
為替相場展望

2014年7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
- ◆FRBの利上げ慎重姿勢の裏で上昇基調が続く米2年債利回りとドル円相場・・・・・・・・ p. 2
- ◆ECBが導入したマイナス金利のユーロ高是正効果・・・・・・・・・・・・・・・・ 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7月3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、102円前後で小動きに終始。 ユーロはECBによるマイナス金利の導入を受けて、上値の重い展開。

<6月のドル円相場>

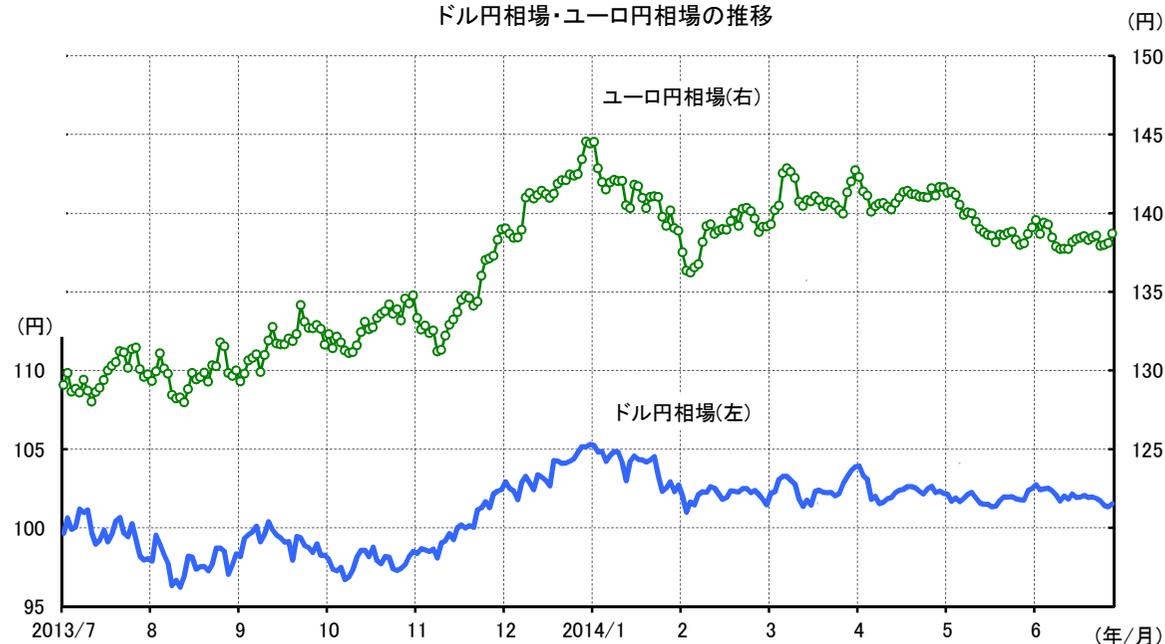
月初は、①わが国大手生保による米中堅生保の買収報道、②良好な米景気指標を受けた米長期金利の反転上昇、等を手掛かりに、4日にかけて一時102円台後半まで円安ドル高が進行。もっとも、その後は、①イラク情勢の緊迫化、②市場予想を下回る米5月小売上高、等を受けて、12日にかけて101円台前半までドルが反落。月後半は、17日の米5月CPIの上振れを受けて、一旦102円台前半までドルが反発したものの、18日の米FOMCでFRBの利上げ慎重姿勢が確認されたことから、再びドルが弱含み、米国で市場予想を下回る景気指標を手掛かりに、月末にかけて101円台前半へ。

<6月のユーロ相場>

対ドルでは、ECBが5日の理事会でマイナス金利を含む追加緩和パッケージを発表したことを受けて、一旦は1.35ドル割れ目前までユーロが急落したものの、その後は、材料出尽くし感から、ユーロ売りを手仕舞う動きも出て、1.36ドル台後半までユーロが急反発。6日以降は、ユーロ圏での金利低下が進むなか、月半ばにかけて1.35ドル台前半までユーロが再び下落したものの、月後半は、18日の米FOMCでFRBの利上げ慎重姿勢が確認されたことなどから、月末にかけて1.36ドル台後半までユーロじり高の展開。

対円では、ECBが5日の理事会でマイナス金利などの追加緩和策を発表したことを受けて、ユーロ圏での金利低下が進み、月半ばにかけて137円台までユーロが下落。月後半も、ユーロ圏での金利低下が重石となり、138円台を中心にユーロの上値の重い展開が持続。

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.

