

---

---

# 為替相場展望

2014年10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
- ◆日米金利差拡大と円売りに傾く需給環境が支える円安ドル高・・・・・・・・ p. 2
- ◆金融緩和における「量」の重要性に気付いたECB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10月2日9:00時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

---

---

# 米国と日本・ユーロ圏との景気・金融政策の方向性の違いが鮮明となるなか、対円、対ユーロでドル高が進行。

## <9月のドル円相場>

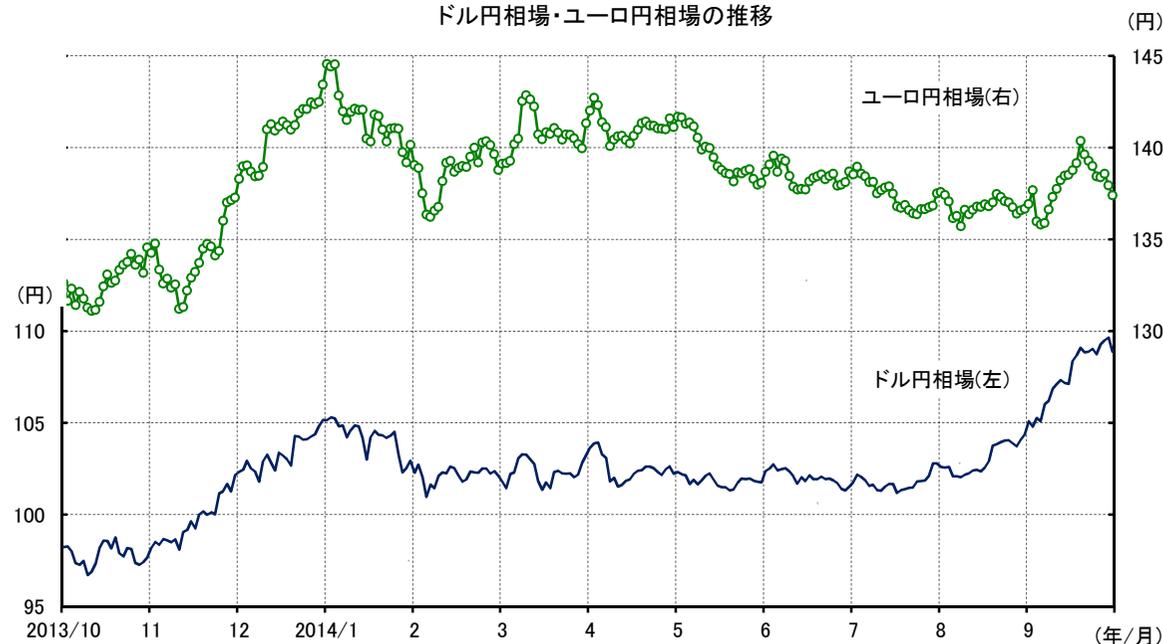
上旬は、①総じて良好な米景気指標、②安倍改造内閣下での公的年金の積極運用期待の強まり、③米サンフランシスコ連銀による市場は利上げペースを過小評価しているとの旨の報告書公表(8日)、④黒田日銀総裁による物価目標の達成が困難になった場合の追加緩和の可能性への言及や円安容認示唆発言(11日)、等の円安ドル高材料が相次ぎ、12日にかけて107円台まで円安ドル高が進行。その後、16～17日のFOMCを控え、107円付近でもみ合う展開となったものの、①FOMC参加者による政策金利予想の上方修正等を受けた米国金利の先高観の高まり、②18日のスコットランドの住民投票での独立反対派の勝利を受けた金融市場での不透明感の後退、等から、19日には109円台まで続伸。下旬は、米軍がシリアへの空爆を開始するとの報道を受けてリスク回避の動きが強まり、円高に振れる場面もあったものの、米金利の先高観が根強いなか、109円台を中心に底堅く推移。

