
為替相場展望

2013年3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
- ◆ユーロ圏の為替需給、域内競争力格差とユーロ相場 p. 4
- ◆トピックス：円安持続に期待される円の売り手 p. 5
- ◆ドル円、ユーロ相場の見通し p. 6
- ◆内外市場データ p. 7

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3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3月)

1. ドル円、ユーロ相場の回顧

<2月のドル円相場>

白川日銀総裁の早期辞任表明、積極的な金融緩和を唱える黒田ADB総裁の日銀総裁への起用報道等を背景に、25日にかけて94円台後半まで円安が進行。もっとも、イタリア総選挙の結果を受けて投資家のリスク回避姿勢が強まり、26日には一時90円台後半へ急反落。

<2月のユーロ相場>

日銀の積極的な金融緩和への期待等から、上旬に127円台後半までユーロ高が進行したものの、①スペインやイタリアの政治情勢の不透明感の強まり、②欧州要人のユーロ高牽制発言、③ユーロ圏の景気指標悪化、等を背景に、26日には一時118円台後半までユーロが急反落。

2. 日米の金融政策とドル円相場

4月以降、日銀が次期正副総裁のもとで、より積極的な金融緩和を実施していくことが期待。当面は日銀の金融緩和を背景にした円安期待が続く見通し。もっとも、今後、金融緩和を背景にした円安期待が徐々に減衰していく可能性は否めず、春以降は円安の動きが一服、ないしは、円高に振れやすくなる可能性。

今後の一段の円安ドル高の進行、ないし円安水準の維持には、米国(ドル)サイドの要因も必要になる公算。米国経済は、年央以降に回復基調が明確化してくる公算大。米国では、残存期間の長いゾーンの国債から金利上昇圧力がかかり始めることが予想され、日米長期金利差の拡大がドル円相場の上昇をサポートする公算。

3. ユーロ圏の為替需給、域内競争力格差とユーロ相場

域内需要低迷による輸入減少や南欧諸国の一部での対外競争力の改善等を背景に、ユーロ圏の経常収支が改善。対外収支の改善がユーロ相場を下支えするという構図。もっとも、加盟国の対外競争力の改善度合いに差異が残るなか、足許のユーロ相場の水準がドイツ以外の多くの加盟国にと

って景気回復の重石になっている可能性。ドイツ以外の加盟国要人からユーロ高牽制発言が続出したほか、ドラギECB総裁のユーロ高牽制発言を受けてECBの追加利下げ観測が高まり、ユーロが下落する場面も。

今後、ユーロ高に振れる場面があっても、①ユーロ高によるユーロ圏の景気悪化懸念、②ユーロ圏要人によるユーロ高牽制発言、③ECBの追加利下げ観測、等が生じることにより、ユーロ先高観が後退を余儀なくされる公算。

4. トピックス：円安持続に期待される円の売り手

一段の円安進行には、日本の機関投資家や個人投資家による外貨資産投資等の活発化が不可欠。もっとも、足許にかけて日本の投資家は円安が進行するにつれて外貨資産の圧縮を進めており、外貨資産投資への慎重姿勢を崩しておらず。

外貨資産投資の活発化には内外金利差が拡大することが重要。年央以降、米国をはじめ世界景気の回復基調が明確化し、内外金利差が拡大すれば、国内の投資家による外貨資産投資が徐々に回復し、円売りの流れが強まることが期待。

5. ドル円、ユーロ相場の見通し

<ドル円相場の見通し>

欧米の財政問題を背景にしたリスク回避の動き等から、一時的に円高方向への調整が生じる可能性はあるものの、①日銀の積極的な金融緩和への期待、②わが国貿易赤字の定着、③米国経済の回復基調明確化、等を背景に、年末に向け円安地合いが続く見通し。

<ユーロ相場の見通し>

日銀の金融政策への期待はあるものの、財政緊縮等を背景にユーロ圏景気の本格的な持ち直しが期待薄のなか、ECBの追加利下げ期待が残るほか、重債務国の債務不安がくすぶり続けることから、ユーロ軟調地合いへ。イタリアなどの南欧の政治情勢の混乱もユーロ下振れ要因に。

