
為替相場展望

2014年12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
- ◆ドル円相場の予測を大幅に上方修正・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 2
- ◆プラザ合意以降の購買力平価の経験則が通用しなくなったドル円相場・・・・・・・・ p. 3
- ◆バランスシート拡大目標を公式に宣言したECBとユーロ相場・・・・・・・・ 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
研究員 井上 肇 (Tel : 03-6833-0920 Mail : inoue.hajime@jri.co.jp)

◆本資料は、2014年12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。

10月末の日銀の追加緩和の余韻が残るなか、中旬には安倍政権による消費増税先送りを受け、円安が加速。

<11月のドル円相場>

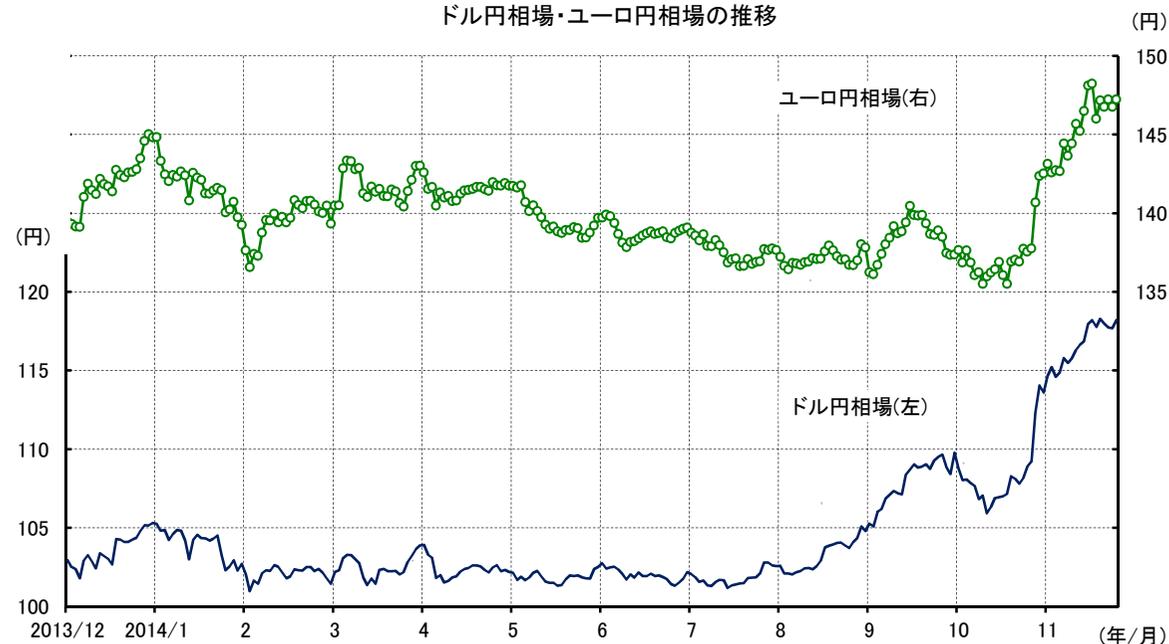
上旬は、10月末の日銀のサプライズ的な追加緩和を受けた円売りが続いたほか、①4日の米中間選挙での共和党圧勝による政策進展期待、②良好な米景気指標、等も加わり、一時115円台まで円安ドル高が進行。中旬は、日本の7～9月期のGDPがマイナス成長となったことを受け、一時円高に振れる場面はあったものの、わが国の消費増税先送りを受けた当面の景気下振れリスク後退、それに伴う投資家のリスク選好度合いの高まりを受けて、20日には119円台目前まで円が独歩安の展開に。下旬は、麻生財務相による円安けん制発言等を受けて円安が一服し、118円前後で一進一退の展開。

