

---

---

# 為替相場展望

2019年4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：米金利低下でも、ドルは底堅さを維持	p. 2
◆ユーロ分析：ユーロの上値の重い展開が長期化へ	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: inoue.hajime@jri.co.jp )

◆本資料は2019年4月2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：ドルは下げ渋り、ユーロは安値圏での推移

### ◆ 3月のドル円相場

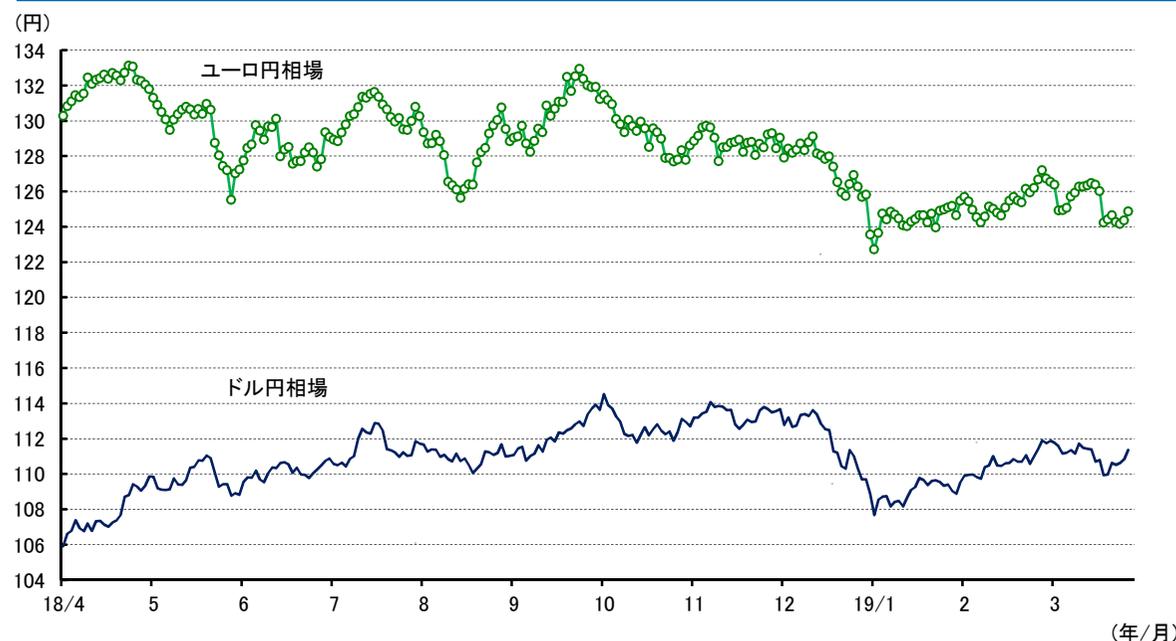
5日の良好な米ISM非製造業景気指数を手掛かりに、一時112円台までドルが上昇。その後は、米中の貿易交渉などを巡る不透明感や、世界景気の減速懸念が再び高まったことから、徐々にドルの上値が重くなる展開に。さらに、20日の米FOMCでは、会合参加者の年内の利上げ予想回数が従来の「2回」から「ゼロ回」に下方修正されたことなどをを受けて、米金利が大幅に低下し、109円台までドルが下落。月末にかけては、米中貿易交渉の進展期待が再び高まったことなどから、110円台までドルが持ち直し。

### ◆ 3月のユーロ相場

対ドルでは、7日のECB理事会で、景気・物価見通しが下方修正されたうえで、政策金利に関するフォワードガイダンスの延長や、新たな貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTROⅢ）の導入が決定されたことから、1.11ドル台後半までユーロが急落。その後、月半ばに英国下院で合意なきEU離脱を拒否する動議が可決されたことや、20日の米FOMCで金融引き締めに慎重な姿勢が一段と明確になったことをを受けて、1.14ドル台半ばまでユーロが反発。月末にかけては、英国のEU離脱問題を巡る不透明感が再び強まったほか、ユーロ圏景気指標が悪化したことなどをを受けて、1.12ドル台までユーロが下落。

