
為替相場展望

2015年5月



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
◆2014年夏以降のドル高基調は終わったのか？	p. 2
◆ユーロ圏の景気回復下でもユーロ安は続くのか？	p. 3
◆ドル円、ユーロ相場の見通し	p. 4
◆内外市場データ	p. 5

調査部 マクロ経済研究センター
研究員 井上 肇 (Tel : 03-6833-0920 Mail : inoue.hajime@jri.co.jp)

◆本資料は、2015年5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。

低調な米経済指標が相次ぐなか、ドルが軟調。ドルは、対円で下げ渋る一方、対ユーロでは急落。

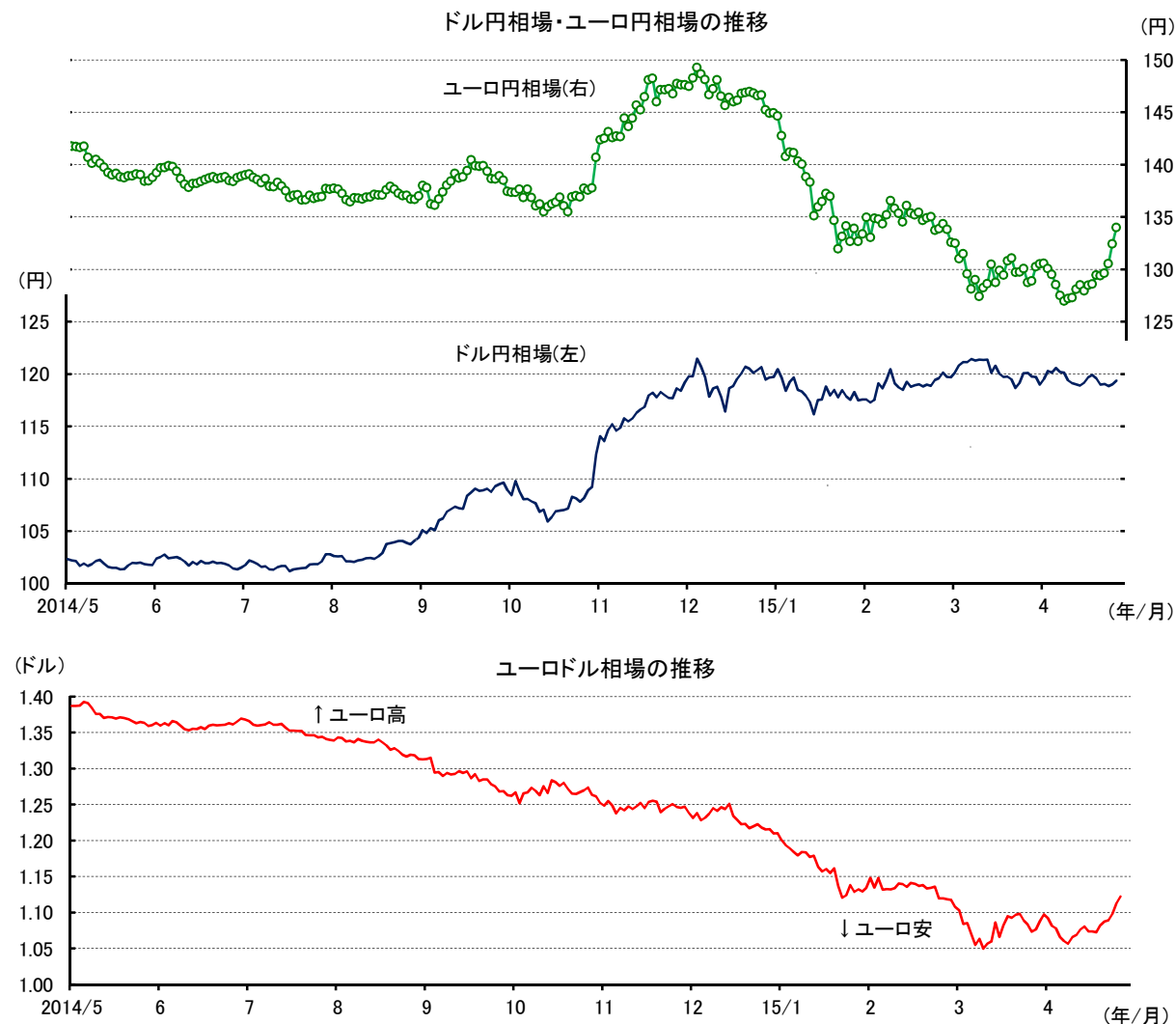
< 4月のドル円相場 >

月を通して119円台を中心とした一進一退の展開。3日の米3月雇用統計が市場予想を大幅に下回ったことを受けて、118円台後半まで円高ドル安が進行。その後、雇用統計の弱い結果は、悪天候などの一時的要因によるものとの見方が広がり、13日には一旦120円台後半までドルが持ち直したものの、月半ば以降は、米国で市場予想を下回る経済指標が相次ぐなか、利上げ後ずれ観測が高まり、ドルが再び軟調な展開に。月末には、日銀が追加緩和を見送ったことも加わり、一時118円台半ばまで円高ドル安が進行。

< 4月のユーロ相場 >

対ドルでは、3日の市場予想を大幅に下回る米3月雇用統計を受けて、6日に1.10ドル台までユーロが上昇したものの、弱い雇用統計は寒波の影響等による一時的なものとの見方が広がり、13日には1.05ドル台前半までユーロが下落。月後半は、ギリシャの金融支援協議をめぐる不透明感の高まり等から、ユーロが一時的に弱含む場面があったものの、①相次ぐ低調な米経済指標、②ギリシャの早期デフォルト懸念の後退、③ユーロ圏のデフレ懸念の後退、等から、月末にかけて1.12ドル台までユーロが急上昇。

