
為替相場展望

2014年9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
- ◆米金融政策の正常化を意識し始めたドル円相場・・・・・・・・・・・・ p. 2
- ◆欧米の景気・金融政策格差を反映するユーロ相場・・・・・・・・・・・・ p. 4
- ◆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9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、中旬以降、ドルじり高の展開となり、下旬に104円台を回復。 ユーロは、軟調推移が続き、月末にかけて1.31ドル台まで下落。

< 8月のドル円相場 >

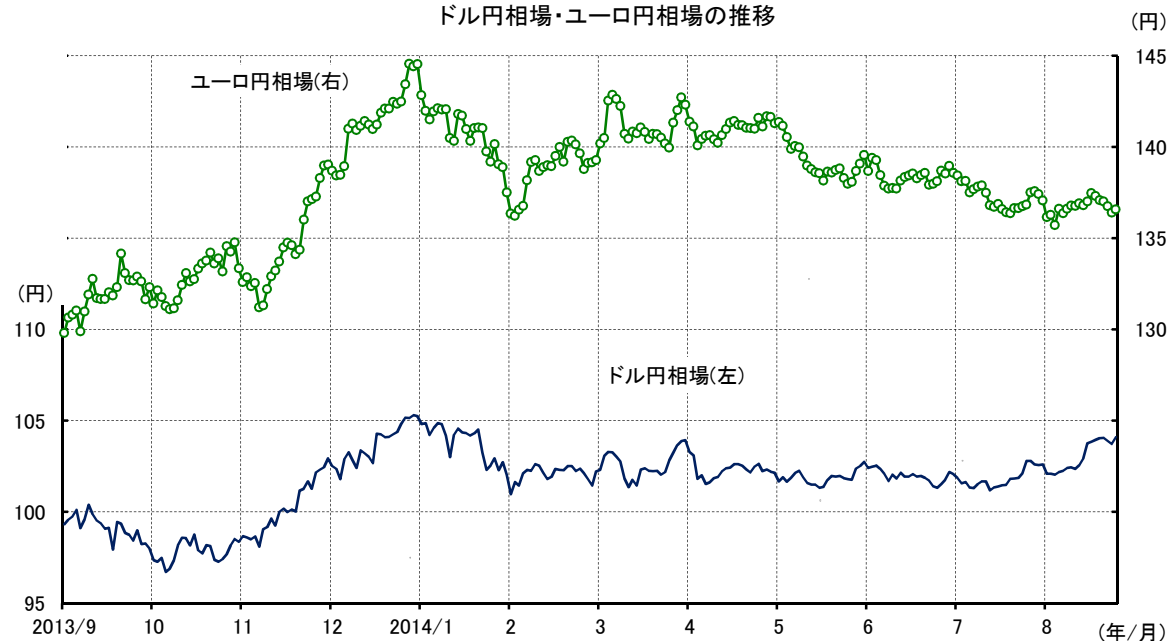
上旬は、①市場予想を下回る米7月雇用統計(1日)、②ウクライナ問題に絡む欧米とロシアとの緊張の高まり、③オバマ米大統領がイラクに対する空爆を承認したとの報道(8日)、等を手掛かりに、8日にかけて101円台半ばまで円高ドル安が進行。中旬入り後は、ウクライナ情勢の緊張緩和や良好な米住宅関連指標を受けて、ドルじり高の展開となり、さらに、20日の米7月FOMC議事録や22日のジャクソンホールでのイエレンFRB議長講演において、今後の経済指標次第でFRBが早期に利上げを行う可能性があると言及したことから、22日には104円台を回復。月末にかけては、28日のロシア軍がウクライナ領に侵入したとの報道を受けて、103円台半ばまで円高ドル安に振れる場面があったものの、米4~6月期GDPの上方修正等もあり、104円前後でドルが底堅く推移。

