

---

---

# 為替相場展望

2018年9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：貿易戦争下でも米国景気が好調な限り、ドルが底堅く推移 . . . . . p. 2
- ◆ユーロ分析：トルコ問題の波及一服も、伊財政不安でユーロ下振れリスク . . . . . 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9月3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：月前半は、円>ドル>ユーロ、月後半は強弱が反転

## ◆ 8月のドル円相場

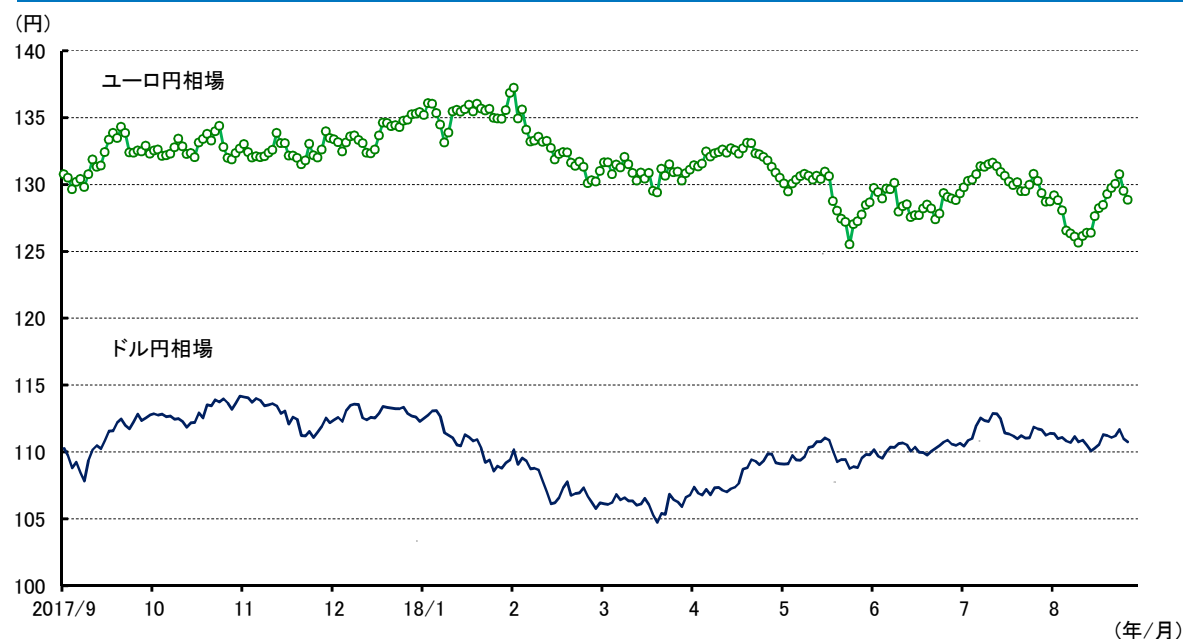
総じて110～111円台で小動き。月前半は、①トランプ政権が2,000億ドル相当の対中輸入品への制裁関税の税率を10%から25%に引き上げることを検討していると発表したこと、②対米関係が悪化したトルコの通貨リラの急落をきっかけに新興国に対する不安が高まったこと、などを受けて、リスク回避の動きが強まり、13日にかけて110円前半まで円高が進行。その後、トルコ中銀による通貨防衛策の発表などから、111円台まで円が弱含む場面はあったものの、トランプ大統領がFRB議長の利上げ路線に不満を表明したとの報道を手掛かりに、21日に110円割れ。月末にかけては、NAFTAを巡る通商協議で米国とメキシコが大筋合意したことなどを受けて、一時111円台後半まで円安ドル高に振れたものの、トランプ政権が2,000億ドル相当の対中輸入関税の早期発動を示唆したことや、米国とカナダの通商協議に不透明感が残ったことなどから、円安の流れも続かず。

