

---

---

# 為替相場展望

2015年3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
- ◆今後のドル円相場にとって重要な要因の整理・・・・・・・・・・・・ p. 2
- ◆ユーロ圏の高水準の経常黒字とユーロ安が併存してきた理由・・・・ 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3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。

---

---

## ドル円相場では、リスク回避の動きが後退し、ドルが底堅く推移したものの、上値も重い展開。ユーロは、対ドル、対円ともに横這い圏での推移。

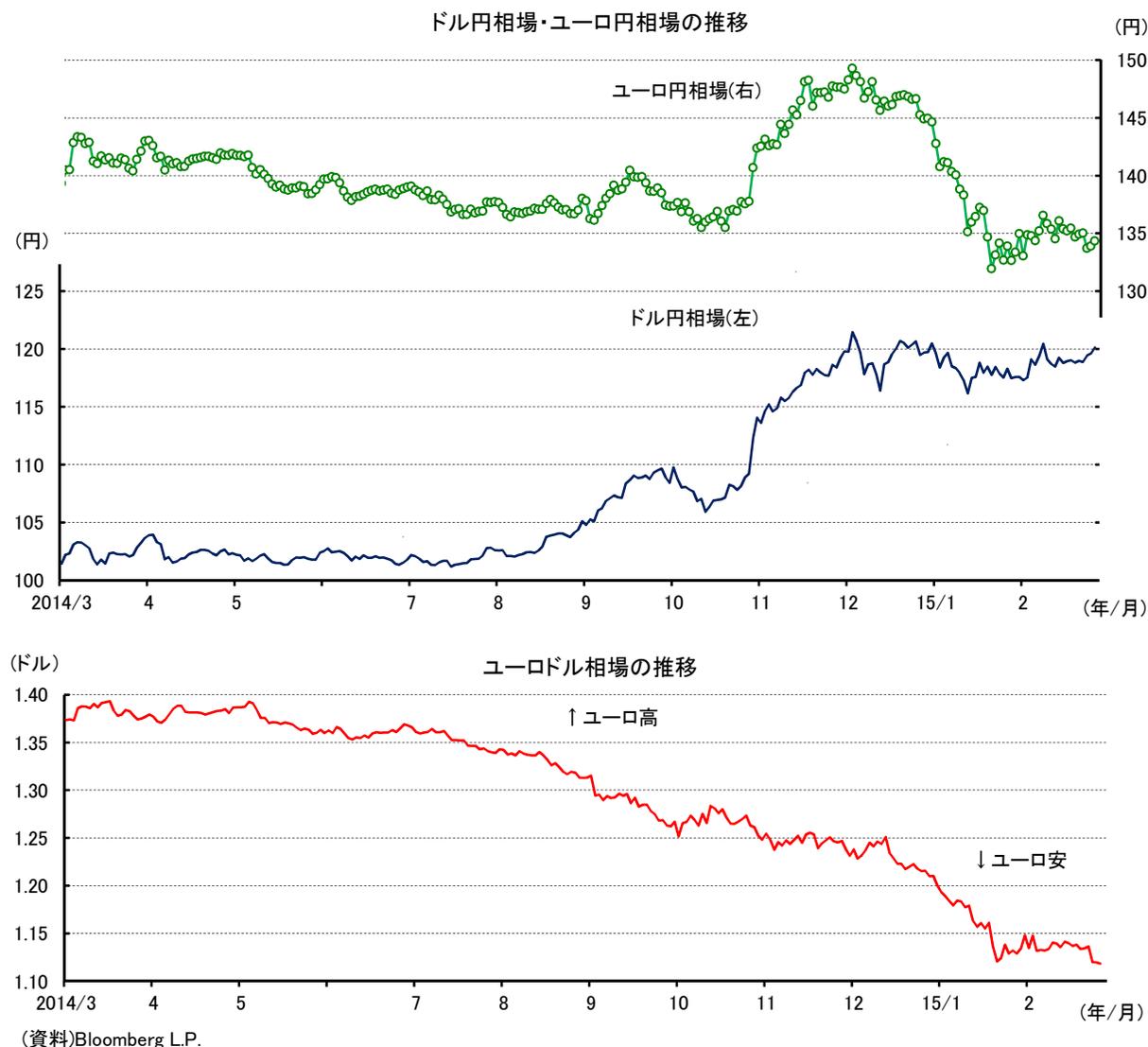
### <2月のドル円相場>

月初、事前予想を下回る米経済指標が散見されたこと等から、117円台前半を中心にドルの上値の重い展開が続いたものの、6日の良好な米雇用統計を受けて119円台までドルが急騰。その後、株式市場が堅調に推移するなか、ドルじり高の展開となり、11日には120円台までドルが続伸。もっとも、120円台での推移は長続きせず、12日の「一段の追加緩和を行うことは日本経済にとってむしろ逆効果」と日銀関係者が発言したとの報道や低調な米小売上を受けて、118円台まで急落。その後も国内外で株価の高値更新が続くなど、リスク選好の環境が続いたものの、1月FOMC議事録(18日)やイエレンFRB議長の議会証言(24~25日)が早期利上げに慎重な内容と解釈されたこと等から、118円台を中心にドルの上値の重い展開が持続。

