

---

---

# 為替相場展望

2013年11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

- ◆為替相場概説・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 1
- ◆ドル円、ユーロ相場の回顧・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 2
- ◆米財政協議妥結後も方向感が出にくいドル円相場・・・・・・・・ p. 3
- ◆ユーロ圏CPIショックで露呈したユーロ急落リスク・・・・・・・・ p. 5
- ◆ドル円、ユーロ相場の見通し・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 6
- ◆内外市場データ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 7

調査部 マクロ経済研究センター

井上 肇 (Tel : 03-6833-0920 Mail : inoue.hajime@jri.co.jp)

◆本資料は、2013年11月6日9:00時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

---

---

# 為替相場概説（2013年11月）

## 1. ドル円、ユーロ相場の回顧

### <10月のドル円相場>

米財政協議が難航するなか、上旬には一時96円台まで円高ドル安が進行。米財政協議が一応の妥結をみた中旬には、一旦99円台までドルが持ち直したものの、下旬以降は、米量的緩和縮小の先送り観測の高まりから、ドルの上値の重い展開が持続。

### <10月のユーロ円相場>

イタリアでの政局不安や米財政協議の難航を背景にリスク回避の動きが強まり、上旬には一時131円台までユーロが下落。もっとも、その後は、米量的緩和縮小の先送り観測等を受けてリスク回避の動きが後退し、下旬には一時135円台まで円安ユーロ高が進行。

## 2. 米財政協議妥結後も方向感が出にくいドル円相場

10月16日に米財政協議がひとまず妥結し、米国債がデフォルトに陥るという事態は回避。これにより、ドル円相場の当面のテーマは米国の景気動向及びFRBの量的緩和縮小の見通しへと移行。米金融政策の先行きを展望すると、①政府機関の一部閉鎖による景気へのマイナス影響の見極めに時間を要するとみられること、②来年初にかけて再び財政をめぐる混乱が生じるリスクが残ること、等を踏まえれば、量的緩和縮小開始は年明け以降に先送りされる公算大。当面は、FRBの量的緩和縮小の先送り観測が株式などのリスク資産価格を押し上げ、投資家のリスク選好度合いを高める半面、日米金利差が拡大せず、円安ドル高が進みにくい展開が続く見込み。

もっとも、米FRBが量的緩和縮小時期を模索していることには変わりではなく、金融緩和の長期化が見込まれる日銀との方向感の違いが明確化していることを踏まえれば、中期的な円安ドル高トレンドは不変。わが国貿易赤字を主因に、為替需給面で円高圧力が後退した状況が続くと見込まれることも、中期的な円安ドル高トレンドを下支えする見込み。一方で、円安ドル高が進みやすい展開が維持されても、円安ドル高進行ペースは、日米金利差の拡大ペース同様、緩やかなものにとどまる公算大。

## 3. ユーロ圏CPIショックで露呈したユーロ急落リスク

9月半ば以降のユーロ相場は、①米欧の景気・金融政策の格差を反映しやすい独米金利差、②欧州債務問題の深刻度合いを象徴するユーロ圏周辺国債利回りの対独スプレッド、を基に試算される適正水準からユーロ高方向にかい離幅が拡大。過去の経験則では、ユーロが同水準から一時的にかい離しても、最終的には同水準にさや寄せされており、今回もかい離幅が拡大していたところで米欧の金融政策に対する期待変化をきっかけに、大幅な調整が生じた形。

当面を展望すると、米国景気の回復ペースが鈍化する一方、ユーロ圏景気の底入れ期待が続いていること等を踏まえれば、再び独米金利差や対独スプレッドから試算される適正水準からかい離してユーロ高が進行しやすい展開が続く見込み。もっとも、今回のユーロ急落を含め、これまでの経験を踏まえると、独米金利差や対独スプレッドから試算される適正水準を超えるユーロ高の持続性には疑問。今後、①米景気指標の改善を受けたFRBの量的緩和縮小観測の高まり、②ユーロ圏のディスインフレ傾向や超過準備減少による短期金利上昇回避に向けたECBの追加緩和観測の高まり、等をきっかけに、ユーロが急落するリスクが残存。

## 4. ドル円、ユーロ相場の見通し

### <ドル円相場の見通し>

日米金融政策の方向性の違いや需給面での円高圧力後退等により、中期的な円安ドル高基調は不変。もっとも、当面は、米量的緩和の先送り観測が投資家のリスク選好度合いを高める半面、日米金利差が拡大せず、円安ドル高が進みにくい展開が続く見込み。

