
為替相場展望

2018年4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：当面は神経質な展開が続くものの、一方的な円高は続かず	p. 2
◆ユーロ分析：当面はユーロの上値の重い展開が続く見込み	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4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：米中の貿易摩擦に対する懸念などから、円高地合いが持続

◆ 3月のドル円相場

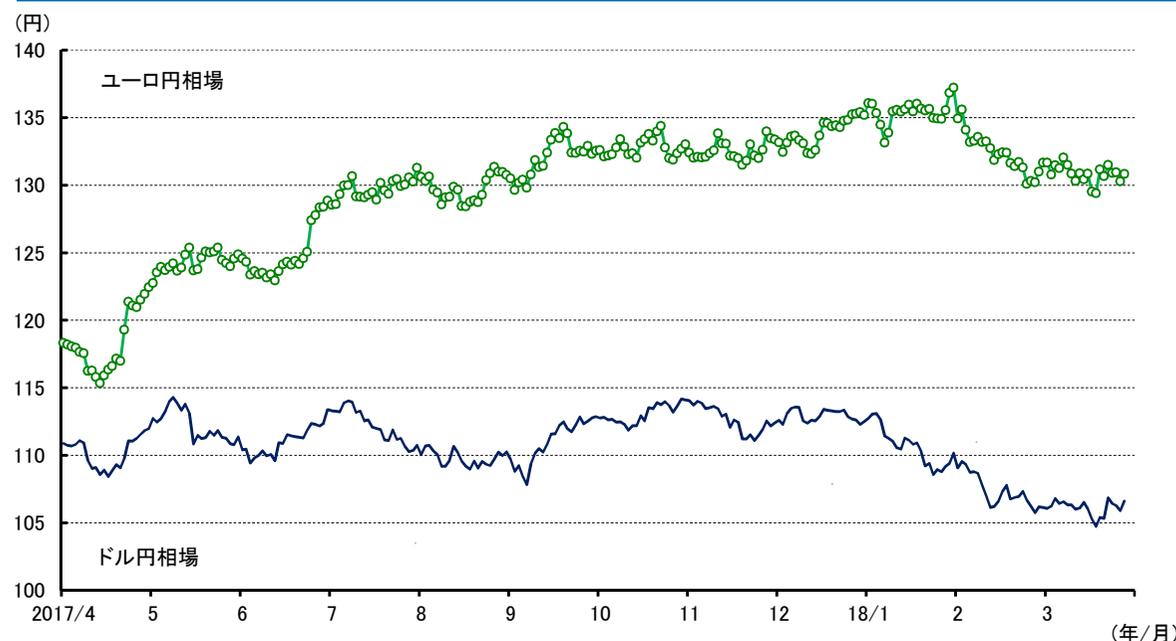
1日にトランプ米大統領が鉄鋼・アルミニウムに追加関税を課す計画を発表したことなどを受けて、105円台までドルが下落したものの、トランプ政権が一部の国を同措置の適用除外とする方針や、米朝首脳会談を行う意向を示したことなどから、107円台までドルが反発。もともと、その後は、米国の保護主義傾斜や主要閣僚の交代に加え、わが国の内閣支持率の低下など、日米の政治的な不透明感がくすぶるなか、ドルの上値の重い展開が持続。21日の米FOMCでは、市場予想通り利上げが決定されたものの、市場の一部の期待に反し、18年の利上げ加速見通しを示されなかったことなどから、ドルが弱含み。さらに、22日にはトランプ政権が知的財産権の侵害を理由に、中国に対する制裁措置を発表したことを受けて、米中の通商摩擦が激化すると懸念が強まり、一時104円台まで円高ドル安が加速。月末にかけては、材料難となるなか、106円台を中心にドルが底堅く推移。

◆ 3月のユーロ相場

対ドルでは、8日のECB理事会で資産買い入れの規模拡大に関する文言が削除される一方で、ドラギ総裁が忍耐強く金融緩和を続ける意向を示したことから、中旬にかけて1.23ドル台を中心に方向感を欠いた展開が持続。下旬には、米中の貿易摩擦に対する懸念を背景にドル売りが優勢となり、1.24ドル台半ばまでユーロが上昇したものの、月末にかけて材料難となるなか、1.23ドル前後までユーロが小反落。

対円では、4日にドイツで連立政権が成立する見通しが立ったものの、同日実施されたイタリアの総選挙では、反体制派の政党が躍進し、欧州の政治情勢に先行き不透明感が残ったことなどから、中旬にかけて131円台を中心にユーロの上値の重い展開が持続。下旬には、米中の貿易摩擦激化に対する懸念を背景としたリスク回避的な円買いの動きが強まり、一時130円割れ。

