

---

---

# 為替相場展望

2014年6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
- ◆米長期金利の低下が重石となるドル円相場 . . . . . p. 2
- ◆高まるECBの追加緩和観測とユーロ相場 . . . . . p. 4
- ◆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、2014年6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。

---

---

# ドル円は、総じて101円～102円台での小動きに終始。 ユーロは6月ECB理事会での追加金融緩和を織り込む形で軟調。

## <5月のドル円相場>

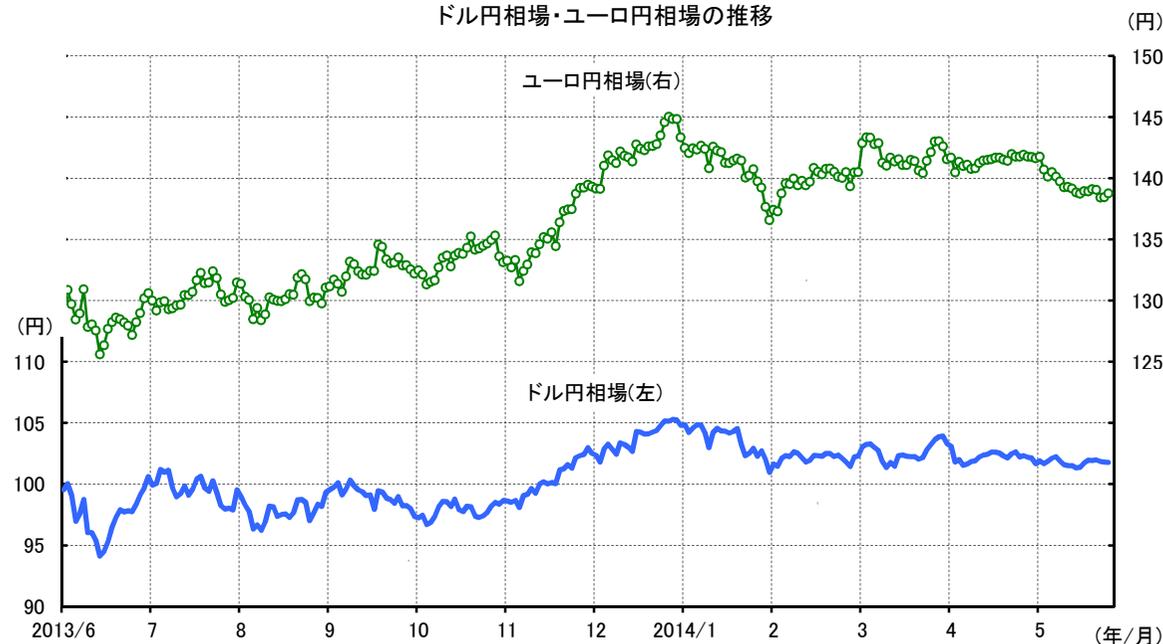
上旬は、2日に発表された市場予想を上回る米4月雇用統計を受けて、一時103円台を回復したものの、その後、米長期金利が低下したことを受け、101円台半ばまで反落。中旬は、米国株高等を背景としたリスク選好の動きから、13日にかけて102円30銭付近まで上昇したものの、その後は、米長期金利が断続的に2.5%を割り込むなか、ドルじり安の展開となり、21日に開催された日銀金融政策決定会合後の記者会見で黒田日銀総裁が物価目標の達成に強い自信を示した後は、一時100円台まで円高ドル安が進行。その後は、米長期金利が一段と低下したものの、米国株高等が下支えとなり、月末にかけて101円台で一進一退の展開。

## <5月のユーロ相場>

対ドルでは、8日のECB理事会での金融緩和見送りを受け、一時1.40ドル台目前までユーロが急伸。もっとも、理事会後の記者会見でドラギ総裁が次回6月会合での追加緩和実施を示唆したことから、その後はユーロ安が進行。中旬以降も、①独連銀が追加緩和に前向きとの米紙報道、②独5月ZEW景況感指数の低下や市場予想を下回るユーロ圏GDP統計、③ECB高官による追加緩和を示唆する発言、等を手掛かりに、月末にかけて1.36ドル近辺までユーロじり安の展開。

対円では、8日のドラギECB総裁による次回6月会合での追加緩和を示唆する発言を受けて、9日にかけて140円割れまでユーロが急落。その後も、①市場予想を下回るユーロ圏景気指標、②ECB高官による追加緩和を示唆する発言、等を手掛かりに、月末にかけて138円台までユーロじり安の展開。

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.

