

---

---

# 為替相場展望

2018年5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：リスク回避後退、金利差拡大、円需給変化が円安要因に・・・・・・・・ p. 2
- ◆ユーロ分析：ECBが様子見姿勢のなか、ユーロの上値の重い展開が持続・・・・・・・・ 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5月7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：通商・地政学面の懸念が後退するなか、円安基調

### ◆ 4月のドル円相場

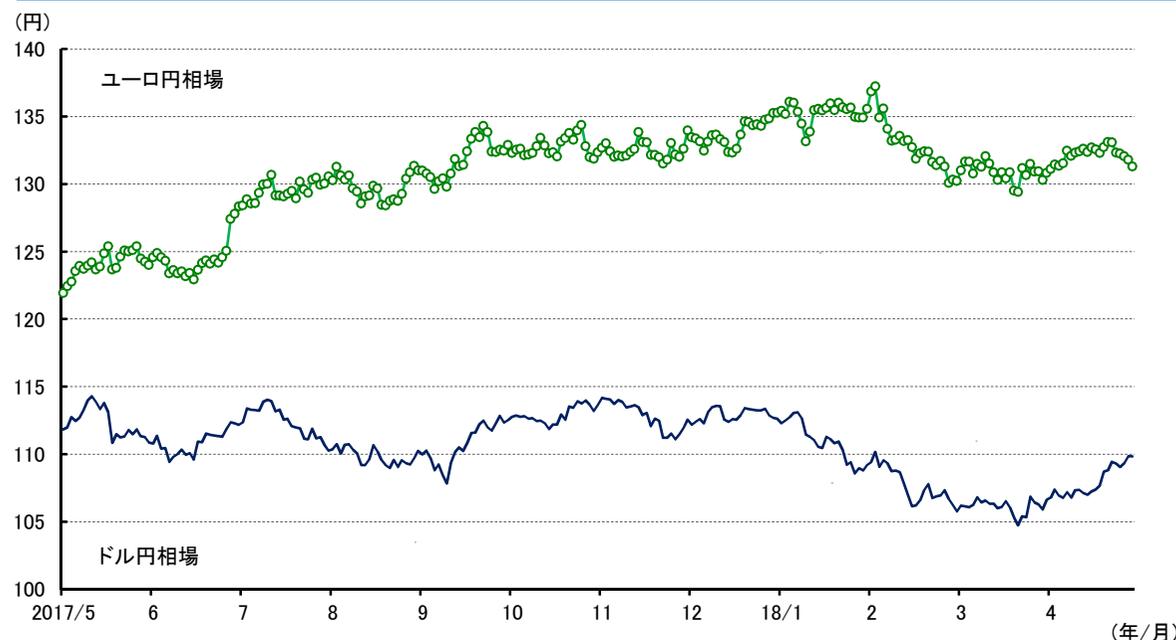
月初に米国が対中制裁関税の品目リストを公表し、中国も同規模の対米報復関税を公表したことから、米中貿易戦争への警戒感が高まり、105円台までドルが下落。もっとも、5日に米高官が対中通商交渉の合意を目指す姿勢を示したことなどを手掛かりに、107円台までドルが持ち直し。6日にトランプ大統領が対中追加関税の検討を指示したことなどをを受けて、ドルが再び弱含んだものの、10日に中国の習国家主席が自動車の関税引き下げや外国企業の参入規制緩和などを表明したことから、米中貿易戦争に対する警戒感が後退し、107円台後半までドルが反発。月後半は、①シリア情勢緊迫化への懸念が後退したこと、②17～18日の日米首脳会談を無難に通過したこと、③米高官による北朝鮮の金委員長との会談が報道されたこと、などをを受けて、リスク選好の動きが強まり、109円台まで円安ドル高が進行。

### ◆ 4月のユーロ相場

対ドルでは、市場予想を下回るユーロ圏景気指標等を手掛かりに、5日には1.22ドル台半ばまでユーロが下落。その後、米中貿易戦争やシリア情勢緊迫化に対する警戒感が後退するなか、リスク選好の動きによるドル売りが優勢となり、月半ばには1.24ドル台までユーロが反発。月後半は、米長期金利が上昇するなか、ドル買い戻しの流れが強まったほか、27日のECB理事会後のドラギ総裁会見を受けて早期の金融政策正常化観測が後退したことなどから、1.21ドル前後までユーロが下落。