FRBの利上げ慎重姿勢が続く裏で米2年債金利は緩やかな上昇基調。日米2年債金利差の拡大が注目されるようになれば、ドル円のサポート要因に。

米FRBは、6月17～18日のFOMCで、100億ドル(これまでと同ペース)の資産買い入れ規模の縮小を決定。声明文も景気判断が若干上方修正された以外はほとんど変更されず。今回注目されたのは、同時に発表されたFOMC参加者の経済・政策金利見通し。

まず、インフレ率の見通しは、足許の米物価指標が総じてインフレ圧力の強まりを示していたにもかかわらず、ほとんど変更されず。イエレン議長もFOMC後の記者会見で足許の物価上昇圧力については、一時的なもの一蹴。

政策金利見通しは、2015、16年末時点の見通しが引き上げられる一方、長期見通しは引き下げ。中立政策金利水準を示唆する政策金利の長期見通しが引き下げられたことは、潜在成長率を示唆する実質GDP成長率の長期見通しが引き下げられたこととも整合的。

2015、16年末時点の政策金利見通しが引き上げられたことが一部で利上げ前倒し観測を誘ったものの、①足許の物価指標が上振れするなかでも、インフレ率の見通しがほとんど変更されなかったこと、②潜在成長率や中立政策金利の水準が引き下げられたこと、③イエレン議長の記者会見も利上げ慎重姿勢がにじむ内容であったこと、等を踏まえると、FRBが利上げに慎重な姿勢に変わりはないと判断。実際、6月のFOMCを受けて、米金利は低下。

こうした米金利の低下を受け、ドルは弱含む展開が持続。もっとも、年限別の米金利の動向をみると、年明け以降、10年債利回りが下落基調となってきたのに対し、政策金利見通しを反映しやすい2年債利回りは振れを伴いながらも緩やかな上昇基調。2年債利回りは、2015年半ば以降と目されるFRBの利上げ開始時期が近づくのに伴い、今後も緩やかに上昇していく見込み。ドル円相場は歴史的にみて日米10年債利回り格差よりも2年債利回り格差と高い相関を有していた時期が長かったことを踏まえると、今後、日米2年債利回り格差の拡大が注目されるようになれば、ドル円相場の上昇をサポートする要因に。

FOMC参加者の経済見通し(大勢見通し、2014年6月)

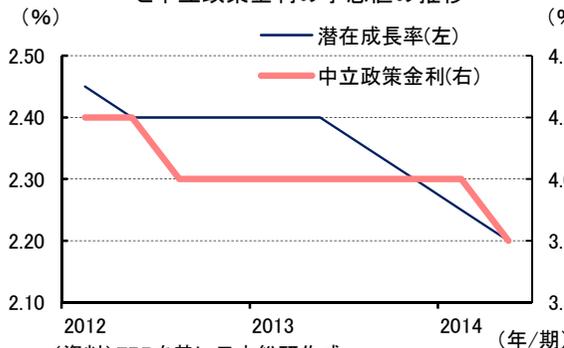
	2014年	2015年	2016年	長期見通し
実質GDP成長率	2.1~2.3	3.0~3.2	2.5~3.0	2.1~2.3
2014年3月時点	2.8~3.0	3.0~3.2	2.5~3.0	2.2~2.3
失業率	6.0~6.1	5.4~5.7	5.1~5.5	5.2~5.5
2014年3月時点	6.1~6.3	5.6~5.9	5.2~5.6	5.2~5.6
PCEデフレーター	1.5~1.7	1.5~2.0	1.6~2.0	2.0
2014年3月時点	1.5~1.6	1.5~2.0	1.7~2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.5~1.6	1.6~2.0	1.7~2.0	-
2014年3月時点	1.4~1.6	1.7~2.0	1.8~2.0	-

FOMC参加者が適当と考える利上げ開始時期(2014年6月)

