
為替相場展望

2014年5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

- ◆ドル円、ユーロ相場の回顧 p. 1
- ◆ドル円相場こう着の背景と先行きの展望 p. 2
- ◆ECBの量的緩和導入観測とユーロ相場 p. 3
- ◆ドル円、ユーロ相場の見通し p. 5
- ◆内外市場データ p. 6

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、2014年5月2日9:00時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

ドル円は狭いレンジで方向感の乏しい展開。ECBの追加緩和を巡る思惑が交錯するなか、ユーロも方向感が出にくい展開。

< 4月のドル円相場 >

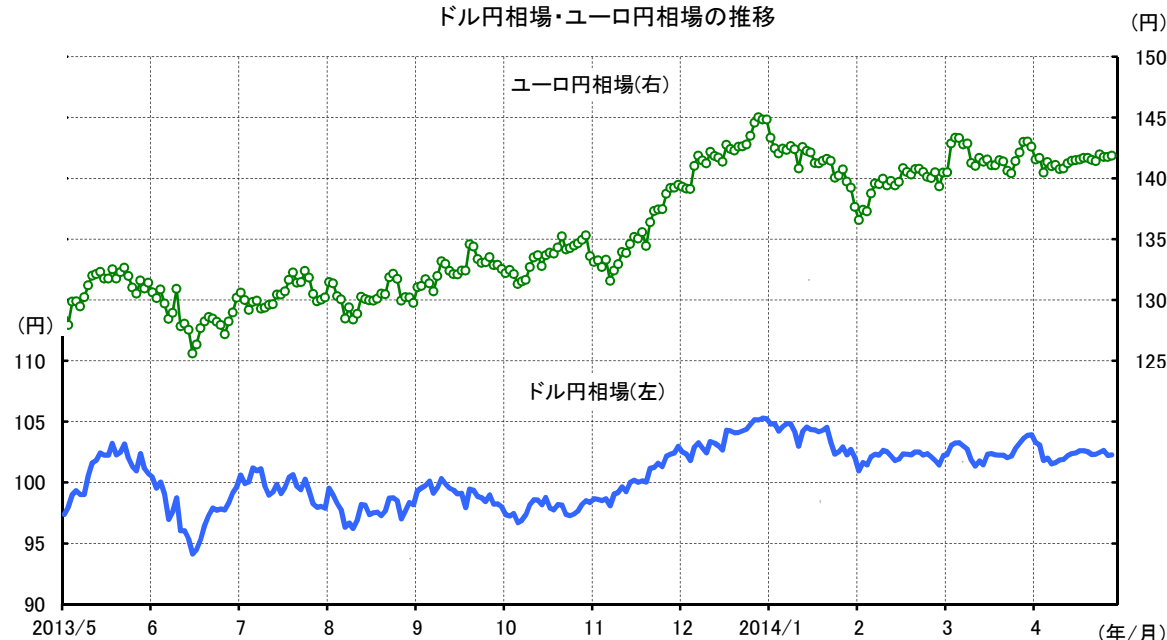
良好な米ISM製造業景況指数やADP雇用報告等を受けて、3日には一時104円台を回復。もともと、その後は、①4日に発表された3月米雇用統計が強気に傾いていた市場予想を下回ったこと、②8日の日銀金融政策決定会合後の会見で黒田総裁が現時点での追加緩和の必要性を否定したこと、等を受けて、101円台前半まで急落。中旬には、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の運用見直しに言及した麻生財務相発言(16日)や、良好な米景気指標等を背景に、102円台を回復したものの、米金融緩和の長期化観測やウクライナ情勢の緊迫化等により米金利の上昇が抑えられるなか、月末にかけて102円台を中心にドルの上値の重い展開が持続。

