

---

---

# 為替相場展望

2015年1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
- ◆2015年もドル高の流れが続くのか・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 2～4
- ◆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1月6日9:00時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

---

---

# 月半ばにかけて対円、対ユーロでドル安に振れたものの、月後半は再びドルが持ち直し。

## <12月のドル円相場>

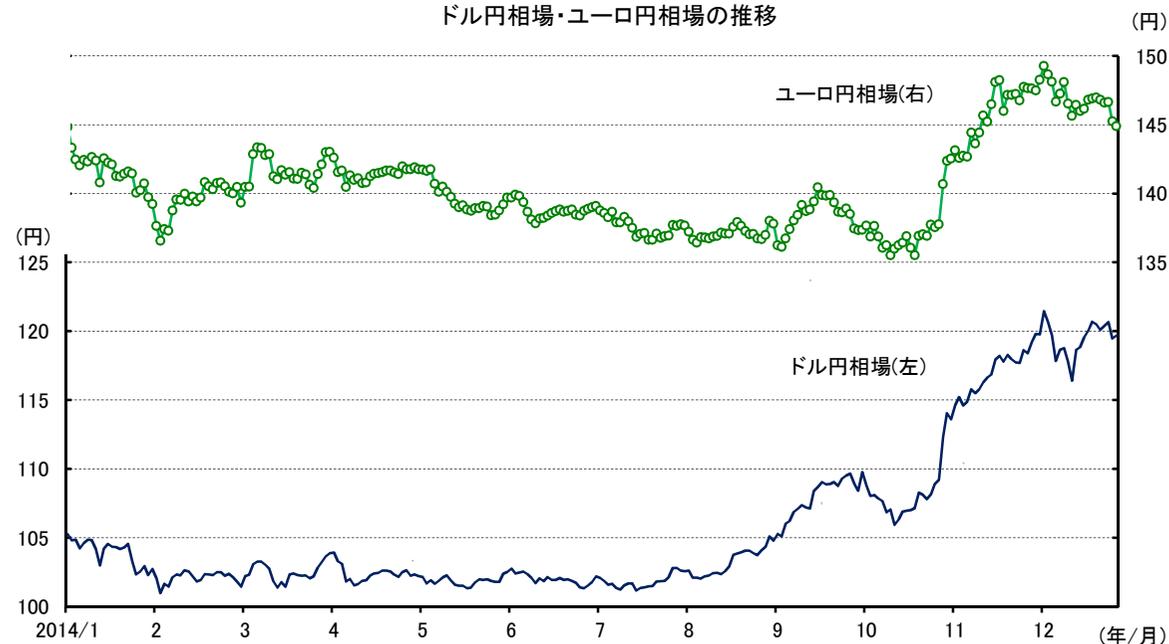
5日の良好な米11月雇用統計を手掛かりに、8日には一時121.85円まで円安ドル高が進行。その後、①14日のわが国衆院選が市場予想通りの与党圧勝で終わり、当面の円安材料の出尽くし感が台頭したこと、②大幅な原油安を受けてロシアなど産油国経済の先行き懸念が強まったこと、等から、16日に一時115円台半ばまで円高が進行。月半ば以降は、①17日の米FOMCが早期利上げ懸念を惹起させることなく、フォワードガイダンスの修正に成功し、利上げに向けて一歩前進したこと、②23日の米7～9月期GDP確報値が良好な結果となったこと、等を受けて、一時120円台までドルが上昇。