### <ユーロ相場の見通し>

ユーロ圏景気が底入れするなか、当面は、ユーロが底堅く推移する見通し。ユーロ圏の経常黒字拡大もユーロ強含みに作用。もっとも、景気の本格回復が期待薄な状況下、ECBの低金利長期化が予想されることから、ユーロの上値は限られる見込み。

# 10月入り後もドル円相場は方向感を欠いた展開が持続。上昇基調が続いてきたユーロは月末に急落する展開に。

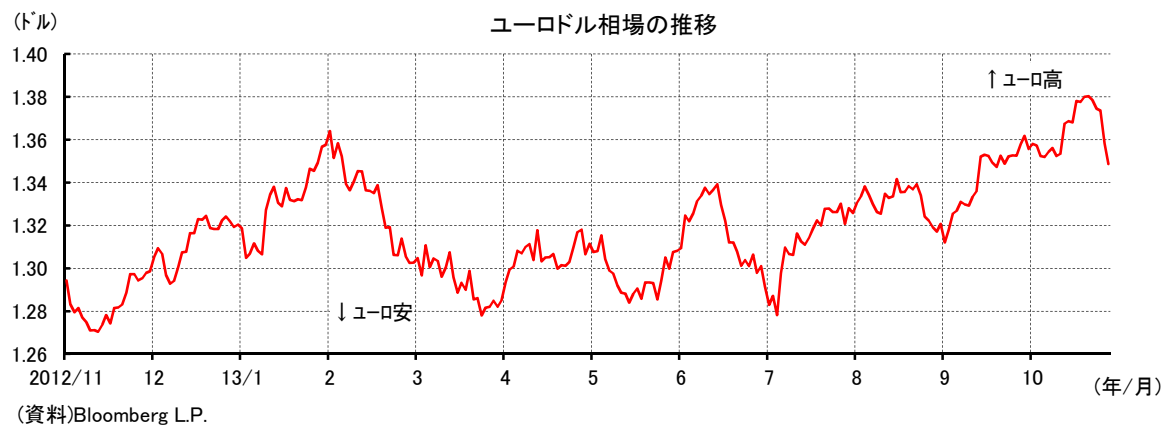
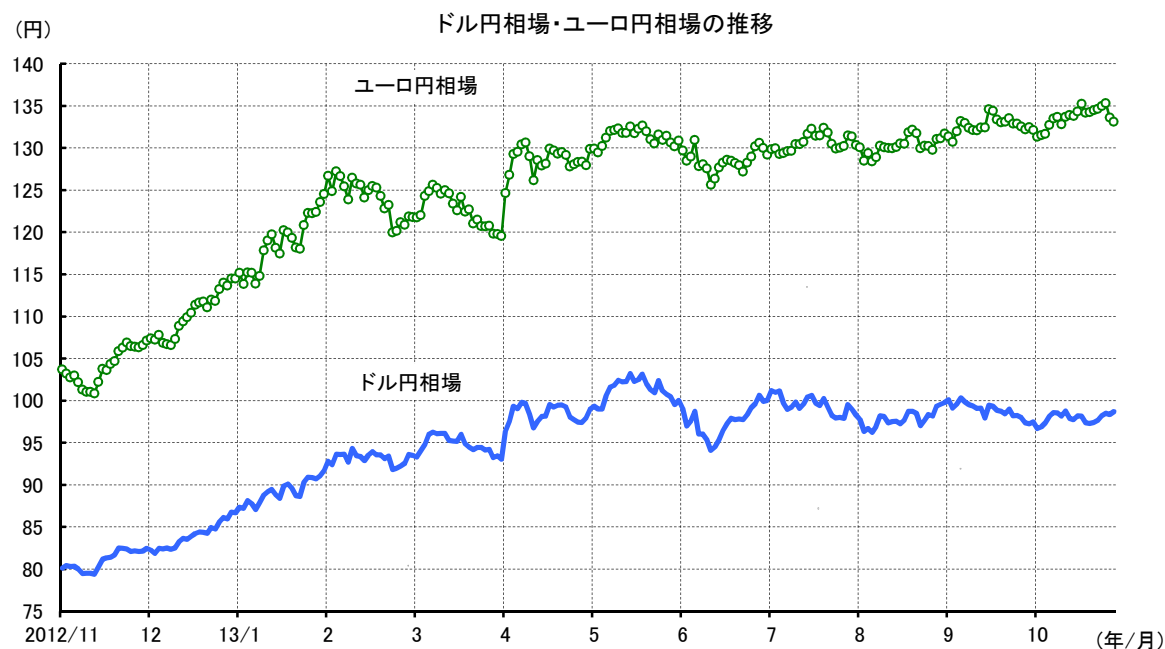
## <10月のドル円相場>

