

---

---

# 為替相場展望

2013年2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 |
| 日米の金融政策とドル円相場                 | p. 3 |
| E C Bの金融政策・為替需給・ユーロ圏景気とユーロ相場  | p. 4 |
| トピックス : 金利差、購買力平価からみた円の適正値    | p. 5 |
| トピックス : アベノミクスへの期待で円安の勢いは続くのか | p. 6 |
| ドル円、ユーロ相場の見通し                 | p. 7 |
| 内外市場データ                       | p. 8 |

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2月5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2月）

## 1．ドル円、ユーロ相場の回顧

### < 1月のドル円相場 >

国内外の要人による円安警戒発言等を受けて、円高に振れる場面はあったものの、①米国の「財政の崖」回避、②米F R Bの量的緩和早期終了観測、③日銀の金融緩和強化をはじめとしたアベノミクスへの期待、等を背景に、月末にかけて91円台まで円安ドル高が進行。

### < 1月のユーロ相場 >

日銀による積極的な金融緩和への期待が続いているほか、ドラギE C B総裁による追加利下げに対する否定的な発言、欧州銀による長期資金供給オペの前倒し返済を受けたE C Bのバランスシート圧縮、等が好感され、月末にかけて124円台まで円安ユーロ高が進行。

## 2．日米の金融政策とドル円相場

日銀は、少なくとも2015年頃までは超低金利政策や量的緩和策を継続することが濃厚。一方、米F R Bは、超低金利政策を事実上「2015年半ば」まで続ける意向を示しているものの、量的緩和をそれに先んじて終了する可能性。

ドル円相場は、足許にかけて2年債利回り格差との相関が低下する一方、10年債利回り格差との相関が上昇。時間軸効果が及びにくい10年債利回りは、米国景気の回復基調明確化や米国の量的緩和終了観測等を背景に、2年債利回りに先んじて上昇しやすくなる見込みであり、ドル円相場に上昇圧力がかかりやすくなる公算。

## 3．E C Bの金融政策・為替需給・ユーロ圏景気とユーロ相場

ユーロが上昇した大きな要因としては、金融不安の後退とE C Bの利下げ観測の後退を指摘可能。これらがユーロ高に寄与していることは、各種指標からみてとることが可能。

もっとも、ユーロ圏では景気の本格的な持ち直しが期待薄のなか、重債務国の財政再建が進展しない可能性が残るほか、E C Bへの追加利下げ期待が再び高まる可能性があり、いつユーロ軟調地合いに転じても不思議ではない状況。

## 4．トピックス

### < トピックス : 金利差、購買力平価からみた円の適正値 >

足許の円安はドル円相場が従来の金利差に見合う適正水準に回帰する動きという見方も可能。従来の金利差に見合うドル円相場の適正水準は、95円程度。

次に、日米購買力平価(1973年基準)から示唆される円安の目途(昨年末時点で98円程度)、円高の目途(同73円程度)の中間値をドル円相場の適正水準とすれば、それは80円台半ば程度。さらに、高所得国ほど為替レートの実勢値が購買力平価よりも過大評価される傾向を踏まえて試算したドル円相場の適正水準は、96円程度。

以上のことを踏まえると、金利差や購買力平価の観点からは、80円台半ばから90円台半ば程度の水準は概ね正当化が可能。

### < トピックス : アベノミクスへの期待で円安の勢いは続くのか >

ドル円相場のコアレンジは従来よりも切り上がったとの判断が可能。もっとも、これまでの急速な円安進行には期待先行の側面があることは否めず。今後の政府・日銀の対応次第では、年央頃にかけて一時的に円高に振れる可能性。一方、年後半には、米国経済の回復基調が明確化してくるとみられ、年末にかけて徐々に円安ドル高に振れやすくなる公算。

## 5．ドル円、ユーロ相場の見通し

### < ドル円相場の見通し >

先行きは、日銀の積極的な金融緩和への期待などを背景に、当面円安地合いが続く見通し。急ピッチの円安が進むなか、一時的に円高への揺り戻しが生じる可能性はあるものの、年後半には、米国経済の回復基調明確化に伴い徐々にドルが底堅さを増してくる公算。

### < ユーロ相場の見通し >

欧州での危機対策進展により金融不安が後退するなか、当面はユーロの堅調な推移が続く見込み。もっとも、ユーロ圏景気の本格的な回復が期待薄のなか、重債務国の財政再建が進展しない可能性やE C Bの追加利下げ期待が残ることから、徐々にユーロ軟調地合いへ。

