

## FOREX WEEKLY

～拡大版・4～6月の見通し～



三井住友銀行

SMBC SUMITOMO MITSUI  
BANKING CORPORATION

市場営業統括部 チーフ・エコノミスト 山下えつ子

## 「四半期為替見通し～ドル、ユーロ、ポンド、豪ドル」 p.6

## 足元のマーケット動向、及び来週の見通し

## &lt;来週の予想ポイント&gt;

ドル/円	上昇	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Fedハト派の立ち位置を見たい。</li> <li>・ 日銀のスタンス、日本の経済データは円安材料。</li> </ul>
ユーロ/円	上昇	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ECB理事会では利上げ実施。</li> </ul>

	今週のレンジ	本日正午	来週の予想レンジ	今後3ヶ月の予想レンジ
ドル/円	80.87-83.70円	83.69円	82.50-85.00円	81.00-87.00円
ユーロ/ドル	1.4021-1.4233ドル	1.4159ドル	1.4050-1.4300ドル	1.3500-1.4500ドル
ユーロ/円	114.15-118.52円	118.49円	116.00-120.00円	110.00-125.00円

(今週のレンジは先週金曜日正午～本日正午、予想レンジは本日正午～来週金曜日正午)

大地震の被災地では、鉄道、道路、港湾などインフラの復旧が始まり、物流が一部回復した。依然として生産再開の目途がたないメーカーがある一方、部分的に生産を再開し始めたメーカーや4月以降の再開予定日を発表したメーカーもある。また、電力供給増加と節電努力や夜間操業などの対応により、計画停電が見送られる日が増えた。原発事故の收拾への動きは捗々しくなく、不透明感がある一方で、復旧・復興の動きも少しずつだが見え始めた、というのが現状である。

ただし、震災の影響やその後の復旧状況を数値で示す統計データは未だほとんどなく、全容を正確なデータで把握することが出来ない。今のところ、31日に発表された製造業PMI(調査期間3/11-25)のみが震災後のデータだが、月間下落幅では2001年の調査開始以来最大の悪化となり、サプライチェーンの断絶による生産減少、需要減と受注キャンセルによる新規受注の減少が指摘された。本日(1日)の日銀短観は大企業製造業の業況判断DIは2四半期ぶりの改善、先行きは慎重、という結果。3/11が回収基準日で、その時点での回答割合は72%、残りが震災後だった。日銀は4/4に回収日ベースで震災前と後に分類した結果を再公表する。8日には景気ウォッチャー調査(調査期間3/25～31)が発表される。

- ・ FOREX WEEKLYに関するお問い合わせは、現在お取り扱い中の営業部/支店にお願い申し上げます。
- ・ FOREX WEEKLY は弊行ホームページでもご覧頂けます。<http://www.smbc.co.jp/> マーケット情報 外国為替情報 フォレックス・ウィークリー)

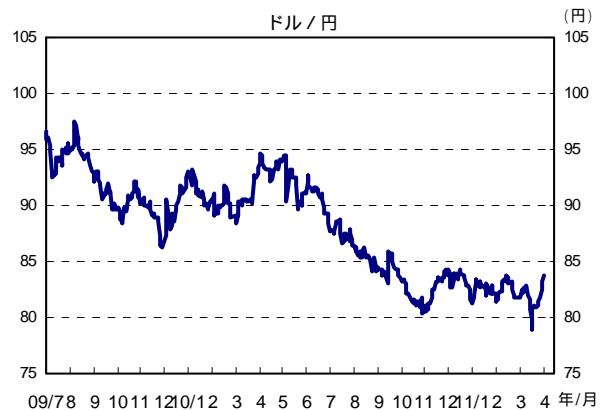
本レポートは情報の提供を目的としており、何らかの行動を喚起するものではありません。ここに示した意見は本レポート作成日現在の筆者の意見を示すのみです。データや数値の抽出範囲・基準は任意で設定している場合があります。データ・資料等については、数値等の誤りが含まれている可能性があります。本レポートに基づき、お客さまが投資のご判断をされた結果に基づき生じた損害・損失について当行は一切責任を負いません。投資や資金運用に関する最終決定は、お客さまご自身で判断されるようお願い申し上げます。

マーケットは総じて震災直後の混乱状態から、次の局面に移った。為替相場は円高、協調介入を経て、今週は円安。ドル円は 83 円台後半、ユーロ円は 118 円台前半まで円安が進行。日経平均株価は 9755 円まで戻して 3 月末を終了したものの、先行き不透明感強く、海外株の戻りには劣後している。円債相場は株式相場の戻りと復興財源を巡る思惑から、金利はじり高。震災や原発事故を受けて、今後の日本経済や企業業績、財政状況がどうなるか。マーケットはそこを見始めている。

