

---

---

# 為替相場展望

2019年7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：FRBの想定内の利下げでは、大幅な円高には至らず	p. 2
◆ユーロ分析：ECBが利下げしても、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7月8日9:00時点で利用可能な情報をもとに作成しています。
- ◆日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」は下記urlから登録できます（右側QRコードからもアクセスできます）。  
新着レポートの概要のほか、最新の経済指標・イベントなどに対するコメントや研究員のコラムなどを随時お届け致します。  
<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

経済・政策情報メール  
マガジン配信中！



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：米中貿易戦争は一時休戦も、米利下げ観測がドルの重石

## ◆ 6月のドル円相場

6月7日発表の米5月雇用統計の下振れなどをを受けて、FRBの利下げ観測が強まり、107円台までドルが下落したものの、トランプ大統領が対メキシコ関税の発動を見送ったことから、108円台までドルが反発。その後、19日の米FOMCが年内の利下げを示唆する内容であったことから、再び108円割れとなり、低調な米景気指標や米国とイランの関係悪化による地政学リスクの高まりなども加わり、25日には106円台後半まで円高ドル安が加速。その後は、FRB高官が過度な利下げ観測を牽制する発言をしたことや、米中両国が貿易戦争の一時休戦で合意したことなど手掛かりに、再び108円台へ。

なお、7月5日発表の米6月雇用統計は市場予想を上回る結果となり、108円台半ばまでドルが上昇。

## ◆ 6月のユーロ相場

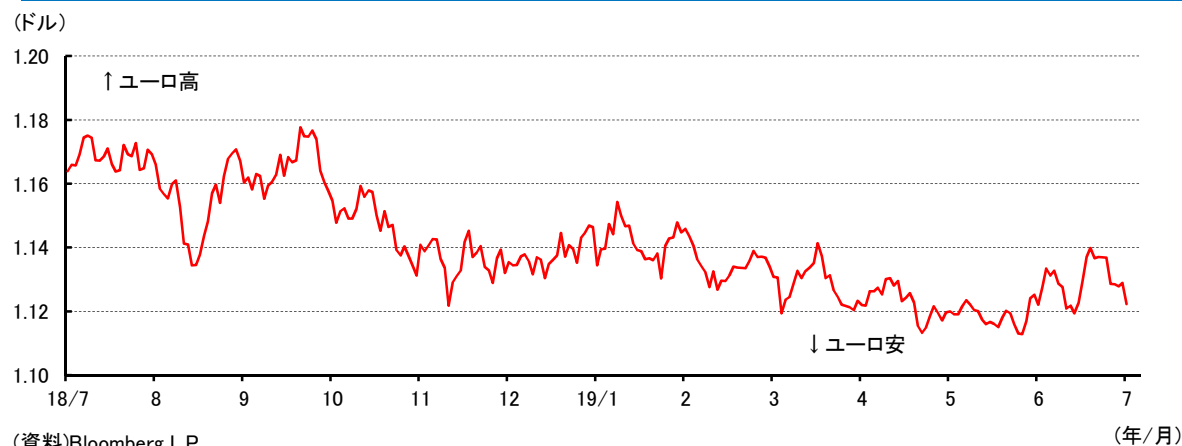
対ドルでは、6月6日のECB理事会が市場予想ほどハト派的な内容ではなかった一方、7日の米雇用統計が下振れし、FRBの利下げ観測が強まったことから、1.13ドル台半ばまでユーロが上昇。その後、14日の米小売売上高が良好な結果となる一方、18日にドラギECB総裁が追加緩和の必要性に言及したことを手掛かりに、1.11ドル台後半までユーロが反落。18～19日のFOMCでは、年内の利下げの可能性が示唆されたことから、1.14ドル台までユーロが反発。月末にかけては、米中首脳会談を控えて様子見ムードが広がるなか、1.13ドル台を中心に一進一退。

対円では、6月6日のECB理事会が市場予想ほどハト派的な内容でなかったことなどをを受けて、123円台までユーロが上昇したものの、18日にECB総裁が追加緩和の必要性に言及したことなどを手掛かりに、121円前後までユーロが反落。月末にかけては、122円を挟んで一進一退。

