

---

---

# 為替相場展望

2019年8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：本格的な利下げ局面に至らず、円高圧力は限定的	p. 2
◆ユーロ分析：当面はECBの追加緩和期待から、ユーロが弱含み	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8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。
- ◆日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」は下記urlから登録できます（右側QRコードからもアクセスできます）。  
新着レポートの概要のほか、最新の経済指標・イベントなどに対するコメントや研究員のコラムなどを随時お届け致します。  
<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>



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：ドル円は横ばい圏の推移、ユーロは軟調

## ◆7月のドル円相場

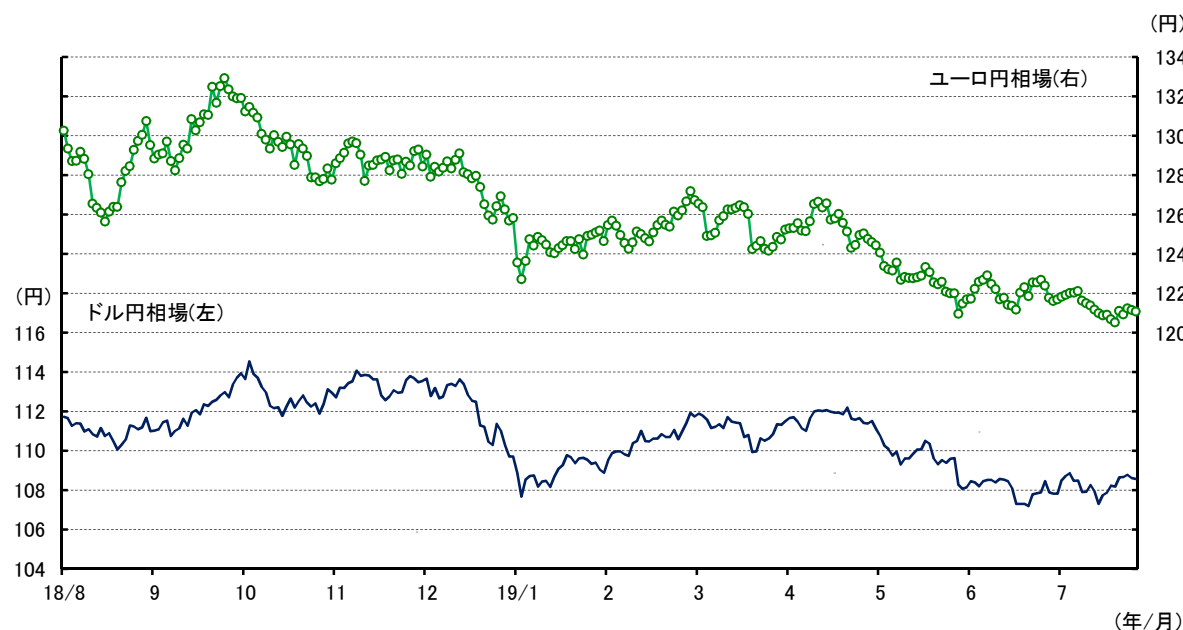
5日の米雇用統計が良好な結果となったことから、FRBの利下げ観測がやや後退し、109円台目前までドルが反発。もっとも、10日のパウエルFRB議長の議会証言で、早期の利下げ姿勢に変わりがなかったことから、再びドル軟調地合いに転換。18日にはNY連銀総裁の発言が利下げに前向きと受け止められ、107円台前半までドルが下落したものの、直後にNY連銀が同総裁発言と目先の金融政策運営との関連性を否定したことから、ドルが反発。その後は、総じて良好な米景気指標が相次いだほか、31日の米FOMCで利下げが決定されたものの、FRB議長の会見で先行きの大幅な追加利下げ期待が後退したことから、108円台でドルが底堅く推移。

