
為替相場展望

2019年9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：米中貿易摩擦と米利下げの思惑に振り回される展開 p. 2
- ◆ユーロ分析：ECBの金融緩和策が大きく左右、独財政拡大も注視 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9月5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：米中貿易摩擦の激化を受けて、円強含みの地合い

◆ 8月のドル円相場

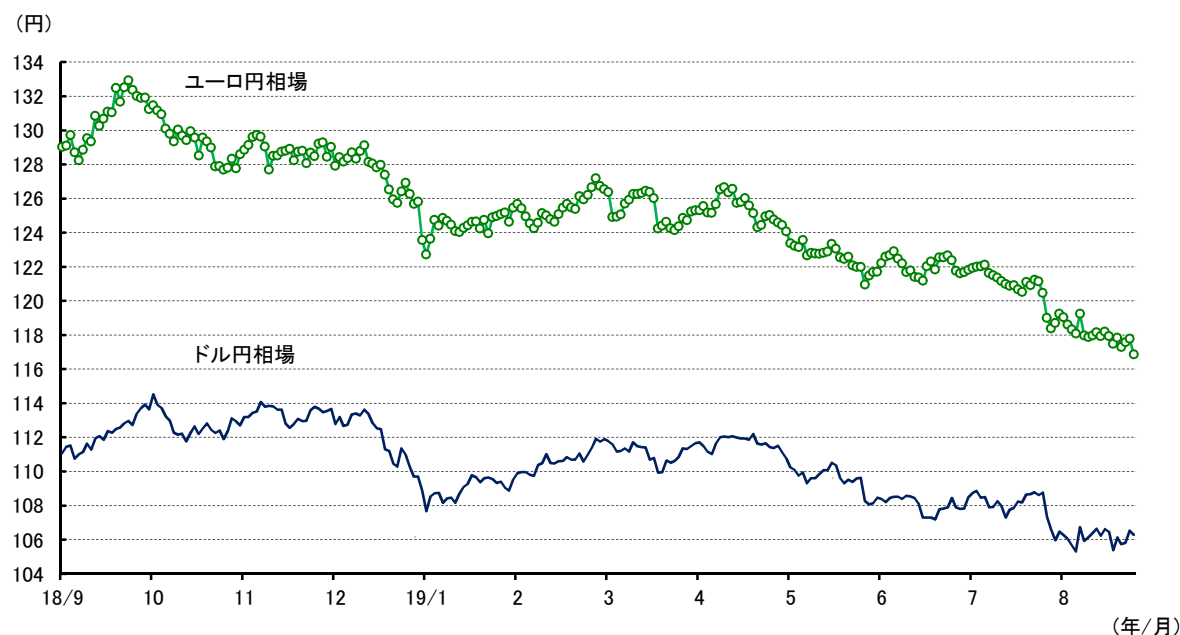
1日にトランプ大統領が対中制裁関税第4弾の発動を表明したほか、5日に米財務省が中国を為替操作国に認定したことなどを受けて、リスク回避の動きが強まり、12日にかけて105円割れ目前まで円高ドル安が進行。13日に米国が対中関税第4弾の発動を一部延期することを表明したことから、リスク回避の動きが和らぎ、一時107円近辺までドルが急反発したものの、米長短金利差の逆転を受けて、米国景気の先行き懸念が高まるなか、ドル買いが一服し、106円台半ばでの小動き。その後、23日に中国が対米報復関税の発動を発表し、米国も追加関税率の引き上げで応酬したことから、リスク回避の動きが再び強まり、26日には104円台半ばへ円が急騰。月末にかけては、トランプ大統領や中国の高官発言を受けて、米中貿易摩擦のさらなる激化に対する懸念がやや和らぎ、106円台でドルが底堅く推移。

