
為替相場展望

2014年4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
- ◆新年度入り後のドル円相場を取り巻く環境を点検する・・・・・・・・ p. 2
- ◆ユーロポンド相場が示唆するユーロドル相場の先行き・・・・・・・・ p. 3
- ◆トピックス：米利上げ局面における日米金利差のドル円相場への影響・・・・・・・・ p. 4
- ◆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4月3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、102円台を中心に狭いレンジでの推移が持続。ユーロはECBの追加緩和観測が根強いなか、上値の重い展開が持続。

< 3月のドル円相場 >

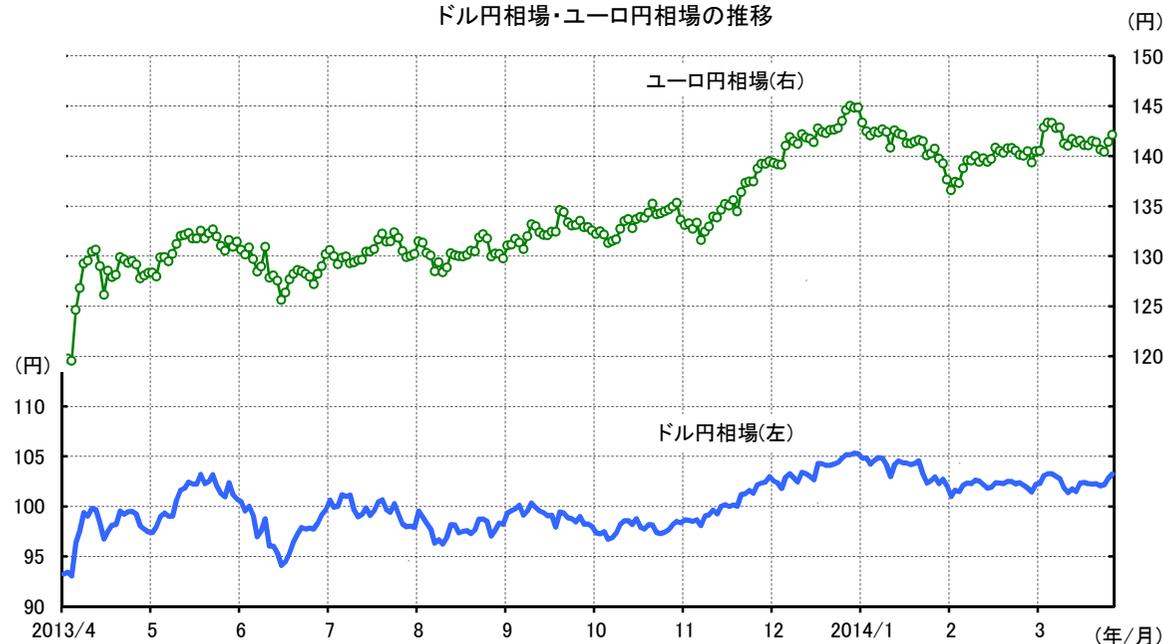
ウクライナ情勢の緊迫化等を背景に、リスク回避の動きが強まり、月初の3日には101円台前半まで円高が進行したものの、その後はウクライナ情勢の緊張緩和や市場予想を上回る米雇用統計等を背景に、7日にかけて103円台後半まで円安ドル高が進行。中旬は、ウクライナ情勢への警戒感が再び強まるなか、中国の景気指標下振れも加わり、14日に再び101円台前半まで円が急上昇したものの、19日の米FOMC後は、FRBの早期利上げ観測の強まり等を背景にした日米金利差の拡大を手掛かりに、102円台半ばまでドル高が進行。下旬は、102円台を中心に上値の重い展開が続いたものの、月末には、ウクライナ情勢の緊張緩和等を受けて、リスク回避の動きが後退し、103円台前半まで円が弱含み。

< 3月のユーロ相場 >

対ドルでは、ECBが6日の理事会で金融政策を据え置いたこと等を受けて、13日にかけて一時1.39ドル台後半までユーロ高が進行。19日の米FOMC後は、FRBの早期利上げ観測の強まり等を背景にした米国金利の上昇を手掛かりに、ユーロが1.37ドル台まで急落。下旬は、ECB高官の追加緩和示唆発言やユーロ高牽制発言等が相次ぐなか、1.37ドル台を中心にユーロの上値の重い展開が持続。