## <12月のユーロ相場>

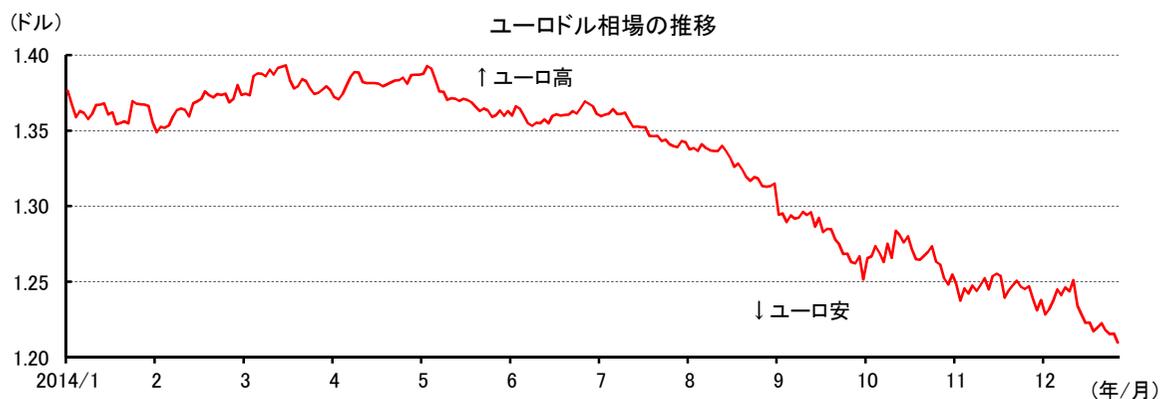
対ドルでは、米国で良好な景気指標の発表が相次いだこと等を受けて、8日に1.22ドル台半ばまでユーロが下落。その後、①独景気指標の改善、②大幅な原油安・ロシアルーブルの急落等を受けたリスク回避の動き、等を背景に、16日にかけて1.25ドル台後半までユーロが買い戻されたものの、その後は、①利上げに向けて一歩前進した17日の米FOMC、②良好な米景気指標、③ギリシャの政局不安の高まり、等を手掛かりに、年末にかけて1.21ドル前後までユーロ安が加速。

対円では、ECBに対する過度な追加緩和期待が後退したこと等を受けて、8日にかけて149円台後半までユーロが上昇。その後は、原油安を受けたロシアなど産油国経済の先行き懸念等を背景にリスク回避の動きが強まり、16日にかけて145円台までユーロが下落。月後半は、原油安が一服し、それに伴うユーロ安に歯止めがかかったものの、ギリシャの政局不安が高まったこと等から、月末にかけて144円台までユーロが続落。

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.

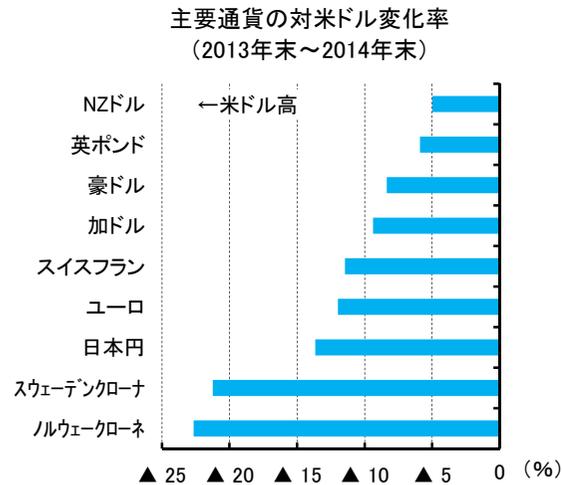
# 2014年のドル高基調の底流にあった景気格差・金融政策の方向性の違い等の構図は2015年も続く見通し。

2014年の為替相場は、①好調な米国とその他主要国・地域間の顕著な景気格差、②景気格差を反映したFRBと日銀・ECBなど、主要国中銀の金融政策の方向性の違い、等を背景に、米ドル全面高の展開に。以下では、2015年の米ドル高の持続性について検討。

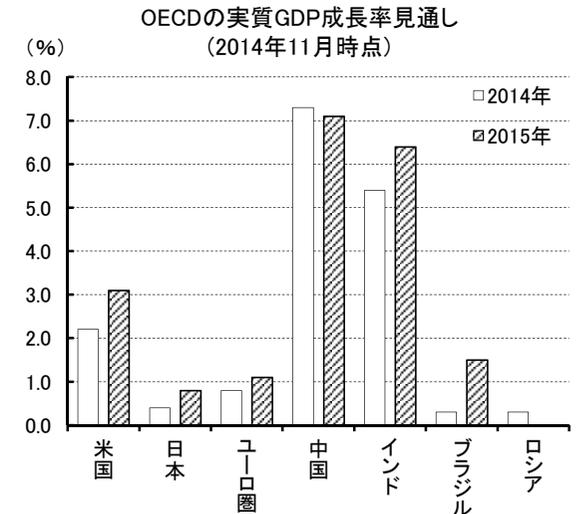
2014年のドル高基調の底流にあった景気格差・金融政策の方向性の違い等の構図は2015年も続く見通し。まず、米国とその他主要国・地域との景気格差は当面解消されずに残る見通し。先進国では、雇用増が続く米国で3%前後の安定的な成長が見込まれる一方、ユーロ圏では輸出の回復、日本では消費増税の影響減衰が期待されるものの、ともに成長率は1%前後に持ち直す程度。新興国では、中国が緩やかな減速を続けるほか、中国向け輸出の伸び悩みや資源価格下落などを背景に、資源国を中心に低迷が続く見通し。