< 8月のユーロ相場 >

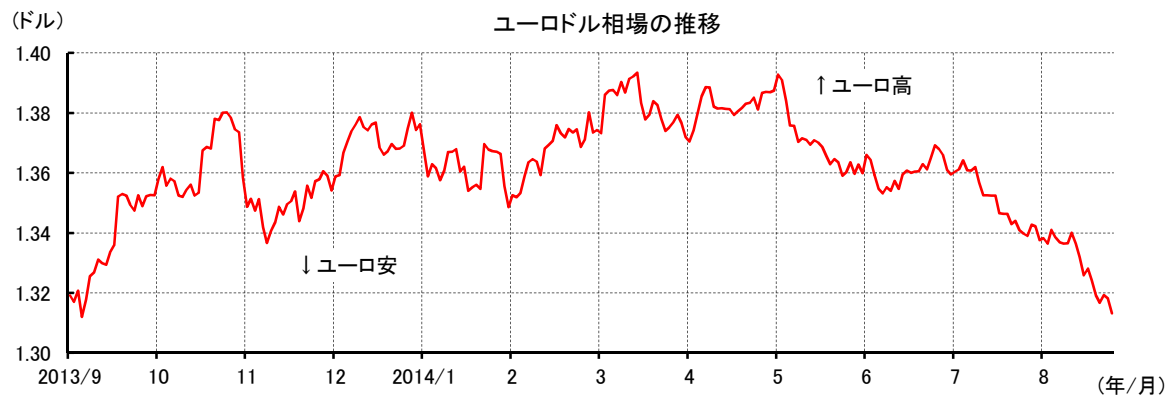
対ドルでは、月前半は、1.34ドルを挟んで一進一退の展開が続いたものの、①米景気指標が総じて改善する一方で、ユーロ圏景気指標が軒並み悪化し、米欧の景況感格差が意識されたこと、②ジャクソンホールでの講演でイエレンFRB議長が今後の経済指標次第でFRBが早期に利上げを行う可能性に言及する一方、ドラギECB総裁は今後の追加金融緩和に含みを残したこと、等を受けて、月末にかけて1.31ドル台半ばまでユーロが下落。

対円では、ウクライナ・イラクなどでの地政学リスクの高まりを受けて、8日にかけて135円台後半まで円高ユーロ安が進行。その後は、ウクライナ情勢への懸念が和らいだこと等をを受けて、一旦138円前後までユーロが持ち直したものの、22日の米ジャクソンホールでのドラギ総裁講演を受けてECBの追加金融緩和観測が高まったこと等から、月末にかけて136円台半ばまでユーロが反落。

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.

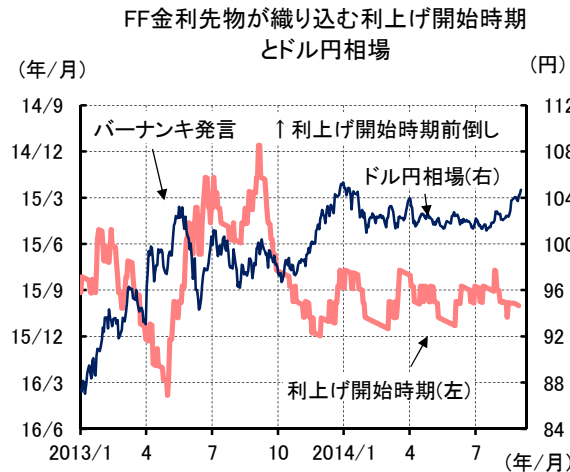
今後、FRBの利上げ着手を織り込みながら、中短期ゾーンを中心に日米金利差が拡大するにつれて、ドルが底堅さを増していく公算大。

ドル円相場では、4年半ば以降、1ドル=101~103円台を中心とした狭いレンジでこう着が続いてきたものの、8月20日に公表された7月FOMC議事録と22日のジャクソンホールでのイエレンFRB議長講演がややタカ派的(利上げに前向き)と受け止められたことをきっかけに、104円台を回復。

もともと、FOMC議事録は、多くのFOMC参加者が「委員会目標への収斂が予想以上に早いものとなった場合、金融緩和は現在想定しているよりも早く引き締めることが適切となるかもしれない」と指摘する一方で、「最初のFF金利引き上げの適切なタイミングは、経済活動、労働市場、物価上昇率の今後の動向次第」とも指摘しており、基本的にはハト・タカ両論併記の内容。その後のイエレン議長講演も、ハト・タカ両方のバランスをとった内容となっており、FF金利先物が織り込む利上げ開始時期にも大きな変化はみられず。