< 4月のユーロ相場 >

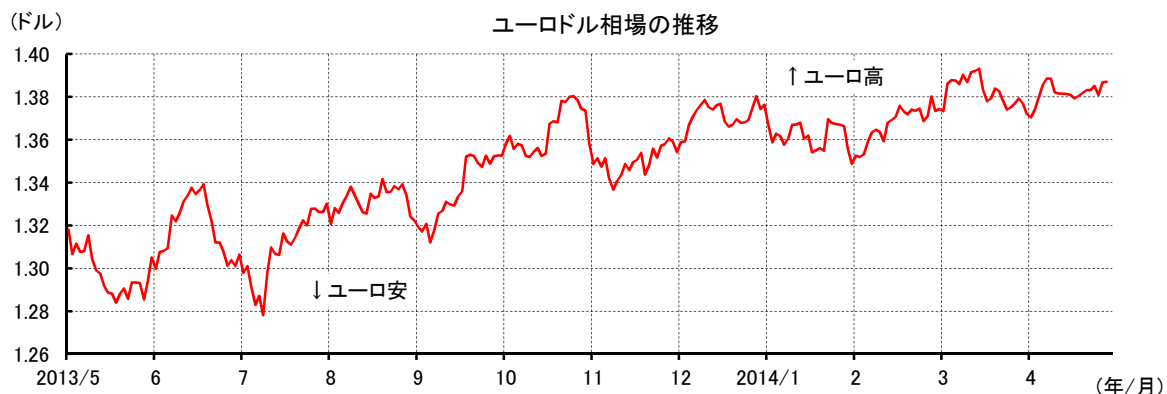
対ドルでは、3日のECB理事会で追加緩和に積極的な姿勢が示されたことから、1.36ドル台後半までユーロが下落したものの、複数のECB高官から量的緩和についてなお慎重な発言も散見されたことから、11日にかけて1.39ドル台までユーロが上昇。その後、12日のドラギECB総裁によるユーロ高牽制発言等を受けて、ユーロ高に歯止めがかかったものの、月後半は、ユーロ圏PMIや独IFO景況指数など、ユーロ圏で緩やかな景気回復を示す指標が相次いだことから、1.38ドル台前半を中心にユーロ高値圏での推移が持続。

対円では、3日のECB理事会で金融緩和に積極的な姿勢が示されたこと等から、140円台までユーロ安が進行。その後もECBによる追加緩和を巡る思惑が交錯するなか、141円台を中心にもみ合い。

ドル円相場・ユーロ円相場の推移



ユーロドル相場の推移



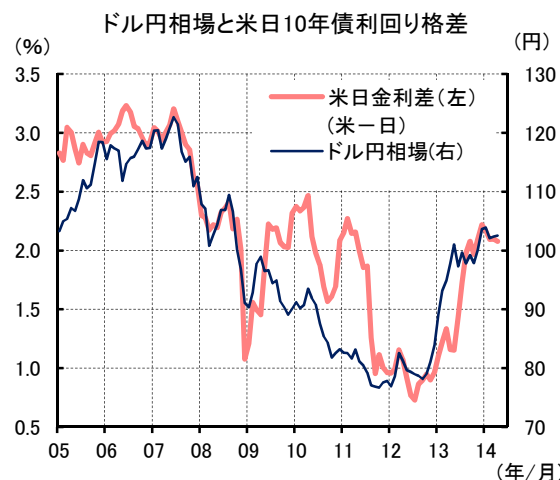
(資料)Bloomberg L.P.

ドル円相場に明確なトレンドが出るためには、米10年債利回りが方向感を取り戻すことが不可欠。

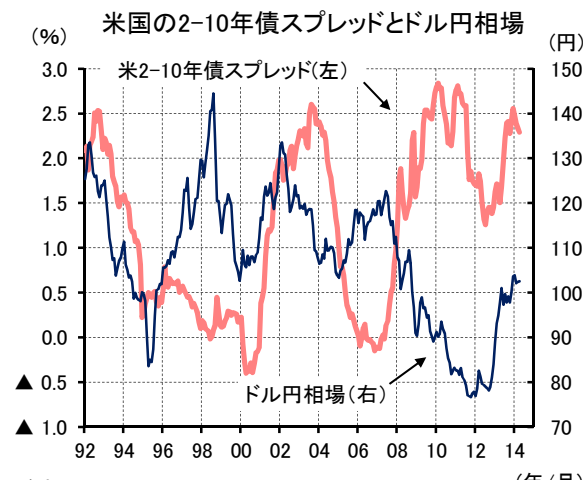
4月入り後も、ドル円相場は1ドル=102円台を中心に狭いレンジでの推移が持続。この大きな要因は、これまでドル円相場の主要なドライバーとなってきた日米10年債利回り格差(米10年債利回り)の方向感が出にくくなっていること。今後、足許のこう着状態を脱し、ドル円相場に明確なトレンドが出るためには、米10年債利回りが方向感を取り戻すことが不可欠。