米FRBと日銀・ECBなど、主要国中銀の金融政策の方向性の違いも引き続きドル高に作用する見込み。米国では、昨年10月末に量的緩和拡大を終了し、今後も景気の堅調な推移が続けば、今年夏頃のFRBによる利上げ開始が視野に。対照的に、日本では、昨年10月末に日銀が2%の物価目標達成に向け「量的・質的金融緩和」を一段と拡大したほか、ユーロ圏では、デフレ回避に向けECBは2015年1～3月期に国債購入を含む量的緩和へ踏み出す公算大。

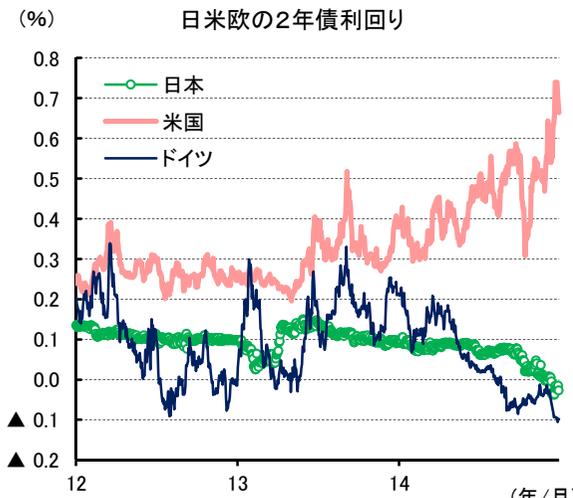
この結果、金融政策(政策金利)の見通しを反映しやすい2年債利回りは、米国で上昇基調が続く一方、日欧ではゼロ近傍での推移が続く見込み。また、中央銀行のバランスシートは、米国で横ばいとなる一方、日欧では拡大が見込まれ、金利だけではなく、バランスシートの観点からも金融政策の方向性の違いが一段と鮮明化する見込み。



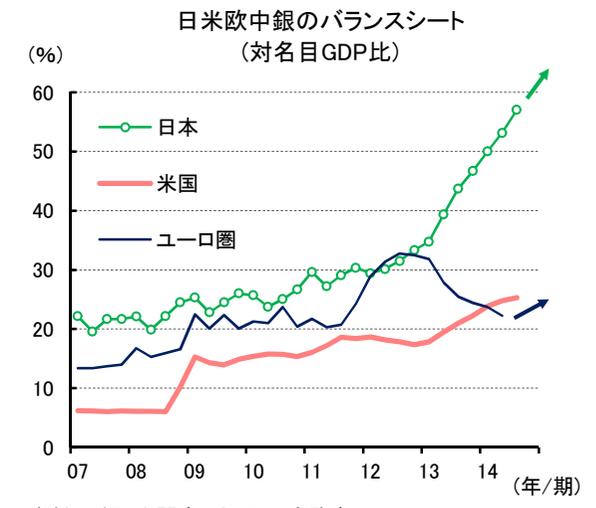
(資料)Bloomberg L.P.をもとに日本総研作成



(資料)OECD



(資料)Bloomberg L.P.



(資料)日銀、内閣府、米FRB、商務省、ECB、Eurostat

# 主要国のなかで高金利国となっている米国には、投資資金が流入。一方、低金利国となっている日本やユーロ圏は、資金調達源に。

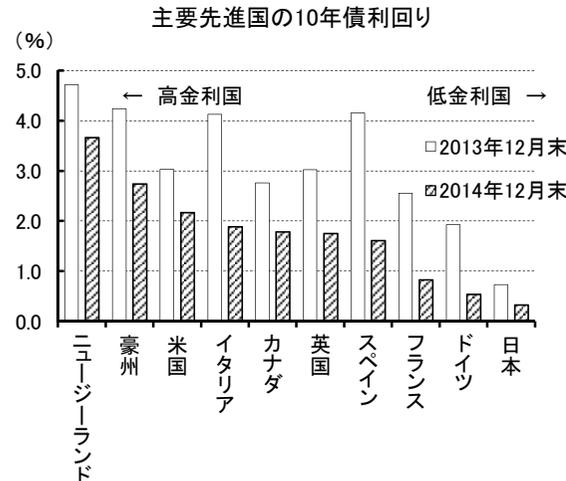
主要先進国のなかで高金利国となっている米国には、投資資金が流入しやすい状況。2014年入り以降、主要先進国の10年債利回りは一様に低下したものの、相対的に景気が堅調、かつ、金融政策の正常化が視野に入った米国の金利が下げ渋った結果、米金利は、ニュージーランド、オーストラリアに次いで3番目に高い水準に。