## わが国の金融緩和期待、米国景気の回復期待、欧州債務問題の緊張緩和、等を背景に対ドル、対ユーロともに円安基調が持続。

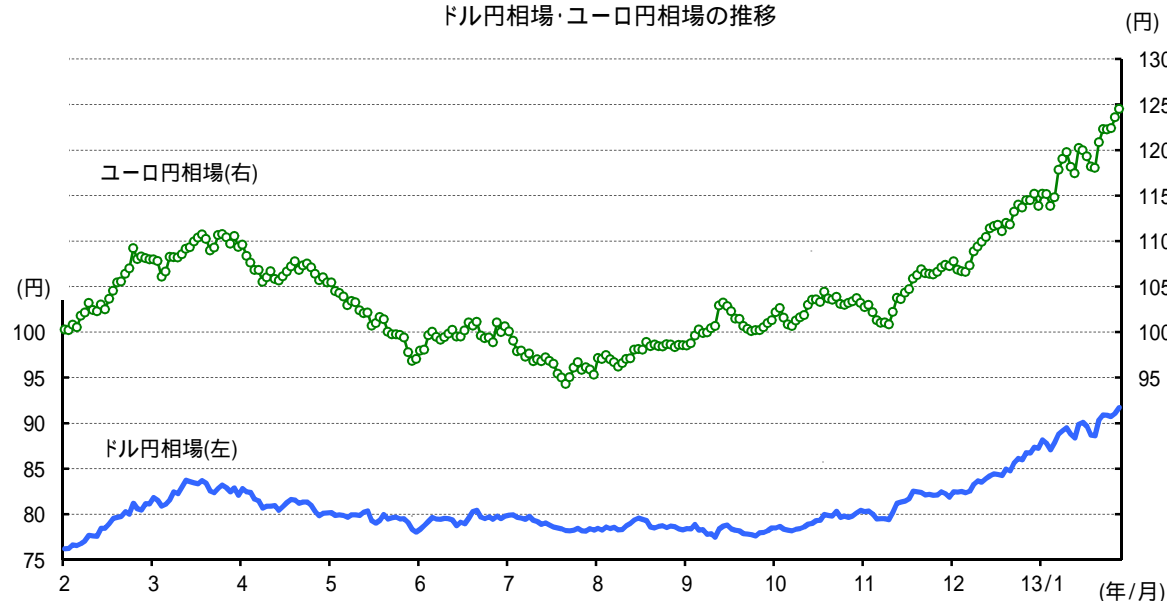
### < 1月のドル円相場 >

年初以降、①米国での「財政の崖」回避、②12月分FOMC議事録公表を受けたFRBの量的緩和早期終了観測、③日銀の金融緩和強化をはじめとしたアベノミクスへの期待、④わが国11月経常収支の大幅赤字、等を受けて、11日にかけて89円台まで円安ドル高が進行。月半ばには、国内外要人の円安警戒発言を受けて、87円台まで円が強含む場面があったものの、①わが国要人の円安警戒発言の修正、②好調な米経済指標、等を受けて、再び円安ドル高が進行。21～22日の日銀の金融政策決定会合後には一旦88円割れ寸前まで円が買い戻される場面があったものの、月末にかけては、①過去最大となる昨年のわが国貿易赤字額、②日銀の金融緩和強化をはじめとしたアベノミクスへの期待継続、等を背景に、91円台まで円安ドル高が進行。

### < 1月のユーロ相場 >

上旬はECB理事会を控え、利下げ警戒感からユーロの上値の重い展開が持続。もっとも、10日のECB理事会後の会見でドラギ総裁がユーロ圏景気に対して前向きな見方を示したことから、追加利下げ観測が後退し、120円台までユーロ高が進行。その後、国内外の要人による円安警戒発言を受け、月半ばに一時116円台まで円が強含んだものの、その後は、①わが国要人の円安警戒発言の修正、②日銀の金融緩和強化観測などを背景に、再び円安ユーロ高の流れに。21～22日の日銀の金融政策決定会合後には一旦円が買い戻される場面があったものの、欧州金融機関が予想を上回る規模でECBの長期資金供給オペの前倒し返済を行ったことを受けて、月末にかけて124円台まで円安ユーロ高が加速。

ドル円相場・ユーロ円相場の推移



(資料)Bloomberg L.P.