### <2月のユーロ相場>

対ドルでは、3日のギリシャ財務相が債務減免要求を撤回したとの報道等を受け、一時1.15ドル台前半までユーロが急上昇したものの、6日の良好な米雇用統計を受けて、1.12ドル台後半まで反落。その後は、ギリシャ向け金融支援を巡る思惑が交錯するなか、1.12ドル台から1.14ドル台のレンジで方向感を欠いた展開に。最終的には24日のユーロ圏財務相会合で、ギリシャ向け金融支援策の4ヵ月延長が承認されたものの、材料出尽くし感が広がるなか、ユーロ買いは盛り上がりせず。月末にかけては、市場予想を上回る米経済指標等を手掛かりに、1.11ドル台後半まで下落。

対円では、月初、ギリシャ向け金融支援策に対する懸念から、132円台までユーロが下振れたものの、最終的には金融支援に対する合意が成立するとの見方が広がり、12日には136円台まで反発。もっとも、その後は、材料出尽くし感が広がるなか、135円前後で方向感を欠いた展開へ。



# 需給面では、貿易赤字は縮小も、当面は日米金利差の拡大等を背景にした金融面からの円売りが円安をサポート。

2月のドル円相場では、リスク回避の動きが後退するなか、ドルが底堅く推移。一方、2月18日に発表されたFOMC議事要旨や2月24、25日のイエレンFRB議長の議会証言では利上げを急ぐ姿勢がみられず、日米金利差の拡大が限定的となるなか、上値も重い展開に。