## ◆7月のユーロ相場

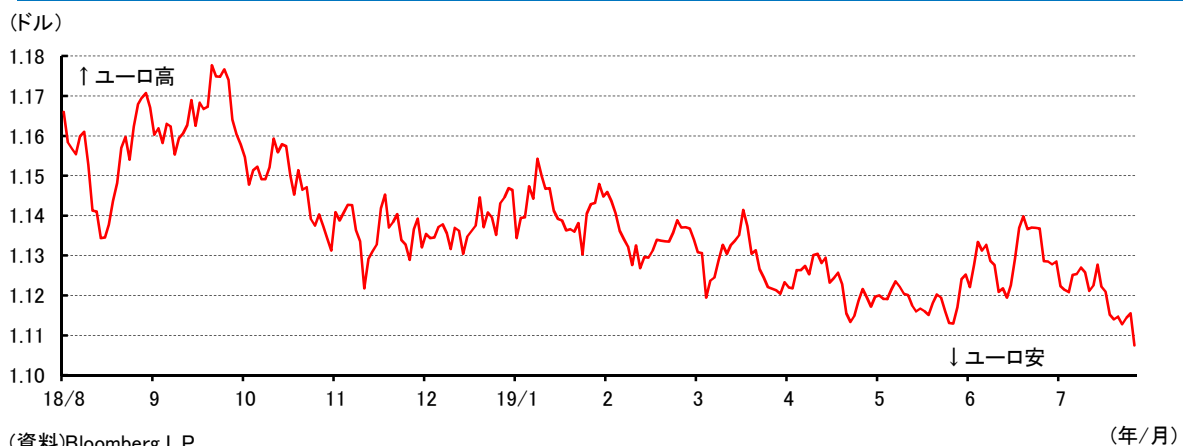
対ドルでは、5日の良好な米雇用統計などを手掛かりに、1.12ドル前後までユーロが下落。その後、FRB議長の議会証言で、早期の利下げ姿勢に変わりがなかったことが示され、1.12ドル台後半までユーロが持ち直したものの、16日に独景気指標が下振れする一方、米景気指標が上振れしたことを受けて、1.12ドル付近までユーロが反落。18日のFRB高官発言が利下げに前向きと受け止められ、1.12ドル台後半まで再びユーロが反発したものの、24日の低調なユーロ圏景気指標などを受けて、1.11ドル台前半までユーロが軟化。さらに、25日のECB理事会後の声明で追加緩和が示唆されたことを受けて、1.11ドル割れ目前までユーロが下落。その後、ECB総裁の会見で追加緩和期待がやや後退し、1.11ドル台後半までユーロが買い戻されたものの、月末には、米FRBの大幅な利下げ期待も後退したため、1.11ドル割れ。

対円では、ECBの追加緩和観測の高まりやユーロ圏景気指標の下振れなどを受けて、ユーロ軟調地合いが続き、25日のECB理事会後の声明で追加緩和が示唆されたことから、120円割れ目前までユーロが下落。もっとも、ドラギECB総裁の会見で追加緩和期待がやや後退し、一時121円台までユーロが反発。

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：本格的な利下げ局面に至らず、円高圧力は限定的

## ◆FRBは利下げを決定、追加利下げに含み

FRBは7月30～31日のFOMCで、世界経済や通商政策の不確実性、低インフレなどを理由に、0.25%の利下げを決定。さらに、声明では、見直しに対する不確実性が残るなかで、「景気拡大を維持するため適切に行動する」と、景気減速リスクが残る限り、次回9月以降の会合で追加利下げを実施する可能性を示唆。ドル円相場は、当面、追加利下げの思惑に振られやすい展開が続く見込み。