為替市場では再び金利差が焦点。日本では震災後、日銀の追加緩和が実施され、将来的にも利上げ開始の時期が後ずれたイメージがもたれている。他方、欧州では来週 7 日の ECB 理事会でプレアド通り利上げが実施される見込み。米国でも QE3 はないとの見方が市場のコンセンサスである。震災と復興需要によって、今後、日本の輸出が減少、輸入が増加、結果として円安、との見方も台頭している。

米国では Fed 高官スピーチが連日多数行われている。タカ派がトーンを強めている印象。QE3 はない、との見方で間違いはないだろうが、利上げ急ぐべしとのタカ派主張に対してバーナンキ議長などハト派の立ち位置がどの辺りなのか。当面の注目点はそこにある。来週は 5 日に 3 月の FOMC の議事録が公表される。手掛かりの一つになるだろう。一方、雇用統計と製造業 ISM が本日発表されるが、マーケットの地合いからは、強めの際の金利上昇 ドル上昇が、弱めの際の金利低下 ドル下落よりも、勢いが強いだろう。実際の数字は、雇用は緩やかに改善、製造業 ISM はピークアウト、となるだろう。

一方、欧州では 7 日の ECB 理事会後の総裁記者会見に注目。連続利上げはない、と明言されると予想するが、インフレ率が上振れているため、先行き警戒トーンは緩めないため、ユーロを大きく売ることも出来ない。ユーロとドルは日替わりの強弱関係、円は円安基調を来週も継続と予想。



(データ出所 : Reuters)

**各種相場の動き**

< 債券 (日本国債・10年債利回り) >



< 債券 (米国債・10年債利回り) >



< 株 (日経平均株価) >



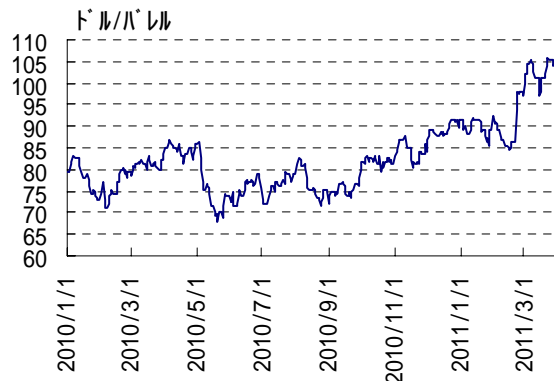
< 株 (米ダウ) >



< 株 (上海総合指数) >



< 原油 (WTI 先物 (期近物)) >



## 四半期為替見通し（4月～6月）

チーフエコノミスト 山下えつ子

ドル/円	1～3月のレンジ	4～6月予想レンジ	7～9月予想レンジ	10～12月予想レンジ
	76.25～83.98	81.00～87.00	82.00～87.00	85.00～90.00

1-3月には、中東地域における民主化運動の広がりや3月11日の日本の大震災が想定外の大きな出来事だった。2011年における円高リスクの一つには「地政学リスクなど大きなリスクイベントの発生によるリスク回避」に伴う円高があると考えてはいたが、実際にはこうしたリスクイベントは、大地震を始め、事前に予想出来ない事象が多い。

日本の大震災とそれに伴う原発事故を受けて、リスク回避の動きが強まったのと同時に、震災後、日本の機関投資家による海外資産引き揚げがあるとの憶測から、急激に円高が進行。3月17日には歴史的な円高水準となる76.25円を付けたが、18日にG7協調介入が実施され、投機的な円高は阻止された。

日本の震災からの復興、電力不足の影響、また原発事故の処理については、依然として不透明感が強い。だが、3月の円高に対して、4-6月はむしろ円安と見ている。日本では震災・電力不足の影響から金融政策の正常化が遅れるとの見込みがある一方で、欧米では正常化が意識され始めており、金利差を主体とする相場では円安に向かいやすい。また、震災・電力不足による生産能力の低下で輸出が減少すると同時に、復興需要のための原材料輸入や海外からの代替輸入などが増加するため、経常収支の黒字縮小あるいは赤字化が予想される。これも円安要因と捉えられやすい。

日本については、不透明感を最大限排除すること、また、センチメント悪化を防ぐことが肝要である。夏場に向けた電力不足については産業界では経団連が自主行動計画を取り纏め中。現在実施中の計画停電の非効率を改善でき、生産活動や消費に不要な下押し圧力がかからない工夫が必要だ。多くの経済指標は日本経済が震災前までは持ち直しの軌道に乗っていたことを示している。年度前半の失速を最小限に留めれば、秋以降の回復に期待が繋がるだろう。