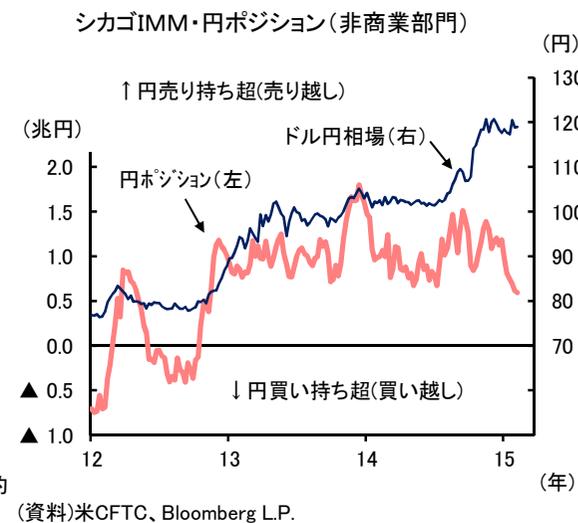
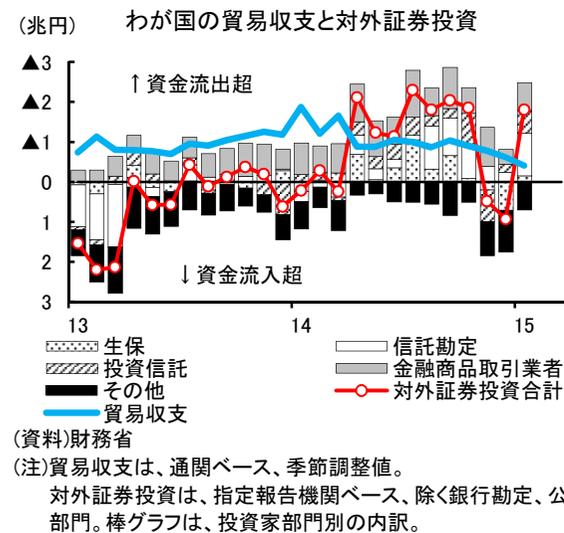
先行き、ドル円相場が上昇するには、日米金利差が一段と拡大していくことが不可欠。今後、良好な米雇用統計が続き、FOMC声明文が変更(利上げに「忍耐強くなれる(can be patient)」との文言が削除)されれば、FRBの利上げ観測が強まり、米金利の上昇(日米金利差の拡大)に支えられる形で、再び円安ドル高が進みやすい地合いとなる見込み。

ただし、日米金利差の拡大がドル円相場の上昇につながるためには、FRBが利上げしても、米国経済の回復基調持続、及び世界経済の持ち直し明確化など、リスク選好の環境が続くことが不可欠。米利上げ(観測の高まり)が株価や新興国市場の不安定化などを招かすれば、リスク回避の動きが強まり、円高に振れる可能性も。

円相場を取り巻く需給環境に目を転じると、これまで底流で円安を支えていたわが国の貿易赤字が原油安の影響等もあり縮小傾向にあるものの、足許の内外の景気格差、金融政策の方向性の違い等が続く限り、国内から海外への対外証券投資は相応の規模での買い越し基調(資金流出超)が継続する見込み。

また、投機筋の動向を示すIMM通貨先物取引(非商業部門)のポジションをみると、ドルに対する円の売り持ち額は、足許にかけて第2次安倍内閣の発足時や日銀の「量的・質的金融緩和」導入時を下回る水準にまで縮小。先行き、円売りポジションを再び積み上げる余地が拡大しているとみることも可能。

以上を踏まえると、貿易赤字縮小に伴い、貿易面からの円売り圧力は減退していくものの、当面は日米金利差の拡大等を背景にした金融面からの円売りが円安の流れをサポートする見込み。もっとも、今後もわが国貿易収支の改善基調が続けば、日米金利差のさらなる拡大がないと、円安の勢いは鈍化していく公算大。



# 当面は欧米金利差拡大がユーロ安の流れを後押し。ただし、金利差拡大に歯止めがかかれば、経常黒字に伴うユーロ高圧力が顕在化しやすくなる可能性。

ユーロ圏の12月经常収支(季節調整前)は292億ユーロと23ヵ月連続の黒字となり、2014年累計では、2,355億ユーロの黒字に。ユーロ圏での高水準の経常黒字にもかかわらず、昨年5月以降、ユーロ安基調が続いてきたのは、内外の景気格差・金融政策の方向性の違い等を背景に経常黒字(に伴うユーロ買い)を上回る金融面からのユーロ売りが続いてきたことを指摘可能。

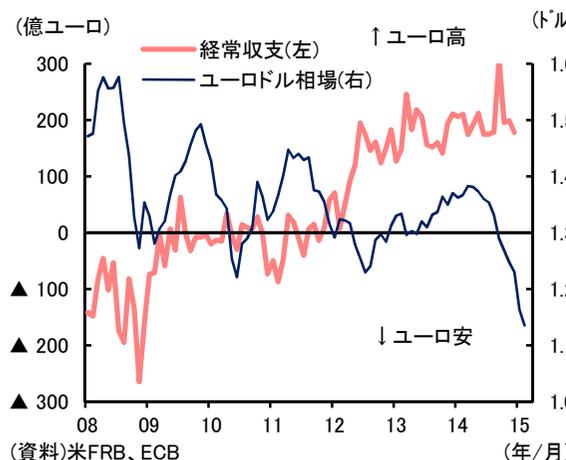
投機筋の動向を示すIMM通貨先物取引(非商業部門)のポジションをみると、昨年5月以降、対ドルのユーロ売り持ち超額が大きく膨張するなかで、急ピッチなユーロ安が進行しており、この間のユーロ安が投機的な動きによって牽引されたことを示唆。