とはいえ、今回のFOMC議事録やイエレン議長講演がFRBの利上げ開始時期が近づいていることを意識させるものであったのは事実。実際に、利上げ開始時期に対する見方が大きく変化しないなかでも、その時期が近づくにつれて、金融政策(政策金利)に対する見方を反映しやすい米2年債利回りは上昇傾向を強めており、今後、10月のテーパリング完了と前後して、FRBが利上げのプロセスを固めていけば、2年債利回りは一段と上昇していく公算大。

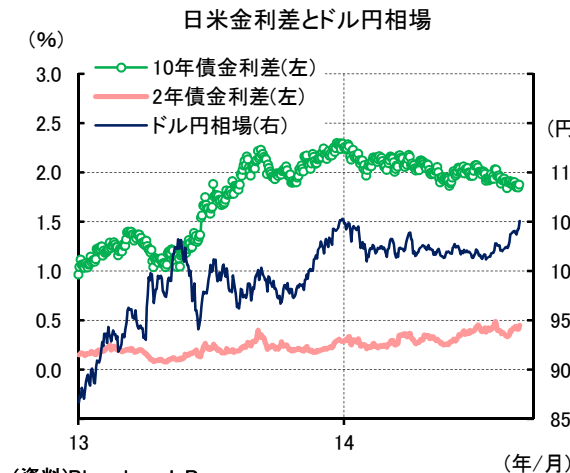
これまで米国景気の回復が続く中でも、10年債利回りは低下傾向が続き、ドル円相場上昇の重石になってきたものの、足許にかけてのドル円相場は、2年債など中短期ゾーンの金利に反応しやすくなってきている状況。歴史的にみれば、10年債金利差よりも2年債金利差の方がドル円相場との相関が高く、今後、中短期ゾーンを中心に日米金利差が拡大(米>日)するにつれて、ドルが底堅さを増していく公算大。



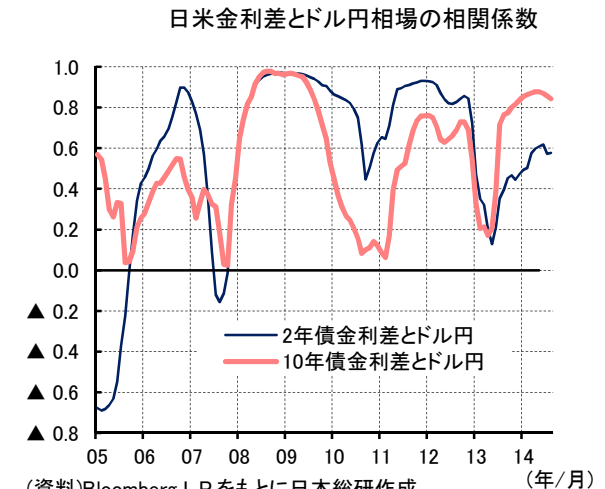
(資料)Bloomberg L.P.
(注)利上げ開始時期は、FF金利先物が0.50%となる時期。



(資料)Bloomberg L.P.



(資料)Bloomberg L.P.
(注)日米金利差は、米一日。



(資料)Bloomberg L.P.をもとに日本総研作成
(注)相関係数は、24ヵ月相関から導出。

ただし、FRBの市場との対話が上手くいかず、世界的な金融市場の混乱が生じれば、リスク回避の動きが強まり、円高ドル安に振れる可能性。

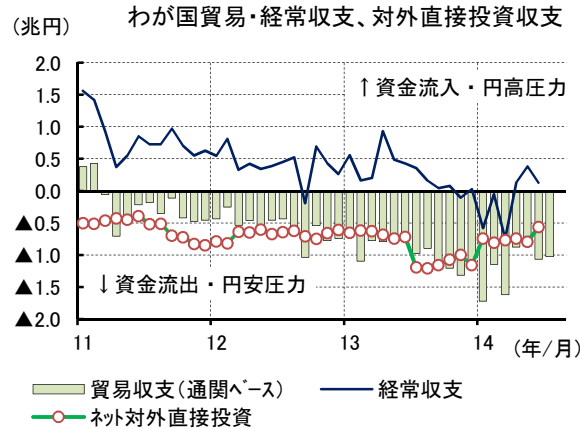
次に、円の需給環境をみると、引き続き円売りに傾斜。わが国の貿易赤字が定着するなか、2014年上半期の経常収支は、比較可能な1985年以降の上半期で初めて赤字に転化しており、通年で赤字転化も現実味を帯びつつある状況。また、対外直接投資も昨年には及ばないものの、高水準を維持。