	2014年	2015年	2016年
利上げ開始時期	1	12	3
2014年3月時点	1	13	2

(資料)FRBを基に日本総研作成

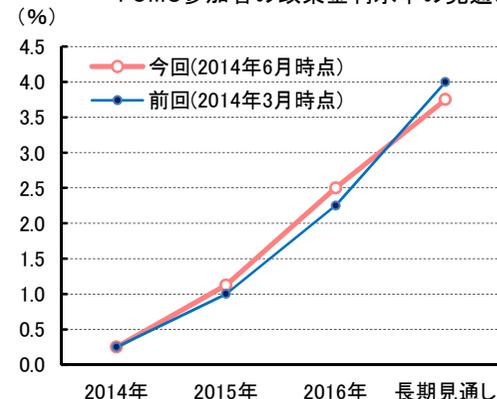
FOMC参加者による潜在成長率と中立政策金利の予想値の推移



(資料)FRBを基に日本総研作成

(注)2012年は1、6、9、12月時点(4月分も発表されたが、図表では省略)、2013年以降は3、6、9、12月時点の見通し。潜在成長率は見通し中央レンジの中間値。中立政策金利水準は中央値。

FOMC参加者の政策金利水準の見通し



(資料)FRBを基に日本総研作成

(注)政策金利水準は、FOMC参加者の中央値。2014、15、16年は各年末時点の水準。

米2年債、10年債利回りの推移



(資料)Bloomberg L.P.

金利低下はすでに織り込み済みながら、ユーロ安圧力が一段と強まる可能性も。

ECBは6月5日の理事会で追加緩和パッケージを発表。今回打ち出された追加緩和策は、①利下げ、②流動性供給・信用緩和策、に大別することが可能(詳細は図表ご参照)。ECBが今回打ち出した追加緩和策のうち、TLTRO(流動性供給策)の実施は今年9月以降、ABSの購入(信用緩和策)も準備に時間を要することもあり、ユーロ相場をみるうえでは、当面は6月11日から実施されている利下げ、とりわけマイナス金利の影響が注目。

マイナス金利は、短期金融市場の金利や短中期ゾーンの国債利回りを中心にユーロ圏の金利を押し下げ、欧米金利差拡大(米>欧)を通じてユーロ高是正に寄与することが期待。実際、足許にかけての短期金融市場の金利や短中期ゾーンの国債利回りの動きをみると、5月8日のECB理事会後にドラギ総裁が追加金融緩和を示唆して以降、徐々に低下し始め、6月5日の理事会で追加緩和策を決定して以降は、一段と低下。ドイツ短期国債(3ヵ月物、6ヵ月物)はマイナス金利に。ユーロの対ドル相場は、足許1.36ドル台と6月5日のECB理事会前と同水準にあるものの、ドラギECB総裁が6月理事会での追加緩和実施を示唆した5月8日のユーロ相場の水準(1.39ドル台)と比べれば、ユーロ相場のレンジが切り下がっており、金利低下がユーロ高是正に一定の効果発揮したとの評価が可能。

今後、短期金融市場の金利や短中期ゾーンの国債利回りの低下余地は限られてくるとみられるものの、①ユーロ圏の金融市場の金利や国債利回りが一段と低下し、ユーロ圏への投資妙味が乏しくなった場合(→ユーロ圏向け投資の減少)、②域内金融機関がマイナス金利の負担を利用者に転嫁する動きが広がった場合(→ユーロ圏外への資金逃避やユーロ圏景気の下振れ)、③ユーロのファンディング(調達)コストとボラティリティが低下するなか、ユーロキャリー取引が盛り上がった場合(→対外証券投資拡大)、等には、ユーロ安圧力が一段と強まる可能性。

