
為替相場展望

2018年11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：米国中間選挙後のドル円相場シナリオ	p. 2
◆ユーロ分析：ファンダメンタルズと政治動向を見極める時間帯が続くユーロ相場	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11月5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：ドル円は下げ渋り、ユーロは軟調地合いが持続

◆10月のドル円相場

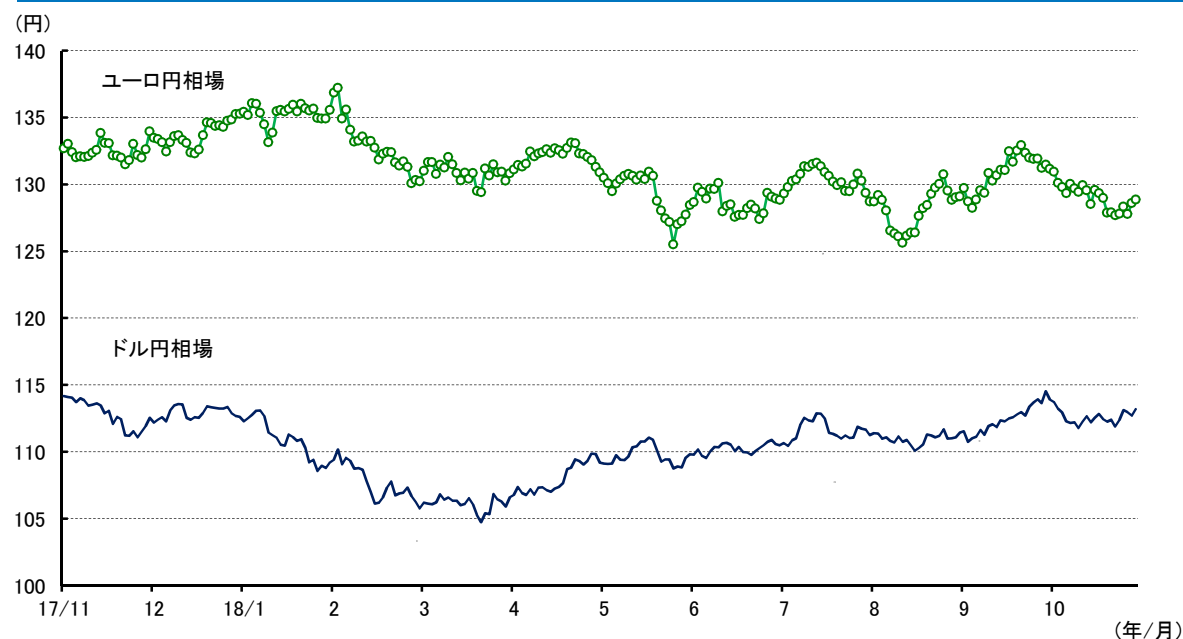
良好な米経済指標や、パウエルFRB議長が中立水準を超えて利上げを進める可能性を示したことなどを手掛かりに、月初に114円台後半までドルが上昇。もっとも、その後は、米長期金利の急騰などを嫌気した米国発の世界的な株安の連鎖や、対日貿易交渉で「為替条項」の導入を求めるとの米財務長官の発言などを受けて、円買いの動きが強まり、月半ばにかけて111円台までドルが下落。月後半も、イタリアの財政問題やBrexit交渉を巡る不透明感、サウジアラビア人記者殺害事件を受けた中東情勢に対する不安などがくすぶるなか、市場のセンチメントは改善せず、112円台を中心にドルの上値の重い展開。月末にかけては、株式市場が徐々に落ち着きを取り戻すなか、113円前後までドルが持ち直し。

