
為替相場展望

2018年7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

<https://www.jri.co.jp/report/medium/exchange>

目次

- ◆回顧・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 1
- ◆ドル円分析：当面は貿易摩擦、中期的には米利上げ打ち止め観測がドルの重石・・・・・・ p. 2
- ◆ユーロ分析：当面はユーロの上値の重い展開も、来年にかけてユーロ高基調へ・・・・・・ p. 3
- ◆見通し・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 4

調査部 マクロ経済研究センター

副主任研究員 井上 肇 （ Tel: 03-6833-0920 Mail: hajime.inoue@jri.co.jp ）

◆本資料は2018年7月9日9:00時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来るとされる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

回顧：ドル円は110円を挟んで一進一退、ユーロは軟調

◆ 6月のドル円相場

南欧の政治不安が和らいだほか、12日の米朝首脳会談において完全非核化などが合意されたことから、北朝鮮を巡る地政学リスクが後退したことから、月半ばにかけて徐々にドルが底堅さを増す展開。13日の米FOMCでは、追加利上げが決定され、2018年の利上げペースの加速が示唆されたことから、110円台後半までドルが強含み。その後は、米中・米欧の貿易摩擦激化に対する警戒感が強まり、一時109円台まで円高に振れたものの、月末近くには中国のみを標的にした対米投資制限策が見送られたことなどから、110円台を中心にドルが底堅く推移。

◆ 6月のユーロ相場

対ドルでは、イタリアで連立政権が樹立され、政治不安が和らいだことなどから、月半ばにかけて一時1.18ドル台までユーロが上昇。14日のECB理事会では、資産買い入れの年内終了が発表されたことを受けて、1.18ドル台半ばまでユーロが強含んだものの、少なくとも2019年夏まで政策金利を据え置く方針が示されたことから、1.15ドル台までユーロが急落。その後は、①イタリアでユーロ懐疑派の議員が財政関連の要職に任命されたこと、②米欧の貿易摩擦激化に対する警戒感が高まったこと、③ドイツの政権内部やEU加盟国間での難民問題を巡る対立が懸念されたこと、などを受けて、ユーロ売りが強まる場面も。もっとも、月末近くにはEU首脳会議において移民・難民問題で合意したことから、1.16ドル台を中心にユーロが底堅く推移。

対円では、14日のECB理事会で資産買い入れの年内終了が発表されたことから、一旦130円台までユーロが上昇したものの、少なくとも2019年夏まで政策金利を据え置く方針が示されたことから、ユーロが128円台まで急落。その後も同水準を中心に一進一退。

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.

ドル円分析：当面は貿易摩擦、中期的には米利上げ打ち止め観測がドルの重石

◆貿易摩擦激化に対する懸念は残存

米政権は、7月6日、対中制裁第1弾の一部として340億ドル相当の輸入に対する追加関税を発動。これを受けて、中国政府も同額の対米輸入品に対する報復関税を発動。もともと、米政権がすでに発動した関税規模は累計で名目GDP比0.1%程度であり、相手国からの報復措置をあわせても米国景気に与えるマイナス影響は限られる公算大。当面は大型減税などが景気押し上げに作用することも踏まえると、米国景気が腰折れすることはない見込み。

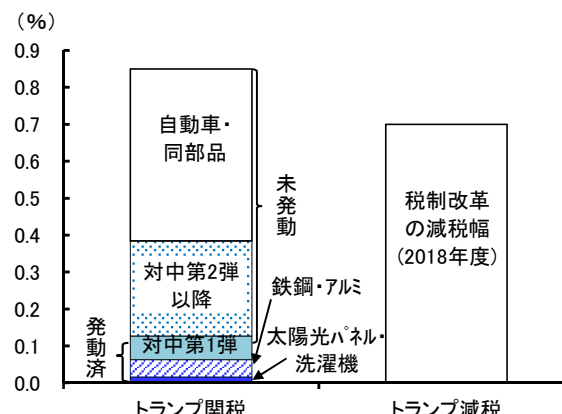
もともと、貿易摩擦激化に対する懸念が払拭されないなか、対円でドルの上値は抑えられる見込み。米USTRは、対中制裁第1弾の残り160億ドル相当の輸入に対する追加関税の発動準備を進めているほか、トランプ大統領は、最終的に5,500億ドル相当の対中輸入品が追加関税の対象になる可能性を示唆。本格的な貿易戦争は回避されるというのがメインシナリオであるものの、今後、追加の対中制裁や自動車関税などが発動される場合は、マイナス影響を無視できず。

