
為替相場展望

2019年5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
◆米ドル分析：ドル堅調の背景にキャリートレード構築の動き	p. 2
◆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5月7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：ドル円相場は横這い圏での推移、ユーロは軟調

◆ 4月のドル円相場

良好な米景気指標や米中の通商協議が合意に向かうとの期待などを手掛かりに、4月5日に111円台半ばまでドルが上昇。その後、9日にトランプ大統領がEUからの輸入品に制裁関税を課す方針を示したことを受けて、リスク回避の動きが強まり、110円台後半まで円高ドル安が進む場面があったものの、12日に迫っていた英国のEU離脱期限が延長されたことを受けて、リスク回避の動きが後退し、112円台前半までドルが反発。月後半は、月末に日米首脳会談や米FOMCなどの重要イベントを控えて112円前後で一進一退の展開が持続。

なお、5月入り後は、5日にトランプ大統領が対中制裁関税の引き上げを表明したことを受けて、投資家のリスク回避姿勢が再び強まり、一時110円台前半まで円が急騰。

◆ 4月のユーロ相場

対ドルでは、ユーロ圏景気指標が強弱入り交じる内容となるなか、月半ばにかけて1.12ドル台を中心に方向感を欠いた展開が持続。17日の良好な中国の景気指標を受けて、中国景気の影響を受けやすいユーロ圏景気の底入れ期待が高まり、1.13ドル台前半までユーロが上昇したものの、18日以降、低調なドイツ・ユーロ圏の景気指標が散見されたことで景気の先行き懸念が再燃し、1.11ドル台前半までユーロが下落。

対円では、12日に迫っていた英国のEU離脱期限が延長されたことなどによるリスク選好の動きや、国内企業による海外買収案件に絡むユーロ買いが入ったとの思惑から、月半ばにかけて126円台半ばまでユーロが上昇。月後半は、低調なユーロ圏景気指標が散見されたことで景気の先行き不透明感が強まり、124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.

米ドル分析①：高金利のドルが運用通貨に

◆高金利のドルに投資資金流入

為替市場では、年明け後、米F R Bが利上げを休止するなかでも、主要通貨に対してドルが堅調。この背景の一つとして、投資家心理の改善とボラティリティ（変動率）の低下に伴い、低金利の通貨で資金調達し、高金利のドルで運用する「キャリートレード」が構築されつつある可能性が指摘可能。

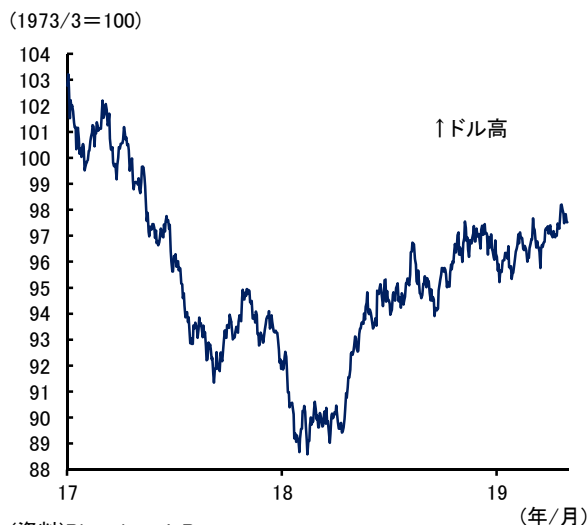
◆金利差とリスクオンの市場環境が重要

まず、投資家心理の改善とボラティリティ（変動率）の低下に寄与したのは、政策を巡る不透明感の緩和と世界景気の底入れ期待の高まり。年初以降、米F R Bをはじめ主要国中銀が景気や市場に配慮して金融引き締めに慎重な姿勢に転換したほか、4月にかけて米中の貿易摩擦に対する懸念も緩和。さらに、4月入り後は、米中の製造業景況感指数の改善をきっかけに、世界景気の底入れが意識。

