

---

---

# 為替相場展望

2019年1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：2019年のドル円相場をどうみるか	p. 2
◆ユーロ分析：2019年のユーロ相場をどうみるか	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26日17:00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：リスク回避の動きが強まり、円高が進行

## ◆12月のドル円相場

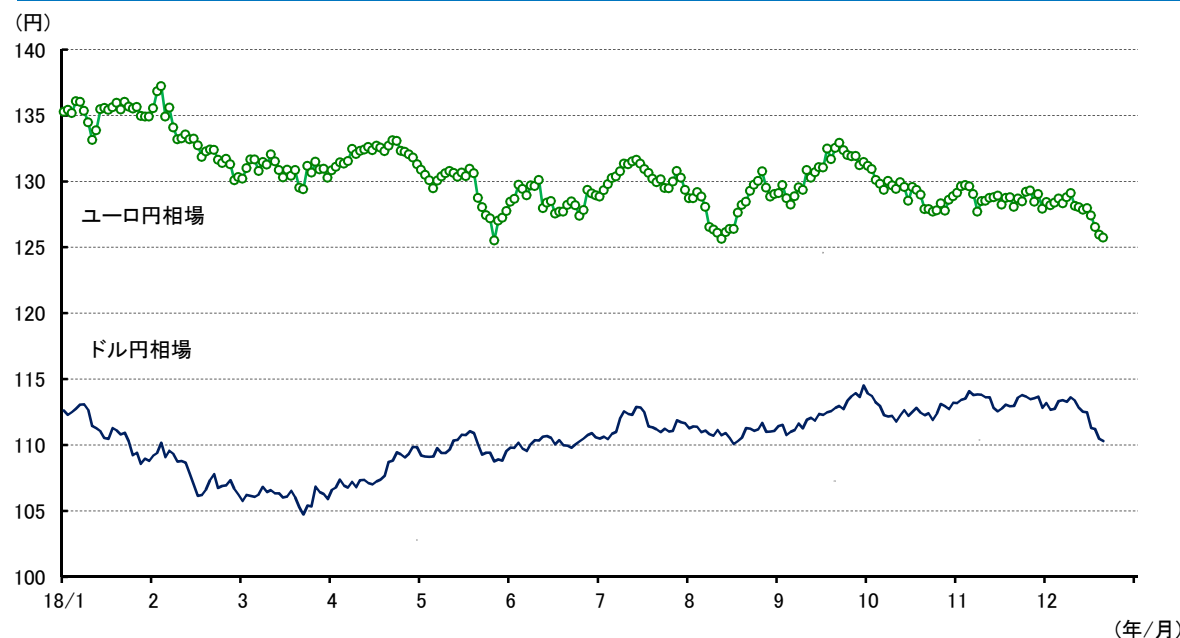
月初の米中首脳会談で、米国が2019年1月から予定していた対中関税の引き上げを90日間猶予することなどが合意されたことをひとまず好感し、113円台後半までドルが上昇。それも束の間、カナダ当局が中国通信機器大手の幹部を逮捕し、米国が身柄の引き渡しを求めたことで、米中関係の悪化が懸念され、112円台前半までドルが反落。その後、中国が産業政策「中国製造2025」の見直しや米国からの農産物輸入拡大、米国製自動車の関税引き下げなどを示唆したことで、米中通商協議が進展するとの期待が高まり、月半ばには113円台後半までドルが反発。もっとも、月後半は、低調な中国指標をきっかけとする世界景気の減速懸念などを背景に株価が急落するなか、リスク回避の動きが強まり、ドル以上に円が買われやすい地合いに。さらに、19日の米FOMCでの議論がタカ派的と受け止められたことや、21日に米国で暫定予算が失効し、政府機関の一部が閉鎖されたことなどもリスク回避の動きを助長し、25日には一時110円まで円高ドル安が加速。