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：当面は神経質な展開が続くものの、一方的な円高は続かず

◆米政権の保護主義傾斜に対する懸念が円高圧力に

トランプ政権の保護主義的な通商政策や、中国など貿易相手国の対抗措置に対する懸念が残るなか、当面は神経質な展開が続く見込み。

中国は4月2日、米国の鉄鋼・アルミニウム輸入関税への対抗措置として対米輸入品への追加関税を発動させ、米国がさらなる貿易障壁を設けた場合には追加措置を課すと表明。一方、米政権は4月3日、知的財産権の侵害を理由に通商法301条に基づき高関税を課す中国製品のリスト案を公表。今後、中国がさらなる対抗策を講じる可能性があり、両国が妥協点を見出すことができるか不透明な情勢。

4月には、米財務省が主要貿易相手国の為替政策を分析した為替報告書の公表や、日米首脳会談なども予定。為替報告書では、中国、日本などの5カ国を為替政策の監視対象国に指定。為替報告書や日米首脳会談において、円が割安であるとの批判や、対米貿易黒字の削減要求が出てくるリスクも。

◆為替需給がカギ

もっとも、為替需給面では、2～3月の円高を牽引したとみられる投機筋の円売り持ち高解消が大幅に進展しており、この面からの円買い圧力は限られてきているとみることが可能。むしろ、米ドルの為替ヘッジコストが高止まりするなかで、通商面での過度な懸念が和らげば、国内機関投資家の為替ヘッジなし対外証券投資の活発化などが円安要因に。

一方、FOMC参加者と市場参加者の短期的な利上げ見通しが収斂するなか、日米金利差拡大に伴う円安ドル高圧力は限られる見通し。3月21日に公表されたFOMC参加者の政策金利見通しでは、2018年は年3回程度の利上げペースを維持。市場でも年3回程度の利上げを織り込み済み。

先行きについては、FOMC参加者の19～20年の政策金利見通しは上方修正されたものの、19年後半には財政面からの景気押し上げ効果の一巡が予想されるなか、市場参加者が利上げを織り込みにくい状況が続く見込み。この結果、当面の為替相場に与える影響は限られる公算大。

為替報告書における監視対象国の評価基準

	対米貿易黒字が 年200億ドル超 (4四半期累計、 10億ドル)	経常黒字が 対GDP比3%超 (4四半期累計)	一方的な為替 介入による 外貨買いが 対GDP比で 年間2%超
中国	357	1.3%	-2.7%
日本	69	3.7%	0.0%
メキシコ	69	-1.7%	-0.2%
ドイツ	63	7.7%	-
イタリア	29	2.8%	-
インド	23	-1.3%	1.8%
韓国	22	5.7%	0.3%
カナダ	19	-2.9%	0.0%
フランス	14	-1.0%	-
台湾	14	12.7%	0.9%
スイス	13	10.3%	8.7%

(資料)米財務省「為替報告書」(2017年10月17日)を基に作成
(注1)赤色が基準抵触項目。黄色の5カ国が「監視リスト」に指定。
(注2)「一方的な為替介入による外貨買いが対GDP比で年間2%超」の項目におけるマイナス表記は外貨売り介入を意味。

投機筋の円ポジション



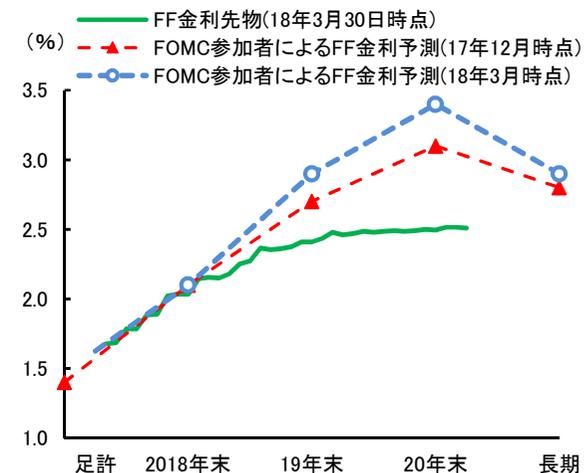
(資料)米CFTC、Bloomberg L.P.
(注)投機筋のポジションはシカゴIMMの非商業部門の残高。

ドル円相場の為替ヘッジコスト(3カ月物)



(資料)Bloomberg L.P.

