

---

---

# 為替相場展望

2018年6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：リスク回避は残存も、米利上げが円安ドル高を下支え	p. 2
◆ユーロ分析：ユーロ反発を見込むも、伊政局不安再燃がユーロ下振れリスク	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6月4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思わ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：ドル円相場は往って来いの展開、ユーロは軟調

### ◆5月のドル円相場

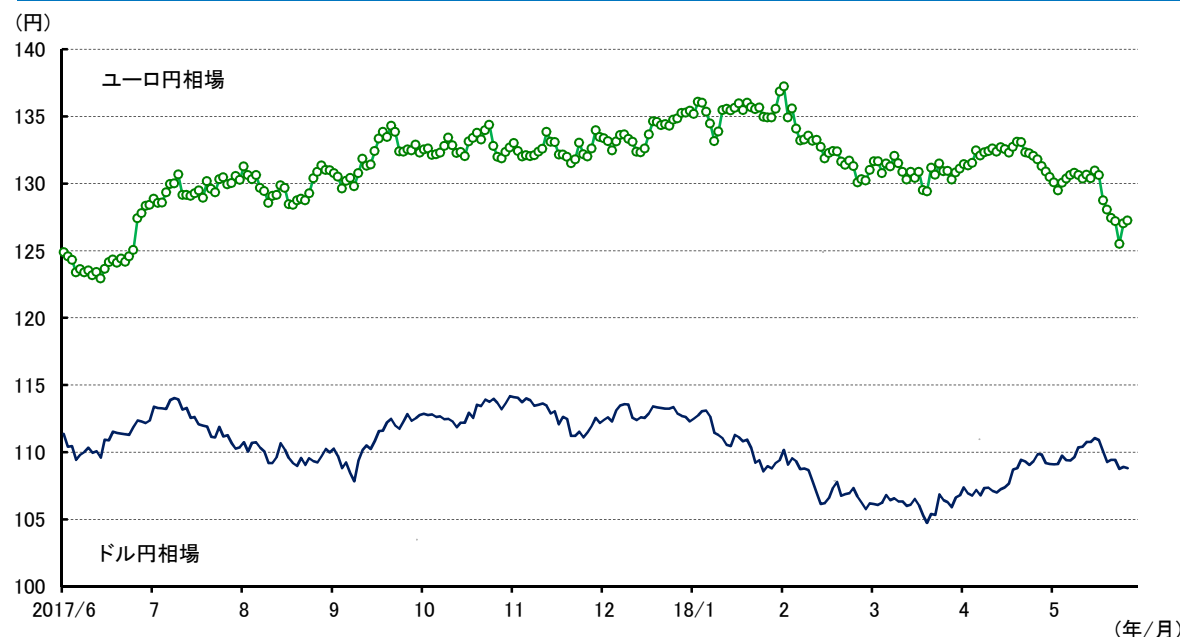
月前半は、①1～2日の米FOMCで利上げペース加速の示唆がみられなかったこと、②米賃金・物価指標が市場予想を下回ったこと、③米中の通商交渉が物別れに終わったこと、④米国がイラン核合意からの離脱を発表したこと、などから、109円台を中心にドルの上値の重い展開が持続。月半ば以降は、原油高や総じて良好な米景気指標を受けて、米長期金利が上昇するなか、21日には111円台半ばまでドルが上昇。もっとも、下旬は、トランプ政権の保護主義的な通商政策や北朝鮮問題、南欧の政治情勢などに対する懸念が再燃したことから、リスク回避の動きが強まり、108円台までドルが反落。

### ◆5月のユーロ相場

対ドルでは、市場予想を下回るユーロ圏景気指標が相次いだことなどから、9日にかけて1.18ドル台までユーロが下落。その後、10日の米物価指標が市場予想を下回ったことや、14日にECB理事会メンバーであるフランス中銀総裁が、資産買い入れ終了から「相当期間」政策金利を据え置くとしているガイダンスについて、「数四半期を指しており、数年ではない」との発言が材料視されたことなどから、いったん1.20ドル台目前までユーロが反発。月後半は、米国の景気指標が総じて良好な結果となる一方、ユーロ圏の景気指標は市場予想を下回る結果が相次いだことや、イタリア・スペインの政治不安が高まったことなどから、一時1.15ドル割れ目前までユーロが下落。月末にかけては、南欧の政治不安が和らぎ、1.16ドル台までユーロが小反発。