対円では、7日のECB理事会で実質的に年内の利上げが断念されたことから、124円台までユーロが下落。その後、英国の合意なきEU離脱への懸念が一旦後退し、126円台までユーロが上昇したものの、月末にかけて英国のEU離脱問題に対する懸念が再燃し、124円前後までユーロが反落。

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：米金利低下でも、ドルは底堅さを維持

## ◆3月の米FOMCでは、ハト派姿勢が明確化

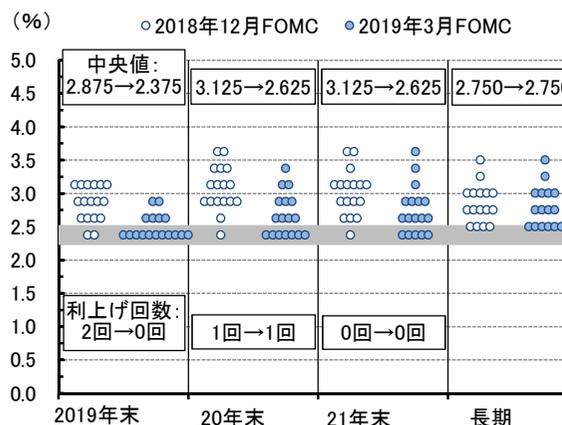
3月19～20日の米FOMCでは、最も注目されていた会合参加者の政策金利見通し（中央値）が大きく下方修正され、2019年の利上げ回数はゼロ回、2020年は1回の利上げを見込む内容に。市場の一部では、19年後半の利上げ再開の可能性が残るとの見方があったものの、少なくとも年内は利上げなしが明確になった格好。FRBのバランスシートの縮小停止時期も、市場が予想していた今年の10～12月期よりも若干早い9月とすることを発表。

## ◆米金利低下による円高をリスクオンの円安が相殺

3月のFOMC後、低調な景気指標も相まって、債券市場では利下げ期待が高まり、米金利が大幅に低下。これを受けて、為替市場では、いったんはドル安圧力が強まったものの、徐々にドルが底堅さを取り戻す展開に。この背景として、株高に伴うリスク選好の動きが円安ドル高圧力として作用したことが指摘可能。株式市場では、景気の先行き懸念はくすぶったものの、米金利低下が景気を刺激するとの期待や、FRBによるバランスシート縮小の早期停止が「流動性相場」を復活させるとの期待が株価を押し上げ。

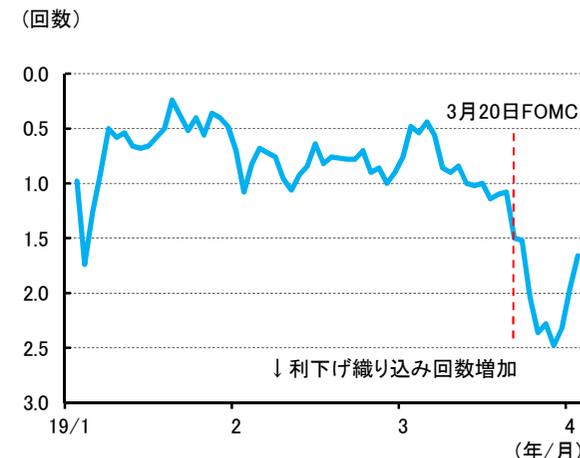
先行きを展望すると、米国では良好な所得環境が維持されるなか、株価の反発などに伴い、足許では消費者マインドが改善傾向にあり、景気の牽引役である個人消費は堅調さを取り戻す見込み。景気の先行き懸念が和らぐにつれて、米金利の上昇（利下げ観測の後退）と株高に後押しされる形で、ドルが強含む局面も。もっとも、米FRBが少なくとも年内は政策金利を据え置くとみられるなか、米金利の大幅な上昇は見込み難しく、ドル高進行余地は限られる見通し。

