
為替相場展望

2014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
- ◆先行き不透明感が残る内外経済とドル円相場 p. 3
- ◆ECBが不本意にも招いてきたユーロ高 p. 4
- ◆トピックス：消費増税の為替相場への影響 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、2014年3月4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 (2014年3月)

1. ドル円、ユーロ相場の回顧

< 2月のドル円相場 >

上旬は、米国経済や新興国市場の先行き懸念が強まるなか、一時100円台後半まで円高が進行。その後、米国景気の減速は寒波による一時的なものとの見方からドルが持ち直しに転じたものの、新興国市場の先行き懸念が払拭されないなか、102円前後で上値の重い展開が持続。

< 2月のユーロ円相場 >

上旬は、ECBの追加緩和観測が強まり、136円台前半まで円高ユーロ安が進行。その後は、①ECBによる追加緩和を見送り、②新興国市場に対する過度な不安の後退、③ユーロ圏インフレ率上振れを受けたECBの利下げ観測後退、等を背景に、一時141円台までユーロが反発。

2. 先行き不透明感が残る内外経済とドル円相場

年明け以降、寒波の影響もあり、米国で低調な景気指標が相次いでいるほか、新興国市場の混乱が再発するなど、先行き不透明感が強まるなか、ドル円の上値の重い展開が持続。

当面を展望すると、今後、米国で寒波の影響剥落により、経済指標が改善してくれば、一旦はドルが反発する可能性があるものの、少なくともわが国消費増税の景気への影響を見極めるまでは、積極的な円売りドル買いは限られ、ドル円の上値の重い展開が続く公算。

新興国に対する過度な不安は和らいできているものの、今後も折に触れ市場の混乱が再燃し、円安ドル高に水を差すリスクが残存。

3. ECBが不本意にも招いてきたユーロ高

ECBの追加利下げがユーロ安に波及しにくくなった要因として、独2年債利回りを通じたユーロ安効果が働きにくくなったことを指摘可能。さらに、2012年後半以降は、ECBの供給するマネタリーベースが縮小し始めたことが投機的なユーロ高を招来。

金利を通じたユーロ安効果が働きにくくなるなか、今後のECBの追加緩和策がフォワードガイダンスの強化や政策金利の小幅引き下げにとどまる限り、持続的かつ大幅なユーロ安に波及する公算は小。

ユーロ高是正には、何らかの形でマネタリーベースの拡大を伴う緩和策が必要。独連銀の了解を取り付けやすいとみられるのが、証券市場プログラム(SMP)の不胎化オペの停止。ECBが不胎化オペの停止に踏み切れば、マネタリーベースの拡大が可能になり、マネタリーベースの縮小が招来してきた投機的なユーロ高圧力が和らぐ可能性大。さらに、ECBがLTROの借り換えに対応するべく、マネタリーベースの拡大を伴う金融緩和策を実施すれば、ユーロ安進行余地が拡大していく可能性も。

4. トピックス：消費増税の為替相場への影響

過去2回の消費増税時期のドル円相場をみると、相場変動は、消費増税以外の国内外の要因に大きく依存していたのが実情。今回の消費増税後も、消費増税以外の様々な要因に左右され、短期的には円高、円安いずれにも振れる可能性。

もっとも、①消費増税の影響が一巡すれば、企業業績の改善を背景に、株価上昇が期待されること、②わが国で貿易赤字が定着するなか、日米の貿易不均衡が縮小していること、③米国で寒波の影響が剥落してくれば、景気の回復基調の強まりが期待されること、④わが国では金融緩和が続く一方、米国では金融政策の正常化に向かうこと、等を踏まえると、消費増税によって中期的な円安ドル高基調は崩れない見込み。

5. ドル円、ユーロ相場の見通し

<ドル円相場の見通し>

当面は、米国の寒波、日本の消費増税の景気への影響を見極めるのに時間を要するとみられるなか、上値の重い展開が持続。日米の景気の先行き不透明感払拭につれて円安基調に復するとみられるものの、新興国市場の混乱再燃のリスクが残るなか、一本調子の円安進行は期待薄。

<ユーロ円相場の見通し>

当面は、ユーロ圏の経常黒字拡大やマネタリーベース縮小等を背景に、ユーロの底堅い推移が続く見通し。もっとも、①新興国市場の混乱再燃への懸念、②ディスインフレ傾向のもとでの根強いECBの追加緩和観測、等を背景に、ユーロの大幅な上昇は見込み薄。