対円では、中旬にかけて131円台を中心に方向感を欠いた展開が続いたものの、下旬には北朝鮮問題やイタリアの政局混迷に対する懸念が再燃し、一時124円台までユーロが下落。月末にかけては、地政学・政治リスクに対する過度な懸念が和らぎ、127円前後までユーロが反発。

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：リスク回避は残存も、米利上げが円安ドル高を下支え

## ◆米保護主義傾斜などに対する懸念が残存

市場参加者がドル安・ドル高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、5月下旬以降、地政学・政治リスクなどに対する懸念が再燃するなか、円高への警戒感が上昇。その後、北朝鮮問題などに対する不安は和らいだものの、米国の保護主義傾斜などに対する懸念は残存。

トランプ政権は5月31日にこれまで適用除外としてきたEU、カナダ、メキシコに対する鉄鋼・アルミニウム関税の賦課開始を発表。これに対し、当該国・地域は報復関税を発動へ。さらに、6月は通商法301条に基づく500億ドル分の対中制裁関税措置の対象品目リスト（15日）と、中国への対米投資規制措置（30日）の公表を予定しており、中国も対抗措置を講じる構え。米国と貿易相手国との貿易摩擦激化に対する懸念がくすぶっており、対円でドルの上値は抑えられる見込み。

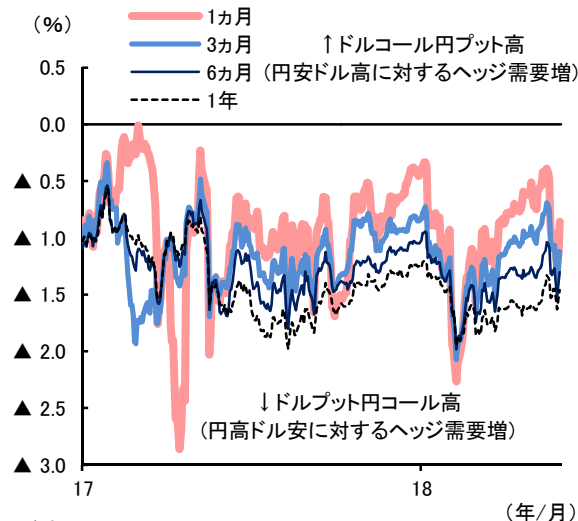
## ◆米利上げが円安ドル高を下支え

米FRBは、6月のFOMCで、追加利上げを決定する見込み。5月のFOMC議事要旨では、大部分のFOMC参加者が、経済見通しが維持されれば追加利上げは「近く」正当化される可能性が高いとの見方を示したことが判明。

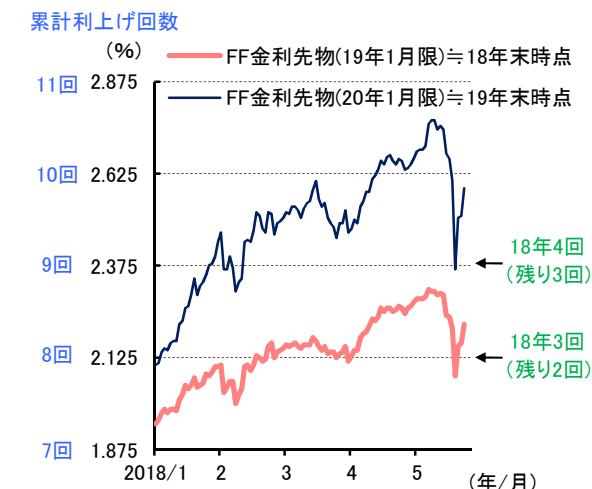
もともと、6月の会合での利上げが織り込み済みとなるなか、焦点は今後の利上げペースや利上げの到達点。5月のFOMC議事要旨は、インフレ率が目標の2%を多少上回っても、利上げペースの加速につながらない可能性を示唆。このため、6月の会合で2018年の利上げ回数の見通し（中央値）が年3回から4回に引き上げられるかは微妙な情勢。利上げペース加速観測や利上げの到達点が上昇するとの思惑が高まらない限り、日米金利差の大幅な拡大は見込めず、円安ドル高進行余地も限られる公算大。