◆10月のユーロ相場

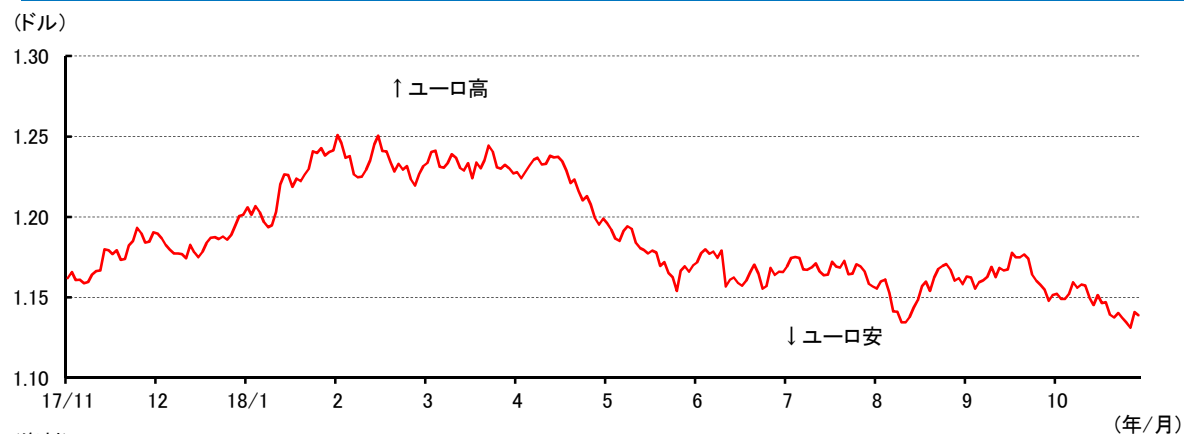
対ドルでは、月前半に良好な米経済指標が相次いだことや、イタリアの新年度予算案を欧州委員会が拒否するとの懸念が強まったことなどから、一時1.14ドル台までユーロが下落したものの、月半ばには米消費者物価の伸びが市場予想を下回ったことなどから、1.16ドル台までユーロが反発。月後半は、①欧州委員会がイタリアの予算案を財政規律違反として拒絶し、修正案の提出を要請したものの、イタリア政府が修正を拒否したこと、②ユーロ圏景気指標の下振れが相次いだこと、③ドイツの州議会選挙で与党が大敗したことを受けて、メルケル首相が次期党首選への出馬見送りを表明したこと、等を手掛かりに、1.13ドル台前半までユーロが下落。

対円では、イタリアの財政政策やBrexit交渉を巡る不透明感が強まったことに加え、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、ユーロ軟調地合いが続き、26日には一時126円台までユーロが下落。

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.

ドル円分析：米中間選挙で議会にねじれが生じてても、当面は円安方向へ

◆株高、金利差拡大、需給が円安要因

注目される11月6日（日本時間7日）の米中間選挙では、世論調査結果などを踏まえると、上院で共和党が過半数を維持するものの、下院で民主党が過半数を奪取し、議会にねじれが生じるというのがメインシナリオ。この場合、来年初以降の新議会における予算・法案審議の難航などが懸念されるものの、ひとまず悪材料出尽くし感が広がり、金融市場の初期反応は株高・ドル高（円安）となる可能性。

初期反応が一巡すれば、市場の関心はファンダメンタルズに向かいやすくなる見込み。当面は米国景気の順調な拡大が見込まれるなか、株高や日米金利差の拡大に支えられる形で、円安ドル高傾向が続く見通し。為替需給面では、わが国の経常黒字が頭打ちになる一方で、対外証券投資や直接投資が堅調に推移しており、これらが円安要因として作用。

なお、過去を振り返ってみても、中間選挙後は米国株が上昇する傾向。加えて、近年の為替市場の季節性として、中間選挙年に限らず第4四半期（10～12月期）はドル高・円安が進む傾向。