## <9月のユーロ相場>

ユーロドル相場では、上旬は、①ECBによる予想外の追加金融緩和決定(4日)、②米サンフランシスコ連銀スタッフの報告書公表(8日)、等を受けて、一時1.29ドル割れまでユーロ安が進行。中旬は、米FOMCを控えて様子見ムードが広がるなか、1.29ドル台を中心に小動きに終始したものの、FOMC参加者の政策金利見通しが上方修正されたこと等を受けて、1.28ドル台半ばまでユーロが急落。下旬には、①ドラギECB総裁の追加緩和に前向きな発言、②独景気指標の悪化、③ユーロ圏インフレ率の下振れ、等を受けて、ユーロが一段安となり、1.25ドル台へ。

ユーロ円相場では、4日にECBが追加金融緩和を決定したことを受けて、135円台までユーロ安が進行。その後は、日米金融政策の方向性の違い明確化を反映した対ドルでの円安に連れる形で、対ユーロでも19日にかけて一時141円台までユーロが反発したものの、その後は、①ドラギECB総裁の追加緩和に前向きな発言、②独景気指標の悪化、③ユーロ圏インフレ率の下振れ、等を受けて、ユーロが再び弱含む展開。

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.

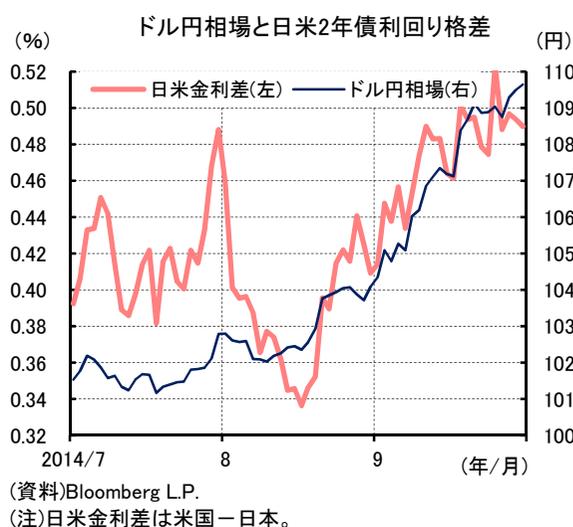
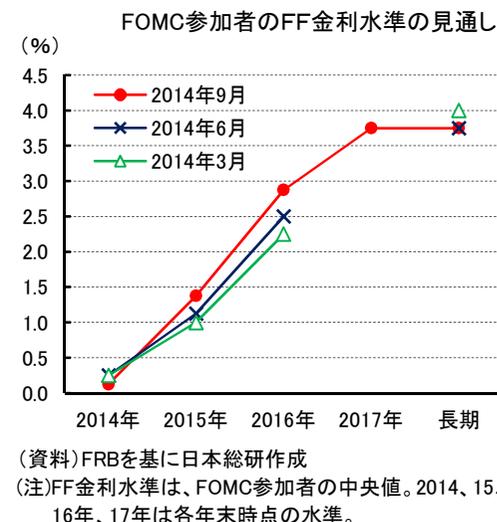
# FRBの金融政策の正常化が意識されるなかで、ドル円相場は日米2年債金利差との相関を再び取り戻しつつある状況。

ドル円相場は、半年以上1ドル=101~104円のレンジでこう着状態が続いたものの、8月半ば頃から円安ドル高方向へ動き始め、9月入り後、これまでのレンジを明確に上抜け。9月19日には109円台、10月入り後には一時110円台を回復。この間、対円だけではなく、あらゆる通貨に対してドルが強くなるドル全面高の様相。

ドル高の大きな背景の一つは、米国景気の着実な回復が進むなか、FRBの金融政策が正常化に向かっていることを指摘可能。9月17日のFOMC声明文では、10月に量的緩和の縮小を完了することが明記されたほか、同時に公表された政策金利見通しでは、大半のFOMC参加者(17人中14人)が2015年中の利上げが適切と判断。また、声明文において、量的緩和が終了した後も事実上のゼロ金利政策を「相当な期間(considerable time)」続けるとの文言が残された一方で、政策金利見通しでは、FOMC参加者が想定する2015年末、16年末時点のFF金利水準が上方修正されたほか、今後の利上げに向けた「正常化の原則と計画」という文書も公表。FRBの金融政策の正常化が意識される中で、金融政策(政策金利)の見通しを反映しやすい米2年債利回りは着実に上昇傾向を強めている状況。