一方、低金利国となっている日本やユーロ圏の通貨(円、ユーロ)は、資金調達の通貨として選好されやすい状況。投機筋の動向を示すIMM通貨先物取引(非商業部門)の動向をみると、主要通貨に対して米ドルが買い持ち超となるなかで、対円、対ユーロでの米ドル買い持ちポジションの積み上がりが顕著。

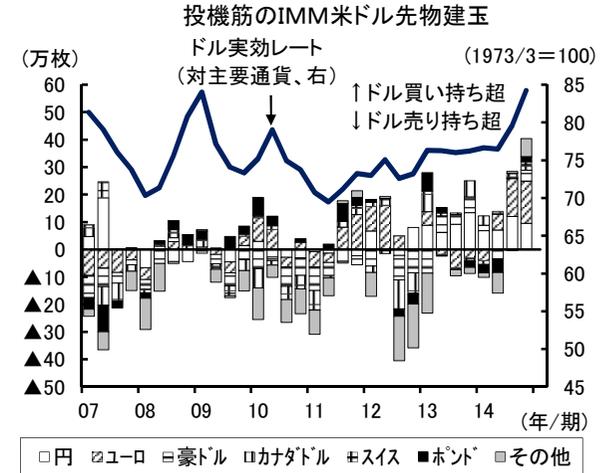
また、2005~07年の円安局面において、円資金を調達し海外資産に投資する「円キャリー取引」を示す指標として注目された「在日外国銀行本支店勘定(資産)」も足許にかけて緩やかに増加傾向。

これらの動向は、円やユーロで資金調達し、米ドル建てなどの海外資産で運用するキャリー取引が拡大し始めている可能性を示唆。足許の金融環境が続く限り、円キャリー取引、ユーロキャリー取引が今後も拡大傾向をたどる見込み。

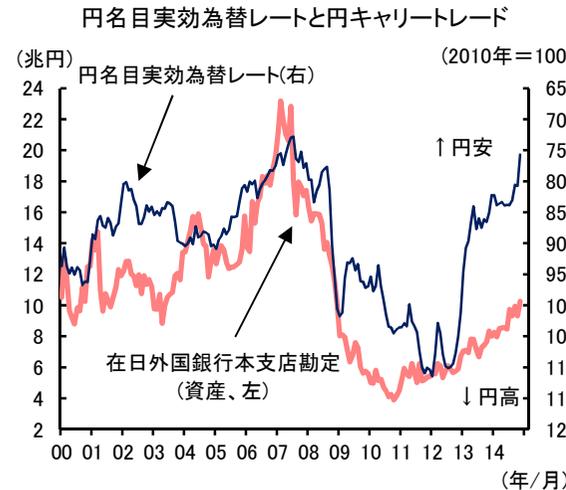
なお、日本(円)固有の要因としては、今後、原油安に伴う輸入減少、円安等の影響を受けた輸出の増加から貿易赤字の縮小が見込まれるものの、2014年春以降活発化しているわが国機関投資家や個人投資家の対外投資が貿易赤字縮小に伴う円高圧力を相殺する見込み。昨年10月末に国内債以外での運用比率引き上げを発表したわが国年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)による海外投資拡大も円安を下支える要因に。



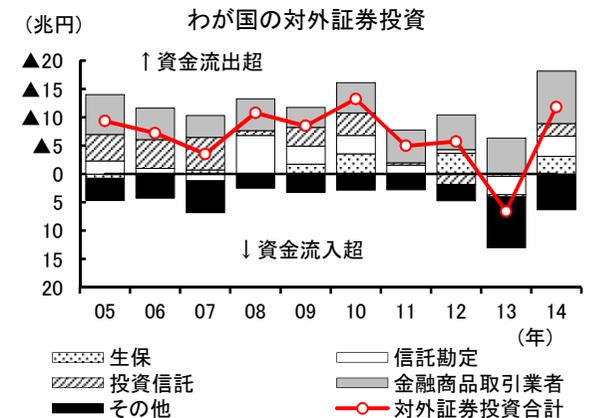
(資料)Bloomberg L.P.  
(注)2014年12月末時点の利回り水準の順。



