
為替相場展望

2018年12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：米中の貿易摩擦激化や景気に対する懸念が重石	p. 2
◆ユーロ分析：ユーロ安圧力は緩和も、当面の反発余地は小	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12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：ドル円相場、ユーロ相場ともに横這い圏での推移が持続

◆11月のドル円相場

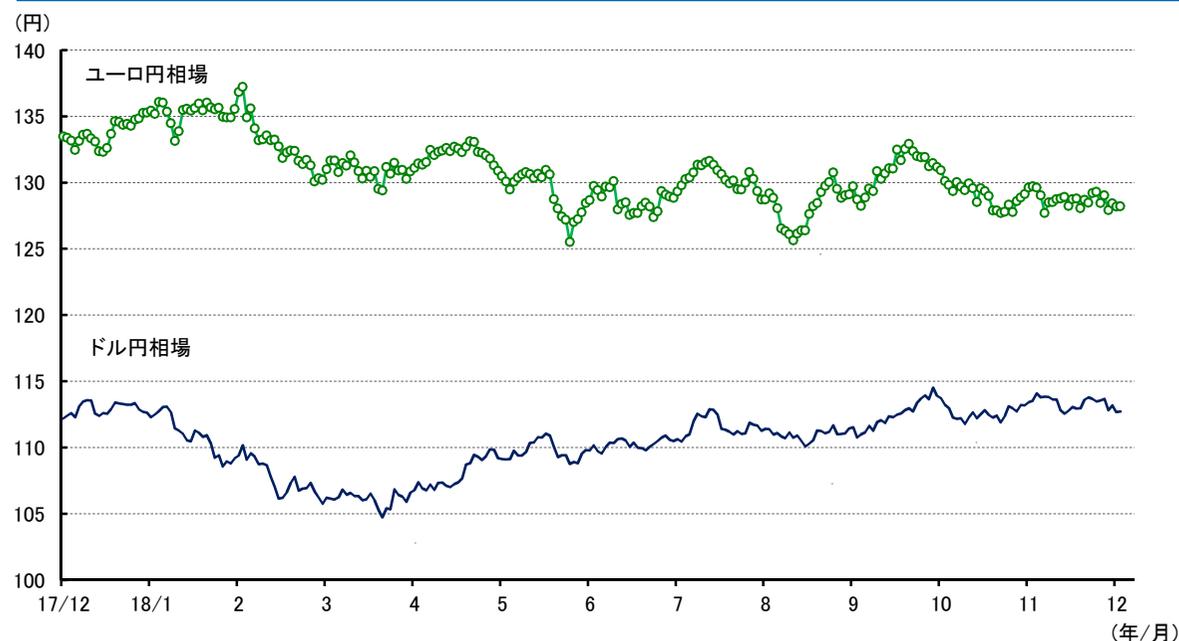
7日の米国中間選挙が事前予想通りの結果となり、投資家のリスク選好の動きが強まったほか、7～8日の米FOMCで漸進的な利上げを続ける方針が維持されたことなどから、114円台までドルが上昇。もっとも、その後は、米中の貿易摩擦や原油価格の下落などを背景に米国株式市場が軟調な展開となるなか、リスク選好の動きは続かず、20日にかけて112円台までドルが反落。その後、米国の年末商戦への期待などを背景に株式市場が持ち直し、リスク回避の動きが和らいだことで、28日には一時114円台乗せ。月末にかけては、同日のパウエルFRB議長のハト派的な発言を受けて、早期利上げ打ち止め観測が高まり、113円台中心にドルの上値の重い展開。

◆11月のユーロ相場

対ドルでは、米国中間選挙を無難に通過し、欧州でも株式市場が持ち直したことで、7日に1.15ドル前後までユーロが反発。もっとも、イタリア政府が修正した予算案を欧州委員会に再提出する期限（13日）が近づくなか、イタリア政府が修正に応じない姿勢を示したことなどから、12日にかけて1.12ドル前半までユーロが下落。その後、米国で景気・企業業績の先行き懸念などが高まり、一時1.14ドル台半ばまでユーロが反発。月末にかけては、イタリア政府とEUとの対立や、英国の「合意なし」EU離脱に対する懸念が払拭されないなか、1.13ドル台を中心にユーロの上値が重い展開。

対円では、11月の米国中間選挙後に投資家のリスク選好の動きが強まり、円売りが優勢となったことから、7日に130円台までユーロが上昇。その後は、欧州の政治情勢などを巡る不透明感が払拭されないなか、128円台を中心に一進一退。