足許、対外証券投資も活発化。投資家別にみると、金融商品取引業者を経由した証券投資が堅調に推移しているほか、本年度入り以降は、生保や投資信託経由での証券投資が増加。今秋以降、GPIFの運用方針の見直しに伴い、外債などでの運用比率が引き上げられれば、円安を下支える要因に。

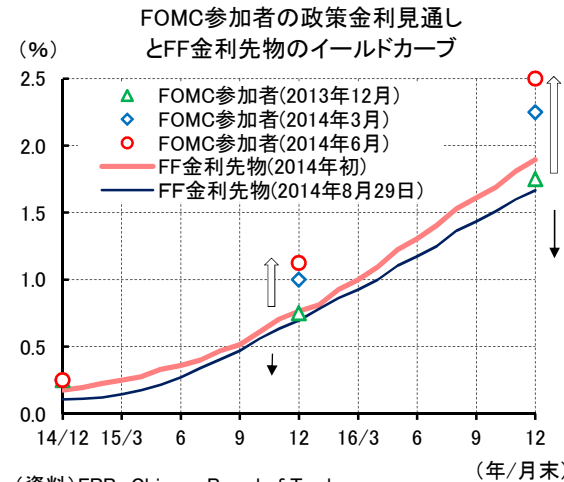
ただし、日米金利差の拡大や円売りに傾く需給環境により、円安ドル高が続くためには、FRBが利上げプロセスに関して市場との対話を円滑に進めることが不可欠。

本年入り以降、FOMC参加者が想定する2015年末、16年末の政策金利見通しが引き上げられており、利上げペースの若干の早まりを示唆。一方、市場参加者の政策金利見通しを反映するFF金利先物のイールドカーブは、足許で年初に比べて「フラット化(中長期ゾーンで一段の金利低下)」しており、FRBの利上げペースが緩やかになるとの見方が強まっていることを示唆。この背景には、①FOMC参加者の中では「ハト派(利上げ慎重派)」に属し、利上げを急がない姿勢を繰り返し強調してきたイエレンFRB議長が、FOMC内で利上げに前向きな勢力を押しさえ込むことができると市場参加者が考えている、あるいは、②市場参加者がFRBの経済見通しは楽観的であり、先行きの見通しに対してより慎重になり始めている、可能性を指摘可能。

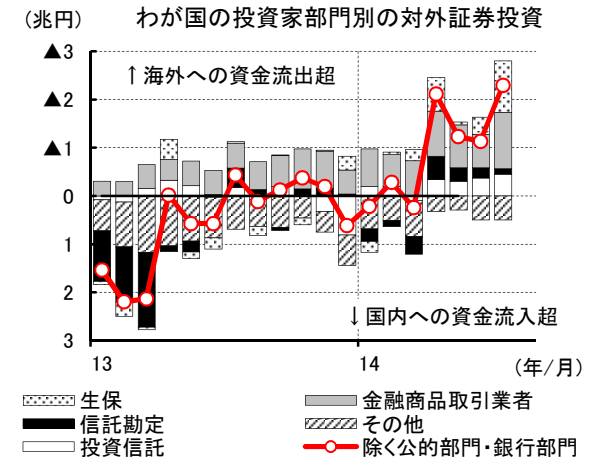
このようにFOMC参加者と市場参加者の見方に乖離が生じている状況下、今後、FRBの市場との対話が上手くいかず、昨年5月のバーナンキ発言後のような世界的な金融市場の混乱が生じれば、リスク回避の動きが強まり、円高ドル安に振れる可能性も。また、予想PERが金融危機前の景気回復局面を上回る水準まで上昇し、米国株に高値警戒感が生じていることも大きなリスク要因に。