米国経済・新興国市場に対する先行き不透明感が払拭されないなか、ドル円は上値の重い展開が持続。デysinフレ傾向のもと、ユーロはじり高。

< 2月のドル円相場 >

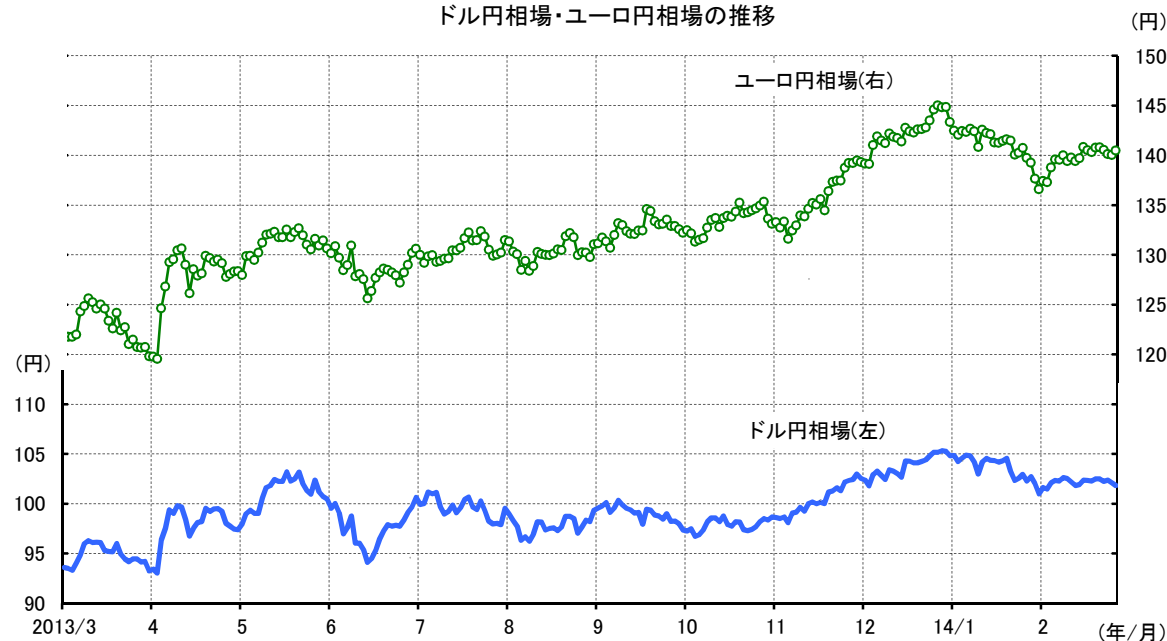
1月下旬から続く新興国市場の混乱や、米ISM製造業景況指数の大幅な低下を受けたリスク回避の動きから、4日にかけて100円台後半まで円高ドル安が進行。その後、①新興国市場に対する過度な不安が和らいだこと、②米景気指標の弱含みは寒波の影響による一時的なものとの見方が広がったこと、等を背景に、リスク回避の動きが後退し、中旬は、102円台を中心に底堅く推移。下旬は、21日の日銀による貸出増加支援制度の拡充を受けて102円台後半まで円安に振れる場面はあったものの、米国景気や新興国市場の先行き不透明感が払拭されないなか、月末にかけて102円前後で上値の重い展開が持続。

< 2月のユーロ相場 >

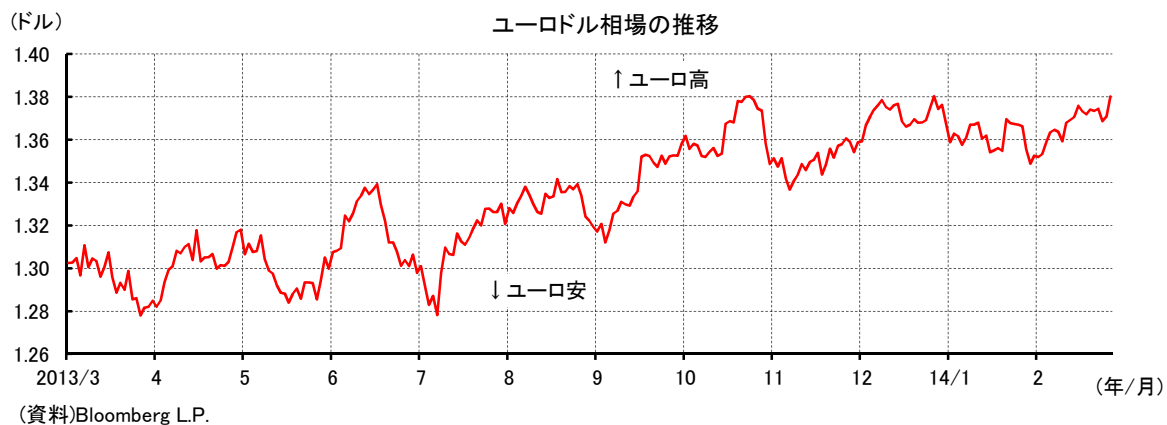
対ドルでは、月初、ECBの追加緩和観測がくすぶるなか、1.35ドル台を中心にユーロの上値が重い展開が続いたものの、6日の理事会でECBが金融政策を据え置いたことを受けて、ユーロが上昇。中旬は、12日のECB高官によるマイナス金利に前向きな発言を受けて、ユーロ安に振れる場面があったものの、市場予想を下回る米経済指標が相次ぐなか、ユーロがじり高の展開に。下旬は、ウクライナ情勢が緊迫化するなか、ユーロが弱含む展開となったものの、月末には、ユーロ圏インフレ率が上振れたことから、ECBの利下げ観測が後退し、1.38ドル台までユーロが上昇。