対円では、ECBの追加緩和観測後退等を背景に、7日にかけて143円台後半までユーロが上昇。もっとも、月半ばには、ウクライナ情勢への警戒感が再び強まるなか、中国の景気指標下振れも加わり、140円台まで円が急上昇。その後も、ECB高官の追加緩和示唆発言やユーロ高牽制発言が相次ぐなか、ユーロの上値の重い展開が続いたものの、月末には、ウクライナ情勢の緊張緩和等を受けて、リスク回避の動きが後退し、142円台まで円が弱含み。

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.

新年度入り後も円高要因は残るものの、米国景気の回復基調の強まりや日銀の追加緩和期待等が円安要因となり、再び円安基調へ。

ドル円相場は、本年入り後、円高方向への調整が生じ、3月入り後も上値の重い展開が持続。本年入り後の円安失速の主な要因としては、①米国景気に対する過度な楽観の後退、②日銀の追加緩和期待の後退、③新興国市場の混乱やウクライナ情勢緊迫化、等を指摘可能。新年度入り以降、再び円安基調に戻るか否かは、①米国景気の回復、②日銀の追加緩和、③新興国市場の安定、が大きなカギ。

(1) 米国景気の回復

本年入り以降、悪天候の影響もあり、米景気指標が総じて弱含み。もっとも、今後、悪天候の影響が剥落し、米国景気の本質が確認できれば、リスク選好の動きの強まりや米国金利の上昇とともに円安ドル高が進みやすくなる公算。

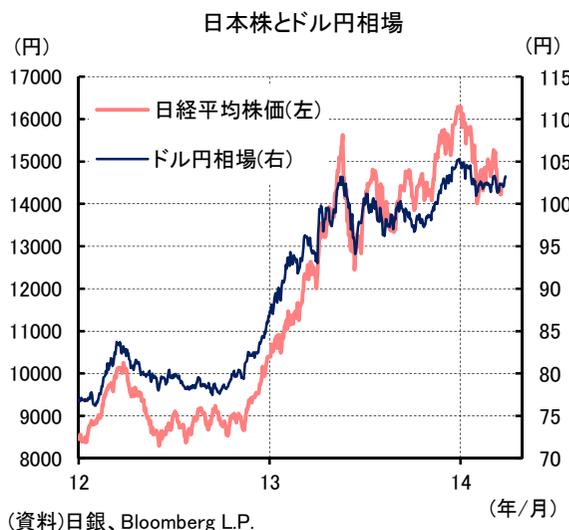
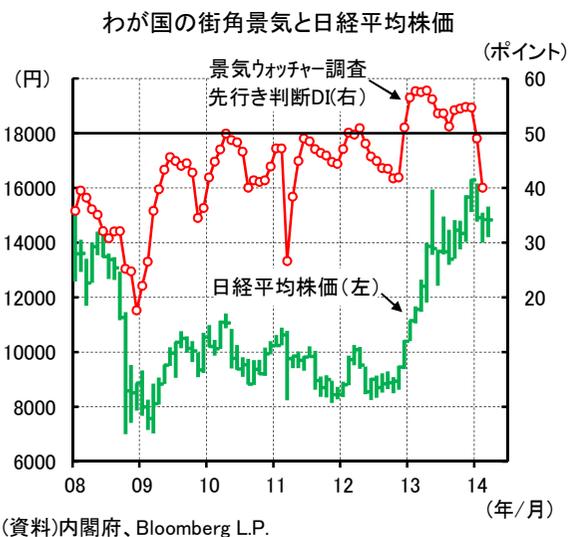
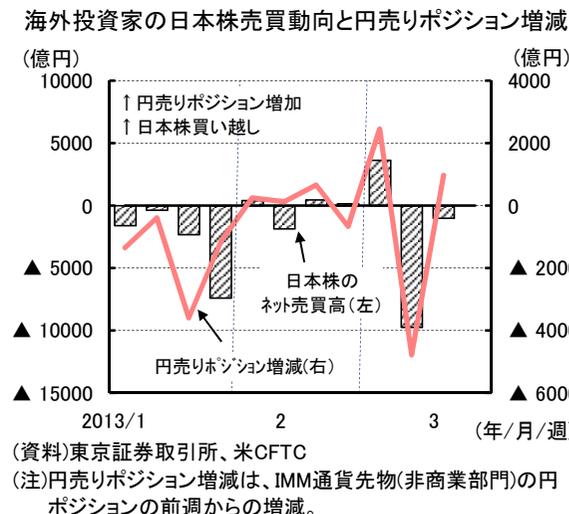
(2) 日銀の追加緩和

