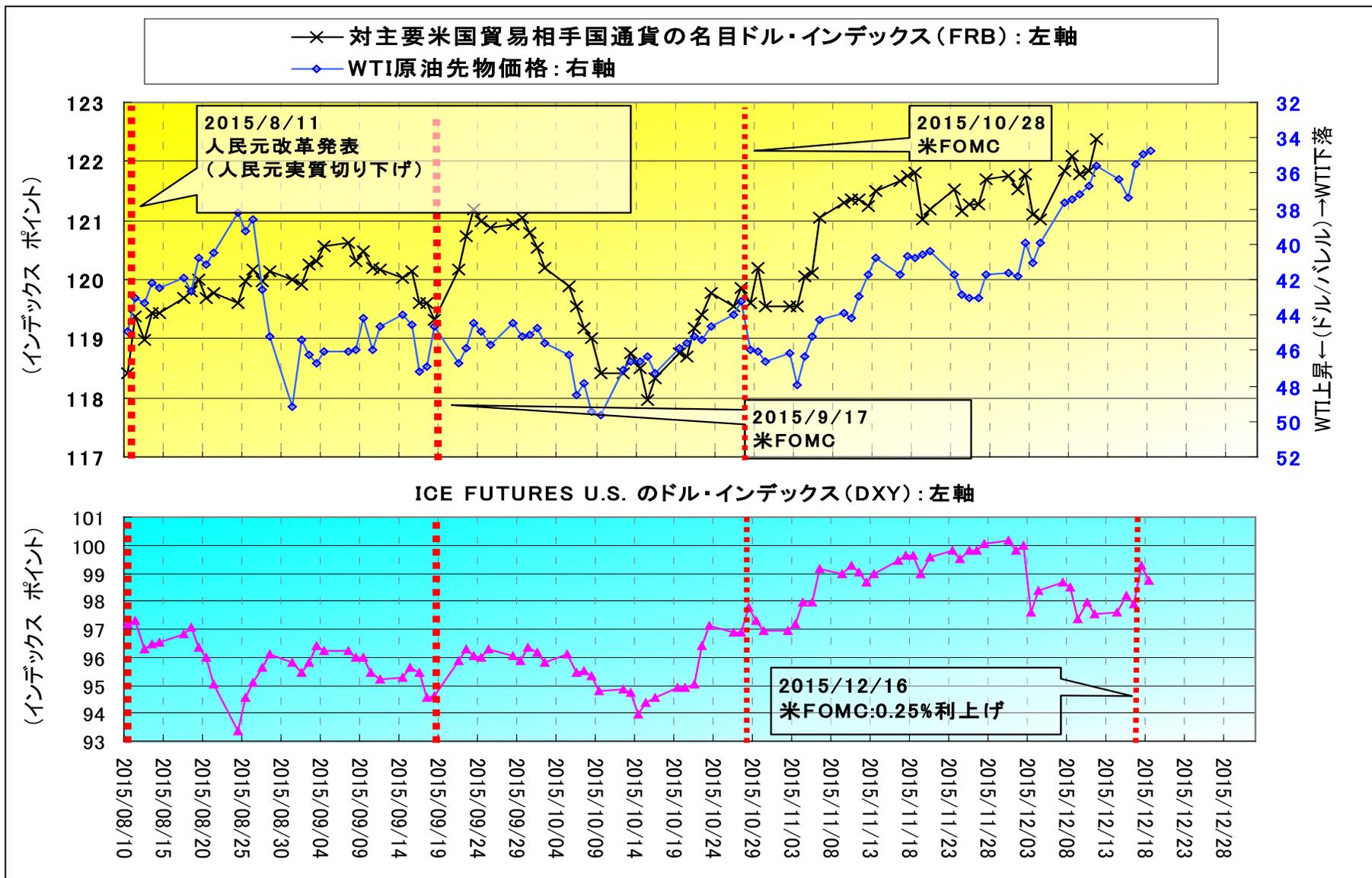
# 米企業景況感は非常に悪い

FRB当局も懸念している2大リスク

## 今後のドルの居所、原油価格が大きく影響



# 『油』(=原油価格)の動向が米経済・金融政策を左右



# 二極化

## (IV) 原油価格について

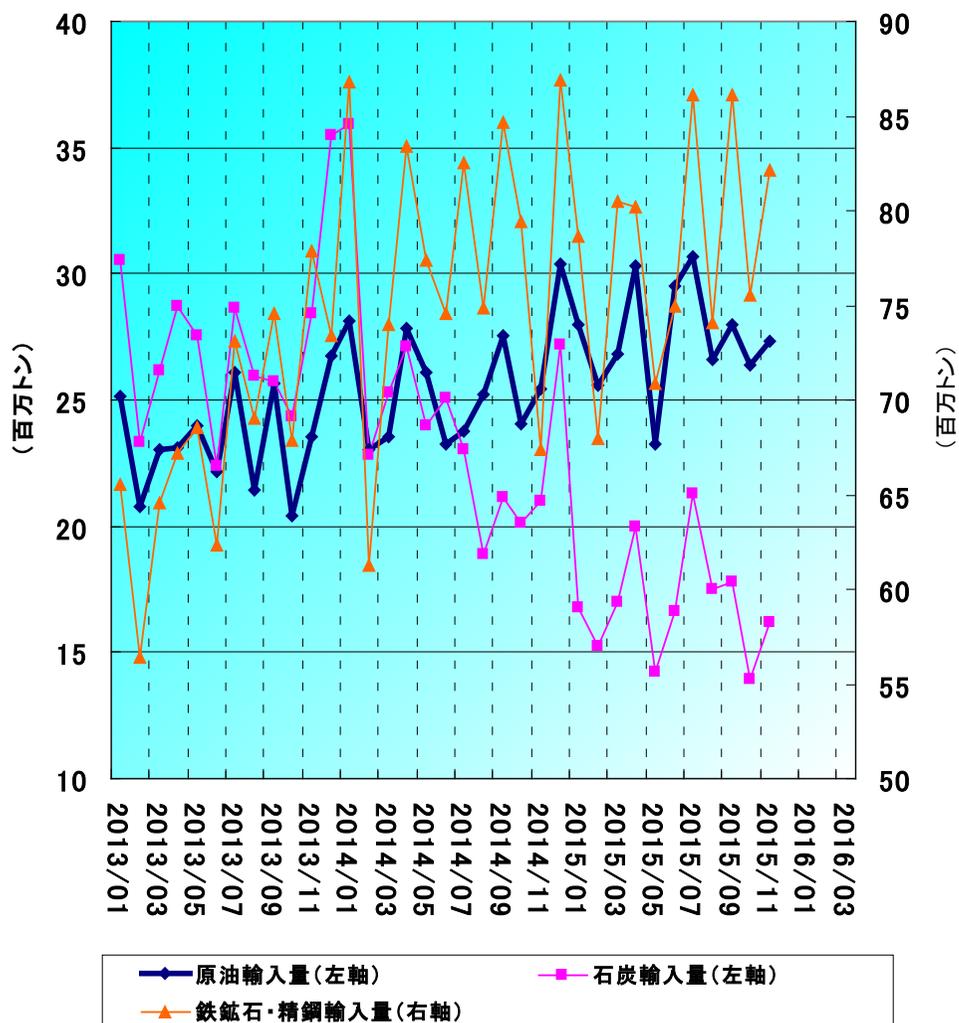
中国株暴落からの原油価格再下落だが、中国需要は減っていない

イラン制裁解除は2016年からか？

原油価格下落を煽る今の材料は全て正しいのか？

# 中国の原油需要(量)は減っていない

中国の輸入【量】(金額ではない)



## 11月の

**原油輸入量は27.34百万トン**

(年初来累計302.31百万トン、年初来前年比+8.7%)

**鉄鉱石輸入量は82.13百万トン**

(年初来累計856.55百万トン、年初来前年比+1.3%)

**銅0.46百万トン**

(年初来累計4.28百万トン、年初来前年比▲2.8%)

**銅鉱石1.44百万トン**

(年初来累計11.82百万トン、年初来前年比+11.0%)

**液化燃料は2.86百万トン**

(年初来累計28.61百万トン、年初来前年比+16.7%)

**大豆輸入量は7.39百万トン**

(年初来累計72.57百万トン、年初来前年比+15.4%)

