

---

---

# 為替相場展望

2019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：リスクオンの流れも、円安進行余地は限定的	p. 2
◆ユーロ分析：ラガルド新総裁の下、金融・財政政策の協調に注目	p. 3
◆見通し	p. 4

### 調査部 マクロ経済研究センター

ドル円	研究員	松田 健太郎	( Tel: 03-6833-0911 Mail: matsuda.kentaro@jri.co.jp )
ユーロ	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11月6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/maimagazine/form/>



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：米中協議やBrexit議論の進展などから、ユーロ>ドル>円

### ◆10月のドル円相場

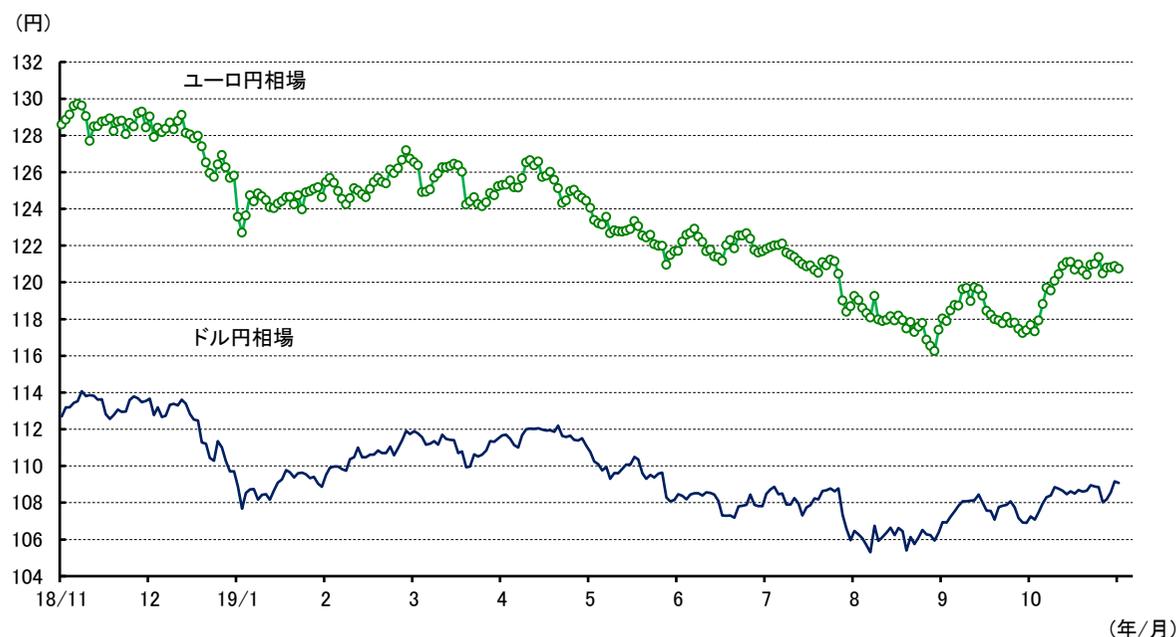
1日発表の米ISM製造業景気指数の下振れなどを受けて、一時106円台半ばへドルが下落。その後は、4日の米雇用統計が底堅い結果となったほか、米中通商協議に対する前向きな見方が広がったことから、円安ドル高基調に。実際、10～11日の米中閣僚級協議で「部分合意」に至ったことや、17日に英国がEUとの離脱協定案で合意したことから、リスク選好の動きが強まり、109円台目前へ。もっとも、19日には英下院が離脱協定案の採決を延期したことなどを受けて、リスク選好の動きがやや後退し、108円台半ばで揉み合い。月末にかけては、EUによる英離脱期限延長の決定やトランプ大統領による対中合意に向けた前向きな発言などから、一時109円台に乗せる場面があったものの、31日には、中国が米政権との長期の通商合意を疑問視しているとの報道を受けて再びリスク回避による円買いが強まり、108円前半へドルが急落。