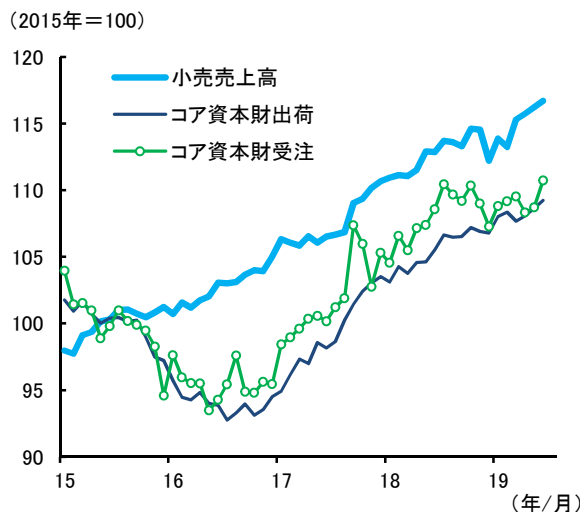
## ◆景気失速は回避され、小幅な利下げに

ただし、過去の景気後退時のような本格的な利下げ局面とはならない見通し。7月30～31日の米中貿易交渉で目立った進展がなかったことから、8月1日、トランプ大統領は対中関税第4弾を9月1日から発動すると表明。もっとも、トランプ大統領は、2020年の大統領選挙で再選を目指しているため、景気に配慮した政策運営から大きく逸脱することは考えにくいことに加え、FRBの利下げが景気下支えに作用することで、景気失速は回避される見込み。足許にかけては、良好な雇用・所得環境を背景に、個人消費が堅調に推移しているほか、弱含んでいた企業の設備投資に回復の兆し。物価面では、コア・インフレ率はFRBの目標である2%を大きく下回っているものの、市場や家計のインフレ期待は小幅ながら持ち直し。

6月に公表されたFOMC参加者の政策金利見通しが、来年末にかけて最大2回（1回当たり0.25%ポイントの場合）の利下げを想定する内容となる一方で、市場は今年末にかけて3回弱、来年末にかけて4回半の利下げを織り込んでいる状況。FOMC参加者の想定内の利下げにとどまる限り、金利面からの円高ドル安圧力は限られる公算大。

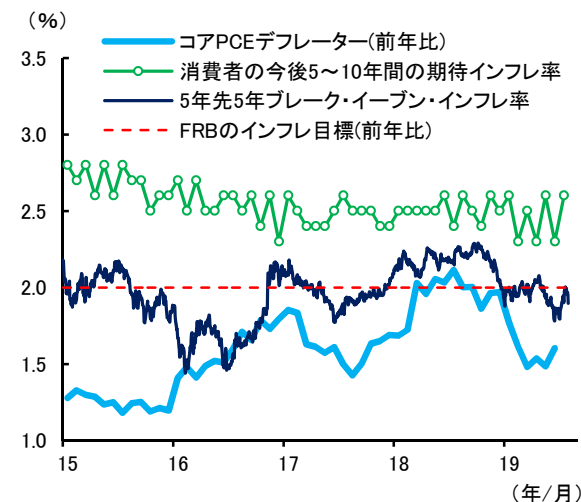
ちなみに、FRBが残り1回の追加利下げを実施すれば、FF金利が10年国債利回りを上回る「逆イールド」が解消する可能性。市場参加者のなかには「逆イールド」を景気後退の予兆とみる向きがあるため、「順イールド」となれば、市場の利下げ期待が一段と後退することで、ドルが底堅さを増す展開も。

