
為替相場展望

2015年2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
- ◆調整色の強い展開が続くドル円相場の行方・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 2
- ◆ECBの量的緩和導入後のユーロ相場の行方・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 3
- ◆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
研究員 井上 肇 (Tel : 03-6833-0920 Mail : inoue.hajime@jri.co.jp)

◆本資料は、2015年2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。

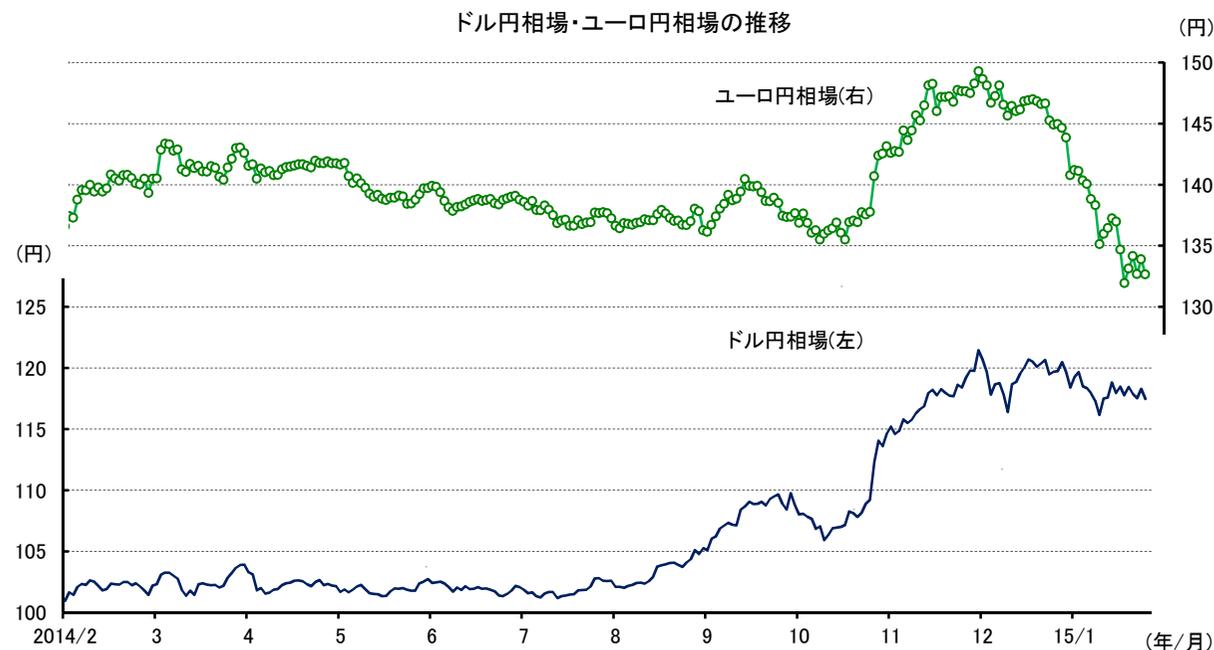
ドル円相場では、月半ばにかけて円高、ユーロ相場では、下旬にかけてユーロ安の流れが強まったものの、その後は一進一退の展開。

< 1月のドル円相場 >

年初5日(東京時間での取引初日)に120円台半ばからスタートしたものの、その後は、①株式相場や原油相場の軟調推移、②米12月雇用統計での平均賃金の伸び悩み、等を受けてリスク回避の動きが強まり、中旬にかけては、①原油価格の一段の下落、②低調な米12月小売売上高、③スイス中銀の突然の政策変更に伴う市場の混乱(15日)、等を背景に、一時115円台まで円高ドル安が加速。その後は良好な米1月ミシガン大学景況指数等を手掛かりに、117円台までドルが持ち直しに転じたものの、株式相場や原油相場の不安定な展開が続くなか、月末にかけて117円台前半から118円台後半で一進一退の展開。