### ◆10月のユーロ相場

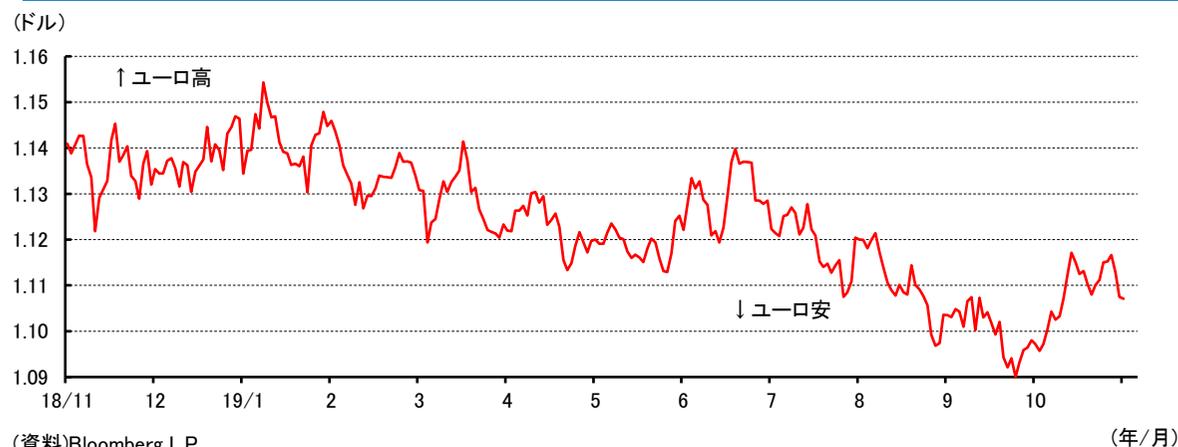
対ドルでは、10～11日の米中閣僚級通商協議に市場の関心が向かうなか、上旬は1.09ドル台後半を中心に一進一退。その後は、17日のEU首脳会議で英国がEUと新たな離脱協定案で合意したことから、英ポンドの上昇に連れてユーロ買いが優勢となり、1.11ドル台半ばへユーロが上昇。19日には、EU離脱協定案の英国議会での採決が先送りされ、10月末の「合意あり離脱」への期待が後退し、ユーロがやや水準を切り下げ。月末にかけては、28日にEUが英国の離脱期限の延長を決定したことから、月末にかけて1.10ドル台を中心にユーロが底堅く推移。

対円では、米中の通商交渉の進展や、英国とEUによる新たな離脱協定案での合意などを受けて、リスク選好の動きが強まり、月後半には121円台へユーロが上昇。

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：リスクオンの流れも、円安進行余地は限定的

## ◆リスク選好で円安

ドル円相場は、10月中旬以降、円安が進行し、一時109円台乗せ。この背景には、米中閣僚級協議での部分合意や英国の合意なきEU離脱懸念の後退を受けて、リスク選好の円売りが強まったことが指摘可能。市場の政策金利見通しを反映しやすい日米2年金利差が横ばいで推移するなかでも、株高とともに緩やかに円安が進行。市場参加者がドル安・ドル高のいずれを警戒しているかを示すリスク・リバーサルをみても、9月半ば以降、短期を中心に円高への警戒感が緩和。

当面を展望しても、リスク選好的な市場環境下で、円安地合いが続く見込み。今後、米中通商協議に関しては、部分合意が正式署名される可能性大。加えて、英国のEU離脱に関しても、12月の総選挙でのジョンソン首相率いる保守党勝利を経て、1月末までの「合意あり離脱」がメインシナリオ。

