

---

---

# 為替相場展望

2019年2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FRBの利上げ休止だけでは、円高は進まず	p. 2
◆ユーロ分析：ECBはハト派傾斜も、ユーロ下落余地は限定的	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2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：年初に円が急騰するなど、波乱のスタート

### ◆ 1月のドル円相場

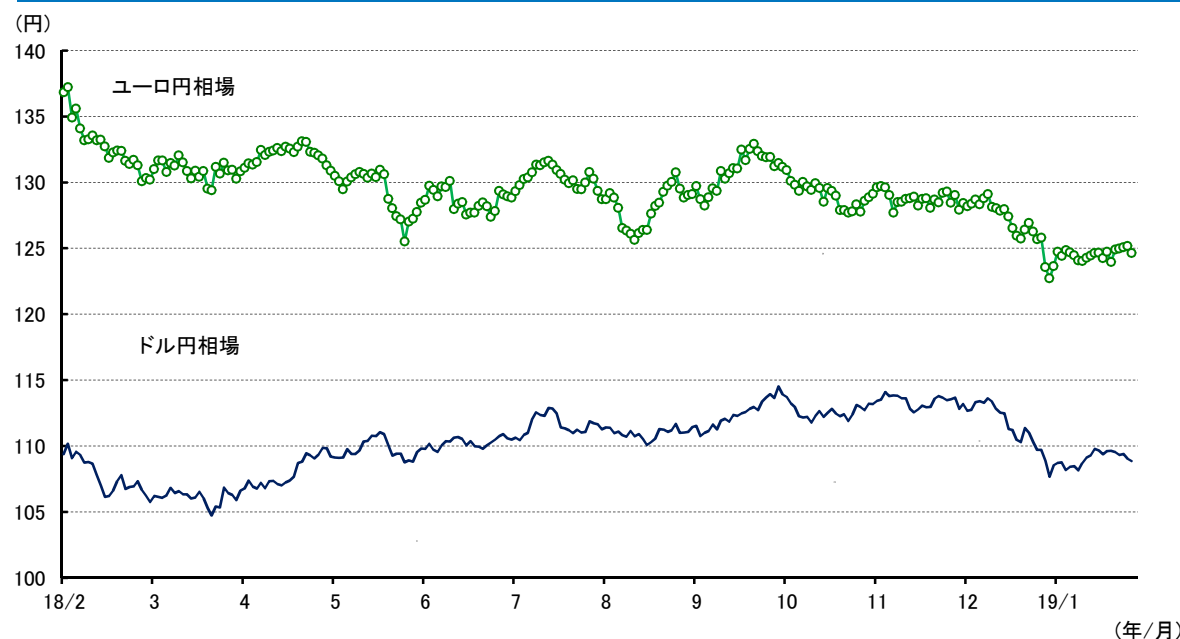
米中の景気指標の悪化や米大手IT企業の業績予想の下方修正などを受けて、リスク回避の動きが強まり、月初に一時104円台まで円が急騰。その後は、良好な米雇用統計やパウエル議長を始めとするFRB高官の追加利上げに慎重な発言、米中貿易協議の進展期待などを手掛かりに、リスク回避の動きが後退し、一時110円ちょうどまで円が反落。月末にかけては、米FOMCや米中の閣僚級貿易協議を控えるなか、109円台で一進一退の展開が続いたものの、31日のFOMCで利上げ打ち止めが示唆されたことなどを受けて、米金利が低下し、再び108円台へ。

