

# 為 替 相 場 展 望

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/research/>

## 目 次

---

|                    |     |
|--------------------|-----|
| ドル円相場 .....        | 1   |
| ユーロ相場 .....        | 2   |
| トピックス .....        | 3～9 |
| ドル円相場・チャート分析 ..... | 10  |
| 為替関連指標 .....       | 11  |
| 資料                 |     |

---

本資料は2009年12月1日時点で利用  
可能な情報をもとに作成しております。

本資料に関するご照会は、下記宛てお  
願い致します。

欧米経済・市場動向グループ  
牧田 (Tel: 03-3288-4244  
Mail: makita.takeshi@jri.co.jp)

## 1. ドル・円相場見通し

### 短期的にはドル反発も、米財政赤字拡大・超低金利等のドル安材料の解消が当面見込めないなか、緩やかなドル安基調が続く見通し。

#### (1) 11月の相場回顧

11月のドル円相場は、良好な米景気指標を受け4日にかけ91.34円までドルが強含んだものの、低金利の長期化を改めて表明した米FOMC声明を受け、その後はドルジリ安が持続。オバマ大統領のアジア歴訪に際しての輸出志向表明・人民元切り上げ要請のほか、24日発表の「秩序立ったドル安」を容認したFOMC議事録もドル安に作用。こうしたもとで月末にかけては、ドバイ政府系持ち株会社ドバイ・ワールドの債務支払猶予要請をきっかけに欧米での金融不安再燃の懸念が浮上し、リスク回避の円買いが活発化。27日には、一時95年以来となる84.82円まで円高ドル安が加速。

#### (2) 今後の見通し：足許の情勢に鑑み、円高方向に小幅修正。

短期的にはドル反発が期待されるものの、**緩やかな円高ドル安基調は不変。**

**短期的にはドル反発が期待。**①ドバイ・ショックを契機とした金融不安再燃の懸念は、予断を許さないとはいえ現状では過剰反応の色彩が強いこと、②日銀がレートチェックを行うなど、わが国通貨当局による円売り介入も現実味を帯びてきたこと、③年末に向けた海外投資家による資金回帰、等が背景。

もっとも、以下の要因を背景に、**中期的な円高ドル安基調からは抜け出せない見通し。**

- ①住宅価格下落・家計の過剰債務問題等を背景に、米国景気の力強い回復は困難とみられること
- ②そうした状況下、FRBによる超低金利継続が見込まれること
- ③米国財政赤字の未曾有の拡大、高水準かつ質的劣化が進むFRB資産など、構造的なドル安要因に解消の目処が立たないこと
- ④対外不均衡是正に向け、経常赤字国の輸出拡大・経常黒字国の内需拡大が国際公約となると同時に、米国も事実上緩やかなドル安を志向していること

一方で、以下の要因から**一方的な円高ドル安進行も回避される見込み。**

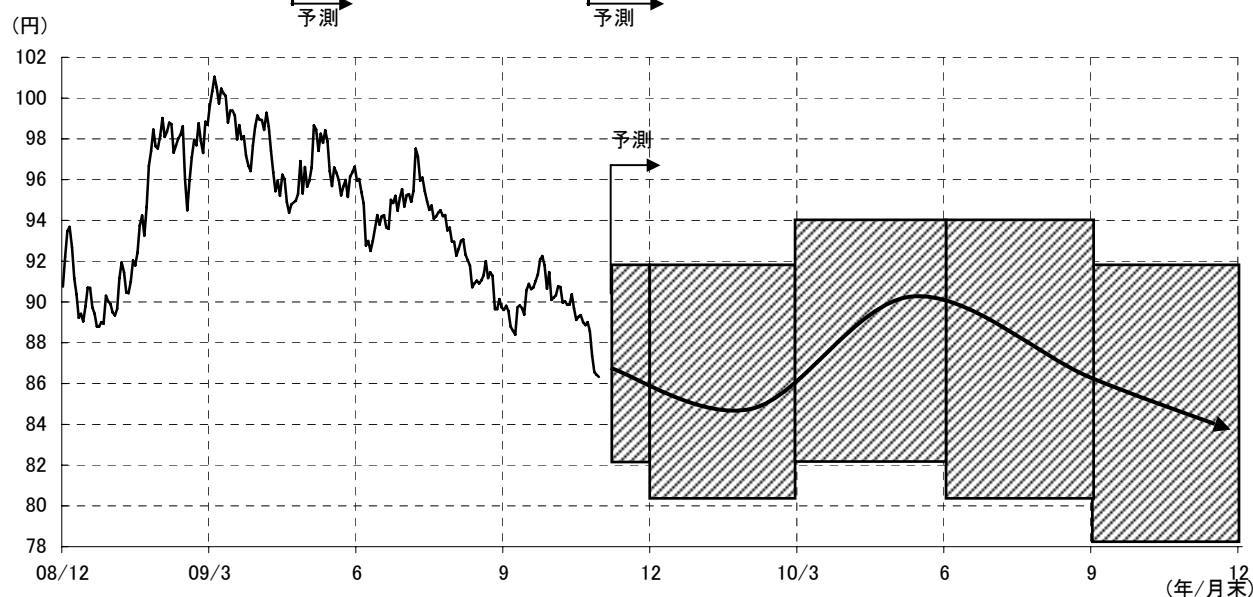
- ①日米の経常収支不均衡は縮小傾向にあり、それに伴う円高・ドル安圧力は減衰していること
- ②わが国景気は大幅な悪化に歯止めがかかったとはいえ、積極的な円買い材料も乏しいこと、等

以上のもとで、世界的に政策効果息切れにより景気の先行き期待が剥落しやすい前半には、一時的にリスク回避の動きが強まるとみられ、これにつれてドルが強含む可能性。

(円)

(円)

|       | 2009年 |     | 2009年 |         | 2010年 |       |       |         |
|-------|-------|-----|-------|---------|-------|-------|-------|---------|
|       | 11月   | 12月 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 |
| 期中平均  | 89.2  | 86  | 93.6  | 89      | 86    | 88    | 87    | 85      |
| (高値)  | 91.34 | 90  | 97.8  | 92      | 92    | 94    | 94    | 92      |
| 予測レンジ | ゝ     | ゝ   | ゝ     | ゝ       | ゝ     | ゝ     | ゝ     | ゝ       |
| (安値)  | 84.82 | 82  | 88.2  | 82      | 80    | 82    | 80    | 78      |



## 2. ユーロ相場見通し

景気の先行き懸念が強まる年前半にユーロ調整色の強い展開へ。その後は、対ドルではユーロ高基調に復帰へ。対円ではもみ合い長期化。

### (1) 11月の相場回顧

**＜対ドル＞** 低金利の長期化を改めて表明した4日の米FOMC声明、世界的な株高に伴うリスク取引積極化により、11日にかけ1.5049ドルまでユーロ高が進行。その後、概ね1.48～1.50ドルでもみ合いが続いたものの、米FOMC議事録でのドル安容認を受け、25日には1.5145ドルまでユーロ高が進行。もっとも、26日の「ドバイ・ワールド」の債務支払猶予要請を契機に欧州での金融不安再燃懸念が浮上し、27日には一時1.4827ドルまでユーロが急反落。

**＜対円＞** 米バンクCIT破綻に伴うリスク回避の動きから、月初こそ131.02円まで円が強含んだものの、その後は世界的な株高を背景に134円台を中心にユーロが底堅い展開が持続。一方、中旬以降は、予想対比上振れた国内GDPや欧州での一部金融機関の経営不安等を手掛かりに円が強含む展開。こうしたなか、月末にかけては「ドバイ・ショック」を契機にリスク回避の動きが強まったほか、欧州での金融不安再燃懸念もあり、27日には一時126.95円まで円高ユーロ安が加速。

### (2) 今後の見通し 足許の状況を鑑み、対円で小幅円高ユーロ安方向に見通しを修正。

**＜対ドル＞** ドバイ・ショックに伴う欧州金融機関への悪影響懸念から短期的にはユーロが下振れるリスクは残存しているものの、世界的な景気回復期待が維持されるなか、**ユーロ堅調地合いに変化はない見通し**。すなわち、①米欧金利差の残存、②ドル基軸通貨体制の動揺、それに伴う受け皿通貨としてのユーロ選好、等が恒常的にユーロ押し上げに作用。もっとも、欧州の実体経済や金融問題を踏まえると、ユーロは実力以上に過大評価されている状態。2010年入り以降、景気対策の一巡により世界的な景気回復期待が薄れるにつれて、リスク回避の動きから**ユーロ調整色が強まる公算**。逆に、追加の景気対策等により世界的な景気回復期待が再度強まってくれば**ユーロ高傾向に復帰する見通し**。

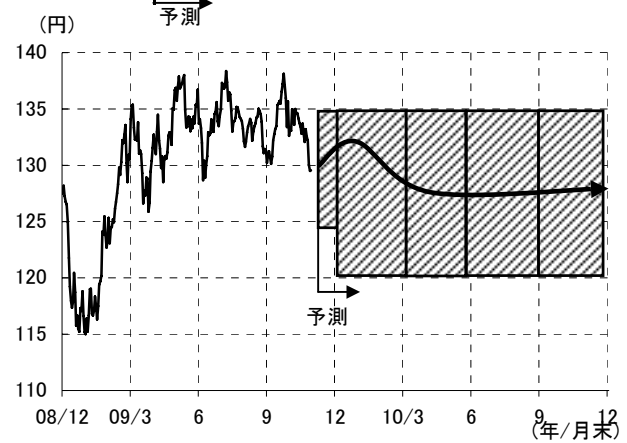
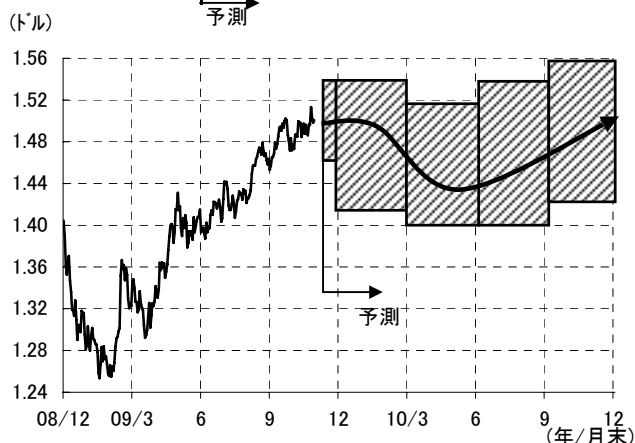
**＜対円＞** ドバイ・ショックに伴うユーロ急落は、現状では過剰反応の色彩が強く、短期的にはユーロ小反発の展開となる見込み。**中長期的には、以下の要因を背景にもみ合いが長期化する見通し**。①欧州での本格景気回復は困難、②中東欧危機を発火点とする欧州での金融不安再燃リスク残存、等のユーロ安材料がある一方、①中長期的な成長期待が乏しいなか、積極的な円買い材料を欠いていること、②ドルに対する信認が大きく低下し始めるなか、その受け皿通貨としてのユーロ資金需要も強いこと、等の円安ユーロ高支援要因も存在。ただし、金利差等ファンダメンタルズ対比でみてユーロが過大評価されている状況下、そうしたユーロ高を正当化してきた株高・リスク取引積極化が一巡するとみられる2010年入り以降、**円高ユーロ安への水準調整が生じる可能性**。