一方、ドルは6月で終了するQE2の後が最大焦点だったが、QE3はない、ということで決着を見そう。だが、それを乗り越えて、出口・利上げに一直線に進むべきかのような論調がFedタカ派メンバーから始まった。4-6月はQE2終了後、出口がいつから、どのように進められるのか、に焦点が当たる。

デフレリスクや二番底リスクが消えた以上、QE3に踏み込まないのは自然な成り行きだ。しかし利上げを急ぐべきか。変化している環境では、1-3月に発生した中東の民主化運動激化とそれによって増幅された原油高が重要だ。原油高は景気のダウンサイドリスク、物価にアップサイドリスクをもたらす。現在の原油価格の水準からは、景気、物価、どちらに対しても中途半端な悪影響を及ぼすのみで、金融政策を変更するには至らないと筆者は考えている。したがって、4-6月はまだ、原油価格そのもの、およびその影響を見極める時期だろう。

ドルは出口観測が高まると上昇、後退すると下落、を繰り返すが、QE3がないことが出口観測の後退の下限を作り、結果として、ドルの下落の余地は限られよう。一方、住宅関連指標の弱まりや消費者センチメントの悪化、製造業のピークアウト感がドルの上値も抑える。4-6月のドル円予想レンジは81.00～87.00円。



ユーロ	1~3月のレンジ	4~6月予想レンジ	7~9月予想レンジ	10~12月予想レンジ
ユーロ/ドル	1.2860~1.4249	1.3500~1.4500	1.3500~1.5000	1.3500~1.4500
ユーロ/円	106.50~117.90	110.00~125.00	110.00~125.00	115.00~130.00

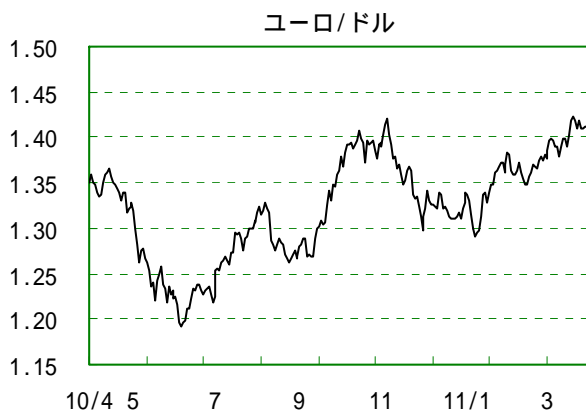
ユーロ圏では ECB が 4/7 の理事会で利上げを実施する見込みである。利上げ開始時期は大方の予想よりも遥かに早かった。昨年来、原油、銅や農産物などのコモディティ相場が上昇し、この 1-3 月には中東情勢の悪化に伴い、原油が一段高となった。このため、予想以上にヘッドライン・インフレが上昇し、ユーロ圏 3 月の HICP は前年比+2.6%と ECB が上限とする 2.0%を大きく上回った。ECB は 2008 年にも原油高騰でインフレ率が上昇すると利上げに踏み切ったが、今回もインフレ率の上昇を看過できずに利上げ実施となるようだ。

ユーロ圏の景気はしかし悪くはない。昨年はギリシャ、アイルランドなど周辺国の財政問題からユーロが 1.20 を下回る水準まで下落し、結局、ドイツを始めユーロ圏は問題発生地でありながら、経済的にはユーロ安の恩恵を蒙った。もはや景気面からは金融政策の正常化を始めても問題なし、との判断となった模様である。金利面から試算されるユーロドルの適正水準は 1.45、ユーロ円は 130 円。このうち円は円高リスクが多く、これまで推計値ほどのユーロ高・円安にはならなかったが、4-6 月は日本要因で円安バイアスがかかると予想するため、ユーロ円も 120 円~125 円程度までの円安が予想される。

一方、ユーロ圏の財政問題（ポルトガルなど周辺国の財政問題、および 2013 年以降の包括的な支援スキームの策定）は未だに決着していない。ポルトガルでは 3 月に財政赤字削減案が議会を通らず、首相が辞任。4-6 月に予定される国債入札に対する懸念や、EU/IMF に対する救済要請への思惑が市場には存在する。6 月 5 日にポルトガルでは総選挙が実施される。