とはいえ、FRBが6月のFOMCで追加利上げを実施すれば、政策金利水準がニュージーランドを抜いて先進国で最も高くなる見通し。このため、ドル建て債券の相対的な投資妙味は高まる方向。国内では超低金利による運用難が続くなか、機関投資家による為替ヘッジ無しのドル建て債券投資の増加が円安に作用する可能性。

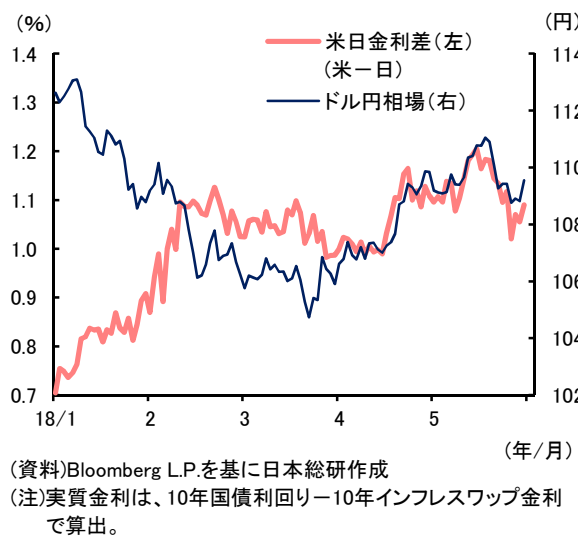
## ドル円相場のリスク・リバーサル



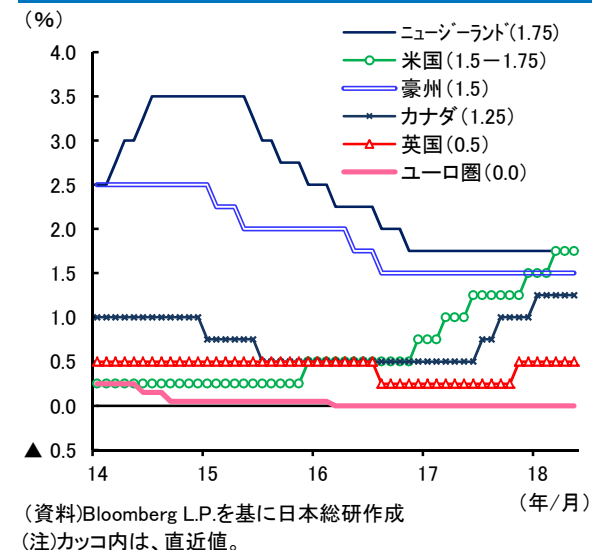
## 市場が織り込む利上げ回数



## 日米実質金利差とドル円相場



## 主要先進国の政策金利



# ユーロ分析：ユーロ反発を見込むも、伊政局不安再燃がユーロ下振れリスク

## ◆伊政治不安は緩和も、当面は経済指標を見極め

イタリアでは、5月後半にポピュリズム政党「五つ星運動」と「同盟」が連立政権を樹立する過程で混乱が生じ、再選挙実施観測が高まったものの、両党が新たに提示した閣僚案が大統領に承認され、6月1日に新政権が誕生する運びに。ひとまず総選挙が回避されたことで、急拡大していた南欧国債の対独スプレッドが縮小に転じ、金融市場は落ち着きを取り戻す方向へ。

加えて、ECBは景気・物価の先行きに強気の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。ECBの資産買い入れ策の年内終了やその後の利上げが意識されるにつれて、徐々にユーロ高基調に復していく見通し。