6月理事会で発表されたECBの追加金融緩和策

利下げ(金利調節) 限界貸出ファンディ金利(0.75→0.40%)、主要ファイナンス金利(0.25→0.15%)を引き下げ 預金ファンディ金利と超過準備に対する付利を0→▲0.1%へ引き下げ	短期金融市場金利等の押し下げ(ユーロ高の抑制)。 短期金融市場金利を低下させ、民間向け貸出金利を低下させることが目的。目的に反し、貸出金利が上昇する懸念も。量的緩和(QE)との両立には技術的な難しさ。
流動性供給・信用緩和策 固定金利・無制限資金供給への期限延長(2015年6月→16年12月末) 証券市場プログラム(SMP)の不活化を停止 家計(住宅ローンを除く)や企業向け融資拡大を条件とした、長期流動性供給(TLTRO、2014年9月が初回) 資産担保証券(ABS)購入に向けた準備	銀行の資金調達環境の改善が目的。 小規模ながら、事実上の量的緩和。 銀行の融資増が目的。ただし、10月のストレステスト結果発表以前は、効果期待薄。 銀行の融資増が目的。ABS市場の整備動向を踏まえ、1年以内に実施予定。

(資料)ECBを基に日本総研作成

LIBOR、EURIBOR



(資料)Bloomberg L.P.

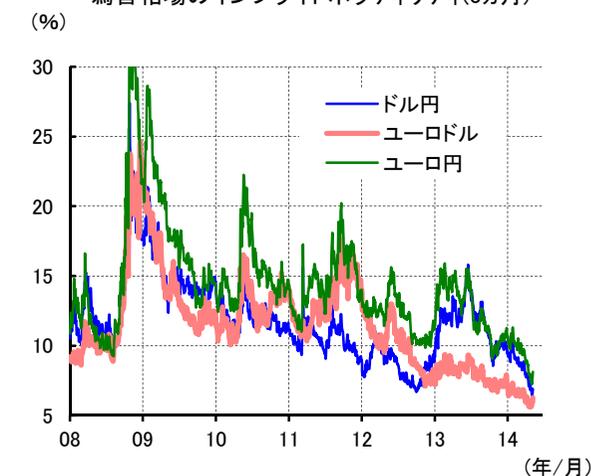
欧米短期金利差とユーロドル相場



(資料)Bloomberg L.P.

(注)短期金利差は、EURIBOR(ユーロ、3ヵ月)－LIBOR(ドル、3ヵ月)。

為替相場のインプライドボラティリティ(3ヵ月)



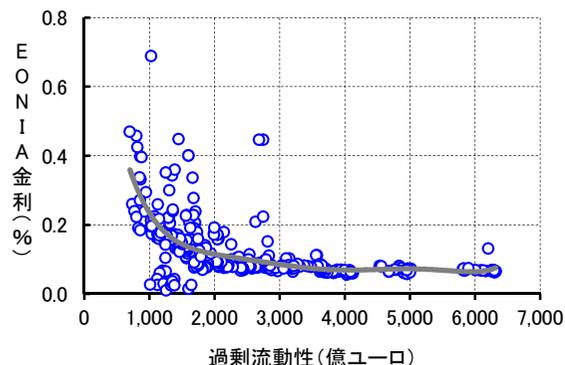
(資料)Bloomberg L.P.

マイナス金利による短期金融市場の資金需給ひっ迫リスク、マイナス金利とその他緩和策との相性の悪さを踏まえると、一方的なユーロ安は見込み薄。

もともと、一方的なユーロ安は見込み薄。第1に、マイナス金利導入により、短期金利がかえって上振れしやすくなるリスク。今後、域内金融機関がマイナス金利が課せられる超過準備を圧縮させれば、ユーロ圏銀行システム(ユーロシステム)内の資金需給が引き締まることに。ユーロ圏銀行システム内の資金余剰を表す「過剰流動性(超過準備+預金ファシリティ)」とEONIA金利(欧州銀行間翌日物金利)の関係を見ると、「過剰流動性」が縮小するほど、EONIA金利が上振れしやすくなる傾向。ECBが今回の追加緩和策の一環として、6月18日に証券市場プログラム(SMP)の不胎化オペ(1086億ユーロ相当)を停止したことに伴い、一旦は「過剰流動性」が増加したものの、今後、再び減少傾向を迎れば、短期金利が上振れしやすくなり、ユーロ高是正効果が減衰するリスク。