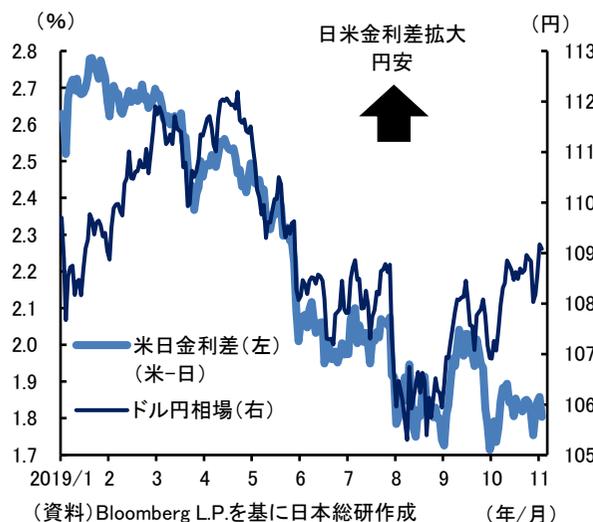
## ◆大幅な円安は見込み薄

一方、以下2点から円安ドル高進行余地は限られる見込み。

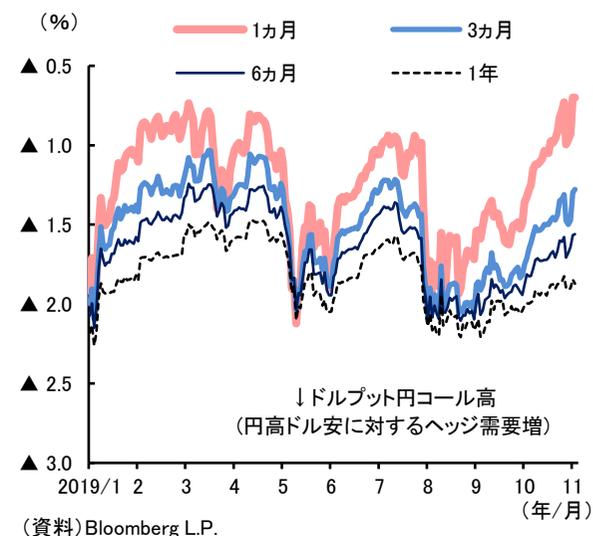
第1に、投資家はリスク選好一辺倒とはなりにくい状況。米中の部分合意においては、中国が比較的受け入れやすい農産物購入などが中心となり、米国が重要視する産業補助金など構造問題での協議進展はみられず。米中の包括合意は依然として困難。

第2に、米金利上昇による日米金利差の大幅な拡大は見込み薄。米中通商摩擦に関する不透明感が払拭されないなか、市場では、FRBの追加利下げ観測がくすぶり続ける見込み。3会合連続での利下げが決定された10月のFOMCでは、声明文で予防的利下げの休止が示唆されたことで、年内の利下げ観測は後退したものの、パウエル議長は記者会見で追加利下げに含みを持たせた格好。加えて、足許の米コア・インフレ率はFRBの目標である2%を下回っているほか、消費者のインフレ期待も低迷しており、20年末までの利下げ期待は残存。