米財政協議が難航するなか、リスク回避の動きが強まり、8日にかけて一時96円台半ばまで円高ドル安が進行。その後は、イエレンFRB副議長の後任議長への指名報道等を受けた先行き不透明感の後退や16日の米財政協議妥結を背景に、17日には99円台までドルが持ち直し。もっとも、中旬以降は、①財政をめぐる混乱再燃リスクの残存、②市場予想を下回る米雇用統計、等を受けて、FRBの量的緩和縮小の先送り観測が高まり、再びドルが弱含む展開に。25日には、中国の金融引き締め懸念の台頭を受けたリスク回避の動きの強まりも加わり、再び一時96円台まで円高ドル安が進行。

## <10月のユーロ相場>

対ドルでは、16日に米財政協議が妥結した直後に1.34ドル台半ばまでユーロ安に振れる場面があったものの、その後、FRBの量的緩和縮小の先送り観測が強まったことから、25日にかけて1.38ドル台前半までユーロ高が進行。もっとも、月末には、ユーロ圏インフレ率の大幅な低下を受けて、ECBの利下げ観測が強まったこと等から、1.35ドル台までユーロが急落。

対円では、イタリアの政局不安や米財政協議の難航を受けて、リスク回避の動きが強まり、8日にかけて131円台前半までユーロが下落。その後は、①イタリアの政局不安の後退、②米財政協議の進展、③米量的緩和縮小の先送り観測、等を受けて、リスク回避の動きが和らぎ、22日には一時135円台半ばまでユーロ高が進行。月末には、ユーロ圏インフレ率の大幅な低下を受けて、ECBの利下げ観測が強まったこと等から、ユーロが133円台まで急落。

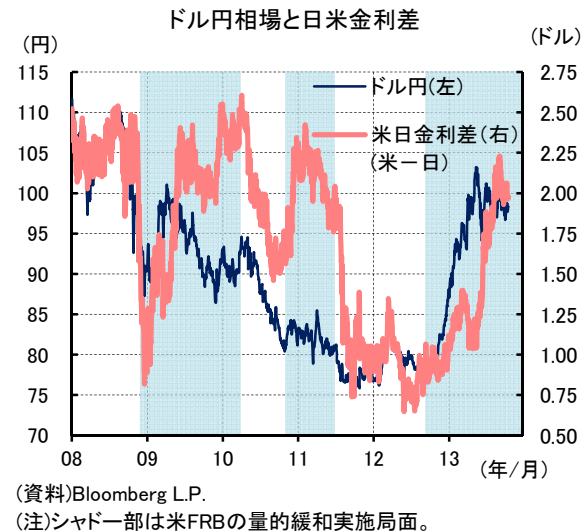
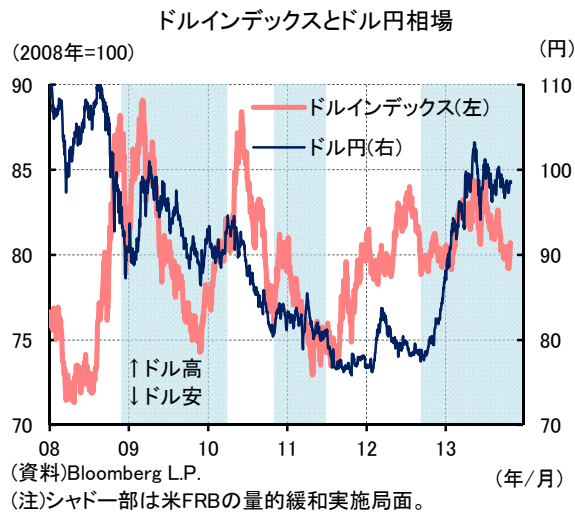
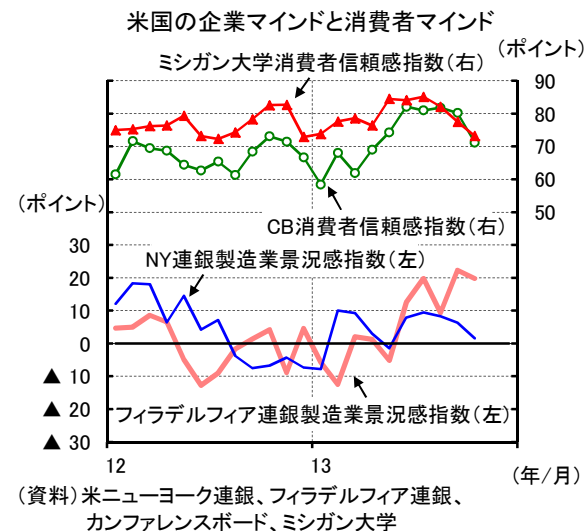
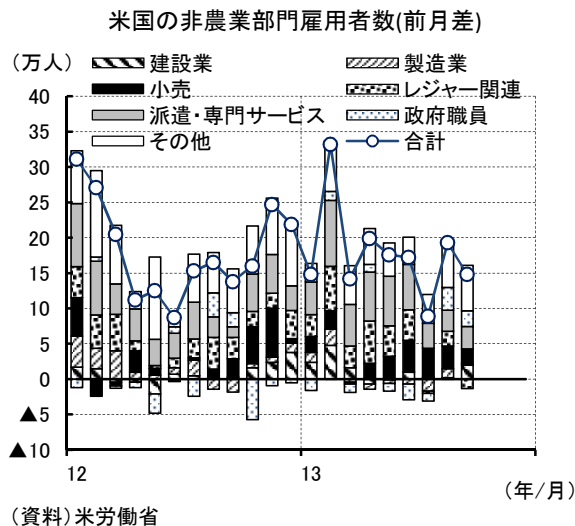