## ◆ 8月のユーロ相場

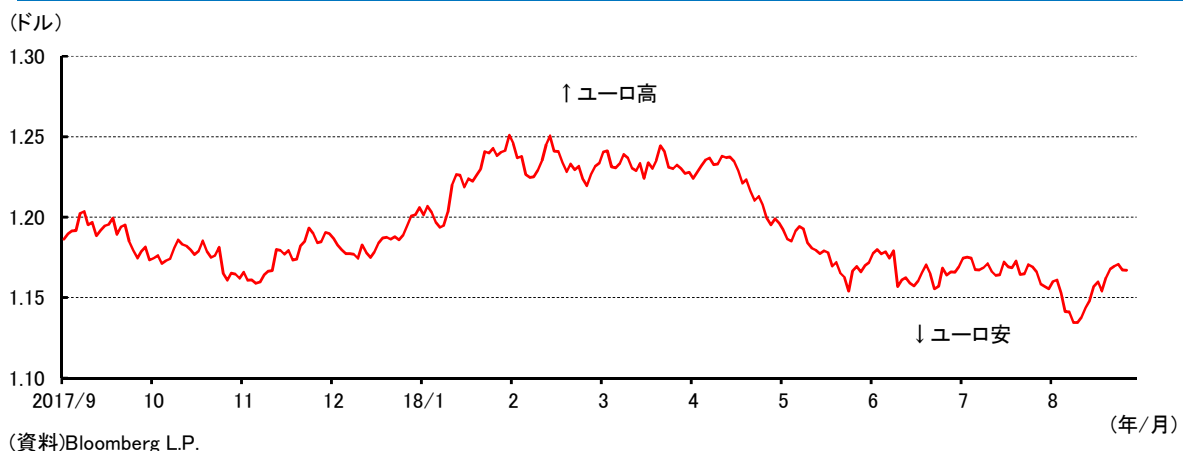
対ドルでは、①イタリア政権内で来年度予算を巡る対立が生じていると報道されたこと、②トルコの通貨リラが急落するなか、トルコ向け与信が大きい欧州金融機関の財務悪化が懸念されたこと、などから、15日にかけて1.13ドル台までユーロが下落。月後半は、①トルコ問題が欧州の金融システム全体を揺るがすことはないとの見方が広がったこと、②トランプ大統領がFRBの利上げを批判したこと、などから、一時1.17ドル台までユーロが反発。月末にかけては、イタリアの財政政策を巡る不透明感が払拭されないなか、ユーロの上値が重い展開。

対円では、イタリア政権内での来年度予算を巡る対立や、トルコ向け与信が大きい欧州金融機関の財務悪化が懸念されたことから、月半ばには一時125円割れ。月後半は、トルコ問題が欧州の金融システム全体を揺るがすことはないとの見方が広がり、130円台までユーロが買い戻されたものの、イタリアの財政政策を巡る不透明感が払拭されないなか、ユーロ買い戻しは一服。

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：貿易戦争下でも米国景気が好調な限り、ドルが底堅く推移

## ◆貿易摩擦は続くも、米景気は堅調で利上げ継続

ドル円相場は、今春以降、上値が重いながらも、徐々に底堅さを増す展開。中長期的な成長率やインフレ率の見通しを反映しやすい米10年国債利回りの伸び悩みがドルの重石となる一方、政策金利見通しを反映しやすい米2年国債利回りの緩やかな上昇がドルを下支え。ドル円相場と米金利、株価の相関をみると、足許で10年国債利回りよりも2年国債利回りとの相関が高くなっているほか、株価との相関も高まる方向。

先行き、米国では中国との貿易戦争が景気抑制に作用するとみられるものの、財政刺激策による下支えもあり、景気は堅調に推移する見通し。当面、FRBは着実に利上げを続けると予想され、2年国債利回りの緩やかな上昇が続く見込み。米国株も、貿易摩擦に対する懸念などが重石となるものの、好調な企業業績が予想されることから、上昇トレンドが続く見込み。インフレ率が顕著に高まる兆しはみられないなか、長期金利の上昇余地が限られると予想されることも株価を下支え。主要国のなかで相対的に高金利かつ高成長が期待できる米国に資金が流入しやすい状況下、基調としては円安ドル高の流れが続く見込み。

## ◆来年にかけて米国景気の本質は低下へ

ただし、米国では、財政拡大や金融緩和の効果が減衰するにつれて景気減速が予想されるなか、政策金利がFOMC参加者の想定する中立金利（長期の政策金利見通し）に接近する来年半ばにかけて利上げ打ち止め観測が高まりやすくなる見込み。米国株の上昇モメンタムの低下と米2年債利回りの頭打ちがドルの上値を抑える要因に。