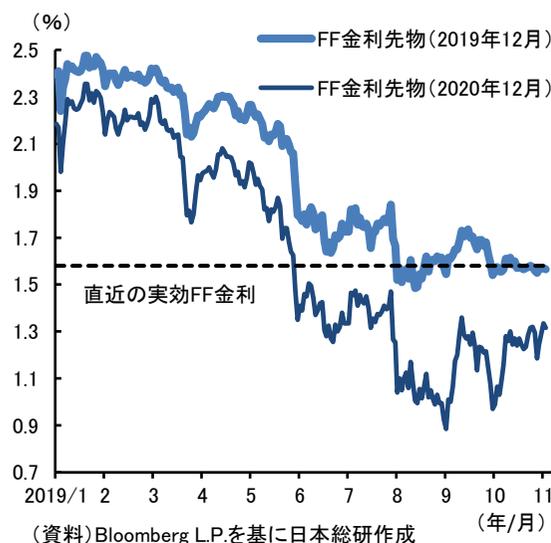
日米2年金利差とドル円相場



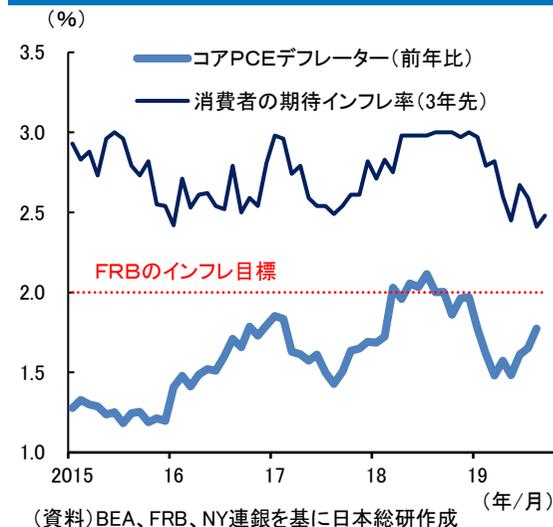
ドル円相場のリスク・リバーサル



市場が織り込むFRBの利下げ期待



米国のコア・インフレ率と期待インフレ率



# ユーロ分析：ラガルド新総裁の下、金融・財政政策の協調に注目

## ◆ ECBは金融緩和効果を見極め

ユーロ圏景気は停滞感の強い状況が持続。7～9月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+0.8%と1%台半ばとみられる潜在成長率を下回る伸びに。実質GDP成長率との相関が高い総合PMIは、10月入り後も低成長が続いていることを示唆。業種別にみると、良好な雇用・所得環境が続くなか、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、外需の影響を受けやすい製造業の低迷が持続。製造業の新規輸出受注指数は、良し悪しの判断の分かれ目となる「50」を大きく下回る水準での推移が続いており、製造業を起点とした景気の本格回復にはなお時間がかかる見込み。

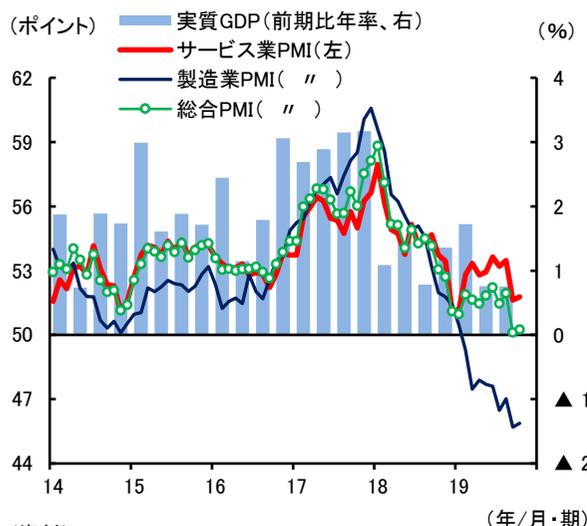
物価面では、ECBが重視するコア・インフレ率が1%前後で伸び悩んでいるほか、市場や調査ベースのインフレ期待も低迷。当面は景気回復ペースが緩慢にとどまると予想されるなか、企業は積極的な価格引き上げに動きにくいとみられるため、コア・インフレ率はECBの目標である2%弱を大きく下回る状況が長引く公算大。

景気・物価の低迷長期化を警戒したECBは、9月の理事会で、マイナス金利の深掘りや資産買い入れの再開などの包括的な金融緩和策を決定済み。10月24日の理事会では、マイナス金利の水準を維持し、11月から資産買い入れを開始することを確認。当面、ECBは金融緩和の効果を見極める姿勢を続ける見込み。この結果、ECBの金融政策がユーロ相場の材料になりにくい展開となる見通し。