<11月のユーロ相場>

ユーロの対ドル相場では、上旬は、ECB内の対立報道を手掛かりに、ユーロ高に振れる場面があったものの、6日のECB理事会後の会見でドラギ総裁がECB内の結束を強調し、改めて追加緩和の意向を示したことから、1.23ドル台前半までユーロが急落。中旬は、ドイツでの良好な景気指標を手掛かりにユーロ圏景気の後退懸念が和らぐなか、1.25ドル台までユーロが上昇。下旬は、21日の講演でドラギECB総裁が国債購入を含む量的緩和に踏み切る可能性を示唆したことから、再び1.23ドル台までユーロが急落したものの、その後は、良好な独景気指標や冴えない米景気指標を手掛かりに、ユーロがじり高の展開。

ユーロの対円相場では、10月末の日銀の予想外の追加緩和を受けた円売りが続いたほか、中旬には、ユーロ圏での景気後退懸念が薄らいだことから、149円台までユーロが上昇。下旬には、ドラギECB総裁が国債購入を含む量的緩和に踏み切る可能性を示唆したことなどから、ユーロ高が一服。

ドル円相場・ユーロ円相場の推移



(資料)Bloomberg L.P.

わが国での2つのサプライズ・イベントを受け、ドル円相場の予測を大幅に上方修正。ただし、今後の相場の主要テーマは、再び日本から米国に移行。

ドル円相場の予測を大幅に上方修正。判断変更の背景は以下の通り。

(1) 日銀の追加金融緩和

日銀の10月末の追加緩和決定により、マネタリーベースの拡大ペースは従来の年60兆～70兆円から同約80兆円まで拡大。日米金利差だけでなく、マネタリーベースの観点でも、日米の金融政策の方向性の違いが一段と鮮明化したことが円の先安観を惹起。

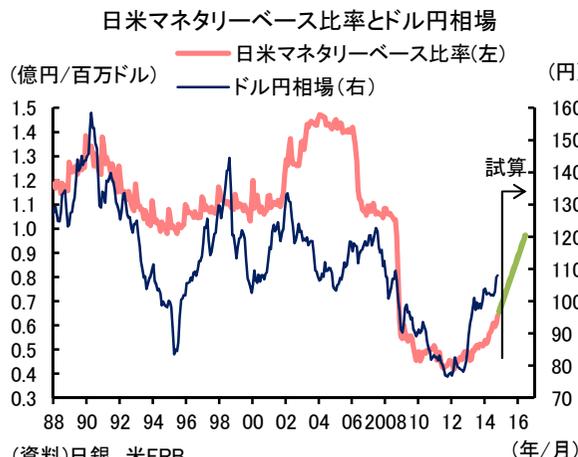
(2) 安倍政権の消費増税先送り

中長期的に消費増税先送りが日本経済にとってプラスになるか否かは、今後の成長戦略や財政再建策等にも依存するとみられるものの、短期的には、増税先送りにより個人消費の下支えや景況感の改善が期待可能。2000年代半ば以降は、日本株とドル円相場が正の相関となる場面が多く、消費増税延期による日本株の上昇期待とセットで円安期待が喚起。

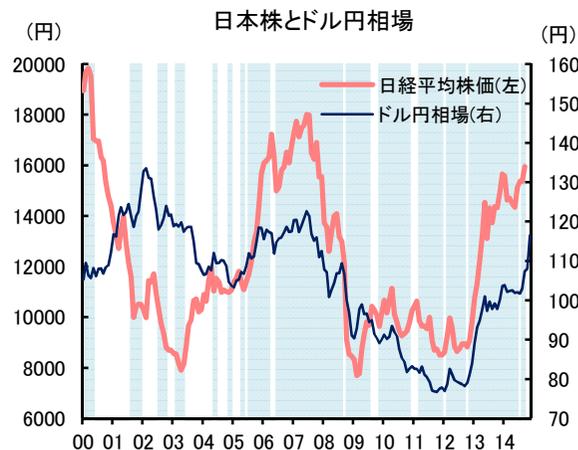
もともと、今後は、こうしたサプライズ・イベントを材料にした円売りが一巡するにつれて、円安ペースは緩やかなものに落ち着いていく見込み。