### ◆ 1月のユーロ相場

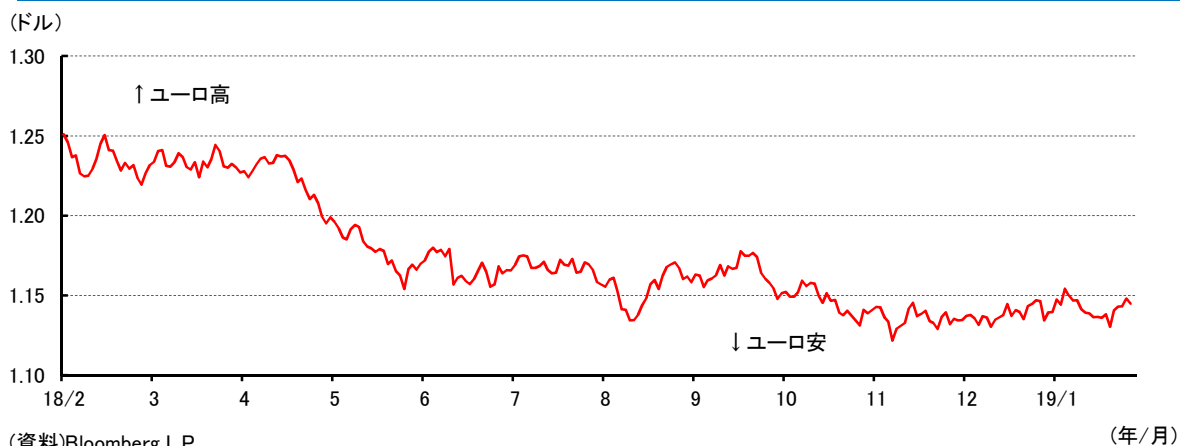
対ドルでは、仏景気指標の悪化などを手掛かりに、月初に1.12ドル台までユーロが下落。その後、FRB高官が相次いで追加利上げに慎重な発言をしたことなどから、1.15ドル台半ばまでユーロが反発したものの、15日にドラギECB総裁が慎重な景気見通しを示したことなどから、再びユーロ軟調地合いに。24日には、ECB理事会が景気見通しを巡るリスク判断を引き下げたほか、ドイツ政府が2019年の景気見通しを下方修正すると報じられたことから、1.13ドル割れ。月末にかけては、米FOMCで利上げ打ち止めが示唆されたことなどを受けて、一時1.15ドル前後までユーロが持ち直したものの、利上げに前向きとされる独連銀総裁がドイツの景気減速は従来予想よりも長く、深刻なものになるとの見方を示したことを手掛かりに、ユーロが下落。

対円では、世界景気の先行き懸念などを背景にリスク回避の動きが強まり、月初に一時118円台まで円が急騰。その後、FRB高官の追加利上げに慎重な発言が相次いだことなどを受けて、リスク回避の動きが後退し、125円台まで円が反落したものの、24日にECBが慎重な景気判断を示したことなどから、ユーロの上値が重い展開が持続。

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FRBの利上げ休止だけでは、円高は進まず

## ◆米FRBは様子見姿勢に転換

1月31日の米FOMC後に発表された声明文では、昨年12月会合時の「いくらかの更なる漸進的な利上げが適切」との文言が削除され、「世界経済および金融動向、落ち着いたインフレ圧力」を考慮すると、将来の政策金利の調整にあたり「辛抱強くなれる」との文言が追加。FRBは、これまでの利上げ路線をいったん棚上げし、様子見姿勢に転じたとみることが可能。さらに、バランスシートの正常化戦略に関する別の声明では、バランスシート縮小ペースを柔軟に調整する用意があることを示唆。

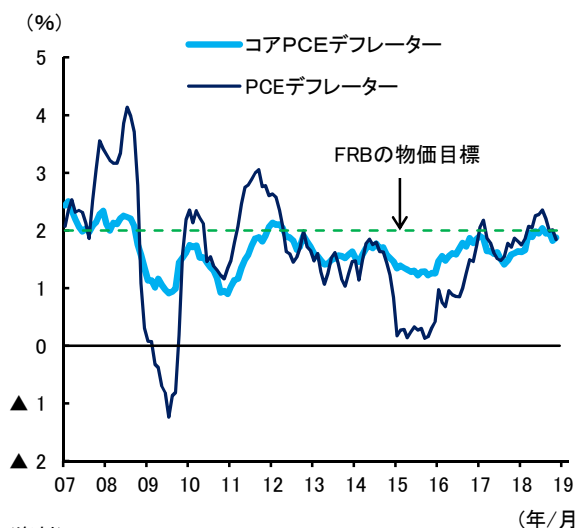
FRBが様子見姿勢に転じるなか、米金利上昇に伴うドル高圧力は限られる見通し。市場ではすでに年内利上げなしとの見方が大勢。少なくとも当面は、世界経済の減速懸念が払拭されず、米国のインフレ率も加速する兆しがみられないなか、FRBが市場を再び混乱させるリスクを冒してまで追加利上げに動くことはない見込み。一方で、FRBの利上げ休止やバランスシート縮小ペースの鈍化に対する期待が、金融市場の緊張緩和やリスク取引積極化を通じて、円安要因、ないしは円高抑制要因となる公算大。今春にかけて、米中貿易摩擦の一段の深刻化や、英国の合意なきEU離脱、米政府機関の再開鎖・長期化などの事態に至らない限り、ドル円相場は横ばい圏での推移が続く見込み。