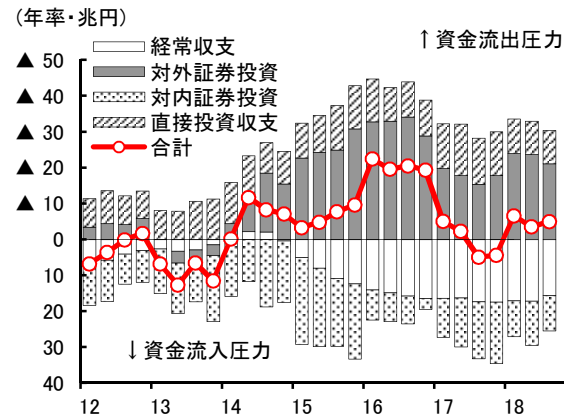
◆選挙結果に関わらず、トランプ・リスクは残存

サブシナリオは、上下両院で共和党が過半数を維持。この場合、トランプ大統領が意欲を示す追加減税やインフラ投資などの景気刺激策が実現するとの期待が強まり、米株高・金利上昇・円安ドル高が勢いづく可能性。もっとも、期待先行の株高と金利上昇が同時に生じた場合、企業収益や債券価格（金利）対比でみた株価の割高感が強まり、いずれ株安・円高方向への揺り戻しが生じる公算大。

リスクシナリオは、上下両院で民主党が過半数を奪取。この場合、政権・共和党と民主党の対立激化や大統領の弾劾、大統領が自らの権限で実行可能な範囲内で一段と強硬な政策運営を行うことなどを懸念し、株安・円高ドル安が進む可能性。

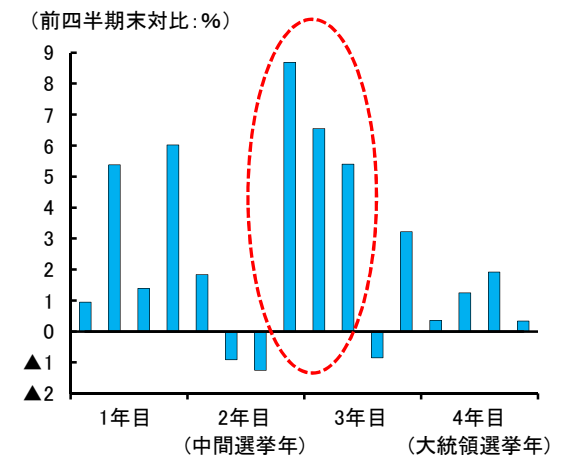
実際には、いずれの場合でも、選挙後に様々な思惑が交錯し、想定外の市場反応が生じる可能性があるため、注意が必要。また、今回の選挙結果に関わらず、トランプ政権の政策運営が為替相場の攪乱要因となり続ける見込み。

わが国の基礎的な為替需給



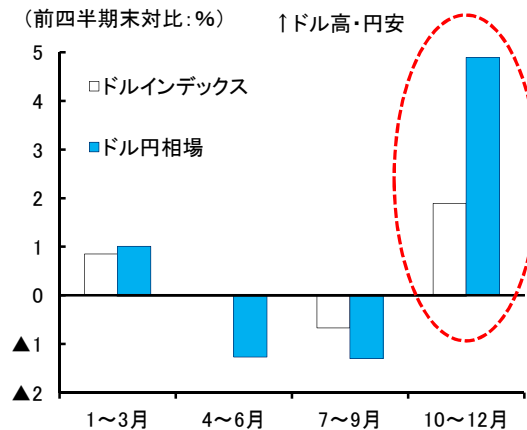
(資料)財務省「国際収支状況」を基に日本総研作成
(注)経常収支、直接投資収支は再投資収支を除く。対外証券投資は、公的・銀行部門を除く。いずれも4四半期累計。2018年Q3は7～8月分を年率換算。

米国株の平均変化率



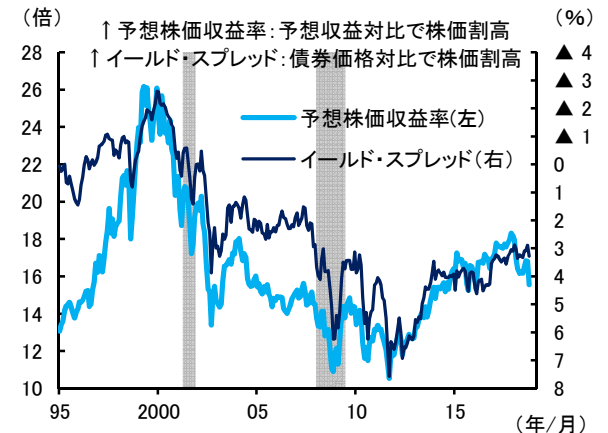
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)米国株はS&P500種株価指数。横軸は大統領就任年。集計期間は1980年Q1から2018年Q3まで。