◆FRBの利上げの織り込みも進まず

6月のFOMCでは、今年の利上げ回数の想定が3回から4回に引き上げられたものの、市場では貿易摩擦激化に対する懸念がくすぶるなか、年4回の利上げの織り込みは進んでいない状況。今後、本格的な貿易戦争が回避され、順調な景気拡大が続けば、政策金利見通しを反映しやすい日米2年金利差の拡大に支えられる形で、ドルが底堅さを増していく見通し。

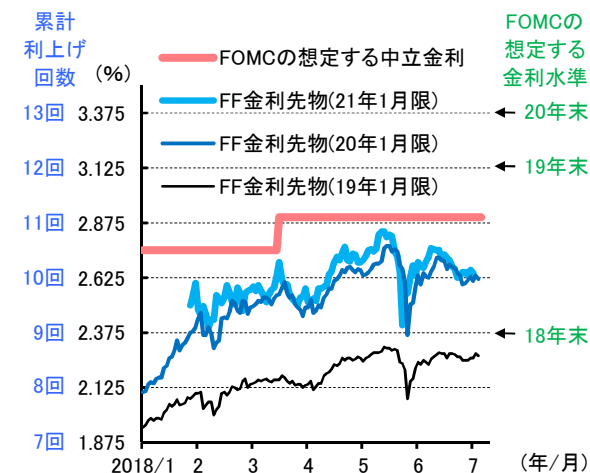
来年以降についてみると、FOMCは中立金利水準を上回る利上げを想定しているものの、市場は同水準を上回る利上げを織り込んでいない状況。来年半ばにかけては、財政拡大や金融緩和の効果減衰等に伴い、米国景気の減速が予想されるなか、FRBの利上げ打ち止め観測がドルの上値を抑える公算大。過去に景気後退の前兆となった長短金利差の逆イールド化に対する懸念も、FRBの利上げ打ち止め観測を高める一因となる可能性。

トランプ関税の規模と税制改革による減税幅



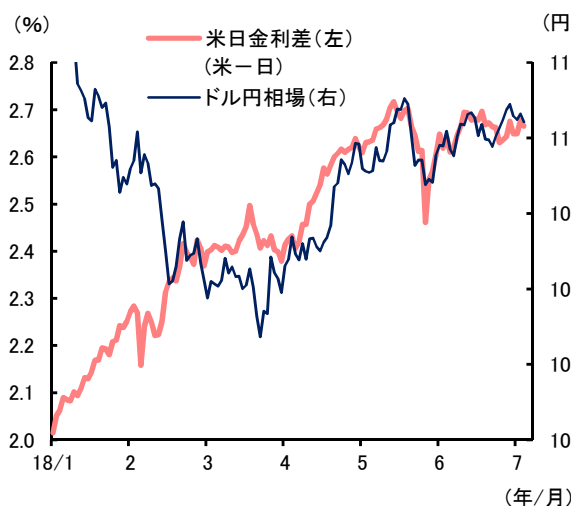
(資料)米商務省、WH、JCT、BEA、センサス局等を基に作成
(注1)太陽光パネル・洗濯機の関税は、免除枠を考慮せず。
(注2)鉄鋼・アルミニウムの関税には、適用免除国・品目も含む。
(注3)対中第1弾は340億ドル分が7月6日より実施、残り160億ドル分の品目と実施時期は後日発表予定。

