

---

---

# 為替相場展望

2018年10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：ドルは対円で年初来高値更新、対ユーロでは横這い圏 . . . . . p. 1
- ◆ドル円分析：基調は米国景気・利上げ次第ながら、中間選挙が攪乱要因 . . . . . p. 2
- ◆ユーロ分析：ユーロ高再開にはコア物価の上昇がカギ、伊動向がユーロ安リスク . . . . . p. 3
- ◆見通し：当面はドルが底堅いものの、来年後半にかけてドル高はピークアウト . . . . . 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10月1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：ドルは対円で年初来高値更新、対ユーロでは横這い圏

### ◆ 9月のドル円相場

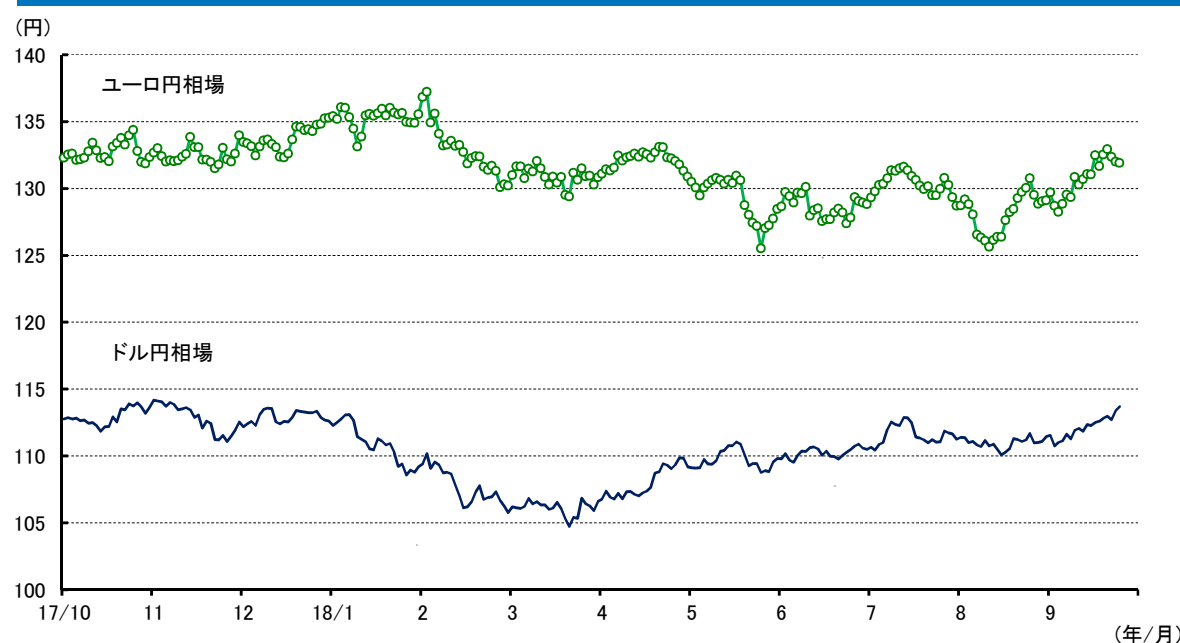
米国とカナダ・中国との通商問題に対する警戒感がくすぶるなか、トランプ米大統領は日本との貿易関係に不満があると米紙が報じたことも加わり、7日に110円台前半まで円高ドル安が進行。その後は、総じて良好な米経済指標の発表が相次ぐなか、ドルが底堅さを増す展開。月後半は、①18日に米国が2,000億ドル相当の対中輸入品に追加関税を賦課することを発表したものの、関税率を当面は25%ではなく10%にとどめたこと、②26日の日米首脳会談では、日米物品貿易協定締結に向けた2国間交渉入りで合意し、交渉期間中は米国が日本に対して自動車追加関税を発動しないことが確認されたこと、なども加わり、月末には一時113円台後半と年初来高値を更新。