日銀の積極的な金融緩和への期待は続いたものの、G7やG20前後に円安は一服。南欧の政治情勢への不安等を背景に円高に振れる場面も。

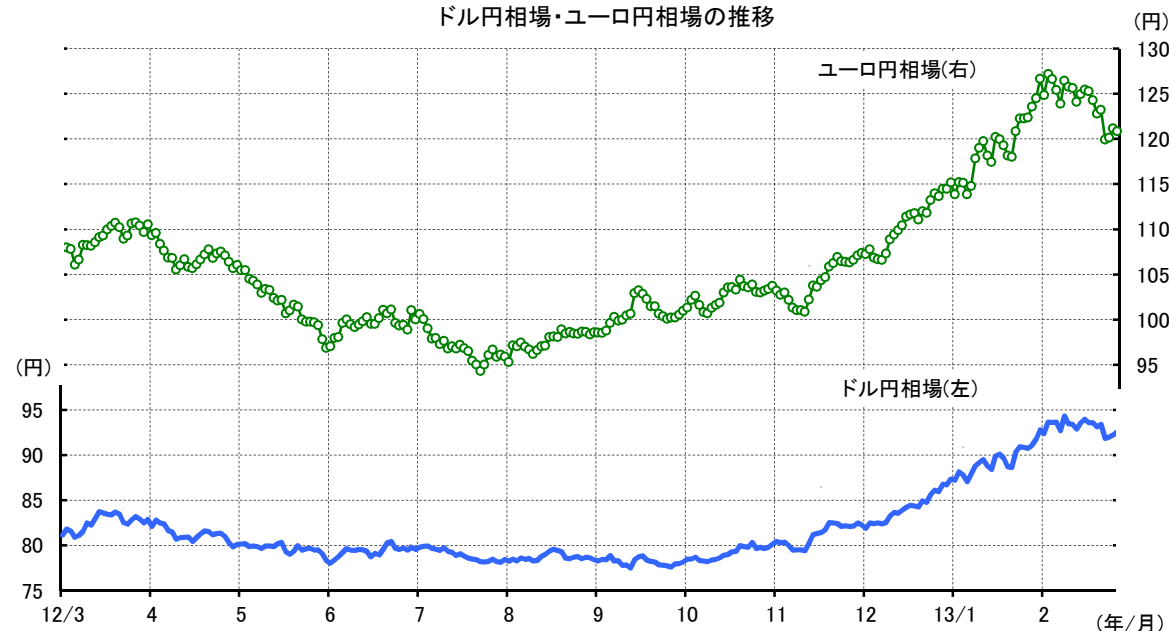
<2月のドル円相場>

白川日銀総裁の早期辞職表明を受け、大胆な金融緩和が前倒しで実施されるとの期待が高まったことや、米財務次官が日本のデフレ脱却政策に支持を表明したこと等から、11日にかけて94円台半ばまで円安ドル高が進行。その後、G7緊急共同声明に盛り込まれた文言が急速な円安進行への牽制であるとの旨の指摘をG7関係者が行ったことを受け、15日に92円台前半まで円高に振れる場面があったものの、その後のG20声明では、日本への名指しの批判が避けられたこと、さらには、積極的な金融緩和を唱える黒田ADB総裁の日銀総裁への起用報道を受けて金融緩和が強化されるとの思惑が強まり、25日に94円台後半まで円安が進行。もっとも、24～25日の総選挙を受けてイタリアで安定政権の樹立が困難となったことから、リスク回避の動きが強まり、26日には一時90円台後半まで円が急反発。その後は、92円台を中心に一進一退の展開へ。