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：FRBの想定内の利下げでは、大幅な円高には至らず

## ◆対中関税第4弾見送りでも、利下げ姿勢は不変

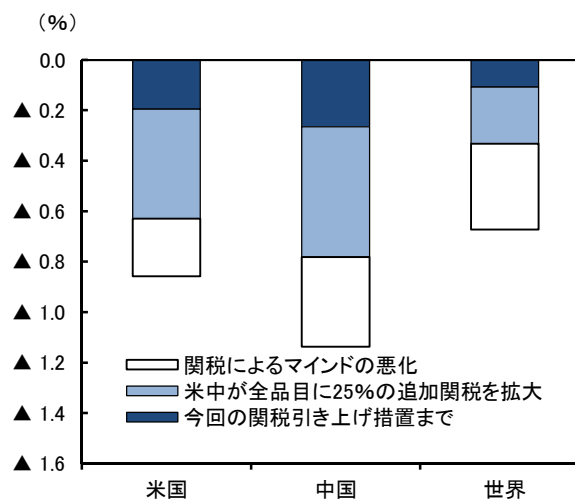
6月29日に開催された米中首脳会談では、両国が貿易協定を再開することで合意し、米国は中国からの残りの輸入品3,000億ドル相当を対象とする制裁関税第4弾の発動を当面見送り。トランプ大統領は中国通信機器最大手に対する制裁を緩和する意向も表明。米中両国が貿易戦争の「一時休戦」で合意したことで、米中及び世界景気が深刻な打撃を受ける事態はひとまず回避。

もっとも、景気見通しの不確実性の高まりやインフレ率の下振れなどに対応するために、FRBの利下げ姿勢は変わらない見込み。米国では、既往の拡張的な財政政策の効果が減衰し、さらには海外経済の減速や貿易摩擦が景気の重石となるなかで、成長ペースは2018年央をピークに減速傾向。ニューヨーク連銀が公表するNowcastは、直近4～6月期の成長率が2%前後とみられる潜在成長ペースを下回っていることを示唆。加えて、薬価引き下げや家賃の伸び悩みなどもインフレ抑制要因となるなかで、コアインフレ率がFRBの目標である2%を下回っているほか、家計のインフレ期待も低下傾向。

## ◆本格的な利下げ局面とはならず

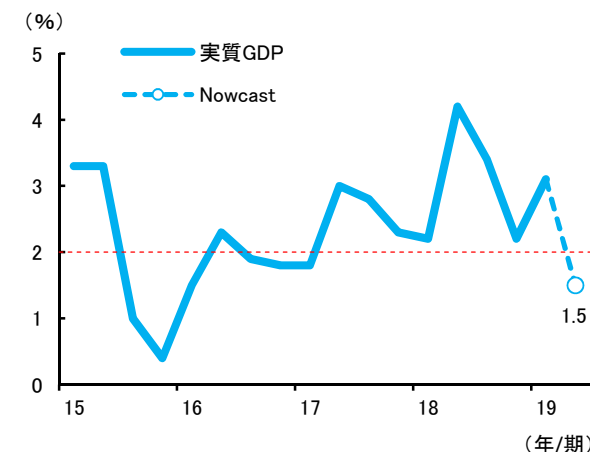
ただし、過去の景気後退時のような本格的な利下げ局面とはならない見込み。対中関税第3弾の関税率引き上げまでの既往の関税措置による景気へのマイナス影響は限定的にとどまり、FRBの利下げが景気下支えに作用することで、景気失速は回避される見込み。6月に公表されたFOMC参加者の政策金利見通しが、来年末にかけて最大2回（1回当たり0.25%ポイントの場合）の利下げを想定する内容となる一方で、市場は年内だけで2回強の利下げを織り込んでおり、FOMCの想定内の利下げにとどまる限り、大幅な円高ドル安進行には至らない公算大。