## ◆ 市場の関心は財政政策へ

こうした状況下、市場の関心は金融政策から財政政策にシフト。ドラギ総裁は、10月の理事会後の会見で、次は財政政策の出番であることを強調。IMF前専務理事として欧州首脳との関係を築いてきたラガルドECB新総裁の下、ECBによる金融緩和とユーロ圏各国による財政拡大という政策協調が実現すれば、景気回復期待が高まり、ユーロが底堅さを増す可能性も。

### ユーロ圏の実質GDPと総合PMI



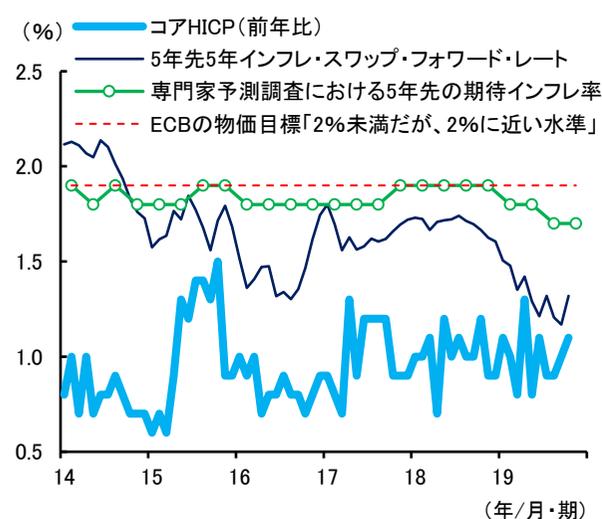
(資料)Eurostat, IHS Markit

### ユーロ圏の製造業PMIと輸出受注



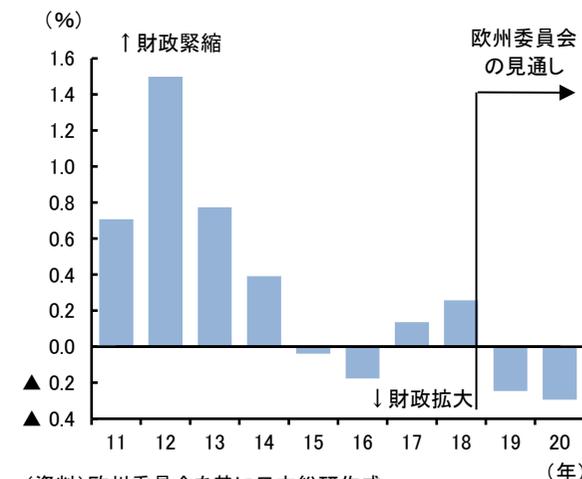
(資料)IHS Markit

### ユーロ圏のコア・インフレ率、インフレ期待指標



(資料)Eurostat, ECB, Bloomberg L.P.

### ユーロ圏の財政政策スタンス



(資料)欧州委員会を基に日本総研作成

(注)財政政策スタンスは、構造的財政収支対GDP比の前年差で計測。

# 見通し：明確な方向感が出にくい展開が続く見込み

## ◆ドル円相場

当面は、米中通商協議の進展や米F R Bの追加利下げに対する思惑に左右されやすい展開が続く見込み。

2020年秋の大統領選挙で再選を目指すトランプ大統領は、景気に配慮した政策運営を行うと予想されるほか、F R Bの金融緩和姿勢が下支えに作用することで、景気失速は回避される見込み。米国景気が底堅さを維持するなかで、過去の景気後退時のような本格的な利下げ局面入りは回避され、大幅な円高ドル安となる可能性は小。一方で、米中通商協議の不透明感が残存していることに加え、日米金利差拡大が見込み難いことから、ドルの上値も限られる見通し。

## ◆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、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。欧州の政治情勢などに対する懸念の高まりも、折に触れユーロ安要因に。

2020年入り以降は、ユーロ圏景気の緩やかな持ち直しが確認されるにつれて、ユーロが底堅さを増す可能性があるものの、E C Bの金融緩和の長期化が予想されるなか、ユーロ反発余地は限られる見込み。