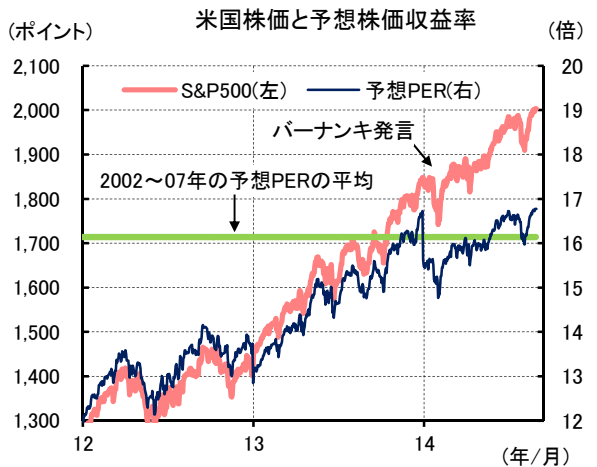
(資料)財務省、日銀
(注)貿易収支、経常収支は季調値、ネット対外直接投資は再投資収益を除いた原数値の6ヵ月移動平均値。



(資料)FRB、Chicago Board of Trade
(注)FOMC参加者の見通しは、各年末時点、中央値。



(資料)財務省
(注)指定報告機関ベース。



(資料)Bloomberg L.P.

欧米の景気・金融政策格差を反映してユーロ安基調が続く見込み。もっとも、短期的には、ユーロ買い戻しの動きが強まる可能性も。

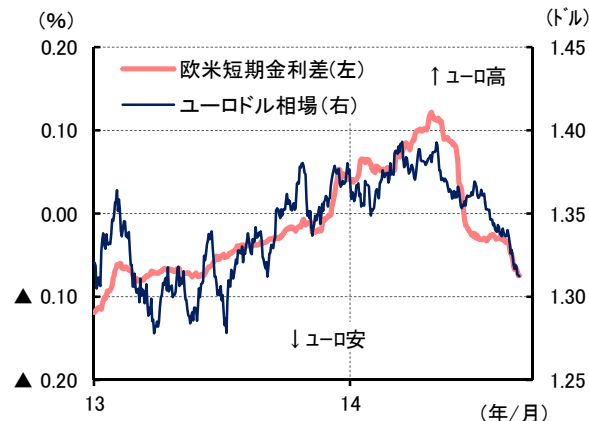
8月のユーロの対ドル相場は、欧米金利差の拡大(米>欧)と歩調を合わせる形で、月末にかけて1ユーロ=1.31ドル台半ばまでユーロが下落。

ユーロ安の背景として、欧米の景気・金融政策格差の明確化を指摘可能。ドラギECB総裁は、8月22日の米ジャクソンホールでの講演で、「ユーロ圏内の景気回復は一様に弱い」との認識を示した上で、「金融政策のスタンスをさらに調整する準備がある」と追加金融緩和に含み。また、ドラギ総裁は、ECBが中期的な期待インフレを示す指標として重視する5年先5年物インフレスワップが8月に2%を割り込んだことに言及。ECBはこれまで「中期的なインフレ期待は安定している」としてきただけに、インフレ期待の低下を認めた今回の発言を受けて、市場ではECBが国債購入を含む量的緩和を余儀なくされるとの見方が浮上。

こうしたユーロ圏の状況は、景気の回復基調が続くなか、利上げ開始時期を模索し始めている米国とは対照的。先行きも金融緩和策の出口に向かうFRBと、追加金融緩和観測がくすぶるECBの金融政策の方向性の違いを反映して、欧米金利差が拡大(米>欧)するにつれて、対ドルでユーロ安基調が続く見込み。ちなみに、市場が予想する欧米の政策金利差は、名目・実質ベースで2017年にかけて拡大。