## 米国の個人消費、設備投資関連指標



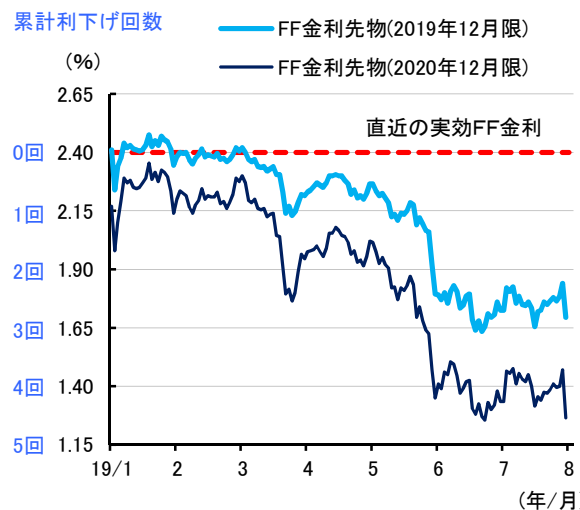
(資料)U.S. Census Bureauを基に日本総研作成

## 米国のコア・インフレ率とインフレ期待指標



(資料)BEA、ミシガン大学、Bloomberg L.P.銀を基に日本総研作成

## 市場が織り込むFRBの利下げ期待



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

## 米国の長短金利差と景気循環



(資料)Bloomberg L.P.、NBERを基に日本総研作成

(注)シャドー部は米国の景気後退期。

# ユーロ圏分析：当面はECBの追加緩和期待から、ユーロ圏が弱含み

## ◆ ECBは9月会合での追加緩和を示唆

ECBは7月25日の理事会で、政策金利に関するフォワードガイダンスを「少なくとも2020年半ばまで、現行もしくはそれを下回る水準に維持する」に変更し、利下げを示唆。加えて、①フォワードガイダンスの強化、②中銀預金金利の階層化などマイナス金利の副作用を軽減する対応策、③新たな資産買い入れの規模や構成、などの選択肢の検討を開始。

ECBが金融緩和姿勢に転じた背景には、景気や物価の低迷長期化に対する警戒感の強まり。実質GDP成長率との連動性が高い総合PMIをみると、1%台半ばとみられる潜在成長率を下回る低成長が7月入り後も続いていることを示唆。業種別にみると、内需の影響を受けやすいサービス業が底堅さを保つ一方、外需の影響を受けやすい製造業が一段と低下。加えて、ECBが重視するコア・インフレ率は1%前後で伸び悩んでいるほか、市場や調査ベースのインフレ期待は低下傾向。

## ◆ 9月まではユーロ弱含み、その後は緩和策次第

PMIに加え、ドイツIfo景況感指数などの下振れも踏まえると、今後数ヶ月で景気が明確に持ち直すことは見込み薄。企業は価格引き上げに動きにくいとみられ、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。こうした状況を踏まえ、ECBは9月の理事会で、経済見通しを下方修正したうえで、緩和策を発表する見通し。市場では追加緩和への思惑がくすぶるなか、9月会合にかけてユーロ弱含みの地合いが続く見込み。

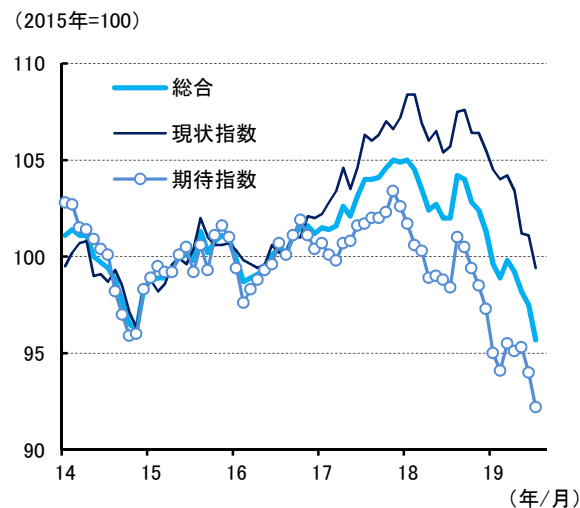
その後のユーロ相場の展開は、9月会合でどのような追加緩和策が発表されるかに大きく左右。7月会合後のドラギ総裁の会見によれば、具体的な措置に関しては当局者のコンセンサスがとれていない模様。このため、利下げと量的緩和の再開などを組み合わせた大規模なパッケージといった、市場が十分に織り込んでいない緩和策が発表されれば、短期的にユーロが一段と下落する展開も。もっとも、市場の期待を上回る緩和策の実現には、制度面の制約などから高いハードルがあるとみられ、市場が織り込み済みの小幅な利下げなどの措置にとどまれば、ユーロ買い戻しの動きが強まる公算大。