これらの結果、投資家がリスクを取りやすくなった市場環境下で、「高金利通貨」である米ドルが「運用通貨」として選好されやすくなっていると推測。米国の政策金利は、昨年半ば以降、主要先進国のなかで最高水準に。投機筋の主要通貨に対する米ドルポジションをみると、年末年始の金融市場の混乱を受けて、一時ドル買い持ちポジションの巻き戻しが生じたものの、今春にかけてドル買いが再び活発化。米ドルの買い持ち残高は、とりわけ円やユーロに対して大きくなっており、超「低金利通貨」である円やユーロが「調達通貨」として選好されていることを示唆。

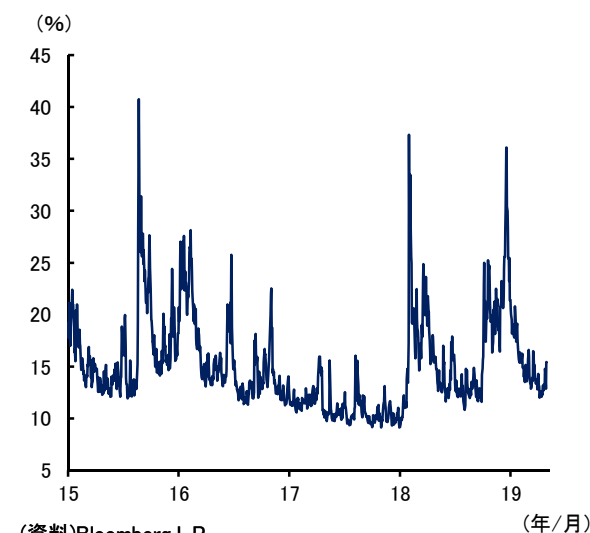
今後も「キャリートレード」が持続するには、①安定的な金利差、②投資家がリスクを取りやすい市場環境、が維持されることが不可欠。このうち、①については、日米欧中銀が少なくとも年内は政策金利を据え置くとみられるため、米国と日欧との金利差は変わらない状況が続く見込み（次頁に続く）。

ドルインデックス(ドルの名目実効為替レート)



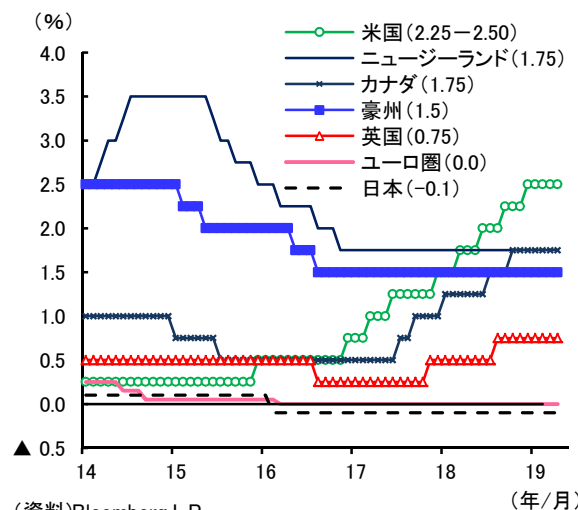
(資料)Bloomberg L.P.

VIX指数



(資料)Bloomberg L.P.

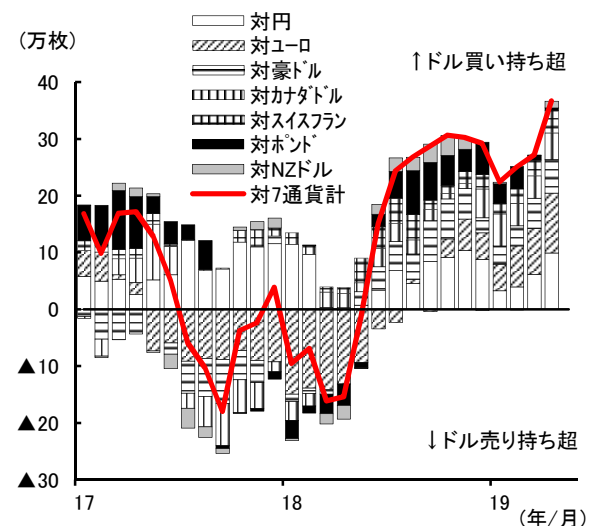
主要先進国の政策金利



(資料)Bloomberg L.P.

