

---

---

# 為替相場展望

2019年3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：米利上げ休止でも、リスクオンで円じり安へ	p. 2
◆ユーロ分析：景気減速下でも、ユーロは底堅さを維持	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: inoue.hajime@jri.co.jp )

◆本資料は2019年3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：ドル円相場は年初来高値更新、ユーロは底堅く推移

## ◆ 2月のドル円相場

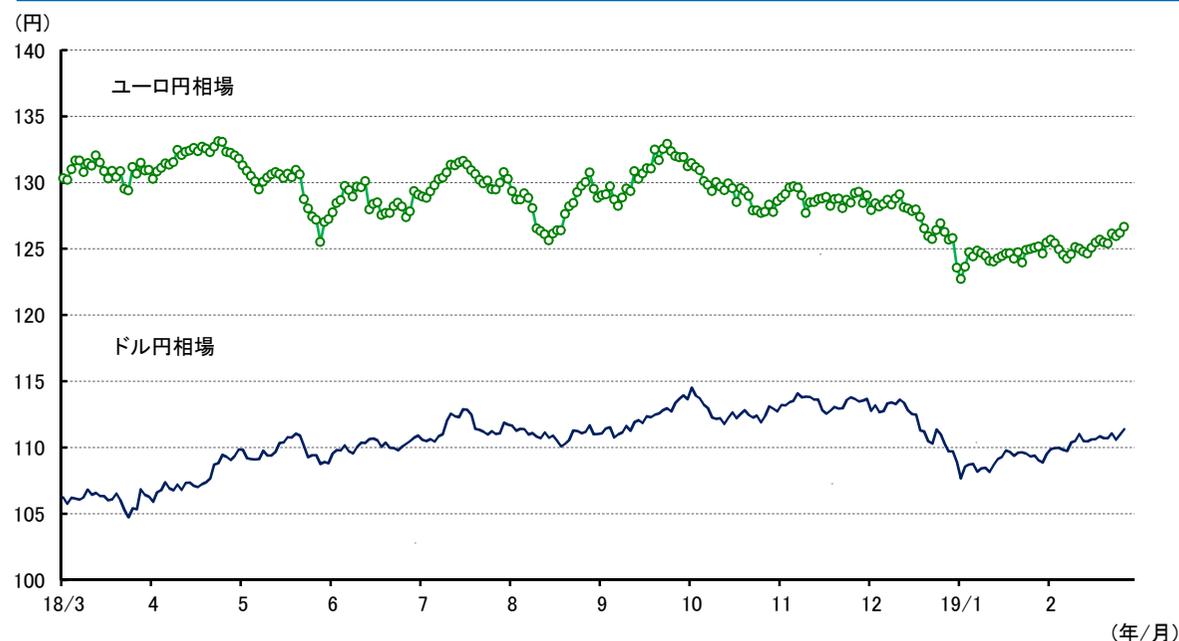
米FRBが1月29～30日のFOMCで利上げ休止を示唆したことを受けて、ドル安地合いで始まったものの、①米雇用統計が良好な結果となったこと、②米与野党が連邦政府の予算案で合意し、政府機関の再開鎖が回避されたこと、③米中貿易交渉が進展しているとの期待、などから、月半ばにかけて一時111円台に乗せる場面も。月後半は、米景気指標が強弱入り混じるなか、110円台後半で一進一退の展開が続いたものの、月末の28日には、市場予想を上回る米GDP統計を手掛かりに、111円台半ばまでドルが上昇。