(資料)米CFTC  
(注)各四半期の最終火曜日時点の残高。



(資料)日銀



(資料)財務省  
(注)指定報告機関ベース、除く銀行勘定、公的部門。棒グラフは投資家部門別の内訳。2014年は1~11月累計。

## 2015年は、対円、対ユーロで一本調子のドル高とはならず、ドル安方向への調整を伴いながら、緩やかなドル高基調をたどる見込み。

ただし、リスク回避の動きが強まる局面では、米ドルへ向かった投資資金の逆流により、ドル安方向への揺り戻しが生じる可能性を想定しておく必要(注)。

これまで米FRBの量的緩和拡大が投資家のリスク選好を喚起し株価上昇の一翼を担ってきただけに、昨年10月末の量的緩和拡大の終了によって、株価が不安定になりやすくなっている可能性。また、ドル高は、ドル建の資源価格の押し下げ圧力となるため、交易条件の改善を通じて米国や資源輸入国の経済にプラスに作用する一方で、資源国経済の低迷を一段と助長する可能性。こうしたことも踏まえると、FRBの利上げ(観測の高まり)等がトリガーとなり、株安や新興国・資源国からの資金流出懸念がいつ再燃してもおかしくはない状況。

もっとも、以下の要因を踏まえると、ドル安が生じてても一時的かつ小幅にとどまる見通し。まず、米国でディスインフレ傾向が続くなか、先行き大幅な利上げは見込み難いほか、日本や欧州で金融緩和強化が続くことから、先進国を中心に緩和的な金融環境は当面維持される見込み。また、過去には米FRBの利上げがトリガーとなり、メキシコ危機(94年)、アジア危機(97年)など新興国の通貨危機が発生したものの、当時と比べて潤沢な外貨準備を有するなど、新興国のファンダメンタルズは格段に強化されており、通貨危機に至るリスクは小。リスク回避の動きが限られれば、投資資金の逆流も軽微なものにとどまる見込み。

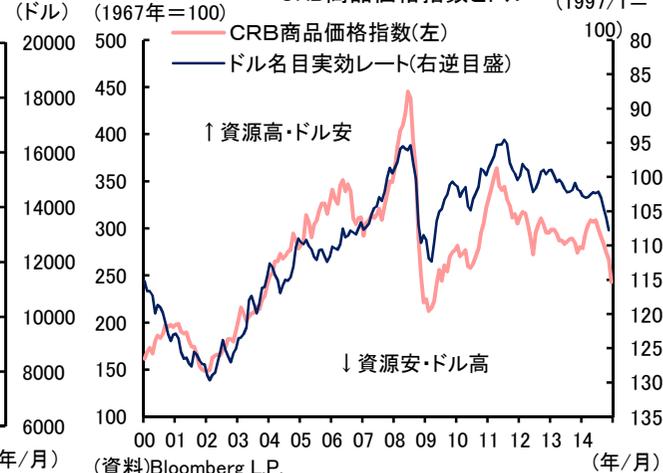
以上を踏まえると、2015年は、対円、対ユーロで一本調子のドル高とはならず、ドル安方向への調整を伴いながら、緩やかなドル高基調をたどる見込み。