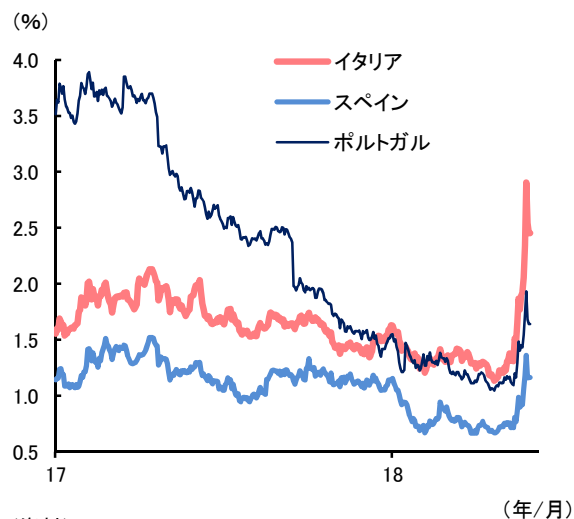
もっとも、経済動向をみると、5月のユーロ圏の総合PMIは4ヵ月連続の低下となり、1年半ぶりの低水準に。ユーロ圏では雇用環境の改善が続いていることに加え、足許にかけてユーロ高が是正されるなか、景気減速には早晚歯止めがかかるとみられるものの、当面は経済指標の見極めが必要な状況。ECBは今月の理事会では、9月末以降の資産買い入れ策の縮小・終了の決定を見送る公算が大きく、当面、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。

## ◆伊政治不安再燃や米保護主義傾斜に注意

今後のユーロ圏の政治・経済動向次第では、ユーロが下振れするリスク。イタリアの新政権は大幅な財政拡大を行う方針を示しているものの、同国はむしろ財政健全化が求められる状況。今後、新政権が現実路線にシフトしなければ、今秋にかけて財政不安が高まるとともに、財政規律の遵守を求めるEUとの対立が深まることが懸念。ECBによる国債買い入れ縮小後は、イタリア国債利回りが上振れしやすくなると思われるなかで、金融市場が再び混乱すれば、ユーロ安圧力が強まる見込み。

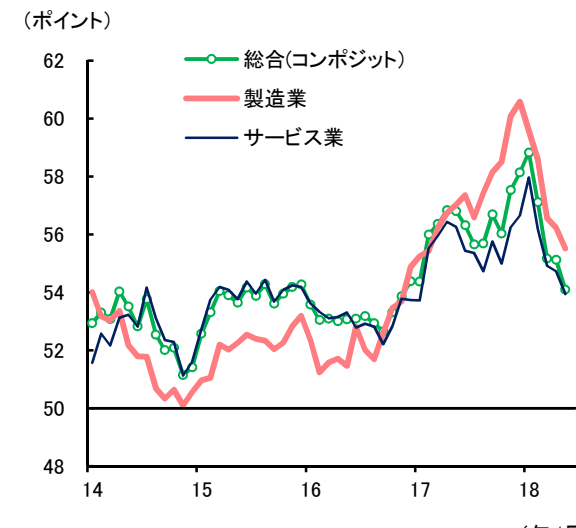
加えて、こうした金融市場の混乱やトランプ政権の保護主義傾斜の影響により、景気が一段と減速した場合は、ECBによる金融政策の正常化が後ズレする恐れ。投機筋のユーロ買い持ちポジションが依然として高水準にあるなか、ポジションの巻き戻しによるユーロ下落余地は大。

## 10年国債利回りの対独スプレッド



(資料)Bloomberg L.P.

