
為替相場展望

2014年8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
- ◆日米金利差拡大による円安シナリオに死角はないか・・・・・・・・ p. 2
- ◆欧・英・米の金融緩和の「出口」への距離感の違いとユーロ相場・・・・・・・・ p. 3
- ◆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8月1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、下旬にかけてこう着が続いたものの、月末近くには103円台を回復。 ユーロは軟調地合いが続き、対ドルでは年初来安値を更新。

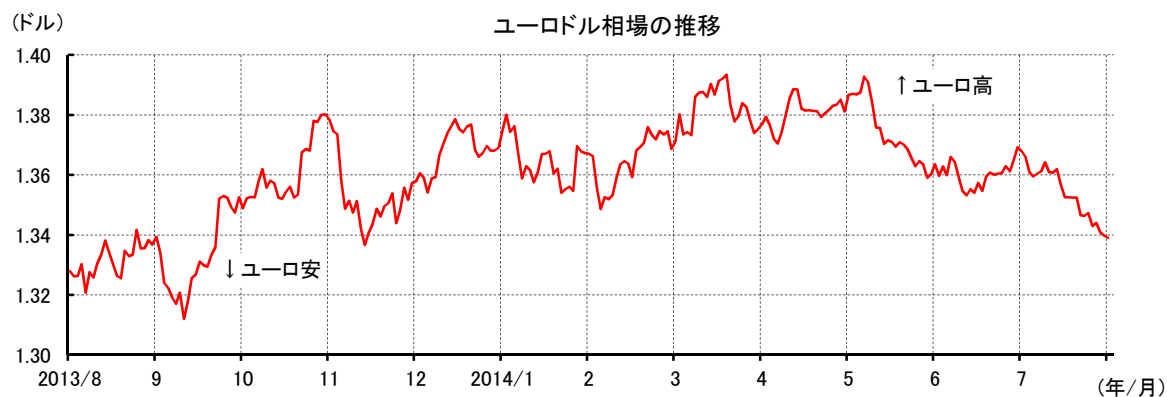
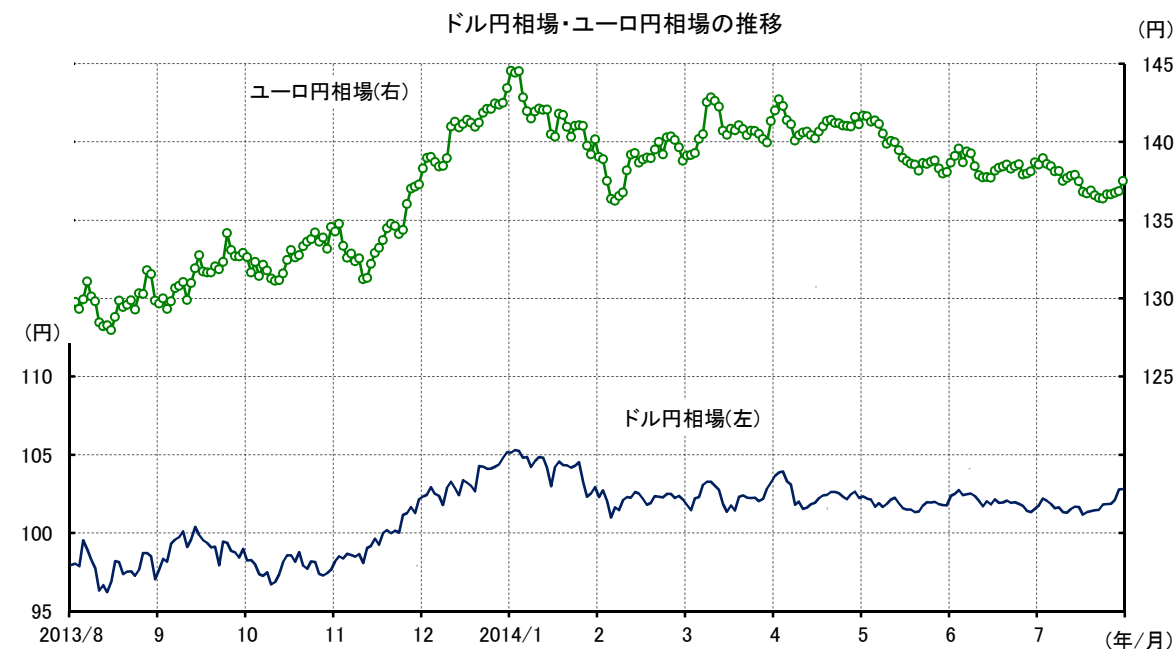
<7月のドル円相場>