(USD)

|      | 2009年 |       | 2010年 |      |      |       |
|------|-------|-------|-------|------|------|-------|
|      | 7～9   | 10～12 | 1～3   | 4～6  | 7～9  | 10～12 |
| 平均   | 1.43  | 1.48  | 1.48  | 1.46 | 1.47 | 1.49  |
| (高値) | 1.48  | 1.54  | 1.54  | 1.52 | 1.54 | 1.56  |
| レンジ  | 1     | 1     | 1     | 1    | 1    | 1     |
| (安値) | 1.38  | 1.45  | 1.42  | 1.40 | 1.40 | 1.42  |

(円)

|      | 2009年 |       | 2010年 |     |     |       |
|------|-------|-------|-------|-----|-----|-------|
|      | 7～9   | 10～12 | 1～3   | 4～6 | 7～9 | 10～12 |
| 平均   | 134   | 131   | 127   | 128 | 128 | 127   |
| (高値) | 139   | 138   | 135   | 135 | 135 | 135   |
| レンジ  | 1     | 1     | 1     | 1   | 1   | 1     |
| (安値) | 127   | 125   | 120   | 120 | 120 | 120   |



### 3. トピックス 2010年のドル・ユーロ・円相場

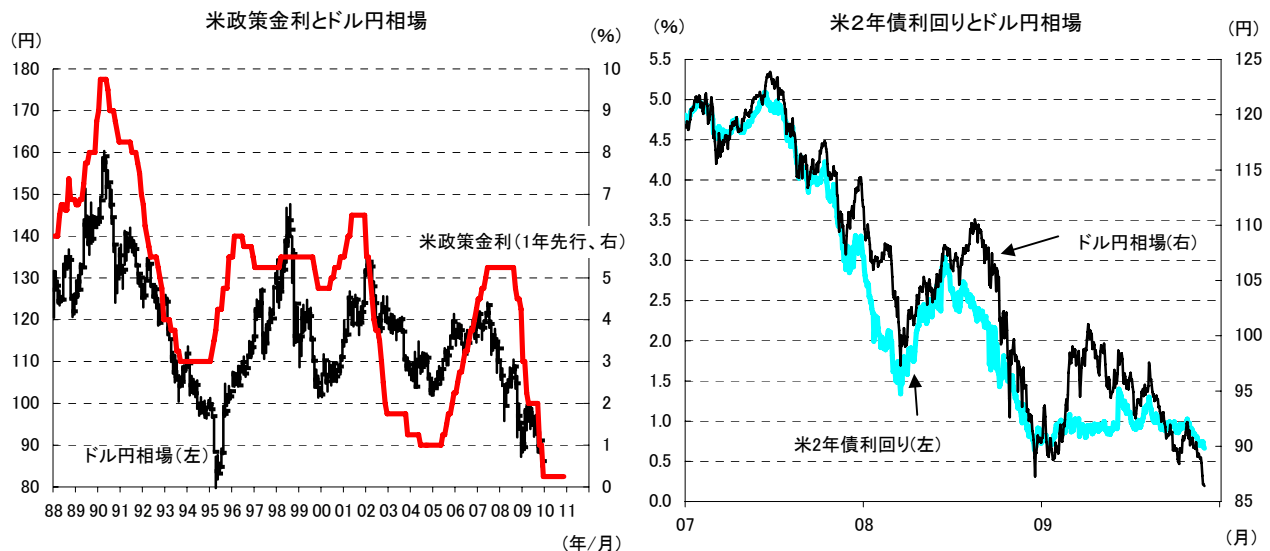
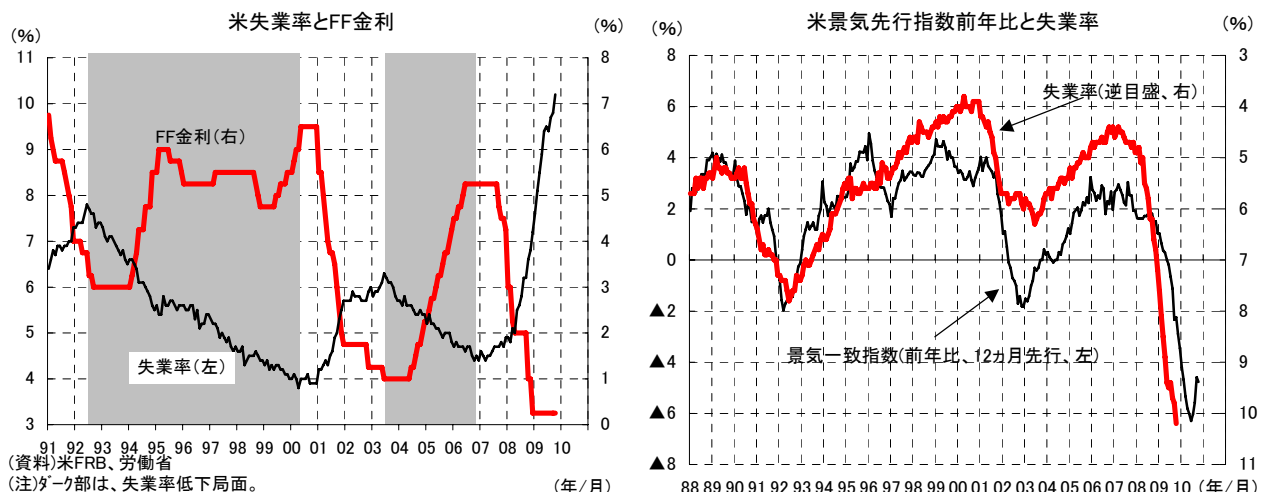
#### (1) 金利面からの検討: 米利上げが当面展望できないなか、ドル安基調は継続。一方、ユーロは金利差以上に上昇するなか、調整余地も。

##### (イ) 米国の政策金利と利上げ時期

ブロード・セントルイス地区連銀総裁は、11月18日に、「過去2度のリセッションではそれが終了してから2.5～3年利上げを行っていない」「過去と同様に振舞うとすれば、利上げは2012年初まで行われない」と発言した。2012年初まで先送りされるのかどうかは別にして、過去失業率が低下に転じてからでないと、政策金利の引き上げが行われていないことを踏まえると、失業率の低下が明確化しない限り、利上げも展望できないことになる。過去の米景気一致指数前年比と失業率の関係をみると、景気一致指数前年比が底打ち後1年以上遅れて失業率が低下する傾向がある。同前年比が、09年6月に▲6.3%で底打ちの様相を呈していることを踏まえると、順調に景気の持ち直し傾向が続けば、2010年央以降失業率が低下し始める可能性。一方、「二番底」に陥れば、失業率低下はさらに先送りされる見込み。以上を踏まえると、利上げが現実味を帯びてくるのは、ベストシナリオでも2010年後半以降となるとみられ、それまでは金利面からのドル上昇は期待薄。

一方、米政策金利とドル円相場の関係をみると、米政策金利の変更に対し、1年程度遅れてドル高ピークアウト、ドル安ピークアウトが到来する傾向がある。これを踏まえると、現時点で米国が利上げに着手できていない状況下、円安ドル高方向に動意付くのは早くとも2010年末以降となる見込み。むしろ、米利上げが2010年後半以降への先送りが濃厚ななか、2011年以降でないとドルの反発は期待できない情勢といえる。

ちなみに、政策金利見通しを反映する2年債利回りは、日本では今夏以降0.25%での横這い推移が続いているものの、米国では、FRBによる低金利長期化へのコミットメントを主因に、11月入り以降これまでの1%前後から0.6%台まで低下している。これまでの米日2年債利回り格差とドル円相場の関係を踏まえると、米国で金利先高観が強まらない限り、90円前後の水準が定着する可能性。

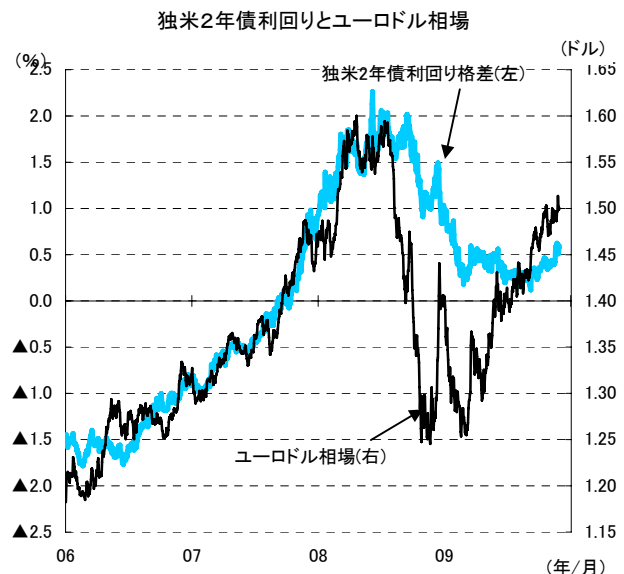
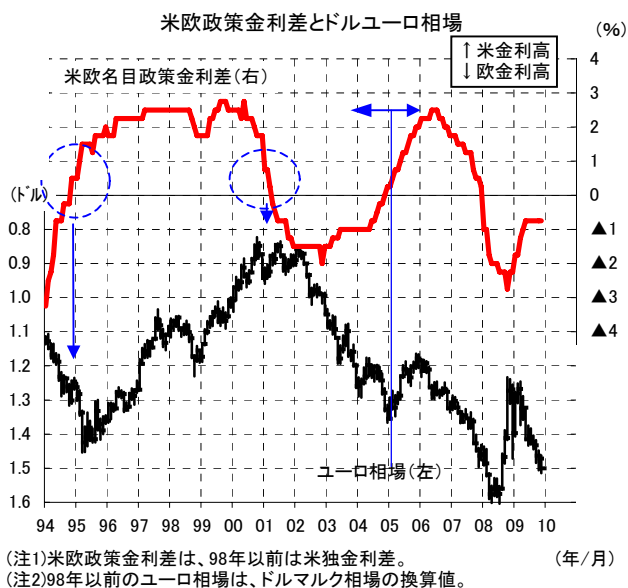
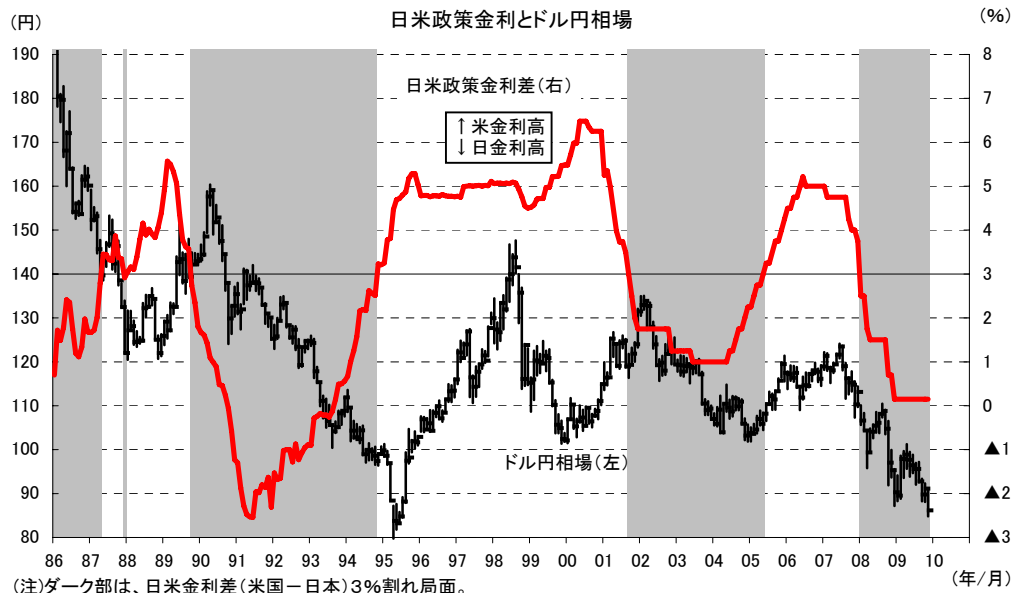