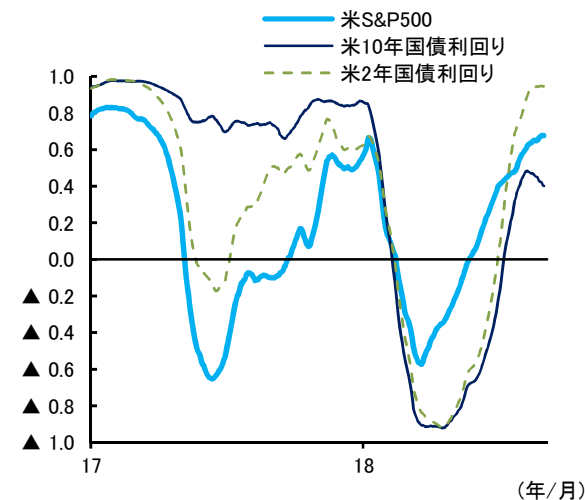
先行き、米10年国債利回りが伸び悩む一方、2年国債利回りが上昇することで、長短金利差は一段と縮小する公算大。過去の経験則として、米国では逆イールドが発生後、景気後退に陥り、ドル円相場では投資資金の巻き戻しなどにより、円高が進む傾向。FOMC参加者の大半は逆イールドが発生しても、景気後退に陥ることを過度に懸念する必要はないとの立場であるものの、市場参加者がこうした懸念を強めた場合、円高が進みやすくなる可能性。

### 米国金利とドル円相場



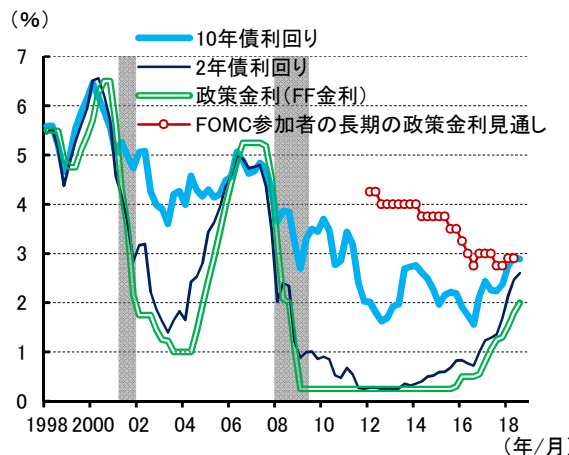
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

### ドル円相場と米金利、株価との相関係数



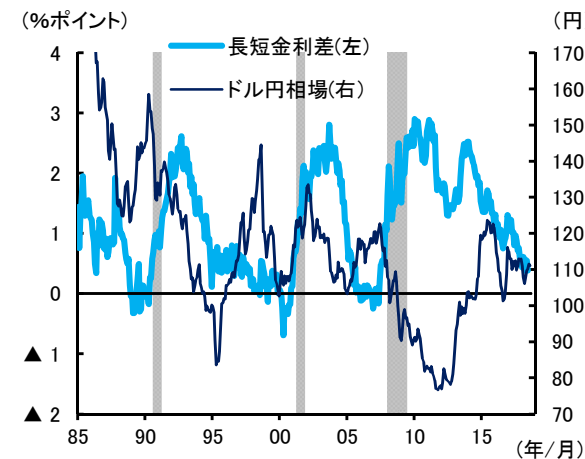
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注)相関係数は130日相関から導出。

### 米国の政策金利と国債利回り



(資料)NBER, FRB, Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注)シャドー部は景気後退期。FOMC参加者の長期の政策金利見通しは中央値。

### 米国の長短金利差とドル円相場



(資料)NBER, Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注)シャドー部は景気後退期。長短金利差は、「10年国債利回り-2年国債利回り」で算出。

# ユーロ分析：トルコ問題の波及一服も、伊財政不安でユーロ下振れリスク

## ◆懸念はトルコ・ショックから伊財政問題へ

8月入り後、トルコの通貨リラが急落するなか、月半ばにかけてトルコ向け債権を多く保有する欧州金融機関の財務悪化に対する懸念が強まり、ユーロ安が加速。実際、国際与信統計をみると、フランス、イタリア、スペインの3カ国の金融機関だけでトルコ向け国際与信全体の約6割を占有。一方、これら3カ国の金融機関の対外与信に占めるトルコ向けの割合は平均すると2%程度、最大のスペインでも4%台にとどまる状況。月半ば以降は、欧州の金融システム全体が不安定化する事態は回避されるとの見方が広がり、ユーロが買い戻される展開に。

