

---

---

# 為替相場展望

2018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

<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/exchange>

---

---

## 目次

◆回顧	p. 1
◆ドル円分析：円高ドル安材料が目立ち、視界不良のドル円相場	p. 2
◆ユーロ分析：ドイツ・イタリアの政治イベント通過後のユーロ相場	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: hajime.inoue@jri.co.jp )

◆本資料は2018年3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。

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：投資家のリスク回避姿勢の強まりなどから、円全面高の展開

## ◆ 2月のドル円相場

2日に発表された米雇用統計で賃金指標が上振れしたことを手掛かりに、一旦は110円台までドルが強含み。もっとも、その後は、インフレ懸念の高まりを受けた米長期金利の急上昇を嫌気し、米国発の世界連鎖株安となるなか、リスク回避の動きが強まり、16日には105円台まで円高ドル安が加速。月後半は、①世界景気の拡大基調が続くとの見方が変わらないなか、世界的に株価が持ち直しに転じたこと、②27日のパウエルFRB議長による議会証言で、米国の景気やインフレ見通しに強気な見方が示されたこと、などから、一時107円台までドルが反発する場面も。

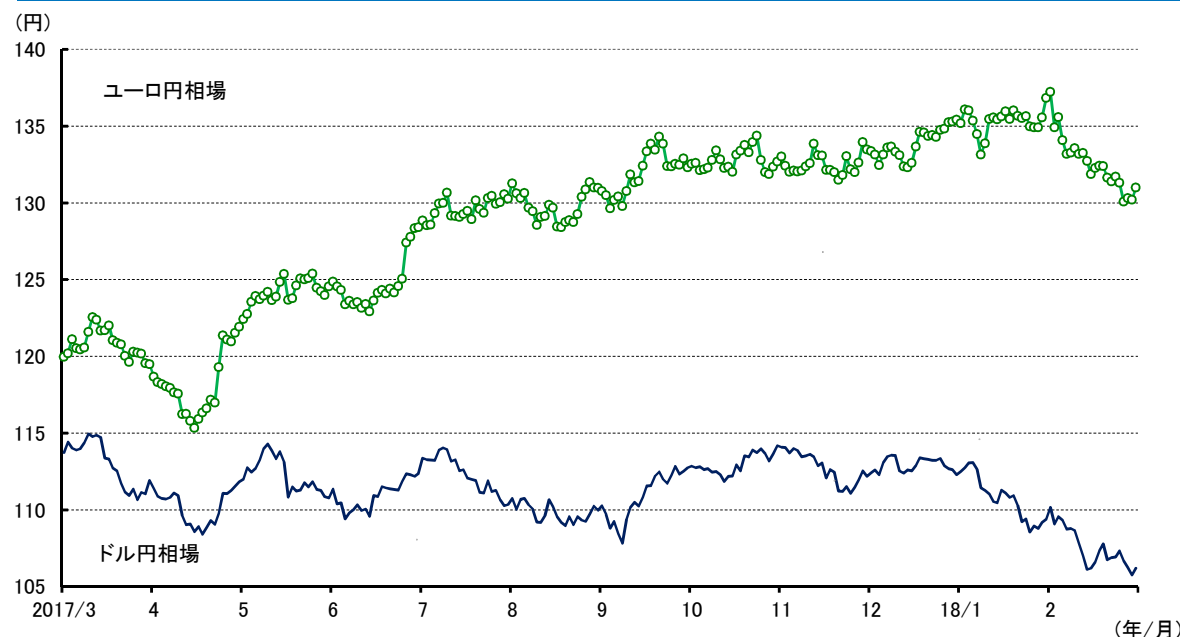
なお、3月入り後は、トランプ大統領が鉄鋼とアルミニウムに対する追加関税導入を発表したほか、黒田日銀総裁が2019年度頃の出口戦略の検討を示唆したことなどから、再び105円台まで円高ドル安が進行。