(注)カッコ内は、直近値。

投機筋の米ドルポジション



(資料)米CFTC

米ドル分析②：金利差は維持も、市場環境は再び不安定に

◆日米欧中銀は政策金利を据え置き

米FRBは5月1日のFOMCで、景気判断を「堅調に拡大」に上方修正する一方、物価に対する認識は「2%を下回っている」とやや慎重化。ただし、パウエルFRB議長は、最近のインフレ率の低下は一時的な要因によるものである可能性が高いとして、ディスインフレ懸念を理由に利下げに動くのではないかと市場の一部の見方を否定。

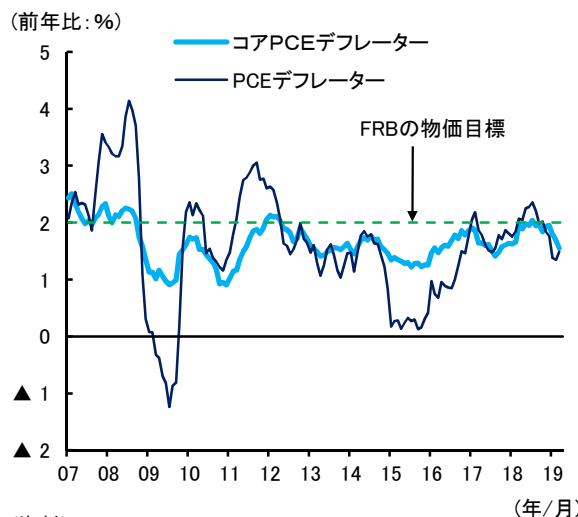
日銀は4月24～25日の金融政策決定会合で、超低金利を続ける期間を「当分の間」から「少なくとも2020年春頃まで」に修正。同日公表された「展望レポート」では、21年度においてもコア消費者物価の前年比は2%の目標に到達しないとの想定になっており、黒田総裁は会見で、「(超低金利が)20年春よりも長くなる可能性が十分にある」と説明。

ECBは3月7日の理事会で、現在の政策金利水準を維持する期間を少なくとも「19年夏まで」から「19年末まで」に延長。さらに、4月に公表された同会合の議事要旨では、かなりの数の理事会メンバーが20年3月まで政策金利を据え置くべきと主張していたことが判明。ユーロ圏景気が影響を受けやすい中国景気に底入れの兆しがみられるなかでも、ドイツを中心に景気回復が遅れており、年後半にかけて景気低迷が長引けば、フォワードガイダンスが再び延長される可能性も。

◆米中の貿易摩擦を巡る懸念が再燃

一方、市場環境は、5月入り後、米中の貿易摩擦を巡る懸念が再燃しており、投資家が断続的にリスク回避の動きを強めやすい状況が続く公算大。足許の米国株は、2017年末ほどの割高感はないものの、昨年末に急落した際の割安感は後退。米国株安とともに「キャリートレード」の解消による米ドル買い持ちポジションの巻き戻しが生じ、対円や対ユーロでドル安圧力が強まるリスクに注意が必要。

米国のインフレ率



(資料)BEA

日銀の展望レポートにおける経済・物価見通し

	(前年比: %)	
	実質GDP	コア消費者物価
2018年度	0.6	0.8
1月時点	<0.6~0.6>	0.8
	<0.9~1.0>	<0.8~0.9>
2019年度	0.8	0.9
1月時点	<0.7~0.9>	<0.7~1.0>
	0.9	0.9
	<0.7~1.0>	<0.8~1.1>
2020年度	0.9	1.3
1月時点	<0.8~1.1>	<1.1~1.4>
	1.0	1.4
	<0.7~1.0>	<1.2~1.4>
2021年度	1.2	1.6
	<0.9~1.2>	<1.4~1.7>