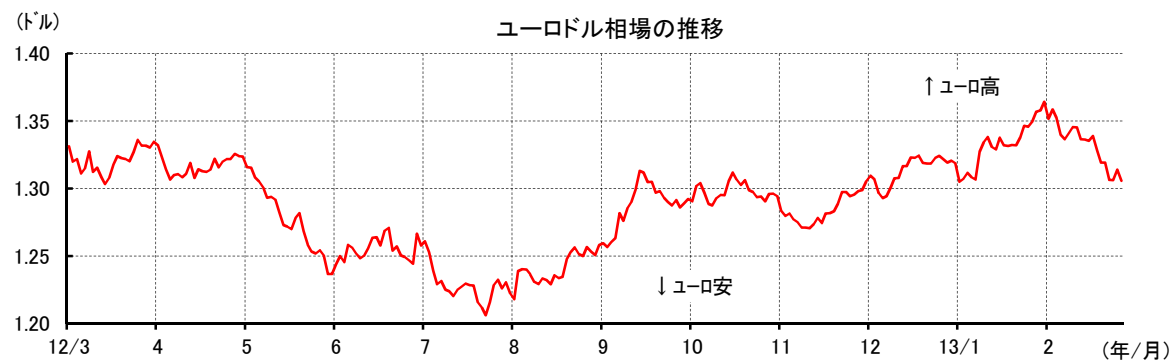
<2月のユーロ相場>

月初にスペイン首相の不正資金疑惑やイタリア総選挙を巡る不透明感が浮上し、ユーロ安に振れる場面があったものの、白川日銀総裁の早期辞職表明を受け、大胆な金融緩和が前倒しで実施されるとの思惑が高まり、6日に127円台後半まで円安ユーロ高が進行。その後は、欧州当局者によるユーロ高牽制発言や、低調なユーロ圏の景気指標等を受け、ユーロ弱含みの展開に転換。その後、安定政権の樹立が困難となった24～25日のイタリア総選挙の結果を受けて、投資家のリスク回避姿勢が強まり、26日には118円台後半までユーロが急落。月末にかけては、120～122円台を中心に一進一退の展開へ。

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.

当面は日銀の金融緩和を背景にした円安期待が続くものの、円安期待は徐々に減衰していく可能性。もっとも、円安地合いは大きく崩れない公算。

2月下旬に次期日銀正副総裁人事が発表され、積極的な金融緩和を唱える黒田ADB総裁が次期総裁に就任することが確実に。4月以降、日銀が次期正副総裁のもとで、より積極的な金融緩和を実施していくことが期待。2月中旬に開催されたG7やG20において、国内目的を達成するための金融緩和が結果的にもたらす通貨安が許容されたこともあり、当面は日銀の金融緩和を背景にした円安期待が続く見通し。

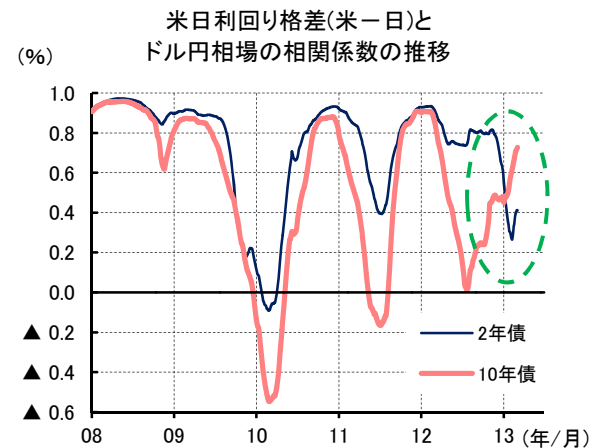
もっとも、これまで日銀の積極的な金融緩和への期待を織り込む形で急ピッチな円安が進行してきたことを踏まえると、今後、金融緩和を背景にした円安期待が徐々に減衰していく可能性は否めず、春以降は円安の動きが一服、ないしは、円高に振れやすくなる可能性。今後の一段の円安ドル高の進行、ないし円安水準の維持には、米国(ドル)サイドの要因も必要になる公算。

近年のドル円相場は、日米金利差、とりわけ、今後の日米の金融政策スタンスを反映しやすい2年債利回り格差と高い相関を続けていたものの、昨年11年半ば以降は相関が大きく低下。一方、足許にかけては日米10年債利回り格差との相関が強まり、米長期金利の上昇に伴う日米長期金利差の拡大がドル円相場の上昇を支える形に。

米FRBの経済見通しに基づけば、FRBの超低金利政策は「2015年半ば」まで続く見込みであるほか、当面は量的緩和政策も維持される見通し。もっとも、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と、年央以降に回復基調が明確化してくる公算大。米国では、残存期間の長いゾーンの国債から金利上昇圧力がかかり始めることが予想され、日米長期金利差の拡大がドル円相場の上昇をサポートする公算。



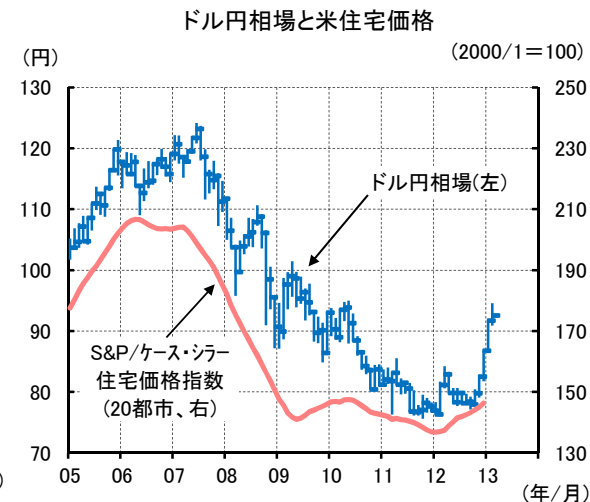
(資料)Bloomberg L.P.