為替レートの平均変化率



(資料)ICE, Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)ドルインデックスはドルの名目実効為替レート。集計期間は2009年Q1から2018年Q3まで。

米国株の予想株価収益率とイールドスプレッド



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)予想株価収益率は12カ月先一株当たり利益ベース。イールドスプレッドは、株式益回り-10年国債利回り。シャドー部は景気後退期。

ユーロ分析：ファンダメンタルズと政治動向を両睨み

◆当面は景気・物価の持ち直しを見極め

ECBは10月25日の理事会で、6月会合での決定方針に従って金融政策の正常化を進めることを再確認。理事会後の会見でドラギ総裁は、最近の経済指標が想定よりもやや弱いことを認めたものの、先行き景気や物価が持ち直していくことに自信。労働需給がタイト化するなか、足許で賃金の伸びが高まってきており、今後は基調的なインフレ率も上向くと想定。

もっとも、来年秋以降の利上げ着手を本格的に織り込むには、足許にかけて減速傾向が続いているユーロ圏景気や、1%前後で伸び悩んでいる基調的なインフレ率が持ち直すかを見極める必要。当面は、利上げを着実に進めるFRBとの金融政策の局面の違いが意識される場面で独米金利差のマイナス幅が拡大し、ユーロ安圧力が強まりやすい状況。

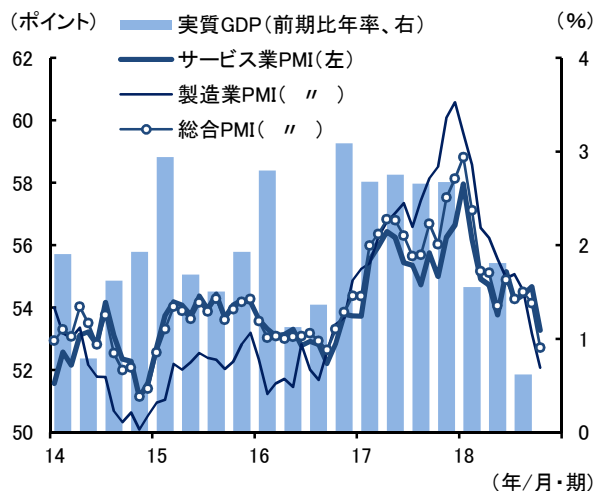
◆伊財政や独政治情勢がユーロ下振れリスク

イタリア政府は10月16日、財政拡張的な公約を盛り込んだ来年度予算案を欧州委員会に提出。これに対し、欧州委員会はEUの財政ルールに違反しているとの認識を示し、23日には3週間以内（11月13日まで）に予算案を再提出することを要請。公約を守りたいイタリア政府は予算案の修正に消極的な姿勢を示しており、両者の対立は長期化の様相。両者の対立激化が懸念される局面ではイタリアの金利がさらに上昇し、ユーロ安圧力が強まる公算大。

最終的には、国債金利の上昇など市場からの圧力が強まるなかで、イタリア政府が予算案の修正に応じる展開を予想。仮にイタリア政府が欧州委員会の要請を無視して当初予算案を成立させることになれば、EUが過剰財政赤字の認定を行い、制裁措置が検討される可能性。この場合、ユーロ軟調地合いが長引く公算。