< 1月のユーロ相場 >

対ドル、対円ともに、①原油価格の続落、②ギリシャの政局不安、③ECBの国債購入を伴う量的緩和観測、等を背景に、前月からのユーロ軟調地合いが持続。月半ば以降は、①スイス中銀によるユーロ・スイスフラン相場の上限撤廃(無制限のユーロ買い・フラン売り介入の放棄、15日)、②ECBによる市場予想を上回る規模の量的緩和導入の決定(22日)、③ギリシャ総選挙での反緊縮派の勝利(25日)、等を受けて、26日に対ドルで1.10ドル台後半、対円では130円台前半までユーロ安が加速。その後は、当面のユーロ安材料の出尽くしや、独1月IFO景況感指数の良好な結果等を受けて、ユーロを買い戻す動きがみられたものの、ギリシャ情勢に対する懸念が根強く、月末にかけて対ドルでは1.13ドル前後、対円では133円前後とユーロ安値圏で一進一退の展開。



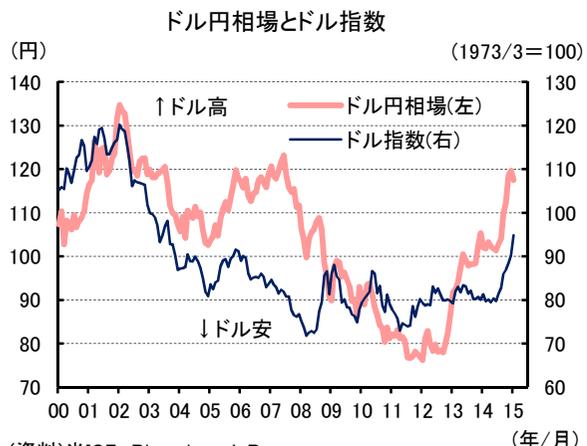
(資料)Bloomberg L.P.

当面は、ドル円相場を動かす決定打を欠くなか、方向感が出にくい展開が続く見込み。短期的なリスクは円高ドル安方向。

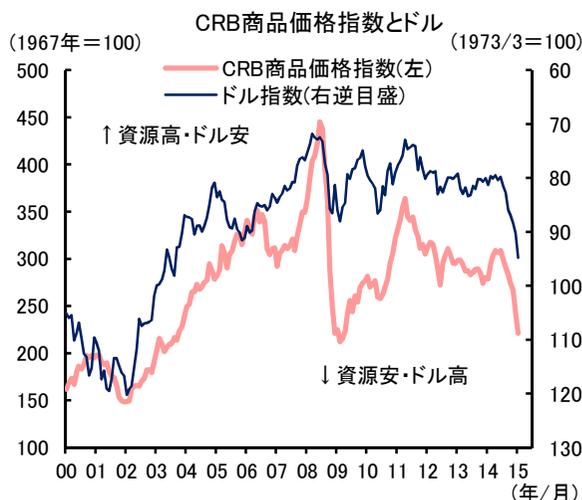
ドル円相場は、年初120円台半ばからスタートしたものの、その後は調整色の強い展開に。米国経済の回復基調や日米の金融政策の方向性の違いは崩れておらず、中期的には緩やかな円安ドル高基調が続くとの見方は不変ながら、当面は、ドル円相場を動かす決定打を欠くなか、方向感が出にくい展開が続く見込み。

米国では、FRBが1月28日のFOMC声明で、利上げに「忍耐強くなれる」との表現を維持するなど、利上げを急ぐ姿勢はみられず。一方、日本では、日銀が1月20～21日の金融政策決定会合において、「経済物価情勢の展望(展望レポート)」の消費者物価の見通しを引き下げたものの、金融政策は現状維持。黒田総裁は、消費者物価上昇率が「2015年度を中心とする期間に物価目標である2%に達する可能性が高い」との見方を堅持。消費者物価は、「原油価格、為替、需給ギャップの影響、そして何より重要な賃金の動向にも左右されるので、もう少し様子を見る必要がある」とも述べており、少なくとも当面の追加緩和は見込み薄。また、日米以外の中央銀行の動きをみると、原油安の影響もあり、年明け以降、緩和姿勢を強化する中央銀行が続出。日銀の積極的な金融緩和姿勢だけが際立っていた昨年までとは違った状況に。