## FOMC参加者の政策金利の見通し



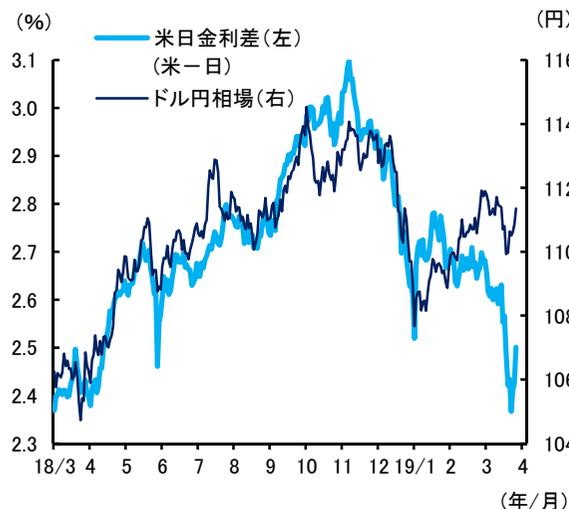
(資料)FRB  
(注)ドット(O)は各FOMC参加者の予測値を示す。参加者は17人。参加者の一人が長期の予測値を未回答。シャドウは足許のFF金利誘導目標レンジ。

## 市場が織り込む2020年末までの利下げ回数



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注)FF金利先物を基に算出。回数は政策金利の変更幅を1回あたり0.25%とした場合。

## 日米2年金利差とドル円相場



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

## 米国株とドル円相場



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

# ユーロ分析：ユーロの上値の重い展開が長期化へ

## ◆ ECBは年内の利上げを断念

ユーロ圏では、景気低迷が長期化。実質GDP成長率との相関が高い総合PMI（購買担当者景気指数）は、昨年後半並みの低成長が続いていることを示唆。良好な雇用・所得環境が維持されるなか、内需は底堅く推移しているものの、ユーロ圏外景気の減速に伴う外需環境の悪化などが景気の重石に。

こうした状況下、ECBは実質的に年内の利上げを断念。3月7日の理事会では、景気・物価の見通しを引き下げたうえで、現在の政策金利水準を維持する期間を少なくとも「今年夏まで」から「今年末まで」に延長。

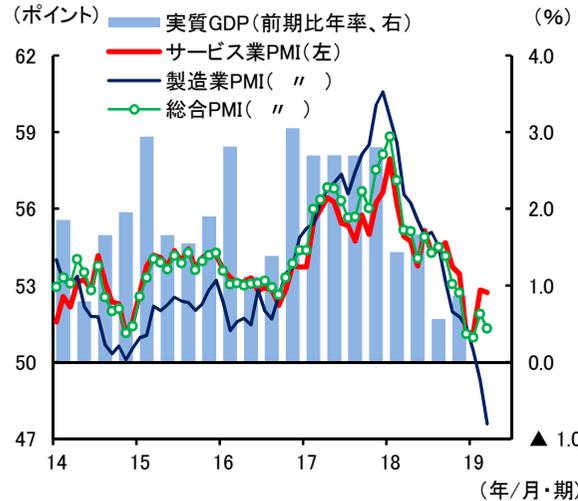
## ◆ 景気は持ち直しても、物価の伸び悩みは長期化へ

今春以降は、中国当局の景気刺激策の拡大等に伴い、中国景気の減速に歯止めがかかることが予想されるため、中国の影響を受けやすいユーロ圏景気も年央頃から持ち直しに向かう見込み。ユーロ圏の生産活動に先行性を有するZEW景況感期待指数は、生産の底入れ時期が近づいていることを示唆。

もっとも、ユーロ圏では、少なくとも当面は1%台半ばとみられる潜在成長率以下の成長ペースが続くと予想されるなか、需給ギャップのプラス幅拡大は見込み薄。需給面からの物価上昇圧力が力強さを欠くなか、コアインフレ率はECBの目標である2%弱を下回る状況が長引く公算大。

以上を踏まえ、ユーロ相場の先行きを展望すると、年央以降、ユーロ圏景気は持ち直しに向かうと予想されるものの、ECBの利上げ観測が高まりにくいなか、ユーロの上値の重い展開が長期化する見込み。