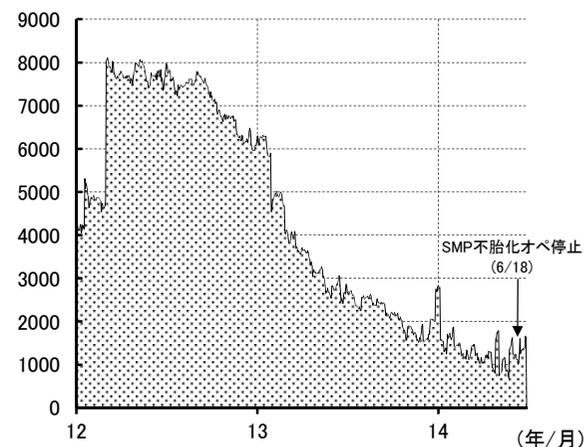
第2は、マイナス金利と流動性供給・信用緩和策との相性の悪さ。ユーロの対ドル相場は、歴史的にみて独米2年債利回り格差との相関が強かったものの、同金利差の変動が小さくなるなか、市場参加者の関心は、米欧中銀のバランスシート(以下、BS)格差にシフト。2012年後半以降は、米国でのQE3導入によりFRBのBSが再拡大し始めたのに対し、ユーロ圏では、域内金融機関による長期流動性供給資金(LTRO)の前倒し返済等によりECBのBSが縮小傾向となったことがユーロ高を招来。ECBが今回導入した流動性供給・信用緩和策は、域内金融機関に民間への貸出増(それに伴うECBからの借入増)を促し、ECBのBSの拡大につながる政策。一方、マイナス金利は、域内金融機関に超過準備の減少を促し、ECBのBSの縮小につながる政策であり、ECBのBSに与える影響が相反。今後、ECBがTLTROやABS購入等を実施しても、ECBのBSに明確な方向性が出ていくと、ECBのBS縮小が招来してきたユーロ高バイアスを十分には払拭できない公算大。

ユーロシステムの過剰流動性とEONIA金利の関係 (2013年初～2014年6月末)



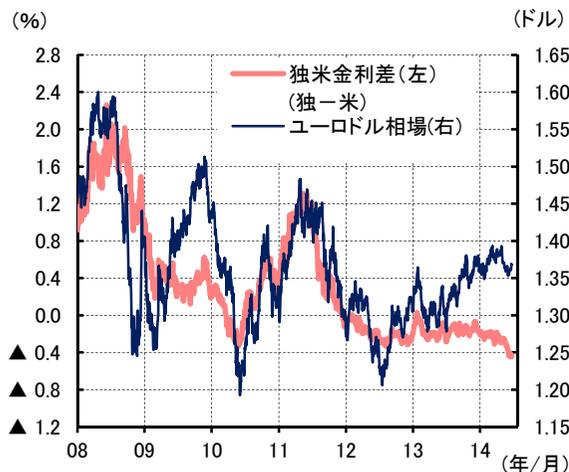
(資料)Bloomberg L.P.
(注)EONIA金利とは、欧州銀行間翌日物金利。
過剰流動性＝超過準備＋預金ファシリティ。

(億ユーロ) ユーロシステムの過剰流動性の推移



(資料)ECB

ユーロドル相場と独米2年債利回り格差の推移



(資料)Bloomberg L.P.

米欧中央銀行のバランスシート比率とユーロドル相場



(資料)米FRB、ECB

【ドル円】当面はこう着状態が続くものの、徐々にドルが底堅さを増す展開へ。
【ユーロ】ユーロ圏での金利低下が重石ながら、一方的なユーロ安は見込み薄。

＜ドル円相場の見通し＞

年後半以降も米国景気の回復基調が続くとみられるものの、FRBの利上げ慎重姿勢等が米金利の上昇を抑制するなか、日米金利差(米>日)が拡大しにくく、当面は、ドル円相場のこう着状態が続く見通し。

もっとも、2015年半ば以降と目されるFRBの利上げ開始時期が近づくのに伴い、少なくとも米国の短中期ゾーンの金利は緩やかな上昇基調が続く見込み。こうした金利上昇に支えられる形で、徐々にドルが底堅さを増していく公算大。

一方、日本サイドに目を向けると、日銀は、先行きの物価見通しに対する自信を深めており、少なくとも当面は日銀の追加緩和期待を背景にした円安進行は見込み薄。

もっとも、わが国では貿易赤字の定着や、堅調な対外直接投資等により、円を取り巻く需給環境が円売りに傾斜していることが円安を下支え。加えて、今後、世界景気の回復基調を背景にリスク選好の動きが続くもと、GPIFの運用方針見直し等に後押しされる形で、国内投資家が為替ヘッジをしない外債投資等を積極的に行うようになれば、円安を下支える要因に。