## ◆12月のユーロ相場

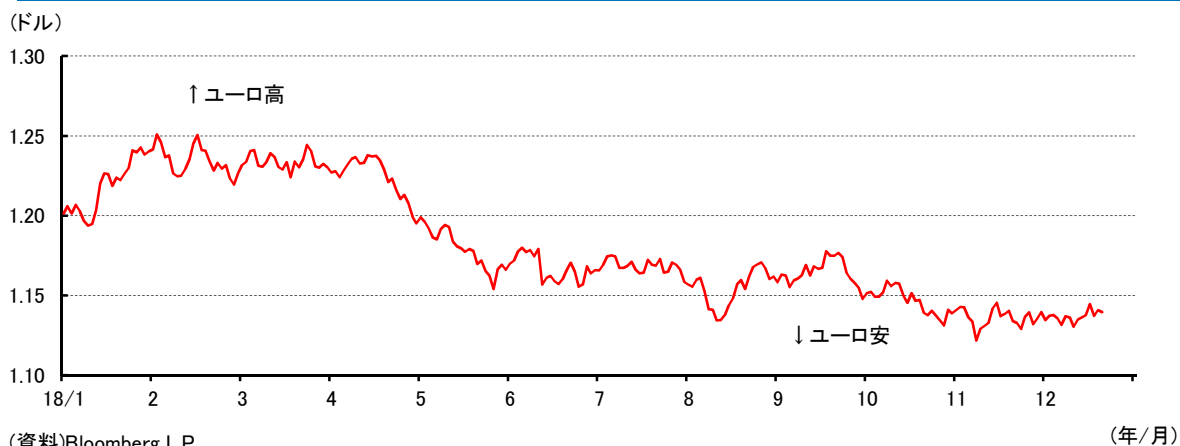
対ドルでは、イタリア政府と欧州委員会の予算協議や、英国のEU離脱問題の行方を見極めるムードが広がるなか、月半ばにかけて1.13~1.14ドル台で小動き。14日にユーロ圏のPMIが市場予想を下回ったことから、1.12ドル台までユーロが下落したものの、19日にイタリア政府と欧州委員会が19年予算案に関して合意に達したことなどを好感し、1.14ドル台までユーロが反発。

対円でも、欧州の政治情勢を見極めるムードが広がるなか、月前半は127~129円台でもみ合う展開。月後半は、世界景気の減速懸念が強まるなか、米FOMCでの議論がタカ派的と受け止められたことや、米暫定予算の失効に伴い政府機関が一部閉鎖されたことなども加わり、リスク回避の円買いが強まったことから、25日には125円台後半までユーロが下落。

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：いったん円安に向かうものの、年央以降ピークアウト

## ◆当面は円高リスク残存も、いったん円安方向へ

米FRBは、2018年12月19日のFOMCで追加利上げを決定。同時に発表されたFOMC参加者の景気・物価見通しは小幅下方修正され、2019年の政策金利の見通しもこれまでの年3回程度から年2回程度の利上げを想定する内容に。もっとも、市場では、米国を含む世界景気の減速懸念などを背景に2019年の利上げの織り込みが1回未済まで低下していたため、FOMCの内容はタカ派的と受け止められ、景気減速懸念は払拭されず。先行き、FRBの利上げ継続姿勢は中長期的にはドルを下支えするとみられるものの、当面は景気失速懸念を惹起することでリスク回避の円高が進みやすい地合いが続く見込み。

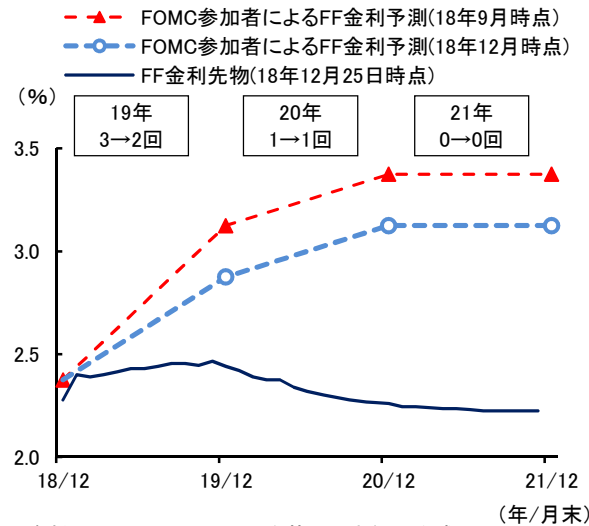
もっとも、米国を含む世界経済のファンダメンタルズが大きく悪化しているわけではないため、株安は行き過ぎている公算大。米国内外の需要動向を反映しやすい米ISM製造業景気指数の改善は、足許にかけて頭打ちにはなっているものの、好不況の判断の分かれ目となる「50」を十分に上回る水準で推移。今後、景気の底堅さが確認されるにつれて、株価持ち直しによるリスク選好の動きと、利上げ織り込みによる日米金利差の拡大に支えられる形で、円安ドル高に振れやすくなる可能性大。