# ドル円相場は、米長期金利の低下に伴う日米金利差の縮小が重石に。

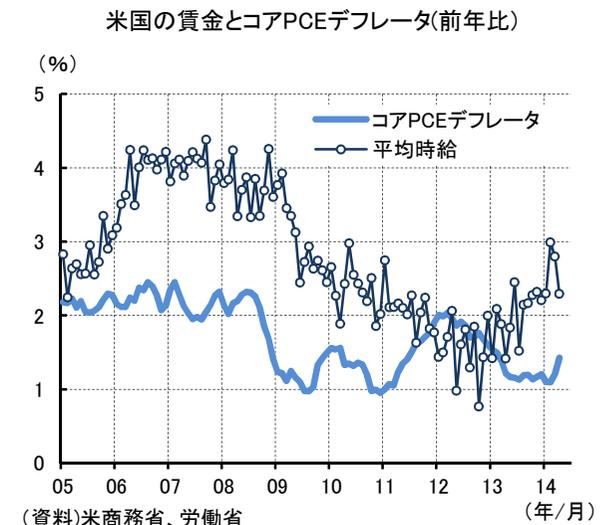
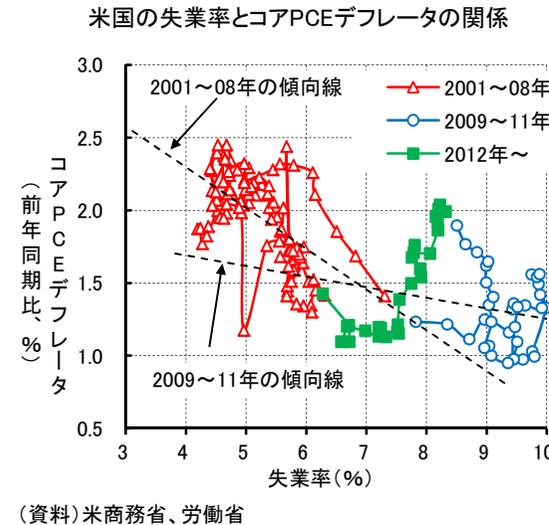
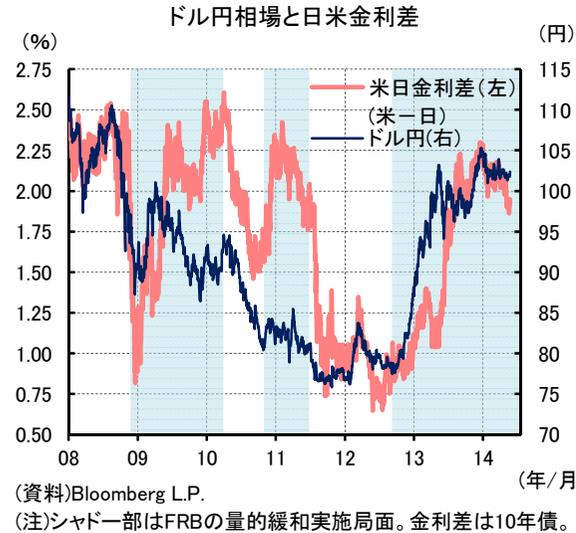
5月のドル円相場は、米長期金利の低下に伴う日米金利差の縮小が重石となり、5月21日には2月上旬以来初めて100円台へ。足許にかけて指摘されている米長期金利低下の要因は様々。主だったものとしては、①ディスインフレ傾向とFRBの超低金利長期化観測、②潜在成長率及び中立政策金利(注)水準の低下、③ヘッジファンドなどによる米国債ショートポジションの巻き戻し、④リスク回避の動きによる米国債への逃避需要の高まり、等が指摘されており、それぞれの妥当性を検討。

まず、①についてみると、昨年春以降、FRBが物価指標として重視しているコアPCEデフレーターは、前年比+1%強の低水準での推移が持続しており、FRBが物価目標とする2%からは程遠い状況。ディスインフレ傾向が続く限り、FRBは利上げを急ぐ必要はなく、市場参加者がFRBの超低金利政策が長期化すると考えるのは自然。