# 当面は、米量的緩和縮小の先送り観測が投資家のリスク選好度合いを高める半面、日米金利差が拡大せず、円安ドル高が進みにくい展開が続く見込み。

10月16日に米財政協議がひとまず妥結し、米国債がデフォルトに陥るという事態は回避。これにより、ドル円相場の当面のテーマは米国の景気動向及びFRBの量的緩和縮小の見通しへと移行。

米金融政策の先行きを展望すると、以下の2点を踏まえると、量的緩和縮小開始は年明け以降に先送りされる公算大。第1に、政府機関の一部閉鎖による景気へのマイナス影響の見極めに時間を要するとみられること。9月の米雇用統計では、非農業部門雇用者数が市場予想を大きく下回る弱い伸びとなり、10月に政府機関が一部閉鎖される前に雇用の回復ペースが勢いを失っていたことを示唆。10月は、政府機関の一部閉鎖の影響により、雇用の悪化が懸念される状況。加えて、足許では、企業・消費者のマインドが悪化しており、国内需要の下押しも懸念。第2に、来年初にかけて再び財政をめぐる混乱が生じるリスクが残ること。12月13日までに超党派で財政再建策に合意できなければ、1月には暫定予算が失効し、2月には債務上限引き上げの期限が到来する恐れ。

米FRBが量的緩和縮小を見送った9月FOMC以降のドルインデックス(≒ドルの名目実効為替レート)とドル円相場の動きをみると、ドルインデックスの低下の割には、ドル円相場は下げ渋り。この背景として、米量的緩和縮小先送りが米長期金利の低下を通じてドル安に作用した半面、株式などのリスク資産価格の上昇を通じて投資家のリスク選好度合いを高め、円安に作用したことを指摘可能。当面を展望しても、FRBの量的緩和縮小の先送り観測が株式などのリスク資産価格を押し上げ、投資家のリスク選好度合いを高める半面、日米金利差が拡大せず、円安ドル高が進みにくい展開が続く見込み。



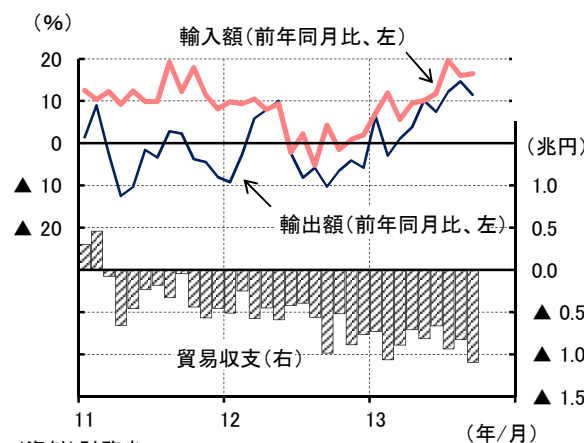
# 中期的な円安ドル高トレンドは不変ながら、円安ドル高進行ペースは緩やかなものにとどまる公算大。