FOMC参加者と市場の政策金利見通し



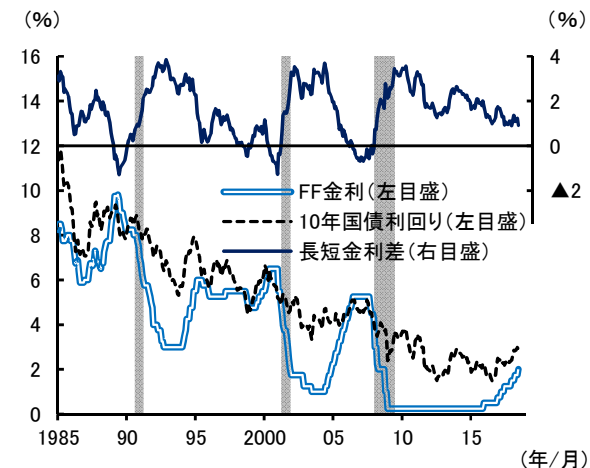
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)2018年6月の利上げは、今次局面7回目。

日米2年名目金利差とドル円相場



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

米国の政策金利・長期金利と長短金利差



(資料)NBER、FRB、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)シャド一部は景気後退期。

ユーロ分析：当面はユーロの上値の重い展開も、来年にかけてユーロ高基調へ

◆ ECBは資産買入を年内終了も、利上げを急がず

ECBは6月14日の理事会で、今年10月以降の資産買い入れを毎月150億ユーロに減額し、12月で終了する方針を決定。一方、政策金利は少なくとも2019年夏まで現行の水準を維持すると表明。

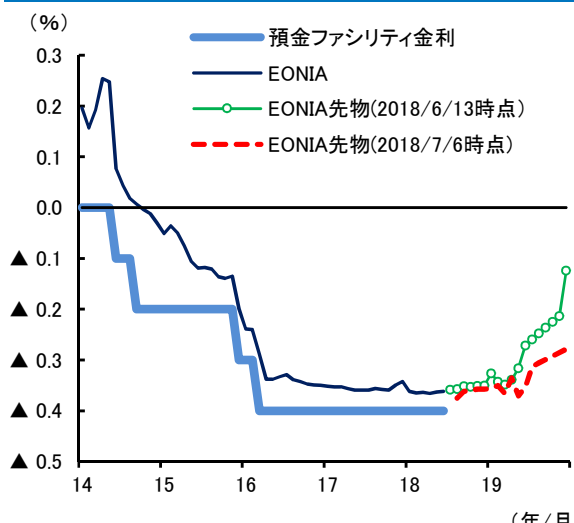
市場の一部では、ECBが19年6月までに預金ファシリティ金利を引き上げるとの見方があったものの、今回の理事会を受けて、ECBが初回の利上げに着手する時期のコンセンサスは19年9月以降に後ずれ。ECBが利上げを急がない姿勢を示すなか、当面はユーロの上値の重い展開が続く見通し。利上げを着実に進めるFRBとの格差が意識される局面では、対ドルでユーロが軟調となる見込み。

もともと、ECBはユーロ圏景気・物価の先行きに前向きな見方を維持しており、金融政策の正常化を進める方針は不変。雇用環境の着実な改善などに支えられて、潜在成長率を上回る成長ペースが続けば、今年中の需給ギャップの解消が見込まれるなか、物価上昇圧力が徐々に強まる公算大。来年入り後は、ECBによる秋口の利上げ着手が意識されるにつれて、ユーロが底堅さを増していく見通し。

◆ 貿易摩擦や政治不安がリスク

ただし、米欧の貿易摩擦の激化や、欧州の政治不安の深刻化がユーロの下振れリスク。第1に、トランプ政権は、6月1日、EUに対してこれまで適用除外としてきた鉄鋼・アルミニウムに対する追加関税を発動したほか、自動車・同部品に対する関税引き上げもちらつかせている状況。第2に、ドイツでは、難民問題をきっかけとした政権崩壊の危機はひとまず回避されたものの、今後もドイツを含むEU各国で難民問題が政治不安再燃の引き金となる恐れ。第3に、イタリアの新政権は、財政拡大を巡り、今秋にかけてEUとの間で衝突することが懸念。市場参加者がユーロ高・ユーロ安いずれを警戒しているかを示唆するリスク・リバーサルをみると、足許ではユーロ安方向への警戒感が優勢。