対円では、月初、1月下旬から続く新興国市場の混乱を背景としたリスク回避の動きや、ECBの追加緩和観測の強まり等を受けて、136円台前半まで円高ユーロ安が進行。その後は、①ECBの金融政策の据え置き、②新興国市場に対する過度な不安の後退、③ユーロ圏インフレ率の上振れを受けたECBの利下げ観測の後退、等を受けて、一時141円台までユーロが反発。

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.

日米の景気の先行き不透明感が払拭されるまでは、ドル円の上値の重い展開が持続。新興国市場の混乱が再燃し円安に水を差すリスクも残存。

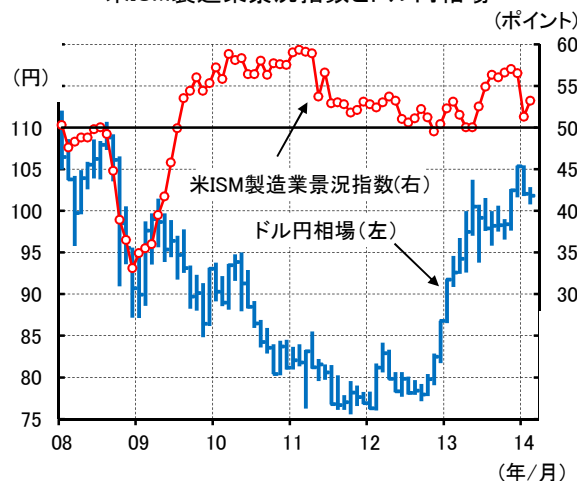
年明け以降、寒波の影響もあり、米国で低調な景気指標が相次いでいるほか、新興国市場の混乱が再発するなど、先行き不透明感が強まるなか、ドル円の上値の重い展開が持続。

当面を展望しても、上値の重い展開が続く公算。今後、米国で寒波の影響剥落により、経済指標が改善してくれば、一旦はドルが反発する可能性。もっとも、わが国では、4月の消費増税後の景気悪化懸念から、株安等を通じてリスク回避の動きが強まり、円高に振れる可能性も。少なくとも消費増税の国内景気への影響を見極めるまでは、積極的な円売りドル買いは限られる公算。

新興国市場に対する過度な不安は和らいできているものの、今後も折に触れ市場の混乱が再燃し、円安ドル高に水を差すリスクが残存。当面は米FRBの超低金利政策の長期化が見込まれるなか、米国金利の上昇は抑制されるとみられるものの、年後半以降、2015年後半以降の利上げを織り込む形で米国金利が上昇してくれば、新興国からの資金流出懸念が再燃する恐れ。実際、バーナンキFRB議長(当時)が量的緩和縮小の可能性に言及した昨年5月から夏場にかけては、米国金利の上昇に伴いドル高新興国通貨安が発生。

本年入り以降は、米国金利が低下するなかで新興国市場の混乱が発生しており、新興国経済そのものに対する先行き不安が強まっていることを示唆。昨年5月と今年1月下旬に新興国市場の混乱を引き起こした要因のうち、米量的緩和縮小懸念以外に共通する要因の1つとしては、中国の製造業PMI指数が好不況の分かれ目となる50割れとなったことを指摘可能。新興国の多くはこれまで中国の高成長に依存してきただけに、今後も中国景気の減速懸念の強まりが新興国市場の混乱のトリガーとなるリスク。

米ISM製造業景況指数とドル円相場



(資料)米ISM、Bloomberg L.P.