また、この間のユーロ圏の証券投資の動向をみると、域外から域内への証券投資は買い越し基調(域内への資金流入超)が続いたものの、それを上回る規模で域内から域外への証券投資が買い越し基調(域内からの資金流出超)となっており、ネットで見ると年央以降ユーロ圏からの資金流出超が拡大。証券投資を通じた資金フローもユーロ安の流れを後押しした可能性大。

当面を展望しても、欧米の景気格差や金融政策の方向性の違いの解消が見込み難いなか、欧米金利差の拡大(欧<米)等に後押しされる形で、金融面からのユーロ売り圧力がユーロ相場を押し下げる状況が続く見込み。

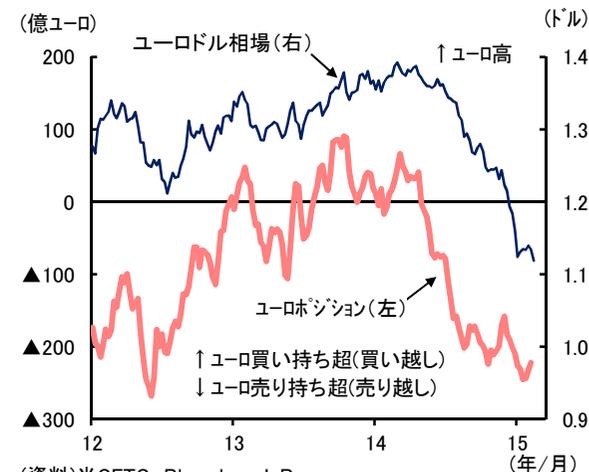
一方、既往のユーロ安や海外景気の持ち直しを背景に、先行きドイツを中心に輸出の増加が期待される一方、原油安や弱い域内需要を背景に輸入は低迷が予想されるなか、ユーロ圏の経常黒字が早晚減少するような展開は描きにくい状況。欧米金利差の拡大に歯止めがかかってくれば、高水準の経常黒字に伴うユーロ高圧力が顕在化しやすくなる可能性も。

ユーロ圏の経常収支とユーロドル相場



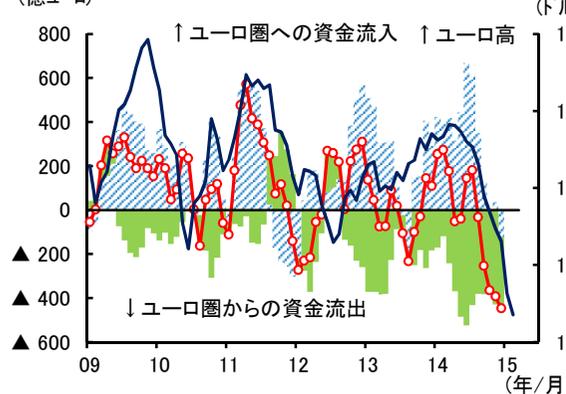
(資料)米FRB、ECB  
(注)経常収支は季節調整値。

シカゴIMM・ユーロポジション(非商業部門)