金利先物市場が織り込むECBの利上げ期待



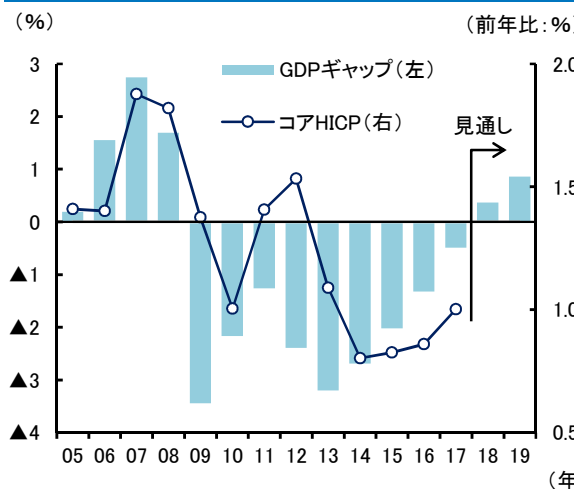
(資料)ECB、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

ECBの経済見通し

		(%)		
		2018年	2019年	2020年
実質GDP成長率	6月	2.1	1.9	1.7
	3月	2.4	1.9	1.7
失業率	6月	8.4	7.8	7.3
	3月	8.3	7.7	7.2
インフレ率	6月	1.7	1.7	1.7
	3月	1.4	1.4	1.7
コアインフレ率	6月	1.1	1.6	1.9
	3月	1.1	1.5	1.8
一人当たり雇用者報酬の伸び率	6月	2.3	2.1	2.7
	3月	2.2	2.0	2.7
前提	3か月物Euribor (%)	▲ 0.3	▲ 0.2	0.2
	ユーロドル相場(ドル/ユーロ)	1.20	1.18	1.18
	北海ブレント価格(ドル/バレル)	74.5	73.5	68.7

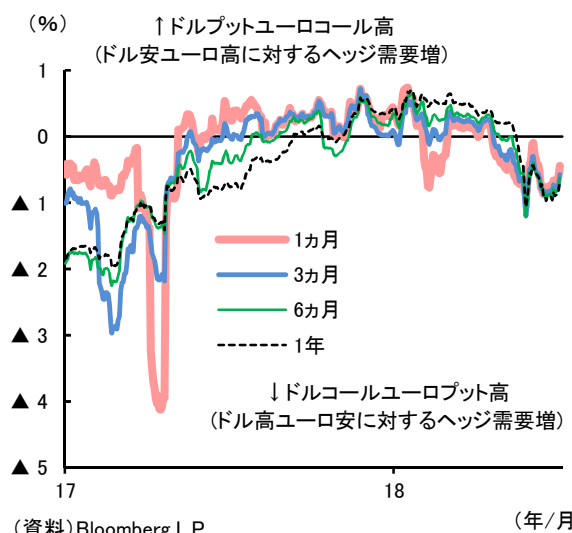
(資料)ECBを基に日本総研作成
(注)前提は6月見通し分のみを抜粋。

ユーロ圏のGDPギャップとコア・インフレ率



(資料)欧州委員会、Eurostat
(注)2018、19年は欧州委員会の見通し。

ユーロの対ドル相場のリスク・リバーサル



(資料)Bloomberg L.P. (年/月)

見通し：ドルの底堅い推移が見込まれるものの、上値余地は限定的

◆ドル円相場：ドルの底堅い推移が持続

米国景気の順調な拡大が見込まれるなか、着実に利上げを進める米FRBと、金融緩和の出口に向けて動けない日銀との金融政策の方向性の違いを反映して、基調としては円安ドル高の流れが続く見込み。

ただし、米国の保護主義傾斜などに対する懸念が完全には拭えないなか、円安ドル高進行余地は限られる見通し。

来年半ばにかけては、米国で財政拡大や金融緩和の効果の減衰等に伴い、景気減速が予想されるなか、FRBの利上げ打ち止め観測の高まりもドルの上値を抑える要因となる公算大。

◆ユーロドル相場：当面はユーロ調整局面が持続

当面は、利上げを急がないECBと、着実に利上げを続ける米FRBとの金融政策スタンスの差を反映して、昨年春以降に進行したユーロ高の調整局面が続く見込み。欧州での政治不安の高まりが折に触れユーロ安要因に。