## ユーロ圏の購買担当者景気指数 (PMI)



(資料)IHS Markit

## PSPPIによる資産買入と主要国の財政状況

	(単位: %)		
	PSPPIによる 資産買入比率 (2018年4月末)	政府債務残高 対GDP比 (2017年)	財政収支 対GDP比 (2017年)
イタリア	18.9	131.8	▲ 2.3
ポルトガル	1.8	125.7	▲ 3.0
ベルギー	3.8	103.1	▲ 1.0
スペイン	13.4	98.3	▲ 3.1
フランス	21.8	97.0	▲ 2.6
オーストリア	3.0	78.4	▲ 0.7
アイルランド	1.5	68.0	▲ 0.3
ドイツ	26.6	64.1	1.3
オランダ	6.0	56.7	1.1
その他	3.2	-	-
合計	100.0		

(資料)ECB、欧州委員会を基に日本総研作成

(注)PSPPI(公的資産買い入れプログラム)による資産買入比率は国際機関債を除外して算出。

## 投機筋のユーロポジション



(資料)米CFTC、Bloomberg L.P.

(注)投機筋のポジションはシカゴIMMの非商業部門の残高。

# 見通し：ドルの底堅い推移が見込まれるものの、上値余地も限定的

## ◆ドル円相場：ドルの底堅い推移が持続

年初に市場の一部で盛り上がっていた日銀の金融緩和縮小観測が後退する一方、米FRBは着実に利上げを進める姿勢を示しており、ドルの底堅い推移が続く見込み。

先行き、米国景気の順調な拡大が見込まれるなか、賃金やコア物価の伸びが徐々に高まり、FRBの利上げペースの加速が意識される局面で日米金利差が拡大し、円安ドル高に振れやすくなる公算大。

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。

## ◆ユーロドル相場：当面はユーロ調整局面が持続

当面は、金融政策の正常化を急がない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。

年後半は、ユーロ圏景気の底堅さが確認されるなかで、ECBによる金融政策の正常化が織り込まれるにつれて、ユーロが底堅さを取り戻していく見通し。

ただし、今後もイタリアなど南欧の政治不安の高まりが折に触れユーロ安圧力となる公算。

## ◆ユーロ円相場：当面はユーロの上値の重い展開

本年入り後、ユーロ圏景気の回復ペースが鈍化するなか、当面、ECBは金融政策の正常化を急がない姿勢を続けると予想されることから、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。

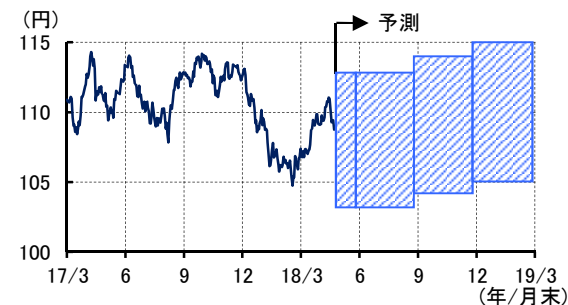
年後半は、ユーロ圏景気の底堅さが確認されるにつれて、金融政策の正常化を進めるECBと金融緩和の出口に向けて動けない日銀との金融政策の方向性の違いを反映して、基調としてはユーロ高の流れに復していく見通し。

ただし、今後も欧州の政治リスクに対する懸念が折に触れユーロ安要因に。

### ドル円相場見通し

	2018年				2019年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	108.39	109	109	110	111
(高値)	113.39	113	113	114	115
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	104.63	103	103	104	105

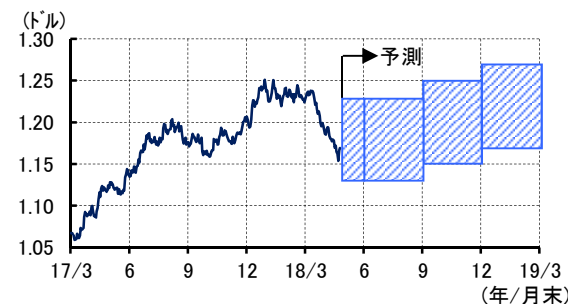
予測



### ユーロドル相場見通し

	2018年				2019年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	1.2289	1.19	1.18	1.20	1.22
(高値)	1.2557	1.23	1.23	1.25	1.27
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.1916	1.13	1.13	1.15	1.17

予測



### ユーロ円相場見通し

	2018年				2019年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	133.17	129	129	132	135
(高値)	137.51	134	136	139	142
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	128.95	122	122	125	128

予測