わが国の街角景気と日経平均株価



(資料)内閣府、Bloomberg L.P.

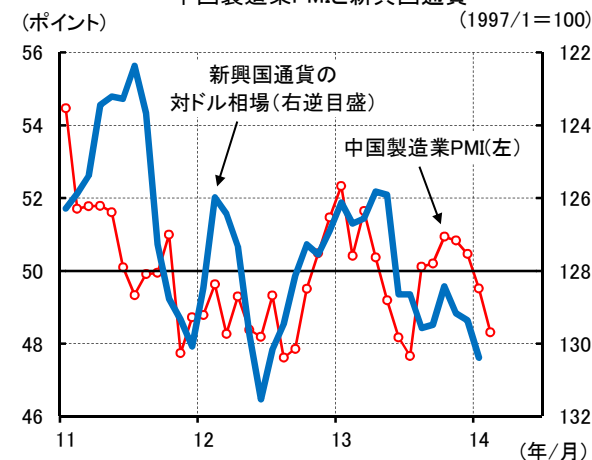
米10年債利回り和新興国通貨



(資料)Bloomberg L.P.

(注)新興国通貨の対ドル相場は、米FRBが公表する米ドルの名目実効為替レート(対諸通貨)で計測。

中国製造業PMIと新興国通貨



(資料)HSBC、米FRB、Bloomberg L.P.

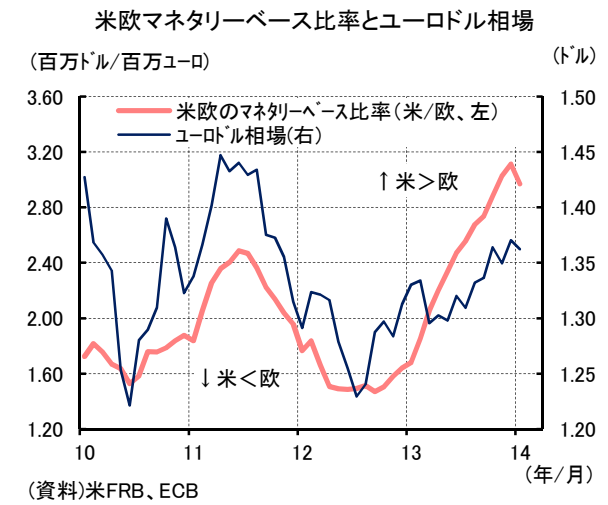
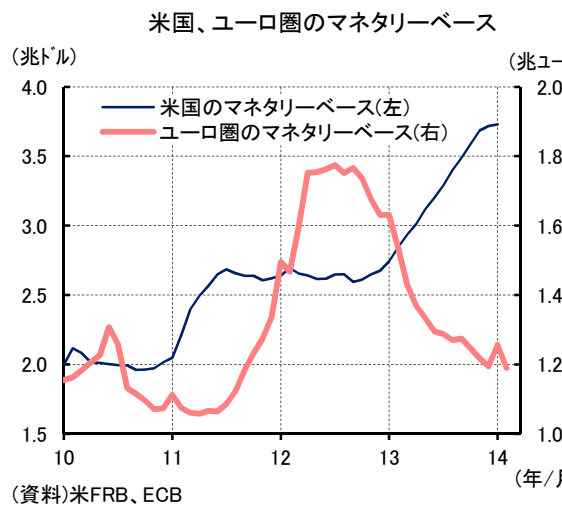
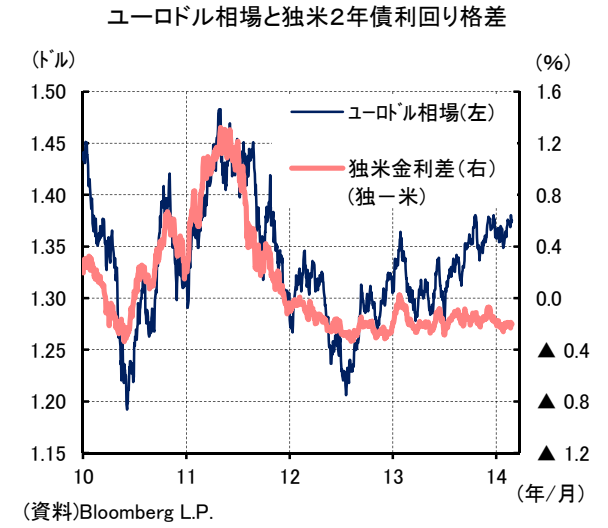
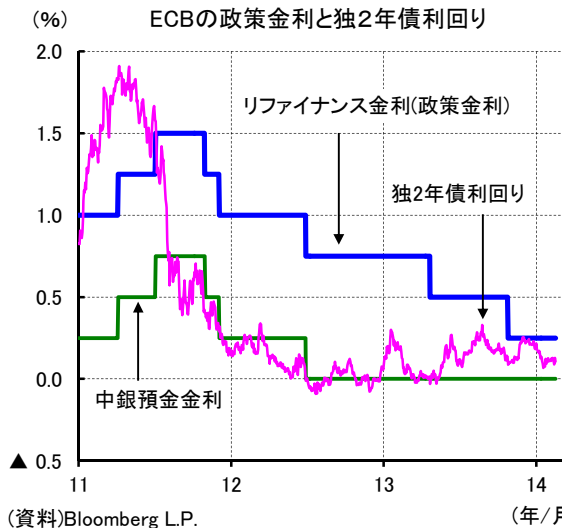
ECBが利下げをしても、金利を通じたユーロ安効果が働きにくくなるなかで、ECBの供給するマネタリーベース縮小が投機的なユーロ高を招来。