短期的なリスクは円高ドル安方向。米インターコンチネンタル取引所(ICE)に上場されているドル指数(ドル名目実効為替レート)が2003年以来の水準まで上昇するなか、ドル高による米国の輸出や企業業績などへの悪影響が懸念され始めている状況。さらに、ドル高は、ドル建の資源価格の押し下げ圧力となるため、原油安と相まって資源国経済の低迷やエネルギー関連企業の業績悪化を一段と助長する可能性。実際、IMFの世界経済見通しでは、米国以外の多くの国で成長率が下方修正されており、なかでも産油国の下振れが顕著。また、相対的に景気が堅調な米国でも、原油価格が下落した昨年半ば以降の株価パフォーマンスをセクター別にみると、エネルギー産業の不振が際立っている状況。米国経済の回復基調持続、及び世界経済の持ち直しが明確化するまでは株安や資源国からの資金流出懸念などがリスク回避的な動きを招きやすく、円高圧力が強まる可能性を想定しておく必要。



(資料)米ICE、Bloomberg L.P.
(注)ドル指数の構成通貨は、ユーロ(57.6%)、円(13.6%)、英ポンド(11.9%)、カナダドル(9.1%)、スウェーデンクローネ(4.2%)、スイスフラン(3.6%)。



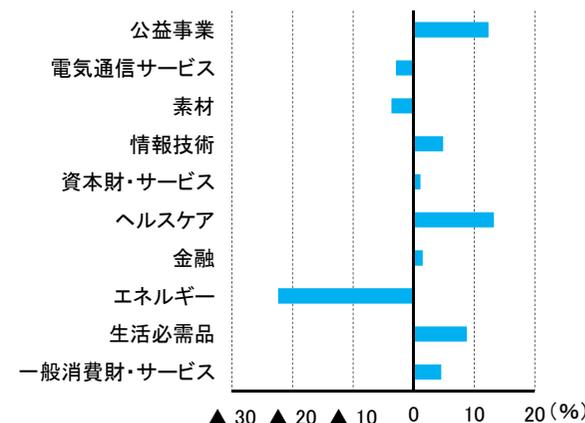
(資料)米ICE、Bloomberg L.P.

IMFの世界経済成長率見通し(2015年1月時点)
(単位: %、%ポイント)

国・地域	2015年	修正幅	2016年	修正幅
世界	3.5	▲0.3	3.7	▲0.3
米国	3.6	0.5	3.3	0.3
日本	0.6	▲0.2	0.8	▲0.1
ユーロ圏	1.2	▲0.2	1.4	▲0.3
英国	2.7	0.0	2.4	▲0.1
中国	6.8	▲0.3	6.3	▲0.5
インド	6.3	▲0.1	6.5	0.0
ASEAN	5.2	▲0.2	5.3	▲0.1
ブラジル	0.3	▲1.1	1.5	▲0.7
ロシア	▲3.0	▲3.5	▲1.0	▲2.5
サウジアラビア	2.8	▲1.6	2.7	▲1.7

(資料)IMFを基に日本総研作成
(注)昨年10月時点の見通しからの修正幅(%ポイント)。

米S&P500種の業種別株価パフォーマンス
(2014年7月初～2015年1月末)



(資料)Bloomberg L.P.をもとに日本総研作成

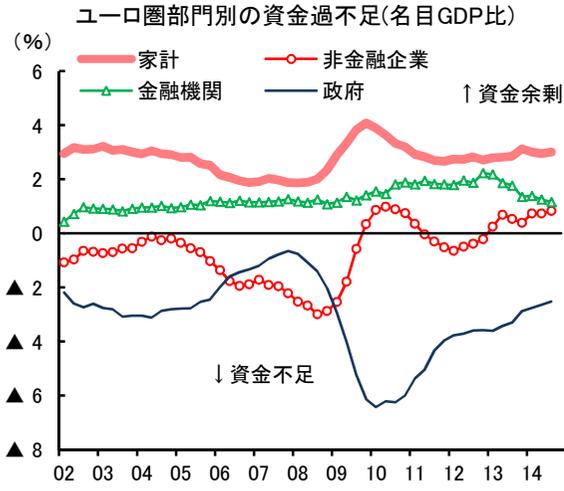
ECBの量的緩和がユーロ圏の景気・物価を押し上げることができるかは予断を許さない状況。

ECBは1月22日の理事会で、月額600億ユーロの資産買い入れプログラム(以下、量的緩和)を開始することを決定。決定の背景については、声明文で、①インフレ率の動向が予想していたよりも弱いこと、②既存の緩和策では長期にわたる低インフレのリスクに対応するのに不十分であること、を指摘(注)。期間については、今年3月から開始し、「(少なくとも)2016年9月末まで実行し、いかなる場合でもインフレ率の道筋が持続的に調整され、2%未満かつ2%近くというECBの中期的なインフレ目標と整合性があると確認できるまで行う」としており、事実上オープンエンド型とみなすことが可能。