(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.



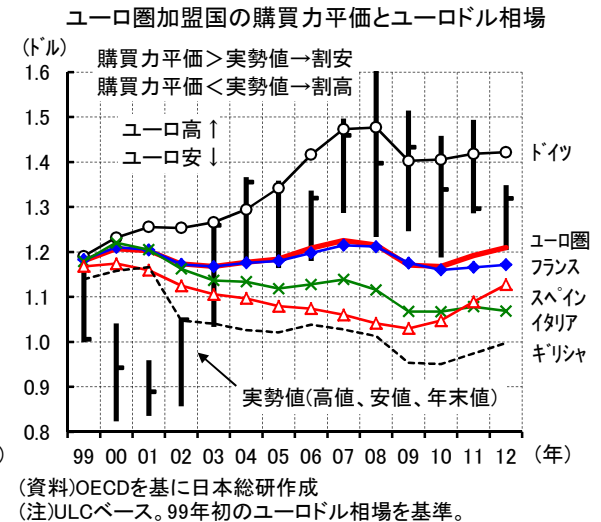
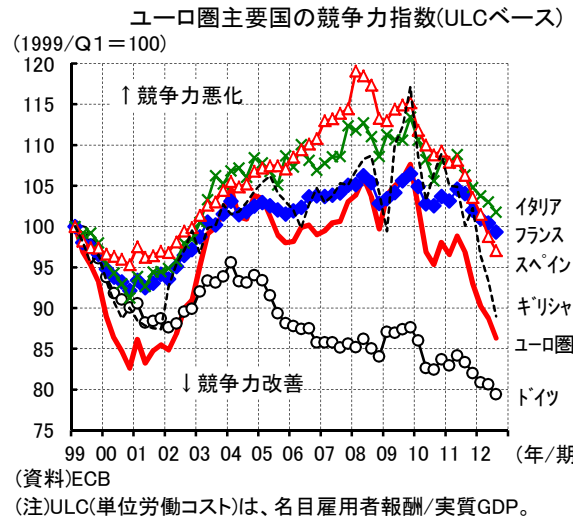
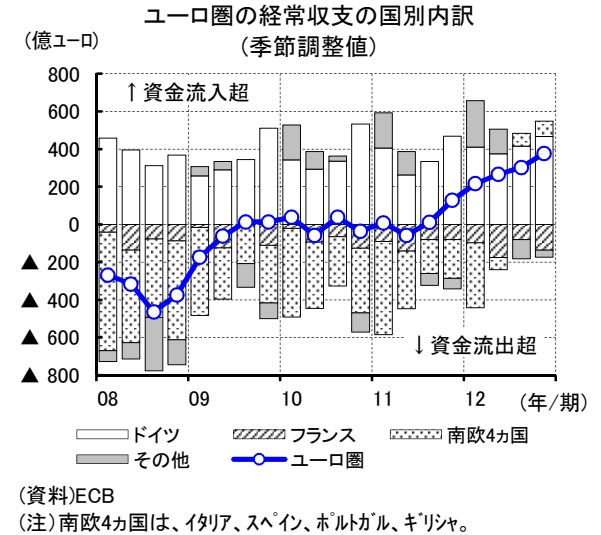
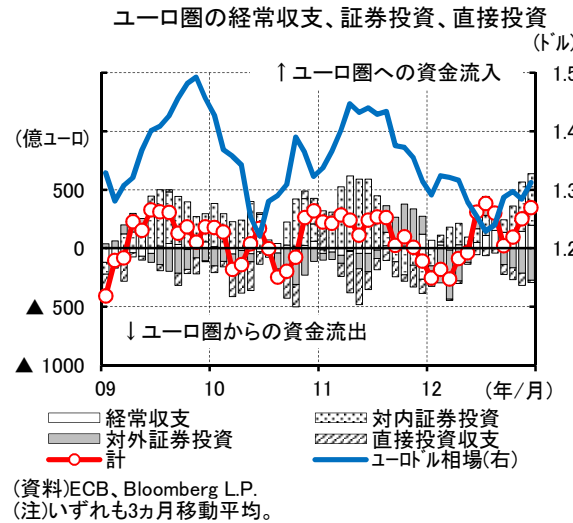
(資料)米S&P、Bloomberg L.P.