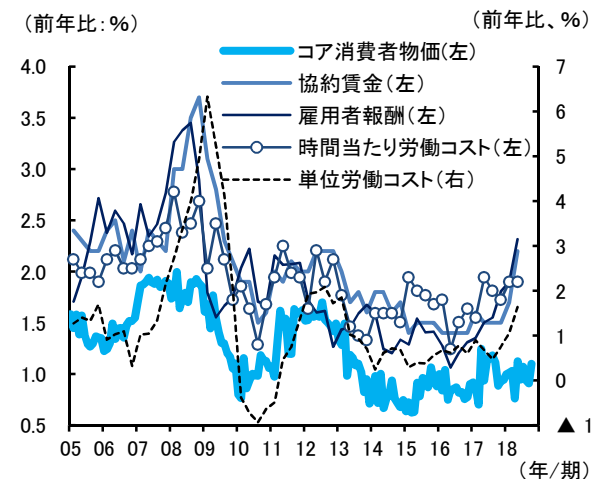
ドイツでは、10月に行われた2つの州議会選挙で与党陣営が大幅に議席を減らす結果に。メルケル首相は選挙惨敗の責任を取る形で12月の党首選への出馬を断念。任期を迎える2021年までは首相続投を表明しているものの、求心力低下に歯止めがかからず、早期辞任や連立政権の枠組み崩壊などに対する懸念が高まれば、ユーロが下振れするリスク。

ユーロ圏の実質GDPと購買担当者景気指数



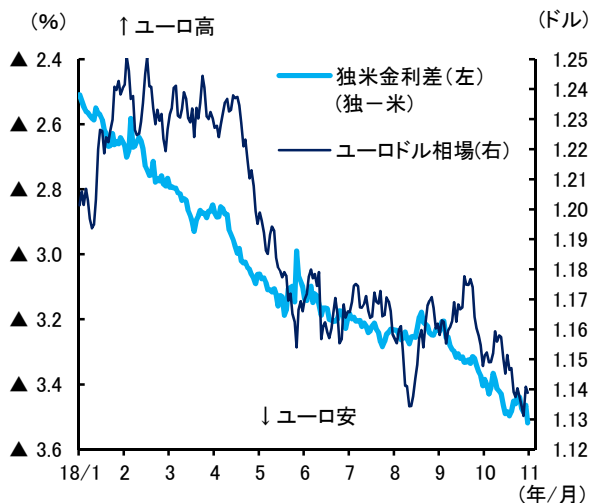
(資料)Eurostat, IHS Markit

ユーロ圏の労働コスト指標とコア物価



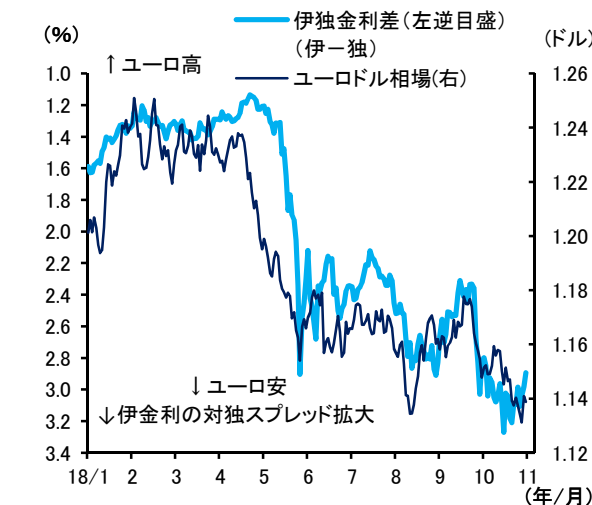
(資料)Eurostat, ECB

ユーロドル相場と独米2年国債利回り格差



(資料)Bloomberg L.P.

ユーロドル相場と伊独10年国債利回り格差



(資料)Bloomberg L.P.

見通し：当面はドル高が続いた後、来年後半にかけてドル高一服へ

◆ドル円相場：当面はドルが底堅く推移

当面は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FRBと金融緩和の出口に向けて容易に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、11月の中間選挙後もトランプ大統領の政策運営を巡る不透明感が払拭されないなか、円安ドル高進行余地は限られる見通し。

来年後半にかけては、米国で財政拡大や金融緩和の効果が減衰するにつれて景気が減速し、利上げ打ち止め観測が高まるなかで、ドル高トレンドがピークアウトへ。

◆ユーロドル相場：当面はユーロ軟調地合い

ECBは金融政策の正常化を着実に進めているものの、少なくとも来年夏にかけて現行の政策金利水準を維持する方針を示すなか、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。年内はイタリアの財政不安の高まりなどが引き続きユーロ下振れリスク。