ECBの量的緩和がユーロ圏の景気・物価を押し上げることができるかは予断を許さない状況。今回、ドラギ総裁は量的緩和の波及経路として、(1)銀行の家計・企業向け貸出のインセンティブを高めるポートフォリオ・リバランス効果、(2)インフレ期待に対するシグナリング効果、の2つを列挙。もっとも、(1)については、債務危機の後遺症が残る欧州では、民間部門のバランスシート調整圧力が根強いとみられるほか、自信を喪失した家計・企業が新規の借入に慎重になっている可能性があること等を踏まえると、銀行貸し出しの顕著な増加は期待薄。

次に、(2)については、低下傾向が続いてきた市場の期待インフレ率が今回の決定を受けて一旦は反発したものの、その後再び低下。今後、ECBが量的緩和を開始するなかで、市場だけでなく、各種サーベイも含めてインフレ期待が上向いてくるかがカギ。もっとも、原油価格の大幅な持ち直しが見込み難いなか、当面、ユーロ圏の消費者物価はマイナス圏で推移する可能性が大きいほか、原油価格が緩やかな持ち直しに転じても、大幅な需給ギャップが残るなか、デフレーション傾向が長期化する公算大。こうした状況下では、期待インフレ率が一段と下振れするリスクや、デフレーションの長期化がインフレ期待に組み込まれてしまうリスクが残る見込み。

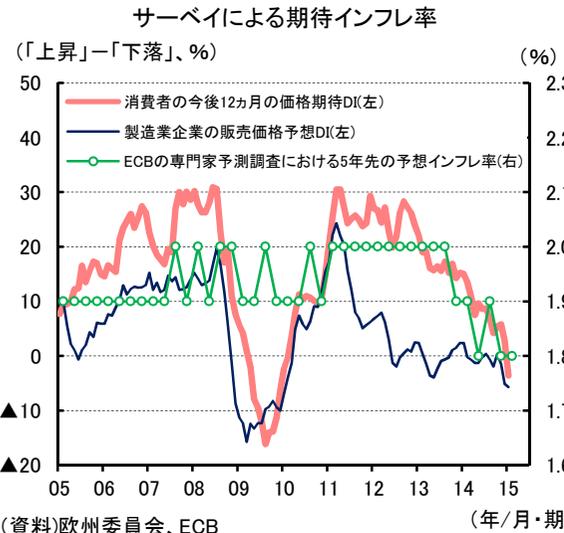
(注)①については、最近のインフレ率の低下は原油価格の急落が主因であるとしても、賃金や価格設定等への「二次的効果(second-round effects)」を通じて中期的なインフレ動向に悪影響を与えるリスクなどに言及。