対円では、月初に米国が対中制裁関税の品目リストを公表したことをを受けて、リスク回避の動きが強まり、一時130円割れとなったものの、その後、米中貿易戦争や朝鮮半島情勢を巡る地政学リスクに対する警戒感が後退したことなどから、24日には133円台半ばまでユーロが上昇。月末近くには、27日のECB理事会後のドラギ総裁会見を受けて早期の金融政策正常化観測が後退したことなどから、132円前後までユーロが弱含み。

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：リスク回避後退、金利差拡大、円需給変化が円安要因に

## ◆ドル円相場と日米金利差との相関が復活

北朝鮮などの地政学リスクや米中の貿易戦争に対する懸念が後退するなか、ドル円相場は日米金利差との連動性を取り戻しつつある状況。

米FRBは、5月2日に公表したFOMC声明文で、「さらなる利上げが正当化される」と言及し、早ければ次回6月の会合で追加利上げに踏み切る可能性を示唆。一方で、利上げペース加速の示唆はみられず。短期的には日米金利差の変動余地は限られ、ドル円相場も総じて方向感を欠いた展開が続く見込み。

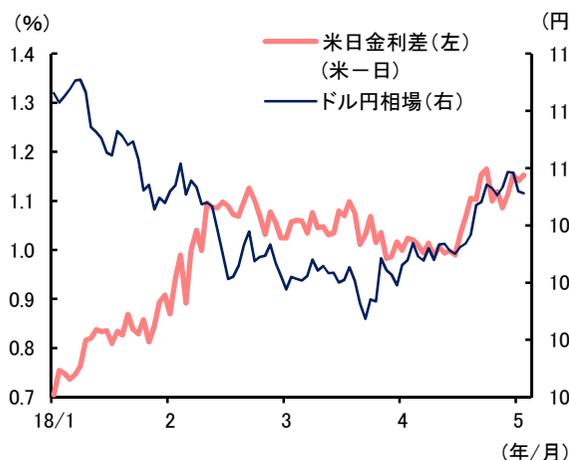
もっとも、FRBが今年3月に公表した最新のFOMC参加者の政策金利見通しでは、今年は今4回以上の利上げを見込む参加者が半数近くまで増加し、年3回以下を見込む参加者数とほぼ拮抗。先行き、米国景気の順調な拡大が見込まれるなか、FRBの利上げペースの加速が意識される局面で日米金利差が拡大し、円安ドル高に振れやすくなる公算大。

## ◆対外直接投資・証券投資が円安の流れを下支え

為替需給面では、本年入り後から3月にかけての円高を牽引したとみられる投機筋の円売り持ち高の解消が大幅に進展。先行き、この面からの追加的な円買い圧力は限られる見込み。

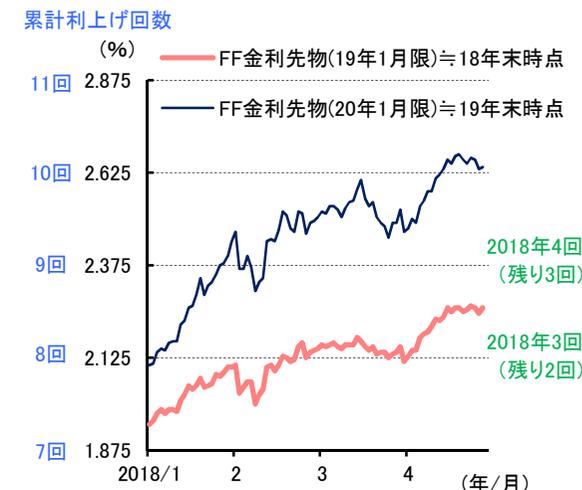
加えて、対外直接投資や対外証券投資を通じた資金流出圧力の強まりが円高抑制、ないしは円安要因に。わが国の経常黒字は高水準で推移しているものの、国内市場の大幅な拡大が期待薄のなか、対外直接投資（含むM&A）の活発な状況が持続。加えて、本年入り後、米金利・為替ともに大幅な水準訂正が生じ、金利・為替面での投資妙味が回復するなか、国内投資家の対外証券投資にも持ち直しの動き。海外経済の順調な拡大が続くとの見方に変わりがないことに加え、通商・地政学リスクへの懸念も和らぐなか、対外直接投資や対外証券投資を通じた資金流出が円安の流れを下支えする可能性。