対円では、ギリシャの金融支援協議をめぐる不透明感の高まりや、ECBの量的緩和を背景としたユーロ圏の金利低下などから、14日には一時126円台割れ目前までユーロ安が進行。月後半は、①ユーロ圏での急速な金利低下に対する警戒感の高まり、②ギリシャの早期デフォルト懸念の後退、③ユーロ圏のデフレ懸念の後退、等により、ユーロ圏で金利が上昇に転じるなか、月末にかけて134円台後半までユーロが急反発。



(資料)Bloomberg L.P.

米国景気の持ち直しが確認されれば、ドル高の再開が見込まれるものの、今後のドル高ペースは昨年夏以降と比べて緩やかになる公算。

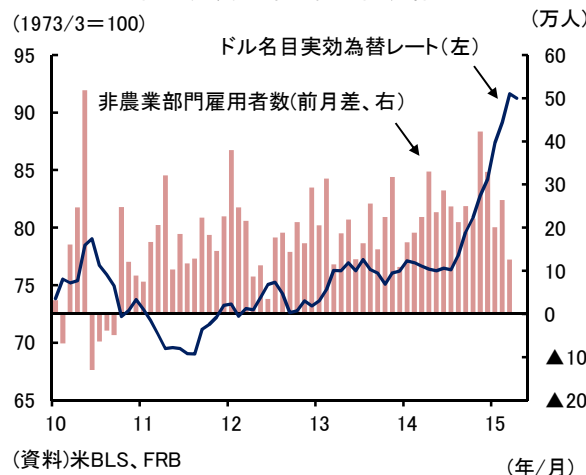
2014年夏以降、米F R Bの金融政策の正常化が意識されるなか、ほぼ一本調子のドル高が続いてきたものの、3月の米F O M Cで早期利上げに慎重な姿勢が示されたほか、その後3月雇用統計をはじめ低調な米経済指標が相次いだことから、早期利上げ観測が後退し、ドル高が一服。当面は、米経済指標の改善を見極める必要があり、ドルの下値不安が残る展開が続く見通し。

もともと、中期的なドル高の流れは変わらない見込み。足許にかけて低調な米景気指標が相次いでいるのは、①寒波や港湾ストといった一時的要因、②急速なドル高や原油安によるマイナス影響、③海外景気の減速、等による部分が大きいとみられ、今後、①の要因の剥落や②のマイナス影響の一巡等により、米国景気の持ち直しが確認されれば、米利上げ開始に対する思惑が強まり、ドル高が再開する見込み。