来年半ばにかけては、ユーロ圏景気の底堅い回復が続くなかで、秋口の利上げ着手が意識されるECBと、利上げの打ち止めが意識されるFRBという金融政策の局面の違いを反映して、ユーロが堅調さを取り戻していく見込み。

◆ユーロ円相場：当面はユーロの上値の重い展開

ECBが利上げを急がない姿勢を示すなか、当面はユーロの上値の重い展開が続く見込み。欧州の政治情勢や米トランプ政権の保護主義に対する懸念の高まりが、リスク回避の動きを通じて折に触れ円高ユーロ安要因に。

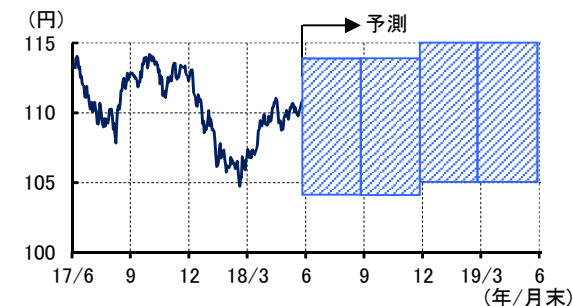
来年半ばにかけては、ユーロ圏景気の底堅い回復が続くなかで、金融政策の正常化を進めるECBと金融緩和の出口に向けて動けない日銀との金融政策の方向性の違いを反映して、ユーロ高基調に復していく見通し。

ドル円相場見通し

	2018年			2019年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	109.13	110	110	111	111
(高値)	111.40	114	114	115	115
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	105.66	104	104	105	105

(円)

予測 →

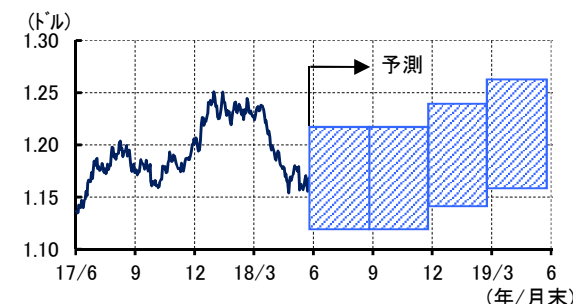


ユーロドル相場見通し

	2018年			2019年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	1.1907	1.17	1.17	1.19	1.21
(高値)	1.2415	1.22	1.22	1.24	1.26
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	1.1508	1.12	1.12	1.14	1.16

(ドル)

予測 →

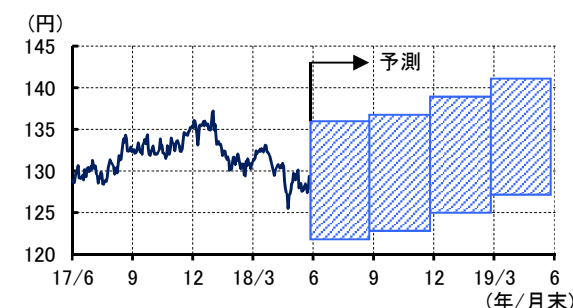


ユーロ円相場見通し

	2018年			2019年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	130.09	129	130	132	134
(高値)	133.49	136	137	139	141
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	124.62	122	123	125	127

(円)