◆ 8月のユーロ相場

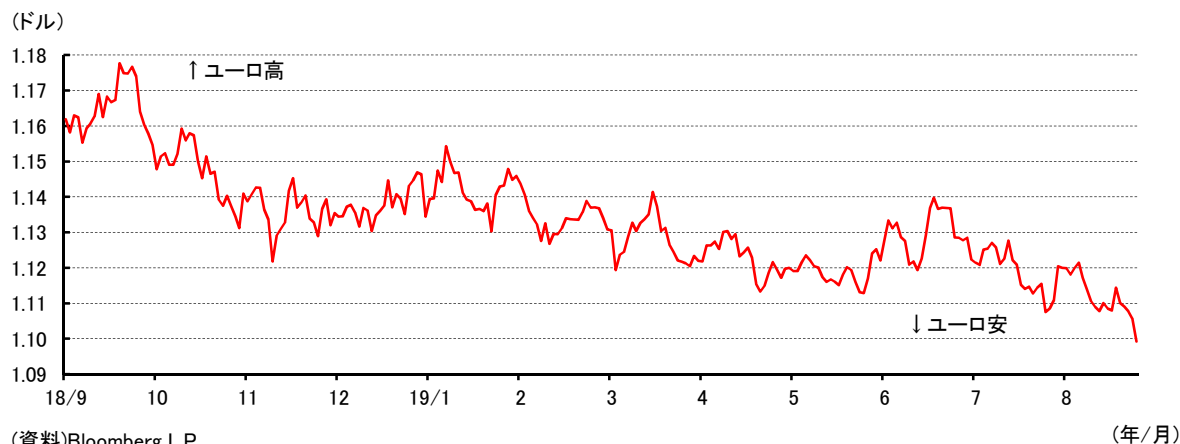
対ドルでは、米中貿易摩擦が激化したことを受けて、米金利が低下し、6日には1.12ドル台半ばへユーロが上昇。もっとも、月半ばには、ECB高官が9月の理事会で積極的な金融緩和策に前向きな発言をしたことなどから、1.11ドル前後へユーロが下落。23日には、米中両国による追加関税の応酬が懸念されるなかで、米金利が再び低下し、1.11ドル台半ばへユーロが上昇する場面があったものの、低調なユーロ圏景気・物価指標などを背景に、ECBの追加緩和に対する期待が高まるなか、月末には1.10ドル割れ。

対円では、米中の貿易摩擦の激化を受けて、リスク回避の円買いの動きが強まったことに加え、低調なユーロ圏景気・物価指標が相次ぐなか、ECBの追加緩和に対する期待が高まったことから、下旬にかけて116円台までユーロが下落。

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：米中貿易摩擦と米利下げの思惑に振り回される展開

◆米中貿易摩擦を巡る不透明感は晴れず

9月1日に米国は対中制裁関税第4弾の一部、中国は対米報復関税を発動。先行きについては、米国が問題視する中国の知的財産権の侵害や産業補助金などを巡る両国の根本的な主張の対立が解消されていないため、通商交渉は難航する公算大。10月以降も両国による追加関税の発動が予定されていることに加え、報復措置の応酬が繰り返される可能性があるため、リスク回避の動きが折に触れ円高圧力となる見込み。

◆FRBはしばらく利下げ姿勢を継続

米国の金融政策に目を向けると、パウエルFRB議長は、8月23日のジャクソンホールにおける講演で、米国の通商政策などが不確定要因になっていることを強調したうえで、景気拡大を長期化させるために「適切に行動する」と追加利下げを示唆。米国経済の牽引役である個人消費は7月まで堅調に推移しているものの、8月入り後、米中の貿易摩擦が激化するなかで、消費者マインドが悪化。企業部門でも、8月のISM製造業景気指数が好不況の判断の分かれ目となる「50」割れ。今後、個人消費が弱含んだ場合、米国経済が急減速するリスクがあるなかで、FRBは利下げ姿勢を続ける見込み。このため、政策金利見通しを反映しやすい日米2年債利回り格差の縮小が、円高ドル安圧力となる公算大。

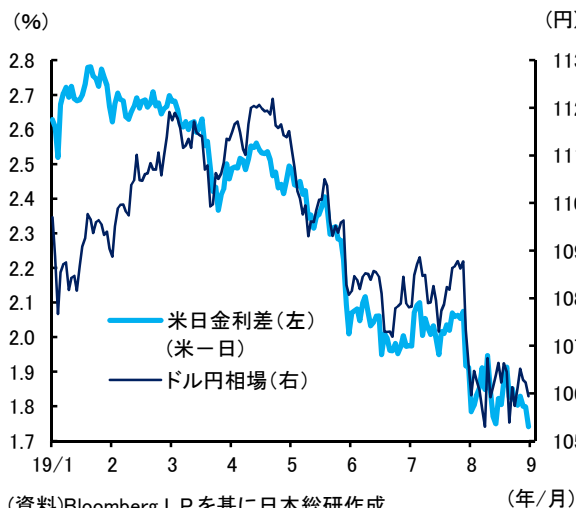
ただし、過去の景気後退時のような本格的な利下げ局面とはならない見通し。トランプ大統領は、2020年秋の大統領選挙で再選を目指しているため、景気への悪影響を度外視してまで対中貿易戦争に傾注することは考えにくいことに加え、FRBの利下げが景気下支えに作用することで、景気失速は回避される公算大。市場では、9月のFOMCを含めて年末までに残り2回、来年末までに5回程度の利下げをすでに織り込んでいることを踏まえると、米国金利の低下余地は限られ、一方的な円高ドル安が進むことはない見込み。