## ◆ 2月のユーロ相場

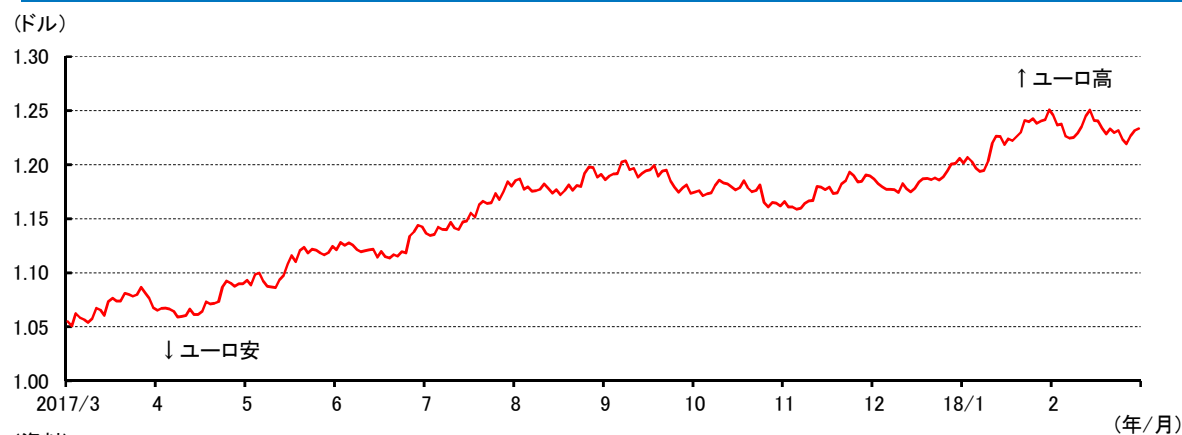
対ドルでは、米長期金利が上昇するなか、ドル買い戻しの動きが強まったことから、7日には1.22ドル台までユーロが下落。その後、①世界的な株安を受けて米長期金利の上昇が一服したこと、②米議会が歳出上限の引き上げ法案を可決し、財政悪化（国債増発）懸念が強まったこと、などから、再びドル売りの動きが活発化し、16日には1.25ドル台までユーロが反発。月後半は、①市場予想を下回るユーロ圏景気指標が散見されたこと、②3月上旬にドイツ・イタリアでの政治イベントやECB理事会を控え、様子見ムードが広がったこと、などから、1.22ドル台までユーロが反落。

対円では、2日に日銀が国債買い入れの増額と指値オペを通知したことなどを手掛かりに、137円台までユーロが上昇。もっとも、その後は、世界的な株安を受けて、リスク回避の動きが強まったほか、日銀の金融緩和縮小観測が根強く残ったことから、130円台までユーロが反落。

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.

# ドル円分析：当面は円高ドル安圧力が強まりやすい地合い

## ◆足許では円高ドル安材料が目立つ状況

ドル円相場は、年初、112円台で始まったものの、足許にかけて一時105円台まで円高ドル安が進行。1月末以降、ドル全面安には歯止めがかかったものの、リスク回避の動きが強まったことなどから、円が買われやすい地合いが持続。わが国の対外証券投資は、1月末近くまでは買い越しとなっていたものの、1月末以降は大幅な売り越しに転換。

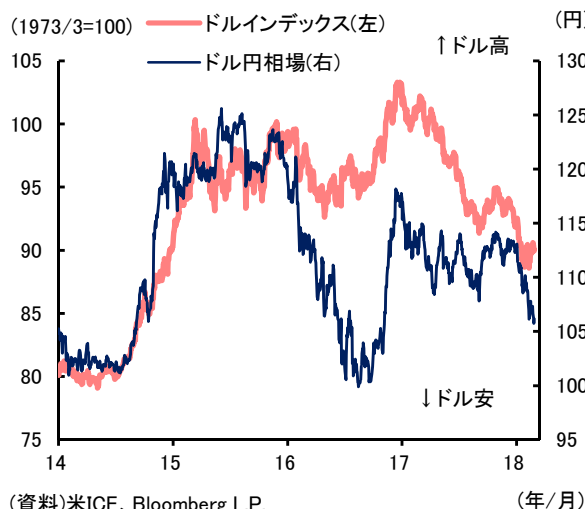
足許では、米長期金利の上昇による株価の調整や、日銀の金融緩和縮小に対する警戒感が根強いほか、トランプ政権が鉄鋼・アルミニウムに対する追加関税導入を発表したことなどを受けて、保護主義に対する懸念も高まっている状況。さらに、為替需給面では、3月は決算期末を迎える国内企業が多いなか、輸出代金や配当金などの受け取りに伴う円買いが活発化する一方、新規の対外証券投資が手控えられやすい時期。これらを踏まえると、当面は円高ドル安圧力が強まりやすい地合いが続く見込み。