## 日米実質金利差とドル円相場



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注)実質金利は、10年国債利回り-10年インフレスワップ金利で算出。

## 市場が織り込む利上げ回数



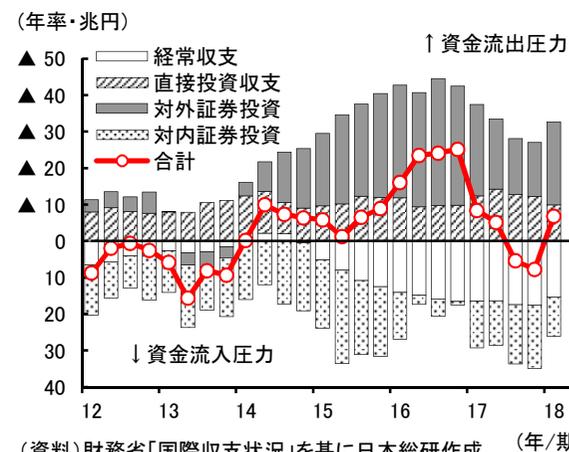
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注)2018年3月の利上げは、今次局面6回目。

## 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。

## 円を取り巻く基礎的な為替需給



(資料)財務省「国際収支状況」を基に日本総研作成  
(注)経常収支、直接投資収支は再投資収支を除く。対外証券投資は、公的・銀行部門を除く。いずれも4四半期累計。2018年Q1は2月まで。

# ユーロ分析：ECBが様子見姿勢のなか、ユーロの上値の重い展開が持続

## ◆当面、ECBは経済指標を見極め

ECBは、4月26日の理事会で金融政策の据え置きを決定。ドラギ総裁は理事会後の会見で、今回は金融政策について議論しなかったと発言。その代わりに、足許の各国経済の状況について検討し、前回3月の会合以降、ほぼすべての国で成長ペースの鈍化が確認されたと説明。成長ペースの鈍化は、昨年末の高成長の反動や悪天候など複数の一時的な要因によるものとの見方を示したものの、一部指標の低下度合いは予想外であり、次のステップを判断するには景気減速が一時的なものかどうかの見極めが必要と発言。こうした発言は、ECBが今年9月末以降の資産買い入れ策の方針を決定する時期が次回6月会合から7月会合に先送りされる可能性が高まっていることを示唆。

一方、米FRBは、5月2日のFOMCで追加利上げを見送ったものの、声明文で「さらなる利上げが正当化される」と言及し、早ければ次回6月の会合で追加利上げに踏み切る可能性を示唆。

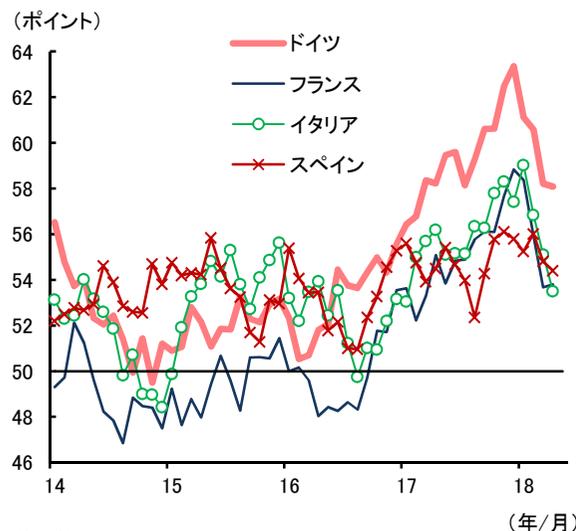
以上を踏まえると、当面は金融政策の正常化を急がないECBと、着実に利上げを続ける米FRBとの金融政策スタンスの差を反映して、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。為替需給面では、昨年春以降のユーロ高を牽引してきた投機筋のユーロ買い持ち額が依然として高水準なことも、ユーロの上値を抑える要因に。