## ◆年後半は円高方向ながら、大幅な円高は回避

一方、19年半ば以降は、米国景気の減速が明確化し、FRBの利上げ休止が意識されるなかで、円安ドル高はピークアウトする見込み。こうしたなかで、トランプ政権の政策運営や米中貿易摩擦の長期化などに対する懸念が円高要因に。

ただし、大幅な円高ドル安方向への揺り戻しは回避される見込み。主要先進国の政策金利を比較すると、米国は18年6月の利上げ後、ニュージーランドを抜いてすでに最高水準に。金利面で米ドルが投資先として相対的に優位な状況が続く見込み。一方、日本では、超低金利による運用難の長期化が予想されることに加え、国内需要の大幅な拡大が期待薄のなか、対外証券・直接投資を通じた資金流出が円安、ないしは円高抑制要因に。

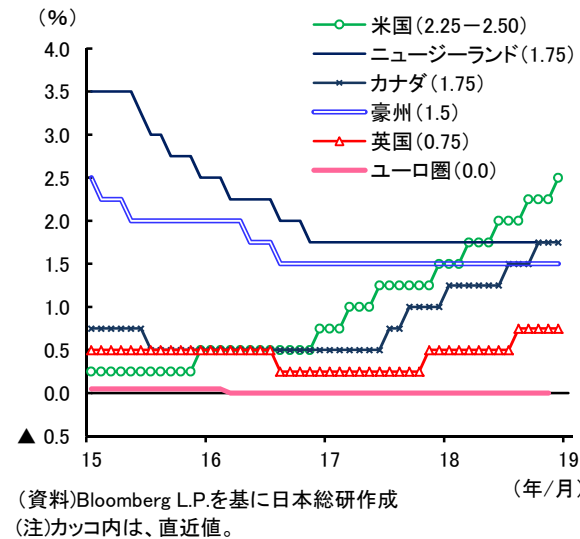
## FOMC参加者と市場の政策金利見通し



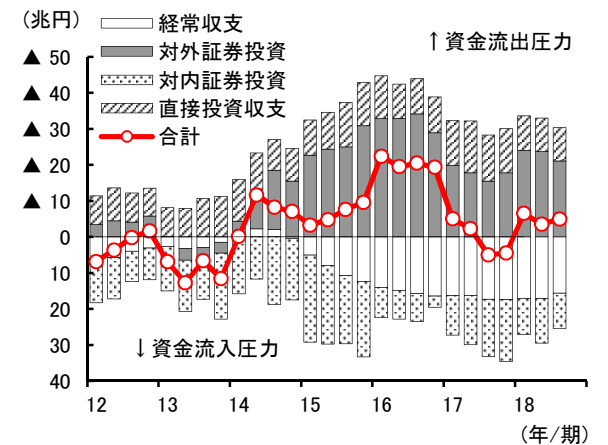
## 米国の景況感と株価



## 主要先進国・地域の政策金利



## 円を取り巻く基礎的為替需給



# ユーロ分析：当面はユーロ安リスクが残存も、春以降はユーロ反発へ

## ◆当面はユーロ下振れリスク

イタリア政府は12月13日に2019年予算案における財政赤字の対GDP比目標を当初の2.4%から2.04%に引き下げ。欧州委員会はこれを前向きに評価し、12月19日にはイタリア政府と欧州委員会との間で、19年予算案に関する合意が成立。市場では、イタリア国債利回りの対独スプレッドが大きく縮小するなど、イタリアの財政政策を巡る懸念は後退。

ただし、当面は、英国のEU離脱（Brexit）やユーロ圏のファンダメンタルズを巡る不透明感が払拭されないなか、ユーロが下振れリスクを抱えた状況が続く見込み。

英国では、メイ政権がEU離脱協定案の議会採決を先送りしたものの、承認の目途は立っていない状況。英国の合意なきEU離脱に対する懸念が高まる局面では、ユーロがポンドに連れ安する見込み。