月初以降、良好な米景気指標が相次いだことを受けて、3日の雇用統計発表後には、102円台前半までドル高が進行。もっとも、利上げ前倒し観測の後退に伴い、米長期金利が低下に転じると、ドルが弱含み、10日にはポルトガル大手銀の信用不安もあり、101円台前半へ。その後ウクライナ東部でのマレーシア航空機の墜落(17日)などが円高ドル安材料となる一方、好調な企業決算等を手掛かりにした米国株高などが円安ドル高材料となり、下旬にかけて101円台での小動きに終始。月末近くには、良好な米4～6月期GDP統計等を手掛かりに、米利上げ前倒し観測が再燃し、一時103円台まで円安ドル高が進行。

<7月のユーロ相場>

対ドルでは、①良好な米景気指標、②ポルトガル大手銀の信用不安(10日)、③独ZEW景況感指数(15日)などのユーロ圏での景気指標の下振れ、④ウクライナ東部でのマレーシア航空機の墜落(17日)、などのドル高ユーロ安材料が相次ぎ、月末にかけて1.33ドル台後半までユーロ安が進行。

対円では、10日にポルトガル大手銀の信用不安が浮上したほか、その後もウクライナなどで地政学リスクが高まったことから、24日にかけて一時136円台前半までユーロ安が進行。月末近くには、良好な米景気指標等を手掛かりに、リスク選好の動きが強まり、137円台後半までユーロが持ち直し。



(資料)Bloomberg L.P.