海外投資家は年明け以降、日本株買い持ち高・円売り持ち高を圧縮傾向。もっとも、今後、消費増税による消費者マインドの一段の悪化により、株安・円高が進めば、かえって、日銀の追加緩和観測が再燃し、海外投資家の日本株買い・円売りの再活発化を促す可能性。

(3) 新興国市場の安定

新年度入り以降も中国などの新興国経済に対する懸念や、ウクライナ情勢などの地政学的リスクは残存。新興国市場の混乱再燃や、地政学的リスクの高まりなどが日米などの株安に波及すれば、リスク回避の動きの強まりから、円高に振れる可能性。

以上を踏まえると、新年度入り後も円高要因は残るものの、米国景気の回復基調の強まりや日銀の追加緩和期待等が円安要因となり、円安が進みやすくなる見込み。



経常黒字等によるユーロ高圧力は続くとみられるものの、独米金利差によるユーロ安圧力が強まるにつれて、ユーロが徐々に軟化していく公算大。

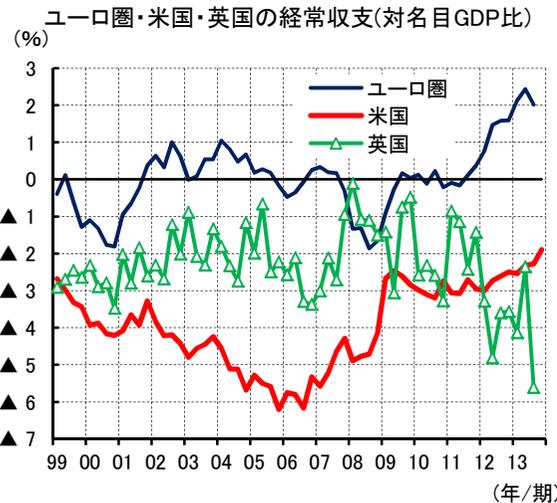
3月入り後もユーロの堅調な推移が持続。この背景には、経常黒字等によるユーロ高圧力が作用し続ける一方、現状では追加緩和観測が根強いECBと金融政策の正常化に向かう米FRBとの金融政策の方向性の違いが独米金利差に十分反映されておらず、金利差によるユーロ安圧力が強まっていないことを指摘可能。

ユーロの対ドル相場の先行きを展望するうえでは、ユーロの対ポンド相場が参考に。ユーロ圏と米国・英国を比較すると、経常収支の観点では、ユーロ圏のみが黒字、中銀のバランスシートの観点でも、ユーロ圏のみ縮小と、対ドル、対ポンドでユーロ安が進行しても不思議ではない状況。

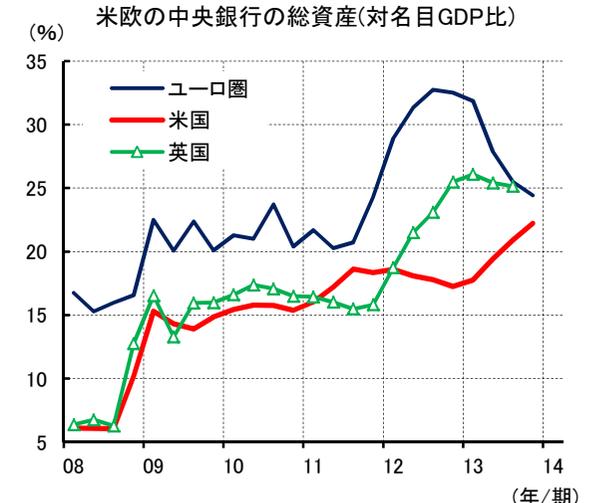
もっとも、英国では、2013年後半以降、2015年半ばからの利上げ観測が強まり、英2年債利回りが上昇。これに伴い、英独金利差も縮小し、ユーロ高ポンド安基調が明確化。英国では、失業率がBOEの利上げ検討の目安としていた7%に接近したことから、今年2月にフォワードガイダンスの修正を余儀なくされることに。