### ◆ 9月のユーロ相場

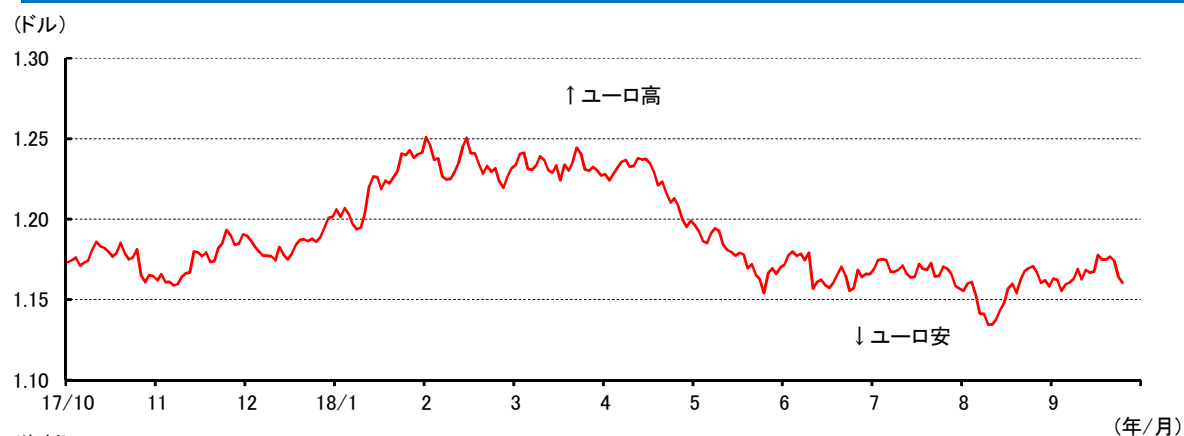
対ドルでは、上旬は、良好な米雇用統計などを手掛かりに、1.15ドル台前半までユーロが下落。中旬以降は、①イタリア政府高官がEUの財政ルールを順守する姿勢を示し、財政不安が和らいだこと、②米物価指標が市場予想を下回ったこと、③ドラギECB総裁が24日の欧州議会での証言で、基調的なインフレ率は「比較的力強い」上昇が見込まれることに自信を示したこと、などを手掛かりに、1.18ドル台までユーロが上昇。もっとも、27日には、イタリア政府が発表した2019年の財政収支目標が市場予想よりも赤字幅が大きかったため、財政不安が再燃し、一時1.15ドル台までユーロが急落。

対円では、イタリア政府高官がEUの財政ルールを順守する姿勢を示し、財政不安が和らいだことや、ドラギECB総裁が楽観的な物価見通しを示したことなどから、下旬には133円台までユーロが上昇。もっとも、月末近くには、イタリア政府が市場予想を下回る財政収支目標を発表したことで、財政不安が再燃し、131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：基調は米国景気・利上げ次第ながら、中間選挙が攪乱要因

## ◆ドル円相場の基調は米国景気・利上げ次第

FRBは9月25～26日のFOMCで、追加利上げを決定。同時に公表されたFOMC参加者の経済・政策金利見通しは、当面、景気が堅調に推移するなか、着実に利上げを続ける一方、予測期間後半にかけて成長ペースは鈍化し、20年に利上げを打ち止めとすることを示唆する内容。

当面のドル円相場を展望すると、政策金利見通しを反映しやすい米2年国債利回りの上昇とリスクオンの市場環境に支えられる形で、基調としては円安ドル高の流れが続く見込み。ただし、市場では、FOMC参加者の長期の政策金利見通し(3.0%)を上回る水準まで政策金利が引き上げられることに懐疑的な見方が根強いなか、米10年国債利回りの伸び悩みがドルの重石に。

来年後半にかけては、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明確化し、早期利上げ打ち止め観測が高まりやすくなる公算大。10年国債利回りだけでなく、2年国債利回りも頭打ちとなるなかで、ドル高はピークアウトへ。

## ◆11月の米中間選挙が攪乱要因となる可能性

11月6日の米中間選挙は、最近の世論調査によると、「上院で共和党が過半数を維持、下院で民主党が過半数を奪取」という戦前予想であり、議会に「ねじれ」が発生するシナリオが最有力。

金融市場の反応は読み難いものの、短期的には、議会での予算審議の難航や大統領の弾劾、トランプ大統領が自らの権限で実行可能な範囲内で一段と強硬な政策運営を行うことなどを懸念し、株安・円高に振れる可能性。ただし、米国ではトランプ政権の政策運営に関わらず、当面は既往財政刺激策に支えられ、景気が腰折れすることはないとみられるため、株安・円高圧力は一時的にとどまる見通し。