## ◆ 2月のユーロ相場

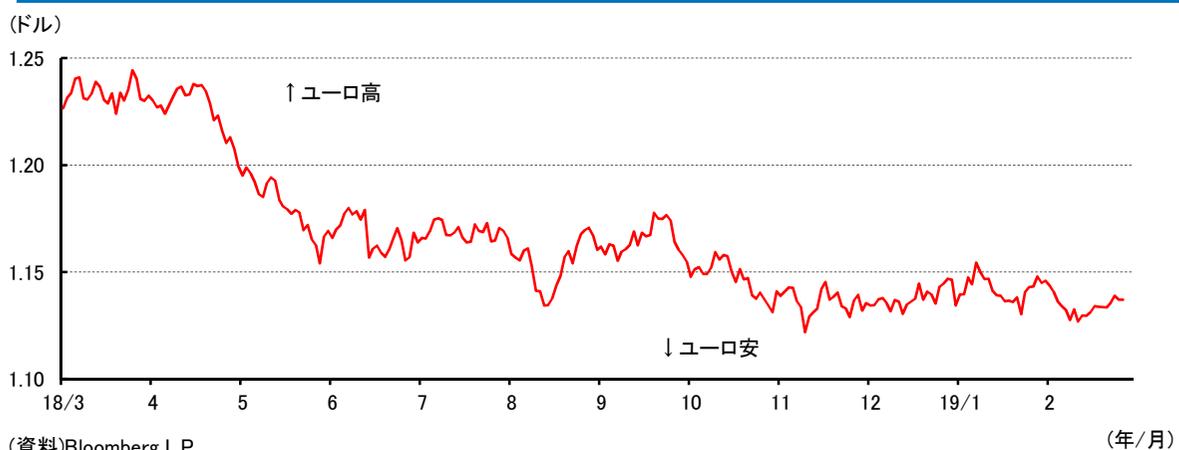
対ドルでは、①トウスクEU大統領が英国のEU離脱派を批判したことを受けて、Brexit問題の先行き不透明感が高まったこと、②欧州委員会がユーロ圏の経済見通しを下方修正したこと、③クーレECB専務理事が新たな貸出条件付き長期資金供給オペを検討していると発言したこと、などを手掛かりに、月半ばにかけて1.12ドル台前半までユーロが下落。月後半は、英国の合意なきEU離脱に対する懸念が和らいだことなどから、月末にかけて一時1.14ドル台までユーロが反発。

対円では、月前半は、欧州委員会によるユーロ圏経済見通しの下方修正や、ECB高官による新たな資金供給オペを検討しているとの発言などを手掛かりに、一時124円台までユーロが下落。月後半は、英国の合意なきEU離脱が回避できるとの見方が強まったことなどから、126円台までユーロが反発。

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：米利上げ休止でも、リスクオンで円じり安へ

## ◆米利上げ休止でも円安

ドル円相場では、米FRBが1月29～30日のFOMCで利上げ休止を示唆したことで、米金利上昇に伴うドル高圧力が後退し、いったんは円高ドル安が進行。もっとも、その後は円安ドル高基調に。この背景として、①FRBの景気・市場に配慮する姿勢、②米中貿易摩擦や英国の合意なきEU離脱に対する懸念の緩和、③米国景気の失速懸念の後退、などにより、リスク選好の円売りが強まったことが指摘可能。実際、市場の政策金利見通しを反映しやすい日米2年債利回り格差が横ばい圏で推移するなかでも、米国株の上昇とともに円安が進行。

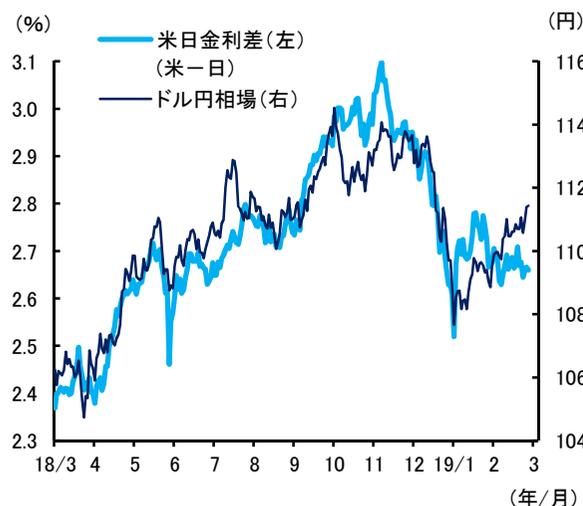
## ◆投資先としての米国の優位性は不変

当面を展望しても、①3月19～20日のFOMCで利上げ慎重姿勢が維持されると予想されること、②3月中の開催が検討されている米中首脳会談で、一定の通商合意がなされるとみられること、③英国の合意なきEU離脱は回避される公算が大きいこと、④米国では株価の反発や政府機関の閉鎖解除を受けて、消費者マインドが改善しており、米国景気の牽引役である個人消費の持ち直しが期待できること、などから、リスク選好の地合いが大きく崩れることはない見込み。

こうしたなか、投資先としての米国・ドルの相対的な優位性は不変。景気動向をみると、米国は日本やユーロ圏などと比べて相対的に堅調さを維持しており、米国株に投資資金が集まりやすい状況が続く見込み。また、政策金利をみると、米国は主要先進国のなかで最高水準。日本では超低金利による運用難の環境が長期化すると予想されるなか、低金利の円を売って高金利のドルに投資するキャリートレードが活発化する可能性も。