先行きを展望しても、ディスインフレ傾向が長引く可能性。米国のフィリップス曲線(ここでは失業率とコアPCEデフレーターの関係)をみると、金融危機前及び金融危機後の2011年頃までは、失業率が低下すると、インフレ率は上昇するという関係がみられたものの、2012年頃からは、失業率が低下してもインフレ率は上昇せず、むしろ低下する傾向。足許では、失業率の低下が示す以上に労働市場には大きな「スラック(緩み)」が残っており、賃金上昇等を通じたインフレ圧力が高まりにくくなっている可能性を示唆。

ちなみに、金融危機前にコアPCEデフレーターが前年比+2%近傍で安定していた2006~07年の局面では、平均時給の伸びは前年比+4%前後で安定。足許の平均時給の伸びは前年比+2%強にとどまっており、金融危機前の水準には程遠い状況。

(注)「自然利子率(≒潜在成長率) + 中銀のインフレ目標」で算出。



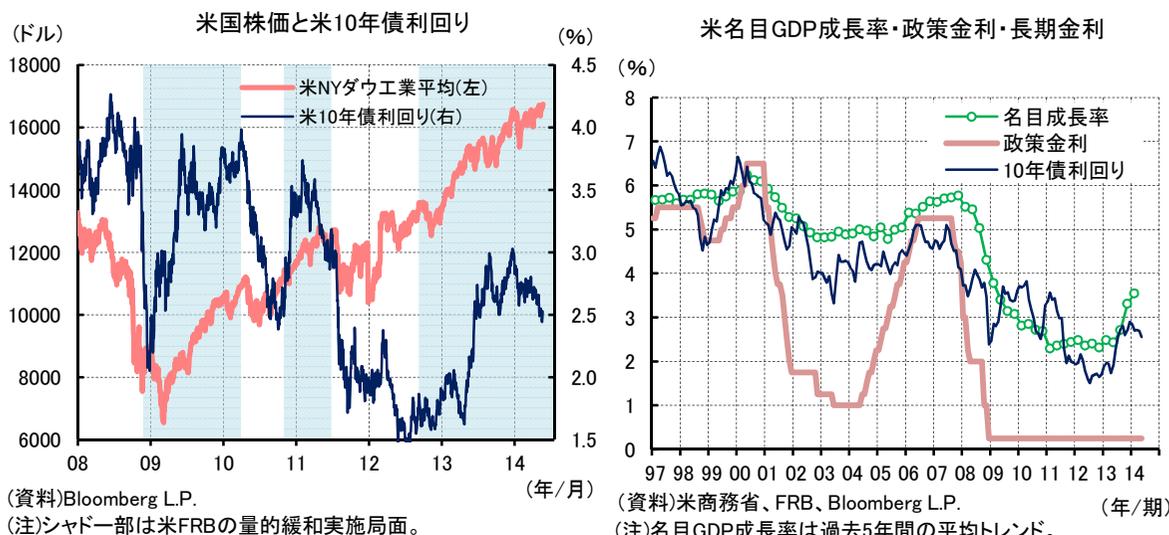
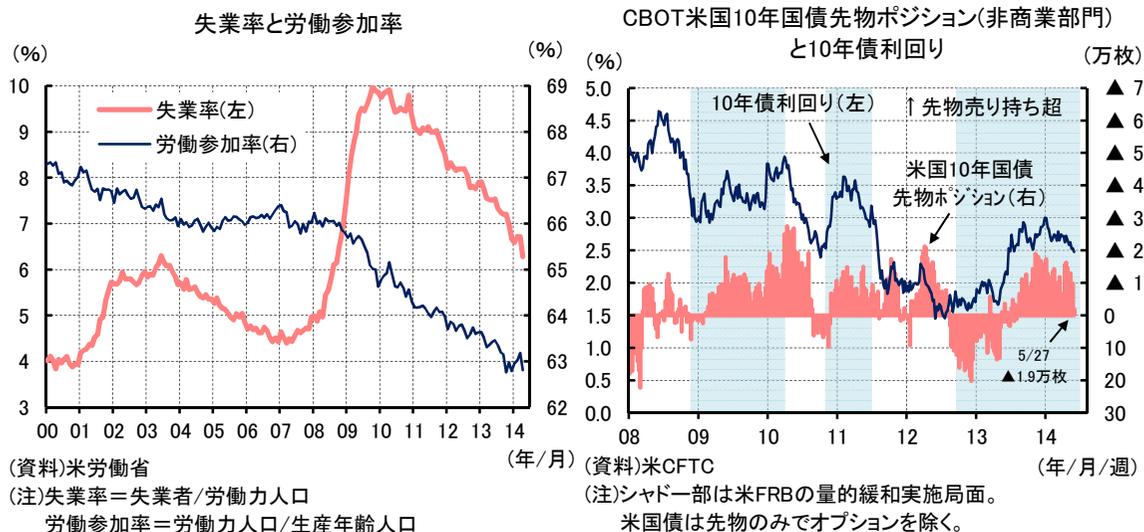
# 米長期金利の方向性は上向き。米長期金利が反発してくれば、再びドル高のドライバーに。