米10年債利回りの先行きを展望すると、当面は、ウクライナ情勢に対する警戒感や、新興国景気の減速懸念等が金利下押しに作用する可能性があるものの、年半ば以降は、米国経済の回復基調の強まりを背景に、緩やかに上昇していく見通し。もっとも、足許では、米2-10年債スプレッドが既に高水準となっており、イールドカーブの一段のスティープ化の余地は乏しくなりつつある状況。したがって、米FRBの利上げを織り込む形で中期ゾーンの金利(2年債利回り)が上昇していかない限り、10年債利回りの上昇余地も限られると算大。

3月のFOMC後には、FRBの早期利上げ観測が高まり、米2年債利回りが上昇したものの、4月入り後、①3月米雇用統計が市場予想を下回ったこと、②3月FOMC議事録やイエレン議長の講演での発言がハト派的な内容であったこと、等から、早期利上げ観測は後退。先行きを展望しても、米国では、①雇用回復の動きは「質」の面で道半ばの状態にあること、②デシインフレ傾向が続いていること、等を踏まえると、FRBが利上げを急ぐ必要はなく、米2年債利回りは先行き2015年後半以降の利上げを織り込む形で上昇していくものの、ペースは緩やかにとどまる見通し。足許における市場の利上げ見通しは、FOMC参加者の利上げ見通し(中央値)よりも後ずれしており、市場の早期利上げ観測は抑制されている状況。こうした状況下、ドル円相場の上昇ペースも米国金利同様、緩やかなものにとどまる見込み。



(資料)Bloomberg L.P.

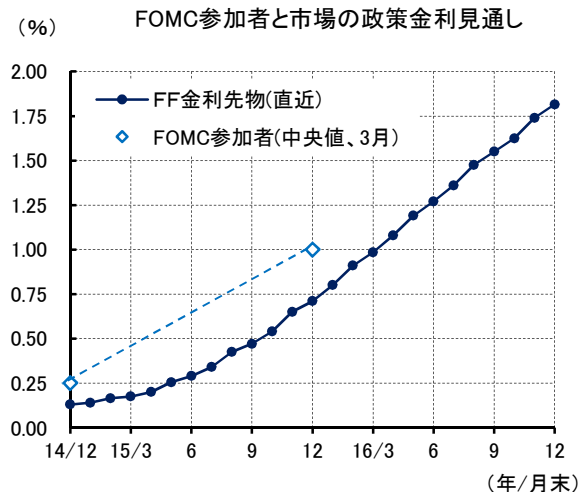


(資料)Bloomberg L.P.

(注)2-10年債スプレッドは10年債利回り-2年債利回り。



(資料)Bloomberg L.P.