## ユーロ圏の実質GDPとPMI



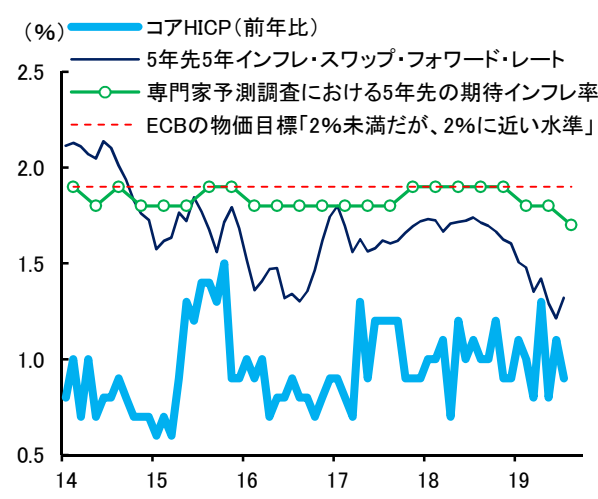
(資料)Eurostat, IHS Markit

## ドイツのIfo景況感指数



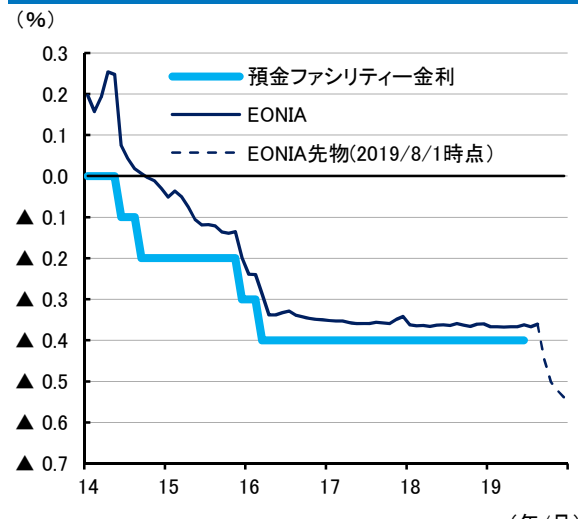
(資料)Ifo経済研究所

## ユーロ圏のコアインフレ率、インフレ期待指標



(資料)Eurostat, ECB, Bloomberg L.P.

## 金利先物市場が織り込むECBの利下げ期待



(資料)ECB, Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

# 見通し：米欧が追加緩和に動くものの、円高余地は限られる見通し

## ◆ドル円相場

当面は、米FRBの追加利下げに対する思惑に振られやすい展開が続く見込み。こうしたなかで、米中貿易戦争の激化などに対する懸念の高まりが、リスク回避の動きを通じて、円高要因に。

もっとも、トランプ大統領は、2020年の大統領選挙で再選を目指しているため、景気に配慮した政策運営から大きく逸脱することは考えにくいことに加え、FRBの利下げが景気下支えに作用することで、景気失速は回避される見込み。米国景気が底堅さを維持するなかで、過去の景気後退時のような本格的な利下げ局面とはならず、円高ドル安進行余地は限られる見通し。

## ◆ユーロドル相場

ユーロ圏景気・物価の低迷長期化を受け、今秋にかけてECBは追加金融緩和に動く見込み。ユーロ弱含みの地合いが続く見込み。英国の合意なきEU離脱やイタリアの財政問題などに対する懸念の高まりも、折に触れユーロ安要因に。

今秋にECBが追加緩和策を発表した後は、材料出尽くし感から、一時的にユーロ買い戻しの動きが強まる局面があるとみられるものの、ECBの金融緩和の長期化が予想されるなか、来年にかけてユーロの上値の重い展開が続く見込み。