## ◆ECBが金融政策の正常化を進める方針は不変

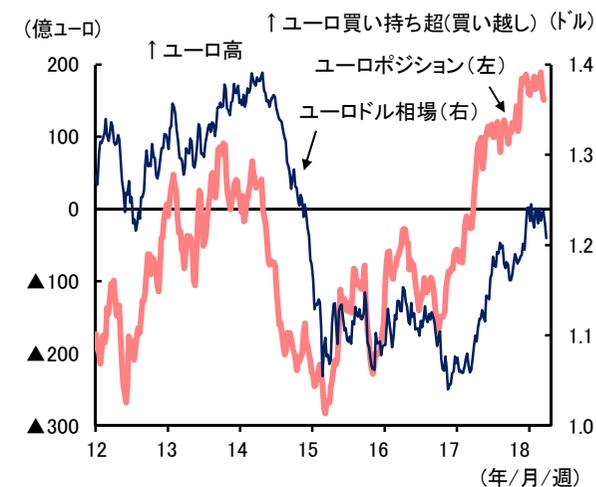
もっとも、ECBは景気・物価の先行きに前向きな見方を維持しており、金融政策の正常化を進める方針は不変。実際、ユーロ圏の製造業PMIは、本年入り後の景気減速を示しているものの、米欧中の主要国のなかでは依然として高めの水準を維持。今後も潜在成長率を上回るペースでユーロ圏景気の回復が続けば、今年中の需給ギャップの解消が見込まれるなか、物価上昇圧力が徐々に強まる公算大。