＜ユーロ相場の見通し＞

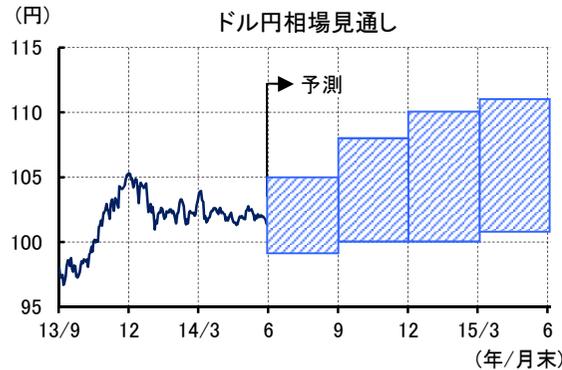
ECBの6月理事会でのマイナス金利導入や今後の追加金融緩和期待等を受けたユーロ圏の金利低下圧力がユーロの重石となる見込み。一方で、①ECBのバランスシート縮小が招来してきたユーロ高バイアスが払拭できないこと、②ユーロ圏の高水準の経常黒字、等がユーロ下支え要因となり、当面は、対ドル、対円で方向感を欠いた展開が続く見通し。

中期的には、対ドルでは、ユーロ圏でディスインフレ傾向が続くもと、追加金融緩和期待が根強く残るECBと出口戦略を模索するFRBとの金融政策の方向性の違いを反映して、米欧金利差(米>欧)が拡大するのに伴い、緩やかなドル高ユーロ安トレンドへ。

ドル円相場見通し

	2014年			2015年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	102.13	102	104	105	106
(高値)	104.14	105	108	110	111
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	100.82	99	100	100	101

予測



ユーロ円相場見通し

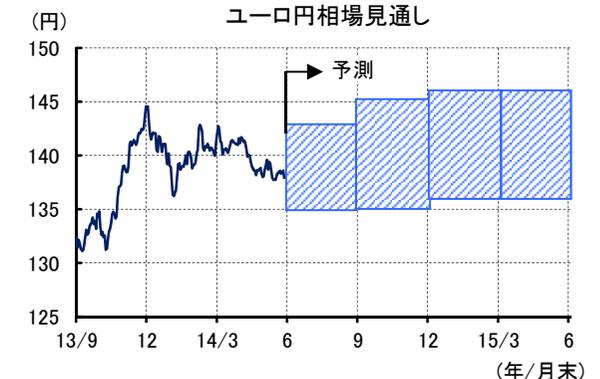
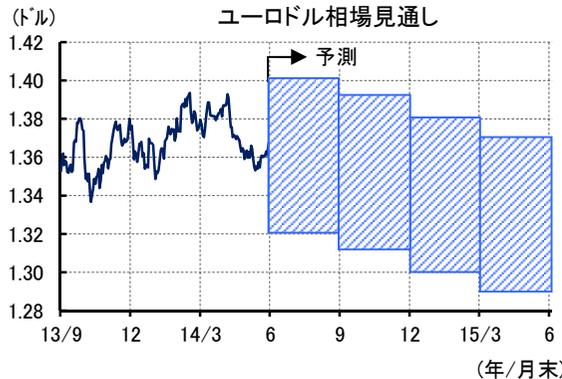
	2014年			2015年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	140.10	139	140	141	141
(高値)	143.49	143	145	146	146
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	137.71	135	135	136	136

予測

ユーロドル相場見通し

	2015年				
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	1.3717	1.36	1.35	1.34	1.33
(高値)	1.3994	1.40	1.39	1.38	1.37
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.3503	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)
11/7	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
14/5	101.84	139.85	1.3733	0.0676	0.21	0.59	14343.14	0.09	0.23	2.55	16567.25	1889.77	0.25	0.33	1.40	2.62	3197.40	101.79	1288.29
14/6	102.06	138.81	1.3601	0.0670	0.21	0.59	15131.80	0.10	0.23	2.59	16843.75	1947.09	0.08	0.24	1.35	2.70	3271.69	105.15	1282.57