## (ロ) 日米政策金利差

過去のドル円相場と日米政策金利差の関係をみると、金利差3%前後が基調転換の分岐点。金利差が3%を超えて拡大する局面では円安ドル高傾向の展開が続く可能性が高まる一方、金利差が3%以下ではほぼ例外なく円高ドル安が進行している。家計のバランスシート調整により、米国経済の低成長長期化が予想されるなか、少なくとも2010年までに米FF金利が3%超に引き上げられる可能性は限りなくゼロに近い状況。政策金利面から円安ドル高への基調転換は展望できない。

## (ハ) 欧米金利差

過去のユーロドル相場と米欧政策金利差の関係をみると、2005年までは米金利優位の局面ではドル高が、欧州金利優位の局面ではユーロ高が進行。もっとも、それ以降は金利差の水準そのものとの連動が強まっている。すなわち、金利差が欧州優位幅が拡大（米国優位幅が縮小）するとユーロ高が、欧州優位幅が縮小（米国優位幅が拡大）するとユーロ安が進行している。一方、2009年入り以降は、金利差が不変のなかユーロ高が進行している。この一因には、2008年末から2009年初にかけての異常なユーロ安の反動という側面が指摘できる。すなわち、2006年以降のユーロドル相場は、ほぼ独米2年債利回り格差の拡大につれユーロ高が進行していたが、2008年夏以降は、独米2年債利回り格差の縮小ペース以上に、ユーロが急落した。09年春以降のユーロ高は、その修正と位置づけることができる。ただし、2008年夏までの独米2年債利回り格差とユーロドル相場の関係からは、1.40～1.45ドルが足許の金利差に見合った水準といえ、今度は行き過ぎたユーロ高の領域に差し掛かっている。欧州で早期利上げ観測が強まり、独米2年債利回り格差が拡大しない限り、同水準に向けユーロ調整色が強まる可能性がある。



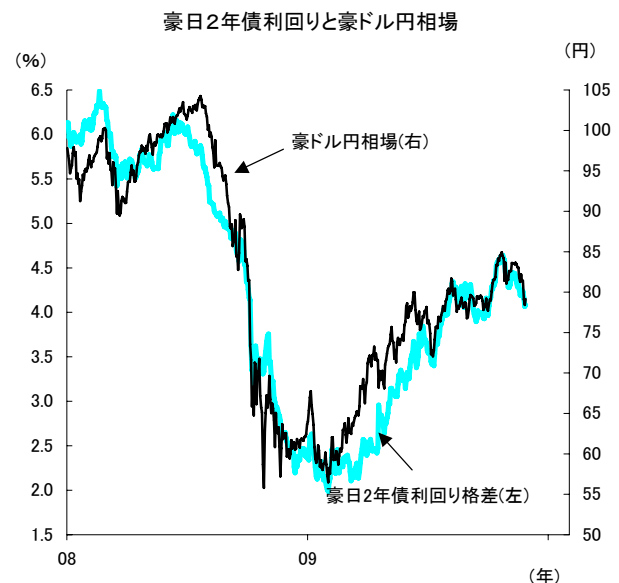
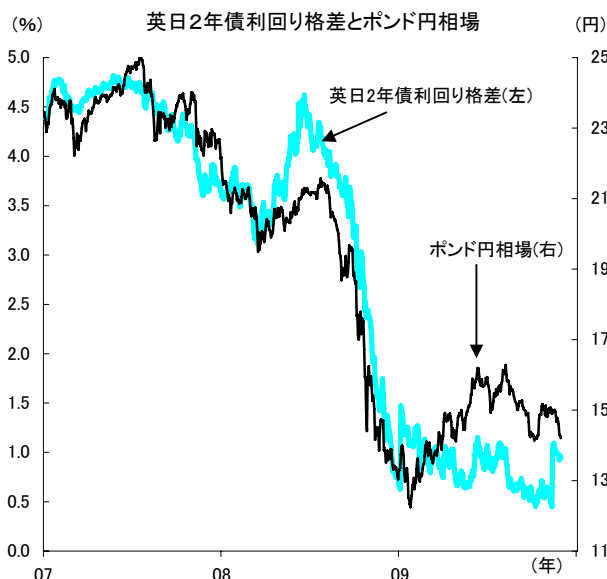
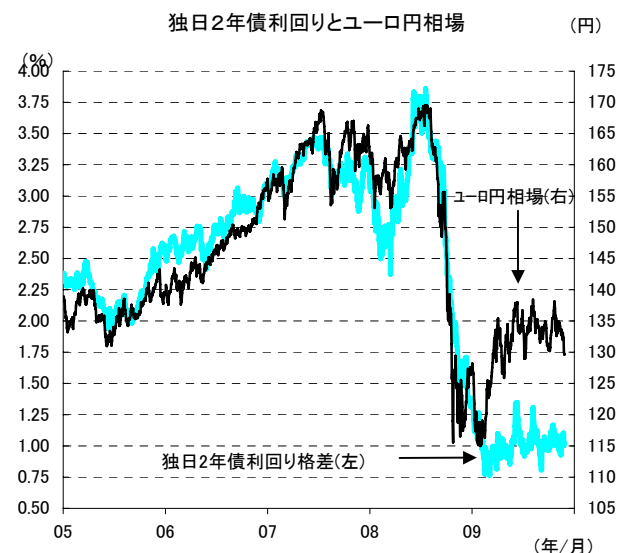
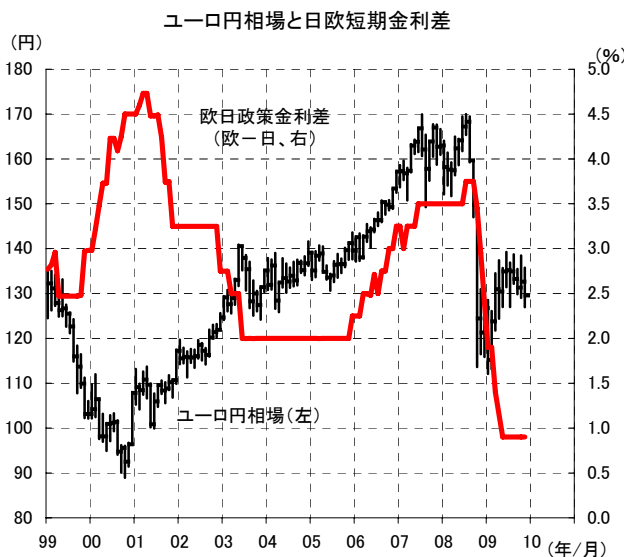
## (二) 日欧金利差

過去のユーロ円相場と欧日政策金利差の関係をみると、2003年以降は、金利差が拡大すると円安ユーロ高が、金利差が縮小すると円高ユーロ安が進行。もっとも、09年春以降は、金利差が縮小するなかで円安ユーロ高が進行しており、ユーロ高は行き過ぎの感。独日2年債利回り格差とユーロ円相場の関係をみても、2005年以降強い相関を有してきたが、09年春以降は金利差が1%前後で横這いで推移するなか、円安ユーロ高が進行している。09年春以降の金利差から乖離した異常なユーロ高の一因には、ドルに対する信認低下、その受け皿としてのユーロ選好という側面はあろうが、株高等を契機とした投機的な側面も否定できない。今後世界的な株高が一服するような局面が到来すれば、利回り格差に見合う120円前後まで円高ユーロ安への調整が生じる可能性がある。

## (ホ) 日英・日豪金利差

2007年来ポンド円相場と強い相関を有してきた英日2年債利回り格差は、英国での低金利長期化観測が強まるもと、0.5~1.0%でのみ合いが続いている。これまでの両者の関係に鑑みれば、130円台が金利差に見合う水準といえ、ポンドが過大評価されている感が強い。世界的な株高が一服し、リスク回避の動きが強まれば、130円台までポンドが反落する可能性が高い。

一方、豪ドル円相場は、足許においても豪日2年債利回り格差とほぼ連動して推移している。これまでの豪ドル高は、投機的な側面が強いユーロやポンドと異なり、豪州での利上げ観測に根差しており、豪州経済が急失速する事態に陥らない限り、豪ドルが大きく値崩れする公算は小さいといえる。なお、豪2年債利回りは4%台半ばとすでに4.25%までの利上げは織り込み済み。世界経済の順調な持ち直しが続けば、豪中銀による一段の利上げ、一段の豪ドル高が正当化されようが、世界経済に停滞感が強まれば、現行水準で豪ドルの上値の重い展開が長期化する可能性がある。

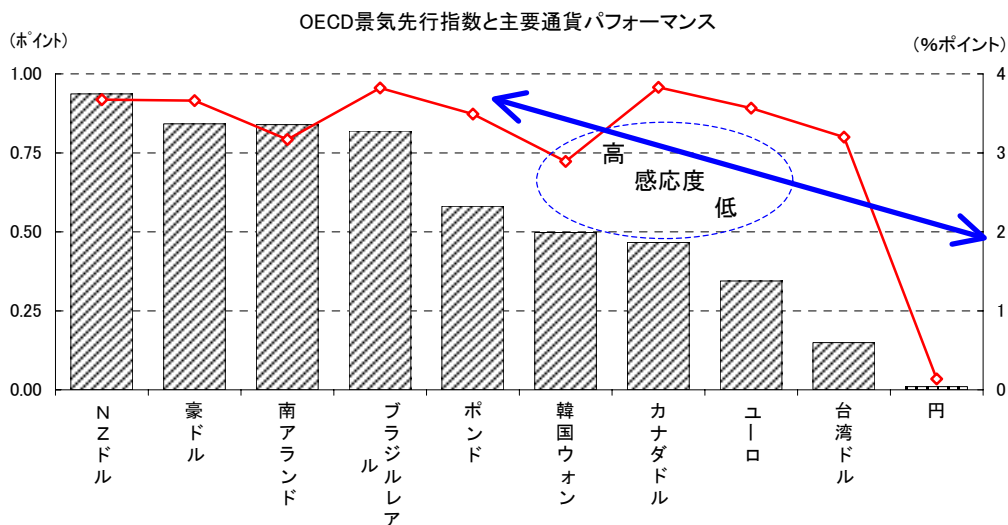
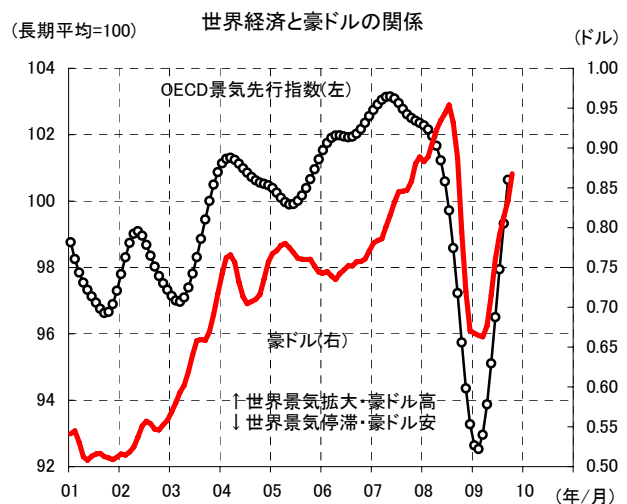
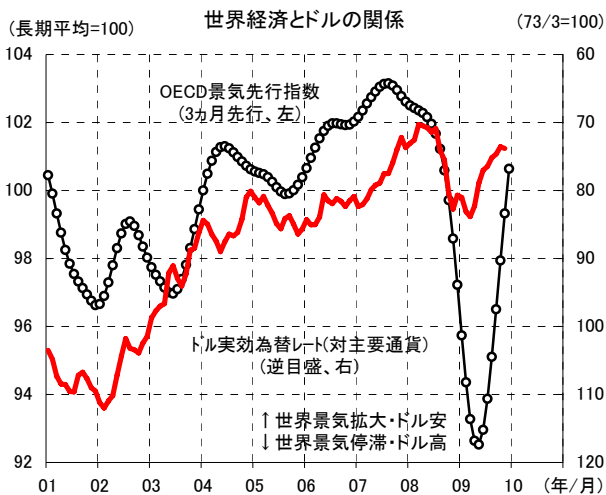