もっとも、米FRBが量的緩和縮小時期を模索していることには変わりはなく、2%の物価目標達成に向けて金融緩和の長期化が見込まれる日銀との方向感の違いが明確化していることを踏まえれば、中期的な円安ドル高トレンドは不変。米景気指標が改善し、FRBの量的緩和縮小観測が高まる過程では、再びリスク回避の動きが強まり、一時的に円高に振れる可能性があるものの、米国景気の回復基調の強まりに裏付けられる形で日米金利差が拡大していけば、再び円安ドル高が進みやすい展開になる見込み。

わが国貿易赤字を主因に、為替需給面で円高圧力が後退した状況が続くと見込まれることも、中期的な円安ドル高トレンドを下支えする見込み。今年1～9月期の貿易赤字(原数値)は、輸出の伸びが輸入の伸びを大きく下回ったことから、▲7.8兆円と前年比6割以上増加。先行き輸出の増加により貿易収支の改善が期待されるものの、現状では円安進行により輸出価格は上昇する一方で、輸出数量はほとんど増加していないことを踏まえると、当面は、高水準の貿易赤字が続く公算大。

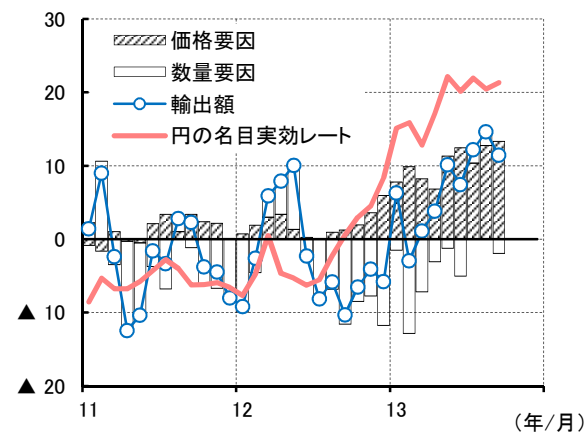
もっとも、円安ドル高が進みやすい展開が維持されても、円安ドル高進行ペースは、日米金利差の拡大ペース同様、緩やかなものにとどまる公算大。9月FOMC後に発表されたFOMC参加者の経済・政策金利見通しを踏まえると、今後のFRBの利上げペースは、前回2004年の利上げペースよりも緩やかなものになる公算。さらに、市場のFF金利の先行きに対する見方を示すFF金利先物の動向をみると、FRBの量的緩和先送り観測が強まるなかで、市場が予想する利上げ開始時期が9月FOMC後と比べて大きく後ずれしており、金利先高観は後退。

わが国の輸出入額と貿易収支



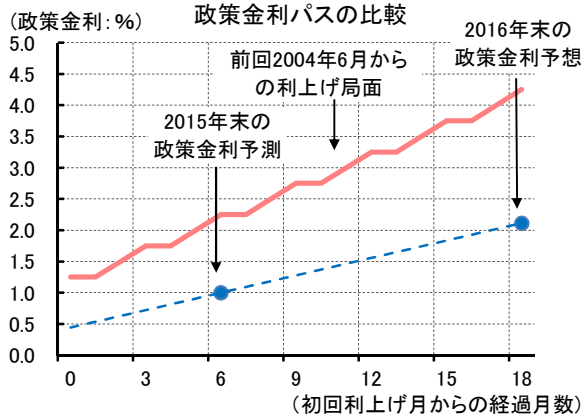
(資料)財務省  
(注)貿易収支は、季節調整値。

わが国の名目輸出額と円の名目実効レート  
(前年同月比)