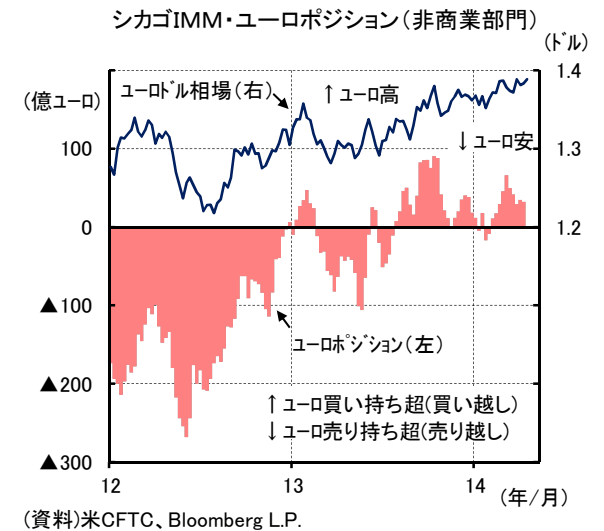
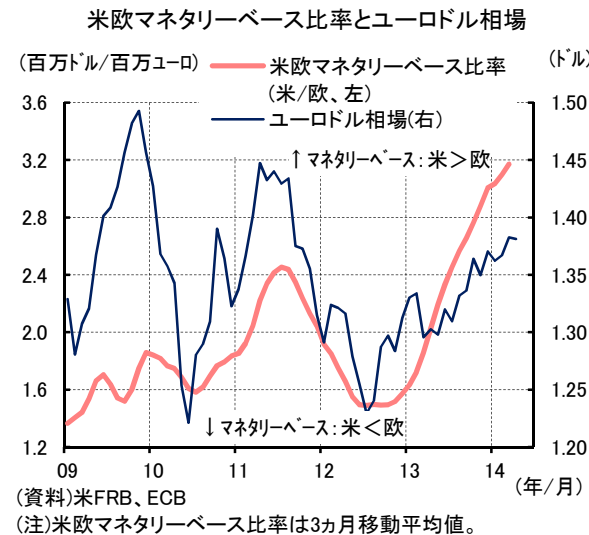
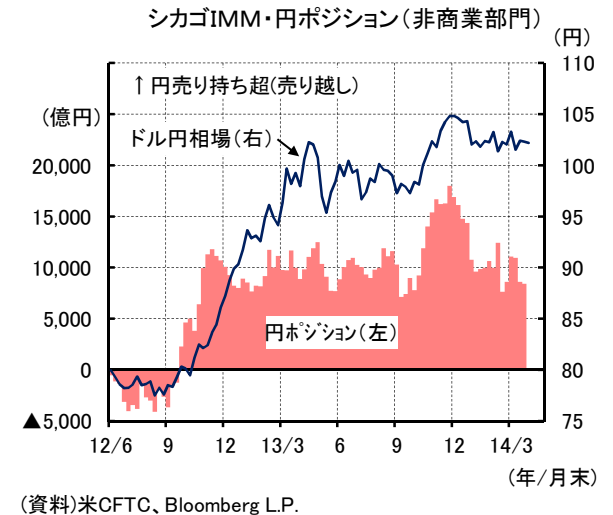
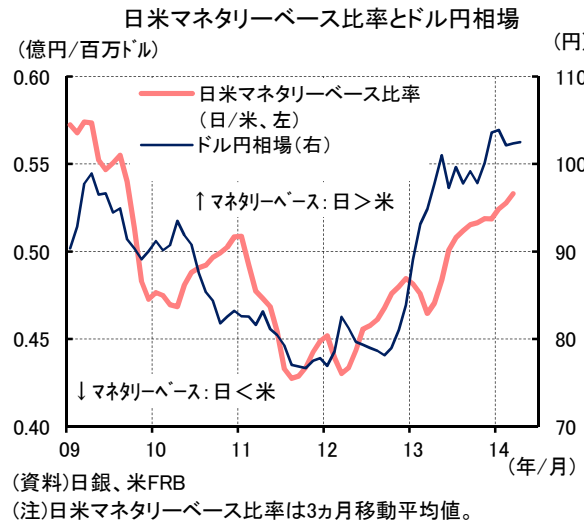
(資料)米FRB、Chicago Board of Trade

ECBの量的緩和導入により、ヘッジファンドなどグローバルな投資家のスタンスを変化させることができれば、ユーロ安につながる公算大。

4月3日のECB理事会後の記者会見でドラギ総裁は、量的緩和等の議論を行ったと発言。ECBが実際に量的緩和(周辺国債も含めた大規模な国債買い入れを想定)を導入するには、政治面、法律面などで高いハードルが存在するものの、今後、デフレ懸念が強まった場合などには、量的緩和が導入される可能性を排除できず。そこで、以下では、ECBによる量的緩和策導入のユーロ相場に与える影響について検討。