だが、こうした混乱も、昨年とは異なり、マーケットの継続的なユーロ売り材料となることが少なくなった。1 日から数日間という短時間ユーロ売りに向かっても、利上げ観測や強めの経済指標、高めの物価指標といったものを材料に再びユーロ買いとなる。(1)昨年、ユーロ崩壊シナリオが示現しなかったため、もはや執拗なユーロ売りは出ないこと、(2)インフレが今年のグローバルなテーマであり、金融政策の正常化・引き締めに向かう通貨が上昇しやすいこと、(3)ECB が周辺国問題には非伝統的手法で対応するとして、伝統的金利政策と区分する姿勢を明確にしたこと、がユーロ上昇の大きな背景だろう。

ただし、4/7 の ECB 理事会で利上げ実施後、連続利上げは行われないと予想するため、4-6 月にはユーロドルは 1.45 を抜けられないと考える。



英ポンド	1~3月のレンジ	4~6月予想レンジ	7~9月予想レンジ	10~12月予想レンジ
ポンド/ドル	1.5407~1.6401	1.5500~1.6500	1.5500~1.6500	1.5000~1.6000
ポンド/円	123.17~135.48	130.00~140.00	130.00~145.00	140.00~150.00

英ポンドを巡る情勢はユーロと似ている。英国のインフレ率は2月に4.4%とBOEのターゲット2%を大きく超え、5%超まで上昇するリスクがあるとされている。BOE金融政策委員会では、毎回、利上げに投票する委員が増え、3月時点では9名の委員のうち3名が利上げに投票した。ポンドは利上げ観測を背景に、対ドルで1-3月は1.50台半ばから1.60台前半まで上昇。

英国も早期利上げに踏み切るのかどうか。ECBは4月の利上げをプレアドしたが、BOEは金融政策のプレアドをしないのがこれまでの在り方である。毎回の会合で情勢判断をし、機動的に動くことを旨としているためだろうが、「機動的」過ぎてマーケットにはサプライズをしばしば与えてしまう傾向もある。

金融政策委員会の投票では利上げ派が増えているが、キングBOE総裁は先行き不透明感があることを理由に、利上げに対して慎重である。今年初来の中東情勢が原油高を通して景気と物価の両面に影響を及ぼしている点は英国も同様だが、物価が上昇している一方で、景気に対するネガティブな影響も見極めたいというスタンスである。しかし、ユーロ圏のインフレ率が実はコアは意外と落ち着いているのに対して、英国のインフレ率はヘッドラインのみならず、コアもジリ高となっている。このため、4-6月、恐らく5月の四半期インフレレポート作成時の会合でBOEも利上げを実施することになるだろう。

また、ECBについては4月の利上げの後、様子見に入ると予想するが、BOEについては5月に利上げ開始後、連続利上げとなる可能性が高いと予想する。この結果、4-6月はポンドの一段高、特に対円では円安基調も重なって、上値を伸ばす展開が予想される。



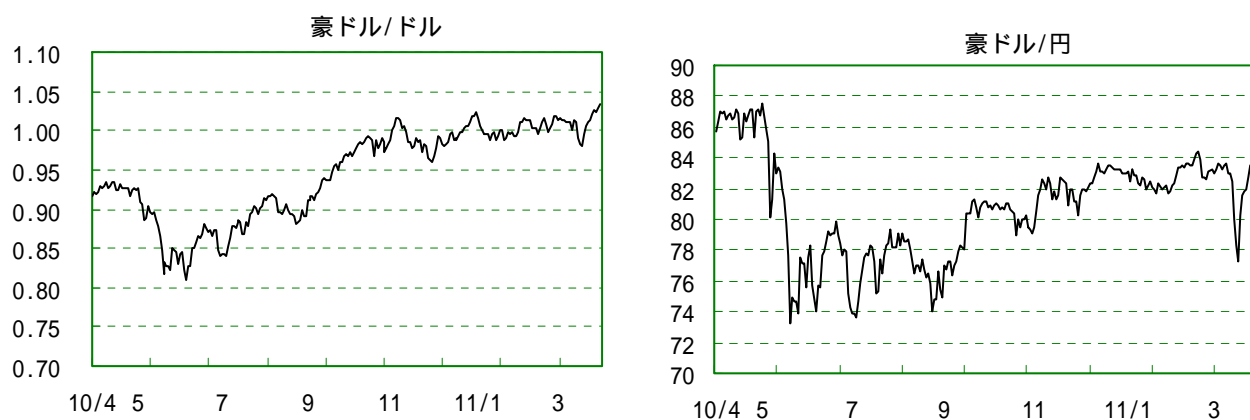
豪ドル	1~3月のレンジ	4~6月予想レンジ	7~9月予想レンジ	10~12月予想レンジ
豪ドル/米ドル	0.9704~1.0360	0.9500~1.0500	0.9000~1.1000	0.9000~1.0500
豪ドル/円	74.71~85.99	82.00~90.00	85.00~90.00	80.00~90.00