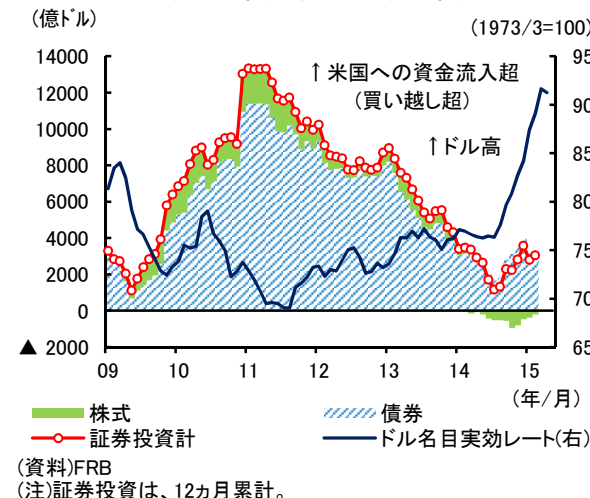
資金フローの面からみると、米国への証券投資等を通じた資金流入が中期的なドル高要因に。米国の証券投資動向をみると、E C Bによる量的緩和の思惑が広がり始めた昨年後半以降、米国外の投資家は米国債券を買い越し傾向(=米国への資金流入超)を強めているほか、米国の投資家は外国債券を売り越し傾向(=米国への資金流入超)に転換。米国景気は、足許ややペースダウンしているものの、今後持ち直しが見込まれ、F R Bが主要先進国中銀のなかで最も早く利上げに着手することが予想される状況は不変。相対的に高い利回り等を求めて投資資金が米国に向かいやすい状況が続き、ドル高の流れを支える見込み。

ただし、①米国と米国以外の成長率格差は、年初に予想されていたよりも縮小(=米国経済「独り勝ち」色の希薄化)が見込まれること、②米国でインフレ加速の懸念が殆どないなか、F R Bが利上げに着手したとしても、そのペースは緩やかなものと予想されること、等から、今後のドル高ペースは昨年夏以降と比べて緩やかなものとなる公算。

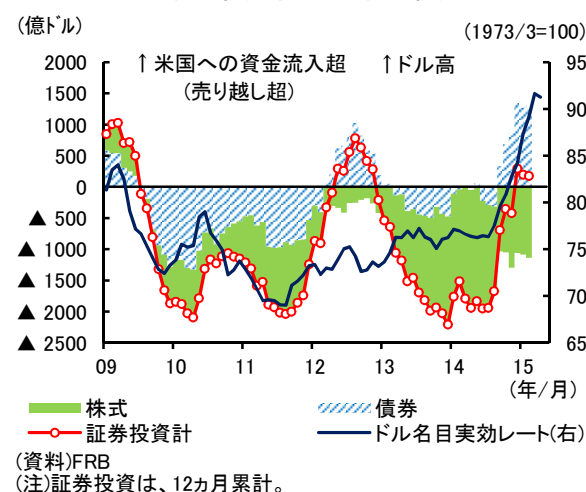
米国の非農業部門雇用者数増減とドル



米国外の投資家の対米証券投資とドル



米国の投資家の対外証券投資とドル



IMFの世界経済成長率見通し(2015年4月時点)

国・地域	(単位: %、%ポイント)			
	2015年	修正幅	2016年	修正幅
世界	3.5	▲ 0.0	3.8	0.1
米国	3.1	▲ 0.5	3.1	▲ 0.2
日本	1.0	0.4	1.2	0.4
ユーロ圏	1.5	0.3	1.7	0.3
英国	2.7	0.0	2.3	▲ 0.1
中国	6.8	▲ 0.0	6.3	0.0
インド	7.5	1.2	7.5	1.0
ASEAN	5.2	▲ 0.0	5.3	▲ 0.0
ブラジル	▲ 1.0	▲ 1.3	1.0	▲ 0.5
ロシア	▲ 3.8	▲ 0.8	▲ 1.1	▲ 0.1