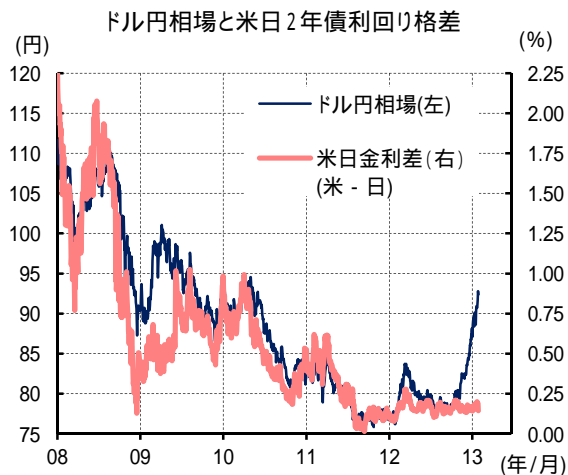
# 米日2年債利回り格差の大幅拡大は当面期待薄ながら、10年債利回り格差の拡大を通じて、ドル円相場に上昇圧力がかかりやすくなる公算。

日銀は、1月21日～22日の金融政策決定会合で、2%の「物価安定の目標」の導入と、無期限の資産買い入れを決定。もっとも、消費者物価上昇率2%の達成の目処が立っていないほか、2014～15年にかけて消費税が引き上げられることも踏まえれば、少なくとも同期間までは日銀の超低金利政策や量的緩和策が継続されることが濃厚。

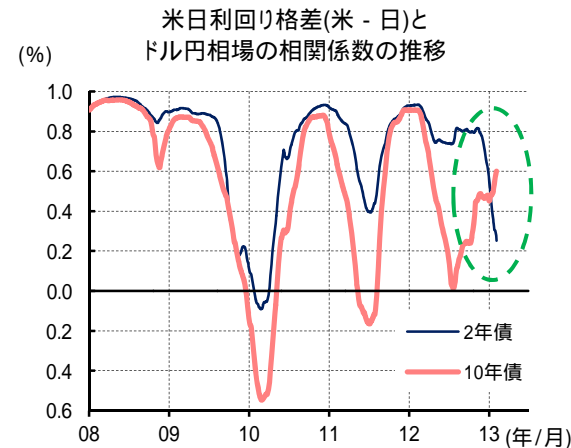
一方、米FRBは、1月29～30日のFOMCで、資産買い入れの継続などを決定したものの、1月3日に公表された12月分FOMC議事録では、一部メンバーが2013年末より前の時点での量的緩和縮小や停止を求めていることが判明。FRBは、超低金利政策を事実上「2015年半ば」まで続ける意向を示しているものの、量的緩和については、年央以降に米国景気の回復基調が明確化してくれば、規模縮小、ないしは終了される可能性。以上のことから、今後、日米の金融政策の方向性の違いが意識されやすくなる可能性。

ドル円相場は、足許にかけて米日2年債利回り格差(米-日)との相関が低下する一方、10年債利回り格差との相関が上昇。足許にかけては、米10年債利回りの上昇により、米日10年債利回り格差が拡大しており、これがドル円相場の上昇をサポートしている可能性。

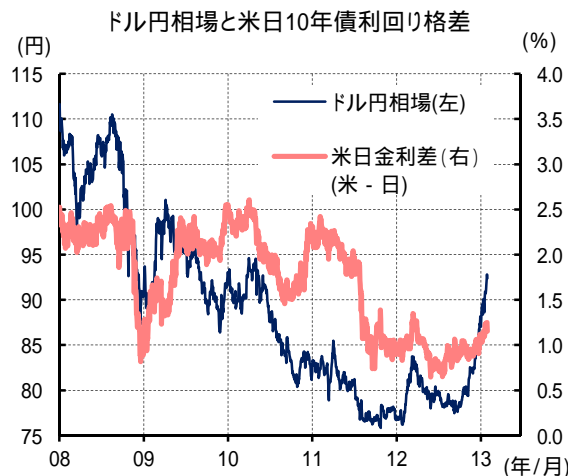
先行きを展望すると、米FRBが事実上「2015年半ば」まで超低金利政策を継続する意向を示すなか、時間軸効果が及びやすい米2年債利回りの大幅上昇は当面見込み薄。一方で、時間軸効果が及びにくい10年債利回りは、米国景気の回復基調明確化や米国の量的緩和終了観測等を背景に、2年債利回りに先んじて上昇しやすくなる見込み。このため、今後もドル円相場の米日10年債利回り格差との高い相関関係が続けば、ドル円相場に上昇圧力がかかりやすくなる公算。