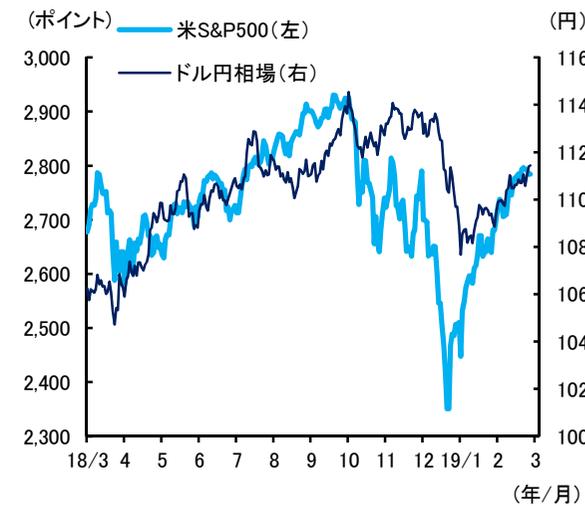
以上を踏まえると、少なくとも当面は米FRBが利上げ慎重姿勢を続けるとみられるなか、米金利上昇を追い風にしたドル買いは期待薄ながら、リスク選好の市場環境下で円じり安の展開となる見込み。

日米2年金利差とドル円相場



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

米国株とドル円相場



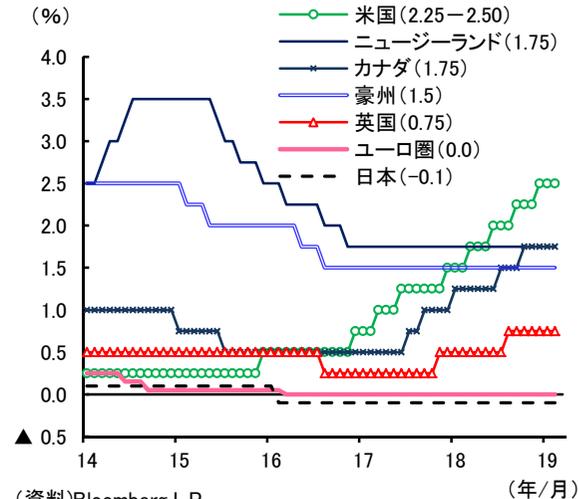
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

日米欧の総合PMI(購買担当者景気指数)



(資料)IHS Markit

主要先進国の政策金利



(資料)Bloomberg L.P.  
(注)カッコ内は、直近値。

# ユーロ分析：景気減速下でも、ユーロは底堅さを維持

## ◆ ECBの利上げ開始時期はすでに大きく後ずれ

ユーロ圏では景気減速局面が長期化。実質GDP成長率との相関が高い総合PMI（購買担当者景気指数）は、2月に小幅ながら持ち直したものの、依然として低成長が続いていることを示唆。良好な雇用・所得環境が維持されるなか、内需には底堅さがみられるものの、中国など海外経済の減速に伴う外需の鈍化が景気の重石に。

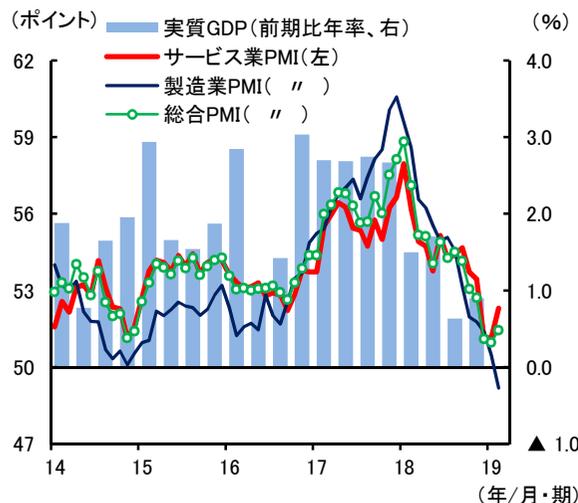
もともと、金利面からのユーロ下押し圧力が大きく強まる展開は見込み薄。ECBは少なくとも2019年夏まで現在の政策金利水準を維持した後、秋頃の利上げ着手を目指しているとみられるものの、市場が織り込むECBの利上げ開始時期はすでに2020年後半まで大きく後ずれ。景気減速が一段と深刻化しない限り、市場が織り込む利上げ開始時期がさらに後ずれする可能性は小。

市場参加者がユーロ安・ユーロ高いずれを警戒しているかを示唆するリスク・リバーサルをみても、昨年秋以降はユーロ安方向への警戒感が和らぐ方向。フランスやイタリアなど欧州の政治情勢を巡る懸念が高まる局面では、一時的にユーロ安に振れる可能性はあるものの、総じてみればユーロの底堅い推移が続く見込み。