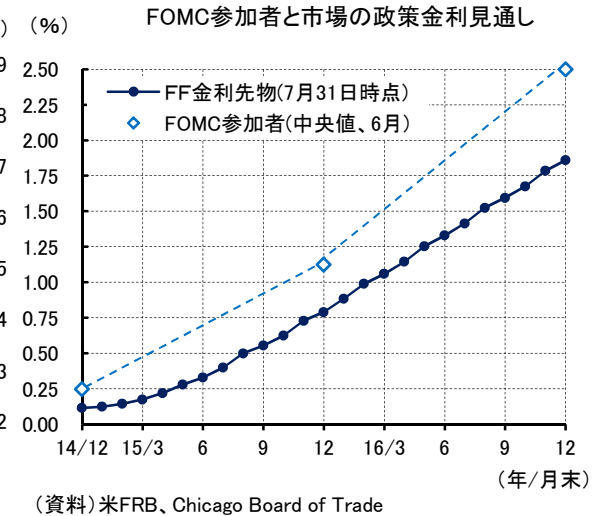
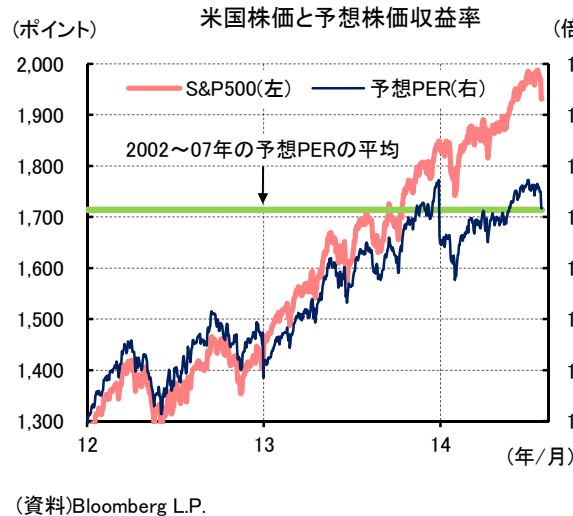
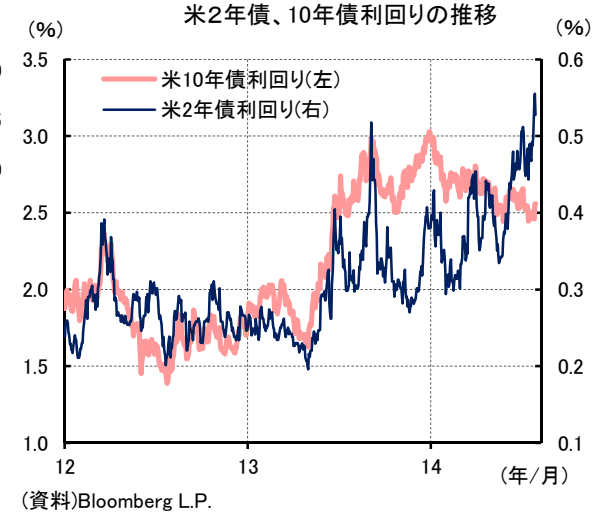
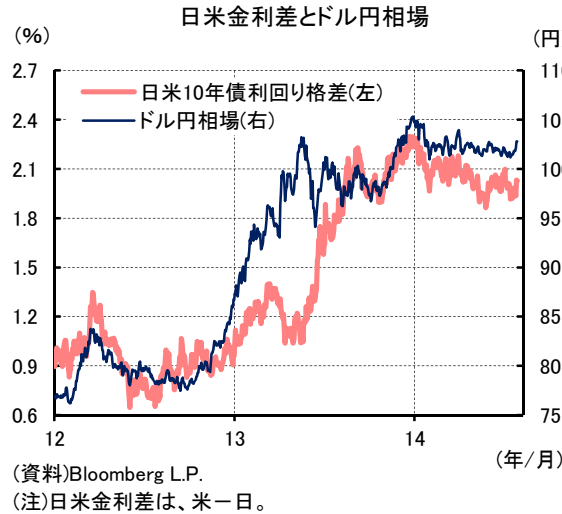
米国金利の上昇に伴い、徐々にドルが底堅さを増す展開へ。ただし、金利上昇によりリスク回避の動きが生じれば、むしろ円高に振れるリスク。

本年2月以降、ドル円相場は、102円前後を中心とした推移が持続。この間、米長期金利は低下、日米金利差(米>日)は縮小しており、ドル円相場は同金利差に見合う水準に対して高止まり。

この背景の一つには、リスク選好的な地合いが続いたことが指摘可能。リスク選好的な地合いでは、低金利通貨である円が売られやすくなる傾向。春先以降、ウクライナなどでの地政学リスクの高まり等により、リスク回避の動きが再燃する場面はあったものの、①寒波の影響が一巡した米国景気の回復軌道への復帰、②米FRBをはじめ主要国中銀の金融緩和長期化観測、等を背景に、総じてリスク選好的な地合いが続いたため、円安が持続。

もう一つの背景が米利上げ観測の強まり。米10年債利回りは、足許2%台半ばで低迷しているものの、利上げ見通しを反映しやすい2年債利回りは、振れを伴いながらも上昇基調。今後もFRBの利上げ開始時期が近づくにつれて2年債利回りは上昇傾向が続く見込み。米10年債利回りについては、上昇トレンドが明確化するきっかけを見つけ出しにくいものの、良好な米景気指標が続けば、少なくとも底打ち感が広がってくる公算大。2年債利回りの上昇と10年債利回りの底打ち感に支えられる形で、ドルが徐々に底堅さを増していく見込み。