次に、②の指摘に関しては、潜在成長率の低下を示唆する現象が存在。例えば、米国では失業率の改善が続く一方、労働参加率は高齢化もあり、歴史的低水準まで低下。労働力人口の伸び鈍化は労働投入の減速を通じて潜在成長率を低下させ、中立政策金利の水準の押し下げに作用。もっとも、労働参加率は、金融危機以降、趨勢的に低下しており、ここに来て潜在成長率の低下懸念が市場で広がった背景には、財政問題の重石などがとれたにもかかわらず、低調な景気パフォーマンスが続いていることを指摘可能。

③については、投機筋の動きを示唆するシカゴ商品取引所(CBOT)の米国債先物のポジション(非商業部門)動向をみると、バーナンキ前FRB議長がQE3縮小の可能性に言及した昨年5月以降、売り持ち超に転換。昨年末にかけて売り持ち超が高水準になっており、本年入り以降は、巻き戻しを招きやすい状況に。

一方、④については、ウクライナ情勢等がリスク回避の動きを招いている可能性は否定できないものの、債券高(金利低下)の一方で、株高が併存しており、解釈が難しい状況。

先行きを展望すると、短期的には、米国のデフインフレ長期化(それに伴う利上げ開始時期の後ろ倒し観測の高まり)や潜在成長率の一段の低下が意識される状況となれば、米長期金利が一段と下振れするリスクが残存。もっとも、①足許、米国債先物売り持ち超ポジションの巻き戻しが大きく進展したことで、②米国景気は4~6月期以降、回復軌道を迎えることが期待されること(それに伴い、インフレ率も緩やかに上昇していくとみられること)、を踏まえれば、米長期金利の方向性は上向き。過去を振り返ってみても、FRBの利上げ局面では、米長期金利が名目成長率のトレンドに漸近していく傾向があり、足許において名目成長率のトレンドを大きく下回る長期金利の水準は、早晚正当化できなくなる公算大。米金利が反発してくれば、再びドル高のドライバーに。



# ECBが6月の理事会でどのような緩和策を打ち出すか次第でその後のユーロ相場のトレンドが大きく左右されそうな情勢。

昨年秋以降、ユーロ圏のデフレーション傾向が鮮明になるなか、ドラギECB総裁は、5月理事会後の会見で、6月会合での追加緩和実施を示唆。市場では6月理事会での追加緩和期待が高まっており、ECBが会合でどのような緩和策を打ち出すか次第でその後のユーロ相場のトレンドが大きく左右されそうな情勢。そこで、以下では想定される追加緩和策の実現可能性とユーロ相場に与える影響について検討。

## (1) リファイナンス金利(政策金利)の引き下げ

最も可能性が高そうなのは、現在0.25%のリファイナンス金利の0.1%台への引き下げ。利下げにより短期市場金利の低下を通じたユーロ押し下げ効果が期待されるものの、すでに相応の追加緩和を織り込む形で、ユーロ安が進行しており、小幅利下げだけにとどまった場合、市場参加者の失望を招き、ユーロが大きく買い戻される公算大。ECBの金融政策がユーロ安につながるかどうかは、利下げのほかどのような緩和策が組み合わせられるかにかかっている状況。

## (2) 銀行融資促進策や流動性対策

利下げに組み合わせられる緩和策としては、銀行融資促進策や流動性対策が選択肢の一つ。この緩和策がユーロ相場に与える影響は、緩和策がECBのバランスシート(ないしは、マネタリーベース、以下同様)拡大にどれだけ寄与するとみなされるかに大きく依存。