## (2) 景気面からの検討: 資源国通貨は景気と強い相関。景気が「踊り場」「二番底」に陥れば、クロス円で円高圧力が強まる可能性。

OECD景気先行指数とドル実効為替レート(対主要通貨)の関係をみると、先行指数が上向くとドル安が進行し、先行指数が下向くとドル高が進行するという関係が認められる。これは、世界経済が回復すれば、米国以外の地域への投資が拡大する一方、世界経済の停滞感が強まるとリスク回避の動きからドルへの資金回帰が生じていることを示唆している。こうした傾向はとりわけ対豪ドルで顕著に現れている。

そこで、主要通貨の対ドル相場とOECD景気先行指数の関係(直近12ヵ月の相関)をみると、円以外の通貨では相関係数が軒並み0.75以上となっており、「世界経済拡大→ドル安自国通貨高」、「世界経済悪化→ドル高自国通貨安」という関係が認められる。一方、円に関しては有意な関係は認められない。これは、2008年夏までの円キャリーの巻き戻しが主因ではあるものの、日本の成長期待が乏しく、日本買い・対日投資が生じ難いことも一因といえる。一方、弾性値(景気先行指数1%の変化につれて対ドル相場が何%変動するか)をみると、豪ドル・南アフリカランド・ブラジルレアルなどの資源国通貨では弾性値が大きく、欧州通貨やアジア通貨は相対的に小さくなっている。これは、景気が上向く局面では、資源国通貨がとりわけ対ドルで大きく上昇する一方で、景気が下向く局面では、逆に対ドルで資源国通貨安が進行しやすいことを示している。

2008年末にかけて策定された世界各国の大規模な景気刺激策により、2009年春以降、景気が持ち直しに転じ、資源国通貨を筆頭にドル全面安の展開となった。もっとも、各国の景気対策効果が一巡し始めるなか、世界経済が先行き順調に持ち直していけるか予断を許さない。世界的に景気が「踊り場」あるいは「二番底」の様相を呈してくれば、資源国通貨への投資圧縮・ドルへの資金回帰の動きが生じ、クロス円についても全般的に円高への揺り戻しが生じる可能性がある。



(注1)OECD景気先行指数と対ドルレートの変化率の直近12ヵ月相関。

(注2)ただし、英ポンド・台湾ドルは指数を1ヵ月先行。

(注3)弾性値は、OECD景気先行指数の1%の変化に対する対ドルレートの変化率。

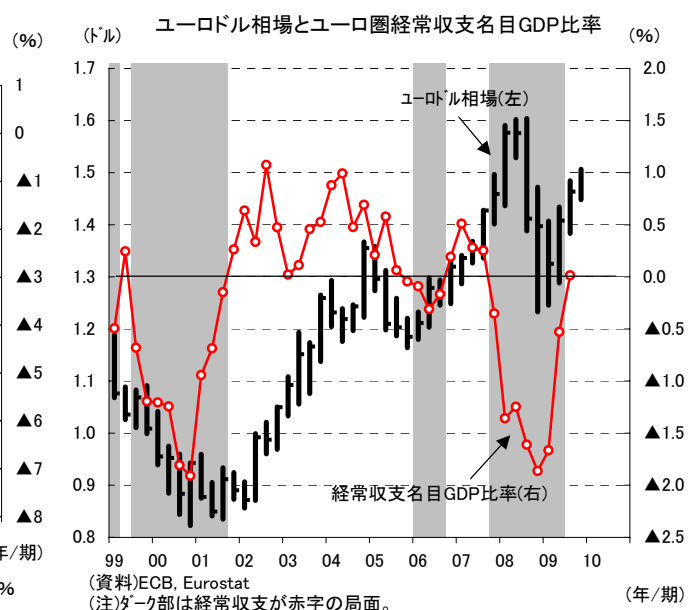
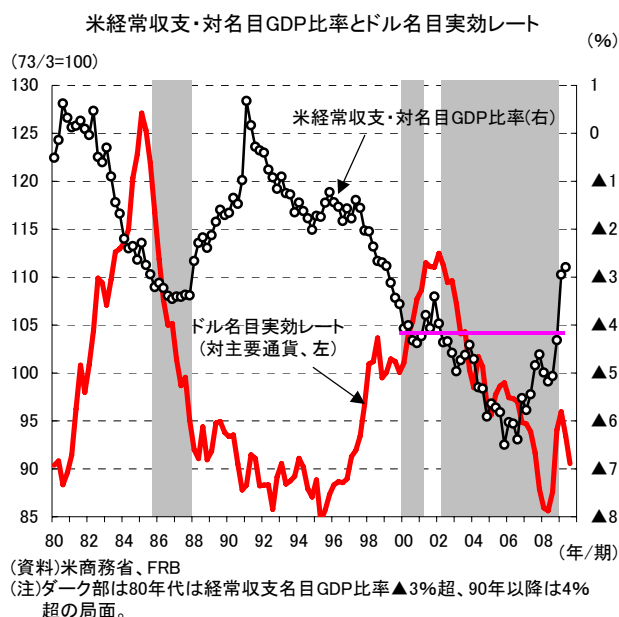
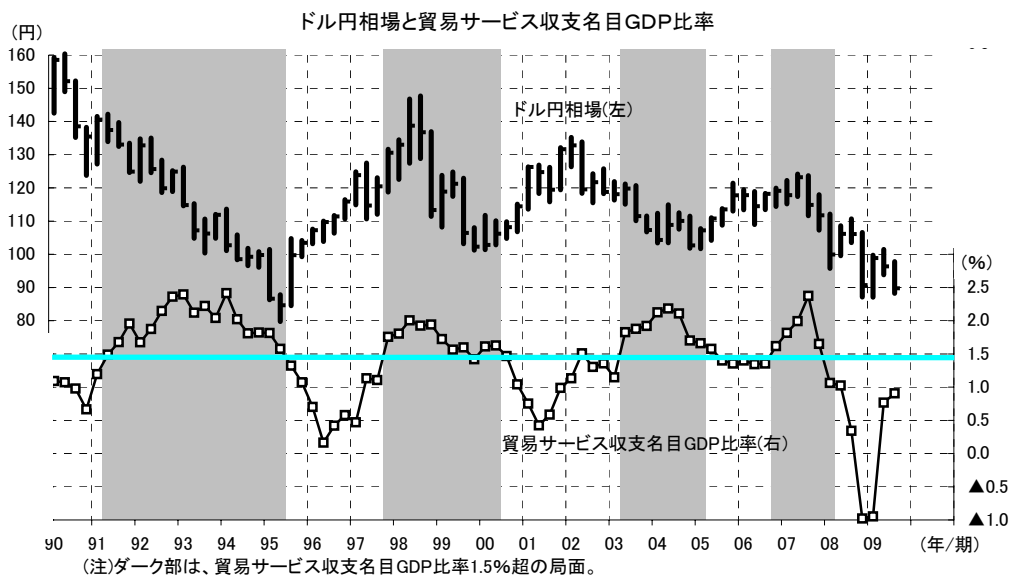
弾性値(右)  
相関係数(左)

### (3) 経常収支面からの検討：日米欧の対外不均衡は概ね是正済。為替への恒常的な圧力にはならない見通し。

ドル円相場と貿易サービス収支の関係を見ると、貿易サービス収支名目GDP比率が1.5%を超えると、ほどなく円高が進行する傾向が認められる。わが国貿易黒字は、本年2月以降赤字からは脱却したが、貿易サービス収支は依然GDP比率0.9%と低水準にとどまっている。先行きを展望しても、欧米経済の低迷長期化を受け輸出の大幅な増加は期待薄で、貿易サービス収支GDP比率は1.5%を下回る水準で推移し続ける見通し。2010年中は、貿易面から円高圧力が強まる可能性は低い。

一方米国では、2009年4～6月期の経常収支名目GDP比率は▲2.8%と99年以来の水準まで縮小している。80年代半ば以降の大幅ドル安は経常収支名目GDP比率▲3%超の局面で、2002年入り以降の大幅なドル安は同比率▲4%超の局面で生じていたことを踏まえると、経常不均衡を背景とした一方的かつ大幅なドル高は正局面は既に終了しているといえる。ただし、経常赤字縮小にもかかわらずドルジリ安が続いた80年代後半から90年代前半のように、経常赤字縮小がドル高を保証するものでもない。

ユーロ圏では、経常収支が黒字の局面でユーロ高が、赤字の局面でユーロ安が進行する傾向。ユーロ圏経常収支は、原油高や輸出の落ち込みもあり、2007年10～12月期以降赤字が続いてきたが、この7～9月期には小幅ながらも黒字に復帰している。原油高・主要な輸出先である米英での景気停滞などを背景に、先行き一本調子で黒字が拡大していく可能性は小さいものの、黒字が定着していけば、現行のユーロ高傾向も正当化されよう。