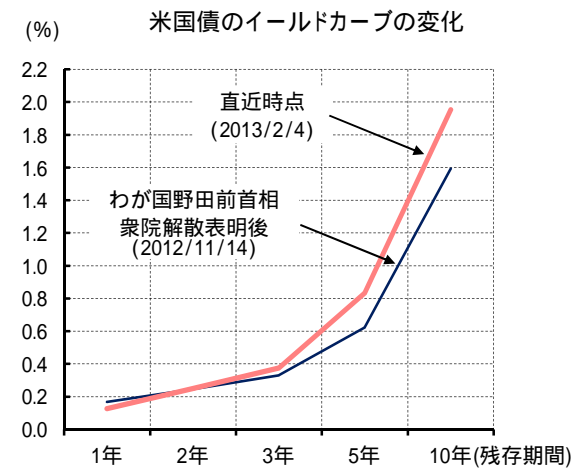
(資料)Bloomberg L.P.



(資料)Bloomberg L.P.をもとに日本総研作成  
(注)相関係数は、260日相関から導出。



(資料)Bloomberg L.P.



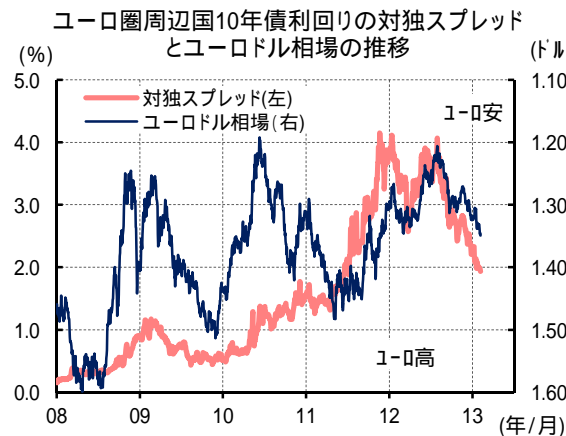
(資料)Bloomberg L.P.をもとに日本総研作成

# 金融不安の後退などがユーロ高に寄与していることを各種指標が示唆。もっとも、いつユーロ軟調地合いに転じても不思議ではない状況。

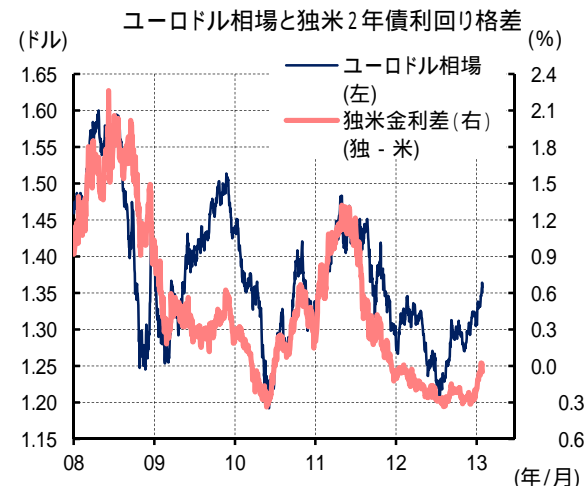
ユーロの対ドル相場は、1月入り後も堅調な推移が持続。ユーロが上昇した大きな要因としては、金融不安の後退とECBの利下げ観測の後退を指摘可能。昨年7月末にドラギECB総裁がユーロ防衛を表明して以降、ECBや加盟国による危機対策が進展するなか、1月25日には、予想を上回る欧州金融機関がECBの長期資金供給オペの前倒し返済を行い、金融不安が一段と後退していることが改めて確認。加えて、1月10日のECB理事会後の会見でドラギ総裁がユーロ圏経済に対して前向きな見方を示したことから、追加利下げ観測が後退。

金融不安の後退や利下げ観測の後退がユーロ高に寄与していることは、様々な指標からみてとることが可能。第1に、欧州債務問題の深刻度合いを象徴してきた周辺国債の対独スプレッドは縮小傾向。第2に、逃避資金の受け皿となってきた独2年債利回りは、マイナス圏からプラス圏へ復帰。この結果、独米金利差(独-米)もマイナス幅がほぼゼロに縮小。こうした状況を受け、ユーロ圏の国際収支では、対内証券投資が急ピッチで持ち直し、ユーロ圏への資金流入が回復。