過去の経験則として、中間選挙後は米株高・円高ドル安となる傾向。近年では、米株高となるようなリスク選好の局面では、円安となる傾向があることも踏まえると、米景気が減速し、利上げ打ち止め観測が高まっても、株価の調整色が強まらない限り、大幅な円高方向への揺り戻しは回避される公算大。

## 米FOMC参加者の経済・政策金利見通し

		(中央値、%)				
		2018年	19年	20年	21年	長期
実質GDP	9月見通し	3.1	2.5	2.0	1.8	1.8
成長率	6月見通し	2.8	2.4	2.0	-	1.8
失業率	9月見通し	3.7	3.5	3.5	3.7	4.5
	6月見通し	3.6	3.5	3.5	-	4.5
PCE	9月見通し	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
デフレーター	6月見通し	2.1	2.1	2.1	-	2.0
コアPCE	9月見通し	2.0	2.1	2.1	2.1	-
デフレーター	6月見通し	2.0	2.1	2.1	-	-
FF金利	9月見通し	2.4	3.1	3.4	3.4	3.0
	(利上げ回数)	年4回	年3回	年1回	年0回	-
	6月見通し	2.4	3.1	3.4	-	2.9
	(利上げ回数)	年4回	年3回	年1回	-	-

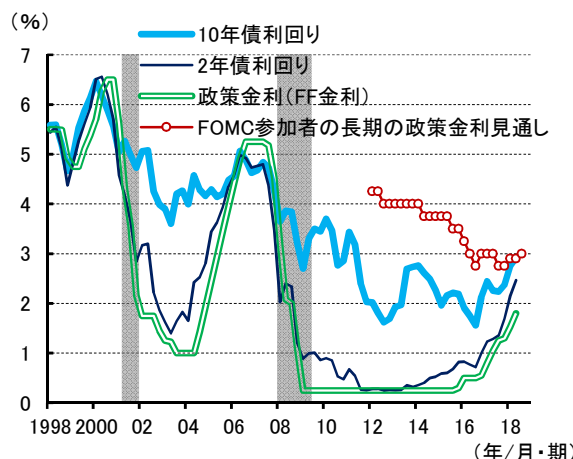
(資料)FRBを基に日本総研作成  
(注)実質GDP成長率、インフレ率は、各年第4四半期の前年比。失業率は、各年第4四半期の平均値。FF金利は、誘導レンジの中央値もしくはピンポイント誘導値。

## ドル円相場と米国金利



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

## 米国の政策金利と長短金利



(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。

## ドル円相場・日米株価の平均変化率

		(四半期は前期末比、年間は前年末比、%)			
大統領就任年数		1年目	2年目	3年目	4年目
		中間選挙年			
ドル円	1～3月	4.1	▲0.9	▲1.5	0.1
	4～6月	0.0	▲3.9	0.4	0.8
	7～9月	▲1.0	▲1.0	▲2.3	▲0.5
	10～12月	5.2	▲1.4	▲3.7	1.6
	年間	8.3	▲7.2	▲7.0	2.0
米国株	1～3月	0.4	4.4	6.0	1.2
	4～6月	5.8	▲0.8	5.9	▲0.1
	7～9月	2.9	▲3.7	▲0.3	0.2
	10～12月	6.2	7.5	3.1	1.0
	年間	15.3	7.4	14.8	2.4
日本株	1～3月	2.2	2.9	2.5	2.5
	4～6月	7.3	▲0.5	3.3	▲3.7
	7～9月	▲0.1	▲6.9	1.7	▲3.2
	10～12月	4.5	4.8	▲0.0	0.1
	年間	13.9	0.3	7.4	▲4.3

(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注)米国株はダウ工業株30種平均、日本株は日経平均。集計期間は、プラザ合意翌年の1986年から2017年まで。

# ユーロ分析：ユーロ高再開にはコア物価の上昇がカギ、伊動向がユーロ安リスク

## ◆当面は基調的なインフレ率の上昇を見極め

ドラギECB総裁は、9月13日の政策理事会後の会見や、24日の欧州議会での証言で、先行きの物価上昇に自信を示す発言。労働市場がひっ迫するなか、賃金の伸びが高まっていることなどを踏まえ、ECBは今後数ヵ月で基調的なインフレ率も上向くと想定。