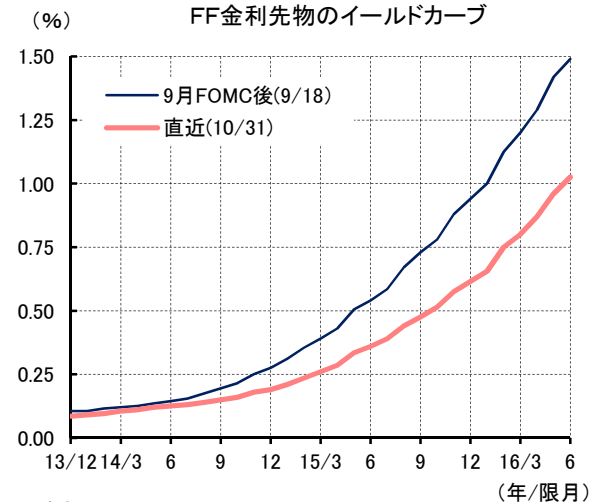
(資料)財務省、日銀

前回の米利上げ局面と今後の利上げ局面の  
政策金利パスの比較



(資料)米FRB  
(注)2015、16年末の政策金利水準は、9月FOMCで公表されたFOMC参加者全員の政策金利見通しの平均。

FF金利先物のイールドカーブ



(資料)米Chicago Board of Trade

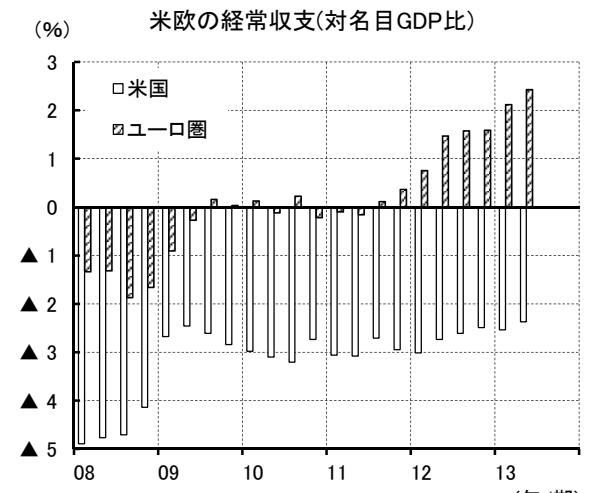
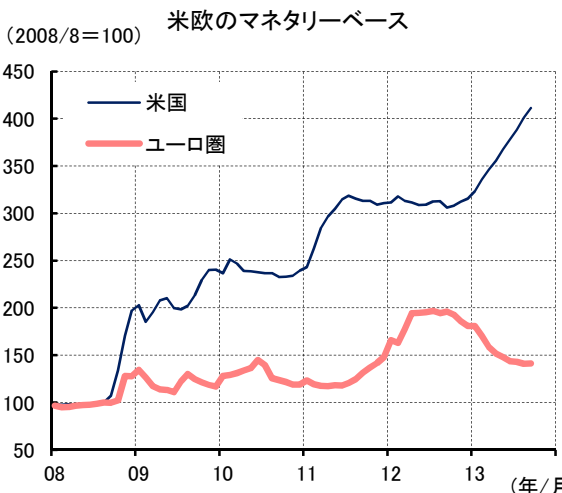
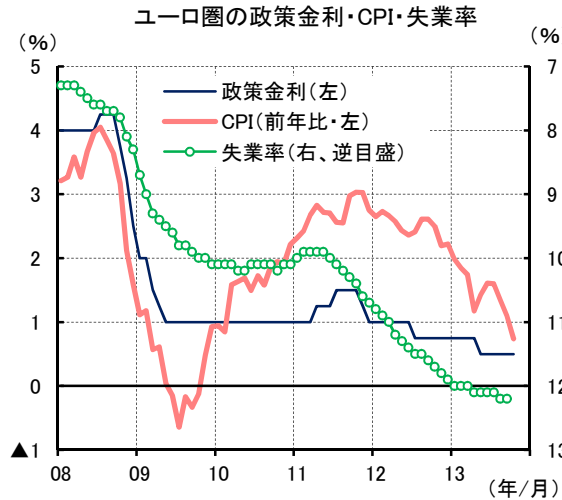
# 当面は、独米金利差や対独スプレッドから試算される適正水準からかい離してユーロ高が進行しやすいものの、一転してユーロが急落するリスクが残存。

ユーロの対ドル相場では、10月25日にかけて一時1.38ドル台までユーロ高が進行したものの、10月末には、①FRBが発表したFOMC声明が思ったほどハト派的な内容ではなかったこと、②ユーロ圏インフレ率が大幅に低下したことを受けて、ECBの利下げ観測が高まったこと、等から、ユーロは1.35ドル台まで急落。

2011年初夏にギリシャの債務問題が深刻化して以降のユーロ相場は、①米欧の景気・金融政策の格差を反映しやすい独米金利差、②欧州債務問題の深刻度合いを象徴するユーロ圏周辺国債利回りの対独スプレッド、と強い相関。もっとも、9月半ば以降は、これらを基に試算される適正水準からユーロ高方向にかい離幅が拡大。過去の経験則では、ユーロが同水準から一時的にかい離しても、最終的には同水準にさや寄せされており、今回もかい離幅が拡大していたところで米欧の金融政策に対する期待変化をきっかけに、大幅な調整が生じた形。