年明け以降、ドル円相場の主要テーマは再び米国景気・FRBの金融政策の行方に移行していくと予想。2015年夏頃と予想される米国の利上げを織り込む局面では、日米金利差が拡大し、一時的に円安ドル高が加速する可能性があるものの、今回の米国の利上げは2004年の前回利上げ局面以上に慎重なペースで行われると予想されるなか、利上げ織り込み一巡後は、米金利の上昇ペース同様、円安ドル高ペースも再び緩やかなものになる見通し。

足許、原油価格の下落等の影響もあり、先進国ではディスインフレ懸念が再燃。主要先進国で最も利上げに近いとされてきたBOEは11月に物価見通しを引き下げ、利上げ予想時期も大幅に後退。米国でも、物価の伸びが鈍化すれば、利上げ開始時期の後ずれや、利上げペースが一段と緩やかになるとの見方が強まる可能性も。

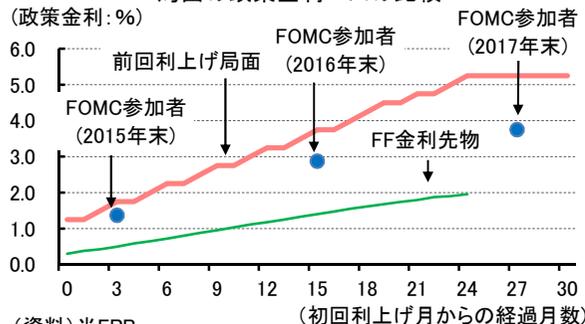


(資料)日銀、米FRB
(注)試算は、日銀が年80兆円のペースでマネタリーベースを拡大させる一方、FRBがQE3終了時点のマネタリーベースを維持するケース。

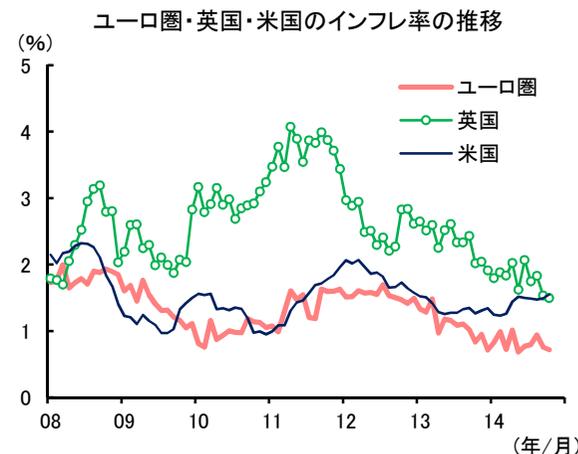


(資料)Bloomberg L.P.
(注)シャド一部はドル円相場と日本株が過去6ヵ月の相関で正の相関となっていた局面。

米国の前回利上げ局面と今後予想される利上げ局面の政策金利パスの比較



(資料)米FRB
(注)今回の利上げ開始時期は、2015年9月と想定。
FOMC参加者が予想する2015、16、17年末の政策金利水準は、2014年9月FOMCで公表された見通しの中央値。
FF金利先物は2014年11月末時点。