(資料)IMFを基に日本総研作成
(注)今年1月時点の見通しからの修正幅(%ポイント)。

欧米金利差の拡大につれて再びユーロ安が進みやすくなる公算大。運用通貨よりも調達通貨としてユーロの魅力が増していることが中期的なユーロ安要因に。

ユーロ圏景気に回復の兆候が出ていること等を受けて、市場の一部でECBが当初予定の2016年9月末を待たずに量的緩和(QE)を縮小するのではとの観測が浮上。もっとも、ドラギECB総裁は4月15日の理事会後の会見で、ユーロ圏景気は回復しているとの認識を示しながらも、3月に開始したQEを完全実施する(=縮小、短縮することはない)と明言。

ユーロ圏では、景気を持ち直しやデフレ懸念の後退等により、短期的には金利が上振れしやすいものの、中期的には、ECBによるQEの完全実施が見込まれるなか、国債需給のタイト化(とそれに伴う資金余剰)により、中短期ゾーンの金利が引き続きマイナス圏で推移するとともに、より長い年限で再び金利低下圧力が強まる公算大。一方、今後、米国で景気を持ち直しが確認されれば、FRBの利上げ開始に対する思惑から米金利の上昇圧力が強まる見込み。欧米金利差の拡大につれて、再びユーロ安が進みやすくなる公算大。

ユーロ圏で超低金利環境が続くなか、内外の投資家による証券投資等を通じた域外への資金流出が続く公算大。足許のユーロ圏の債券投資動向をみると、昨年春以降、域内投資家による対外債券投資が堅調(域外への資金流出超)となる一方、昨年半ば以降は、域外投資家によるユーロ圏への債券投資が売り越し(ユーロ圏からの資金流出超)基調に転換。先行きを展望しても、ユーロ圏で投資妙味のある債券が少なくなる(=ユーロの「運用通貨」としての魅力が低下する)なかで、域内外の投資家は、相対的に利回りの高い米国などの債券に資金をシフトさせる傾向が続き、ユーロ安の流れを下支えする可能性大。

また、ユーロが「調達通貨」として選好されやすい状況が続く公算。近年、米国企業によるユーロ建て社債の発行が急増しており、ユーロが調達通貨として魅力的なものになっていることを示唆。企業は外貨建てで調達した資金を自国での設備投資などに用いる際、ヘッジ付で自国通貨に転換する(為替への影響は中立)のが通例ながら、欧米金融政策の方向性の違い等を背景に、対ドルで中期的なユーロ先安観が残るなか、企業が一部ヘッジを猶予しているケースも増えていると推測され、ユーロ下押し要因に。