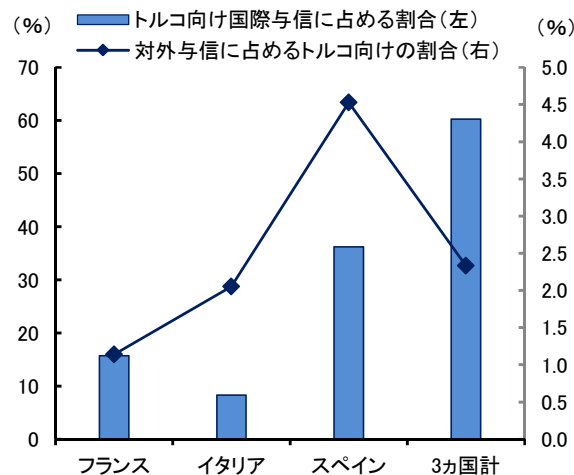
もっとも、当面はユーロ圏景気の見極めにくい状況下、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。ユーロ圏の景気モメンタムをみるうえで注目される総合PMIは、年初から大きく水準を切り下げた後、足許にかけてようやく下げ止まった段階。

今秋にかけては、イタリアの財政不安次第でユーロが下振れするリスク。8月には、自国金融機関のトルコ向け与信が大きいフランス、イタリア、スペインの国債利回りの対独スプレッドが拡大したなかで、同問題と財政不安が「共鳴」したイタリアの拡大幅が突出。9月以降、新年度予算の年内成立に向けて、財政拡大を掲げるポピュリズム政党「五つ星運動」「同盟」の両党首（副首相）と財政規律を重視するトリア経財相との路線対立や、EUの財政ルールの順守を求める欧州委員会との衝突が懸念される状況。

## ◆一段落後はファンダメンタルズ回帰へ

最終的に、欧州委員会がイタリアの難民受け入れと引き換えに若干の財政赤字拡大を許容するなどの形で予算が年内に成立する見通しとなれば、市場の関心はファンダメンタルズに向かいやすくなる見込み。ユーロ圏では、非自発的パートタイム従事者などを含めた広義の失業率が低下するなか、賃金上昇率が高まる兆し。年末以降、景気が底堅く推移するなかで、賃金や物価の伸びが徐々に持ち直していけば、来年秋のECBの利上げ着手が意識されるなかで、ユーロ高に振れやすくなる見込み。

## ユーロ圏主要国金融機関のトルコ向け与信



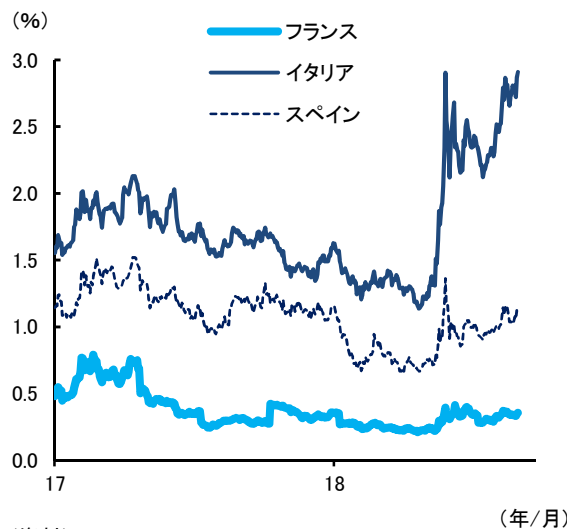
(資料) BISを基に日本総研作成  
(注) 与信は最終リスクベース。

## 米欧の総合PMI



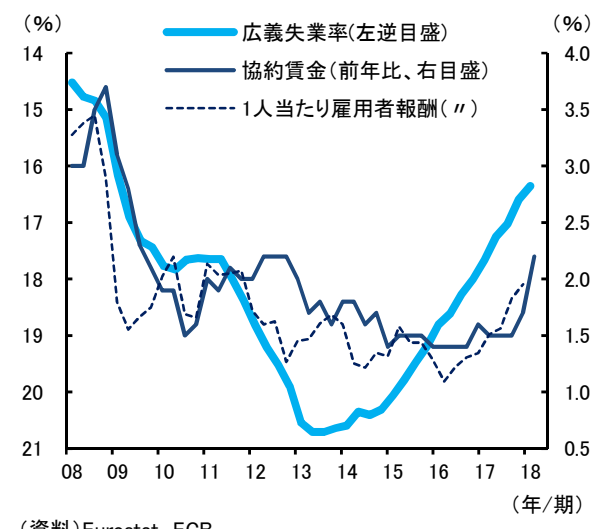
(資料) IHS Markit

## ユーロ圏主要国債利回りの対独スプレッド



(資料) Bloomberg L.P.