(資料)Eurostat, ONS, 米商務省
(注)ユーロ圏、英国は、コアCPI、米国は、コアPCEデフレーター。

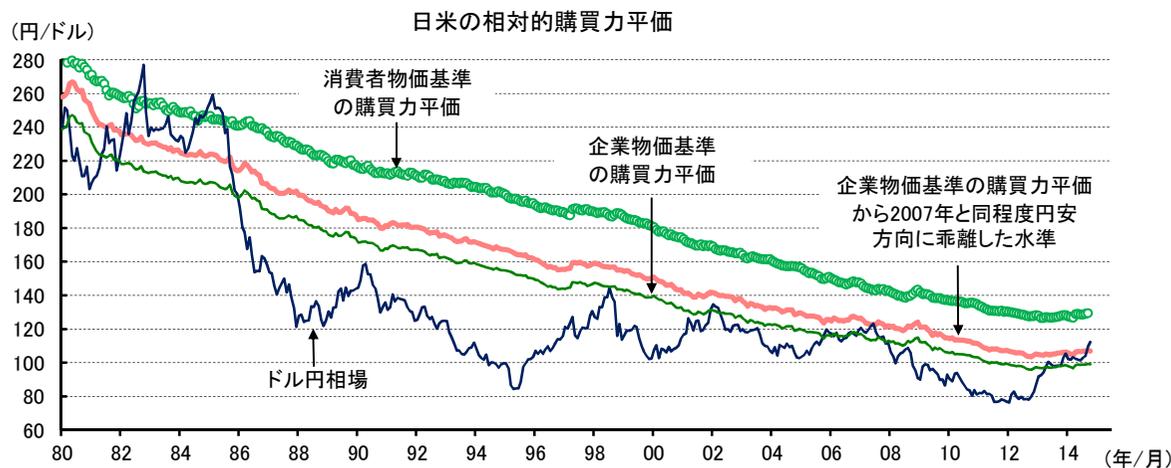
前回の円安局面ではみられなかった①実質金利差の大幅な拡大、②為替需給の構造変化、等がプラザ合意以降の経験則が示す水準以上の円安を正当化。

現在の1ドル=120円に迫る円安水準は、G5がドル高是正を企図した1985年のプラザ合意以降の購買力平価の経験則からは正当化し難くなってきている状況。プラザ合意以降のドル円相場においては、日米の企業物価を基に算出した購買力平価の水準(足許約99円)が概ね円安の上限になってきたものの、2013年4月に日銀が異次元の金融緩和に踏み切って以降、同水準を突破。加えて、今年10月末に日銀がサプライズ的な追加金融緩和に踏み切って以降は、これまで円安方向に最大に乖離していた2007年6月を超えて円安方向に乖離。

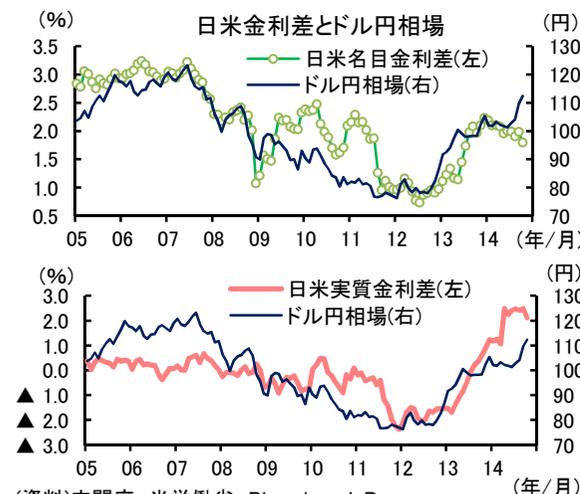
もっとも、現在の円安局面では、過去の円安局面ではみられなかった状況が発生しているのも事実。第1は、日米実質金利差(米>日)の大幅な拡大。名目金利差は前回の円安局面ほど拡大していないものの、日米のインフレ率を加味した実質金利差は前回の円安局面を上回る水準まで拡大。わが国の消費者物価については、消費増税により一時的に上振れしている側面はあるものの、その影響を除いても伸びが高まっている一方で、米国の消費者物価は賃金の伸び悩み等の影響を受け、抑制された状態が続いていることが背景。

第2は、為替需給の構造変化。わが国の貿易収支(通関ベース)は、1981年以降一貫して黒字となってきたものの、東日本大震災をきっかけとしたエネルギー輸入の急増等により、2011年以降赤字に転じ、それ以降も赤字が定着。加えて、今春以降はわが国の投資家による対外証券投資が活発化。今後は、10月末に新しい資産運用比率を発表したGPIF(公的年金管理運用独立行政法人)の対外投資活発化も期待。