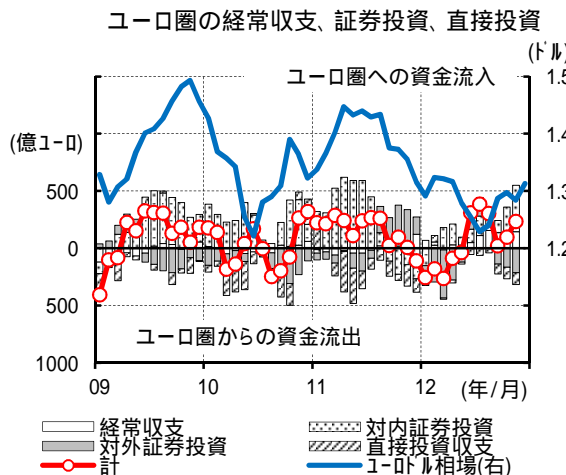
もっとも、ユーロ圏の厳しい景気動向を踏まえると、いつユーロ軟調地合いに転じても不思議ではない状況。米国では、財政政策を巡る不透明感が払拭されれば、景気回復基調が明確化してくることが期待されるのに対し、ユーロ圏では本格的な景気の持ち直しは見込み薄。こうした状況下では、重債務国の財政再建が進展しない可能性が残るほか、ECBへの追加利下げ期待が再び高まる可能性も。足許のユーロ高やドイツなどでの短期金利上昇の動きもユーロ圏の景気回復の足かせとなる恐れ。



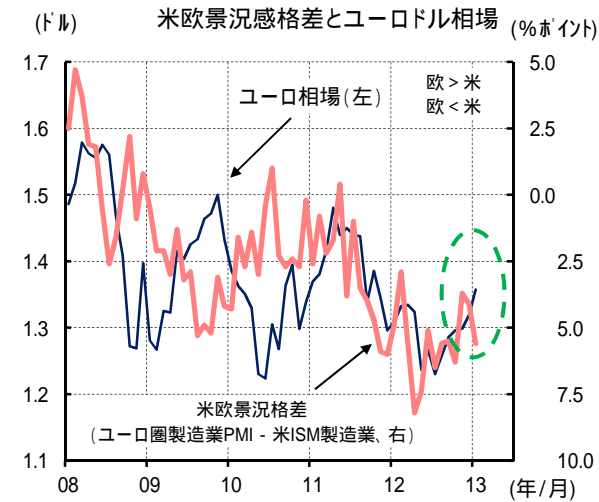
(資料)Bloomberg L.P.  
(注)ユーロ圏10年債の対独スプレッド算出の対象は、2001年までの1-0加盟国(除ルクセンブルク)とし、2011年の名目GDPで加重平均。



(資料)Bloomberg L.P.



(資料)ECB、Bloomberg L.P.  
(注)いずれも3ヵ月移動平均。



(資料)Markit、米ISMをもとに日本総研作成

# 金利差や購買力平価の観点を総合すると、ドル円相場の80円台半ばから90円台半ば程度の水準は概ね正当化が可能。

足許の円安は、ドル円相場が従来の金利差に見合う適正水準に回帰する動きという見方も可能。ドル円相場と金利差の関係について、①大幅な円安が進行した2007年から米F R BがQE1を開始した09年3月迄、②QE1開始から円高是正が始まる直前の2012年10月迄、の2つの期間を比較すると、ドル円相場の金利差への感応度が上昇するとともに、②の期間では①の期間の金利差に見合う適正水準以上に円高が進行。これは、②の期間において、米日金利差(米-日)が縮小したことに加え、日米中央銀行のバランスシート規模を尺度に、金融緩和に積極的な米F R Bと消極的な日銀という思惑が広がり、投機的な円買いが行われてきたことを示唆。

ところが、米日金利差の縮小余地が限界的な水準に達していたところに、安倍政権下で日銀が量的緩和強化を余儀なくされる一方、米F R Bが量的緩和終了を模索し始めたことにより、日米中央銀行のバランスシート比率を材料とした円高ドル安も正当化できなくなり、その揺り戻しが生じているとみることも可能。ちなみに、①の期間のドル円相場と金利差の関係を基に試算すると、金利差に見合うドル円相場の適正水準は、95円程度。