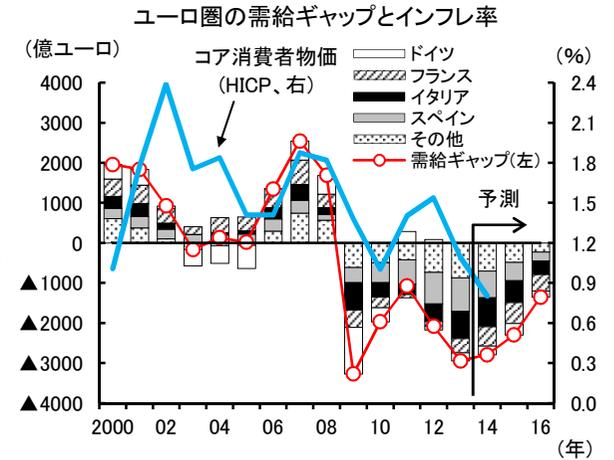
(資料)Eurostat



(資料)欧州委員会、ECB、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成



(資料)欧州委員会、ECB



(資料)DG ECFIN, Eurostat

(注)需給ギャップの予測は、欧州委員会予測を基に日本総研作成。コア消費者物価(HICP)は2014年も実績値。

今後も、欧米の金融政策の方向性の違いを反映してユーロ安基調が持続。ただし、短期的には、ユーロ買い戻しの動きが断続的に生じやすい状況。

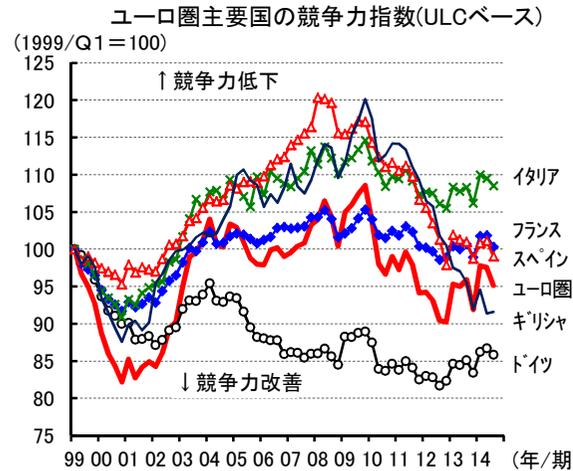
ドラギ総裁が示した(1)(2)以外では、ユーロ安が輸出競争力の改善を通じて輸出の増加や、ユーロ建て輸入価格の上昇を通じて消費者物価の押し上げにつながるという経路も。もっとも、①海外景気の減速、②主要輸出先であるロシアに対する経済制裁、③構造改革が遅れているフランスやイタリアでの輸出競争力の低下(労働コストの高止まり)、等から、輸出の本格回復は見込み薄であるほか、ユーロ建て輸入価格の上昇を通じた消費者物価の押し上げ効果も、当面はエネルギー価格の下落により相殺される見込み。

今回の量的緩和導入により、ECBのバランスシートは2016年中にかけて3兆ユーロ程度(対GDP比で約3割)に達する公算。もっとも、中央銀行のバランスシートの拡大でユーロ圏に大きく先行している日本やスイスなどでさえディスインフレ傾向が続いていることは、今後、ECBがバランスシートの拡大をやみくもに続けても、ディスインフレ傾向からの脱却が約束されているわけではないことを示唆。

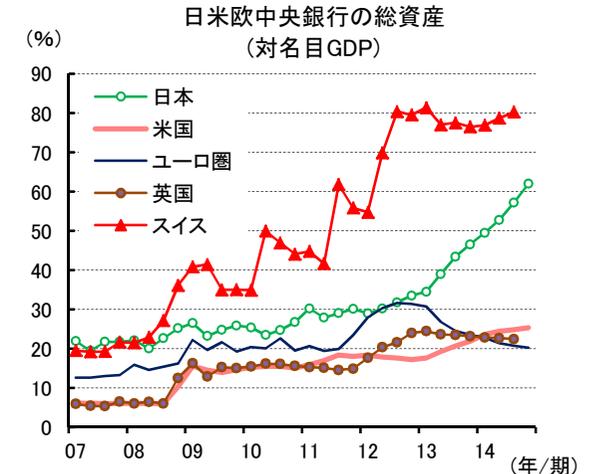
結局、ユーロ圏が低成長・ディスインフレ傾向から脱するためには、金融緩和が一時的なカンフル剤・需要刺激策を提供するなかで、フランスやイタリアなどの加盟国が改革を着実に実行し、企業が自信・競争力を取り戻すことが不可欠。ただし、フランスやイタリアなどが改革を着実に実行しても、成果が表れるまで時間を要するため、低成長・ディスインフレ傾向は長期化する見込み。

以上を踏まえると、量的緩和の長期化が見込まれるECBと金融政策の正常化を進める米FRBという、欧米の金融政策の方向性の違いを反映し、今後も対ドルでユーロ安基調が続く見込み。

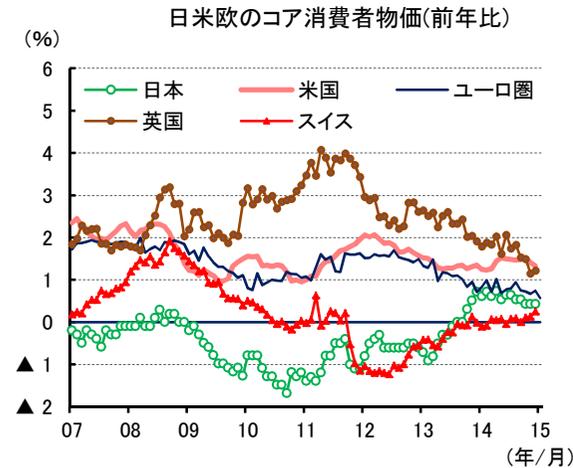
ただし、足許の投機筋の動向を示すIMM通貨先物取引(非商業部門)をみると、ユーロ売りポジションが大きく膨張。ギリシャとEU・IMFとの支援交渉の行方などに不透明感が残るものの、当面のユーロ売り材料が出尽くしつつあるなか、短期的にはユーロ買い戻しの動きが断続的に生じやすい状況。