米中の貿易摩擦を巡る動き

8月1日	トランプ大統領、対中関税第4弾(対中制裁輸入3,000億ドルに10%)の発動を表明
8月5日	米財務省、中国を為替操作国に認定
8月13日	米通商代表部、対中制裁関税第4弾の一部延期(12月15日まで)を表明
8月23日	中国国務院、対米報復関税の発動を表明(対米輸入750億ドルに5~10%) トランプ大統領、対中制裁関税率の引き上げを表明(第1~3弾は25%から30%、第4弾は10%から15%)
9月1日	米国、対中制裁関税第4弾の一部を発動 中国、対米報復関税を発動
10月1日	米国、対中制裁関税第1~3弾の関税率引き上げ(予定)
12月15日	米国、対中制裁関税第4弾の残りを発動(予定) 中国、対米報復関税を発動(予定)

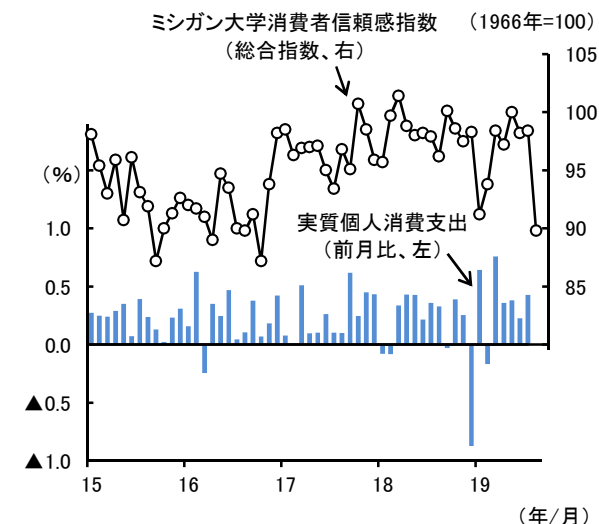
(資料)各種報道を基に日本総研作成

日米金利差とドル円相場



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)金利は2年国債利回り。

米国の個人消費と消費者マインド



(資料)BEA、ミシガン大学

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
(注)追加利下げ回数は7月FOMC分を除く。

ユーロ分析：ECBの金融緩和策が大きく左右、独財政拡大も注視

◆ ECBは市場の期待を上回れるか

市場では、ECBが9月12日の理事会で追加緩和策を発表するとの期待が高まっており、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、ECBがどのような緩和策を発表するかで大きく左右。市場では、マイナス金利の副作用を軽減する対応策を講じたうえで、小幅利下げを実施することがコンセンサス。一方、量的緩和の再開については、制度面の制約があることに加え、長期金利の押し下げによるイールドカーブのフラット化などを通じて銀行部門に及ぼすマイナス影響を懸念しているECB理事メンバーがいることなどから、市場の織り込み度合いは高いとはいえず。こうした状況を踏まえると、利下げと量的緩和の再開を組み合わせた政策パッケージが発表されるなどのサプライズがない限り、ユーロ下落余地は限られる見込み。

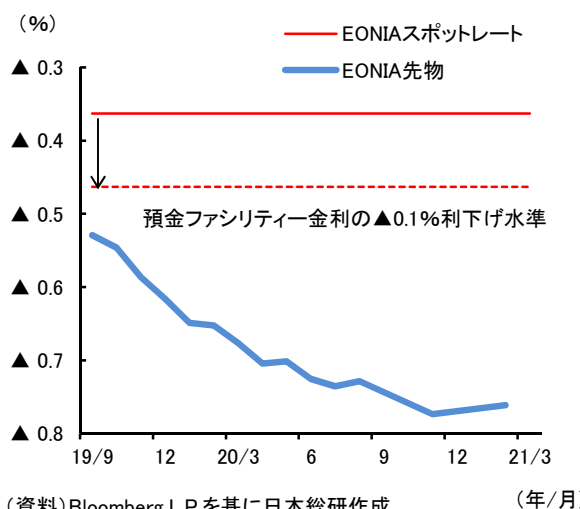
◆ 独財政拡大の可能性や伊政局も注視

ECBの金融政策以外では、ドイツの財政拡大の可能性やイタリアの政局にも留意が必要。

ドイツでは、景気後退が懸念されるなか、財政支出に対する期待が高まりつつある状況。シュルツ財務相は、経済危機が生じれば、500億ユーロ（対GDP比1.4%）の追加の財政支出を行う用意があることを示唆。ドイツが景気後退に陥った場合、一時的にユーロ安圧力が強まるとみられる一方、財政支出拡大の思惑がユーロ安圧力を和らげる可能性。