これに対し、米国では未だ2年債利回りに大きな変化はみられていないものの、英国同様、失業率がFRBの利上げ検討の目安としていた6.5%に接近し、3月のFOMCでガイダンスの修正を余儀なくされており、今後、2015年央前後での利上げ着手が織り込まれていく公算。

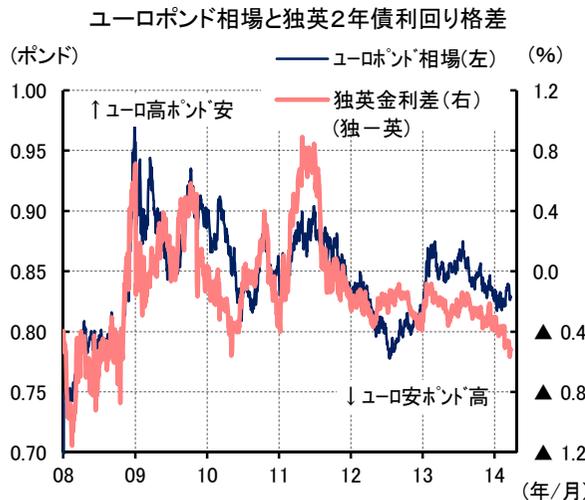
以上を踏まえ、ユーロの対ドル相場の先行きを展望すると、今後も経常黒字等によるユーロ高圧力は続くとみられるものの、今後、FRBのバランスシート拡大が止まり、利上げ観測の高まりを受け、米2年債利回りが上昇してくれば、独米2年債利回りのマイナス幅拡大につれてユーロが徐々に軟化していく公算大。



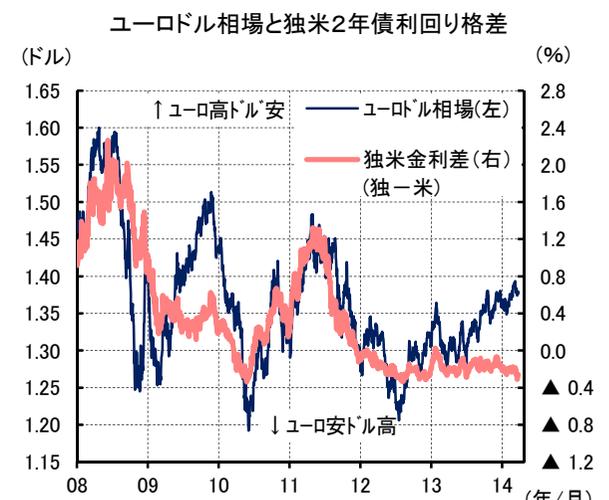
(資料)ECB、米商務省、英ONS



(資料)ECB、FRB、BOE



(資料)Bloomberg L.P.



(資料)Bloomberg L.P.

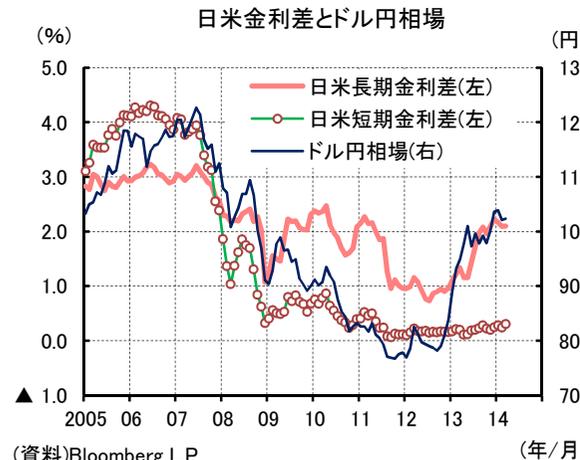
今後、ドル円相場がどの年限の金利差と相関を強めるのかによって、ドル円相場が金利差から受ける影響が大きく異なってくる可能性。