ユーロ圏のデフレーション傾向が続くなか、景気持ち直しにもかかわらず、ECBの追加緩和期待が残存。ユーロ高は輸入物価の下落等を通じてデフレーション圧力を強めかねないだけに、ECBの追加緩和によるユーロ高是正が期待される状況。

もっとも、昨年11月にECBが追加利下げに踏み切った際は、直後こそユーロが下落したものの、その後反発し、1週間ほどで元の水準を回復。その後も、ECBの追加緩和観測が断続的に高まっているものの、足許でもユーロの底堅い推移が持続。以下では、ECBの金融政策の観点からユーロ堅調の要因を整理したうえで、ECBのとりうる追加緩和策のユーロ相場への影響を検討。

ECBの追加利下げがユーロ安に波及しにくくなった要因として、ユーロ相場に影響を与えやすいとされてきた独2年債利回りを通じたユーロ安効果が働きにくくなったことを指摘可能。ユーロの対ドル相場では、独2年債利回りが低下すれば、ユーロ安に振れる傾向があるものの、2012年7月のドラギECB総裁発言をきっかけに欧州債務問題が最悪期を脱して以降、独2年債利回りはECBの中銀預金金利を上回る状況が常態化。

さらに、2012年後半以降は、ECBの供給するマネタリーベースが縮小し始めたことがユーロ高に作用。QE3導入を受け、米FRBの供給するマネタリーベースが再び拡大し始めたのに対し、ユーロ圏では債務危機の鎮静化に伴い金融機関からのLTRO(長期流動性供給)の前倒し返済が進み、ECBの供給するマネタリーベースは縮小。それまでユーロの対ドル相場の主要な変動要因となってきた独米金利差の変動余地が乏しくなるなかで、米欧のマネタリーベースの方向性の違いが投機的なユーロ高を招来。



ユーロ高是正には、何らかの形でマネタリーベースの拡大を伴う緩和策が必要。当面の有力候補は、SMPの不胎化オペの停止。

独2年債利回りを通じたユーロ安効果が働きにくくなるなか、今後のECBの追加緩和策がフォワードガイダンスの強化や政策金利の小幅引き下げにとどまる限り、持続的かつ大幅なユーロ安に波及する公算は小。ECBが内部で意見対立の残るマイナス金利の導入(中銀預金金利のマイナス化)に踏み切れば、サプライズが演出され、ユーロが大きく押し下げられる可能性はあるものの、主要國中銀のマイナス金利導入は前例がないだけに不確実性大。

むしろ、ECBの供給するマネタリーベースの縮小がユーロ高につながってきたことを踏まえると、ユーロ高是正には、何らかの形でマネタリーベースの拡大を伴う緩和策が必要。独連銀の了解を取り付けやすいとみられるのが、証券市場プログラム(SMP)の不胎化オペの停止(注)。ECBが3月以降の理事会で不胎化オペの停止に踏み切れば、マネタリーベースの拡大が可能になり、マネタリーベース縮小が招来してきた投機的なユーロ高圧力が和らぐ可能性大。

もっとも、米国では、①FRBが量的緩和縮小に着手したとはいえ、マネタリーベースの拡大が今年秋頃までは続くと思われ、②FRBによる利上げが2015年後半以降と予想されるなか、少なくとも今年後半までは米2年債利回りの大幅な上昇は見込みがたいこと、等を踏まえると、大幅なドル高は期待薄。当面はユーロの底堅い推移が続く見込み。