## 米中貿易戦争が実質GDPに与える影響



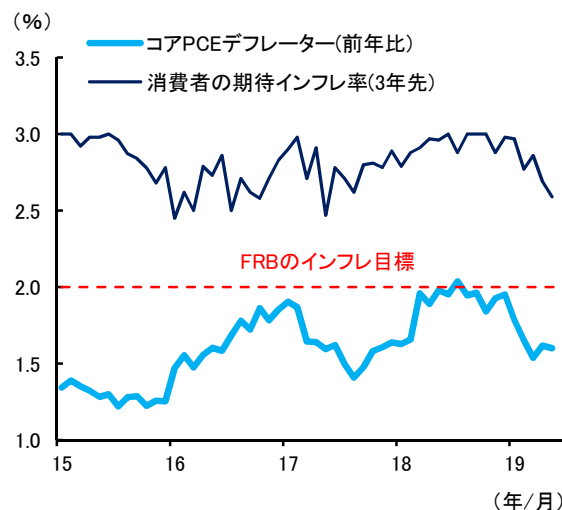
(資料)OECDを基に日本総研作成

## 米国の実質GDP成長率(前期比年率)



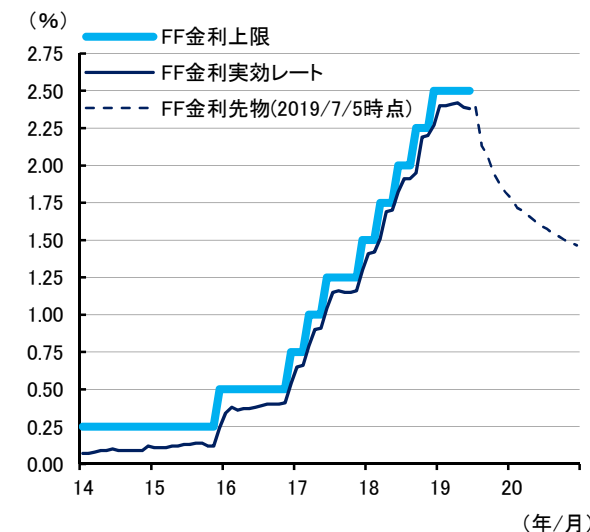
(資料)BEA、ニューヨーク連銀を基に日本総研作成  
(注)Nowcastはニューヨーク連銀が公表しているGDPの予測値。7月5日時点。

## 米国のコアインフレ率、期待インフレ率指標



(資料)BLS、BEA、FRB、NY連銀を基に日本総研作成

## 金利先物市場が織り込むFRBの利下げ期待



(資料)ECB、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

# ユーロ圏分析：ECBが利下げしても、ユーロ下落余地は限定的

## ◆景気・物価の低迷が長期化

ユーロ圏では、景気に底打ちの兆しがみられるものの、成長ペースは緩慢。実質GDP成長率との相関が高い総合PMIは、足許の成長ペースが1%台半ばとみられる潜在成長率を下回っていることを示唆。業種別にみると、良好な雇用・所得環境が維持されるなか、内需の影響を受けやすいサービス業が底堅さを保つ一方、中国をはじめとする外需の影響を受けやすい製造業は低迷が持続。中国の製造業PMIは再び弱含んでおり、ユーロ圏製造業PMIの持ち直しにはなお時間がかかる見込み。

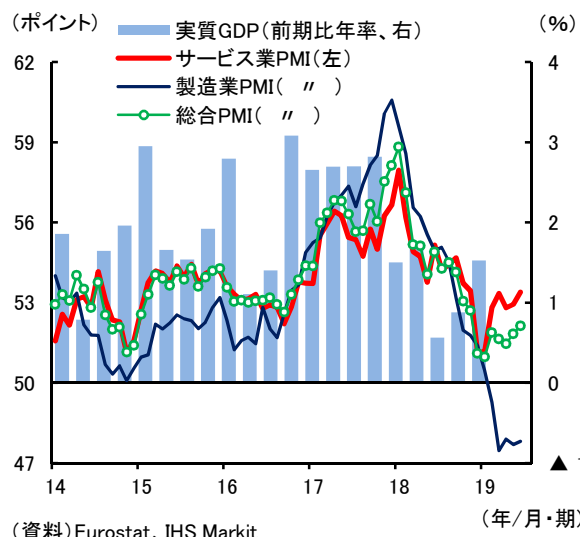
物価面では、ECBが重視するコア・インフレ率が1%前後で伸び悩んでいるほか、市場ベースの期待インフレ率が過去最低まで低下。当面は、潜在成長率を上回る成長ペースは見込めず、需給面からの物価上昇圧力は乏しいと予想されるなか、コア・インフレ率はECBの目標である2%弱を下回る状況が長引く見通し。