## ◆米景気減速の明確化につれて、円高方向へ

一方、年央以降は、既往の拡張的な財政政策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、ドルの上値は切り下がる方向へ。2020年の米国大統領選挙を見据えたトランプ政権・共和党と民主党の対立先鋭化などに対する懸念の強まりも、円高ドル安要因となる可能性。

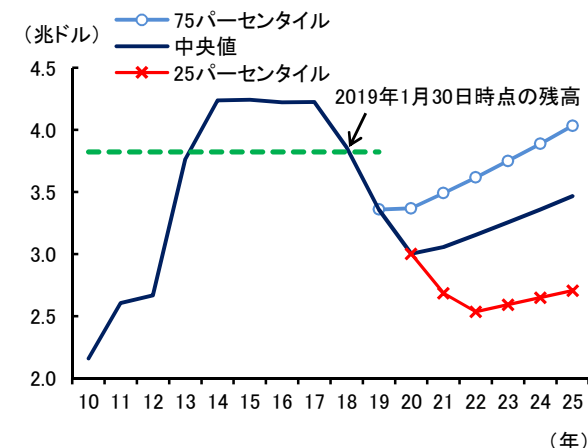
もっとも、米国景気が失速に至らない限り、大幅な円高ドル安は回避される見込み。主要先進国の政策金利を比較すると、米国はすでに最高水準。金利面で米ドルが投資先として相対的に優位な状況が続く見込み。一方、日本では、超低金利による運用難の長期化が予想されることに加え、国内需要の大幅な拡大が期待薄のなか、対外証券・直接投資を通じた資金流出が円高抑制要因に。

## 米国のインフレ率



(資料)BEA

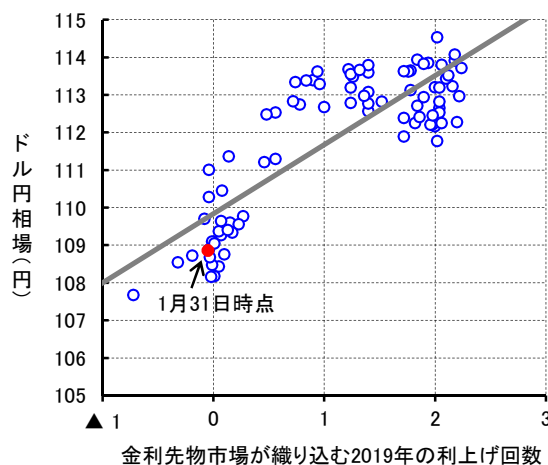
## FRBのバランスシートに対する市場の見方



(資料)ニューヨーク連銀を基に日本総研作成

(注)FRBのバランスシートのうち、NY連銀の公開市場操作勘定の残高。2017年12月にNY連銀がプライマリーディーラー・市場参加者に対して行った調査結果に基づく。

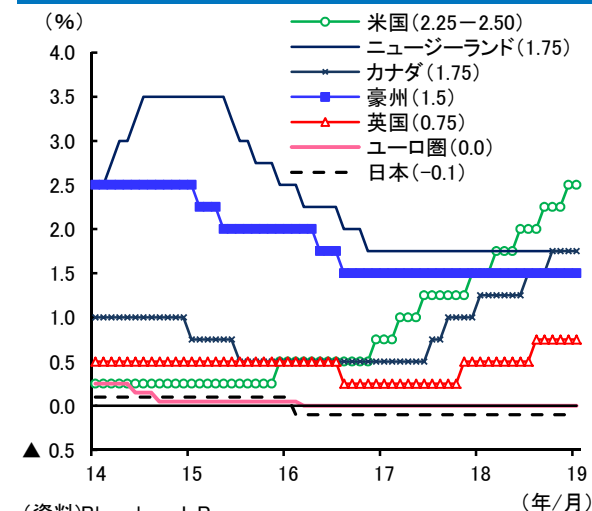
## 市場が織り込む今年の利上げ回数とドル円



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注)集計期間は、2018年10月初から19年1月末。

## 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：ECBはハト派傾斜も、ユーロ下落余地は限定的

## ◆ECBは景気見通しのリスク判断を下方修正

ユーロ圏では景気減速が長期化。1月のユーロ圏総合購買担当者景気指数（PMI）は2013年7月以来の低水準となり、本年入り後も景気減速が続いていることを示唆。

こうした状況下、1月24日のECB理事会後の記者会見でドラギ総裁は、「地政学的要因、保護主義の脅威、新興国市場の脆弱性、金融市場のボラティリティーに関連する根強い不確実性により、ユーロ圏の成長見通しを巡るリスクは下向きに移行した」と発言。