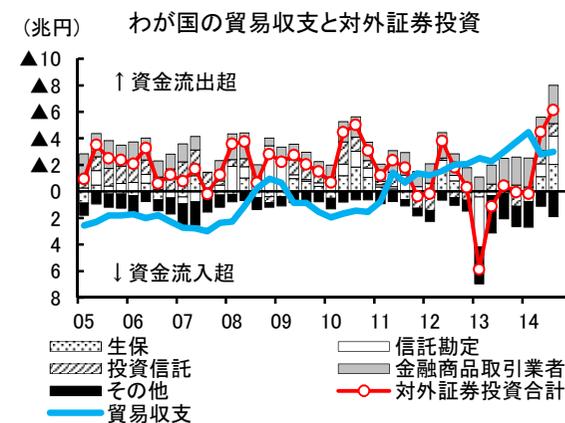
こうした過去の円安局面ではみられなかった状況は、プラザ合意以降の経験則が示す水準以上の円安を正当化。今後、1ドル=120円に達すれば、プラザ合意以降、一度も超えることのない消費者物価基準の購買力平価の水準(足許129円程度)が意識される可能性も。



(資料)日銀、米労働省、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)購買力平価は、1973年平均を基準。日本は企業物価、米国は生産者物価。



(資料)内閣府、米労働省、Bloomberg L.P.
(注)名目金利差は10年債利回り格差(米-日)。コアCPIで実質化。



(資料)財務省
(注)貿易収支は、通関ベース。
対外証券投資は、指定報告機関ベース、除く銀行勘定、公的部門。棒グラフは、投資家部門別の内訳。

金利差だけでなく、中銀のB/Sの観点でも、米欧の金融政策の方向性の違いが一段と鮮明化していくとみられ、緩やかなドル高ユーロ安基調が持続。

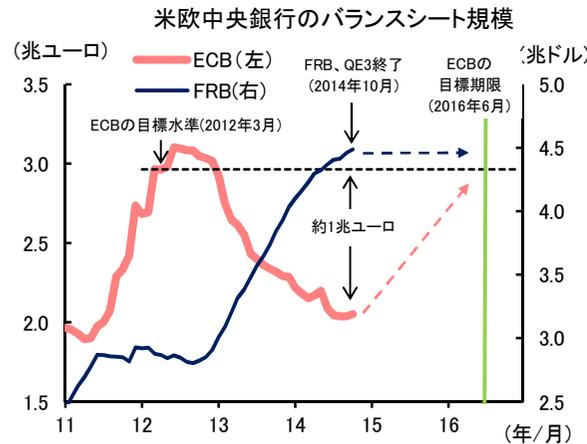
11月6日のECB理事会での政策変更はなかったものの、理事会後のドラギ総裁会見の導入声明では、既存の緩和策(TLTRO、ABS・カバード債券購入)により、ECBのバランスシートが「2012年初の水準まで拡大することが期待される」と明記(注1)されたほか、質疑応答では、「2012年初」とは第2回LTROを実施した直後の同年3月を指すと明言。また、総裁は、同質疑応答の中で、追加の非伝統的手段が必要になる「2つの緊急事態(two contingencies)として、(1)既存の緩和策が十分ではないと判断された場合、(2)中期インフレ期待が悪化した場合、を列挙。

ECBの既存の緩和策が十分であるか否かは、12月11日に控えるTLTRO第2弾の入札結果等を見極める必要があるものの、これまでも指摘してきた通り、ユーロ圏民間部門のバランスシート調整が道半ば、あるいは、資金需要が乏しいという状況等を踏まえると、ECBの既存の緩和策だけでは、バランスシートの拡大が想定通りには進まない可能性大。