今後の中国景気指標が発表されるたびに一喜一憂あるいは右往左往の相場は続くのであろうが、一言、「**中国は資源安・商品安を謳歌している**」と言えよう。悪い指標もまんざらでもない。「一路一帯」構想に向けて準備は整いつつあるようだ。

# 2016年は供給過剰が解消に向かう可能性(との予想)なるも世界景気動向次第

## 12月10日: OPEC(石油輸出国機構)月報

- ・OPEC加盟国による原油生産は11月に、約3年ぶり高水準。生産量は日量23万100バレル増え3169万5000バレル。2012年4月以降で最大。サウジアラビアが若干減ったもののイラクがそれ以上に増えた。
- ・OPEC加盟国の産油量は来年の需要予想を日量約90万バレル上回る。来年の需要予想は日量3082万バレルで据え置いた。
- ・OPEC非加盟国の2016年生産量は日量38万バレル減り平均5714万バレルになると予想。今年の非加盟国の産油量見積もりは日量28万バレル引き上げ。

## 11月12日: OPEC月報

10月のOPEC加盟国産油量は減少。価格安に伴う投資削減で、**来年の非加盟国供給量は2007年以来初めて減少する見通し。**

**来年の非加盟国供給量は日量13万バレル程度減少すると予想した。**予想通りなら、産出量を増やして、より高コストの競合相手国から市場シェアを取り戻す戦略が奏功しつつあるとあらためて示すことになりそうだ。

**来年のOPEC産原油需要見通しは日量3082万バレルで据え置き、世界需要は同125万バレル増加するとした。**

「世界的な石油生産の増加により原油在庫の過剰が少なくとも10年ぶりの高水準に達した。先進国の原油在庫は過去5年間の平均を2億1000万バレル超え、経済危機発生後の2009年1-3月(第1四半期)に記録した水準も上回った。ただ、**非加盟国の供給減少や冬季のエネルギー需要増が現在の過剰状態を和らげる可能性があり、価格回復につながると見ている。**世界的な在庫増加は、供給全体のペースが世界の原油需要の伸びを上回っていることが主因だ」

## 12月11日: 国際エネルギー機関(IEA)月報

世界石油市場では**少なくとも2016年遅くまで供給過剰の状態が続く。**需要の伸びが鈍化する一方、石油輸出国機構(OPEC)が生産量を最大化する「決意をあらためて」示したため。

OPECは4日の総会で生産量の上限を事実上撤廃し、供給過剰で値下がりしても市場シェアを維持する固い決意を見せた。OPECのこの方針が競争相手に打撃を与え、非加盟国の供給量が1992年以来の大きな落ち込みとなる中、**イランの制裁解除に伴う輸出再開後は世界の石油在庫はさらに膨らむ公算が大きい。**

ただし、**過剰分が来年に積み上がるペースは今年のほぼ半分程度に鈍化する見込み。**OPEC非加盟国の供給が減るほか、需要は過剰分の一部を吸収するのに十分な強さを維持するため、**非加盟国の来年の生産量は日量60万バレル減ると予想。**世界の石油需要の伸びについては**日量120万バレルに鈍化する見通し。**

# (V)ドル円相場概観

米国も日本も緩やかな円安であれば容認か？

過去最大級のエルニーニョが  
冬の米国経済を救う？

『**三役**揃い踏み相場』への序章

「一帯一路」構想(新シルクロード  
計画)は中国のインフラ投資を回  
復させるか

(**強い米国、弱い日本、普通の中国**)