## ユーロ圏の広義失業率と時間当たり賃金



(資料) Eurostat, ECB



# 見通し：当面、ドル円は横ばい圏、ユーロは軟調地合い

## ◆ドル円相場：狭いレンジでの推移

財政刺激策の下支えなどにより、米国景気の順調な拡大が見込まれるなか、着実に利上げを進めるFRBと、金融緩和の出口に向けて容易に動けない日銀との金融政策の方向性の違いを反映して、基調としては円安ドル高の流れが続く見込み。

ただし、米国の対中追加関税や中国からの報復関税、米国とカナダとのNAFTA再交渉の行方などに不透明感が残るなか、円安ドル高進行余地は限られる見込み。

来年半ばにかけては、米国で財政拡大や金融緩和の効果が減衰するにつれて景気減速が予想されるなか、FRBの利上げ打ち止め観測の高まりがドルの上値を抑える要因となる公算大。

## ◆ユーロドル相場：当面はユーロ軟調地合い

当面は、利上げを急がない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、ユーロ軟調地合いが続く見込み。イタリアの財政不安の高まりなどが折に触れユーロ安を加速させる要因に。

来年入り以降は、ユーロ圏景気の底堅い回復が続くなかで、秋以降の利上げ着手が意識されるECBと、利上げの打ち止めが意識されるFRBという金融政策の局面の違いを反映して、ユーロが堅調さを取り戻していく見込み。

## ◆ユーロ円相場：当面はユーロの上値の重い展開

ECBが利上げを急がない姿勢を示すなか、当面はユーロの上値の重い展開が続く見込み。イタリアの財政不安やトランプ政権の保護主義に対する懸念の高まりが、リスク回避の動きを通じて折に触れ円高ユーロ安要因に。

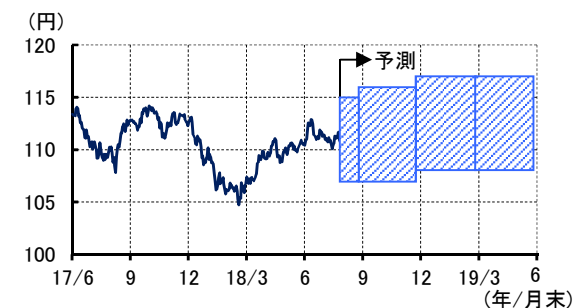
来年入り以降は、ユーロ圏景気の底堅い回復が続くなかで、金融政策の正常化を進めるECBと金融緩和の出口に向けて容易に動けない日銀との金融政策の方向性の違いを反映して、ユーロ高基調に復していく見通し。

### ドル円相場見通し

	2018年			2019年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	109.13	111	111	112	112
(高値)	111.40	115	116	117	117
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	105.66	107	107	108	108

(円)

予測

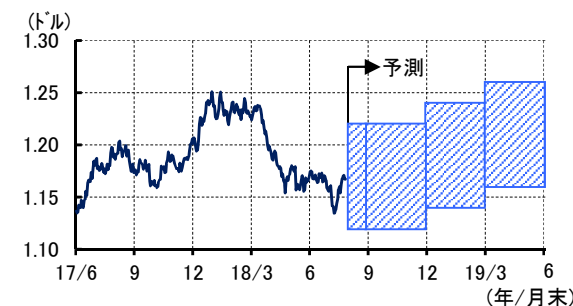


### ユーロドル相場見通し

	2018年			2019年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	1.1907	1.17	1.17	1.19	1.21
(高値)	1.2415	1.22	1.22	1.24	1.26
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	1.1508	1.12	1.12	1.14	1.16

(ドル)

予測

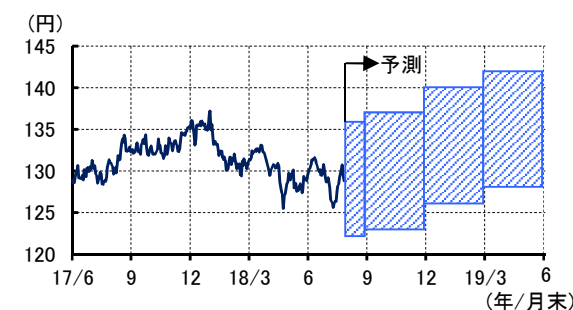


### ユーロ円相場見通し

	2018年			2019年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	130.09	129	130	133	135
(高値)	133.49	136	137	140	142
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	124.62	122	123	126	128

(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・ スツクス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
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	1.92	2.32	2.89	25629.99	2857.82	▲ 0.36	▲ 0.32	0.36	1.31	3436.83	67.85	1200.43