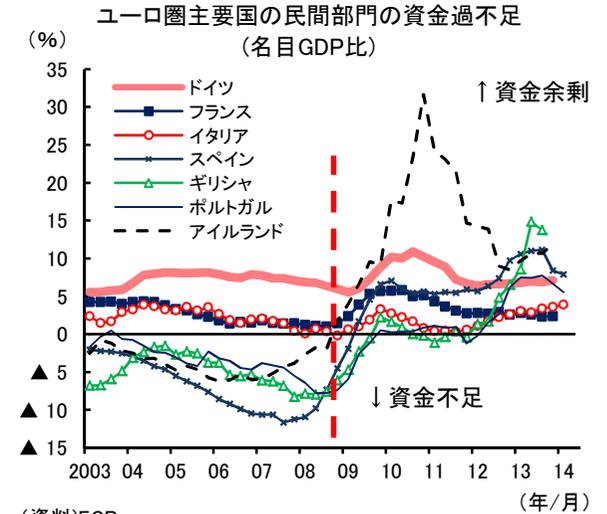
中期インフレ期待については、ECBが注目しているインフレ期待指標を観察していく必要があるものの、足許ではいずれも低下傾向。ユーロ圏では、①短期的にユーロ安による輸入物価の押し上げ効果がエネルギー価格の下落により相殺されること、②域内景気の低迷により、需給ギャップの解消が緩慢なペースにとどまること、等から、デフインフレ傾向の長期化が予想され、それに伴い、期待インフレ率が一段と低下する可能性も排除できず。

こうした状況を踏まえると、ECBはいずれ国債購入を含む追加金融緩和を余儀なくされる公算大(注2)。この結果、金利差、及び中銀のバランスシートの観点で米欧の金融政策の方向性の違いが一段と鮮明化していくとみられ、緩やかなドル高ユーロ安基調が続く見込み。

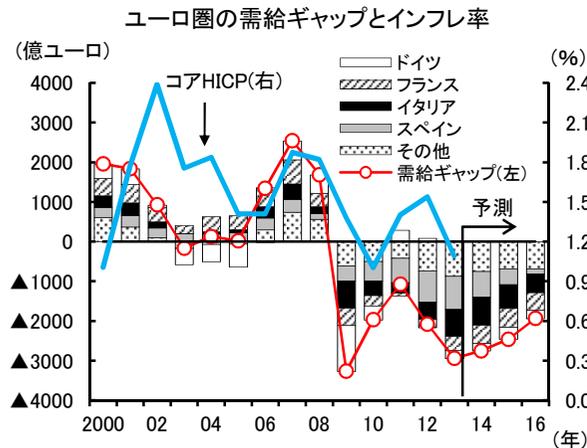
(注1)従来「2012年初」という時期は総裁の質疑応答等で言及されたのみ。
 (注2)11月下旬には、ドラギ総裁が国債購入を含む量的緩和に踏み切る可能性を示唆。コンスタンシオECB副総裁も「来年第1四半期に国債の購入を検討するかもしれない」(11/26)と発言。



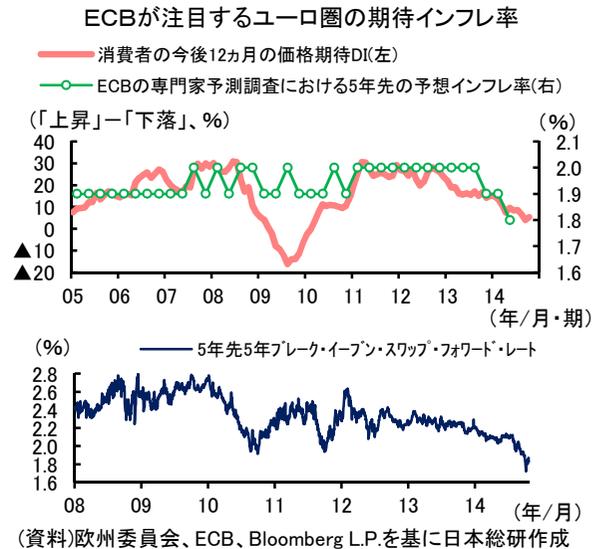
(資料)FRB, ECB
 (注)ECBのバランスシート拡大の目標期限は、計8回予定されているTLTROの最終入札月である2016年6月を想定。