## ◆ECBは金融緩和を視野に入れた政策運営へ

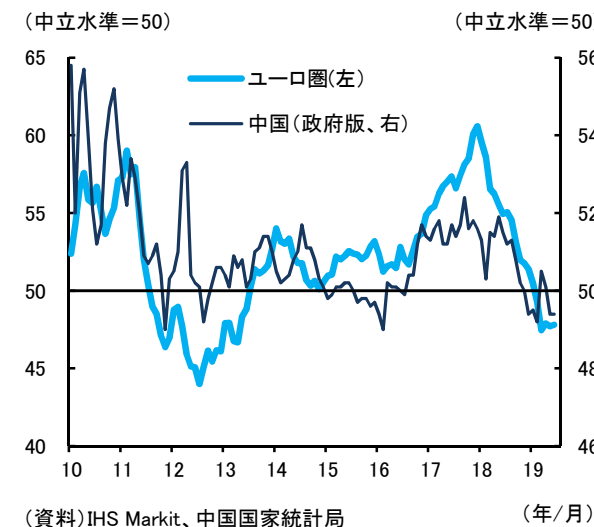
こうした状況下、ECBは6月6日の理事会で、現在の政策金利水準を維持する期間を少なくとも「19年末まで」から「20前半まで」に延長。さらに、ドラギECB総裁は6月18日の講演で、「（経済状況に）改善がみられず、インフレ率が持続的に目標に回帰することが脅かされるならば、追加刺激策が必要」と発言。その後も、ECB高官による追加緩和に前向きな発言が相次いでおり、ECBは利下げなど金融緩和を視野に入れた政策運営に舵を切りつつある可能性。

もっとも、ECBの主要政策金利の一部（預金ファシリティ金利）はすでにマイナス圏にあるため、米FRBに比べてECBの利下げ余地は限られる公算大。市場はすでに▲0.1～▲0.2%ポイントの小幅利下げを織り込んでいることもあり、量的緩和再開などの市場のサプライズがない限り、ユーロが大幅に下落することはない見込み。

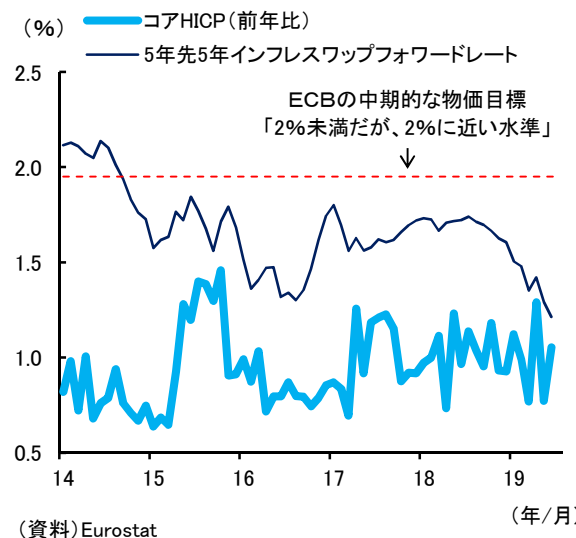
### ユーロ圏の実質GDPとPMI



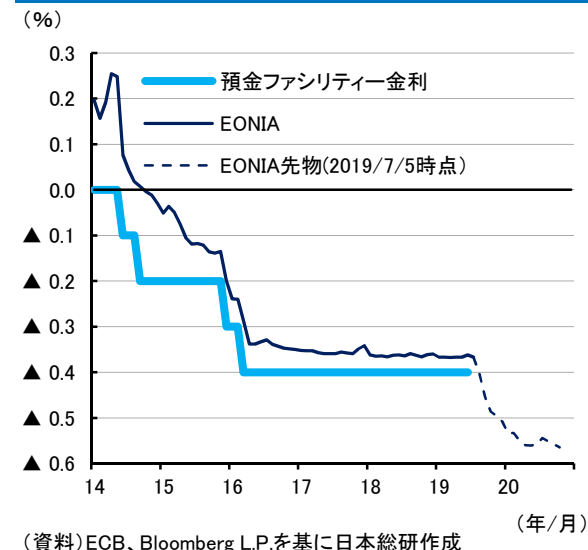
### ユーロ圏と中国の製造業PMI



### ユーロ圏のコアインフレ率、期待インフレ率指標



### 金利先物市場が織り込むECBの利下げ期待



# 見通し：FRBの利下げ姿勢が変わらないなか、円強含みの地合いが持続

## ◆ドル円相場

米中の貿易戦争は一時休戦となったものの、米国景気見通しの不確実性の高まりやインフレ率の下振れに対応するために、FRBの利下げ姿勢は不変とみられ、円強含みの地合いが持続見込み。