一方、日本では、消費増税後の景気回復が脆弱ななか、日銀の追加金融緩和期待が再び高まりつつある状況。9月11日の安倍首相・黒田総裁会談後、黒田総裁は、「2%の物価目標の達成が困難になれば、躊躇なく追加緩和を行う」ことを言明。

こうした日米の金融政策の方向性の違いを反映して、日米2年債金利差は、8月半ば以降、拡大傾向が鮮明に。ドル円相場は歴史的にみて日米2年債金利差と高い相関。ここ数年は米FRBの利上げが展望できないなか、日米2年債金利差の変動が乏しかったこともあり、両者の相関が低下していたものの、8月半ば以降は、ドル円相場が日米2年債金利差との相関を再び取り戻しつつある状況。



# 調整が生じる可能性はあるものの、日米金利差の拡大と円売りに傾く需給環境に支えられる形で、基調としては円安ドル高が続く見込み。

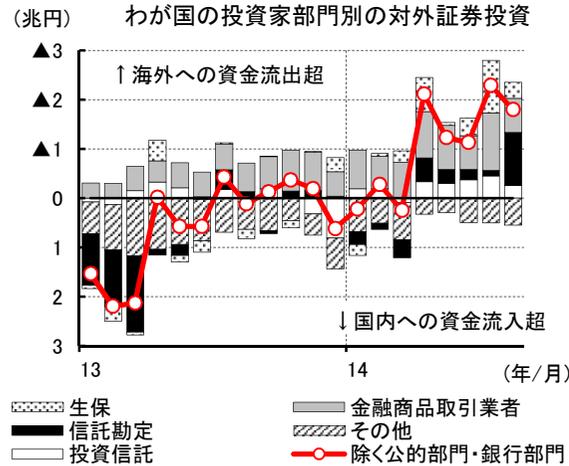
円売りに傾く需給環境も円安を正当化。わが国の貿易赤字が定着するなか、実需面で円売りドル(外貨)買いが優勢になりやすい構図が続いているほか、日本の証券投資動向をみると、今春以降、年金(信託勘定)、個人(投資信託)などが対外証券投資を積極化させていることがうかがえる状況。足許にかけては、わが国のGPIFによる対外証券投資活発化に対する期待が円安要因になる場面も散見。

投機筋の動向を示すIMM通貨先物取引(非商業部門)の動向をみても、7月末から9月初めにかけて円売りポジションを積み上げており、円安の流れを主導した公算大。ただし、9月入り後、投機筋の円売りポジションは伸び悩んでおり、9月入り後は円安に動き始める中で、輸入企業などの実需筋がドル買いを急いだことが円安を加速させた可能性。

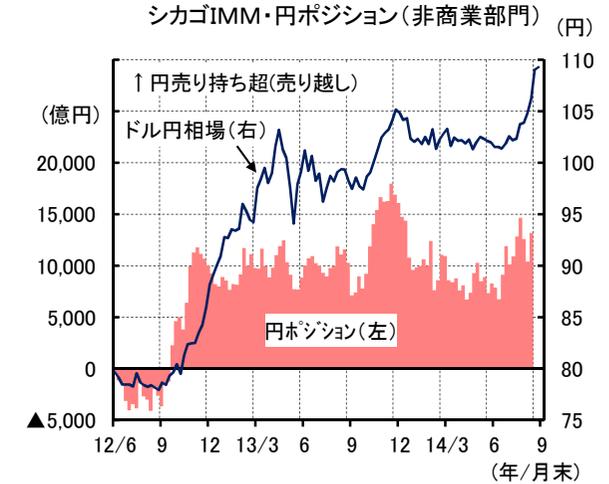
先行きを展望すると、8月半ば以降の円安が急ピッチであっただけに、円安ドル高ペースの減速や一時的な円高方向への調整が生じる可能性はあるものの、①日米金融政策の方向性の違いを反映して、日米金利差の拡大基調が続く見込みであること、②円売りに傾く需給環境が続くとみられること、等から、基調としては円安ドル高が続く見込み。