ユーロ圏のファンダメンタルズについてみると、GDPとの相関が高い総合PMIは、足許にかけて景気減速が続いていることを示唆。加えて、賃金面からのインフレ圧力が強まりつつあるとみられるなかでも、ECBが重視する基調的なインフレ率は1%前後で伸び悩み。こうした状況下、市場が織り込むECBの利上げ開始時期は20年入り以降に後ずれ。

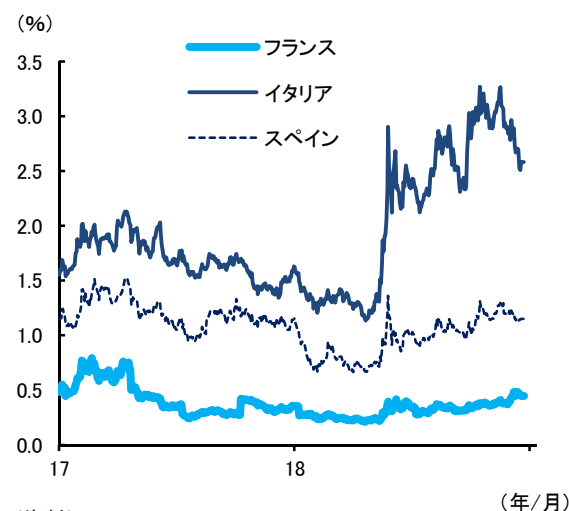
## ◆春以降、ユーロは底堅さを増す展開へ

一方、19年春以降は、Brexitを巡る不透明感の後退や、ユーロ圏景気の持ち直しに伴い、ユーロが底堅さを増していく見通し。

英国が合意なきEU離脱となった場合の悪影響は計り知れないため、すべての利害関係者にとって得策とはいえない選択肢。このため、最終的には現行案での議会承認、ないしは離脱延期に至ると予想。

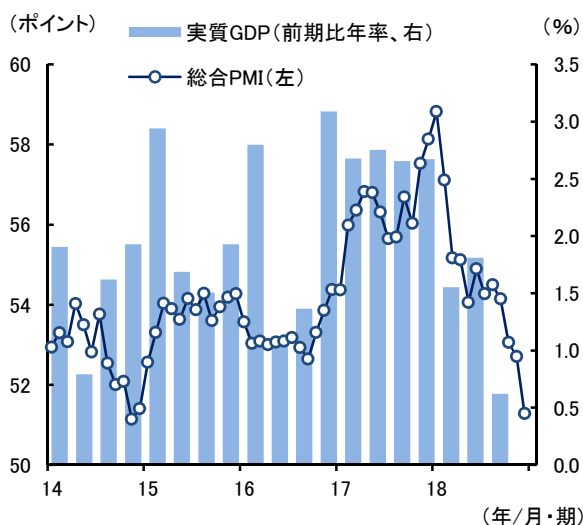
ユーロ圏では、海外景気の減速が輸出の重石になるとみられるものの、良好な雇用・所得環境が続くなか、内需主導で景気は持ち直しに向かう見通し。コア・インフレ率も賃金上昇率の高まりに遅れる形で徐々に上向いてくると予想。市場が織り込むECBの利上げ開始時期が19年秋頃まで前倒しになるにつれて、ユーロ高圧力が強まっていく見込み。

## ユーロ圏主要国10年債利回りの対独スプレッド



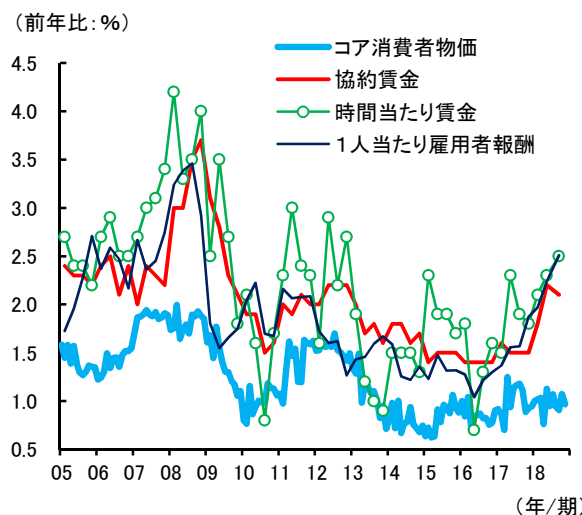
(資料) Bloomberg L.P.