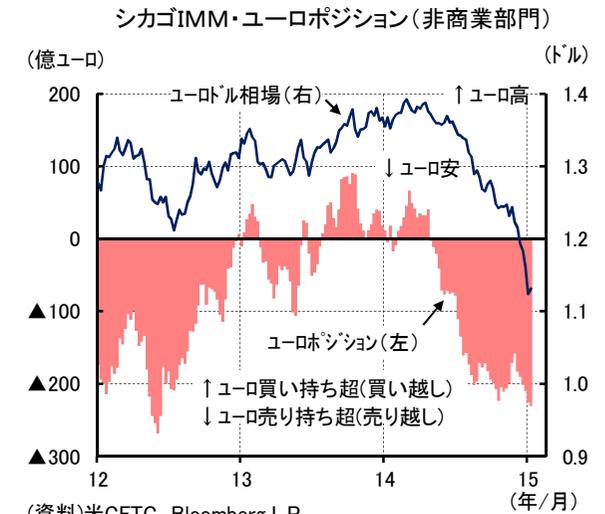
(資料)ECB
(注)ULC(単位労働コスト)は、名目雇用者報酬/実質GDP。



(資料)日銀、内閣府、FRB、BEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS、SNB、SECO



(資料)内閣府、BEA、Eurostat、ONS、KOF
(注)日本は消費増税の影響を除く。



(資料)米CFTC、Bloomberg L.P.

中期的には対円、対ユーロでドル高基調が続くとの見方は不変ながら、短期的には方向感が出にくい展開。

<ドル円相場の見通し>

日銀の追加金融緩和など、当面の円売り材料が出尽くすなか、短期的には方向感が出にくい展開が続く見込み。原油安を受けた産油国景気・エネルギー関連産業の先行き懸念等が高まる場面では、リスク回避の動きが強まり、一時的に円高ドル安に振れる可能性も。

もともと、米国でデフインフレ傾向が続くなか、先行き市場の混乱を招くような大幅な利上げは見込み難いほか、日欧などでも金融緩和の強化が続くと見込まれることから、リスク回避の動きは一時的にとどまり、円安ドル高の流れが大きく転換する公算は小。

2015年を通してみれば、①日米の金融政策の方向性の違い、②日本の投資家による海外投資拡大や、わが国の貿易赤字に伴う実需の円売り、等を背景に、緩やかな円安ドル高基調が続く見込み。

<ユーロ相場の見通し>

対ドルでは、ギリシャとEU・IMFとの支援交渉の行方などに不透明感が残るものの、ECBの量的緩和導入や、ギリシャ総選挙での反緊縮派の勝利など、当面のユーロ売り材料が出尽くしつつあるなか、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、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、ギリシャなど欧州の政治リスクが高まれば、ユーロ安へと振れる一方、わが国の消費者物価に十分な持ち直しがみられなければ、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。

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	118	119	120	121
(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

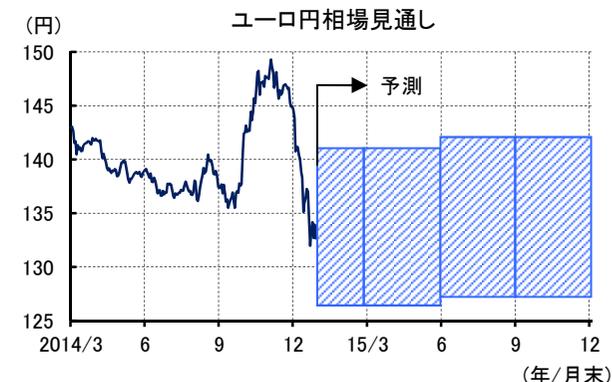
	2014年		2015年		
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	142.90	133	133	134	134
(高値)	149.80	140	140	141	141
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	134.14	126	126	127	127

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	1.13	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・ ストック50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	0.09	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