## ◆ユーロ円相場

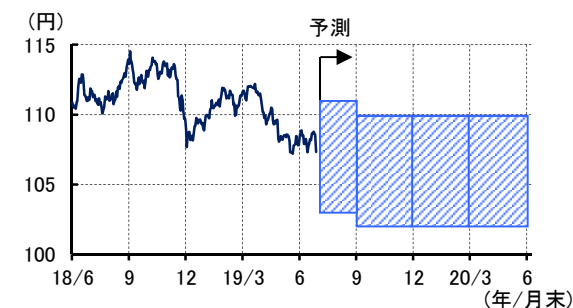
ECBの追加緩和観測が高まっており、今秋にかけてユーロ弱含みの地合いが続く見込み。米中貿易戦争や欧州の政治情勢などに対する懸念の高まりも、リスク回避の動きを通じて、折に触れ円高ユーロ安要因に。

今秋にECBが追加緩和策を発表した後は、材料出尽くし感から、一時的にユーロが反発する局面も。もっとも、ECB、日銀ともに金融緩和の長期化が予想されるなか、総じてみれば横ばい圏での推移が続く見通し。

## ドル円相場見通し

	2019年			2020年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	109.97	107	106	106	106
(高値)	112.40	111	110	110	110
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	106.78	103	102	102	102

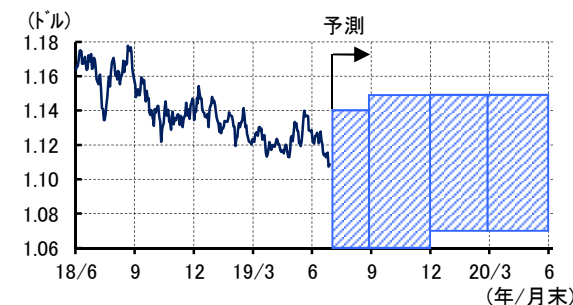
予測



## ユーロドル相場見通し

	2019年			2020年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	1.1236	1.11	1.10	1.12	1.12
(高値)	1.1414	1.14	1.15	1.15	1.15
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	1.1107	1.06	1.06	1.07	1.07

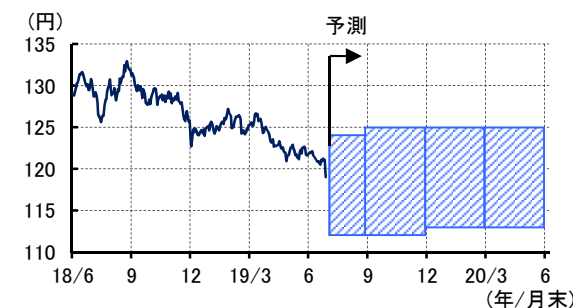
予測



## ユーロ円相場見通し

	2019年			2020年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	123.56	119	118	119	119
(高値)	126.84	124	125	125	125
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	120.78	112	112	113	113

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)
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	2.41	2.61	2.57	25722.62	2803.98	▲ 0.37	▲ 0.31	0.06	1.15	3332.86	58.17	1300.81
19/4	111.69	125.46	1.1233	▲ 0.0676	0.05	▲ 0.04	21964.86	2.42	2.59	2.53	26401.58	2903.80	▲ 0.37	▲ 0.31	0.01	1.15	3458.76	63.87	1285.76
19/5	109.98	122.99	1.1183	▲ 0.0495	0.05	▲ 0.06	21218.38	2.39	2.53	2.39	25744.79	2854.71	▲ 0.37	▲ 0.31	▲ 0.08	1.06	3385.41	60.87	1284.21
19/6	108.07	122.06	1.1295	▲ 0.0626	0.04	▲ 0.14	21060.21	2.38	2.40	2.07	26160.10	2890.17	▲ 0.36	▲ 0.33	▲ 0.27	0.84	3405.95	54.71	1361.81
19/7	108.25	121.38	1.1213	▲ 0.0709	0.04	▲ 0.15	21593.68	2.05	2.29	2.05	27089.19	2996.11	▲ 0.37	▲ 0.37	▲ 0.34	0.73	3507.80	57.55	1415.68