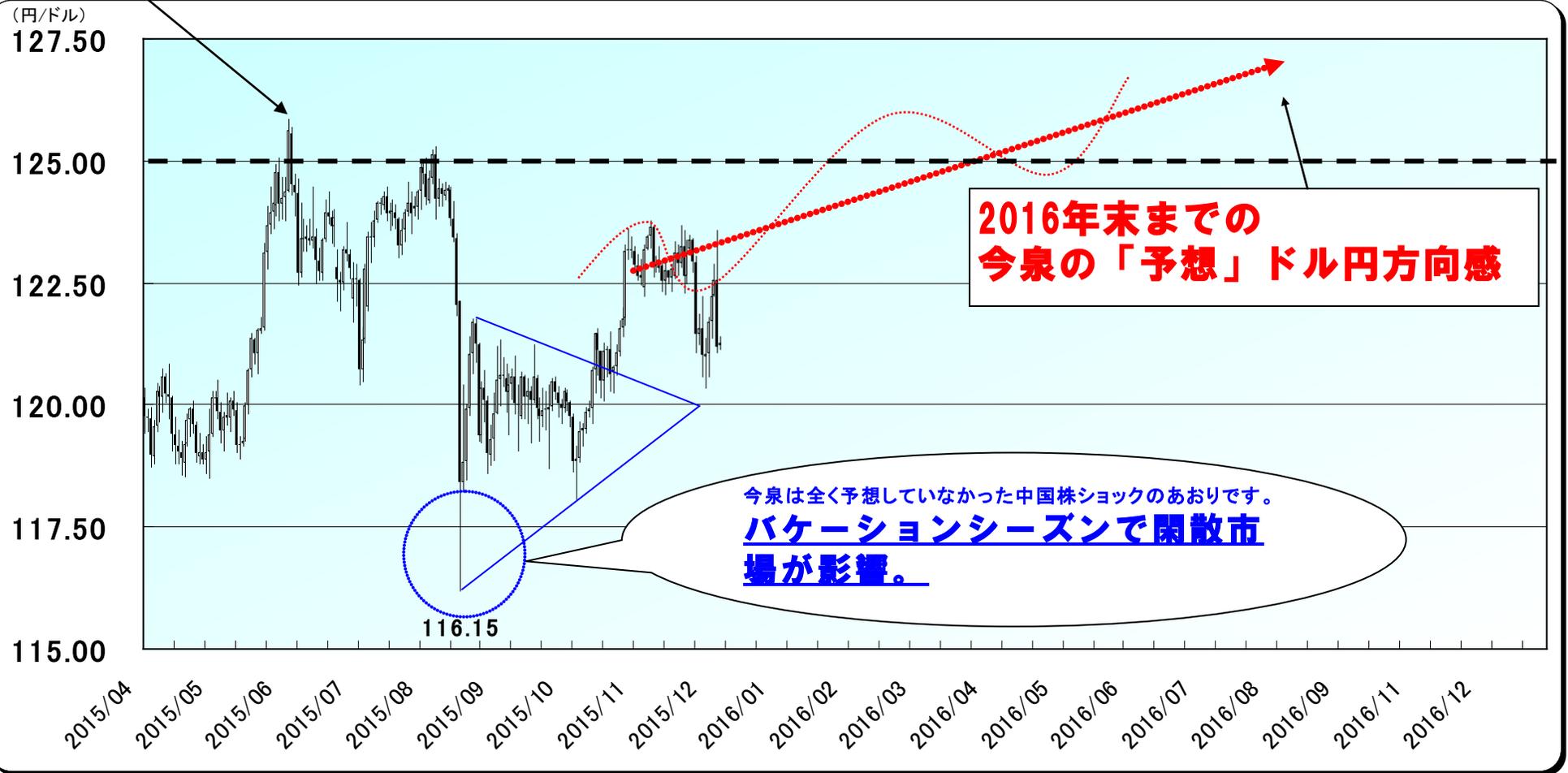
2017年4月には消費増税が控える

チャイナ・マネー目当ての欧州や新興国  
がチャイナを見捨てない？  
そして「自称」13億人の人口は世界の企  
業にとって魅力的な市場？

# ドル円は水準よりもスピード感が大切

米国が何も言わなくても、日本サイドが怯えて、スピードを抑える。

6月10日、為替マーケットで黒田日銀総裁の発言が注目された。  
「(実質実効為替レートに関し)ここからさらに円安はありそうにない」



## 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11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) MCUBS Mid City投資法人(3227) 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) サンコーテクノ(3435) 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) アバント(3836) 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) ラクオリア創業(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) オカダアイオン(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) 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) 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) 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12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) アクティブア・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) テクノスジャパン(3666) オプティム(3694) テラスカイ(3915) マイネット(3928) 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) 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) 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) パンチ工業(6165) 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) ツバキ・ナカシマ(6464) 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) ブラッツ(7813) T 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) 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）