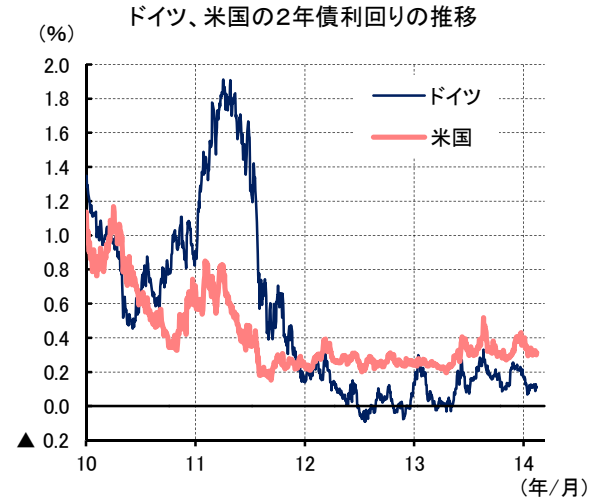
年後半以降、欧米の景気・金融政策の格差を反映して米金利が独金利よりも先行して上昇していけば、ユーロは徐々に軟化していく見込み。さらに、ECBが2014年末前後に期限が到来するLTROの借り換えに対応すべく、マネタリーベース拡大を伴う緩和策を実施すれば、ユーロ安進行余地が拡大していく可能性も。

(注)現在はSMPを通じた国債購入残高と同額の資金吸収オペ(1週間物預金で資金吸収)を実施。

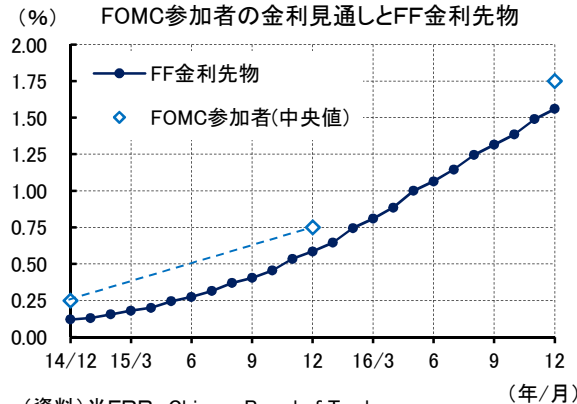
ECBのとらうる追加緩和オプション

マネタリーベース拡大を伴わないもの		実現可能性
フォワードガイダンス強化	低金利政策を維持する期間を経済指標等にリンク	○
政策金利の引き下げ	現在の0.25%を小幅引き下げ(中銀預金金利はゼロのまま)	△
マイナス金利	現在ゼロの中銀預金金利をマイナス水準まで引き下げ	×
マネタリーベース拡大を伴うもの		実現可能性
SMPの不胎化オペの停止	SMPによる国債購入分の不胎化オペを停止	○
ABS購入	民間の債権を証券化したものをECBが購入	○
国債購入	日米英が行ったような国債購入による量的緩和策	×

(資料)各種報道等を基に日本総研作成



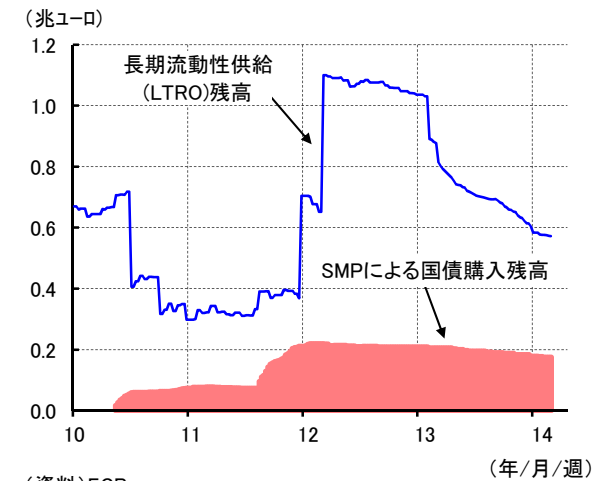
(資料)Bloomberg L.P.