#### (4)テクニカル面からの検討：年間変動率では、ドル円は80(±5)～95(±5)円、ユーロ円は125(±5)～140(±5)円が中心レンジ。

##### (イ) 年間変動率

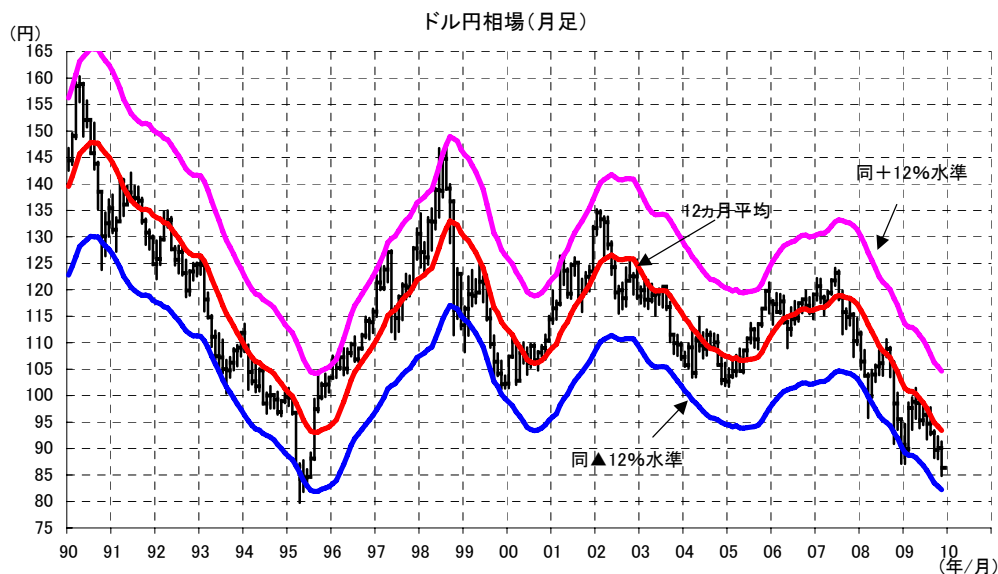
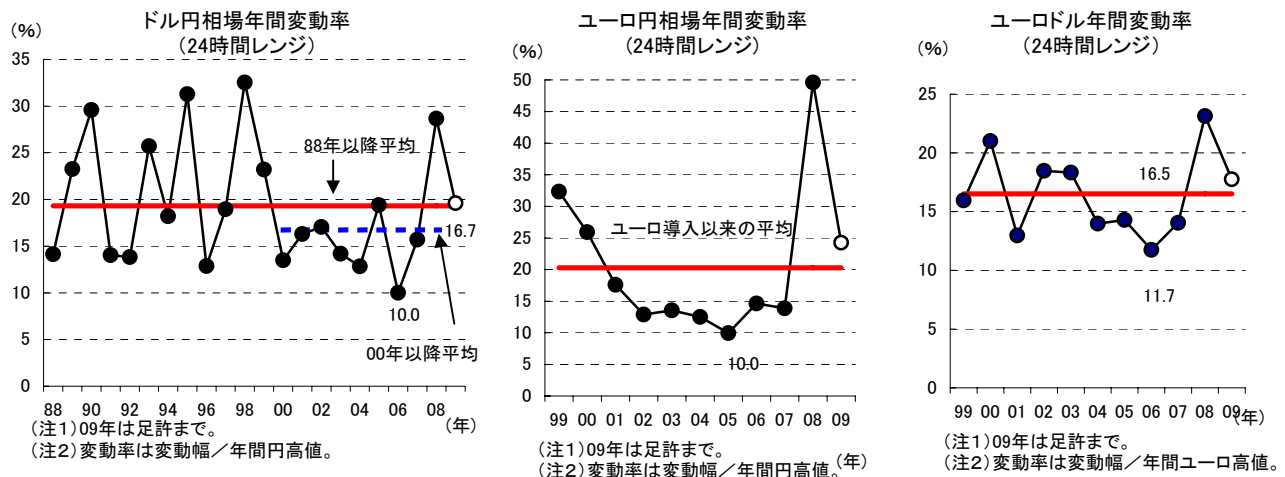
ドル円相場の年間変動率（年間変動幅/年間円最高値）は、88年以降の平均で19%。2000年以降の平均でも16%台であり、15%幅で変動するのが通例。したがって、75～90円、80～95円、85～100円がおおよそ年間変動レンジとなりえよう。

ユーロ円相場においては、2008年こそ大幅な変動が生じたが、2002年から2007年までは10%台前半での変動率が続き、金融市場の混乱を想定しなければ15%幅での変動が想定される。その場合、120～135円、125～140円が中心レンジとなつてこよう。

ユーロドル相場では、99年のユーロ発足以来の平均変動率が16.5%。0.25ドルが通常の変動幅といえ、1.30～1.55ドル、1.35～1.60ドルがおおよそのレンジとなる。

##### (ロ) 12ヵ月移動平均

ドル円相場は、過去12ヵ月移動平均線が基調転換のメルクマールに作用。すなわち、円安基調下では同線が円高上限に作用、逆に、円高基調下では同線が円安上限に作用。一方、円高基調下では、12ヵ月移動平均から▲12%乖離した水準まで円高が加速すると、一旦円高が一服する傾向（円安基調下では+12%乖離水準で円安一服）。これらの経験則を踏まえると、短期的には12ヵ月移動平均線の▲12%乖離水準が位置する82～83円まで円高が加速すれば、一旦円高にも歯止めがかかる公算。もっとも、ドルの反発も12ヵ月移動平均線が位置する90円台前半に限られ、同水準を上抜けない限り、再びドル安傾向が強まる見込み。なお、12ヵ月移動平均線は過去2年約10円程度円高方向に切り上がってきただけに、ドル安基調から抜け出せなければ、2010年後半には70円台半ばも視野に入る可能性。一方、12ヵ月移動平均線を上抜ければ円安基調への転換が確認されるものの、+12%乖離水準は今後100円前後に切り上がるとみられ、2010年中の100円台回復も困難。

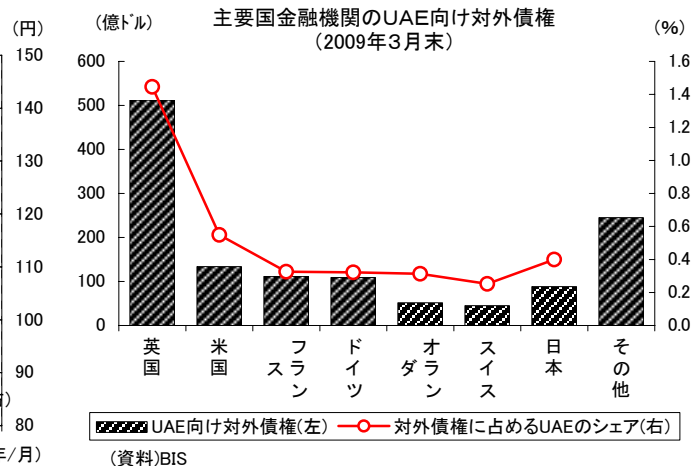
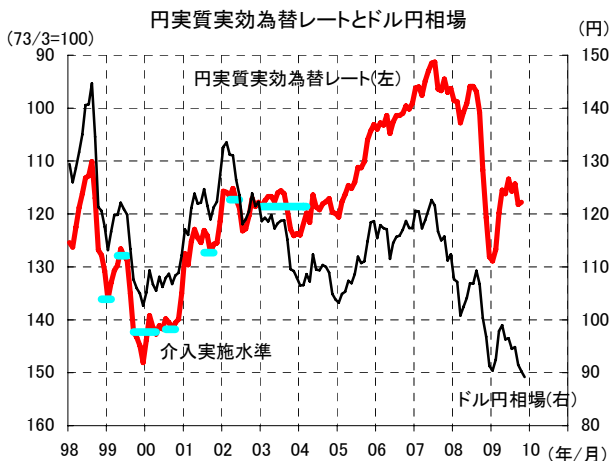
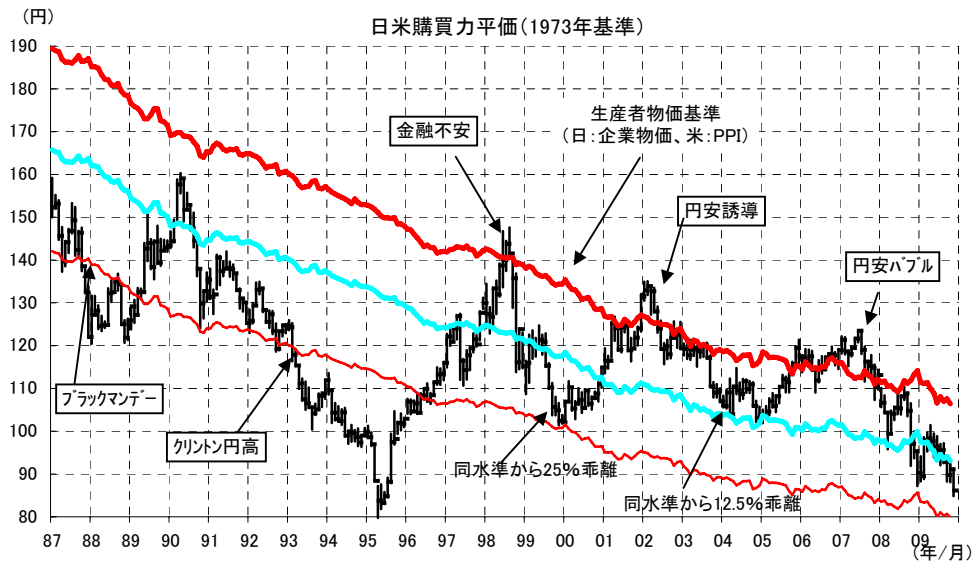


## (5) 当面の円高進行余地と円売り介入の行方: 80円に近づけなか介入に現実味も、効果は限定的。一方ドバイショックは過剰反応。

オバマ米大統領が、アジア向け輸出の拡大を志向していることを声高に主張し始めたこと（11/14東京演説）、FRBがFOMC議事録のなかで、秩序立ったドル安に寛容な姿勢を示したこと、等を背景に、ドル全面安の様相を呈し、ドル円は一時95年以来となる84円台まで円高が加速した。日米購買力平価をみると、企業物価基準の購買力平価106円に対し、実勢相場は20%も上回るなど、実質的には99～2000年以来の円高水準となっている。わが国通貨当局は、現状円高牽制発言に終始し、円売り介入は実施していないが、過去87年秋のブラックマンデー時やクリントン政権下での円高政策採用時しか経験していない購買力平価対比25%円高水準(80円)に接近するなか、円売り介入も現実味を帯びつつある。

ただし、ドル円相場では2000年以降の実質円高水準となっているものの、今回の円高はドル全面安の裏返しという側面が強く、実質実効為替レートでは、必ずしも円高が進行しているわけではない。現在の実質実効為替レート水準で介入が実施されたのは、ブッシュ・小泉政権下で日米蜜月を謳歌していた2002～03年に限られており、日本の円売りドル買い介入は、ユーロ圏をはじめ他国の批判を浴びる可能性は否定できない。加えて、仮に円売り介入が実施されても、ドル全面安のなか、米国にドル安を断固阻止するという強い姿勢がなければ、効果は極めて限られる見込み。

一方、11月末にかけては、ドバイ政府系企業の債務支払猶予要請、いわゆるドバイ・ショックを受け、欧米での金融不安再燃の懸念が浮上し、リスク回避姿勢の強まりから、円が独歩高の展開となった。BIS統計を基に主要国金融機関のUAE向け対外債権額をみると、UAE向け対外債権(1,297億ドル)のうち、英国金融機関が512億ドルと約半分近くを占めているが、英国以外の金融機関では、債権額が100億ドル前後、対外債権に占めるUAEのシェアも0.2～0.5%にとどまっている。英国金融機関の経営不安が他国に連鎖していく可能性は排除できないものの、現状では世界的な金融不安の再燃を囃すのは時期尚早といえる。ドバイ・ショックに過度に反応して先行き円独歩高となった場合には、わが国通貨当局による円売り介入も正当化されよう。