もともと、米金利が上昇しても、円高に振れるリスクは残存。ドル円相場においては、金利だけでなく、リスク許容度の動向も重要。円高に振れるリスク要因の一つは、高値更新を続ける米国株の調整。足許の米国株の予想PERは金融危機前の景気回復局面の平均をやや上回る水準まで上昇しており、高値警戒感が生じやすくなっている状況。一方、足許における市場の利上げ見通しは、直近のFOMC参加者の利上げ見通し(中央値)よりも後ずれ。今後、仮に市場参加者の利上げ見通しがFOMC参加者の見通しにさや寄せされる展開となれば、早期利上げ観測が強まり、金利が急上昇するリスク。米金利の上昇はドル高要因ながら、米金利の上昇に伴い、米国株が調整色を強める等すれば、リスク回避の動きを招き、むしろ円高に振れる恐れ。



インフレ率、労働市場の観点からみて、金融緩和の「出口」への近さは、英国、米国、ユーロ圏の順。

ユーロ圏、英国、米国の金融緩和の「出口」への距離感の違いという視点から、ユーロ相場の先行きを展望。

英国や米国では景気が堅調に推移するなか、英国のインフレ率は物価目標(2%±1%)の中心付近で安定、米国のインフレ率は、FRBの長期目標(2%)に向かって緩やかな上昇トレンドが持続。インフレ率の観点からは、英国、米国ともに金融緩和の「出口」に近づいている状況。

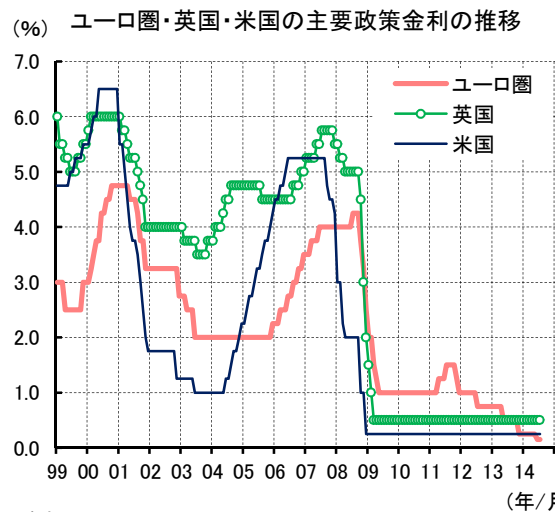
一方、ユーロ圏では、低調な景気回復を受け、ディスインフレ傾向が強まる状況下、ECBは6月に追加利下げを含む金融緩和パッケージを発表。ECBは、さらに、超低金利政策の長期化と、必要な場合の追加緩和の可能性を示唆。金融緩和の「出口」には程遠い状況。

次に、労働市場をみると、英国、米国で失業率が顕著に低下を続ける一方、ユーロ圏では、2013年半ば以降低下に転じつつも、高止まり。

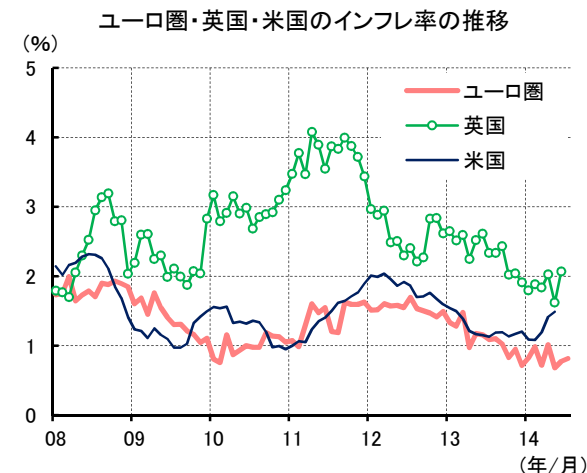
米FRBは2012年12月、英BOEは2013年8月に、フォワードガイダンスとして、それぞれ失業率の閾値(米:6.5%、英:7.0%)を設定し、それを下回るまで利上げを検討しない方針を示したものの、その後、失業率が急低下し、当局者の予想よりも早く閾値に接近。この結果、BOEは今年2月、FRBは3月にガイダンスの修正を余儀なくされることに。