もっとも、雇用の「質」の改善を重視するFRBが利上げに慎重な姿勢を続けるとみられるなか、米金利の上昇ペースは総じて緩慢となり、円安進行ペースも緩やかなものにとどまる公算大。

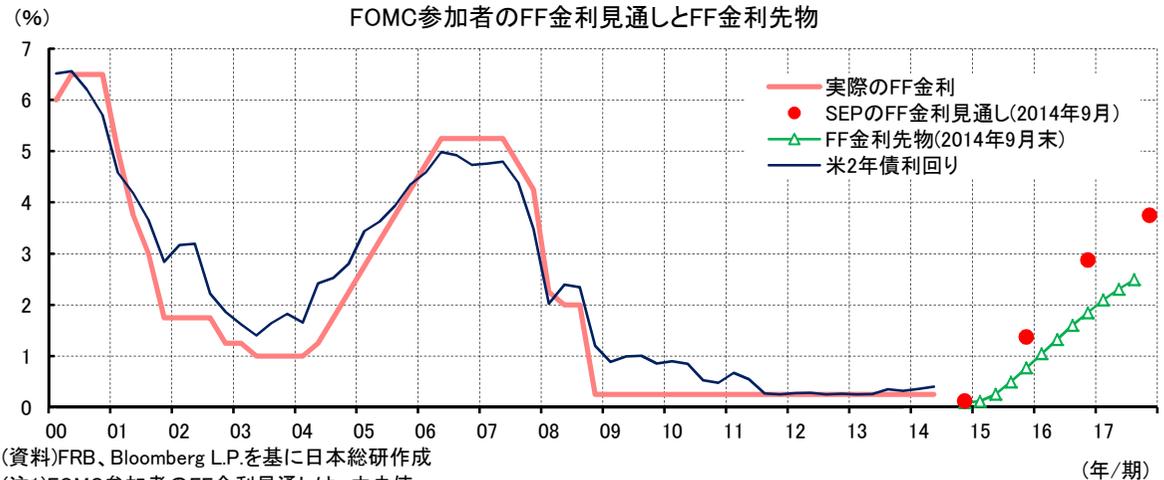
ちなみに、FOMC参加者の経済・政策金利見通し(SEP)では、FRBは2015年中に利上げを開始し、2017年にかけて3.75%(中央値)まで利上げ。もっとも、FOMC参加者の政策金利見通しと市場参加者の政策金利見通しを織り込むFF金利先物を比較すると、市場参加者はFOMC参加者よりも利上げペースは緩やかなものになると想定している状況。



(資料)財務省  
(注)指定報告機関ベース。



(資料)米CFTC、Bloomberg L.P.



(資料)FRB、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注1)FOMC参加者のFF金利見通しは、中央値。  
(注2)2014年9月末時点では、FF金利先物は2017年9月限月分までの取引。

# 欧米金利差だけでなく、欧米中銀のB/Sの方向性でも、金融政策の方向性の違いが明確化したことがユーロ安を加速させた公算大。

ユーロの対ドル相場では、9月もユーロが一段安に。米欧金融政策の方向性の違いが一段と明確化したことが背景。

市場参加者が米欧金融政策の方向性(あるいは金融緩和度合いの格差)を測る主な指標として用いてきたのは、欧米金利差と欧米中銀のバランスシート(以下、B/S)の方向性。

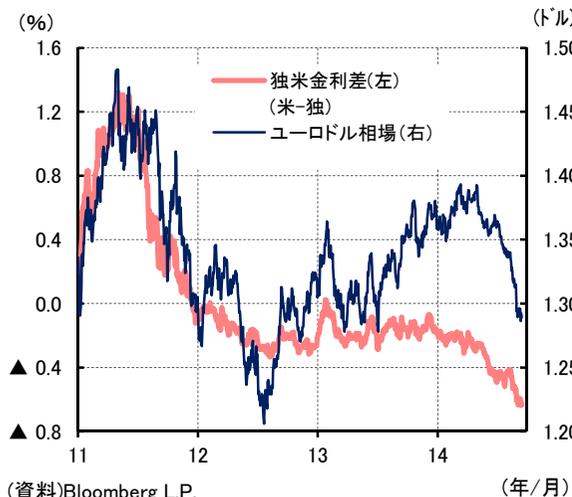
ユーロの対ドル相場は、歴史的にみて独米金利差との相関が強かったものの、2012年後半以降、同金利差の変動が小さくなるなか、市場参加者の関心は、米欧中銀のB/Sの方向性にシフト。米国ではQE3を導入したFRBのB/Sの拡大が続く一方、ユーロ圏では、過去に実施した3年物LTROの前倒し返済が進み、ECBのB/Sが縮小。中央銀行のB/Sの規模により金融緩和度合いを測ることが正しいか否かは別として、市場参加者にとっては、B/Sの方向性の観点からFRBよりもECBの方が金融緩和に消極的と映ったことがユーロ高を招来。