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：米中の貿易摩擦激化や景気に対する懸念が重石

◆米中貿易摩擦を巡る懸念は払拭されず

米中貿易摩擦や景気の先行きに対する不透明感が払拭されないなか、ドル円相場は113円台を中心とする神経質な展開が続く見込み。

12月1日の米中首脳会談では、米国が中国製品に対して2019年1月1日から予定していた関税率の引き上げを90日間猶予することなどで合意。もっとも、中国による強制的な技術移転や知的財産保護などに関する協議が進展しなければ、関税率を引き上げると警告しており、予断を許さない状況。

◆景気の先行きに対する懸念も

一方、米国内の動向に目を向けると、11月入り後、景気や企業業績の先行き不透明感が強まるなか、パウエルFRB議長のハト派的な発言なども加わり、早期利上げ打ち止め観測が台頭。パウエル議長は、10月2日の講演で、政策金利は景気に対して緩和的でも引き締めのでもない中立水準から「程遠い」と発言していたものの、11月28日の講演では、政策金利は中立水準を「わずかに下回る」と発言に変化。

直近9月時点のFOMC参加者の見通しでは、19年は3回程度の利上げが想定されていたものの、足許の市場が織り込む19年の利上げ回数は1回前半と両者の乖離が拡大。さらに、イールドカーブのフラット化が進むなかで、3年債利回りが5年債利回りを上回る「逆イールド」が出現。長短金利差のより代表的な指標である10年債利回りと2年債利回りの差もプラス幅が縮小。過去には逆イールドが景気後退の予兆となったこともあり、市場の一部では景気失速に対する懸念が強まる格好に。

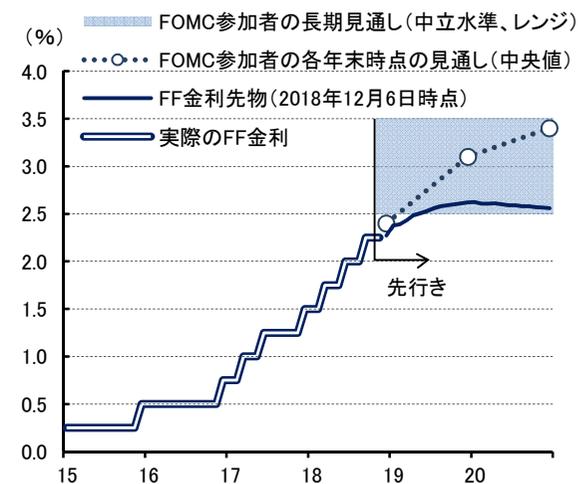
実際には、足許の景気指標が大きく悪化しているわけではないため、12月18～19日のFOMCでは、政策金利見通しが据え置かれてもおかしくはない状況。この場合、市場では米金利の上振れがドル買いにつながるとみられるものの、利上げ継続が景気をオーバーキルするとの懸念が強まれば、株安に伴うリスク回避の円買いが優勢となる可能性も。

米中の貿易戦争を巡る動き

2018年	7月6日	米国が対中輸入品340億ドル相当に25%の追加関税を発動(対中関税第1弾) 中国が対米輸入品340億ドル相当に25%の報復関税を発動
	8月23日	米国が対中輸入品160億ドル相当に25%の追加関税を発動(対中関税第2弾) 中国が対米輸入品160億ドル相当に25%の報復関税を発動
	9月24日	米国が対中輸入品2,000億ドル相当に10%の追加関税を発動(対中関税第3弾) 中国が対米輸入品600億ドル相当に報復関税を発動
	12月1日	米中首脳会談: ①米国が対中輸入品2,000億ドル相当の関税引き上げを90日間猶予、②中国の対米輸入拡大、③知的財産権などに関する構造協議開始、で合意
2019年	3月1日	米中通商構造協議の交渉期限 →交渉が進展しなければ、対中関税第3弾の関税率引き上げの可能性