まず、これまでの経緯を整理すると、ユーロの対ドル相場は、歴史的にみて独米2年債利回り格差との相関が強かったものの、同金利差が殆ど動かなくなるなか、市場参加者の関心は、米欧中銀のバランスシート格差にシフト。こうしたなか、2012年半ば以降、米国では、QE3導入によりFRBのバランスシートが再拡大し始めたのに対し、ユーロ圏では、域内金融機関による資金の前倒し返済等によりECBのバランスシートが縮小傾向となったことから、米欧中銀のバランスシート格差が拡大し、ユーロ高を招来。

ECBの追加緩和オプションとその実現可能性

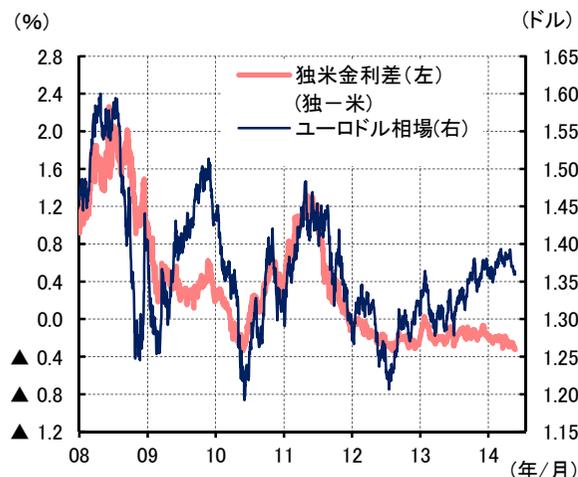
政策手段	実現可能性
リファイナンス金利引き下げ	○
フォワードガイダンス強化	○
銀行融資促進策、流動性供給策(注1)	
長期流動性供給オペ(LTRO)	○
資産担保証券(ABS)購入(注2)	○~△
証券購入プログラム(SMP)の不胎化オペの停止	○
マイナス金利(預金ファシリティ金利をゼロ%未満の水準まで引き下げ)(注3)	○~△
「国債購入型」の大規模な量的緩和(QE)の導入	×
為替介入	×

(注1)この類の緩和策に関しては、市場では様々な憶測が流れており、主だったもののみを提示。

(注2)欧州の証券化市場は規模が小さく、準備に時間を要する公算大。

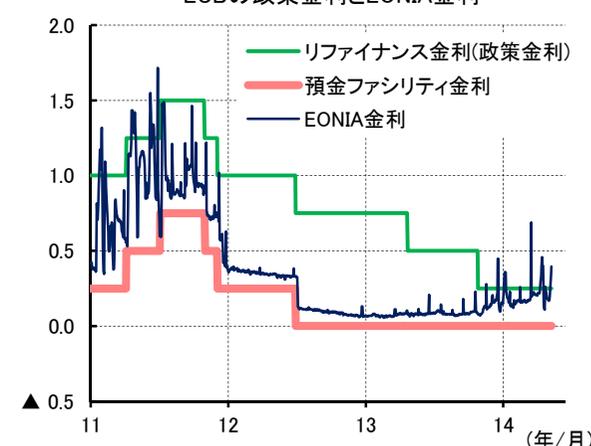
(注3)この緩和策が効果を発揮するには、超過準備に対してもマイナス金利を課す、超過準備に上限を設定する等の工夫が施されることが必要。

ユーロドル相場と独米2年債利回り格差の推移



(資料)Bloomberg L.P.

ECBの政策金利とEONIA金利



(資料)Bloomberg L.P.

(注)EONIA金利は欧州銀行間翌日物無担保金利。

米欧中央銀行のバランスシート比率とユーロドル相場



(資料)米FRB、ECB

# ECBが「国債購入型」の大規模なQE導入を見送るとみられるなか、大幅なユーロ安は見込み薄。

こうした経緯を踏まえると、この類の緩和策により、ECBのバランスシートが拡大すると市場参加者にみなされた場合、ユーロ安につながる事が期待。もっとも、証券購入プログラム(SMP)の不胎化オペ停止については、マネタリーベースの拡大効果は1回限り。その他の緩和策についても、域内金融機関が実際にECBからの資金調達規模を拡大するかどうか、また、それを活用して企業向け融資を増やすかどうかは、金融機関の判断に委ねられており、ECBのバランスシート拡大にどれだけつながるかは不透明。ユーロ押し下げ効果は限られる可能性大。