英国では、カーニーBOE総裁が5月の会見で、労働市場にかなりの「ゆるみ」が残っていることを強調し、利上げ開始を急がない意向を示していたものの、6月の講演では、これまで市場が2015年前半とみていた利上げ開始時期が前倒しになる可能性を示唆。これを受けて、市場では現在の経済情勢が続けば、年内にもBOEが利上げに踏み切るとの見方が台頭。

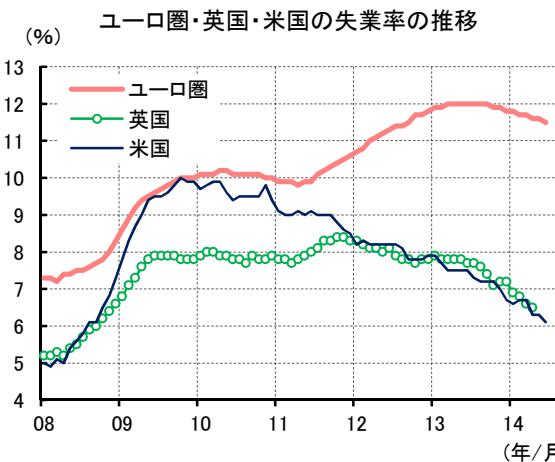
一方、米国では、月20万人ペースでの雇用増が定着し始めているほか、経済的理由によるパートタイマーや長期失業者は徐々に減少しており、雇用の質的な改善が着実に進展。もっとも、イエレンFRB議長は失業率だけでは測れない労働市場の



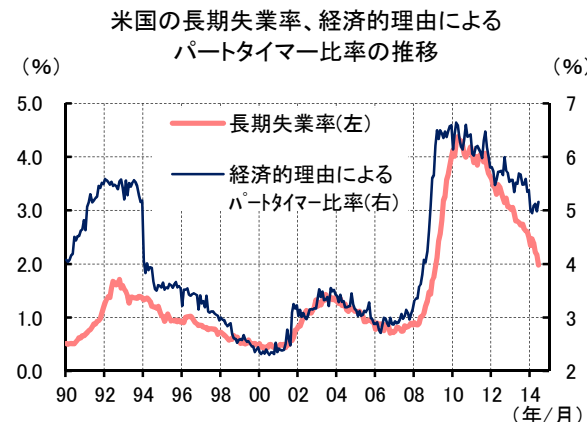
(資料)ECB、BOE、FRB



(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。



(資料)Eurostat、ONS、米労働省
(注)英国の失業率は、LFS(英国貿易産業省の労働力調査)基準



(資料)米労働省
(注)長期失業率は、失業者に占める27週以上の失業者の割合。経済的理由によるパートタイマー比率は、雇用に占める経済的理由によるパートタイマーの割合。

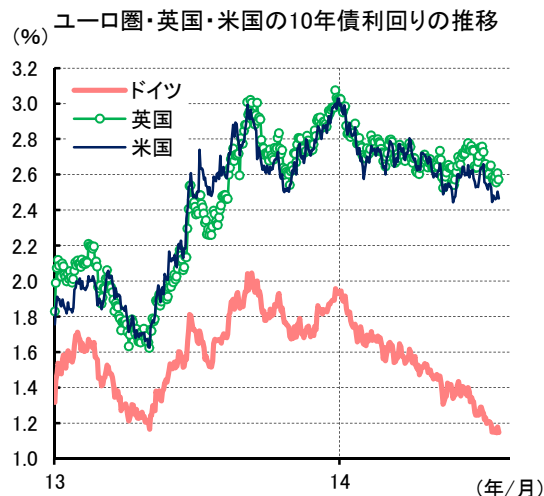
金融緩和の「出口」への距離感の違いを反映した独英金利差、独米金利差の拡大により、対ポンド、対ドルで緩やかなユーロ安基調が続く公算大。