## ユーロ圏の実質GDPと購買担当者景気指数



(資料) Eurostat, IHS Markit

## ユーロ圏の賃金指標とコア物価



(資料) Eurostat, ECB

## 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。

# 見通し：前半はドルが底堅いものの、年後半にドル高はピークアウト

## ◆ドル円相場：年半ば以降ドル高はピークアウト

世界景気の先行きやトランプ政権の政策運営などに対する懸念が払拭されないなか、当面は110～112円台を中心に円高リスクを抱えた展開が続く見込み。

もっとも、世界経済のファンダメンタルズが大きく悪化しているわけではないため、今後、景気の底堅さが確認されるにつれて、株価持ち直しによるリスク選好の動きと、FRBの利上げ織り込みによる日米金利差の拡大に支えられる形で、いったんは円安ドル高に振れやすくなる見通し。

一方、19年半ば以降は、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、FRBが利上げを休止すると予想されることから、円安ドル高はピークアウトへ。

## ◆ユーロドル相場：徐々にユーロが反発

英国の合意なきEU離脱やユーロ圏景気に対する不透明感がくすぶるなか、当面はユーロが下振れリスクを抱えた状況が続く見込み。

19年春以降は、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：緩やかなユーロ高基調

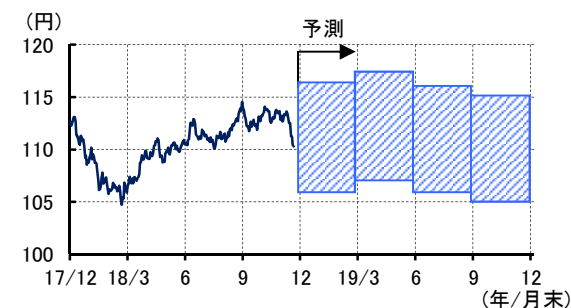
当面は英国の合意なきEU離脱に対する懸念の高まりなどが、リスク回避の動きを通じて折に触れ円高ユーロ安要因に。

19年春以降は、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			
	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	
期中平均	112.92	111	112	111	110	
(高値)	114.55	116	117	116	115	
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥	
(安値)	110.00	106	107	106	105	

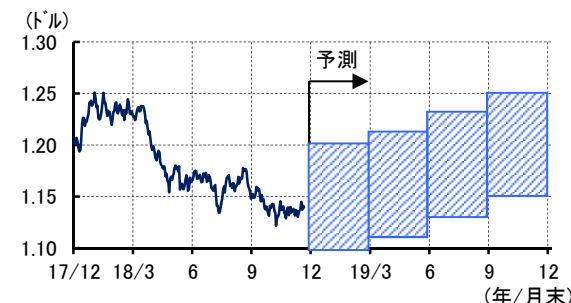
(円) 予測



### ユーロドル相場見通し

	2018年		2019年			
	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	
期中平均	1.1413	1.14	1.16	1.18	1.20	
(高値)	1.1628	1.20	1.21	1.23	1.25	
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥	
(安値)	1.1216	1.10	1.11	1.13	1.15	

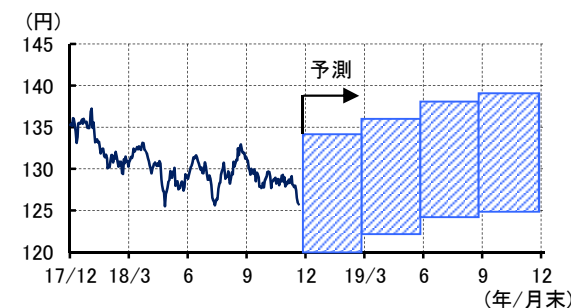
(ドル) 予測



### ユーロ円相場見通し

	2018年		2019年			
	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	
期中平均	128.88	127	129	131	132	
(高値)	132.46	134	136	138	139	
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥	
(安値)	125.51	120	122	124	125	

(円) 予測



(注)2018年10～12月期は12月25日まで。