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)	FF0/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・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
15/7	123.33	135.63	1.0999	0.0740	0.17	0.44	20372.58	0.13	0.29	2.32	17795.02	2094.14	▲ 0.12	▲ 0.02	0.76	2.01	3545.10	50.93	1130.72
15/8	123.06	137.11	1.1145	0.0764	0.17	0.38	19919.09	0.14	0.32	2.16	17061.59	2039.87	▲ 0.12	▲ 0.03	0.67	1.87	3444.41	42.89	1119.42
15/9	120.09	134.95	1.1237	0.0734	0.17	0.36	17944.22	0.14	0.33	2.16	16339.95	1944.40	▲ 0.14	▲ 0.04	0.68	1.85	3165.46	45.47	1125.38
15/10	120.16	134.81	1.1220	0.0761	0.17	0.31	18374.11	0.12	0.32	2.06	17182.28	2024.81	▲ 0.14	▲ 0.05	0.55	1.81	3275.48	46.29	1157.86
15/11	122.63	131.56	1.0729	0.0781	0.17	0.31	19581.77	0.12	0.37	2.26	17723.77	2080.62	▲ 0.14	▲ 0.09	0.55	1.94	3439.57	42.92	1084.99
15/12	121.58	132.51	1.0899	0.0749	0.17	0.30	19202.58	0.24	0.53	2.23	17542.85	2054.08	▲ 0.20	▲ 0.13	0.60	1.88	3288.63	37.33	1068.83
16/1	118.29	128.54	1.0867	0.0745	0.17	0.22	17302.30	0.34	0.62	2.08	16305.25	1918.60	▲ 0.24	▲ 0.15	0.51	1.74	3030.50	31.78	1096.42
16/2	114.67	127.31	1.1104	0.0325	0.11	0.02	16346.96	0.38	0.62	1.77	16299.90	1904.42	▲ 0.24	▲ 0.18	0.23	1.44	2862.59	30.62	1201.08
16/3	112.95	125.83	1.1142	▲ 0.0027	0.10	▲ 0.06	16897.34	0.36	0.63	1.88	17302.14	2021.95	▲ 0.29	▲ 0.23	0.22	1.47	3031.42	37.96	1243.96
16/4	109.58	124.25	1.1339	▲ 0.0366	0.08	▲ 0.09	16543.47	0.37	0.63	1.80	17844.37	2075.54	▲ 0.34	▲ 0.25	0.18	1.48	3031.18	41.12	1242.08
16/5	109.00	123.13	1.1298	▲ 0.0589	0.06	▲ 0.11	16612.67	0.37	0.64	1.80	17692.32	2065.55	▲ 0.34	▲ 0.26	0.16	1.44	2983.70	46.80	1256.37
16/6	105.46	118.55	1.1242	▲ 0.0553	0.06	▲ 0.16	16068.81	0.38	0.65	1.64	17754.87	2083.89	▲ 0.33	▲ 0.27	0.01	1.18	2910.80	48.85	1276.23
16/7	104.09	115.17	1.1064	▲ 0.0431	0.06	▲ 0.26	16168.32	0.39	0.70	1.49	18341.18	2148.90	▲ 0.33	▲ 0.30	▲ 0.09	0.79	2919.08	44.80	1339.84
16/8	101.31	113.51	1.1205	▲ 0.0434	0.06	▲ 0.09	16586.07	0.40	0.81	1.56	18495.19	2177.48	▲ 0.34	▲ 0.30	▲ 0.07	0.61	2992.87	44.80	1338.44
16/9	101.83	114.18	1.1213	▲ 0.0516	0.06	▲ 0.05	16737.04	0.40	0.85	1.62	18267.40	2157.69	▲ 0.34	▲ 0.30	▲ 0.05	0.77	3012.09	45.23	1326.45
16/10	103.85	114.48	1.1024	▲ 0.0368	0.06	▲ 0.06	17044.51	0.40	0.88	1.75	18184.55	2143.02	▲ 0.35	▲ 0.31	0.04	1.04	3042.33	49.94	1265.84
16/11	108.63	117.09	1.0786	▲ 0.0492	0.06	▲ 0.01	17689.54	0.41	0.91	2.15	18697.33	2164.99	▲ 0.35	▲ 0.31	0.24	1.34	3026.40	45.76	1234.22