当面を展望すると、①米国景気の回復ペースが鈍化する一方、ユーロ圏景気の底入れ期待が続いていること、②FRBが量的緩和縮小を先送りした米国ではマネタリーベースの拡大が続く一方、域内銀行のLTROの返済が進展するユーロ圏ではマネタリーベースの縮小が続いていること、③米国の経常赤字幅の縮小が緩慢にとどまる一方、ユーロ圏の経常黒字幅が大きく拡大していること、等を踏まえれば、再び独米金利差や対独スプレッドから試算される適正水準からかい離してユーロ高が進行しやすい展開が続く見込み。

もっとも、今回のユーロ急落を含め、これまでの経験を踏まえると、独米金利差や対独スプレッドから試算される適正水準を超えるユーロ高の持続性には疑問。今後、①米景気指標の改善を受けたFRBの量的緩和縮小観測の高まり、②ユーロ圏のディスインフレ傾向や超過準備減少による短期金利上昇回避に向けたECBの追加緩和観測の高まり、等をきっかけに、一転してユーロが急落するリスクが残存。



**【ドル円】 中期的な円安ドル高基調は不変ながら、当面は上値が重い展開。  
【ユーロ】 当面はユーロの底堅い展開を見込むも、上値は限られる見通し。**

＜ドル円相場の見通し＞

量的緩和の縮小を模索するF R Bと金融緩和の長期化が見込まれる日銀という日米金融政策の方向性の違いやわが国貿易赤字を主因とした需給面での円高圧力後退等により、中期的な円安ドル高トレンドは不変。

もっとも、当面は、米量的緩和の先送り観測が投資家のリスク選好度合いを高める半面、日米金利差が拡大せず、円安ドル高が進みにくい展開が続く見込み。今後、米景気指標が改善し、F R Bの量的緩和縮小観測が高まる過程では、再びリスク回避の動きが強まり、一時的に円高に振れる可能性があるものの、米国景気の回復基調の強まりに裏付けられる形で日米金利差が拡大していけば、再び円安ドル高が進みやすい展開になる見込み。

＜ユーロ相場の見通し＞

足許でユーロ圏景気が底入れするなか、当面は対円でユーロの底堅い展開が続く見通し。ユーロ圏の経常黒字拡大もユーロ強含みに作用。もっとも、ユーロ圏景気の本格回復が期待薄の状況下、E C Bの低金利長期化が予想されることから、ユーロの上値は限られる見込み。

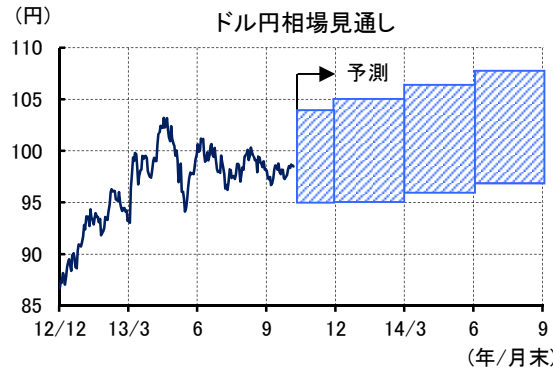
足許では欧州債務問題に対する過度な懸念が後退しており、債務問題がユーロ相場に与える影響は低下。もっとも、債務問題の抜本的解決が見通せないなか、同問題がユーロ下振れリスクになり続ける見込み。

対ドルでは、低金利長期化が見込まれるE C Bと金融政策の正常化に向かうF R Bとの金融政策の方向性の違いを反映して、中期的にはユーロ安が進む公算大。

ドル円相場見通し

	2013年		2014年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	98.9	98	99	101	102
(高値)	101.5	104	105	106	107
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	95.8	95	95	96	97

予測



ユーロ円相場見通し

	2013年		2014年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	131.0	133	134	135	136
(高値)	135.0	139	140	141	142
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	128.0	127	128	129	130

予測

ユーロドル相場見通し

	2014年				
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.32	1.36	1.35	1.34	1.33
(高値)	1.36	1.40	1.40	1.39	1.38
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.28	1.30	1.30	1.29	1.28