## ◆ 景気・物価の持ち直しを見極め

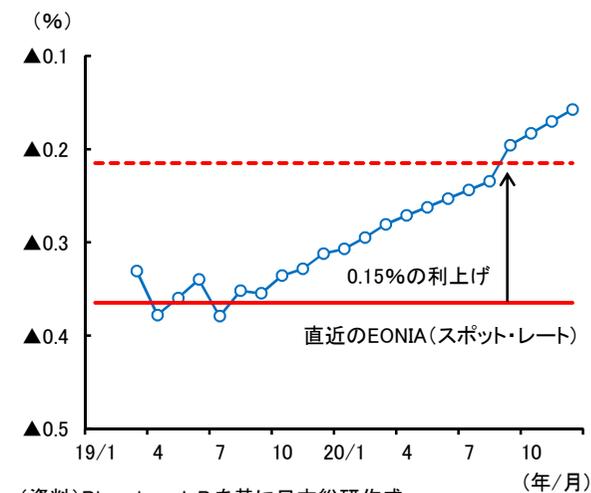
一方、年央以降は、ECBの利上げ着手が意識されるにつれて、ユーロが底堅さを増してくる公算大。中国当局の景気刺激策拡大や米中貿易摩擦の緩和に伴い、今春以降は中国景気の減速に歯止めがかかると予想され、中国景気の影響を受けやすいユーロ圏景気も持ち直しに向かう見込み。ユーロ圏のコア・インフレ率も賃金上昇率の高まりに遅れる形で徐々に上向くと予想され、足許で大きく後ずれしている市場が織り込む利上げ開始時期が前倒しになるにつれて、ユーロ高圧力が強まってくる見込み。

## ユーロ圏の実質GDPと購買担当者景気指数



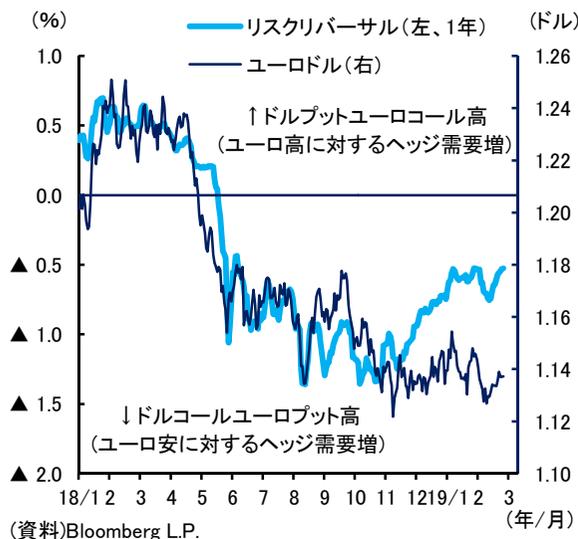
(資料) Eurostat, IHS Markit

## EONIAフォワード・カーブ



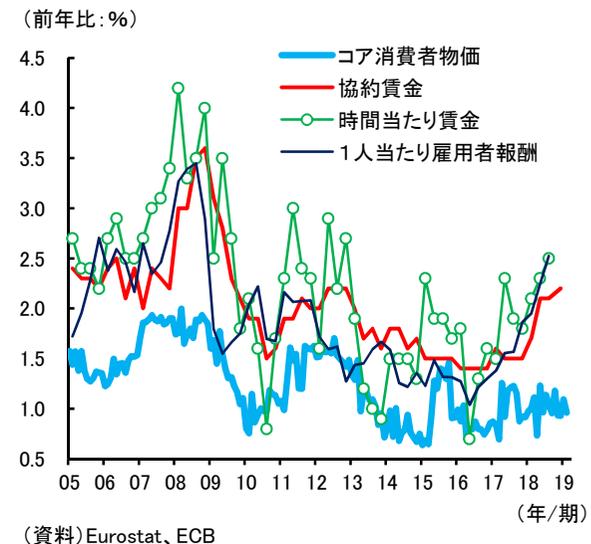
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注) フォワード・レートはスワップ・レートから算出。2月28日時点。

## ユーロ・ドル相場のリスク・リバーサル



(資料) Bloomberg L.P.