16/12	116.12	122.35	1.0538	▲ 0.0440	0.06	0.05	19066.03	0.54	0.98	2.49	19712.42	2246.63	▲ 0.35	▲ 0.32	0.29	1.39	3207.27	52.17	1150.49
17/1	114.92	122.17	1.0632	▲ 0.0448	0.06	0.06	19194.06	0.65	1.03	2.43	19908.15	2275.12	▲ 0.35	▲ 0.33	0.35	1.37	3298.77	52.61	1192.47
17/2	112.99	120.23	1.0641	▲ 0.0381	0.06	0.09	19188.73	0.66	1.04	2.42	20424.14	2329.91	▲ 0.35	▲ 0.33	0.32	1.25	3293.10	53.46	1234.97
17/3	112.92	120.67	1.0687	▲ 0.0416	0.06	0.07	19340.18	0.79	1.13	2.48	20823.06	2366.82	▲ 0.35	▲ 0.33	0.39	1.20	3427.10	49.67	1231.31
17/4	110.04	117.93	1.0717	▲ 0.0545	0.06	0.03	18736.39	0.90	1.16	2.29	20684.69	2359.31	▲ 0.36	▲ 0.33	0.25	1.06	3491.83	51.12	1271.21
17/5	112.24	124.09	1.1057	▲ 0.0527	0.06	0.04	19726.76	0.91	1.19	2.30	20936.81	2395.35	▲ 0.36	▲ 0.33	0.38	1.09	3601.87	48.54	1245.50
17/6	110.97	124.70	1.1238	▲ 0.0556	0.06	0.05	20045.63	1.04	1.26	2.18	21317.80	2433.99	▲ 0.36	▲ 0.33	0.29	1.05	3547.85	45.20	1259.99
17/7	112.38	129.59	1.1532	▲ 0.0542	0.06	0.08	20044.86	1.15	1.31	2.31	21581.25	2454.10	▲ 0.36	▲ 0.33	0.54	1.25	3483.89	46.68	1237.66
17/8	109.84	129.81	1.1818	▲ 0.0493	0.06	0.04	19670.17	1.16	1.31	2.20	21914.08	2456.22	▲ 0.36	▲ 0.33	0.42	1.10	3451.34	48.06	1284.21
17/9	110.81	131.93	1.1906	▲ 0.0579	0.06	0.02	19924.40	1.15	1.32	2.20	22173.41	2492.84	▲ 0.36	▲ 0.33	0.41	1.21	3507.10	49.88	1315.37
17/10	112.93	132.75	1.1755	▲ 0.0371	0.06	0.06	21267.49	1.15	1.36	2.36	23036.24	2557.00	▲ 0.36	▲ 0.33	0.43	1.35	3614.75	51.59	1280.89
17/11	112.82	132.48	1.1744	▲ 0.0483	0.06	0.04	22525.15	1.16	1.43	2.35	23557.93	2593.61	▲ 0.35	▲ 0.33	0.36	1.28	3601.43	56.66	1282.11
17/12	112.93	133.68	1.1838	▲ 0.0422	0.06	0.05	22769.89	1.30	1.60	2.41	24545.38	2664.34	▲ 0.34	▲ 0.33	0.35	1.22	3564.66	57.95	1267.01
18/1	110.97	135.28	1.2193	▲ 0.0396	0.07	0.07	23712.21	1.41	1.73	2.57	25804.02	2789.80	▲ 0.36	▲ 0.33	0.55	1.33	3612.16	63.66	1330.67
18/2	107.86	133.14	1.2344	▲ 0.0419	0.07	0.06	21991.68	1.42	1.87	2.86	24981.55	2705.16	▲ 0.37	▲ 0.33	0.72	1.57	3426.71	62.18	1331.70
18/3	106.10	130.87	1.2336	▲ 0.0617	0.07	0.04	21395.51	1.51	2.17	2.84	24582.17	2702.77	▲ 0.36	▲ 0.33	0.59	1.45	3374.30	62.77	1326.41
18/4	107.62	132.08	1.2273	▲ 0.0627	0.09	0.04	21868.79	1.69	2.35	2.87	24304.21	2653.63	▲ 0.37	▲ 0.33	0.55	1.44	3457.62	66.33	1335.00
18/5	109.71	129.59	1.1813	▲ 0.0612	0.10	0.05	22590.05	1.70	2.34	2.98	24572.53	2701.49	▲ 0.36	▲ 0.33	0.52	1.42	3537.09	69.98	1303.30
18/6	110.13	128.55	1.1672	▲ 0.0710	0.08	0.04	22562.88	1.82	2.33	2.91	24790.11	2754.35	▲ 0.36	▲ 0.32	0.40	1.32	3442.77	67.32	1280.40