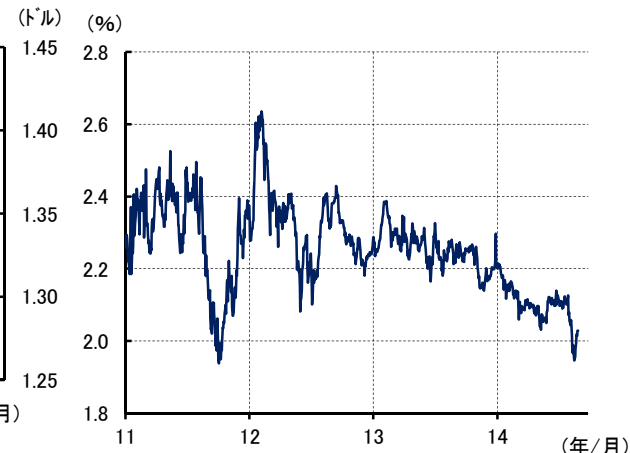
ただし、足許にかけて急速にユーロ安が進んだこともあり、短期的には、ユーロ買い戻しの動きが強まる可能性も。足許の投機筋の動向を示すIMM通貨先物取引(非商業部門)の動向をみると、8月26日時点でユーロ売り越し額が、欧州債務危機が深刻化した2012年7月以来の水準まで拡大。市場の一部では9月理事会でのECBの追加金融緩和を期待する向きがあるものの、9月にはTLTROの第一弾が実施され、その政策効果を見極める段階にあること等を踏まえると、当面、ECBは様子見姿勢を続ける公算大。9月ECB理事会での追加金融緩和見送り等をきっかけに、投機筋などがユーロ売り持ちポジションの一部を巻き戻す可能性も。

欧米短期金利差とユーロドル相場



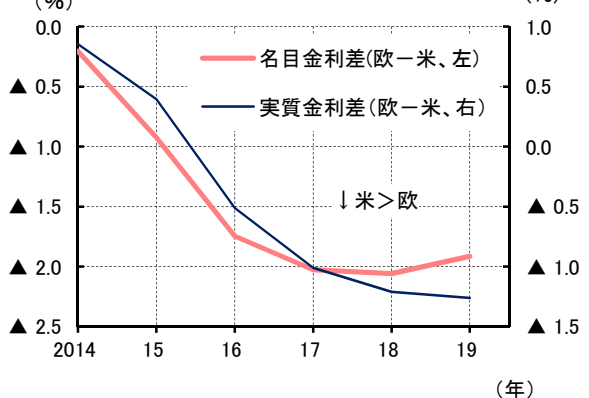
(資料)Bloomberg L.P.
(注)短期金利差は、EURIBOR(ユーロ、3カ月) - LIBOR(ドル、3カ月)。

ユーロ圏の5年先5年BEISワップ・フォワード・レート



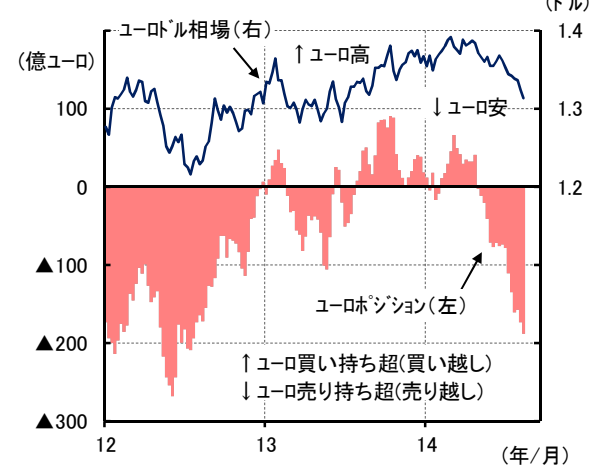
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

市場が予想する欧米の政策金利差



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)名目金利差は、OIS金利、実質金利差は、OIS金利とインフレ・スワップ金利を基に算出。8月29日時点。

シカゴIMM・ユーロポジション(非商業部門)



(資料)米CFTC、Bloomberg L.P.