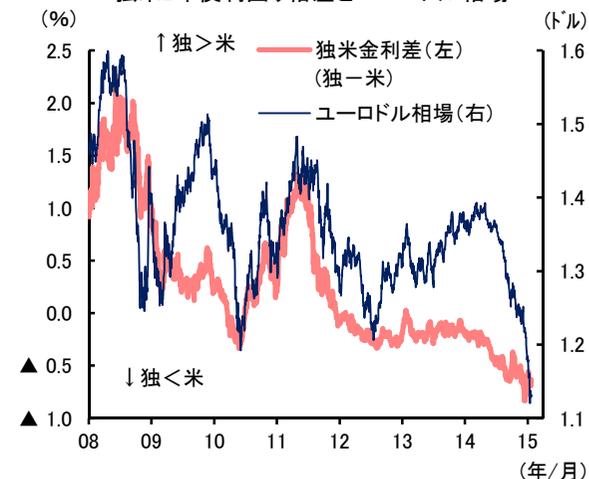
(資料)米CFTC、Bloomberg L.P.

ユーロ圏の証券投資とユーロドル相場



(資料)ECB、Bloomberg L.P.  
(注)いずれも3ヵ月移動平均。

独米2年債利回り格差とユーロドル相場



(資料)Bloomberg L.P.

# ドル円相場、ユーロ相場ともに、短期的には方向感が出にくいものの、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＞

日銀の追加金融緩和観測が後退する一方、米FRBも利上げを急ぐ姿勢がみられないなか、当面1ドル＝120円台ではドルの上値の重い展開が続く見込み。

もともと、日米金融政策の方向性の違いは不変。今後、良好な米雇用統計が続き、FOMC声明文が変更(利上げに「忍耐強くなれる(can be patient)」との文言が削除)されれば、米利上げ観測が強まり、緩やかな円安ドル高基調をたどる見込み。

需給面では、わが国貿易赤字の縮小が見込まれるものの、年金基金や個人などの対外投資拡大が貿易赤字縮小に伴う円安圧力減衰を補う形で、円安の流れをサポートする状況が続く見込み。

## ＜ユーロ相場の見通し＞

対ドルでは、ECBによる国債買い入れを伴う量的緩和の導入など、当面のユーロ売り材料が出尽くすなか、短期的には一方的なユーロ安に歯止めがかかる展開となる見込み。

もともと、中期的には景気回復を背景に利上げに向かう米FRBと、デフレ・低成長回避に向け量的緩和を続けるECBという、米欧の景気格差・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。

対円では、日欧ともに量的緩和の長期化が予想されるなか、再び方向感が出にくい展開へ。ただし、リスクは上下双方向にあり、今年夏場に再び期限を迎えるギリシャ向け金融支援に対する懸念等が高まれば、ユーロが下振れる可能性がある一方、わが国の消費者物価に十分な持ち直しが見られなければ、日銀の追加緩和に対する思惑が高まり、円安に振れる可能性も。

ドル円相場見通し

	2014年		2015年		
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	114.46	119	120	121	122
(高値)	121.85	123	125	126	127
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	105.19	114	114	115	115

予測



ユーロ円相場見通し

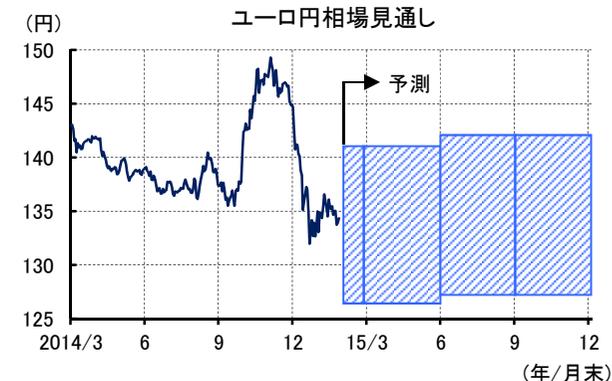
	2014年		2015年		
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	142.90	136	134	134	134
(高値)	149.80	140	140	141	141
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	134.14	126	126	127	127

予測

ユーロドル相場見通し

	2015年				
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	1.2492	1.14	1.12	1.11	1.10
(高値)	1.2888	1.18	1.17	1.16	1.15
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.2096	1.08	1.07	1.06	1.05

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)
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	0.09	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

(株)日本総合研究所 為替相場展望 2015年3月