## 4. ドル円相場・チャート分析

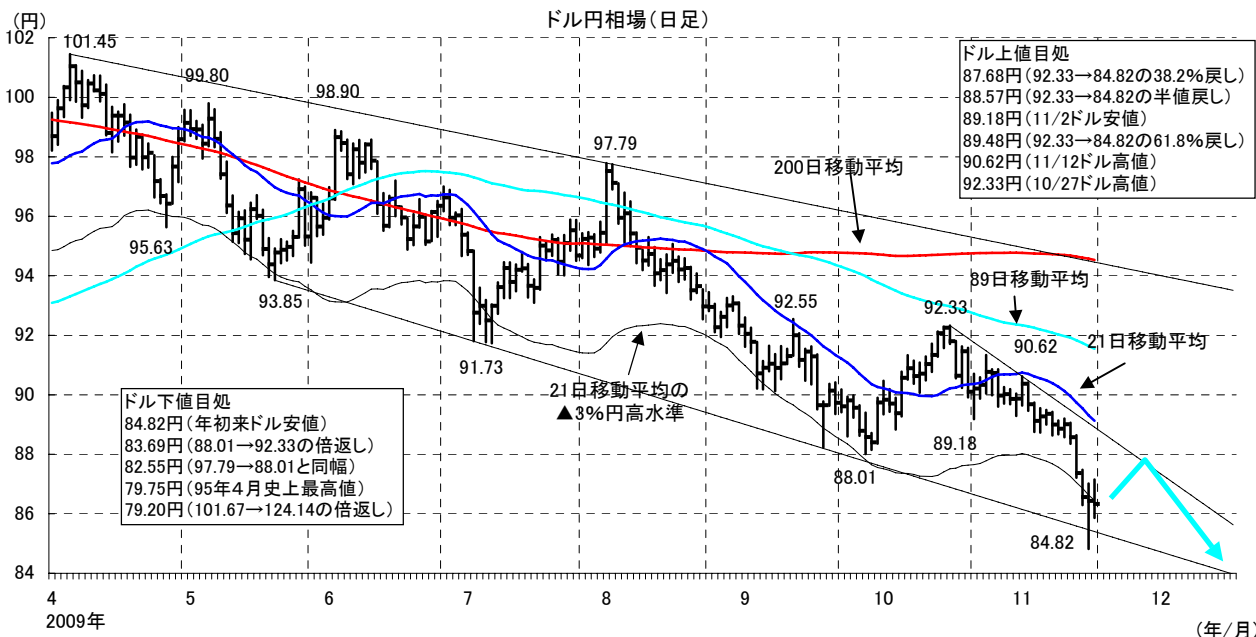
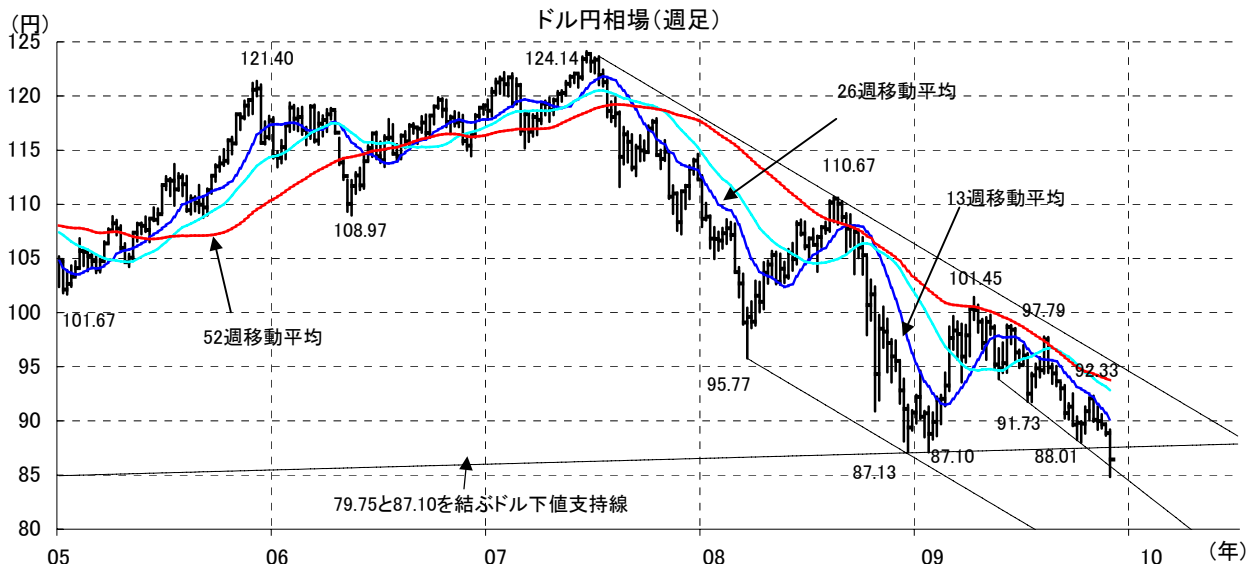
短期的にはドル反発も、90円手前でドルの上値が重くなる見通し。中期的には、95年4月以来の80円割れが視野に。

### <週足チャート（12/1時点での見解）>

- ・10月末のドル反発も、13週線がドルの上値抑制に作用。同線が90円前後まで円高方向に切り上がるなか、同水準ではドルの上値の重い展開が続く見通し。同線を上抜けても、少なくとも93円前後に位置する26週線、52週線を上抜けない限り、中期的なドル安基調に変化は生じない見通し。
- ・一方、ドル下値では、5月来ドル下値支持線を下抜け。目立ったドル下値支持線は消失しており、95年4月につけた史上最高値である79.75円が視野に。

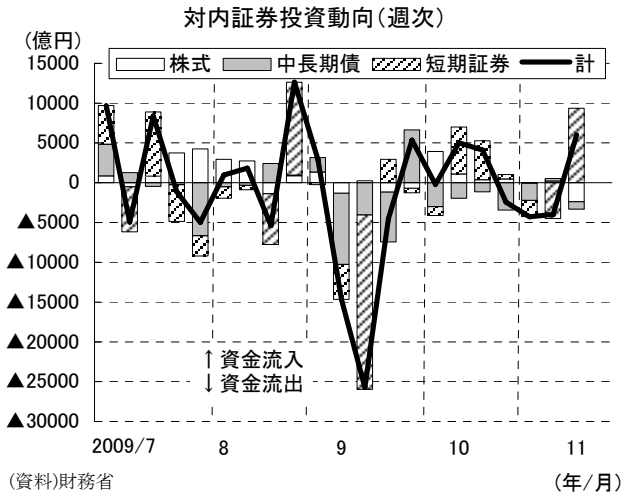
### <日足チャート（12/1時点での見解）>

- ・11月27日には、5月来ドル下値支持線を下抜ける水準までドル安が進行。5月来、21日線対比3%を超えて円高が進行すると、ドル高への揺り戻しが生じていることから、短期的にはドル反発の可能性。もっとも、10月末以来のドル上値抵抗線、21日線が控える89円前後ではドル頭打ち感が強まるとみられ、同線を上抜けても、ドルの反発余地は89日線が位置する92円前後、4月来ドル上値抵抗線が控える94円台に限られる見通し。
- ・一方、ドルの反発一巡後は、再びドルの下値を模索する展開へ。直近ドル安値(84.82円)を下抜けた場合、82～83円台が当面のドル安目標に。

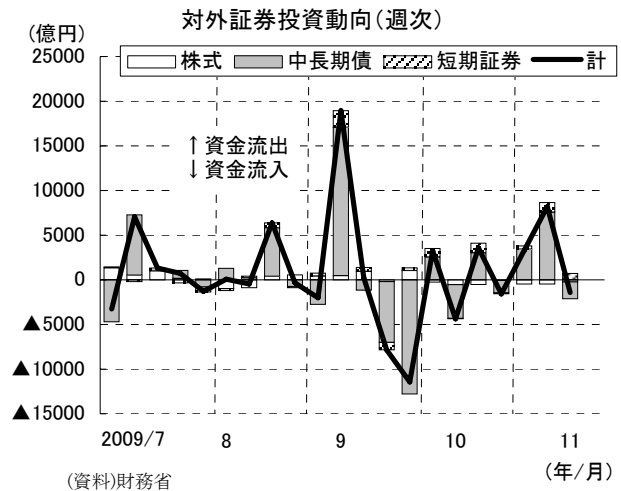


## 5. 為替関連指標

### <対内対外証券投資動向>

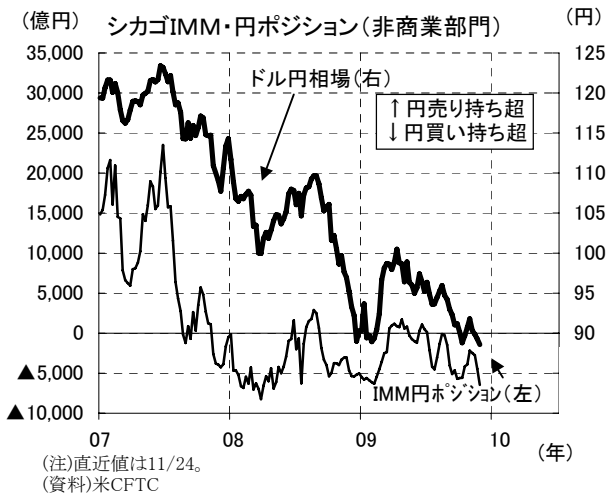


10月下旬以降、日本売りが鮮明に。もともと、売却は小幅にとどまり、円安圧力は限定的。

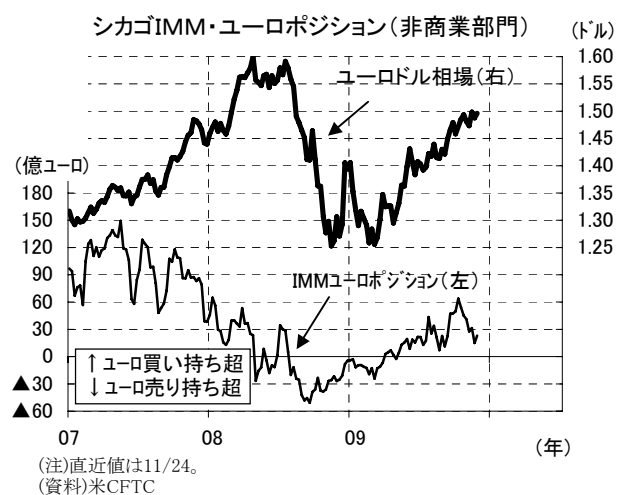


11月入り以降、対外投資は徐々に増加も、盛り上がりを欠いており、円安圧力は限定的。

### <シカゴ IMM (通貨先物) ポジション>

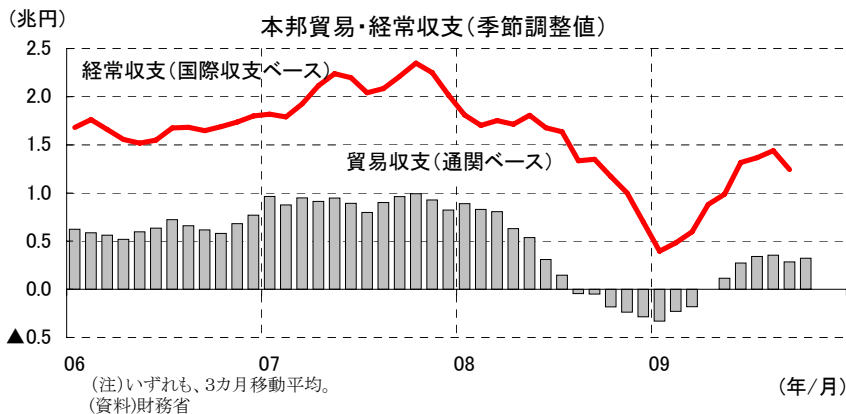


円買い持ち幅は年初来の水準まで拡大。追加の円高進行余地は限られ、今後は買い持ち解消から円軟調地合いに転じる見込み。



ユーロ買い持ち幅は大幅に縮小。追加のユーロ調整余地は限られ、むしろ先行きユーロ高進行余地が拡大。

### <本邦貿易・経常収支>



10月の貿易収支は、欧米向けでも輸出が増加する一方、内需低迷による輸入の減少もあり、本年6月以来の水準まで黒字が拡大。もともと、円高影響もあり米欧向け輸出の本格回復は見込み難く、貿易黒字は低水準が続く見通し。