(資料)米FRB、Chicago Board of Trade

(注)FF金利先物は2月28日時点。現在のFF金利の誘導水準は、0~0.25%であることから、FOMC参加者や市場参加者の多くは2015年後半のどこかで利上げがあると見込んでいることを示唆している。

ECBの民間への資金供給とSMPによる国債購入残高



(資料)ECB

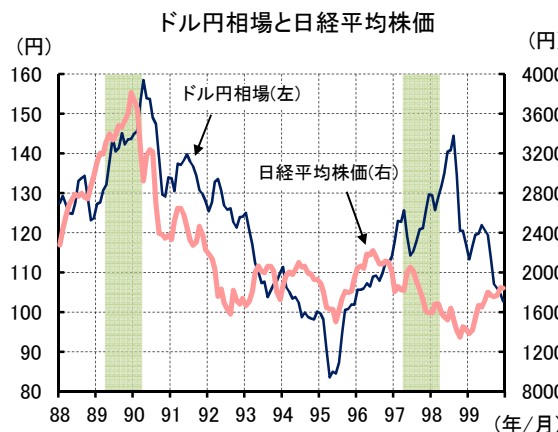
過去の消費増税時期のドル円相場は、消費増税以外の要因に大きく依存。今回の消費増税後も様々な要因に左右されると考えるべき。

4月の消費税率引き上げの為替相場への影響については、消費増税後は株安によるリスク回避の動きから、円高に振れるとの見方がある一方、日銀の追加緩和期待が高まり、円安に振れるという見方があるなど、見方は様々。

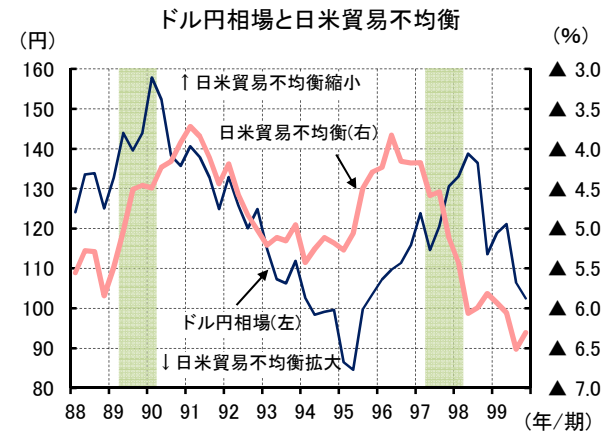
そこで、過去2回の消費増税時期のドル円相場をみると、相場変動は、消費増税以外の国内外の要因に大きく依存していたのが実情。まず、1989年4月の消費増税導入時期をみると、1989年入り後から、消費増税導入を挟んで1990年入り頃まで円安ドル高基調が持続。国内株高・外債投資規制の緩和等に後押しされた国内機関投資家の対外資産投資活発化、日米貿易不均衡の縮小、等が円安ドル高を後押し。

次に、1997年4月の消費税率引き上げ時期をみると、1995年半ばから税率引き上げ直後の97年4月まで円安ドル高基調が持続。この要因として、①G7「秩序ある反転」声明と主要国による円売り協調介入、②わが国通貨当局による対外投融資促進策や金融緩和実施、③米国の「強いドル」政策、④米国経済の高成長、等を指摘可能。その後、米国からの円安牽制発言もあり、一旦円高に振れたものの、97年夏場以降は、①アジア通貨危機、②日本での大手金融機関破綻による金融システム不安、等を背景に、98年半ばまで円安ドル高基調が持続。

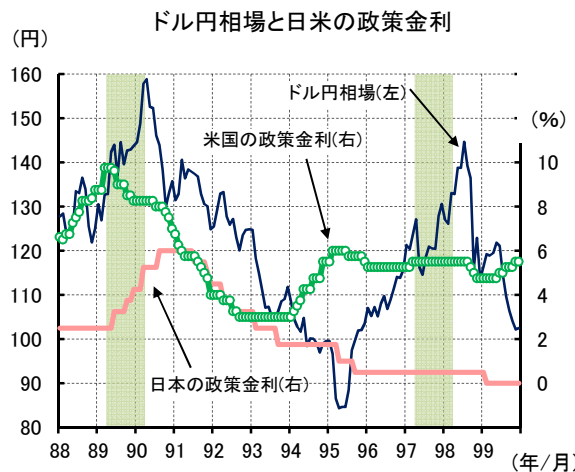
今回の消費増税後の為替相場も様々な要因に左右され、短期的には円高、円安いずれにも振れる可能性。もっとも、①消費増税の影響が一巡すれば、企業業績の改善を背景に、株価上昇が期待されること、②わが国で貿易赤字が定着するなか、日米の貿易不均衡が縮小していること、③米国で寒波の影響が剥落してくれば、景気の回復基調の強まりが期待されること、④日米の金融政策の方向性の違いが明確化していること、等を踏まえると、消費増税によって中期的な円安ドル高基調は崩れない見込み。