## ユーロ圏の実質GDPと購買担当者景気指数



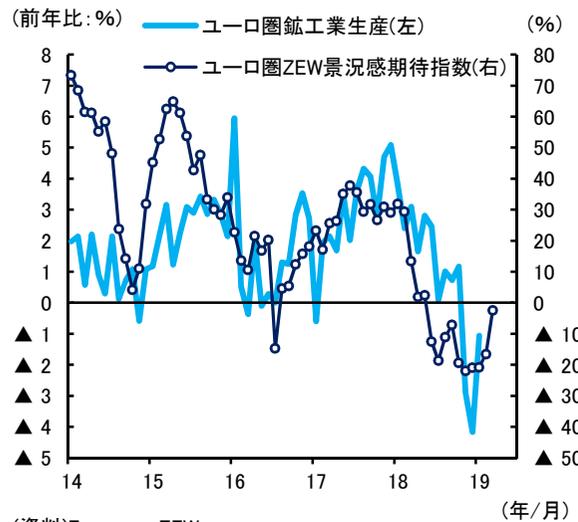
(資料) Eurostat, IHS Markit

## ECBの経済見通し

		2019年	20年	21年
実質GDP成長率	3月	1.2	1.5	1.6
	12月	1.6	1.7	1.8
失業率	3月	7.9	7.7	7.5
	12月	7.8	7.5	7.1
インフレ率	3月	1.2	1.5	1.6
	12月	1.6	1.7	1.8
コアインフレ率	3月	1.2	1.4	1.6
	12月	1.4	1.6	1.8
一人当たり雇用者報酬の伸び率	3月	2.1	2.4	2.6
	12月	2.1	2.5	2.7
前提	3か月物Euribor(%)	▲0.3	▲0.2	0.0
	ユーロドル相場(ドル/ユーロ)	1.14	1.14	1.14
	北海ブレント価格(ドル/バレル)	61.7	61.3	60.6

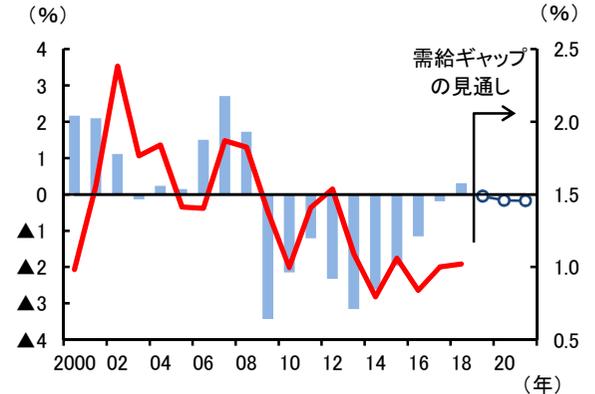
(資料) ECBを基に日本総研作成  
(注) 前提は3月見通し分のみを抜粋。

## ユーロ圏の生産と景況感



(資料) Eurostat, ZEW

## ユーロ圏の需給ギャップとコア・インフレ率



(資料) ECB, 欧州委員会  
(注) 需給ギャップの見通しは、ECBの実質GDP見通し(19年3月)と欧州委員会の潜在GDP見通し(19年2月)を基に算出。ただし、欧州委員会は、潜在GDPの見通しを20年までしか発表していないため、21年は20年の潜在成長率を横置き。

# 見通し：日米欧の金融政策格差が薄れるなか、横這い圏での推移が長期化へ

## ◆ドル円相場

米FRBが少なくとも年内は政策金利の据え置きを続けるとみられるなか、米金利上昇を追い風にしたドル買いは期待薄ながら、当面はリスク選好の市場環境下で円じり安の展開となる見込み。

年央以降は、既往の財政拡大の効果剥落等に伴い、米国景気の減速が明確化するにつれて、円高ドル安方向へ。日米貿易交渉における「為替条項」導入などの対日要求の強まりが円高圧力となる可能性も。