年半ば以降、ECBの資産買い入れ政策の年内終了やその後の利上げが意識されるにつれて、徐々にユーロが底堅さを増していく通し。

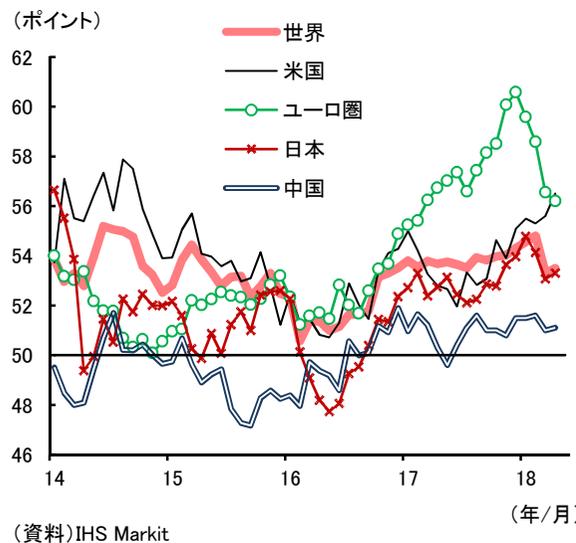
## ユーロ圏主要国の製造業PMI



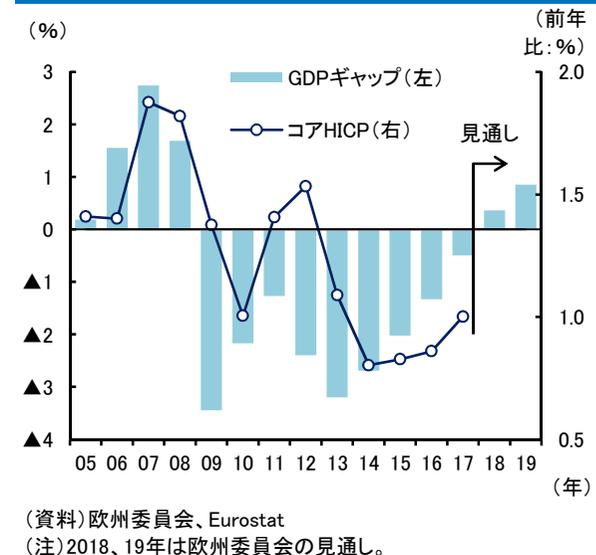
## 投機筋のユーロポジション



## 日米欧中の製造業PMI



## ユーロ圏のGDPギャップとコアインフレ率



# 見通し：基調としてはドルが底堅さを増すものの、ドル高余地は限定的

## ◆ドル円相場：徐々にドルが底堅さを増す展開へ

年初に市場の一部で盛り上がっていた日銀の金融緩和縮小観測が後退する一方、米F R Bは着実に利上げを進める姿勢を示しており、ドルの底堅い推移が続く見込み。

先行き、米国景気の順調な拡大が見込まれるなか、F R Bの利上げペースの加速が意識される局面で日米金利差が拡大し、円安ドル高に振れやすくなる公算大。

ただし、中東・北朝鮮の地政学リスクや米中の貿易戦争などに対する懸念が完全には拭えないなか、円安ドル高進行余地は限られる見通し。

## ◆ユーロドル相場：ユーロの上値の重い展開

当面は金融政策の正常化を急がないE C Bと、着実に利上げを続ける米F R Bとの金融政策スタンスの差を反映して、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。

今後、ユーロ圏景気の底堅い回復が続くことが確認され、年半ば以降、E C Bの量的緩和の年内終了やその後の利上げが意識されるにつれて、徐々にユーロが底堅さを増していく見通し。

## ◆ユーロ円相場：基調としてはユーロ高が持続

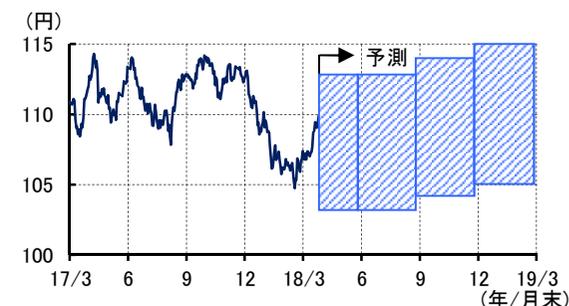
本年入り後、ユーロ圏景気の回復ペースが鈍化するなか、当面、E C Bは金融政策の正常化を急がない姿勢を続けると予想されることから、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。

もっとも、ユーロ圏景気の底堅い回復が続くと予想されるなか、E C Bが金融政策の正常化を進める方針は不変。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、基調としてはユーロ高の流れが続く見通し。

### 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	109	109	110	111
(高値)	113.39	113	113	114	115
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	104.63	103	103	104	105

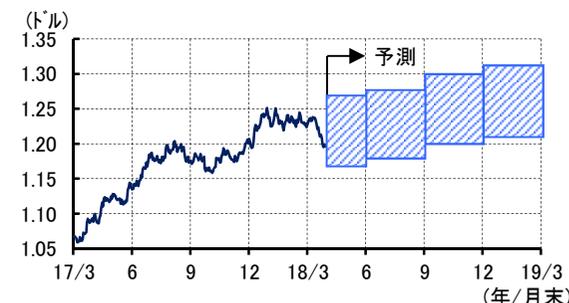
予測



### 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	1.22	1.23	1.25	1.26
(高値)	1.2557	1.27	1.28	1.30	1.31
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	1.1916	1.17	1.18	1.20	1.21

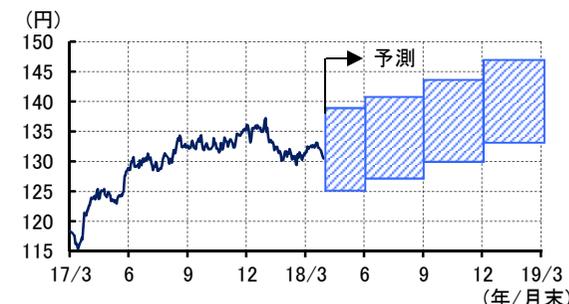
予測



### 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	132	134	137	140
(高値)	137.51	139	141	144	147
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	128.95	125	127	130	133

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)	FF0/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)
15/5	120.84	134.80	1.1157	0.0693	0.17	0.41	19974.19	0.12	0.28	2.20	18124.71	2111.94	▲ 0.11	▲ 0.01	0.58	1.93	3617.87	59.37	1198.89
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	1068.83
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	1.51	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