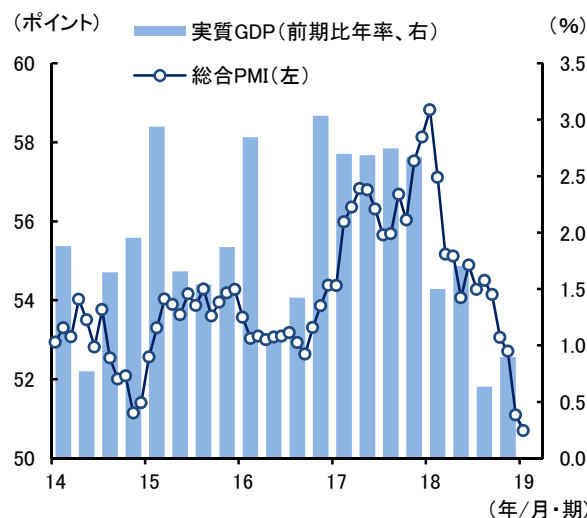
ECBは、もう少し時間をかけてすべてのリスク要因が景気に影響を及ぼしたどうかを見極める意向で、ECBスタッフの経済見通しの改定が行われる次回3月の理事会で再度議論する予定。市場参加者も経済指標を見極める姿勢を続けるとみられ、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。

## ◆金利差からのユーロ安圧力は緩和

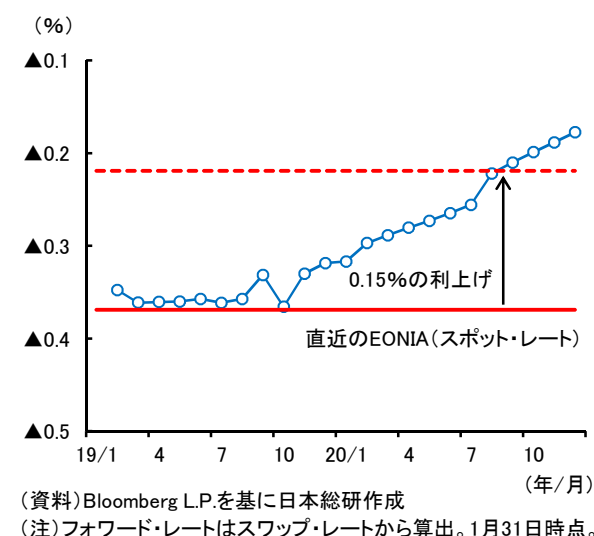
今後、ユーロ圏景気指標が明確に持ち直すか、米中貿易摩擦やBrexitを巡る不透明感が払拭されるなどの好材料が出てこない限り、ECBは3月の理事会で経済見通しを下方修正する見込み。これに合わせて、「少なくとも2019年夏にかけて」現在の金利水準を維持するとしているフォワード・ガイダンスの時間軸が先延ばしされる可能性も。

もっとも、ユーロの下落余地は限られる見込み。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しているほか、米FRBも利上げ打ち止めを示唆しており、独米金利差のマイナス幅拡大に伴うユーロ安圧力は緩和。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。今後も欧州政治を巡る不透明感が高まる局面などでは、一時的にユーロ安圧力が強まるとみられるものの、総じてみれば、ユーロの底堅い展開が続く見込み。