2000年代半ば以降、日米金利差がドル円相場と相関する局面が増加。もっとも、ドル円相場がどの年限の日米金利差と強い相関を示すかは局面によって変化してきたのが実情。2000年代半ばから2012年秋頃までドル円相場と総じて強い相関を示したのは、日米2年債利回り格差。2012年秋以降は、それまで強固だった日米2年債利回り格差との関係が希薄になる一方で、長期金利差、とりわけ、日米10年債利回り格差と強い相関を示す局面が増加。

3月19日のFOMC後には、FRBの早期利上げ観測の高まり等から、中短期ゾーンの米国金利が上昇。金利上昇を嫌気して、株式市場は軟調な展開となったものの、為替市場では、中短期ゾーンの米国金利の上昇(日米金利差の拡大)を手掛かりに、円安ドル高が進行。

利上げ局面では、利上げ時期が近づくにつれて長期金利よりも中短期ゾーンの金利が上昇しやすくなるのが典型的なパターン。今後のドル円相場がどの年限の金利差との相関を強めるかによって、ドル円相場が金利差から受ける影響が大きく異なってくる可能性。今後、米国の利上げが近づくなかでも、長期金利差の拡大余地は限られてくるとみられるなか、ドル円相場が長期金利差から影響を受けやすい状況が続けば、円安ドル高進行ペースが緩やかになることが予想される一方、ドル円相場が中短期ゾーンの金利差に反応しやすくなれば、予想以上のペースでドルが上振れる可能性。

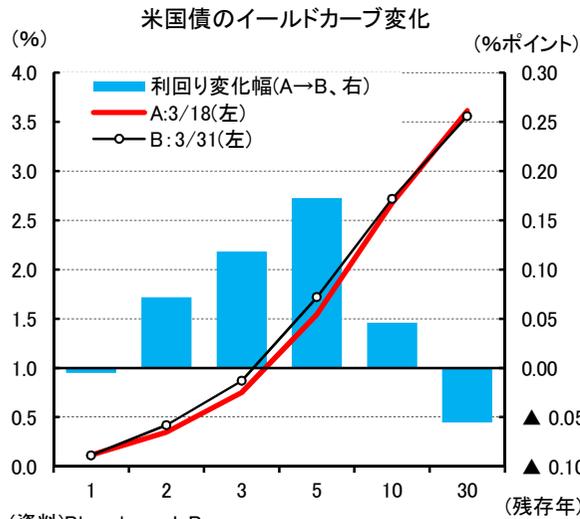
ただし、2005年以降のドル円相場と日米金利差の関係を基に試算すると、足許(3月末)の10年債利回り格差に見合うドル円相場の水準は98円程度となっている一方、2年債利回り格差に見合う水準は89円程度。足許のドル円相場の水準は、2年債利回り格差に見合う水準から、かなりの円安ドル高方向に上振れしている状況。



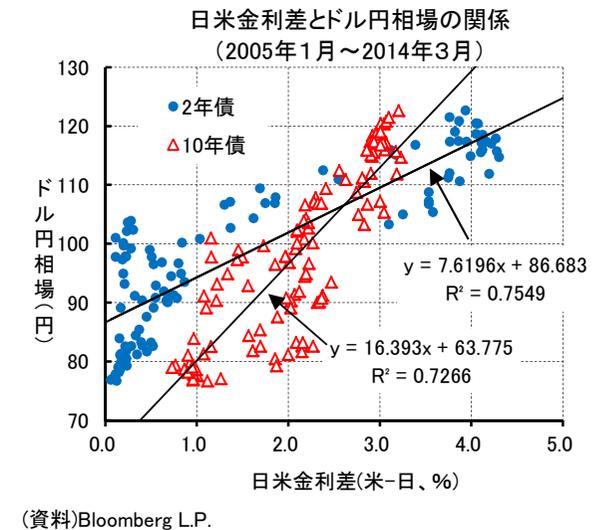
(資料)Bloomberg L.P.
(注)金利差は米国-日本で、短期金利差は2年債利回り格差、長期金利差は、10年債利回り格差。



(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.