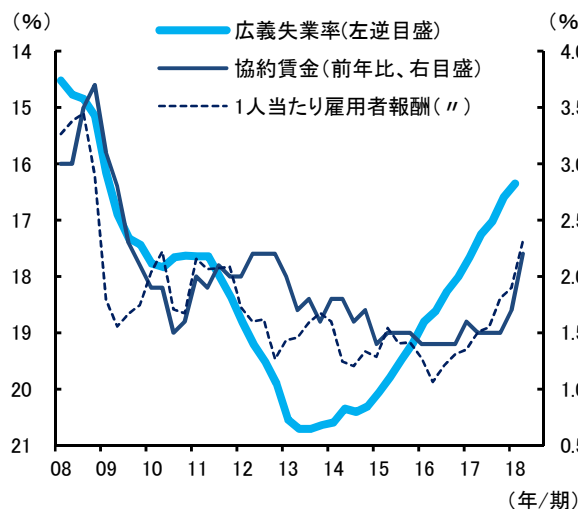
実際、ユーロ圏では、非自発的パートタイム従事者などを含めた広義の失業率が低下するなか、ECBが賃金指標として注目する一人当たり雇用者報酬や協約賃金の上昇率が高まる兆し。一方、ECBが基調的なインフレ率として重視するコア消費者物価上昇率は1%前後で伸び悩み。ECBの来年秋以降の利上げ着手を本格的に織り込むには、基調的なインフレ率が上向いてくるかを見極める必要があるため、当面はユーロの上値の重い展開が続く見込み。

## ◆短期的には、イタリア動向がユーロ下振れリスク

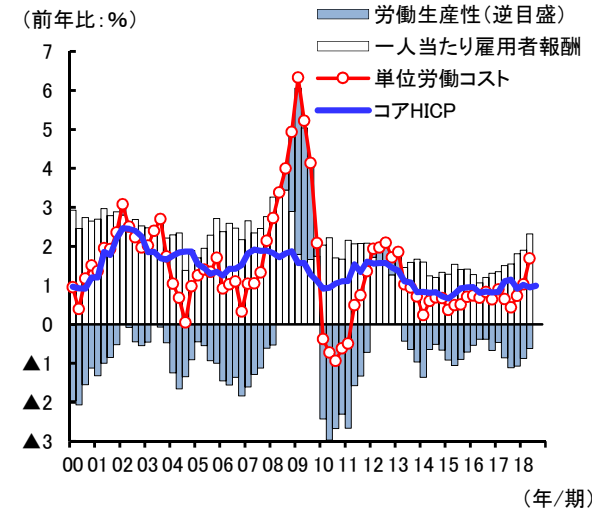
こうしたなかで、短期的には、イタリアの財政政策を巡る動向次第で引き続きユーロが下振れするリスク。9月27日、イタリアのコンテ政権は、2019年の財政赤字対GDP比の目標を前政権の18年の予算ベースの見通しよりも高い2.4%に設定すると発表。市場の事前予想である2%程度よりも高い水準であったため、いったん縮小していたイタリア国債利回りの対独スプレッドは再び拡大。

今回イタリア政府が発表した財政赤字対GDP比の目標は、EUの財政ルールである3%は逸脱していないものの、イタリアの政府債務残高対GDP比は2017年で132%とEU基準（60%以内）を大きく超過しており、財政収支の改善を通じて、政府債務残高対GDP比の低下が求められる状況。今後、イタリア政府は、10月15日までにEUに予算を提出する予定となっているものの、EU（欧州委員会）が財政赤字の削減を要求する可能性があるほか、10月中に大手格付け機関2社がイタリア国債の格付けを見直す予定で、格下げされるリスクも。