(資料)ECB



(資料)DG ECFIN, Eurostat
 (注)需給ギャップの予測は、潜在GDPに欧州委員会予測、実績GDPに日本総研予測を用いて算出。



(資料)欧州委員会、ECB、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

ドル円：スピードや水準の調整を伴いながら、緩やかな円安ドル高基調が持続。 ユーロ：ユーロ買い戻しを伴いながらも、対ドルではユーロ軟調地合いが持続。

<ドル円相場の見通し>

安倍政権の消費増税先送りに伴う景気の下振れ懸念の後退等を材料にした円売りが一巡するにつれて、円安ペースは緩やかなものに落ち着いていく見込み。

年明け以降、2015年夏頃と予想される米国の利上げを織り込む局面では、日米金利差が拡大し、一時的に円安ドル高が加速する可能性があるものの、米国の利上げは極めて慎重に行われると予想されるなか、米国の利上げの織り込みが一巡すれば、米金利の上昇ペース同様、円安ドル高ペースも再び緩やかなものになる見込み。

一方、①世界景気の減速懸念の再燃、②米FRBの利上げに対する警戒感の高まり、③米財政政策を巡る混乱、等が生じ、リスク回避の動きが強まった場合には、円高ドル安方向への揺り戻しが生じる可能性も。

<ユーロ相場の見通し>

対ドルでは、着実な景気回復を背景に利上げに向かう米FRBと、デシインフレからの脱却に向け国債購入を含む金融緩和強化に向かうECBという、米欧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。一方で、ユーロ圏の経常黒字等に起因するユーロ高圧力は残り、ユーロ下落ペースを和らげる方向に作用。

対円では、安倍政権の消費増税先送り等を材料にした円売りが一巡するのにつれて、ユーロ高が一服する見込み。年明け以降、ユーロ圏ではECBが国債購入を含む量的緩和に踏み込む可能性が高く、一時的にユーロ安が進むとみられるものの、わが国では既に日銀が大規模な量的緩和を続けており、一方的なユーロ安には至らない見込み。

ドル円相場見通し

	2014年		2015年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	103.96	114	119	121	122
(高値)	109.85	121	124	125	126
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	101.07	114	114	115	115

予測



ユーロ円相場見通し

	2014年		2015年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	137.77	144	147	148	148
(高値)	141.23	150	153	154	154
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	135.72	143	142	142	142

予測

ユーロドル相場見通し

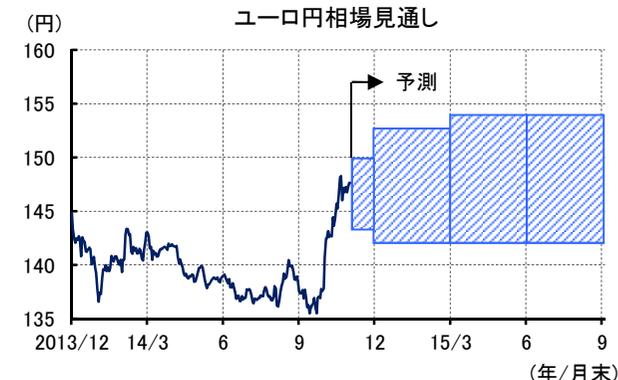
	2015年				
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.3260	1.26	1.23	1.22	1.21
(高値)	1.3701	1.27	1.27	1.26	1.25
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.2571	1.22	1.19	1.18	1.17

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50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
14/9	107.39	138.46	1.2895	0.0664	0.21	0.54	15948.47	0.09	0.23	2.52	17098.13	1993.23	0.01	0.10	1.00	2.49	3233.38	93.03	1237.99
14/10	108.02	136.99	1.2682	0.0590	0.20	0.49	15394.11	0.09	0.23	2.29	16701.87	1937.27	0.00	0.08	0.88	2.23	3029.58	84.34	1223.11
14/11	116.40	145.21	1.2475	0.0649	0.18	0.47	17179.03	0.09	0.23	2.32	17648.98	2044.57	-0.01	0.08	0.79	2.13	3126.15	75.81	1177.00

(株)日本総合研究所 為替相場展望 2014年12月