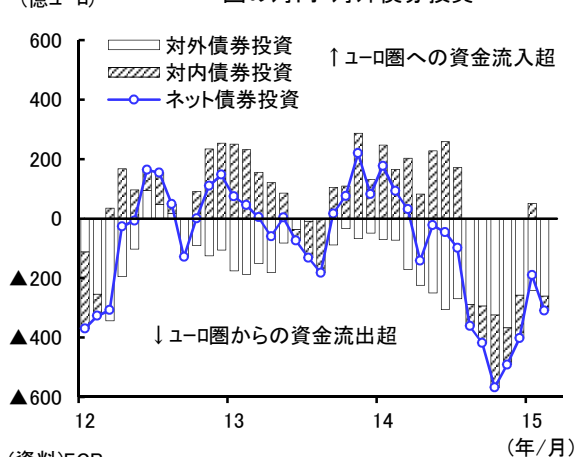
ユーロ圏主要国の年限別金利マップ

	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	15年	20年	30年
ドイツ	-0.258	-0.221	-0.159	-0.069	0.008	0.042	0.12	0.2	0.274	0.366	0.526	0.689	0.867
フィンランド	-0.203	-0.181	-0.062	0.012	0.08	0.107	0.148	0.289	0.332	0.403	0.642		0.863
オーストリア	-0.165	-0.121	-0.033	0.053	0.109	0.187	0.305	0.397	N/A	0.475	0.613		0.994
オランダ	N/A	-0.167	-0.108	-0.028	0.059	0.164	0.255	0.349	0.424	0.502			0.964
フランス	-0.182	-0.15	-0.071	0.03	0.132	0.193	0.296	0.408	0.526	0.64	0.938	1.081	1.326
ベルギー	-0.19	-0.157	-0.065	0.061	0.112	0.209	0.327	0.424	0.548	0.64	0.798	1.073	1.293
アイルランド	-0.049	-0.061	0.02	0.093	0.31	0.373	0.512	0.685	0.798	0.929	1.216		1.627
スペイン	0.015	0.022	0.162	0.336	0.614	0.851	1.003	1.173	1.385	1.468	1.981		2.449
イタリア	0.036	0.166	0.26	0.396	0.616	0.924	1.093	1.267	1.42	1.499	1.962	2.229	2.507
ポルトガル	0.057	0.076	0.318	0.677	0.957	1.221	N/A	1.733	1.875	2.106	2.512		2.969
ギリシャ	N/A	19.454	N/A	13.793	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	10.47	9.482	8.597	N/A

(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注)4月30日時点。網掛けはマイナス金利。N/Aは当該日のデータなし。

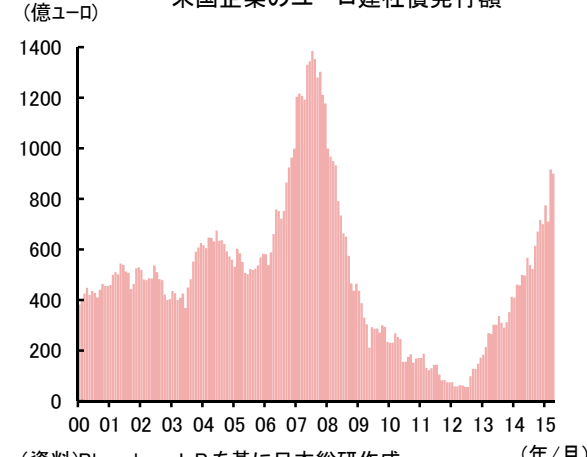
(億ユーロ) ユーロ圏の対内・対外債券投資



(資料)ECB

(注)3ヵ月移動平均。

(億ユーロ) 米国企業のユーロ建て社債発行額



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注)発行額は12ヵ月累計。

短期的にはドルの下値不安が残るものの、中期的には対円、対ユーロでの緩やかなドル高基調は不変。

＜ドル円相場の見通し＞

当面は、足許にかけての低調な米経済指標の主因が悪天候など一時的な要因によるものかを見極める必要があり、ドルの下値不安が残る展開が続く見通し。

もっとも、中期的な円安ドル高基調は変わらない見込み。今後、米国で悪天候などの一時的要因の剥落や急速なドル高・原油安のマイナス影響の一巡などにより、景気を持ち直しが確認されてくれば、F R Bの利上げ開始に対する思惑が強まり、ドル高が再開する見込み。

ただし、①米国でインフレ加速の懸念が殆どないなか、F R Bが利上げに着手したとしても、そのペースは緩やかなものと予想されること、②わが国の貿易赤字が縮小しており、貿易面からの円売り圧力が減衰していること、等から、円安ドル高ペースは総じて緩やかなものとなる公算。

＜ユーロ相場の見通し＞

対ドルでは、従来見通し対比、ユーロ圏で景気を持ち直し、デフレ懸念が後退する一方、逆に米国では低調な経済指標が相次ぎ、利上げ後ずれ観測が高まっていること等から、短期的にはユーロの買い戻しが入りやすい展開が続く見込み。

もっとも、中期的には、デフレ・低成長回避に向け量的緩和を続けるE C Bと足許ややペースダウンしているものの、今後景気を持ち直しが見込まれ、利上げに向かう米F R Bという、欧米の金融政策の方向性の違い等を反映して、緩やかなユーロ安基調が続く見込み。

対円でも、短期的にはユーロの買い戻しが入りやすいものの、日欧ともに量的緩和の長期化が予想されるなか、ユーロ買い戻し一巡後は、方向感を欠いた展開へ。

ただし、リスクは上下双方向にあり、欧州の政治リスクが高まればユーロ安に、わが国の物価に十分な持ち直しがみられず日銀の追加緩和に対する思惑が高まれば、円安に振れる可能性。