FOMC参加者と市場の政策金利見通し



(資料)FRBを基に日本総研作成
(注)FF金利先物は市場参加者の政策金利見通しを反映。

ユーロ分析：当面はユーロの上値の重い展開が続く見込み

◆イタリア政治を巡る先行き不透明感が残存

3月4日に実施されたイタリアの総選挙では、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、五つ星運動の3つの陣営の戦いとなったものの、いずれの陣営も過半数の議席を獲得できず。政党別では、ポピュリスト政党「五つ星運動」と極右政党「同盟」が躍進。主要政党間の主張に隔たりが大きく、4月から始まる連立交渉は難航が予想されるほか、反体制的な「五つ星運動」や「同盟」を中心とする政権が誕生する可能性もあるため、当面、イタリア政治を巡る先行き不透明感の強い状況が続く見込み。

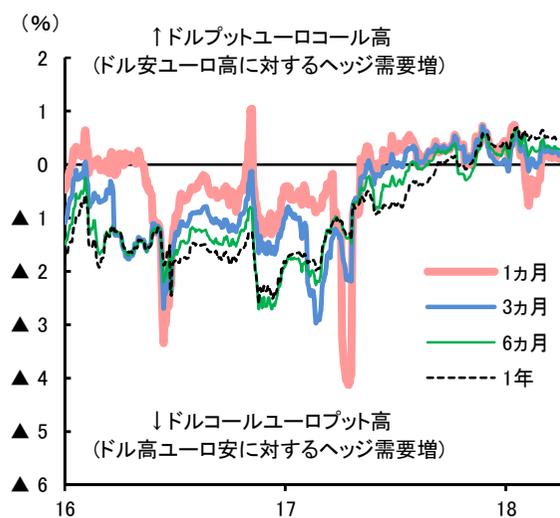
もともと、「五つ星運動」「同盟」ともに、EUやユーロ圏からの離脱を公約に掲げて躍進したわけではないため、どちらの政党を中心とする連立政権が誕生しても、ユーロ相場への影響は限られる見込み。市場参加者がユーロ高・ユーロ安いずれを警戒しているかを示唆するリスク・リバーサルをみると、昨年春のフランス大統領選挙で反EUを掲げる候補の当選が懸念された時とは異なり、ユーロ安への警戒感は限定的。

◆ECBはユーロ高や米保護主義の影響を見極め

3月8日のECB理事会では、「必要に応じて資産買い入れの規模を拡大する」とのフォワード・ガイダンス（政策の先行き指針）が削除され、金融政策の正常化に向けて一歩前進。一方で、2019年の物価見通しが下方修正されたほか、ドラギECB総裁は会見で、忍耐強く金融緩和を続ける方針を強調。

ユーロ圏のファンダメンタルズをみると、本年入り以降、景気がスローダウンする兆しがみられるほか、基調的なインフレ率（コア消費者物価）は前年比1%前後での伸び悩みが持続。当面、ECBは既往のユーロ高や米国の保護主義的な通商政策が景気・物価に与える影響を見極めつつ、金融政策の正常化を急がない姿勢を続けることが予想され、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。

ユーロの対ドル相場のリスク・リバーサル

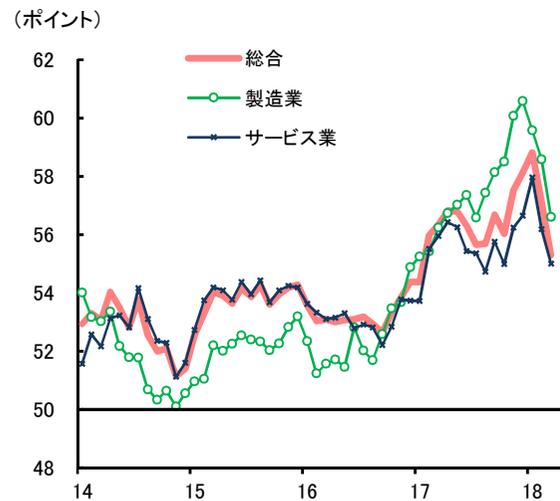


ECBの経済見通し

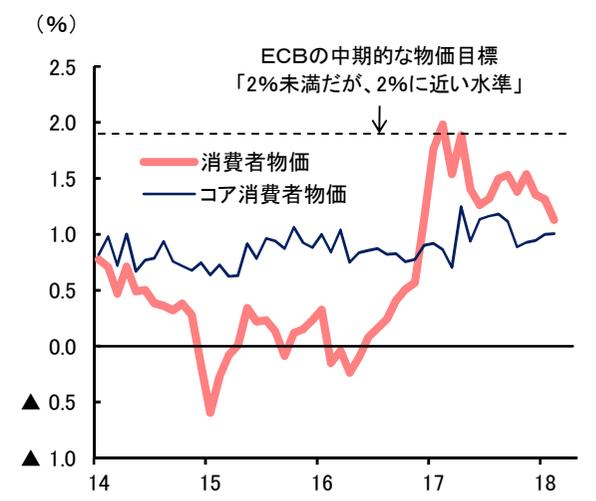
		(%)		
		2018年	2019年	2020年
実質GDP成長率	3月	2.4	1.9	1.7
	12月	2.3	1.9	1.7
失業率	3月	8.3	7.7	7.2
	12月	8.4	7.8	7.3
インフレ率	3月	1.4	1.4	1.7
	12月	1.4	1.5	1.7
コアインフレ率	3月	1.1	1.5	1.8
	12月	1.1	1.5	1.8
一人当たり雇用者報酬の伸び率	3月	2.2	2.0	2.7
	12月	2.1	1.9	2.7
前提	3か月物Euribor (%)	▲ 0.3	▲ 0.1	0.4
	ユーロドル相場(ドル/ユーロ)	1.23	1.24	1.24
	北海ブレント価格(ドル/バレル)	65.0	61.2	58.3