もっとも、5月ECB理事会後の会見でドラギ総裁が追加金融緩和を示唆して以降は、ECBのマイナス金利導入等により、ユーロ圏の金利が低下する一方、FRBの金融政策の正常化が意識され始めるなかで、米金利が上昇。欧米金利差が再び拡大(米>欧)するようになったことがユーロ安に作用。

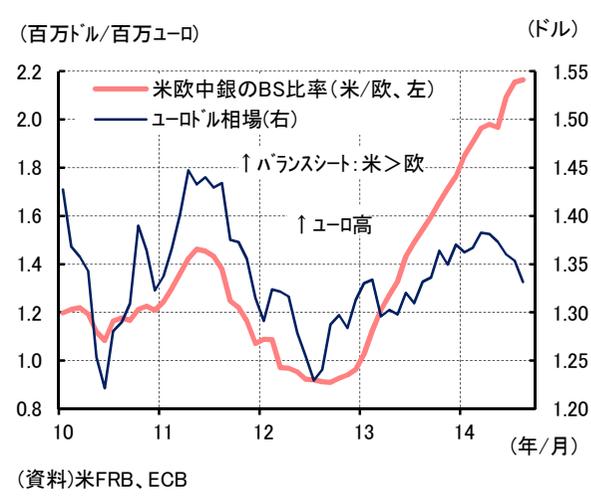
加えて、足許にかけては、欧米中銀のB/Sの方向性に対する期待の変化もユーロ安を後押ししている可能性。ECBは9月4日の理事会で追加利下げと10月からの民間資産(ABS・カバードボンド)購入計画を発表。ドラギ総裁は記者会見で、ECBのB/Sを2012年初めの水準に戻すことに言及。足許のECBのB/Sは約2兆ユーロ、2012年3月は約3兆ユーロだったことを踏まえると、ドラギ総裁は約1兆ユーロのB/S拡大を想定している模様。

一方、米国では、9月FOMC声明文で10月に量的緩和の段階的縮小を完了(=FRBのB/S拡大を停止)させることを明記。欧米金利差の観点だけでなく、欧米中銀のバランスシートの方向性という観点でも、欧米中銀の金融政策の方向性の違いが明確化したことがユーロ安を加速させた公算大。

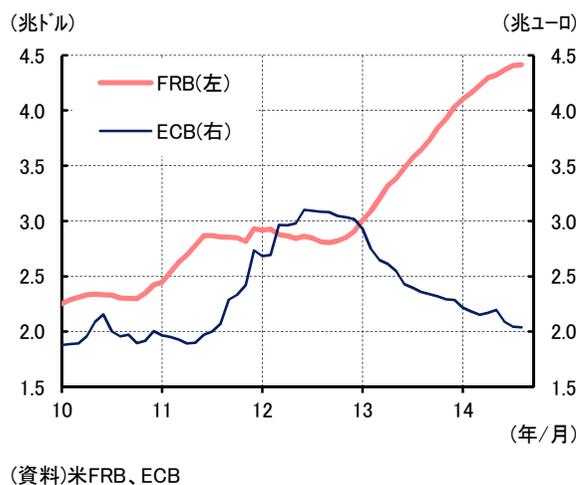
独米2年債利回り格差とユーロドル相場



米欧中央銀行のバランスシート比率とユーロドル相場



米欧中央銀行のバランスシート規模



米国、ドイツの2年債利回り



# 現状の緩和策が奏功しなければ、ECBが早晚国債を対象とした量的緩和を余儀なくされるとの思惑からユーロ一段安の可能性も。

先行きを展望すると、ユーロ圏では、政策金利が事実上の下限に達するなか、中短期ゾーンの金利低下余地は乏しいものの、米国では、FRBが利上げに向かうなかで今後も金利上昇が続くとみられ、欧米金利差の拡大(米>欧)がユーロ安に作用し続ける見込み。他方、B/Sについては、FRBのB/Sの拡大が停止する一方で、ECBのB/Sが狙い通りに拡大するかどうかは不透明。