(資料)ホワイトハウス、USTR、各種報道等を基に日本総研作成

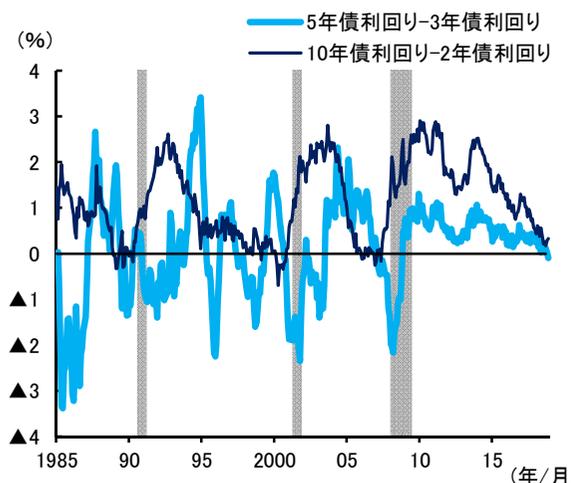
米国の政策金利



(資料)FRBを基に日本総研作成

(注)FOMC参加者の見通しは、2018年9月時点。

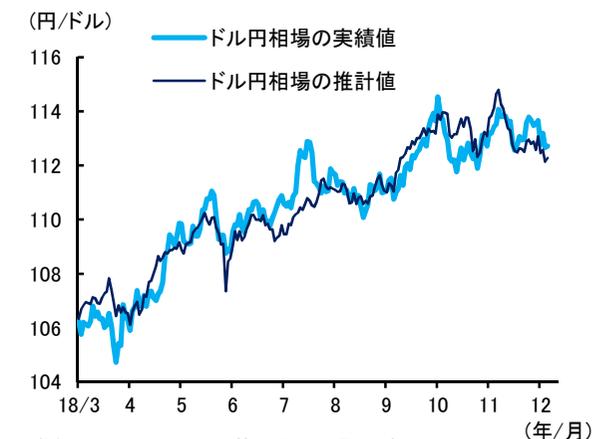
米国の長短金利差



(資料)NBER、FRB、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

(注)シャドー部分は景気後退期。

ドル円相場と日米金利差、米国株価の関係



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注)推計式は、 $\ln(\text{ドル円}) = 3.78 + 0.10 * \text{日米2年国債金利差}(\%) + 0.08 * \ln(\text{S\&P500種株価指数})$
推計期間は2018年3月初～11月末。

ユーロ分析：ユーロ安圧力は緩和も、当面の反発余地は小

◆市場はECBの利上げ開始後ずれを予想

米国でFRBの早期利上げ打ち止め観測が高まるなか、ドル高に伴うユーロ安圧力は和らいでいるものの、ユーロ圏では、ファンダメンタルズや政治情勢を巡る不透明感が払拭されないなか、少なくとも当面はユーロの上値の重い展開が続く見込み。

まず、ファンダメンタルズについてみると、ユーロ圏の7～9月期の実質GDP成長率は1%台半ばとみられる潜在成長ペース以下に減速。GDPとの相関が高い総合PMIは11月にかけて低成長が続いていることを示唆。また、賃金面からのインフレ圧力は強まりつつあるものの、ECBが重視する基調的なインフレ率は依然として1%前後で伸び悩み。

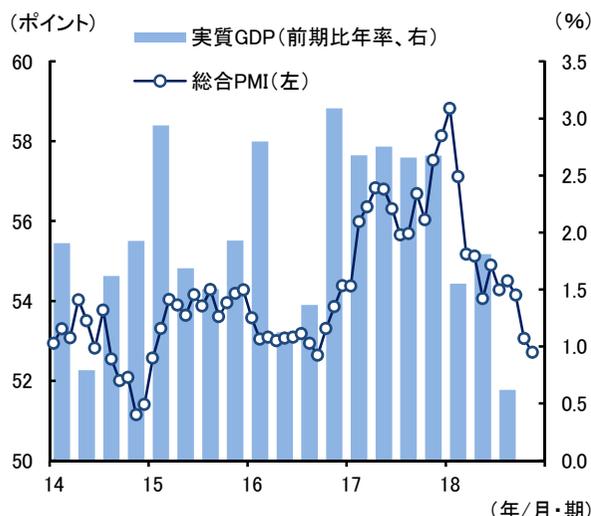
こうした状況下、金利先物市場が織り込むECBの利上げ開始時期は、2019年末以降に後ずれ。ECBが想定しているとみられる19年秋頃の利上げ着手を織り込むには、景気や基調的なインフレ率が上向くことが不可欠。