## ◆ユーロドル相場

米FRB、ECBともに、少なくとも年内は政策金利を据え置く姿勢を示すなか、横這い圏での推移が続く見込み。

2020年入り後は、ECBによる利上げ着手が意識されるにつれて、ユーロが底堅さを増していく見通し。

## ◆ユーロ円相場

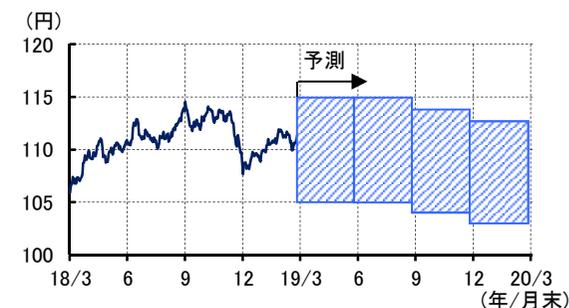
ECBによる年内の利上げ観測が後退するなか、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。英国のEU離脱問題やユーロ圏政治情勢を巡る懸念が高まり、一時的にユーロ安圧力が強まる局面も。

2020年入り後は、利上げ着手が意識される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感の違いを反映して、ユーロ高に振れやすくなる見通し。

### ドル円相場見通し

	2019年				2020年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	110.11	111	110	109	109
(高値)	112.14	115	115	114	114
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥
(安値)	104.70	105	104	104	103

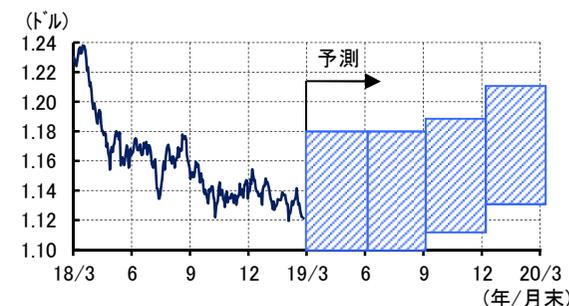
予測 →



### ユーロドル相場見通し

	2019年				2020年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	1.1364	1.13	1.14	1.15	1.17
(高値)	1.1572	1.18	1.18	1.19	1.21
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥
(安値)	1.1176	1.10	1.10	1.11	1.13

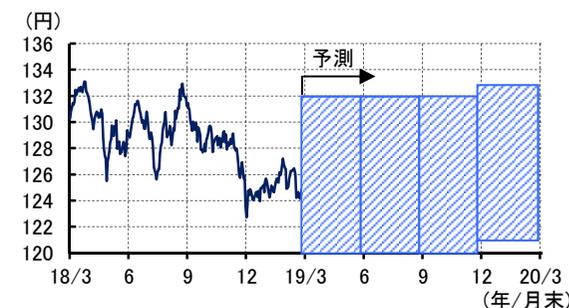
予測 →



### ユーロ円相場見通し

	2019年				2020年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	125.12	125	126	126	128
(高値)	127.53	132	132	132	134
レンジ	¥	¥	¥	¥	¥
(安値)	118.72	120	120	120	122

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・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
18/12	112.17	127.60	1.1376	▲ 0.0676	0.05	0.04	21032.42	2.27	2.79	2.83	23805.55	2567.31	▲ 0.36	▲ 0.31	0.25	1.27	3057.84	48.98	1252.64
19/1	108.99	124.47	1.1420	▲ 0.0643	0.04	0.00	20460.51	2.40	2.77	2.71	24157.80	2607.39	▲ 0.37	▲ 0.31	0.22	1.28	3088.65	51.55	1292.02
19/2	110.46	125.32	1.1347	▲ 0.0554	0.03	▲ 0.03	21123.64	2.40	2.68	2.67	25605.53	2754.86	▲ 0.37	▲ 0.31	0.13	1.20	3223.07	54.98	1319.19
19/3	111.13	125.58	1.1299	▲ 0.0442	0.03	▲ 0.04	21414.88	2.40	2.61	2.57	25722.62	2803.98	▲ 0.37	▲ 0.31	0.06	1.15	3332.86	58.17	1300.81