## ◆新年度入り以降の対外証券投資に注目

今後、円安ドル高に振れやすくなるには、①米国の賃金・物価の騰勢は基調として緩やかであることが確認されるとともに、3月のFOMCにおいて「漸進的な利上げ」路線が維持され、長期金利の急上昇に対する警戒感が和らぐこと、②日銀が粘り強く金融緩和を続ける姿勢を示すことで、早期金融緩和縮小観測が後退すること、③トランプ政権の保護主義的な措置が中国・EUなどとの「貿易戦争」を招かないこと、などが必要。

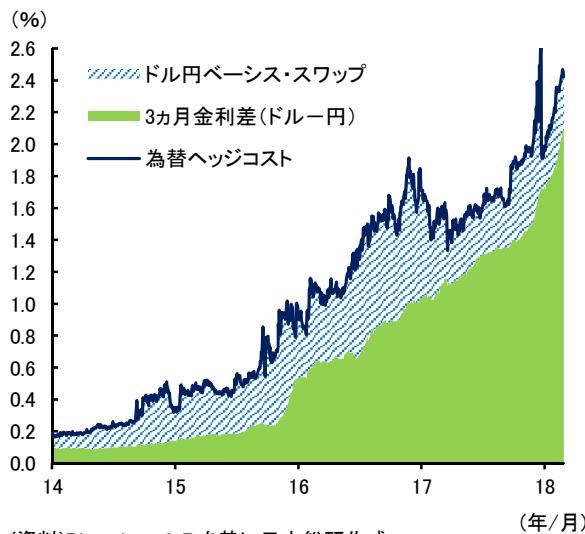
4月以降は国内機関投資家の新年度の運用計画が始動。国内では超低金利による運用難が続くなか、投資家は対外証券投資に資金を振り向けていかざるを得ない状況。こうした状況下、①為替ヘッジコストが上昇していること、②米金利・為替ともに大幅な水準訂正が生じたこと（金利・為替面での投資妙味回復）、③FRBの緩やかな利上げが続けば、政策金利が先進国で最高水準となる可能性があること、などを踏まえると、今後、米金利の急上昇や一段の円高進行に対する警戒感が後退していけば、国内機関投資家による為替ヘッジなしのドル建て債券投資が増加し、円安の流れを下支えする可能性。