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ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	日経平均 株価 (円)	FF 0/N (%)	LIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	NYダウ 工業株 (ドル)	S&P500	EONIA (%)	EURIBOR 3ヵ月 (%)	独国債 10年物 (%)	英国債 10年物 (%)	ユーロ・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
10/11	82.58	112.61	1.3641	0.0906	0.34	1.05	9797.18	0.19	0.29	2.74	11198.31	1198.89	0.59	1.04	2.56	3.20	2809.64	84.31	1371.80
10/12	83.22	110.06	1.3227	0.0869	0.34	1.19	10254.46	0.18	0.30	3.28	11465.26	1241.53	0.50	1.02	2.96	3.50	2825.58	89.23	1392.60
11/1	82.62	110.49	1.3374	0.0848	0.34	1.21	10449.53	0.17	0.30	3.36	11802.37	1282.62	0.66	1.02	3.05	3.60	2900.69	89.58	1361.02
11/2	82.57	112.80	1.3662	0.0934	0.34	1.28	10622.27	0.16	0.31	3.56	12190.00	1321.12	0.71	1.09	3.23	3.77	3015.73	89.74	1375.12
11/3	81.64	114.45	1.4019	0.0846	0.34	1.25	9852.45	0.14	0.31	3.40	12081.48	1304.49	0.66	1.18	3.25	3.60	2890.36	102.98	1422.91
11/4	83.17	120.35	1.4473	0.0623	0.33	1.27	9644.62	0.10	0.28	3.43	12434.88	1331.51	0.97	1.32	3.35	3.63	2947.16	110.04	1485.41
11/5	81.15	116.24	1.4326	0.0693	0.33	1.14	9650.78	0.09	0.26	3.15	12579.99	1338.31	1.03	1.43	3.11	3.36	2885.77	101.36	1512.55
11/6	80.47	115.89	1.4401	0.0685	0.33	1.13	9541.53	0.09	0.25	2.99	12097.31	1287.29	1.12	1.49	2.97	3.25	2766.61	96.29	1528.62
11/7	79.27	113.30	1.4293	0.0731	0.33	1.11	9996.68	0.07	0.25	2.98	12512.33	1325.18	1.01	1.60	2.79	3.13	2743.46	97.34	1574.62
11/8	77.05	110.46	1.4339	0.0806	0.33	1.02	9072.94	0.10	0.29	2.29	11326.62	1185.31	0.91	1.55	2.25	2.55	2297.21	86.34	1763.99
11/9	76.86	105.70	1.3752	0.0801	0.33	1.00	8695.42	0.08	0.35	1.96	11175.45	1173.88	1.01	1.54	1.87	2.41	2124.31	85.61	1771.92
11/10	76.68	105.26	1.3728	0.0814	0.33	1.01	8733.56	0.07	0.41	2.13	11515.93	1207.22	0.96	1.58	2.04	2.50	2312.30	86.43	1671.25
11/11	77.54	105.09	1.3554	0.0768	0.33	0.99	8506.11	0.08	0.48	2.00	11804.33	1226.41	0.79	1.49	1.95	2.24	2239.58	97.16	1739.43
11/12	77.84	102.35	1.3149	0.0778	0.33	1.00	8505.99	0.07	0.56	1.97	12075.68	1243.32	0.63	1.43	1.99	2.11	2283.30	98.58	1638.58
12/1	76.93	99.33	1.2912	0.0805	0.33	0.97	8616.71	0.08	0.57	1.93	12550.89	1300.58	0.38	1.22	1.86	2.04	2382.07	100.32	1657.22
12/2	78.60	104.06	1.3237	0.0849	0.33	0.96	9242.33	0.10	0.50	1.96	12889.05	1352.49	0.37	1.05	1.90	2.13	2508.24	102.26	1741.61
12/3	82.55	109.07	1.3214	0.0840	0.33	1.00	9962.35	0.13	0.47	2.16	13079.47	1389.24	0.36	0.86	1.88	2.25	2532.18	106.20	1676.67
12/4	81.27	106.99	1.3164	0.0745	0.33	0.95	9627.42	0.14	0.47	2.03	13030.75	1386.43	0.35	0.74	1.73	2.12	2340.78	103.35	1649.74
12/5	79.68	101.90	1.2788	0.0836	0.33	0.85	8842.54	0.16	0.47	1.78	12721.08	1341.27	0.34	0.69	1.46	1.87	2198.50	94.72	1587.68
12/6	79.35	99.57	1.2548	0.0764	0.33	0.84	8638.08	0.16	0.47	1.61	12544.90	1323.48	0.33	0.66	1.43	1.67	2152.74	82.41	1600.53
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

(株)日本総合研究所 為替相場展望 2013年11月