(注)ただし、ウクライナ・ロシア問題、ギリシャの政局不安など、欧州発の要因でリスク回避の動きが強まった場合には、ドル安(ユーロ高)とはならない可能性大。

米国株とFRBのバランスシート規模



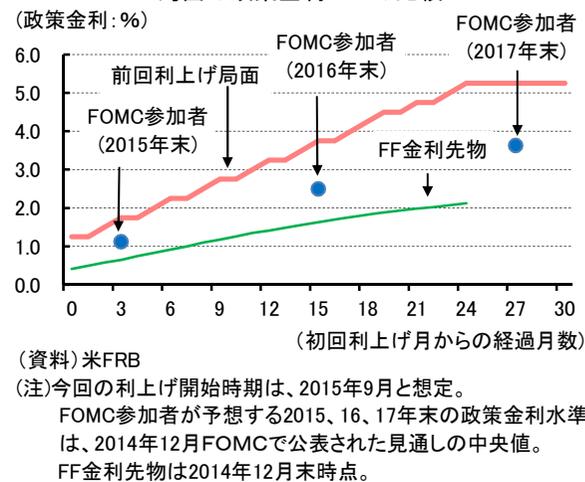
CRB商品価格指数とドル



米国の政策金利と新興国通貨



米国の前回利上げ局面と今後予想される利上げ局面の政策金利パスの比較



# ドル円：調整を伴いながらも、基調としては円安ドル高が持続。 ユーロ：ユーロ買い戻しを伴いながらも、対ドルではユーロ軟調地合いが持続。

## <ドル円相場の見通し>

米F R Bの利上げ(観測の高まり)等をきっかけに、株安や新興国・資源国からの資金流出懸念が再燃すれば、リスク回避の動きが強まり、円高方向への揺り戻しが生じる可能性。もっとも、米国でディスインフレ傾向が続くなか、先行き大幅な利上げは見込み難いほか、日本や欧州で金融緩和強化が続くことから、先進国での緩和的な金融環境は当面維持される見込み。こうした状況下、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堅調な景気を背景に利上げに向かう米F R Bと物価目標達成に向け積極的な金融緩和を続ける日銀という、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、円安ドル高基調が続く見込み。

## <ユーロ相場の見通し>

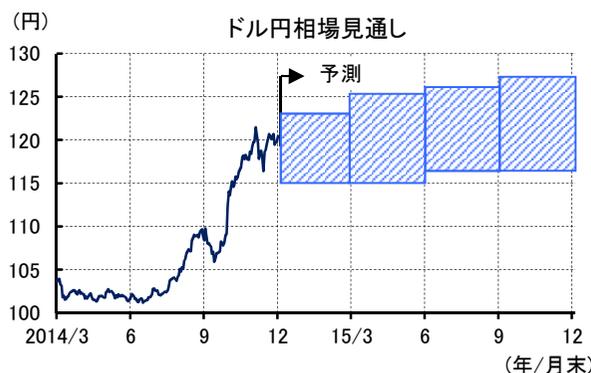
対ドルでは、着実な景気回復を背景に利上げに向かう米F R Bと、デフレ・低成長回避に向け国債購入を含む量的緩和に踏み込むE C Bという、米欧の景気格差・金融政策の方向性の違い等を反映して、ユーロ軟調地合いが続く見込み。ウクライナ・ロシア問題、ギリシャの政局不安なども折に触れユーロ安要因に。

対円では、春先にかけてE C Bが国債購入を含む量的緩和に踏み切ることが予想されるなか、ユーロ安に振れる可能性が高いものの、日銀は大規模な量的緩和を続けており、一方的なユーロ安には至らない見込み。その後は、日欧ともに金融緩和の長期化が予想されるなか、方向感が出にくい展開へ。

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	120	121	121	123	
(高値)	121.85	123	125	126	127	
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫	
(安値)	105.19	115	115	116	116	

予測



ユーロ円相場見通し

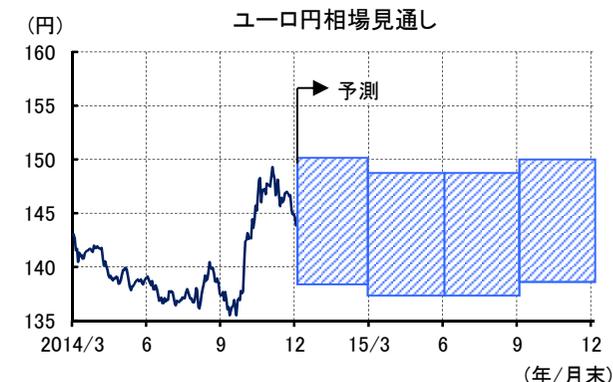
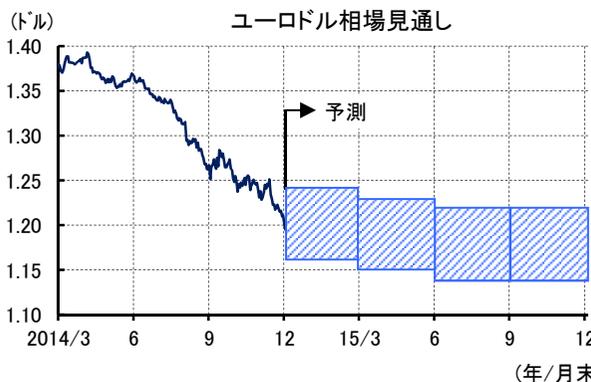
	2014年		2015年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	142.90	144	143	143	144	
(高値)	149.80	150	149	149	150	
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫	
(安値)	134.14	138	137	137	138	

予測

ユーロドル相場見通し

	2014年		2015年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	1.2492	1.20	1.18	1.17	1.17	
(高値)	1.2888	1.24	1.23	1.22	1.22	
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫	
(安値)	1.2096	1.16	1.15	1.14	1.14	

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)
12/1	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	0.09	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