ECBによる量的緩和がユーロ相場に与える影響を考える上では、2013年4月の日銀の異次元緩和前後におけるドル円相場のプライスアクションが参考に。リーマンショック以降のドル円相場の動向を振り返ると、日米ともに非伝統的金融政策に踏み込むなか、資金供給ペース(マネタリーベース拡大)の観点で日銀の金融緩和スタンスが米FRBよりも消極的であったことが投機的な円買いを招来。ところが、野田前首相が衆議院解散を表明した2012年11月以降は、安倍政権下で日銀が大胆な金融緩和を実施するとの観測が高まり、実際に2013年4月には日銀が市場予想を上回る規模で量的緩和を実施。日銀の金融緩和姿勢の変化を察したヘッジファンドなどグローバルな投資家が円買いスタンスを反転させたことが円安につながった公算大。

ユーロドル相場においても、2012年半ば以降、資金供給量(マネタリーベース)の観点でECBの金融緩和スタンスが米FRBよりも消極的に映ったことが投機的なユーロ買いを招来してきた公算大。こうした状況は安倍政権が誕生するまで円相場が置かれていた状況と酷似。ECBの量的緩和導入により、ヘッジファンドなどグローバルな投資家のスタンスを変化させることができれば、ユーロ安につながる公算大。



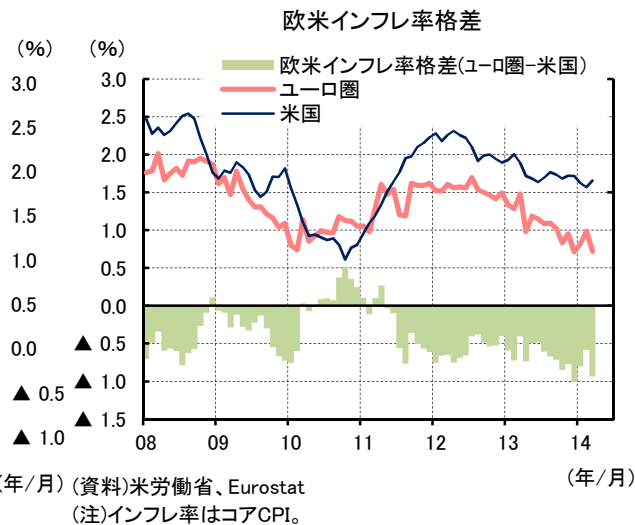
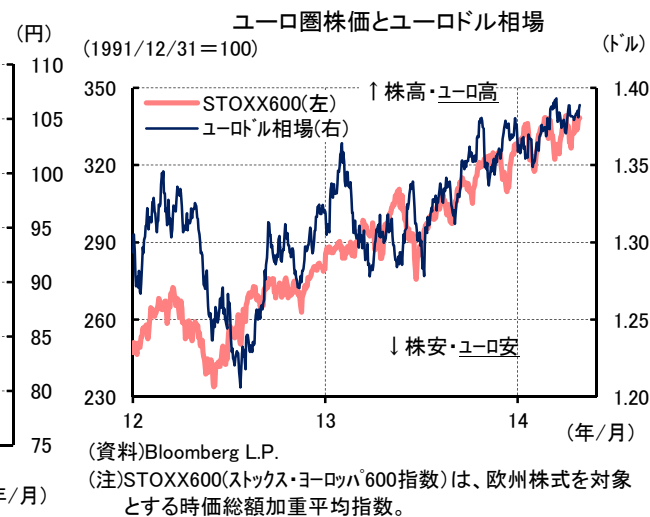
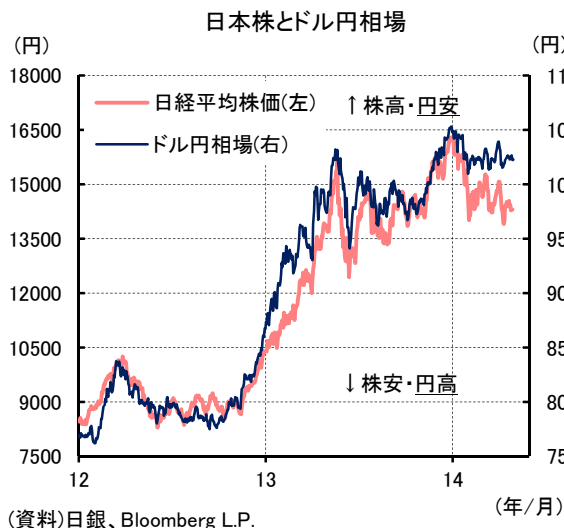
もっとも、ECBが量的緩和に踏み切った場合でも、円のように大幅かつ持続的なユーロ安には至らない可能性も。