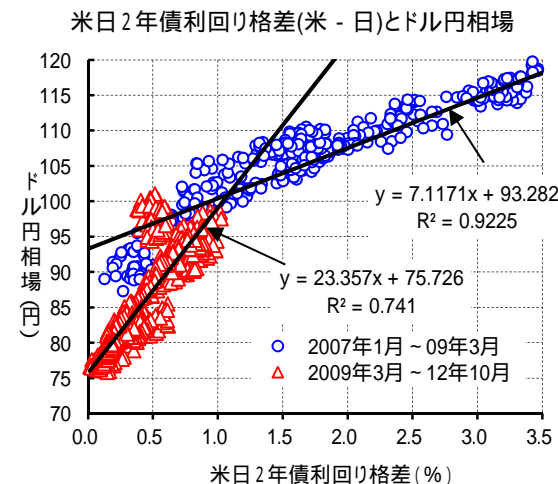
次に、日米購買力平価(1973年基準)をみると、近年のドル円相場は、生産者物価基準の購買力平価を円安の目途(昨年末時点で98円程度)、そして、1987年のブラック・マンデーやクリントン政権下でのドル安政策期を除いて、生産者物価基準の購買力平価より25%円高ドル安の水準が円高の目途(同73円程度)。これらの中間値をドル円相場の適正水準とすれば、それは80円台半ば程度。

また、高所得国ほど為替レートの実勢値が購買力平価よりも過大評価される傾向を踏まえて試算したドル円相場の適正水準は、96円程度。

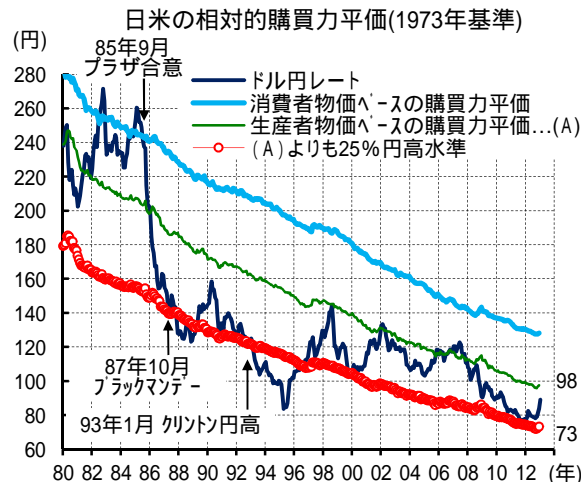
以上のような試算結果は幅を持ってみる必要があるものの、金利差や購買力平価の観点からは、80円台半ばから90円台半ば程度の水準は概ね正当化が可能。



(注)各時点までの260日の相関をもとに導出。感応度は、金利差1%の変化あたり、ドル円相場が何円変化したかを示す。

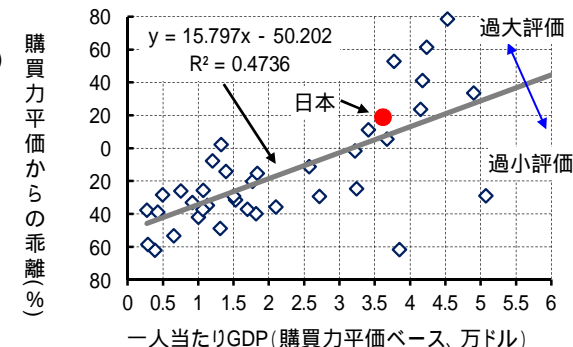


(資料)Bloomberg L.P.



(資料)日銀、総務省、米労働省、Bloomberg L.P.をもとに作成

一人当たり名目GDPと為替レートの割高度合い (IMF、2012年)



(注)ドルベースの名目GDP上位40カ国を抽出。ただし、米国は除外し、ユーロ加盟国はユーロ圏として合算。為替レートの実績値は2012年12月末値。

# ドル円相場のコアレンジは切り上がったと判断できるものの、年央頃にかけて一時的に円高に振れる可能性。一方、年後半はドルが底堅さを増してくる公算。

今回の円安には、従来の金利差に見合う適正水準や購買力平価の観点からの適正水準に回帰する動きという側面があることを踏まえれば、ドル円相場のコアレンジは従来よりも切り上がったとの判断が可能。もっとも、これまでの急速な円安進行には期待先行の側面があることは否めず。