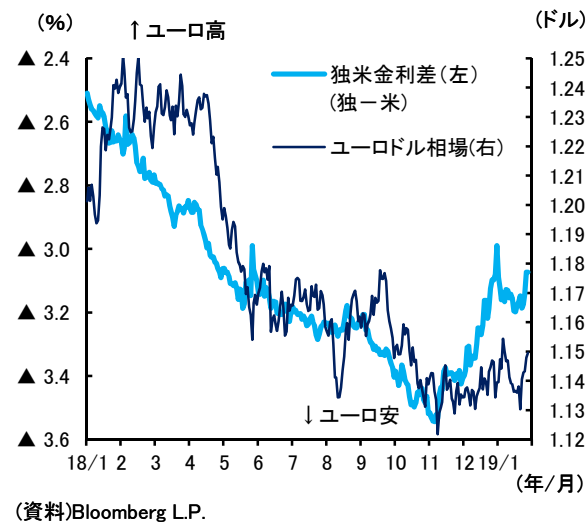
## ユーロ圏の実質GDPと購買担当者景気指数



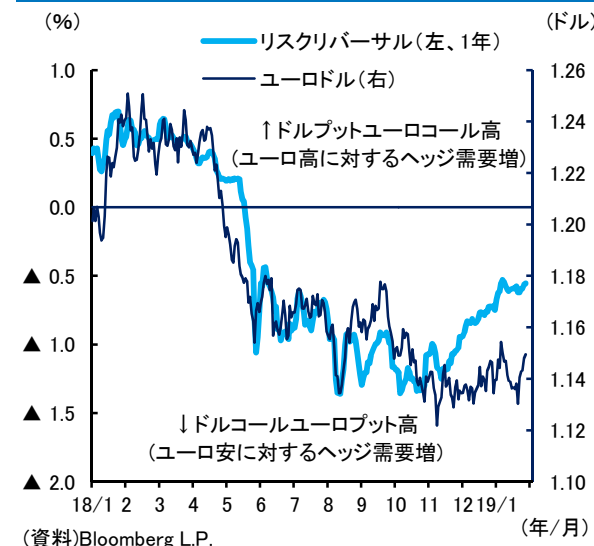
## EONIAフォワード・カーブ



## ユーロドル相場と独米金利差



## ユーロ・ドル相場のリスク・リバーサル



# 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が様子見姿勢に転じるなか、米金利上昇に伴うドル高圧力が和らぐ一方、F R Bの利上げ休止やバランスシート縮小ペースの鈍化に対する期待が金融市場の緊張緩和を通じて円安要因、ないしは円高抑制要因に。この結果、当面は横ばい圏での推移が続く見通し。

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、ドル円相場の上値が徐々に切り下がっていく見込み。

## ◆ユーロドル相場

ユーロ圏景気指標の下振れが続くなか、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も利上げ打ち止めを示唆しており、ユーロの下落余地も限られる見込み。

年央以降は、ユーロ圏景気が上向くなかで、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。英国の合意なしE U離脱に対する懸念の高まりなどが、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。

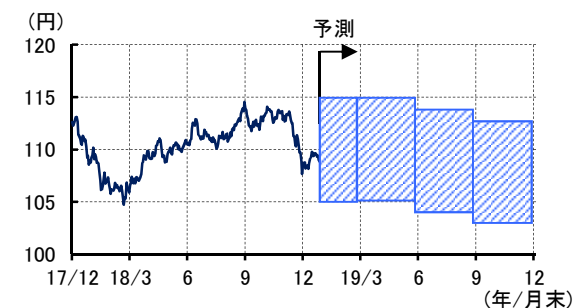
年央以降は、ユーロ圏景気の持ち直しが確認されるなかで、秋以降の利上げ着手が意識されるE C Bと金融緩和の出口に向けて動けない日銀との金融政策の方向性の違いを反映して、ユーロ高に振れやすくなる見通し。

### ドル円相場見通し

	2018年		2019年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	112.78	110	110	109	108	
(高値)	114.58	115	115	114	113	
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫	
(安値)	109.52	105	105	104	103	

(円)

予測 →

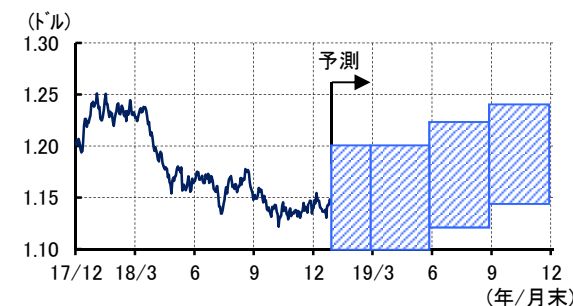


### ユーロドル相場見通し

	2018年		2019年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	1.1413	1.15	1.15	1.17	1.19	
(高値)	1.1628	1.20	1.20	1.22	1.24	
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫	
(安値)	1.1215	1.10	1.10	1.12	1.14	

(ドル)

予測 →

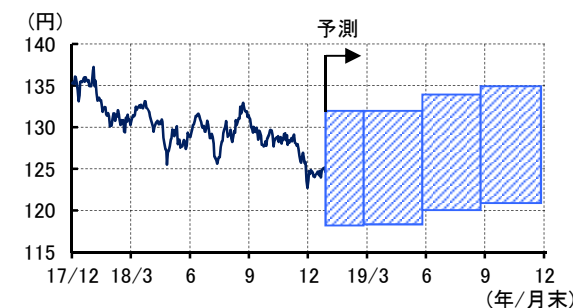


### ユーロ円相場見通し

	2018年		2019年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	128.71	125	125	127	128	
(高値)	132.46	132	132	134	135	
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫	
(安値)	125.23	118	118	120	121	

(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O/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)
16/2	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
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