## ドルインデックスとドル円相場

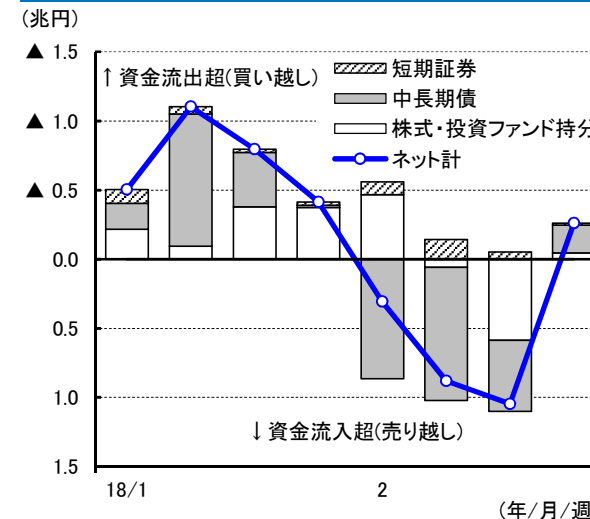


(注)ドルインデックスは、ドルの名目実効為替レート。

## ドル円相場の為替ヘッジコスト(3か月物)

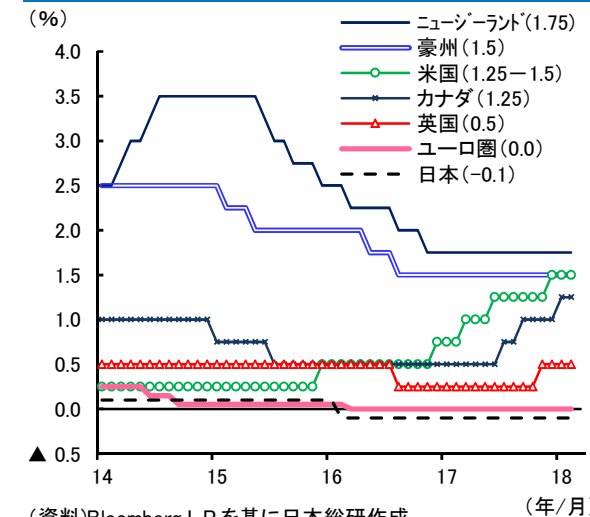


## わが国の対外証券投資(週次)



(資料)財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」

## 主要先進国の政策金利



(注)カッコ内は、直近値。

# ユーロ分析：ユーロ高進行ペースは総じてみれば緩やかなものに

## ◆ 独・伊の政治を巡る不透明感は後退へ

ドイツでは、3月4日、社会民主党(SPD、中道左派)が、メルケル首相率いるCDU(キリスト教民主同盟)・キリスト教社会同盟(CSU)との連立政権樹立の賛否を問う党员投票の結果を公表。結果は賛成多数となり、3年半ばにも連立政権が樹立できる見通しとなったことから、ドイツ政治を巡る不透明感は後退。

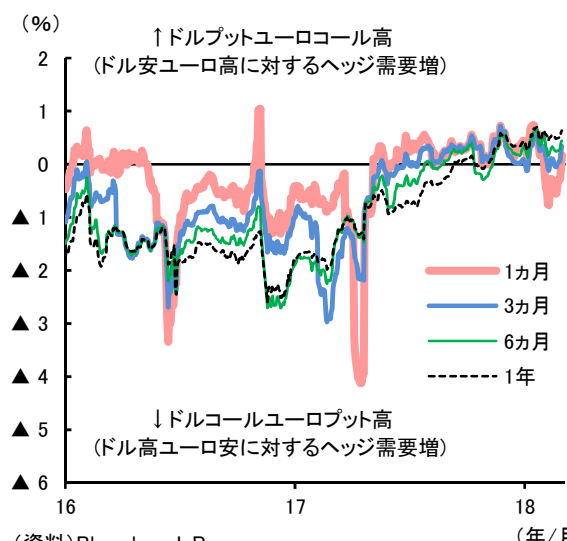
同日に行われたイタリアの総選挙では、与党民主党を中心とした中道左派連合、フォルツァ・イタリア、同盟などを主体とした中道右派連合、EU懐疑的な政党である五つ星運動の3つの陣営の戦いとなったものの、いずれの陣営も議席の過半数を獲得できず。今後、どのような政党の組み合わせで連立政権が樹立されるかは極めて不透明な情勢。もっとも、今回の総選挙では、EU・ユーロ圏離脱の是非が争点になっていたわけではないため、市場参加者がユーロ高・ユーロ安いずれを警戒しているかを示唆するリスク・リバーサルをみると、ユーロ安への警戒感は限定的。今後、政権発足には時間を要し、イタリア政治を巡る不透明感は暫く残るとみられるものの、ユーロ相場に与える影響は限られる見込み。

## ◆ ECBは慎重かつ漸進的にガイダンスを修正へ

3月8日のECB理事会では、資産買い入れに関するフォワード・ガイダンス(政策の先行き指針)の変更が検討される見込み。もっとも、3月2日の大手通信社の報道によれば、「(ECB内で)市場のボラティリティに対する全般的な懸念が出ているほか、インフレは下向いている」ことから、実際の決定は4月以降に先送りされる可能性が高まっている模様。今年9月に期限を迎える資産買い入れの縮小・終了の布石となるフォワード・ガイダンスの修正はユーロ高を招来する恐れがあるだけに、慎重かつ漸進的に行われる見込み。

昨年春以降のユーロ高の牽引役である投機筋のユーロ買い持ち高が歴史的な高水準で推移していることも踏まえると、ユーロ高進行ペースは総じてみれば緩やかなものとなる見通し。