ユーロ高に振れる場面があっても、景気悪化懸念、ユーロ高牽制発言、ECBの追加利下げ観測等により、ユーロ先高観が後退を余儀なくされる公算。

ユーロ圏の国際資金フローをみると、欧州債務危機への過度な不安が後退するなか、ユーロ圏外に逃避していた資本がユーロ圏内に回帰。加えて、域内需要低迷による輸入減少や南欧諸国の一部での対外競争力の改善等を背景に、ユーロ圏の経常収支が改善。こうした対外収支の改善がユーロ相場を下支えするという構図。

もっとも、加盟国の対外競争力の改善度合いには差異。スペインやギリシャなどの加盟国とドイツとの競争力格差は縮小しつつある一方、フランス、イタリアなどの加盟国とドイツとの格差はほとんど縮小していないのが実情。ユーロ圏各国の単位労働コストからユーロの対ドル相場の適正水準(ユーロ発足時を基準)を試算すると、ドイツにとって足許のユーロ相場は大幅な割安水準にある一方、フランスなどでは割高な水準。このことは足許のユーロ相場の水準が、ドイツ以外の多くの加盟国にとって景気回復の重石になっていることを示唆。実際、2月には、ドイツ要人からはユーロ高牽制発言はみられなかった一方、ドイツ以外の加盟国の要人からは、ユーロ高牽制発言が続出。ドラギECB総裁も2月7日の理事会後の会見で、ユーロ高が経済に及ぼす影響を注視する姿勢を示し、事実上ユーロ高を牽制した形。ドラギ総裁発言を受け、ECBの追加利下げ観測が高まり、ユーロが下落する場面も。

以上のことを踏まえると、今後、ユーロ高に振れる場面があっても、①ユーロ高によるユーロ圏の景気悪化懸念、②ユーロ圏要人によるユーロ高牽制発言、③ECBの追加利下げ観測、等が生じることが予想され、ユーロ先高観が後退を余儀なくされる公算。



一段の円安には日本の投資家の対外投資活発化が不可欠。年央以降、世界景気の回復基調が明確化し、金利差が拡大すれば、円売りが強まることが期待。

昨年11月以降、円売りを主導してきた海外投機筋は足許にかけて利益確定の動き。投機筋の動向を示すIMM通貨先物取引(非商業部門)では、直近(2月26日時点)の円の売越額は直近ピーク時(昨年12月11日時点)の7割程度に縮小。

アベノミクスへの期待が投機筋の円売りのきっかけになったことは間違いないものの、わが国の貿易赤字が定着するなど、円を取り巻く為替需給環境が大きく変化していることが投機筋に円売りを仕掛けやすくした面も。国際収支統計をもとに円相場に影響を与える為替需給を試算すると、わが国からの資金流出傾向が持続しており、為替需給環境は円安地合いにあることを示唆。投機筋の利益確定が緩やかに進む限り、円安地合いは大きく崩れない公算。

とはいえ、一段の円安進行には、日本の機関投資家や個人投資家による外貨資産投資や円キャリートレードを通じた外貨資産投資の活発化が不可欠。もっとも、足許の日本の投資家による対外証券投資をみると、売り越し(日本への資金流入超)傾向。日本の投資家は円安が進行するにつれて外貨資産の圧縮を進めており、外貨資産投資への慎重姿勢を崩しておらず。