内外市場データ（月中平均）

|       | 短期金利        |              | ユーロ円(TIBOR) |            | 円・円スワップ   |           |            | 国債          | プライムレート   |           | 為替相場   |        | 日経平均      | 米国市場    |        |       |               | 欧州市場   |       |
|-------|-------------|--------------|-------------|------------|-----------|-----------|------------|-------------|-----------|-----------|--------|--------|-----------|---------|--------|-------|---------------|--------|-------|
|       | 公定歩合<br>(%) | 無担O/N<br>(%) | 3カ月<br>(%)  | 6カ月<br>(%) | 2年<br>(%) | 5年<br>(%) | 10年<br>(%) | 10年物<br>(%) | 短期<br>(%) | 長期<br>(%) | ¥/\$   | ¥/Eur  | 株価<br>(円) | F F O/N | 1-03カ月 | 10年国債 | N Y ダウ<br>工業株 | 1-03カ月 | 10年国債 |
| 06/4  | 0.10        | 0.002        | 0.13        | 0.19       | 0.81      | 1.58      | 2.14       | 1.90        | 1.375     | 2.45      | 117.11 | 143.56 | 17232.97  | 4.77    | 5.05   | 4.98  | 11234.68      | 2.79   | 3.92  |
| 06/5  | 0.10        | 0.020        | 0.19        | 0.27       | 0.89      | 1.60      | 2.15       | 1.91        | 1.375     | 2.50      | 111.51 | 142.54 | 16322.24  | 4.93    | 5.18   | 5.10  | 11333.88      | 2.89   | 3.98  |
| 06/6  | 0.10        | 0.036        | 0.31        | 0.40       | 0.88      | 1.50      | 2.06       | 1.86        | 1.375     | 2.45      | 114.53 | 145.14 | 14990.31  | 5.00    | 5.38   | 5.10  | 10997.97      | 2.99   | 3.99  |
| 06/7  | 0.40        | 0.155        | 0.40        | 0.48       | 0.94      | 1.57      | 2.12       | 1.90        | 1.375     | 2.65      | 115.67 | 146.72 | 15147.55  | 5.25    | 5.49   | 5.08  | 11032.48      | 3.10   | 4.02  |
| 06/8  | 0.40        | 0.250        | 0.43        | 0.51       | 0.89      | 1.48      | 2.02       | 1.81        | 1.625     | 2.50      | 115.88 | 148.47 | 15786.78  | 5.25    | 5.40   | 4.87  | 11257.35      | 3.23   | 3.89  |
| 06/9  | 0.40        | 0.261        | 0.43        | 0.50       | 0.77      | 1.27      | 1.84       | 1.67        | 1.625     | 2.30      | 117.01 | 149.11 | 15934.09  | 5.25    | 5.38   | 4.71  | 11533.60      | 3.34   | 3.76  |
| 06/10 | 0.40        | 0.254        | 0.44        | 0.52       | 0.85      | 1.37      | 1.92       | 1.76        | 1.625     | 2.35      | 118.66 | 149.66 | 16532.70  | 5.25    | 5.36   | 4.72  | 11963.12      | 3.50   | 3.80  |
| 06/11 | 0.40        | 0.257        | 0.47        | 0.56       | 0.91      | 1.36      | 1.87       | 1.69        | 1.625     | 2.30      | 117.35 | 151.13 | 16101.07  | 5.25    | 5.36   | 4.59  | 12185.15      | 3.60   | 3.73  |
| 06/12 | 0.40        | 0.255        | 0.53        | 0.60       | 0.92      | 1.34      | 1.77       | 1.63        | 1.625     | 2.35      | 117.30 | 154.92 | 16790.21  | 5.24    | 5.35   | 4.56  | 12377.62      | 3.60   | 3.73  |
| 07/1  | 0.40        | 0.267        | 0.55        | 0.61       | 0.91      | 1.37      | 1.84       | 1.70        | 1.625     | 2.40      | 120.58 | 156.56 | 17286.32  | 5.26    | 5.35   | 4.75  | 12512.89      | 3.75   | 4.03  |
| 07/2  | 0.75        | 0.357        | 0.57        | 0.63       | 0.91      | 1.36      | 1.84       | 1.70        | 1.625     | 2.30      | 120.45 | 157.60 | 17741.23  | 5.26    | 5.35   | 4.72  | 12631.48      | 3.82   | 4.05  |
| 07/3  | 0.75        | 0.509        | 0.67        | 0.70       | 0.93      | 1.31      | 1.76       | 1.61        | 1.875     | 2.20      | 117.28 | 155.29 | 17128.37  | 5.26    | 5.34   | 4.56  | 12268.53      | 3.89   | 3.95  |
| 07/4  | 0.75        | 0.511        | 0.65        | 0.70       | 0.97      | 1.37      | 1.82       | 1.67        | 1.875     | 2.25      | 118.83 | 160.36 | 17469.81  | 5.24    | 5.34   | 4.68  | 12754.80      | 3.98   | 4.16  |
| 07/5  | 0.75        | 0.521        | 0.65        | 0.72       | 1.04      | 1.41      | 1.84       | 1.67        | 1.875     | 2.25      | 120.73 | 163.19 | 17595.14  | 5.25    | 5.34   | 4.74  | 13407.76      | 4.07   | 4.29  |
| 07/6  | 0.75        | 0.507        | 0.69        | 0.77       | 1.19      | 1.66      | 2.08       | 1.88        | 1.875     | 2.45      | 122.62 | 164.48 | 17942.18  | 5.25    | 5.35   | 5.10  | 13480.21      | 4.15   | 4.58  |
| 07/7  | 0.75        | 0.499        | 0.75        | 0.83       | 1.21      | 1.66      | 2.10       | 1.88        | 1.875     | 2.55      | 121.59 | 166.68 | 17974.77  | 5.26    | 5.35   | 4.99  | 13677.89      | 4.22   | 4.52  |
| 07/8  | 0.75        | 0.485        | 0.80        | 0.87       | 1.11      | 1.43      | 1.87       | 1.66        | 1.875     | 2.55      | 116.72 | 158.98 | 16460.95  | 5.04    | 5.52   | 4.68  | 13239.71      | 4.55   | 4.30  |
| 07/9  | 0.75        | 0.510        | 0.84        | 0.90       | 1.08      | 1.36      | 1.79       | 1.60        | 1.875     | 2.25      | 115.02 | 159.64 | 16235.39  | 4.97    | 5.53   | 4.51  | 13557.69      | 4.74   | 4.24  |
| 07/10 | 0.75        | 0.506        | 0.84        | 0.91       | 1.10      | 1.37      | 1.83       | 1.65        | 1.875     | 2.45      | 115.74 | 164.74 | 16903.36  | 4.75    | 5.15   | 4.51  | 13901.28      | 4.68   | 4.29  |
| 07/11 | 0.75        | 0.500        | 0.85        | 0.91       | 1.02      | 1.27      | 1.71       | 1.51        | 1.875     | 2.20      | 111.21 | 163.28 | 15543.76  | 4.50    | 5.02   | 4.14  | 13200.58      | 4.64   | 4.10  |
| 07/12 | 0.75        | 0.497        | 0.86        | 0.91       | 0.97      | 1.24      | 1.70       | 1.53        | 1.875     | 2.30      | 112.34 | 163.50 | 15545.07  | 4.22    | 5.17   | 4.09  | 13406.99      | 4.85   | 4.24  |
| 08/1  | 0.75        | 0.502        | 0.85        | 0.89       | 0.83      | 1.09      | 1.60       | 1.42        | 1.875     | 2.10      | 107.66 | 158.14 | 13731.31  | 3.93    | 3.93   | 3.72  | 12538.12      | 4.48   | 4.05  |
| 08/2  | 0.75        | 0.504        | 0.85        | 0.88       | 0.89      | 0.96      | 1.64       | 1.44        | 1.875     | 2.15      | 107.16 | 158.18 | 13547.84  | 2.97    | 3.12   | 3.73  | 12419.57      | 4.36   | 3.96  |
| 08/3  | 0.75        | 0.511        | 0.86        | 0.89       | 0.92      | 1.08      | 1.51       | 1.30        | 1.875     | 2.10      | 100.79 | 156.28 | 12602.93  | 2.60    | 2.85   | 3.48  | 12193.88      | 4.60   | 3.81  |
| 08/4  | 0.75        | 0.506        | 0.84        | 0.88       | 0.98      | 1.16      | 1.59       | 1.41        | 1.875     | 2.10      | 102.49 | 161.53 | 13357.70  | 2.26    | 3.02   | 3.64  | 12656.63      | 4.78   | 4.05  |
| 08/5  | 0.75        | 0.505        | 0.84        | 0.88       | 1.18      | 1.47      | 1.87       | 1.67        | 1.875     | 2.40      | 104.14 | 162.05 | 13995.33  | 1.99    | 2.84   | 3.87  | 12812.48      | 4.86   | 4.20  |
| 08/6  | 0.75        | 0.509        | 0.84        | 0.89       | 1.30      | 1.62      | 1.99       | 1.75        | 1.875     | 2.45      | 106.90 | 166.23 | 14084.60  | 2.00    | 2.95   | 4.08  | 12056.67      | 4.94   | 4.55  |
| 08/7  | 0.75        | 0.503        | 0.85        | 0.90       | 1.18      | 1.44      | 1.82       | 1.60        | 1.875     | 2.40      | 106.81 | 168.35 | 13168.91  | 2.02    | 3.00   | 3.97  | 11322.38      | 4.96   | 4.50  |
| 08/8  | 0.75        | 0.504        | 0.85        | 0.89       | 1.01      | 1.26      | 1.66       | 1.45        | 1.875     | 2.25      | 109.28 | 163.75 | 12989.35  | 1.99    | 3.00   | 3.88  | 11530.75      | 4.96   | 4.22  |
| 08/9  | 0.75        | 0.495        | 0.85        | 0.90       | 1.05      | 1.31      | 1.69       | 1.48        | 1.875     | 2.30      | 106.75 | 153.25 | 12123.53  | 1.86    | 3.95   | 3.68  | 11114.08      | 5.02   | 4.10  |
| 08/10 | 0.50        | 0.487        | 0.88        | 0.91       | 1.02      | 1.27      | 1.55       | 1.50        | 1.875     | 2.35      | 100.33 | 133.49 | 9117.03   | 1.01    | 5.31   | 3.78  | 9176.71       | 5.11   | 3.90  |
| 08/11 | 0.50        | 0.301        | 0.82        | 0.86       | 0.89      | 1.13      | 1.48       | 1.46        | 1.675     | 2.40      | 96.81  | 123.25 | 8531.45   | 0.39    | 3.11   | 3.46  | 8614.55       | 4.23   | 3.57  |
| 08/12 | 0.30        | 0.211        | 0.86        | 0.88       | 0.85      | 1.02      | 1.32       | 1.31        | 1.675     | 2.40      | 91.28  | 122.79 | 8463.62   | 0.17    | 2.47   | 2.40  | 8595.56       | 3.29   | 3.06  |
| 09/1  | 0.30        | 0.120        | 0.73        | 0.78       | 0.75      | 0.94      | 1.26       | 1.25        | 1.475     | 2.25      | 90.41  | 119.68 | 8331.49   | 0.15    | 1.73   | 2.47  | 8396.20       | 2.45   | 3.09  |
| 09/2  | 0.30        | 0.111        | 0.71        | 0.77       | 0.72      | 0.89      | 1.19       | 1.29        | 1.475     | 2.25      | 92.50  | 118.33 | 7694.78   | 0.22    | 1.65   | 2.85  | 7749.01       | 1.96   | 3.17  |
| 09/3  | 0.30        | 0.100        | 0.68        | 0.75       | 0.74      | 0.91      | 1.25       | 1.30        | 1.475     | 2.25      | 97.87  | 127.44 | 7764.58   | 0.18    | 1.62   | 2.80  | 7235.47       | 1.63   | 3.06  |
| 09/4  | 0.30        | 0.104        | 0.62        | 0.72       | 0.75      | 0.99      | 1.39       | 1.44        | 1.475     | 2.30      | 99.00  | 130.50 | 8767.96   | 0.15    | 1.49   | 2.90  | 7992.12       | 1.42   | 3.19  |
| 09/5  | 0.30        | 0.102        | 0.58        | 0.70       | 0.69      | 0.94      | 1.36       | 1.44        | 1.475     | 2.10      | 96.30  | 131.92 | 9304.43   | 0.17    | 1.23   | 3.30  | 8398.37       | 1.28   | 3.42  |
| 09/6  | 0.30        | 0.104        | 0.56        | 0.68       | 0.68      | 0.92      | 1.41       | 1.47        | 1.475     | 2.10      | 96.52  | 135.46 | 9810.31   | 0.21    | 1.07   | 3.70  | 8593.00       | 1.23   | 3.55  |
| 09/7  | 0.30        | 0.102        | 0.56        | 0.67       | 0.62      | 0.86      | 1.37       | 1.34        | 1.475     | 1.90      | 94.50  | 133.00 | 9691.12   | 0.16    | 0.91   | 3.53  | 8679.75       | 0.95   | 3.36  |
| 09/8  | 0.30        | 0.106        | 0.55        | 0.66       | 0.60      | 0.88      | 1.46       | 1.37        | 1.475     | 1.95      | 94.84  | 135.40 | 10430.35  | 0.16    | 0.69   | 3.57  | 9375.06       | 0.83   | 3.33  |
| 09/9  | 0.30        | 0.102        | 0.53        | 0.65       | 0.56      | 0.83      | 1.41       | 1.31        | 1.475     | 1.80      | 91.49  | 132.80 | 10302.87  | 0.15    | 0.53   | 3.39  | 9634.97       | 0.73   | 3.29  |
| 09/10 | 0.30        | 0.106        | 0.53        | 0.64       | 0.58      | 0.86      | 1.47       | 1.33        | 1.475     | 1.70      | 90.29  | 133.87 | 10066.24  | 0.12    | 0.49   | 3.36  | 9857.34       | 0.69   | 3.23  |
| 09/11 | 0.30        | 0.105        | 0.52        | 0.63       | 0.56      | 0.83      | 1.48       | 1.35        | 1.475     | 1.85      | 89.19  | 132.98 | 9640.99   | 0.12    | 0.45   | 3.38  | 10227.55      | 0.67   | 3.28  |