もっとも、ECBが量的緩和に踏み切った場合でも、以下3点を勘案すると、円のように大幅かつ持続的なユーロ安には至らない可能性も。

第1に、円とユーロを取り巻く為替需給環境の違い。日本では2011年の東日本大震災以降、貿易赤字が拡大し、経常黒字が大きく縮小するなど、実需面での円高圧力が減退していたことから、円安にブレーキがかかりにくくなっていた公算大。一方、ユーロ圏では、2011年末頃から貿易収支が黒字に転換し、その後、貿易黒字・経常黒字が拡大。ヘッジファンドなどグローバルな投資家がユーロ売りに傾斜しても、実需面からはユーロが下支えされやすい状況。

第2に、日本とユーロ圏とでは、株価と通貨の相関関係が相違。円は株高(リスク選好)地合いで売られやすくなる傾向があり、2012年11月以降は、株高・円安が相乗的に進む展開となったことで円安が加速。一方、ユーロは株高(リスク選好)地合いで買われやすくなる傾向があり、ECBが量的緩和を導入しても、株高・ユーロ安が相乗的に進む展開とはならず、むしろ域外からの株式への資金流入がユーロ高圧力となる可能性も。

第3に、ECBによる量的緩和導入後、ユーロ安基調が持続するかどうかは、ユーロ圏がデフレーション傾向から脱却できるかどうか大きく依存。2012年半ば以降、ユーロドル相場は、独米名目2年債利回り格差に見合う水準からユーロ高方向に大きくかい離したものの、欧米のインフレ率格差を考慮した実質金利差は欧>米の方向に拡大しており、ユーロ高を正当化。名目金利差に変化がない場合でもユーロ圏のインフレ率が米国を上回るようになれば、実質金利差が縮小し、ユーロ安基調が持続する可能性がある一方、ユーロ圏のインフレ率が米国を下回る状況が続けば、ヘッジファンドなどグローバルな投資家のユーロ売り一巡後は、ユーロ高基調に戻っていくとみておくことが必要。



**【ドル円】当面は上値の重い展開が続くものの、次第に円安トレンドへ。
【ユーロ】ユーロの底堅い推移が続く見通し。**

＜ドル円相場の見通し＞

当面は、①ウクライナ情勢等の地政学リスクが残っていること、②わが国においては消費増税後の景気動向を見極める必要があること、等から、リスク回避的な動きが残り、ドルの上値の重い展開が続く見込み。

もっとも、米国経済が寒波の影響を乗り越えて回復の兆しがみえ始めるなか、内外ファンダメンタルズの改善を確認しながら、再び円安が進みやすくなる公算大。日米の金融政策の方向性の違いが明確化していることや、わが国の貿易赤字が定着するなど、円を取り巻く需給環境が円売りに傾いていること等も底流で円安地合いを下支え。

年後半以降も、新興国市場の混乱の再燃等により、円高に振れる可能性が残るものの、①わが国貿易赤字の高止まり等による需給面での円売り圧力持続、②米FRBの利上げ着手を織り込む形での日米金利差拡大、③先進国景気の回復基調が続くなかでのリスク選好の動き、等を背景に、基調としては緩やかな円安ドル高が続く見通し。