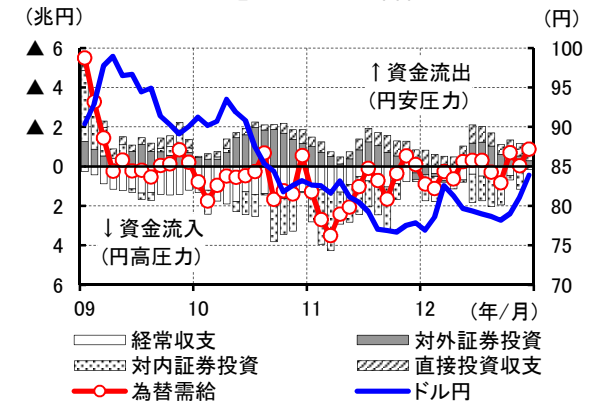
生保や年金(信託経由が多い)などの機関投資家や、投信などを通じて外貨資産投資を行う個人投資家は円安による一時的な値上がり益よりも、安定的なリターン(インカムゲイン)を求める傾向があるため、外貨資産投資の活発化には内外金利差が拡大することが重要。年央以降、米国をはじめ世界景気の回復基調が明確化し、内外金利差が拡大すれば、国内の投資家による外貨資産投資が徐々に回復し、円売りの流れが強まることが期待。

シカゴIMM・円ポジション(非商業部門)



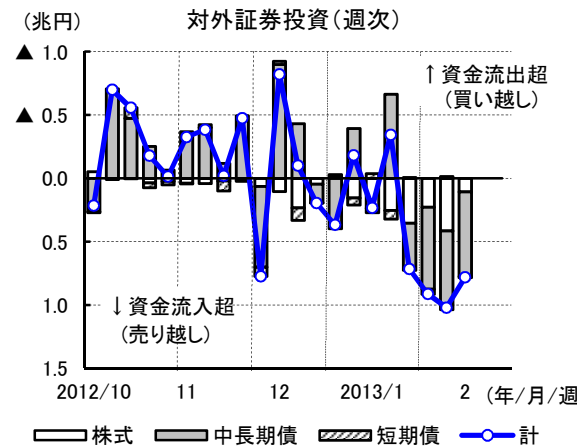
(資料)米CFTC
(注)直近値は2/26。

円を取り巻く為替需給



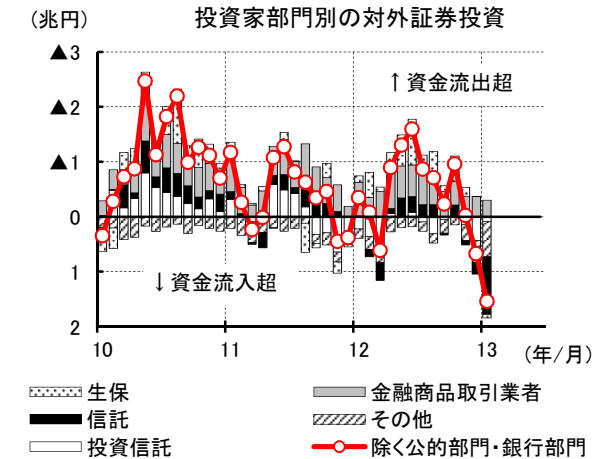
(資料)財務省「国際収支状況」
(注)直接投資収支は再投資収益を除く。対外証券投資は、銀行・公的部門を除く。いずれも3ヵ月移動平均値。

対外証券投資(週次)



(資料)財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」
(注)指定報告機関ベース。直近は、2013/2/17~2/23。

投資家部門別の対外証券投資



(資料)財務省
(注)指定報告機関ベース。

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：下値余地は限られるものの、総じてユーロが軟調な展開へ。

<ドル円相場の見通し>

当面は、日銀の新体制下での積極的な金融緩和への期待や、わが国貿易赤字の定着等を背景に、円安地合いが続く見通し。もっとも、欧米の財政問題を背景にしたリスク回避の動きが強まる可能性があることや、日銀の金融緩和を背景にした円安期待が徐々に減衰する可能性があること等から、年央にかけて一時的に円高方向への調整が生じる可能性。

もっとも、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、年央以降に回復基調が明確化してくることが期待。年末に向け、米国金利の先高観が強まるのにつれて再び円安ドル高が進む公算。

<ユーロ相場の見通し>

日銀の新体制下での積極的な金融緩和への期待等から、一時的に円安ユーロ高に振れる場面があるとみられるものの、財政緊縮等を背景にユーロ圏景気の本格的な持ち直しが期待薄のなか、①ECBの追加利下げ期待の残存、②重債務国の債務不安がくすぶり続けること、等から、ユーロ軟調地合いへの復帰を余儀なくされる見通し。イタリアなどの南欧の政治情勢の混乱もユーロ下振れ要因に。