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。

# 内外政治・経済トピックスと今後のスケジュール

|    |    | 国内                                                                                                                  | 海外                                                                                                            |
|----|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 11 | 2  |                                                                                                                     | 米10月ISM製造業景況指数、55.7と06年4月以来の高水準<br>米ノンバンク大手CITグループ、連邦破産法11条適用申請（現地時間11/1）                                     |
|    | 3  |                                                                                                                     | 豪中銀、政策金利を25bp引き上げ、3.50%に。                                                                                     |
|    | 4  |                                                                                                                     | 米FOMC、FF金利の誘導目標を0-0.25%で据え置き。政府機関債の購入ペースを1,750億ドルに縮小。声明「FF金利を長期間、異例に低水準とすることが正当化」                             |
|    | 5  |                                                                                                                     | 英中銀、政策金利据え置き。資産買入プログラムの規模を250億ポンド拡大<br>ECB、政策金利据え置き                                                           |
|    | 6  | 9月景気動向指数(速報)、「上方への局面変化を示している」に上方修正。                                                                                 | 米10月非農業雇用者数、前月差▲190千人。失業率は83/4以来の10.2%                                                                        |
|    | 7  |                                                                                                                     | G20財務相中銀総裁会議共同声明「回復は様でない、政策支援に依存」                                                                             |
|    | 10 | 10月景気ウォッチャー調査、現状DI▲2.2ポイントと08/12以来の大幅低下<br>藤井財務相「長期金利上昇、非常に危惧している」                                                  |                                                                                                               |
|    | 11 | 9月機械受注(船・電除民需)、前月比+10.5%と08年1月以来の高い伸び                                                                               |                                                                                                               |
|    | 12 |                                                                                                                     | APEC財務相会議声明「対外収支黒字国は内需拡大策を実施へ」                                                                                |
|    | 13 | オバマ米大統領訪日、日米首脳会談<br>日本航空、事業再生ADR申請                                                                                  | 独・仏7～9月期実質GDP、前期比+0.7%、同+0.3%<br>ユーロ圏7～9月期実質GDP、前期比+0.4%と6四半期振りのプラス成長<br>米9月貿易赤字、前月比+18.2%と99/2以来10年7ヵ月振りの大幅増 |
|    | 16 | 7～9月期実質GDP(一次速報値)、前期比年率+4.8%と07/1-3以来の高成長                                                                           | ハーナンキミFRB議長「ドルの価値の変化に注意している」                                                                                  |
|    | 17 |                                                                                                                     | 米中首脳会談                                                                                                        |
|    | 18 |                                                                                                                     | 米10月住宅着工件数、前月比▲10.6%と1月以来の大幅減                                                                                 |
|    | 19 | 政府、日銀審議委員に宮尾龍蔵神戸大教授を提示                                                                                              | 米11月フィデリティ連銀景況指数、07/6以来2年5ヵ月振りの高水準                                                                            |
|    | 20 | 日銀、政策金利据え置き。「持ち直している」と景気判断を3ヵ月連続上方修正<br>白川日銀総裁「需要不足の時は流動性供給だけでは物価上がってこない」<br>月例経済報告、基調判断据え置き。06/6以来3年5ヵ月振りに「デフレ宣言」。 |                                                                                                               |
|    | 23 |                                                                                                                     | 米10月中古住宅販売、年率610万戸と07/2以来の高水準                                                                                 |
|    | 24 |                                                                                                                     | 米7～9月期実質GDP(改定値)、前期比年率+2.8%に下方改定<br>米11月FOMC議事録、経済見通しを上方修正。「ドル安は秩序立っている」                                      |
|    | 25 |                                                                                                                     | 米10月新築住宅販売、年率43.0万戸と08/9以来13ヵ月振りの高水準                                                                          |
|    | 26 | 藤井財務相「異常な動きに対しては適切な措置をとらなければならない」                                                                                   | ドバイ政府系会社ドバイワールド・その傘下ナキール、全債務支払繰延べを要求                                                                          |
|    | 27 | 10月失業率、5.1%と3ヵ月連続で低下                                                                                                |                                                                                                               |
|    | 30 | 10月鉱工業生産、前月比+0.5%。予測指数:11月+3.3%、12月+1.0%                                                                            |                                                                                                               |
| 12 | 1  | 日銀臨時決定会合、3ヵ月物金利の低下誘導に向け新たな資金供給を導入                                                                                   | 米11月ISM製造業景況指数                                                                                                |
|    | 2  |                                                                                                                     | 米バージュブック                                                                                                      |
|    | 3  | 7～9月期法人企業統計                                                                                                         | ECB理事会、米11月ISM非製造業景況指数                                                                                        |
|    | 4  |                                                                                                                     | 米11月雇用統計、10月製造業受注                                                                                             |
|    | 8  | 10月景気動向指数(速報)、同国際収支、11月マネーストック、同景気ウォッチャー調査                                                                          |                                                                                                               |
|    | 9  | 7～9月期実質GDP(二次速報値)                                                                                                   |                                                                                                               |
|    | 10 | 10月機械受注、11月国内企業物価                                                                                                   | 英中銀金融政策委員会(9日～)、米10月貿易収支                                                                                      |
|    | 11 | 11月消費者態度指数                                                                                                          | 中国11月小売売上高・鉱工業生産・固定資産投資・貿易収支・消費者物価<br>米11月小売売上高、12月シカン大学消費者信頼感(速報)                                            |
|    | 14 | 12月日銀短観                                                                                                             |                                                                                                               |
|    | 15 |                                                                                                                     | 米11月生産者物価、12月NY連銀製造業景況指数<br>米10月証券投資、11月鉱工業生産・設備稼働率                                                           |
|    | 16 | 10月第3次産業活動指数                                                                                                        | 米11月消費者物価、同住宅着工件数<br>米7～9月期経常収支、FOMC(15日～)                                                                    |
|    | 17 |                                                                                                                     | 米11月CB景気先行指数、12月フィデリティ連銀景況指数                                                                                  |
|    | 18 | 日銀決定会合(17日～)、日銀総裁定例記者会見                                                                                             | 独12月ifo景況指数                                                                                                   |
|    | 21 | 11月通関貿易収支                                                                                                           |                                                                                                               |
|    | 22 |                                                                                                                     | 米7～9月期実質GDP(確定値)、11月中古住宅販売                                                                                    |
|    | 23 | 天皇誕生日                                                                                                               | 米11月個人所得・消費、同新築住宅販売、12月シカン大学消費者信頼感(確報)                                                                        |
|    | 24 | 日銀政策決定会合議事要旨(11/19～20分)、10～12月期景気判断BSI                                                                              | 米11月耐久財受注                                                                                                     |
|    | 25 | 12月東京都区部消費者物価・11月全国消費者物価<br>11月労働力調査・有効求人倍率、家計調査、住宅着工戸数                                                             | クリスマス                                                                                                         |
|    | 28 | 11月鉱工業生産、同毎月勤労統計                                                                                                    |                                                                                                               |
|    | 29 |                                                                                                                     | 米10月S&P/ケース・シー住宅価格指数、12月CB消費者信頼感指数                                                                            |
|    | 30 |                                                                                                                     | 米12月シカゴ購買部協会景気指数                                                                                              |