## ユーロの対ドル相場のリスクリバーサル

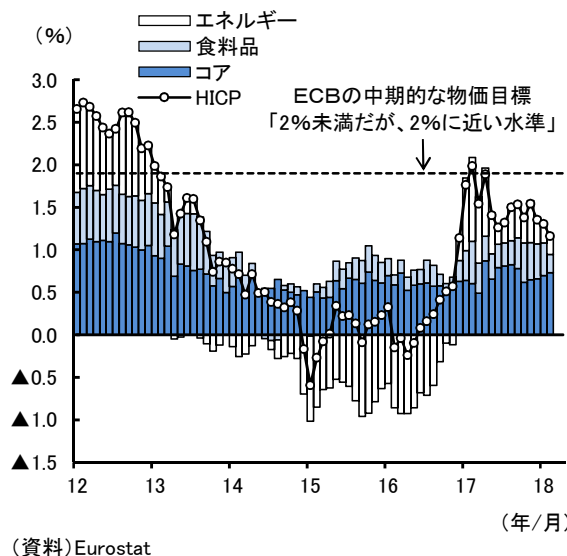


## ECBのフォワード・ガイダンス

政策金利	「主要政策金利が長期間、そして資産買い入れの終了を十分に上回る期間、現在の水準で維持されると予想する」
資産買入	「月額300億ユーロの資産買い入れを2018年9月末まで、必要に応じてそれ以降もインフレが目標と整合的な経路へ持続的に調整するまで続ける」 「見通しが悪化した場合、あるいは、金融環境が物価の持続的な調整に向けた進展と整合的でなくなった場合は、資産買い入れの規模拡大や期間延長を行う用意がある」
再投資	「買い入れ債券の満期償還分の元本は、資産買い入れ終了後も長期間、いずれにせよ必要な限り、再投資する」

(資料) ECBを基に日本総研作成

## ユーロ圏の消費者物価(前年比)



## シカゴIMM投機筋ポジション





# 見通し：当面は円高ドル安に振れやすい地合いが持続

## ◆ドル円相場：当面は円高に振れやすい地合い

米長期金利の上昇による株価調整や、日銀の金融緩和縮小に対する警戒感が根強いことに加え、トランプ政権の保護主義傾斜に対する懸念も高まっており、少なくとも当面は円高ドル安に振れやすい地合いが続く見込み。

今後、こうした懸念が和らぎ、金融市場が落ち着きを取り戻していけば、新年度入り以降の金利差拡大を背景とした国内投資家による対外証券投資の増加などに支えられる形で、円安ドル高方向に振れやすく可能性。

もっとも、市場では、トランプ政権の税制改革などに支えられた米国景気の堅調な拡大や、FRBによる緩やかなペースでの利上げが既に織り込み済みとなっていることなどから、円安ドル高進行余地は限られる見通し。

## ◆ユーロドル相場：基調としてはユーロ高が持続

ドイツ・イタリアの政治イベントを通過し、今春以降は、ECBによるフォワード・ガイダンス（金融政策の先行き指針）の修正や、資産買い入れの縮小・終了観測の高まりなどがユーロ高圧力となる見込み。

もっとも、ECBは、2%弱の物価目標の達成が見通せないなか、金融政策の正常化を慎重かつ漸進的に進めることが予想され、ユーロ高進行ペースは総じてみれば緩やかなものになる見通し。

## ◆ユーロ円相場：徐々にユーロ高基調に復帰へ

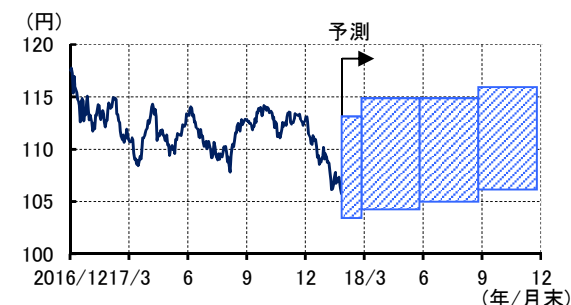
当面は日欧ともに金融緩和縮小観測がくすぶるなか、現行水準を中心に一進一退の展開が続く見込み。

今後、ECBがフォワード・ガイダンスの修正や、資産買い入れの縮小・終了に動く一方、日銀は強力な金融緩和を続ける方針に変わりがないことが確認されるにつれて、ユーロ高基調に復していく見込み。

### ドル円相場見通し

	2017年		2018年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	112.89	108	109	110	111	
(高値)	114.73	113	115	115	116	
レンジ	5	5	5	5	5	
(安値)	110.84	103	104	105	106	