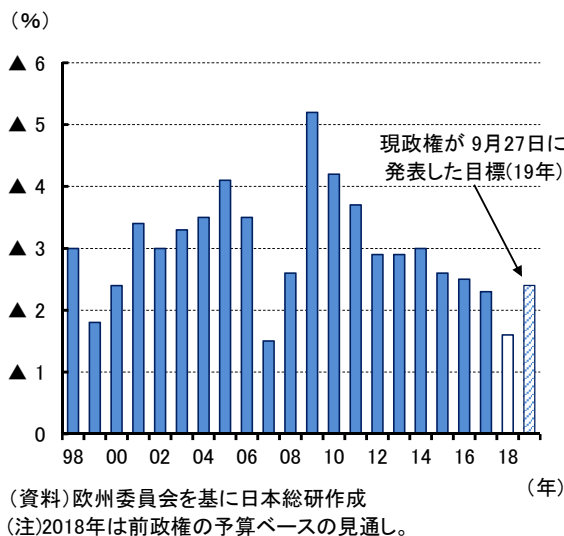
### ユーロ圏の広義失業率と賃金



### ユーロ圏の単位労働コストと物価



### イタリアの一般政府の財政収支



### 10年国債利回りの対独スプレッド





# 見通し：当面はドルが底堅いものの、来年後半にかけてドル高はピークアウトへ

## ◆ドル円相場：当面はドルが底堅く推移

当面は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、11月の中間選挙後もトランプ大統領の政策運営を巡る不透明感が払拭されないなか、円安ドル高進行余地は限られる見通し。

来年後半にかけては、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が減速し、利上げ打ち止め観測が高まるなかで、ドル高トレンドがピークアウトへ。

## ◆ユーロドル相場：当面はユーロ軟調地合い

ECBは金融政策の正常化を着実に進めているものの、少なくとも来年夏にかけて現行の政策金利水準を維持する方針を示すなか、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。年内はイタリアの財政不安の高まりなどが引き続きユーロ下振れリスク。

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、利上げの打ち止めに意識される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

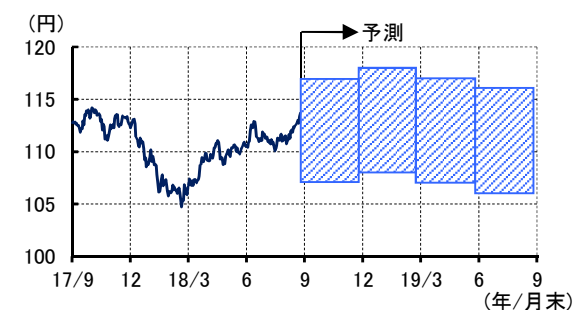
ECBが利上げを急がない姿勢を示すなか、当面は対円でもユーロの上値の重い展開が続く見込み。年内はイタリアの財政不安やBrexit交渉を巡る不透明感の高まりなどが、リスク回避の動きを通じて折に触れ円高ユーロ安要因に。

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		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	111.45	113	114	113	111
(高値)	113.73	117	118	117	116
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥
(安値)	109.77	107	108	107	106

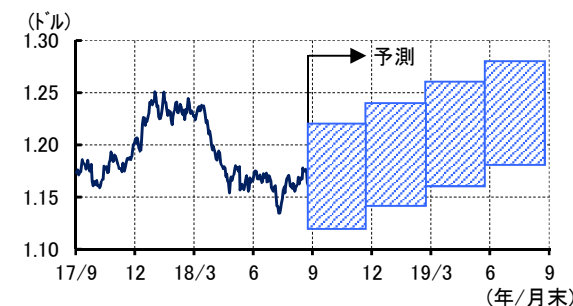
(円) 予測



### ユーロドル相場見通し

	2018年		2019年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.1630	1.17	1.19	1.21	1.23
(高値)	1.1815	1.22	1.24	1.26	1.28
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥
(安値)	1.1301	1.12	1.14	1.16	1.18

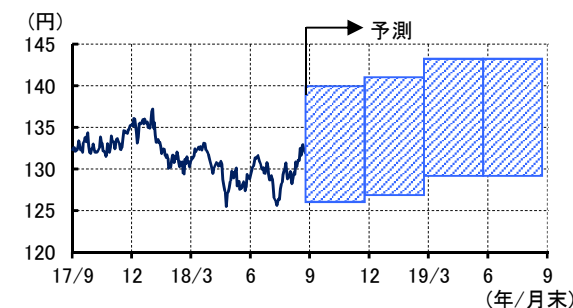
(ドル) 予測



### ユーロ円相場見通し

	2018年		2019年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	129.62	133	134	136	136
(高値)	133.13	140	141	143	143
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥
(安値)	124.90	126	127	129	129

(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)	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)
15/10	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	1.91	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	1.94	2.35	2.99	26232.67	2901.50	▲ 0.36	▲ 0.32	0.44	1.53	3365.23	70.08	1198.08