**【ドル円】 徐々にドルが底堅さを増す展開ながら、円高に振れるリスクは残存。
【ユーロ】 ユーロ軟調地合いが続くものの、一方的なユーロ安は見込み薄。**

＜ドル円相場の見通し＞

米F R Bの利上げ慎重姿勢は続くと思われるものの、米国景気の着実な回復が持続し、来年半ば以降と目されるF R Bの利上げ開始時期が近づくにつれて、徐々にドルは底堅さを増していく見込み。

わが国の貿易赤字の定着や、堅調に推移する対外直接投資等により、需給環境が円売りに傾いていることも円安を下支え。さらに、今後、G P I Fの運用方針見直しに伴い、外債などでの運用比率が引き上げられれば、円安を下支える要因に。

ただし、①ウクライナ等での地政学リスクの高まり、②中国など新興国景気の減速懸念の再燃、③F R Bの金融政策正常化を警戒した金融市場の混乱、等が生じれば、リスク回避の動きが強まり、円高に振れるリスクも。

＜ユーロ相場の見通し＞

対ドルでは、金融緩和策の出口に向かうF R Bと、追加金融緩和観測がくすぶるE C Bの金融政策の方向性の違いを反映して、ユーロ軟調地合いが続く見込み。ウクライナでの地政学リスクの高まり等も、折に触れユーロ安に作用する見込み。

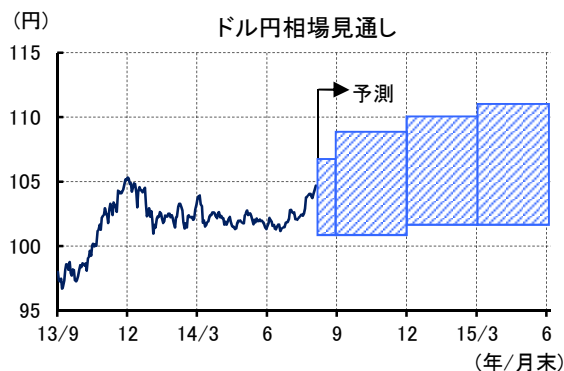
もともと、①E C Bは6月に導入したマイナス金利などの緩和策の効果を見極める姿勢に転じていること、②F R Bの利上げ慎重姿勢が米金利の上昇を抑制するとみられること、③ユーロ圏の経常黒字等に起因する通貨高圧力が続くこと、等から、基調としてのユーロ安進行ペースは緩やかになる見込み。

対円では、日銀、E C Bともに金融緩和の長期化が予想されるなか、日欧ともに金利の変動余地が乏しく、相場に方向感が出にくい展開が続く見込み。

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	104	105	106	107
(高値)	104.14	107	109	110	111
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	100.82	101	101	102	102

予測



ユーロ円相場見通し

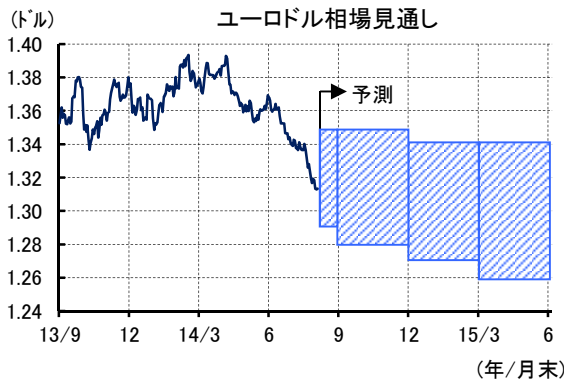
	2014年			2015年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	140.10	138	139	139	139
(高値)	143.49	141	143	144	145
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	137.71	134	134	133	133

予測

ユーロドル相場見通し

	2015年				
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	1.3717	1.33	1.32	1.31	1.30
(高値)	1.3994	1.35	1.35	1.34	1.34
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.3503	1.29	1.28	1.27	1.26

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・ スツックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
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
14/7	101.75	137.74	1.3537	0.0658	0.21	0.54	15379.29	0.09	0.23	2.53	16988.26	1973.10	0.04	0.21	1.20	2.63	3192.31	102.39	1311.82
14/8	102.98	137.10	1.3314	0.0686	0.21	0.51	15358.70	0.09	0.23	2.41	16775.15	1961.53	0.02	0.19	1.02	2.44	3089.05	96.08	1295.73