## ◆ユーロ円相場

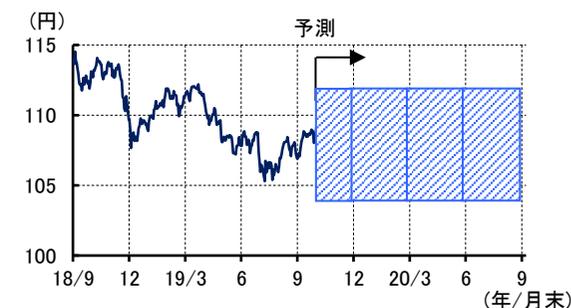
E C B、日銀ともに金融政策の正常化が遠く一方、金融緩和余地も限られているため、総じてみれば横ばい圏での推移が続く見通し。

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		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	107.36	108	108	108	108
(高値)	109.32	112	112	112	112
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	104.45	104	104	104	104

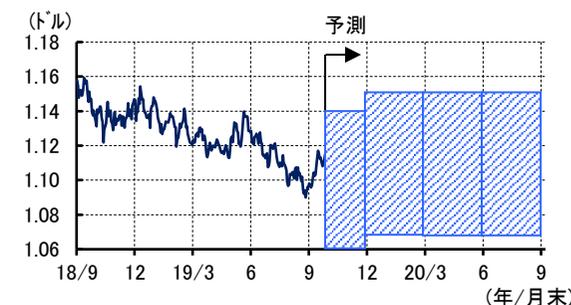
(円) 予測



## ユーロドル相場見通し

	2019年		2020年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.1122	1.10	1.11	1.11	1.11
(高値)	1.1372	1.14	1.15	1.15	1.15
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	1.0904	1.06	1.07	1.07	1.07

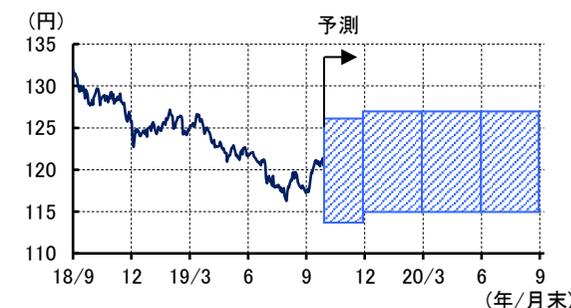
(ドル) 予測



## ユーロ円相場見通し

	2019年		2020年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	119.33	119	120	120	120
(高値)	123.36	126	127	127	127
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	115.87	114	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)	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・ スツックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	2.38	2.40	2.07	26160.10	2890.17	▲ 0.36	▲ 0.33	▲ 0.27	0.84	3405.95	54.71	1361.81
19/7	108.25	121.38	1.1213	▲ 0.0709	0.04	▲ 0.15	21593.68	2.40	2.29	2.05	27089.19	2996.11	▲ 0.37	▲ 0.37	▲ 0.34	0.73	3507.80	57.55	1415.68
19/8	106.23	118.16	1.1123	▲ 0.0456	0.04	▲ 0.23	20629.68	2.12	2.16	1.62	26058.23	2897.50	▲ 0.36	▲ 0.41	▲ 0.63	0.49	3355.32	54.84	1503.28
19/9	107.51	118.34	1.1008	▲ 0.0595	0.01	▲ 0.23	21585.46	2.04	2.13	1.69	26900.21	2982.16	▲ 0.40	▲ 0.42	▲ 0.57	0.58	3514.53	56.97	1507.94
19/10	108.16	119.61	1.1057	▲ 0.0218	0.01	▲ 0.17	22197.47	1.84	1.98	1.70	26736.80	2977.68	▲ 0.47	▲ 0.41	▲ 0.45	0.62	3551.22	54.01	1494.97