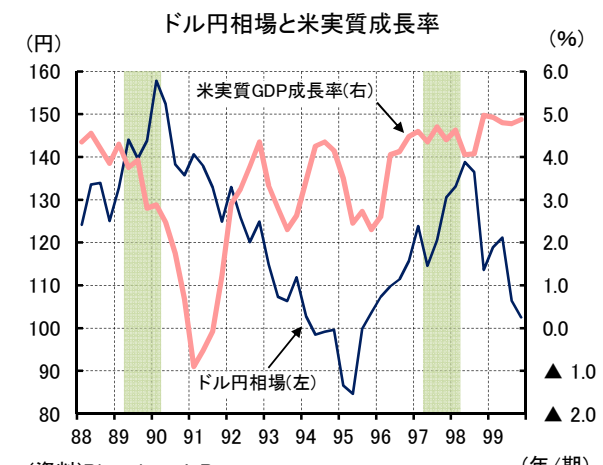
(資料)Bloomberg L.P.
(注)シャド一部は、消費増税導入、税率引き上げの局面。



(資料)Bloomberg L.P.
(注)日米貿易不均衡は、日米の貿易収支名目GDP比率の格差(米一日)。



(資料)Bloomberg L.P.
(注)日本はゼロ金利政策導入(1999年2月)までは公定歩合。



(資料)Bloomberg L.P.
(注)成長率は前期比年率の4四半期移動平均。

当面は方向感が出にくい展開が続くものの、年後半にかけて、ドル>ユーロ>円の力関係へ。

<ドル円相場の見通し>

当面は、寒波の米国経済への影響、及び、消費増税の日本経済への影響の見極めに時間を要するとみられるなか、積極的な円売りドル買いは限られ、ドルの上値の重い展開が続く公算。

春以降、日米の景気の先行き不透明感が払拭されるにつれて、円安ドル高に振れやすくなる見込み。わが国の貿易赤字が定着するなど、為替需給面での円高圧力が減退していることや、日米金利差・日米マネタリーベースの格差によって示される日米金融政策の方向性の違いが明確化していること等が底流で円安ドル高基調を下支え。

もっとも、新興国市場の混乱の再燃リスク等が残るなか、一本調子の円安ドル高進行は期待薄。

<ユーロ相場の見通し>

当面は、①ユーロ圏の経常黒字拡大や域内への投資マネーの回帰、②日米のマネタリーベース拡大が続く一方で、ユーロ圏のマネタリーベース縮小が続いていること、等を背景に、対ドル、対円でユーロの底堅い推移が続く見込み。

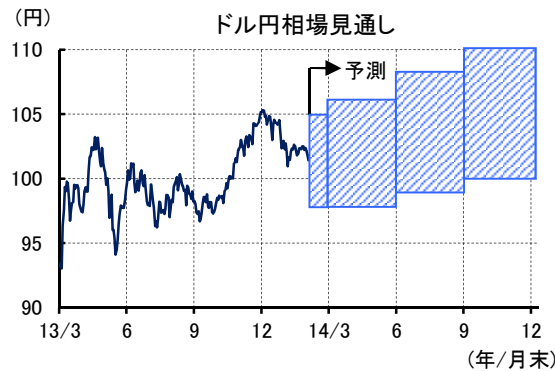
対ドルでは、年後半以降、金融緩和策の出口に向かうFRBと、金融緩和の長期化が見込まれるECBの金融政策の方向性の違いを反映して、次第にユーロが軟化していく公算大。

対円では、世界景気の先行き不透明感が払拭されていけば、リスク選好の動きが強まり、再び円安ユーロ高が進行しやすくなる公算大。もっとも、①新興国市場の混乱の再燃リスク残存、②ディスインフレ傾向のもとでの根強いECBの追加緩和観測、等を背景に、ユーロの大幅な上昇は見込み薄。

ドル円相場見通し

	2013年		2014年		
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	100.4	102	103	104	105
(高値)	105.4	105	106	108	110
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	96.6	98	98	99	100

予測



ユーロ円相場見通し

	2013年		2014年		
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	136.7	139	139	139	140
(高値)	145.7	145	145	146	146
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	131.1	133	133	134	134

予測

ユーロドル相場見通し

	2014年				
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	1.36	1.36	1.35	1.34	1.33
(高値)	1.39	1.40	1.40	1.39	1.38
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.33	1.32	1.30	1.29	1.28

予測