第1に、日銀の金融緩和がデフレ脱却・持続的な円高是正に効果を発揮するかは不確実。わが国の金利低下余地が限界的な水準に達するなか、日銀が金融緩和を強化しても、金利低下を通じた円安は期待し難いのが実情。金融緩和強化によって期待インフレ率を高めることができれば、デフレ脱却に寄与する可能性や円安期待が芽生える可能性があるものの、マネーストックが増加しても、期待インフレ率に大きな変化はみられず、期待インフレ率の上昇を通じたインフレ率の上昇や円安は安易に期待できない状況。市場参加者に日銀の金融緩和強化＝円安要因という期待を抱かせることができれば、自己実現的に円安が進行していく可能性はあるものの、そうした期待だけで進行した円安は持続性を欠く可能性大。

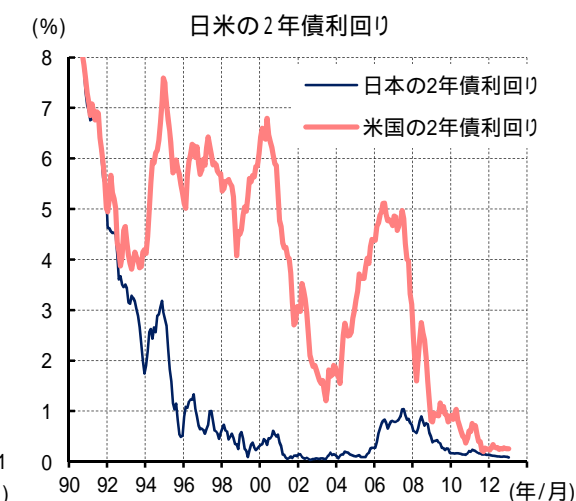
第2に、市場が期待しているとみられる円高是正策としての外債購入ファンド実現も不確実。実現には、①日銀法抵触の可能性、②財務省が一元的に所管する為替介入とのすみ分け、③対外的な説明の必要性、などの高いハードルが存在。

以上のことを踏まえれば、今後の政府・日銀の対応次第では、年央頃にかけて一時的に円高に振れる可能性。

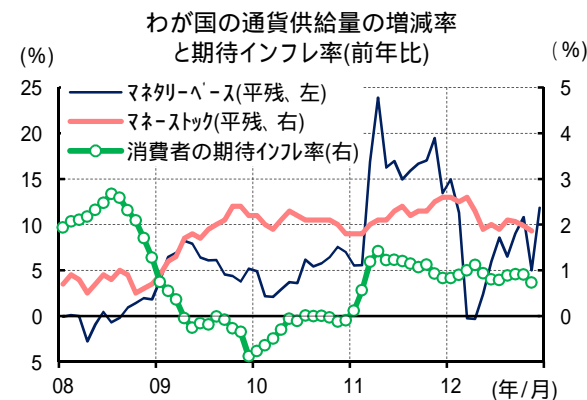
一方、年後半を展望すると、米国経済は、緊縮財政による財政面からの下押しが一巡すれば、住宅を起点とした自律回復メカニズムが作動するもと、年央以降、回復基調が明確化してくるとみられ、年末にかけて徐々に円安ドル高に振れやすくなる公算。



(資料)Bloomberg L.P.

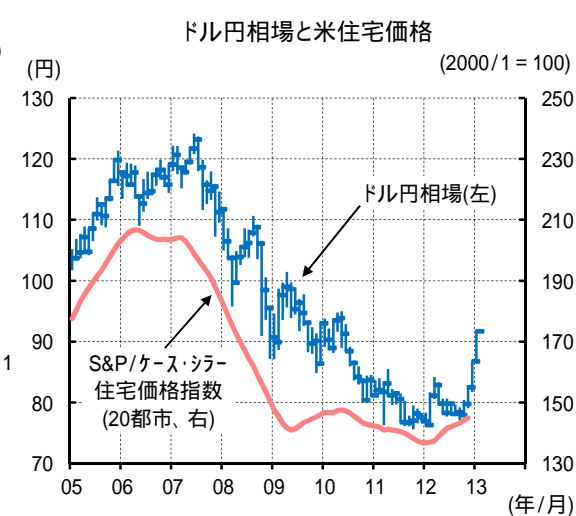


(資料)Bloomberg L.P.