ECBのB/S拡大には、TLTROと民間資産購入が主要な手段となるものの、9月18日に実施されたTLTROの第一弾は事前予想を下回る826億ユーロと低調な結果に。現在はECBが域内金融機関に対して包括査定を実施している等の理由により、貸出を増加させづらかった可能性もあり、TLTROの成否は、包括査定後に実施されるTLTROの入札動向を見極める必要があるものの、TLTROへの旺盛な入札が集まるか否かは不確実な情勢。ECBから域内金融機関への資金供給(TLTROを含む)と表裏一体の関係にある域内金融機関による民間向けへの貸出は2012年入り以降、前年割れが持続。ユーロ圏では、①家計の借入は企業よりも成長や所得見通しの変化に反応しやすいこと、②銀行側の要因としても、家計向け貸出は比較的担保がとれること、等を反映して、家計向け貸出の伸びが非金融企業向け貸出の伸びよりも先行する傾向。家計向け貸出でさえ伸びがゼロ近傍で推移している現状は、非金融企業向け貸出の本格回復も当面は期待薄なことを示唆。TLTROが不調に終われば、約1兆ユーロのB/S拡大というECBの所期の目的達成のためには、民間資産購入策にしわ寄せがくるのは必至。もっとも、現在はABSの発行を推進している段階であり、TLTROの不足分を代替できると考えるのは困難。

ECBが9月に追加緩和策を発表した後も、ユーロ圏の5年先5年BEIスワップ・フォワード・レートで示されるインフレ期待の低下に歯止めがかかっておらず、9月の追加緩和策だけではディスインフレ傾向からの脱却には不十分というのが市場のコンセンサス。ECBに残された最後の一手である国債を対象とした量的緩和については、ドイツの根強い反対等もあり、実際の導入には高いハードルが存在するものの、TLTROや民間資産購入が不調となった場合、むしろECBが早晚国債を対象とした量的緩和を余儀なくされる(=ECBのB/Sが拡大する)との思惑が強まるのは必至で、ユーロが一段と下振れる可能性も。

ユーロ圏金融機関の民間向け貸出とECBからユーロ圏金融機関への資金供給



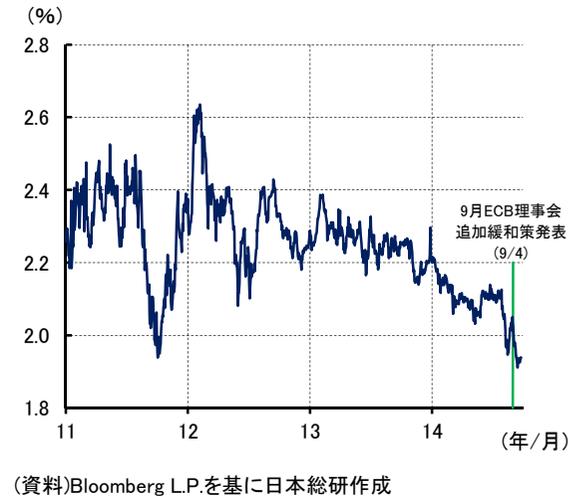
ユーロ圏金融機関の民間向け貸出の推移



ユーロ圏金融機関の家計・非金融企業向け貸出残高の推移(前年同月比)