(資料)日銀を基に日本総研作成

(注)上段は中央値、下段の<>は大勢見通しのレンジ。

コア消費者物価は、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケース。

ドイツと中国の製造業購買担当者景気指数



(資料)IHS Markit、中国国家統計局

米S&P500種株価指数の予想株価収益率



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注)予想株価収益率は12カ月先予想一株利益ベース。

シャドー部は景気後退期。

見通し：日米欧の金融政策格差が薄れるなか、横這い圏での推移が長期化へ

◆ドル円相場

当面は、米FRBが政策金利を据え置く姿勢を示しているため、米金利上昇に伴うドル高圧力が和らぐ一方、米中貿易摩擦の再燃などに伴うリスク回避の円高圧力も抑制されるため、横ばい圏での推移が続く見込み。

2020年にかけては、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

米FRB、ECBともに、少なくとも年内は政策金利を据え置く姿勢を示すなか、横這い圏での推移が続く見込み。

2020年入り後は、ECBによる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

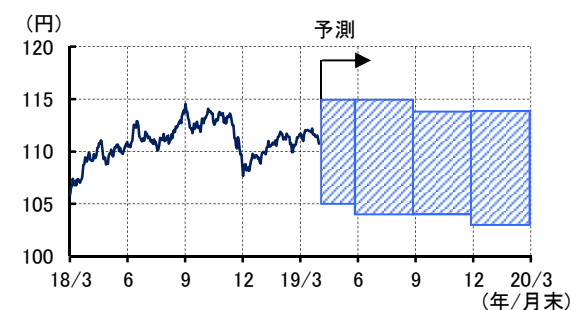
ECBによる年内の利上げ観測が後退するなか、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。英国のEU離脱問題やユーロ圏政治情勢を巡る懸念が高まり、一時的にユーロ安圧力が強まる局面も。

2020年入り後は、利上げ着手が意識されるECB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感の違いを反映して、ユーロ高に振れやすくなる見通し。

ドル円相場見通し

	2019年				2020年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	110.11	111	110	109	109
(高値)	112.14	115	115	114	114
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥
(安値)	104.70	105	104	104	103

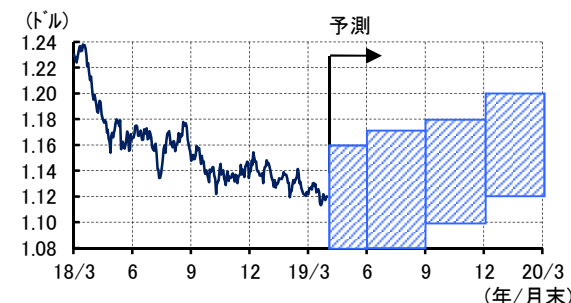
予測 →



ユーロドル相場見通し

	2019年				2020年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	1.1364	1.12	1.13	1.14	1.16
(高値)	1.1572	1.16	1.17	1.18	1.20
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥
(安値)	1.1176	1.08	1.08	1.10	1.12

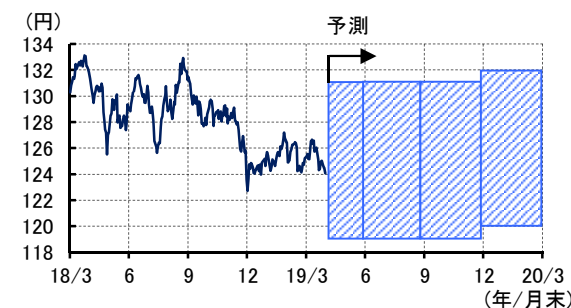
予測 →



ユーロ円相場見通し

	2019年				2020年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	125.12	125	125	125	126
(高値)	127.53	131	131	131	132
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥
(安値)	118.72	119	119	119	120

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O/N (%)	TIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	日経平均 株価 (円)	FFO/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)
16/5	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
19/3	111.13	125.58	1.1299	▲ 0.0442	0.03	▲ 0.04	21414.88	2.41	2.61	2.57	25722.62	2803.98	▲ 0.37	▲ 0.31	0.06	1.15	3332.86	58.17	1300.81
19/4	111.70	125.65	1.1250	▲ 0.0663	0.05	▲ 0.04	21932.51	2.42	2.59	2.53	26355.21	2893.60	▲ 0.37	▲ 0.31	0.02	1.15	3444.25	63.85	1286.33