(資料)日銀、総務省、内閣府

(注)内閣府「消費動向調査」のデータを加重平均により算出した期待物価上昇率を、カールソン＝パーキン法を合理的期待形成仮説により一部修正した方法により算出した期待物価上昇率との差(0.9%程度)により段差修正。



(資料)米S&P、Bloomberg L.P.



# ドル円:一時的な調整は予想されるものの、年末に向け円安地合いが続く見通し。 ユーロ:当面はユーロの堅調な推移が見込まれるも、徐々にユーロ軟調地合いへ。

## <ドル円相場の見通し>

先行きは、①日銀の積極的な金融緩和への期待、②為替需給面での円高圧力の後退、等を背景に、当面、円安地合いが続く見通し。

もっとも、急ピッチの円安が進むなか、①市場が期待しているとみられる外債購入ファンドなどの円高是正策の実現には高いハードルが存在すること、②日銀の金融緩和強化がデフレ脱却・持続的な円高是正に効果を発揮するかは不確実であること、等を踏まえれば、今後の安倍政権・日銀の対応次第では、年央頃にかけて一時的に円高に揺り戻しが生じる可能性。

一方、年後半には、①米国経済の回復基調明確化、②米FRBの量的緩和終了の可能性、等を背景に、年末にかけて徐々にドルが底堅さを増してくる公算。

## <ユーロ相場の見通し>

ECBや欧州各国による政策対応を受けて金融不安が後退するなか、当面はユーロの堅調な推移が続く見通し。為替需給面での対内証券投資の持ち直しや経常収支の改善もユーロを下支えする見込み。

もっとも、ユーロ圏景気の本格的な持ち直しが期待薄のなか、重債務国の財政再建が進展しない可能性が残るほか、ECBへの追加利下げ期待が再び高まる可能性があることから、徐々にユーロ軟調地合いに転じる見通し。

ドル円相場見通し

|      | 2012年 |     | 2013年 |     |       |
|------|-------|-----|-------|-----|-------|
|      | 10~12 | 1~3 | 4~6   | 7~9 | 10~12 |
| 期中平均 | 81.2  | 90  | 89    | 89  | 90    |
| (高値) | 86.8  | 95  | 95    | 94  | 96    |
| レンジ  | }     | }   | }     | }   | }     |
| (安値) | 77.8  | 85  | 84    | 84  | 86    |

予測

ユーロ円相場見通し

|      | 2012年 |     | 2013年 |     |       |
|------|-------|-----|-------|-----|-------|
|      | 10~12 | 1~3 | 4~6   | 7~9 | 10~12 |
| 期中平均 | 105.3 | 122 | 120   | 117 | 117   |
| (高値) | 114.7 | 130 | 128   | 125 | 125   |
| レンジ  | }     | }   | }     | }   | }     |
| (安値) | 99.8  | 115 | 113   | 110 | 110   |

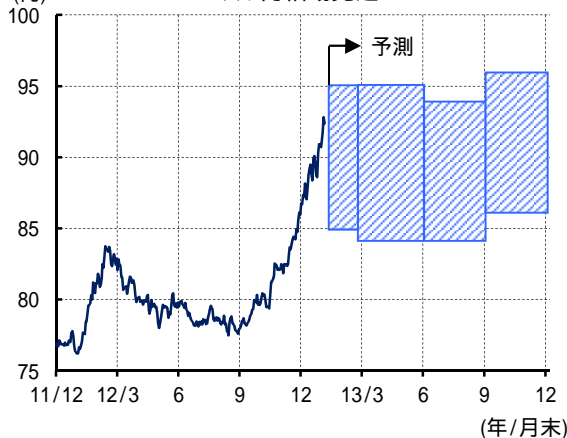
予測

ユーロドル相場見通し

|      | 2012年 |      | 2013年 |      |       |
|------|-------|------|-------|------|-------|
|      | 10~12 | 1~3  | 4~6   | 7~9  | 10~12 |
| 期中平均 | 1.30  | 1.35 | 1.34  | 1.32 | 1.31  |
| (高値) | 1.33  | 1.40 | 1.39  | 1.37 | 1.36  |
| レンジ  | }     | }    | }     | }    | }     |
| (安値) | 1.28  | 1.30 | 1.29  | 1.27 | 1.26  |

予測

ドル円相場見通し



ユーロ円相場見通し