◆伊財政やBrexit問題がユーロ下振れリスク

政治面では、財政政策を巡るイタリア政府とEUとの対立が継続。欧州委員会は、イタリア政府の19年予算案がEUの財政協定から逸脱しているとして、11月13日までに修正・再提出を求めているものの、イタリア政府は応じず。これを受けて、欧州委員会は、財政ルールに違反した加盟国に適用する制裁措置である「過剰財政赤字是正手続き（EDP）」開始が正当化されるとの見解を表明。その後、イタリア政府は19年予算案の財政赤字目標の小幅な修正に応じる姿勢を示したものの、EUは財政赤字目標の大幅な修正がなければ、制裁を回避できないとの見解。当面は両者が妥協点を見出すことができない状況が続く見通し。

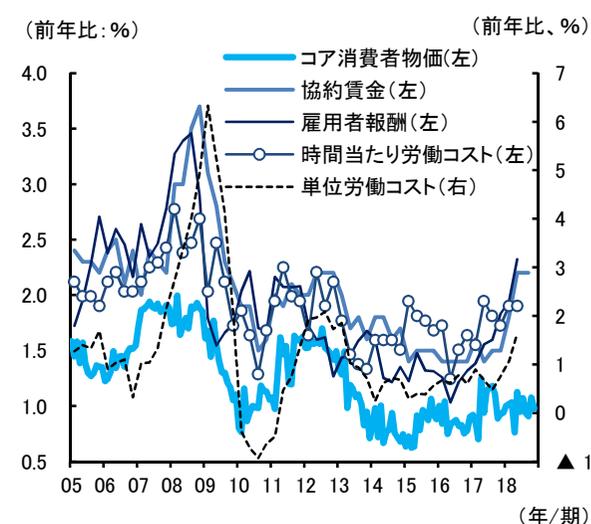
このほか、英国のEU離脱（Brexit）を巡っては、11月25日の臨時EU首脳会議において英国とEUが離脱協定案で合意したものの、協定案の英国議会での可決の見通しが立たない状況。英国の「合意なし」EU離脱に対する懸念が高まる場面では、ユーロ圏経済も混乱に巻き込まれるとの懸念などから、ユーロがポンドに連れ安する公算大。

ユーロ圏の実質GDPと購買担当者景気指数



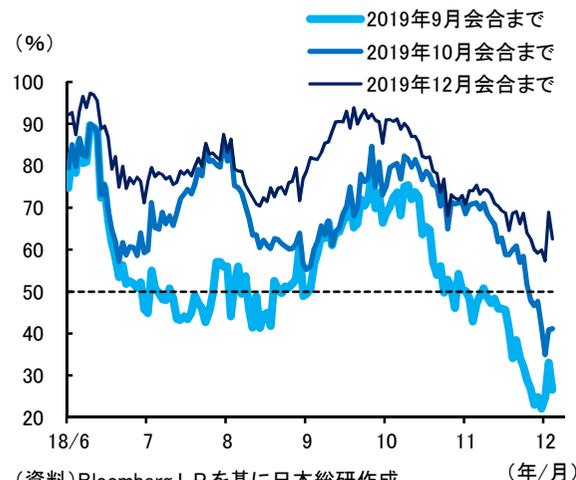
（資料）Eurostat、IHS Markit

ユーロ圏の労働コスト指標とコア物価



（資料）Eurostat、ECB

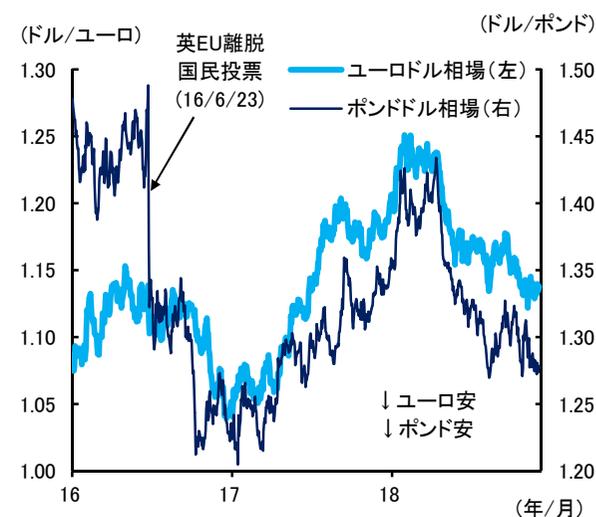
金利先物から算出されるECBの利上げ確率



（資料）Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

（注）預金ファシリティー金利について、現行の▲0.4%から▲0.3%以上への引き上げが決定されている確率。

ユーロ相場とポンド相場（対ドル）



（資料）Bloomberg L.P.