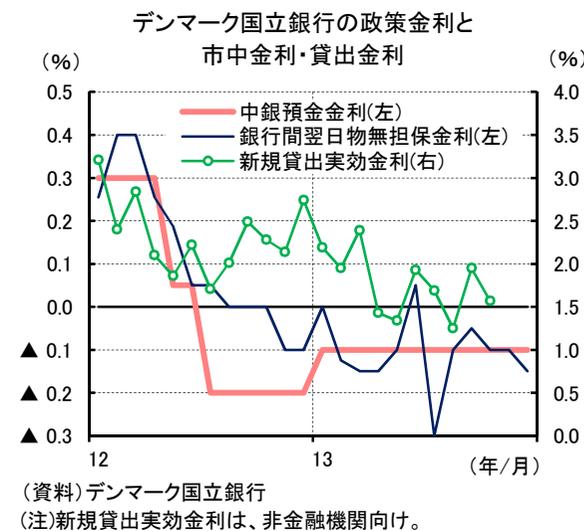
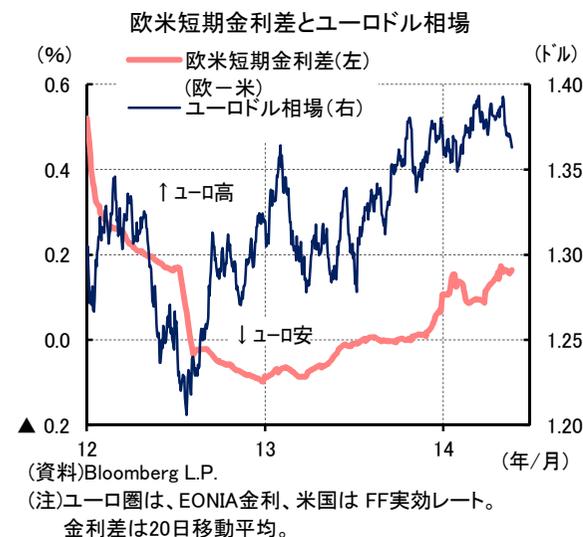
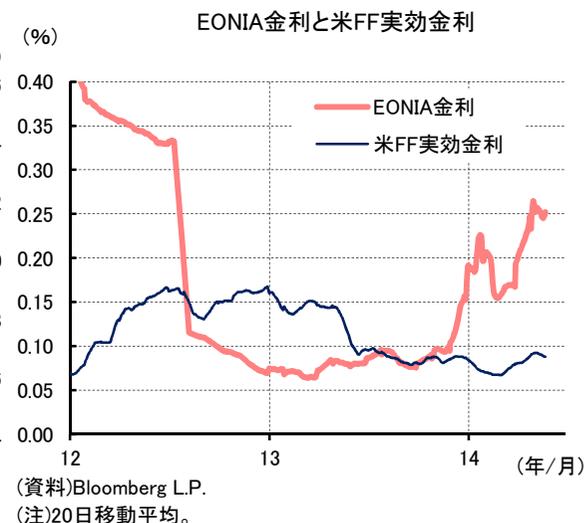
### (3) マイナス金利

リファイナンス金利の引き下げと共に、預金ファシリティ金利をゼロ%未満の水準まで引き下げることも選択肢の一つ。この緩和策が採用された場合は、①EONIA金利や国債利回りの低下、②アナウンスメント効果(金融緩和に積極的な姿勢を示すことにより、市場参加者の期待を変える効果)、等を通じて、ユーロ安につながる事が期待。

もっとも、2012年6月にデンマーク中銀が中銀預金金利をマイナス金利とした際には、短期金融市場の金利がマイナス圏まで低下した一方で、民間の貸出金利はむしろ上昇するなど、負の副作用が発生。この点を気にしているECB理事会メンバーは少なくないと推測され、6月理事会でマイナス金利が実際に導入されるかは依然不透明な情勢。

### (4) 「国債購入型」の大規模な量的緩和(QE)

大規模な国債購入を伴うQEに踏み切れば、ユーロを大きく押し下げることが期待可能。もっとも、金融緩和を目的にECBが国債を購入することに対しては、ドイツを中心に反対論が依然根強いこと等を踏まえれば、ECBが「国債購入型」の大規模なQEに踏み切るには高いハードル。