「ゆるみ」が残っていること等を理由に、利上げを急がない姿勢を強調。7月のFOMC声明でも、「著しい労働力の活用不足」があると指摘しており、FRBの利上げを急がない姿勢が改めて確認される格好に。こうした状況下、FRBは、今年10月にテーパリングを完了するものの、利上げは来年半ば以降に先送りされる見通し。

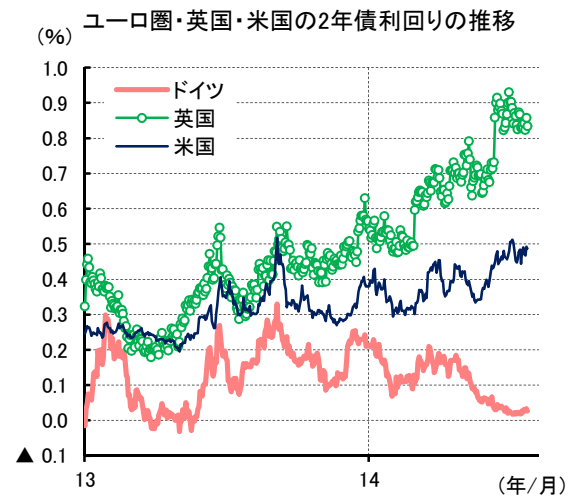
これに対し、ECBは英・米のようにフォワードガイダンスで失業率と金融政策を結びつけてこなかったものの、ドラギECB総裁は、今年3月の理事会後の会見で、「(労働市場を中心とした)経済の余剰生産能力が大きい」ことを超低金利政策を維持する一因に加えることにより、フォワードガイダンスを強化。

雇用情勢の改善が着実に進む英・米でインフレ率が安定、ないしは持ち直す一方で、雇用情勢の改善が十分に進んでいないユーロ圏でデスインフレ傾向が続く状況を見ると、昨年来のユーロ圏のデスインフレ傾向は、労働市場の「ゆるみ」という要因が大きく影響しているとみるのが自然。当面を展望しても、ユーロ圏の景気回復が緩慢にとどまり、失業率の顕著な低下が期待しがたい状況下、デスインフレ傾向から容易には脱却できず、ECBの超低金利政策が長期化する公算大。

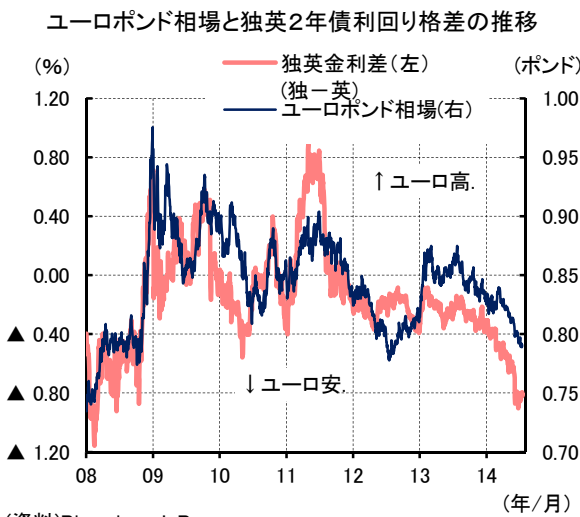
ユーロ圏・英国・米国の金利動向に目を向けると、10年債利回りは、年明け以降、各国とも低下傾向にあるものの、金融緩和の「出口」に最も近い英国が高止まる一方、最も遠いユーロ圏(ドイツ)では低下が顕著。また、金融緩和の「出口」への距離感の違いを最も明確に反映しているのが2年債利回り。英国金利は、2013年後半以降上昇基調が明確化、米国金利も、今年の春先以降英国金利の後を追う形で上昇基調となる一方、ドイツ金利はゼロ近傍まで低下。当面を展望しても、金融緩和の「出口」への距離感の違いを反映して、2年債利回りの同傾向が続く見込み。この結果、ユーロ相場においては、ドイツと英・米との間で金利差が拡大(独<英、独<米)し、対ポンド、対ドルで緩やかなユーロ安基調が続く公算大。



(資料)Bloomberg L.P.