来年入り以降は、ユーロ圏景気の底堅い回復が続くなかで、秋以降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

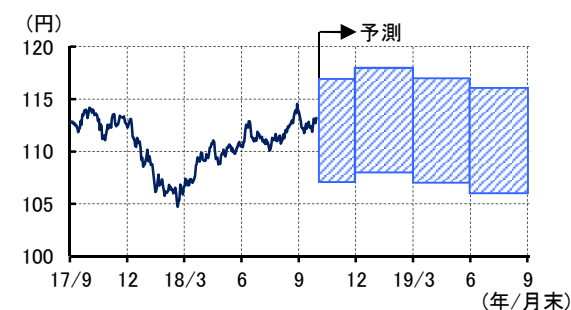
ECBが利上げを急がない姿勢を示すなか、当面は対円でもユーロの上値の重い展開が続く見込み。年内はイタリアの財政問題やBrexit交渉を巡る不透明感の高まりなどが、リスク回避の動きを通じて折に触れ円高ユーロ安要因に。

来年入り以降は、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		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	111.45	113	114	113	111
(高値)	113.73	117	118	117	116
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥
(安値)	109.77	107	108	107	106

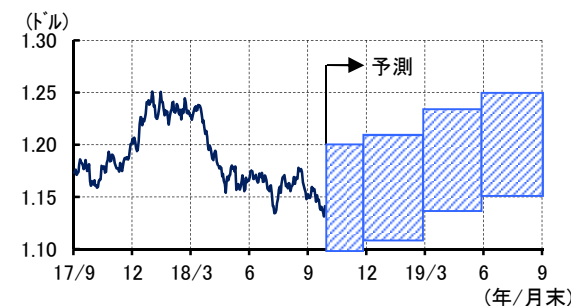
(円) 予測



ユーロドル相場見通し

	2018年		2019年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.1630	1.15	1.16	1.18	1.20
(高値)	1.1815	1.20	1.21	1.23	1.25
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥
(安値)	1.1301	1.10	1.11	1.13	1.15

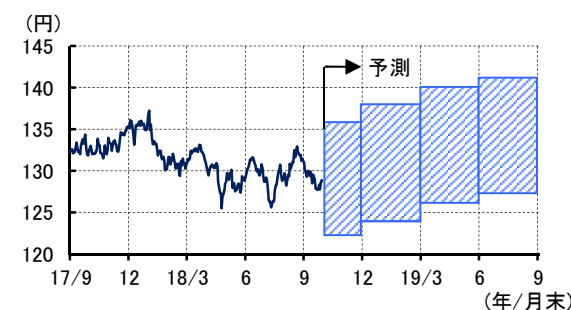
(ドル) 予測



ユーロ円相場見通し

	2018年		2019年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	129.62	129	131	133	134
(高値)	133.13	136	138	140	141
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥
(安値)	124.90	122	124	126	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・ スツックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
18/7	111.47	130.27	1.1686	▲ 0.0700	0.09	0.05	22309.06	1.91	2.34	2.89	24978.23	2793.64	▲ 0.36	▲ 0.32	0.36	1.27	3460.89	70.58	1237.70
18/8	111.03	128.22	1.1548	▲ 0.0593	0.09	0.10	22494.14	1.91	2.32	2.89	25629.99	2857.82	▲ 0.36	▲ 0.32	0.36	1.31	3436.83	67.85	1200.43
18/9	112.05	130.62	1.1660	▲ 0.0586	0.06	0.12	23159.29	1.95	2.35	2.99	26232.67	2901.50	▲ 0.36	▲ 0.32	0.44	1.53	3365.23	70.08	1198.08
18/10	112.79	129.49	1.1480	▲ 0.0603	0.05	0.14	22690.78	2.19	2.46	3.16	25609.34	2785.46	▲ 0.37	▲ 0.32	0.46	1.56	3244.55	70.76	1215.35