# 【ドル円】当面は下値不安が残るものの、年後半以降、再び円安トレンドへ。 【ユーロ】ECBのQE見送りが予想されるなか、大幅なユーロ安は見込み薄。

## ＜ドル円相場の見通し＞

短期的には、米長期金利の底打ちが明確化してくるまでは、日米金利差縮小によるドル円の下値不安が残る展開が続く見込み。

もっとも、米国で寒波の影響やわが国で消費税率引き上げのマイナス影響が一巡し、内外ファンダメンタルズが改善し始めれば、日米金利差の拡大やリスクテイク志向の強まり等に後押しされる形で、再び円安ドル高が進みやすい地合いへ。日米の金融政策の方向性の違いが明確化していることや、わが国の貿易赤字が定着するなど、円を取り巻く需給環境が円売りに傾いていること等も底流で緩やかな円安基調を下支え。

一方で、①ウクライナ情勢等の地政学的リスク、②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は見込み薄。

## ＜ユーロ相場の見通し＞

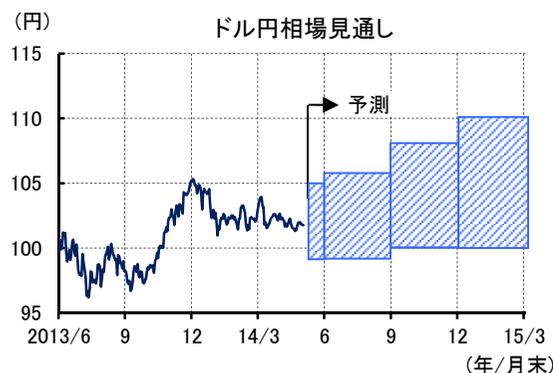
ECBが6月理事会で利下げなどの追加金融緩和に踏み切るとの観測が高まっているものの、大規模な国債購入を伴う量的緩和(QE)の見送りが予想されるなか、大幅なユーロ安は見込み薄。ECBの追加金融緩和実施による反応が一巡した後は、大幅な経常黒字等による構造的なユーロ高圧力が続くなか、対ドル、対円でユーロ高値圏での推移が続く見通し。

もっとも、対ドルでは、年後半以降、追加金融緩和観測が根強く残るECBと金融政策の正常化に向かうFRBとの金融政策の方向性の違いを反映して、米欧金利差(米>欧)が拡大してくれば、ユーロ高圧力が和らいでいく公算大。

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	102	103	104	105
(高値)	105.5	105	106	108	110
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	100.8	99	99	100	100

予測



ユーロ円相場見通し

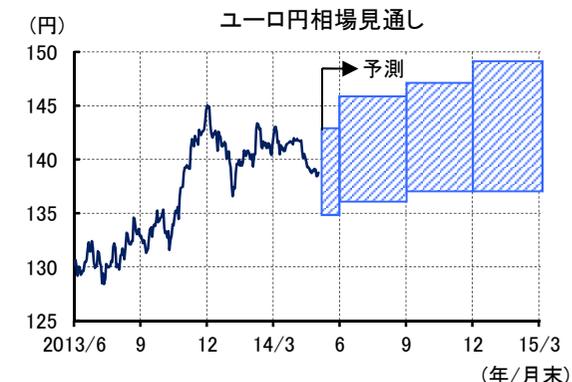
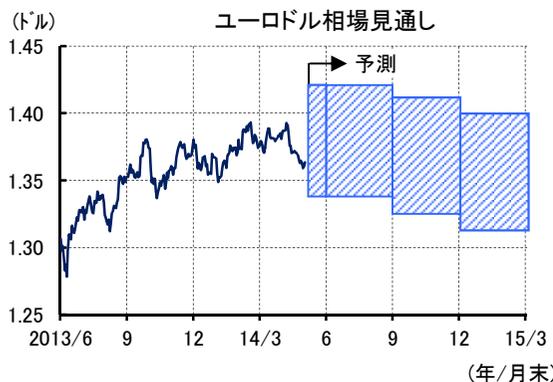
	2014年				2015年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	136.7	141	142	142	143
(高値)	145.7	143	146	147	149
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	131.1	135	136	137	137

予測

ユーロドル相場見通し

	2014年				
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	1.37	1.38	1.38	1.37	1.36
(高値)	1.40	1.42	1.42	1.41	1.40
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.35	1.34	1.34	1.33	1.32

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)
11/6	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
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