## ユーロ圏の賃金指標とコア物価



(資料) Eurostat, ECB

# 見通し：当面は横ばい圏で推移した後、ユーロ>円>ドルの力関係へ

## ◆ドル円相場

米F R Bが利上げ慎重姿勢を続けると予想されるなか、米金利上昇を追い風にした大幅な円安ドル高は見込み難いものの、当面はリスクオンの市場環境下で円じり安の展開となる見込み。

一方、年央以降は、既往の財政拡大の効果剥落等に伴い、米国景気の減速が明確化するにつれて、円高ドル安方向へ。日米貿易交渉における「為替条項」導入などの対日要求の強まりが円高圧力となる可能性も。

## ◆ユーロドル相場

ユーロ圏景気の減速局面が長期化するなか、E C Bの利上げ観測が後退しており、当面はユーロの上値の重い展開が続く見込み。一方で、米F R Bも利上げ休止を示唆しており、ユーロの下落余地も限られる見込み。

年央以降は、ユーロ圏景気の持ち直しが確認され、E C Bによる秋以降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。

## ◆ユーロ円相場

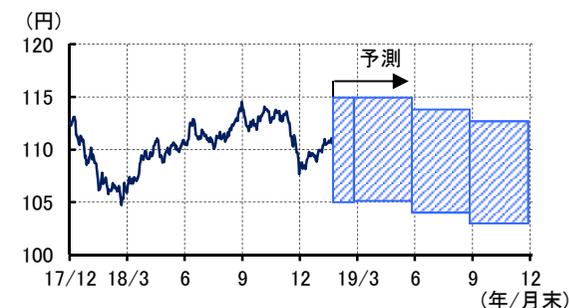
E C Bの利上げ観測が後退するなか、当面はユーロの上値の重い展開が続く見込み。英国のE U離脱問題やユーロ圏政治情勢を巡る懸念が高まり、一時的にユーロ安圧力が強まる局面も。

年央以降は、ユーロ圏景気の持ち直しが確認されるなかで、秋以降の利上げ着手が意識されるE C B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、ユーロ高に振れやすくなる見通し。

### ドル円相場見通し

	(円)				
	2018年 10~12	2019年			
		1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	112.78	111	111	110	109
(高値)	114.58	115	115	114	113
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	109.52	105	105	104	103

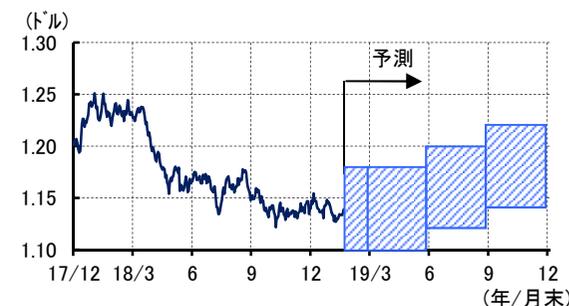
予測 →



### ユーロドル相場見通し

	(ドル)				
	2018年 10~12	2019年			
		1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	1.1413	1.14	1.14	1.16	1.18
(高値)	1.1628	1.18	1.18	1.20	1.22
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	1.1215	1.10	1.10	1.12	1.14

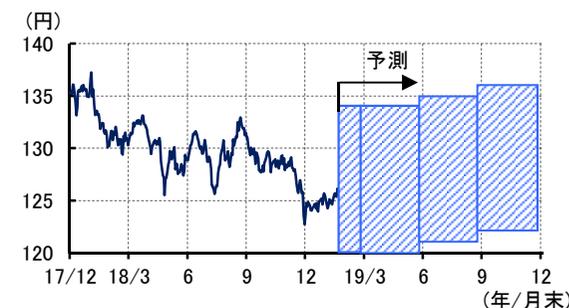
予測 →



### ユーロ円相場見通し

	(円)				
	2018年 10~12	2019年			
		1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	128.71	127	127	128	129
(高値)	132.46	134	134	135	136
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	125.23	120	120	121	122

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・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
18/11	113.37	128.80	1.1362	▲ 0.0701	0.05	0.10	21967.87	2.20	2.65	3.11	25258.68	2723.23	▲ 0.36	▲ 0.32	0.38	1.44	3186.40	56.69	1220.98
18/12	112.17	127.60	1.1376	▲ 0.0676	0.05	0.04	21032.42	2.27	2.79	2.83	23805.55	2567.31	▲ 0.36	▲ 0.31	0.25	1.27	3057.84	48.98	1252.64
19/1	108.99	124.47	1.1420	▲ 0.0643	0.04	▲ 0.00	20460.51	2.40	2.77	2.71	24157.80	2607.39	▲ 0.37	▲ 0.31	0.22	1.28	3088.65	51.55	1292.02
19/2	110.46	125.32	1.1347	▲ 0.0554	0.03	▲ 0.03	21123.64	2.40	2.68	2.67	25605.53	2754.86	▲ 0.37	▲ 0.31	0.13	1.20	3223.07	54.98	1319.19