(資料)Bloomberg L.P.



(資料)Bloomberg L.P.



(資料)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FRBの利上げ慎重姿勢が続くとみられるものの、米国景気の回復基調が持続し、来年半ば以降と目されるFRBの利上げ開始時期が近づくにつれて、徐々にドルが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、円を取り巻く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、GPIF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ウクライナなど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、③高値更新を続ける米国株の大幅下落、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＞

今後も、①ユーロ圏のディスインフレ傾向持続を背景とするECBに対する量的緩和を含む追加金融緩和期待、②ウクライナでの地政学リスクの高まり、等が折に触れユーロ安に作用する見込み。

もともと、①ECB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、②FRB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、一方的なユーロ安は見込み薄。

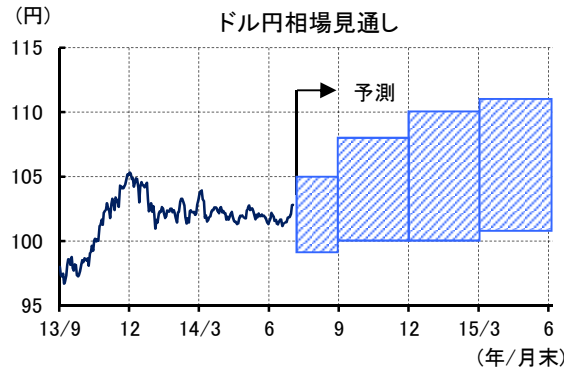
対ドルでは、今後、FRBの金融政策が正常化に向かうにつれて、米独金利差が拡大(米>独)し、緩やかなユーロ安トレンドへ。

対円では、日銀、ECB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	102	104	105	106
(高値)	104.14	105	108	110	111
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	100.82	99	100	100	101

予測



ユーロ円相場見通し

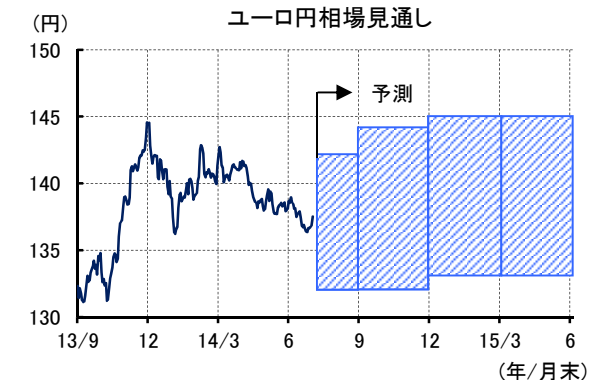
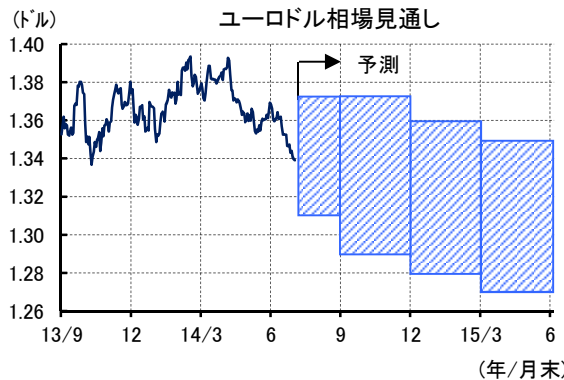
	2014年			2015年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	140.10	137	138	139	139
(高値)	143.49	142	144	145	145
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	137.71	132	132	133	133

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	1.34	1.33	1.32	1.31
(高値)	1.3994	1.37	1.37	1.36	1.35
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.3503	1.31	1.29	1.28	1.27

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)
11/8	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	0.15	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	106.24	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	0.00	0.23	2.53	16988.26	1973.10	0.04	0.21	1.20	2.63	3192.31	102.39	1311.82