ドル円相場見通し

	2015年	2016年			
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
期中平均	119.15	119	120	121	122
(高値)	122.03	124	126	127	128
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	115.85	115	115	116	116

予測



ユーロ円相場見通し

	2015年	2016年			
	1～3	4～6	7～9	10～12	10～12
期中平均	134.34	130	128	127	127
(高値)	145.48	137	136	136	136
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	126.91	121	120	120	120

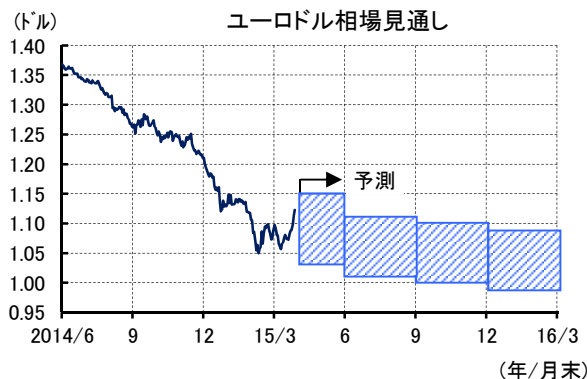
予測

ユーロドル相場見通し

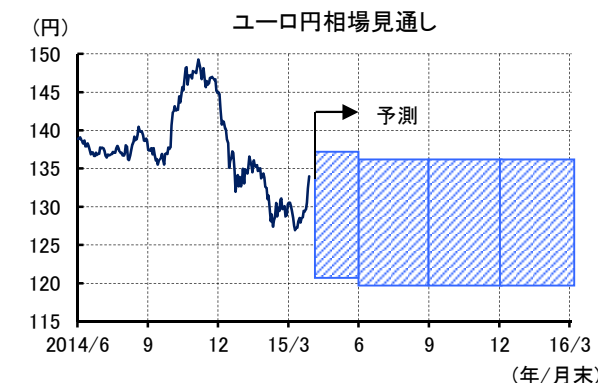
	2015年	2016年			
	1～3	4～6	7～9	10～12	10～12
期中平均	1.1277	1.09	1.07	1.05	1.04
(高値)	1.2109	1.15	1.13	1.10	1.09
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.0457	1.03	1.01	1.00	0.99

予測

ユーロドル相場見通し



ユーロ円相場見通し



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)	F F 0/N (%)	LIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	N Y 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)
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	0.09	0.23	2.52	17098.13	1993.23	0.01	0.10	1.00	2.49	3233.38	93.03	1237.99
14/10	108.02	136.99	1.2682	0.0590	0.20	0.49	15394.11	0.09	0.23	2.29	16701.87	1937.27	0.00	0.08	0.88	2.23	3029.58	84.34	1223.11
14/11	116.40	145.21	1.2475	0.0649	0.18	0.47	17179.03	0.09	0.23	2.32	17648.98	2044.57	-0.01	0.08	0.79	2.13	3126.15	75.81	1177.00
14/12	119.44	146.99	1.2307	0.0678	0.18	0.38	17541.69	0.12	0.24	2.20	17754.24	2054.27	-0.03	0.08	0.64	1.87	3159.77	59.29	1198.71
15/1	118.33	137.63	1.1630	0.0739	0.18	0.26	17274.40	0.11	0.25	1.88	17542.25	2028.18	-0.05	0.06	0.45	1.55	3207.26	47.33	1251.49
15/2	118.78	134.86	1.1354	0.0762	0.17	0.37	18053.20	0.11	0.26	1.98	17945.41	2082.20	-0.04	0.05	0.35	1.68	3453.79	50.72	1226.92
15/3	120.37	130.33	1.0828	0.0697	0.17	0.38	19197.57	0.11	0.27	2.04	17931.75	2079.99	-0.05	0.03	0.26	1.69	3655.31	47.85	1179.56
15/4	119.52	129.29	1.0818	0.0609	0.17	0.33	19767.92	0.13	0.28	1.92	17970.51	2094.86	-0.08	0.01	0.16	1.63	3733.80	54.63	1199.88

(株)日本総合研究所 為替相場展望 2015年5月