もともと、対中関税第4弾の発動やそれに伴う景気失速が回避されることで、過去の景気後退時のような本格的な利下げ局面とはならず、大幅な円高進行には至らない見通し。

## ◆ユーロドル相場

ユーロ圏景気・物価の持ち直しが遅れるなか、ECBの利下げ観測が高まっているものの、実際の利下げ余地は乏しいとみられることから、総じてみればユーロの底堅い推移が続く見込み。

ただし、英国の合意なしEU離脱やイタリアの財政問題などに対する懸念が強まる場面では、一時的にユーロ安圧力が強まる公算大。

## ◆ユーロ円相場

ECB、日銀ともに金融政策の正常化が遠のく一方、金融緩和余地も限られているため、総じてみれば横ばい圏での推移が続く見通し。

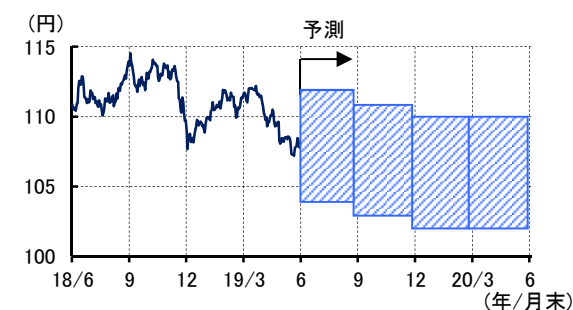
ただし、欧州の政治情勢や中東の地政学リスクなどに対する懸念が強まる場面では、リスク回避の動きにより、一時的に円高ユーロ安に振れやすくなる見込み。

### ドル円相場見通し

	2019年			2020年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	109.97	108	107	106	106
(高値)	112.40	112	111	110	110
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	106.78	104	103	102	102

(円)

予測

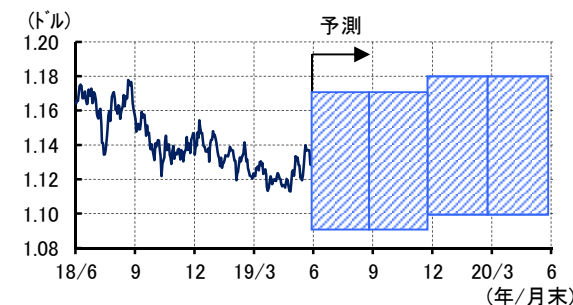


### ユーロドル相場見通し

	2019年			2020年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	1.1236	1.13	1.13	1.14	1.14
(高値)	1.1414	1.17	1.17	1.18	1.18
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	1.1107	1.09	1.09	1.10	1.10

(ドル)

予測

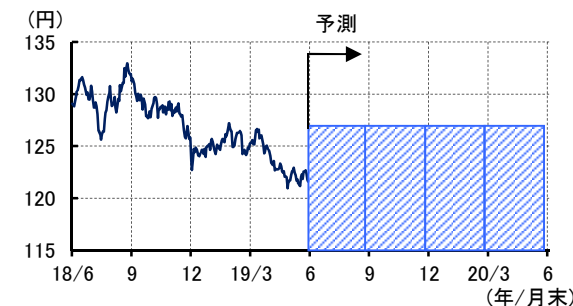


### ユーロ円相場見通し

	2019年			2020年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	123.56	122	121	121	121
(高値)	126.84	127	127	127	127
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	120.78	115	115	115	115

(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)	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)
16/7	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	111.69	125.46	1.1233	▲ 0.0676	0.05	▲ 0.04	21964.86	2.42	2.59	2.53	26401.58	2903.80	▲ 0.37	▲ 0.31	0.01	1.15	3458.76	63.87	1285.76
19/5	109.98	122.99	1.1183	▲ 0.0495	0.05	▲ 0.06	21218.38	2.39	2.53	2.39	25744.79	2854.71	▲ 0.37	▲ 0.31	▲ 0.08	1.06	3385.41	60.87	1284.21
19/6	108.07	122.06	1.1295	▲ 0.0626	0.04	▲ 0.14	21060.21	2.07	2.40	2.07	26160.10	2890.17	▲ 0.36	▲ 0.33	▲ 0.27	0.84	3405.95	54.71	1361.81