＜ユーロ相場の見通し＞

当面は、ユーロ圏景気の緩やかな回復やユーロ圏での経常黒字拡大等を背景に、ユーロが底堅く推移する見込み。

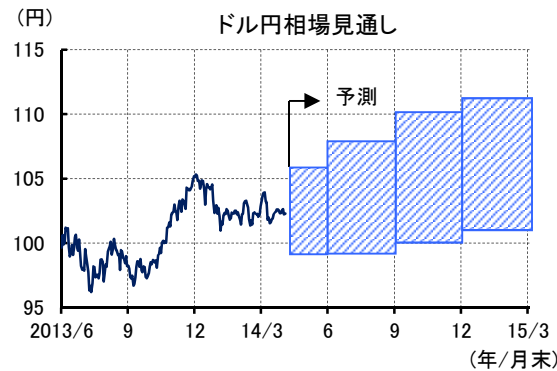
対ドルでは、年後半以降、金融政策の正常化に向かうFRBと、金融緩和の長期化が見込まれるECBの金融政策の方向性の違いを反映して、次第にユーロが軟化していく公算大。

対円では、世界景気の先行き不透明感が払拭されていけば、リスク選好の動きから、再び円安ユーロ高が進行しやすくなる公算大。もっとも、①ウクライナ情勢等の地政学的リスクが残っていること、②ユーロ圏ではディスインフレのもと、ECBが追加金融緩和も辞さない姿勢を堅持していること、等を踏まえると、ユーロの大幅な上昇は見込み薄。

ドル円相場見通し

	2014年				2015年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	102.8	103	104	105	106
(高値)	105.5	106	108	110	111
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	100.8	99	99	100	101

予測



ユーロ円相場見通し

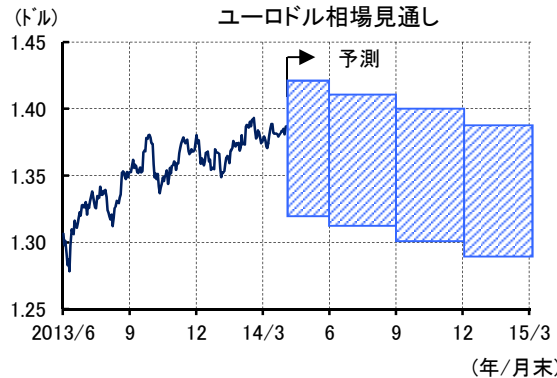
	2014年				2015年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	136.7	142	142	143	143
(高値)	145.7	146	147	148	148
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	131.1	134	135	136	136

予測

ユーロドル相場見通し

	2014年				
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	1.37	1.38	1.37	1.36	1.35
(高値)	1.40	1.42	1.41	1.40	1.39
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.35	1.32	1.31	1.30	1.29

予測



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50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	106.24	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
13/11	100.11	135.13	1.3497	0.0733	0.22	0.61	14931.74	0.08	0.24	2.71	15870.83	1783.54	0.10	0.22	1.72	2.74	3055.98	93.93	1275.16
13/12	103.60	141.96	1.3703	0.0737	0.22	0.67	15655.23	0.09	0.24	2.89	16095.77	1807.78	0.17	0.27	1.85	2.93	3010.20	97.89	1221.66
14/1	103.88	141.51	1.3623	0.0726	0.22	0.66	15578.28	0.07	0.24	2.85	16243.72	1822.36	0.20	0.29	1.80	2.87	3092.40	94.86	1243.85
14/2	102.12	139.59	1.3670	0.0766	0.22	0.60	14617.57	0.07	0.24	2.70	15958.44	1817.03	0.16	0.29	1.66	2.74	3085.87	100.68	1302.52
14/3	102.36	141.52	1.3826	0.0721	0.21	0.62	14694.83	0.08	0.23	2.72	16308.63	1863.52	0.19	0.31	1.59	2.72	3093.97	100.51	1334.83
14/4	102.51	141.58	1.3811	0.0650	0.21	0.61	14475.33	0.09	0.23	2.69	16399.50	1864.26	0.25	0.33	1.53	2.67	3171.53	102.03	1298.87