【ドル円】円高に振れる可能性はあるものの、年央前後に向けて円安基調へ。 【ユーロ】ユーロの底堅い推移が続く見通し。

＜ドル円相場の見通し＞

当面は、消費増税によるわが国景気の下振れ懸念やウクライナ情勢等の地政学的リスクの高まりがリスク回避の動きを招きやすく、一時的に円高に振れる可能性が残存。

もっとも、今後、米国で悪天候の影響が剥落し、景気力の強さが確認されてくれば、再び円安ドル高に振れやすくなる見込み。年央前後にかけて日銀の追加緩和観測の高まりも加われば、大きく円安に振れる可能性も。

年後半以降も、新興国市場の混乱の再燃等により、円高に振れる可能性が残るものの、①わが国の貿易収支悪化による需給面での円売り圧力持続、②日米金融政策の方向性の違いを反映した日米金利差拡大、③米国をはじめ世界景気の回復基調が続くなかでのリスク選好の動き、等を背景に、基調としては緩やかな円安ドル高が続く見通し。

＜ユーロ相場の見通し＞

当面は、ユーロ圏の経常黒字拡大や投資マネーの域内への回帰等を背景に、対ドル、対円でユーロの底堅い推移が続く見込み。

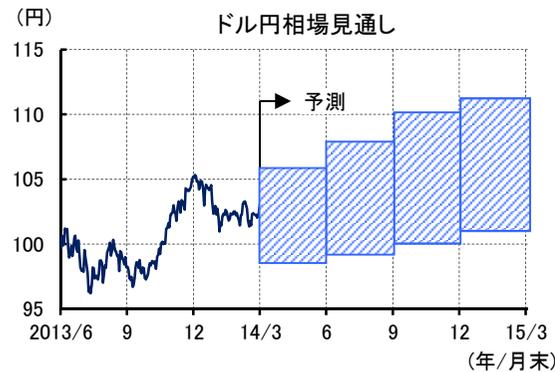
対ドルでは、年後半以降、金融緩和策の出口に向かうFRBと、金融緩和の長期化が見込まれるECBの金融政策の方向性の違いを反映して独米金利差(独-米)のマイナス幅が拡大してくれば、次第にユーロが軟化していく公算大。

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ウクライナ情勢など地政学的リスクの残存、②デシ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

	2014年				2015年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	102.8	103	104	105	106
(高値)	105.5	106	108	110	111
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	100.8	98	99	100	101

予測



ユーロ円相場見通し

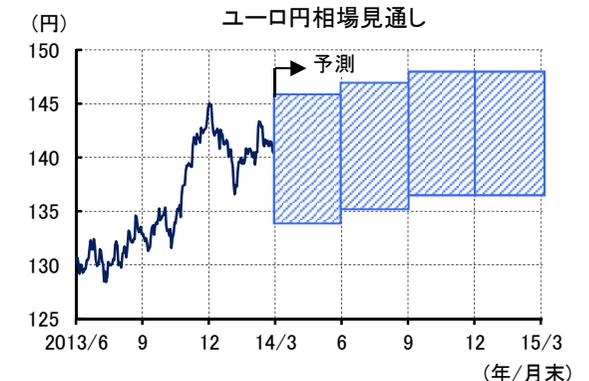
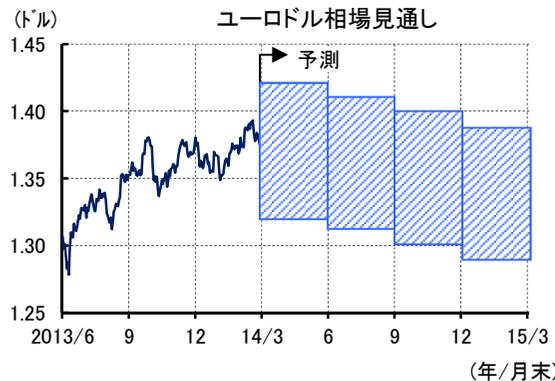
	2014年				2015年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	136.7	141	141	142	142
(高値)	145.7	146	147	148	148
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	131.1	134	135	136	136

予測

ユーロドル相場見通し

	2014年					2015年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	
期中平均	1.37	1.37	1.36	1.35	1.34	
(高値)	1.40	1.42	1.41	1.40	1.39	
レンジ	5	5	5	5	5	
(安値)	1.35	1.32	1.31	1.30	1.29	

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・ ストック50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	0.15	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