豪ドルの動きを規定するのは、金利とコモディティ相場。1-3月には終盤にかけてコモディティ相場の上昇とともに豪ドルは対米ドルでは1.00を上抜けたが、1-3月のほとんどの時間を1.00近辺での横這いで通過した。年初来の中東情勢の悪化でリスク回避の動きが高まったほか、中国の引き締めがコモディティ相場の上値を抑えたためである。

4-6月には、中国の引き締め継続、欧州の利上げや米国の量的緩和終了、といった海外の金融環境の引き締まりがコモディティ相場に与える影響に留意する必要がある。中国ではCPIが依然として上昇基調にあり、5%を超えるとの見込みとなった。他の新興国でもインフレ抑制のための利上げが継続している。金融緩和がグローバルに解除されていく中で、流動性相場は次第に弱まると考えられる。

しかし他方、こうした金融緩和の解除が直ちにグローバル景気を冷やすことはなく、コモディティへの実需増加期待も4-6月は依然として健在と思われ、コモディティ相場の急落も予想しにくい。このため、コモディティ相場が金利の材料で下落する局面では豪ドルが下落、景気の材料でコモディティ相場が上昇する局面では豪ドルは上昇、と注目材料次第で豪ドルが上下することになるだろう。

対円では他通貨同様、4-6月は円が日本要因から円安となると予想するため、豪ドルも対円では上昇基調が見込まれる。



## 4月~6月の主な材料

4月	4 / 5 (火)	(豪) RBA 金融政策決定会合
	4 / 6 (水)	(日) 金融政策決定会合( ~7日)、(英) BOE 金融政策委員会( ~7日)
	4 / 7 (木)	(欧) ECB 理事会
	4 / 10 (日)	(中) 3月貿易収支
	4 / 14 (木)	(その他) G20 財務相・中央銀行総裁会議( ~15日)
	4 / 15 (金)	(中) 第1QGDP、3月CPI (米) 為替報告書( )
	4 / 21 (木)	(欧) 4月ドイツ Ifo 景況指数
	4 / 26 (火)	(米) FOMC( ~27日)
	4 / 28 (木)	(日) 3月失業率、3月全国CPI、3月鉱工業生産(速報)、金融政策決定会合、日銀展望レポート (米) 第1QGDP(1次速報)
	4 / 29 (金)	(欧) 4月ユーロ圏 HICP(速報)
5月	5 / 3 (火)	(豪) RBA 金融政策決定会合
	5 / 4 (水)	(英) BOE 金融政策委員会( ~5日)
	5 / 5 (木)	(欧) ECB 理事会
	5 / 6 (金)	(米) 4月雇用統計 (豪) RBA 四半期金融政策報告
	5 / 10 (火)	(中) 4月貿易収支
	5 / 11 (水)	(中) 4月CPI (英) BOE 四半期インフレ報告
	5 / 13 (金)	(欧) 第1Q ユーロ圏 GDP
	5 / 17 (火)	(欧) EU 財務相理事会(ECOFIN)
	5 / 19 (木)	(日) 第1QGDP(1次速報)、金融政策決定会合( ~20日)
	5 / 24 (火)	(欧) 5月ドイツ Ifo 景況指数
	5 / 26 (木)	(その他) G8 首脳会議( ~27日)
	5 / 27 (金)	(日) 4月全国CPI
	5 / 31 (火)	(日) 4月失業率、4月鉱工業生産(速報) (欧) 5月ユーロ圏 HICP(速報)
6月	6 / 3 (金)	(米) 5月雇用統計
	6 / 7 (火)	(豪) RBA 金融政策決定会合
	6 / 8 (水)	(英) BOE 金融政策委員会( ~9日)
	6 / 9 (木)	(欧) ECB 理事会
	6 / 10 (金)	(中) 5月貿易収支
	6 / 13 (月)	(日) 金融政策決定会合( ~14日)
	6 / 14 (火)	(中) 5月CPI
	6 / 15 (水)	(欧) EU 財務相理事会(ECOFIN)
	6 / 21 (火)	(米) FOMC( ~22日)
	6 / 24 (金)	(欧) 6月ドイツ Ifo 景況指数、EU 首脳会議
	6 / 29 (水)	(日) 5月鉱工業生産(速報)
	6 / 30 (木)	(欧) 6月ユーロ圏 HICP(速報)

( )作成日段階で日程未確定。なお一部データについては、発表時期が変更されることがございます。