(資料) ECBを基に日本総研作成
(注) 前提は3月見通し分のみを抜粋。

ユーロ圏の購買担当者景気指数



ユーロ圏の消費者物価(前年比)



見通し：当面は神経質な展開が続くものの、徐々に円安方向へ

◆ドル円相場：当面は神経質な展開が持続

トランプ政権の保護主義的な通商政策や、中国など貿易相手国の対抗措置に対する懸念が残るなか、当面は神経質な展開が続く見込み。

今後、通商面での過度な懸念が和らいでいけば、一定の運用資金を国外に振り向けざるを得ない国内投資家による対外証券投資の活発化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。

もともと、市場では、トランプ政権の拡張的な財政政策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

当面、ECBは既往のユーロ高や米国の保護主義的な通商政策が景気・物価に与える影響を見極めつつ、金融政策の正常化を急がない姿勢が続くことが予想され、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。イタリア政治の先行き不透明感がくすぶっていることもユーロ相場の重石に。

もともと、米国景気が成熟期に入る一方、ユーロ圏景気は本格回復期にあるなかで、基調としてはユーロ高の流れが続く見通し。年半ば以降は、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。

◆ユーロ円相場：徐々にユーロ高基調に復帰へ

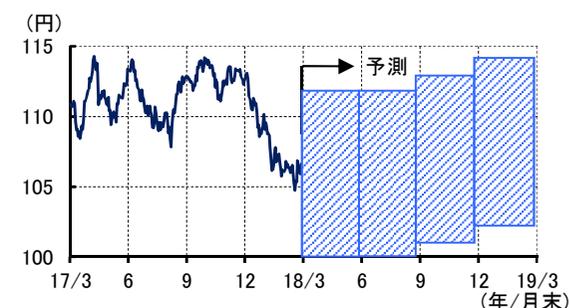
当面は米中の貿易摩擦激化などに対する懸念が拭えないなか、リスク回避の動きによる円高圧力が残る見込み。

今後、通商面での過度な懸念が和らぎ、ECBの金融政策の正常化が進むにつれて、ユーロ高基調に復していく見込み。

ドル円相場見通し

	2018年				2019年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	108.39	106	106	107	108
(高値)	113.39	112	112	113	114
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	104.63	100	100	101	102

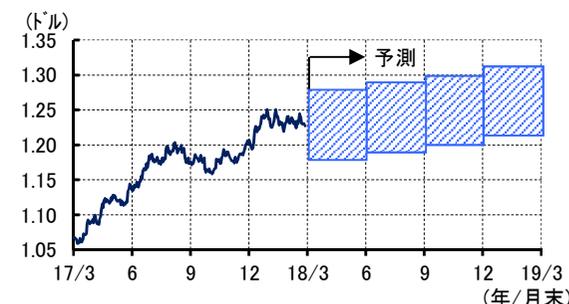
予測



ユーロドル相場見通し

	2018年				2019年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	1.2289	1.23	1.24	1.25	1.26
(高値)	1.2557	1.28	1.29	1.30	1.31
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.1916	1.18	1.19	1.20	1.21

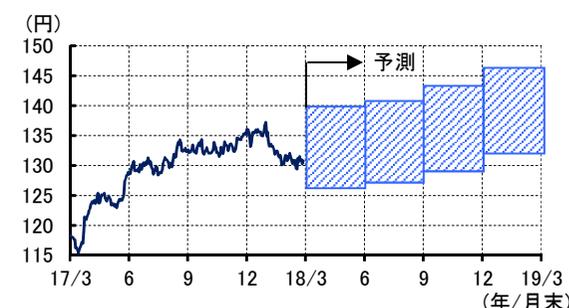
予測



ユーロ円相場見通し

	2018年				2019年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	133.17	131	132	134	136
(高値)	137.51	140	141	143	146
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	128.95	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)
15/4	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	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	1.50	2.17	2.84	24582.17	2702.77	▲ 0.36	▲ 0.33	0.59	1.45	3374.30	62.77	1326.41