見通し：当面はドルが底堅いものの、来年後半にはドル高一服へ

◆ドル円相場：ドルが底堅く推移

米中貿易摩擦や景気の先行きに対する不透明感が払拭されないなか、少なくとも当面は113円台を中心とする神経質な展開が続く見込み。

今後、米中の貿易摩擦激化や景気の先行きに対する懸念が一時的に和らぐ局面では、日米金利差の拡大と株高によるリスク選好の動きに支えられる形で、円安ドル高が進みやすくなる見通し。

もともと、①2019年春以降も米中の貿易摩擦が続くと見込まれること、②財政拡大や金融緩和の効果が減衰するにつれて米国景気が減速し、19年半ば頃にFRBが利上げを休止すると予想されること、などから、来年後半にはドル高一服へ。

◆ユーロドル相場：短期的なユーロ反発余地は小

米国の早期利上げ打ち止め観測などから、ドル高に伴うユーロ安圧力は和らいでいるものの、ユーロ圏景気や政治情勢に対する不透明感がくすぶるなか、当面はユーロの上値の重い展開が続く見込み。

19年入り以降は、ユーロ圏景気が上向くなかで、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：ユーロの上値の重い展開

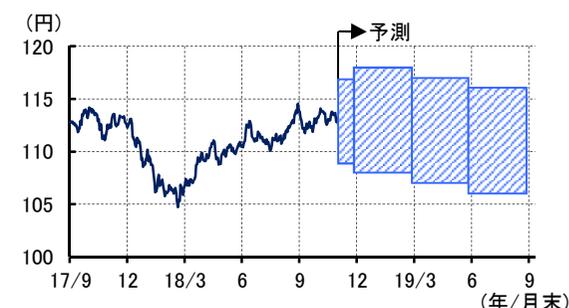
ECBが利上げを急がない姿勢を示すなか、当面は対円でもユーロの上値の重い展開が続く見込み。年内はイタリアの財政問題やBrexit交渉を巡る不透明感の高まりなどが、リスク回避の動きを通じて折に触れ円高ユーロ安要因に。

19年入り以降は、ユーロ圏景気が持ち直すなかで、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	113	112	111
(高値)	113.73	117	118	117	116
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥
(安値)	109.77	109	108	107	106

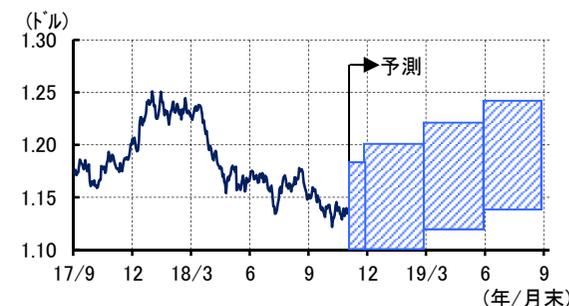
予測



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	1.14	1.15	1.17	1.19
(高値)	1.1815	1.18	1.20	1.22	1.24
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥
(安値)	1.1301	1.10	1.10	1.12	1.14

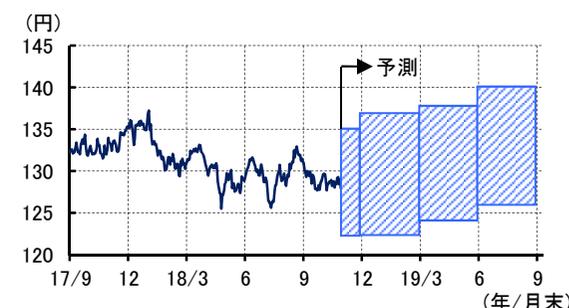
予測



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	129	130	131	133
(高値)	133.13	135	137	138	140
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥
(安値)	124.90	123	123	124	126

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O/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)
15/12	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	1.95	2.35	2.99	26232.67	2901.50	▲ 0.36	▲ 0.32	0.44	1.53	3365.23	70.08	1198.08
18/10	112.79	129.49	1.1480	▲ 0.0603	0.05	0.14	22690.78	2.19	2.46	3.16	25609.34	2785.46	▲ 0.37	▲ 0.32	0.46	1.56	3244.55	70.76	1215.35
18/11	113.37	128.80	1.1362	▲ 0.0701	0.05	0.10	21967.87	2.20	2.65	3.11	25258.68	2723.23	▲ 0.36	▲ 0.32	0.38	1.44	3186.40	56.69	1220.98