もっとも、ECBや欧州各国による政策対応を受けた金融不安の後退や、ユーロ圏の内需低迷等を背景に、ユーロ圏の対外収支は改善しており、ユーロの下値余地も限られる見通し。

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	92	91	90	91
(高値)	86.8	96	96	95	96
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	77.8	88	86	85	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	121	119	117	117
(高値)	114.7	127	127	125	125
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	99.8	115	112	110	110

予測

ユーロドル相場見通し

(ドル)

	2012年	2013年	2013年	2013年	2013年
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	1.30	1.32	1.31	1.30	1.29
(高値)	1.33	1.35	1.36	1.35	1.34
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.28	1.27	1.26	1.25	1.24

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)	F F 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・ ストック50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/10)
10/1	91.22	130.20	1.4272	0.0964	0.45	1.33	10661.62	0.11	0.25	3.71	10471.24	1123.58	0.34	0.68	3.29	3.97	2922.72	78.40	1117.09
10/2	90.16	123.35	1.3682	0.1007	0.44	1.33	10175.13	0.13	0.25	3.68	10214.51	1089.16	0.34	0.66	3.19	4.02	2727.48	76.45	1097.81
10/3	90.72	123.12	1.3574	0.0973	0.44	1.34	10671.49	0.16	0.27	3.72	10677.52	1152.05	0.35	0.65	3.13	4.02	2890.47	81.29	1114.57
10/4	93.49	125.54	1.3428	0.0929	0.41	1.35	11139.77	0.20	0.31	3.82	11052.15	1197.32	0.35	0.65	3.09	3.99	2937.30	84.58	1149.50
10/5	91.88	115.21	1.2535	0.0908	0.39	1.27	10103.98	0.20	0.46	3.40	10500.19	1125.06	0.34	0.69	2.80	3.72	2642.13	74.12	1206.58
10/6	90.81	110.89	1.2212	0.0948	0.39	1.20	9786.05	0.18	0.54	3.19	10159.27	1083.36	0.35	0.73	2.63	3.49	2641.66	75.40	1233.98
10/7	87.56	112.09	1.2803	0.0944	0.37	1.10	9456.84	0.18	0.51	2.98	10222.24	1079.80	0.48	0.85	2.65	3.38	2669.50	76.38	1192.99
10/8	85.37	110.12	1.2898	0.0950	0.37	0.98	9268.23	0.19	0.36	2.68	10350.40	1087.28	0.43	0.90	2.37	3.07	2712.23	76.67	1217.90
10/9	84.38	110.47	1.3093	0.0912	0.36	1.06	9346.72	0.19	0.29	2.64	10598.07	1122.08	0.45	0.88	2.34	3.02	2766.09	75.55	1272.30
10/10	81.80	113.69	1.3900	0.0909	0.34	0.89	9455.09	0.19	0.29	2.51	11044.49	1171.58	0.70	1.00	2.37	2.96	2817.71	81.97	1344.78
10/11	82.58	112.61	1.3641	0.0906	0.34	1.05	9797.18	0.19	0.29	2.74	11198.31	1198.89	0.59	1.04	2.56	3.20	2809.64	84.31	1371.80
10/12	83.22	110.06	1.3227	0.0869	0.34	1.19	10254.46	0.18	0.30	3.28	11465.26	1241.53	0.50	1.02	2.96	3.50	2825.58	89.23	1392.60
11/1	82.62	110.49	1.3374	0.0848	0.34	1.21	10449.53	0.17	0.30	3.36	11802.37	1282.62	0.66	1.02	3.05	3.60	2900.69	89.58	1361.02
11/2	82.57	112.80	1.3662	0.0934	0.34	1.28	10622.27	0.16	0.31	3.56	12190.00	1321.12	0.71	1.09	3.23	3.77	3015.73	89.74	1375.12
11/3	81.64	114.45	1.4019	0.0846	0.34	1.25	9852.45	0.14	0.31	3.40	12081.48	1304.49	0.66	1.18	3.25	3.60	2890.36	102.98	1422.91
11/4	83.17	120.35	1.4473	0.0623	0.33	1.27	9644.62	0.10	0.28	3.43	12434.88	1331.51	0.97	1.32	3.35	3.63	2947.16	110.04	1485.41
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	0.14	0.29	1.97	13967.33	1512.31	0.07	0.22	1.60	2.11	2630.40	95.32	1626.95