ユーロ圏の5年先5年BEIスワップ・フォワード・レート



# ドル円：円安スピードや円高への調整を伴いながらも、円安ドル高基調が持続。 ユーロ：ユーロ買い戻しを伴いながらも、ユーロ軟調地合いが持続。

## <ドル円相場の見通し>

日米の金融政策の方向性の違いを反映した日米金利差の拡大や円売りに傾く需給環境等に支えられる形で、基調としては円安ドル高が続く見込み。

もっとも、①米FRBが利上げ慎重姿勢を続けるとみられるなか、米金利の上昇ペースは緩慢になるとみられること、②わが国でのGPIFの運用方針見直し等が期待先行で織り込まれている公算が大きいこと、等を踏まえると、今後の円安ドル高ペースは緩やかになる見込み。

今後、①ウクライナ・中東等での地政学リスクの再燃、②中国など新興国景気の減速懸念の再燃、③FRBの金融政策正常化を警戒した株安懸念、等が生じれば、リスク回避の動きが強まり、一時的に円高に振れる可能性も。

## <ユーロ相場の見通し>

対ドルでは、着実な景気回復を背景に、金融政策の正常化に向かう米FRBと、デフインフレ傾向が続くもと追加金融緩和観測がくすぶるECBの金融政策の方向性の違いを反映して、ユーロ軟調地合いが続く見込み。

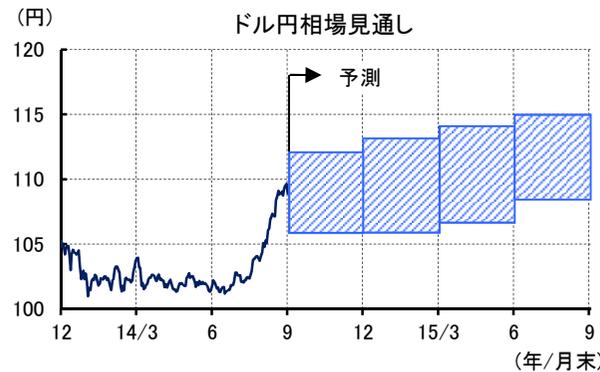
ウクライナでの地政学リスクの高まり等も、折に触れユーロ安に作用する見込み。一方で、ユーロ圏の経常黒字等に起因するユーロ高圧力は残り、ユーロ下落ペースを和らげる方向に作用。

対円では、ECB、日銀ともに金融緩和の長期化が予想されるなか、現行水準を中心に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		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	103.96	109	110	111	112
(高値)	109.85	112	113	114	115
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	101.07	106	106	107	108

予測



ユーロ円相場見通し

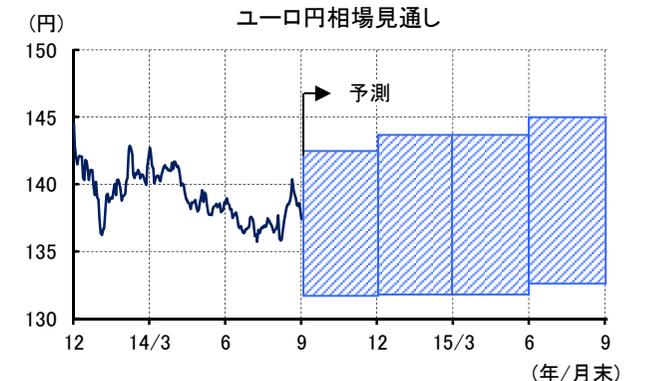
	2014年		2015年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	137.77	137	138	138	139
(高値)	141.23	143	144	144	145
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	135.72	132	132	132	133

予測

ユーロドル相場見通し

	2015年				
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.3260	1.26	1.25	1.24	1.24
(高値)	1.3701	1.30	1.29	1.28	1.28
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	1.2571	1.22	1.21	1.20	1.20

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)
11/10	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	106.23	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	0.09	0.23	2.53	16988.26	1973.10	0.04	0.21	1.20	2.63	3192.31	102.39	1311.82
14/8	102.98	137.10	1.3314	0.0686	0.21	0.51	15358.70	0.09	0.23	2.41	16775.15	1961.53	0.02	0.19	1.02	2.44	3089.05	96.08	1295.73
14/9	107.39	138.46	1.2895	0.0664	0.21	0.54	15948.47	0.00	0.23	2.52	17098.13	1993.23	0.01	0.10	1.00	2.49	3233.38	93.03	1237.99

(株)日本総合研究所 為替相場展望 2014年10月