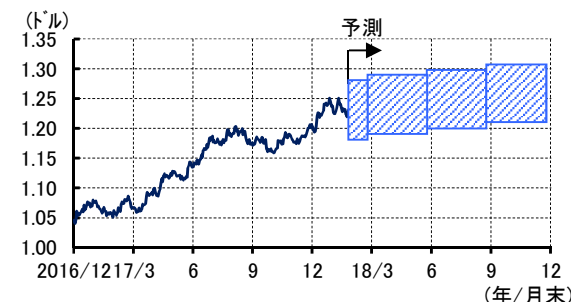
予測



### ユーロドル相場見通し

	2017年		2018年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	1.1774	1.23	1.24	1.25	1.26	
(高値)	1.1961	1.28	1.29	1.30	1.31	
レンジ	5	5	5	5	5	
(安値)	1.1554	1.18	1.19	1.20	1.21	

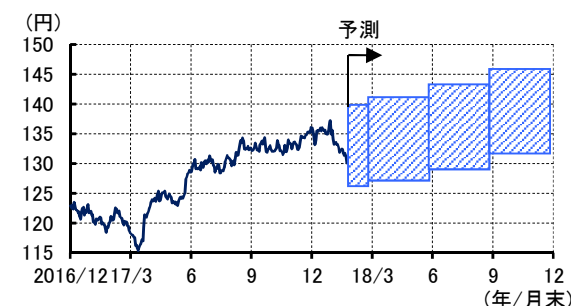
予測



### ユーロ円相場見通し

	2017年		2018年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	133.13	133	134	136	139	
(高値)	134.88	140	141	143	146	
レンジ	5	5	5	5	5	
(安値)	131.17	126	127	129	132	

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・ Stocks50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
15/3	120.37	130.33	1.0828	0.0697	0.17	0.38	19197.57	0.11	0.27	2.04	17931.75	2079.99	▲ 0.05	0.03	0.26	1.69	3655.31	47.85	1179.56
15/4	119.52	129.29	1.0818	0.0609	0.17	0.33	19767.92	0.12	0.28	1.92	17970.51	2094.86	▲ 0.08	0.01	0.16	1.62	3733.80	54.63	1199.88
15/6	123.68	138.96	1.1235	0.0717	0.17	0.47	20403.84	0.13	0.28	2.36	17927.22	2099.28	▲ 0.12	▲ 0.01	0.83	2.06	3521.77	59.83	1182.45
15/7	123.33	135.63	1.0999	0.0740	0.17	0.44	20372.58	0.13	0.29	2.32	17795.02	2094.14	▲ 0.12	▲ 0.02	0.76	2.01	3545.10	50.93	1130.72
15/8	123.06	137.11	1.1145	0.0764	0.17	0.38	19919.09	0.14	0.32	2.16	17061.59	2039.87	▲ 0.12	▲ 0.03	0.67	1.87	3444.41	42.89	1119.42
15/9	120.09	134.95	1.1237	0.0734	0.17	0.36	17944.22	0.14	0.33	2.16	16339.95	1944.40	▲ 0.14	▲ 0.04	0.68	1.85	3165.46	45.47	1125.38
15/10	120.16	134.81	1.1220	0.0761	0.17	0.31	18374.11	0.12	0.32	2.06	17182.28	2024.81	▲ 0.14	▲ 0.05	0.55	1.81	3275.48	46.29	1157.86
15/11	122.63	131.56	1.0729	0.0781	0.17	0.31	19581.77	0.12	0.37	2.26	17723.77	2080.62	▲ 0.14	▲ 0.09	0.55	1.94	3439.57	42.92	1084.99
15/12	121.58	132.51	1.0899	0.0749	0.17	0.30	19202.58	0.24	0.53	2.23	17542.85	2054.08	▲ 0.20	▲ 0.13	0.60	1.88	3288.63	37.33	1068.82
16/1	118.29	128.54	1.0867	0.0745	0.17	0.22	17302.30	0.34	0.62	2.08	16305.25	1918.60	▲ 0.24	▲ 0.15	0.51	1.74	3030.50	31.78	1096.42
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	0.00	1.87	2.86	24981.55	2705.16	▲ 0.37	▲ 0.33	0.72	1.57	3426.71	62.18	1331.70