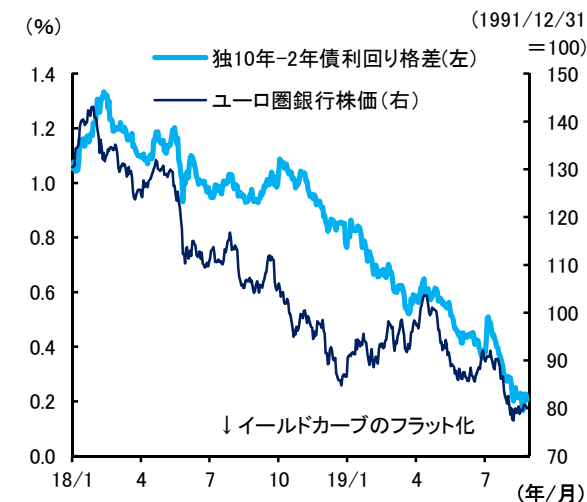
イタリアでは、同盟と五つ星運動による連立政権が崩壊し、五つ星運動と既存政党である民主党による連立政権が発足へ。財政規律を遵守する民主党が政権に加わったことで、来年度予算をめぐる欧州委員会との対立が激化するとの懸念が和らぎ、イタリア国債の対独スプレッドが縮小。ただし、両党はこれまで対立関係にあったことから、政権運営が安定せず、ユーロ安を招くリスクは残存。

金利先物市場が織り込むECBの利下げ期待



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)9月4日時点。

ドイツの長短金利差とユーロ圏の銀行株価



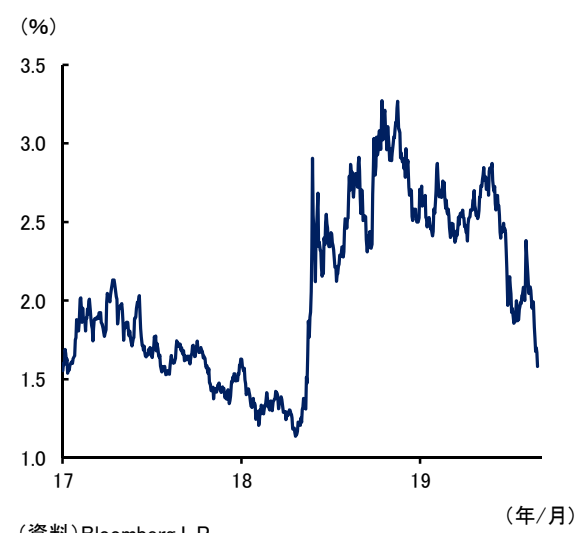
(資料)Bloomberg L.P.

ドイツの実質GDP成長率とIFO景況感指数



(資料)Eurostat、IFO

イタリア10年国債利回りの対独スプレッド



(資料)Bloomberg L.P.

見通し：当面は円高地合いが続くものの、円高余地は限定的

◆ドル円相場

当面は、米中貿易摩擦や米F R Bの追加利下げに対する思惑に左右されやすい展開が続く見込み。

もっとも、トランプ大統領は、2020年秋の大統領選挙で再選を目指しているため、景気への悪影響を度外視してまで対中貿易戦争に傾注することは考えにくいことに加え、F R Bの利下げが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・物価の低迷が長期化するなか、E C Bの追加緩和に対する期待が高まっており、ユーロ弱含みの地合いが続く見込み。英国の合意なきE U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。

E C B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、E C B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

E C Bの追加緩和に対する期待が高まるなか、当面は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。

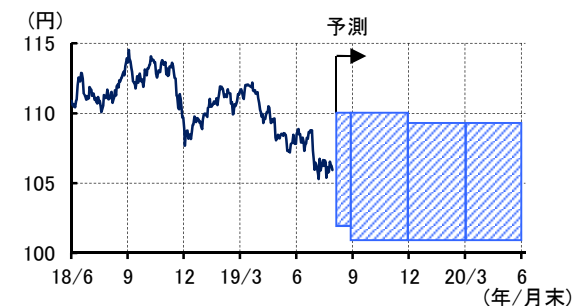
E C Bが追加緩和策を発表した後は、材料出尽くし感から、一時的にユーロが反発する局面も。もっとも、E C B、日銀ともに金融緩和の長期化が予想されるなか、総じてみれば横ばい圏での推移が続く見通し。

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	106	105	105	105
(高値)	112.40	110	110	109	109
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	106.78	102	101	101	101

(円)

予測

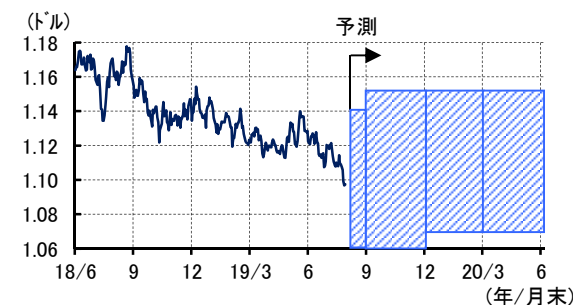


ユーロドル相場見通し

	2019年			2020年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	1.1236	1.10	1.09	1.10	1.11
(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

(ドル)

予測

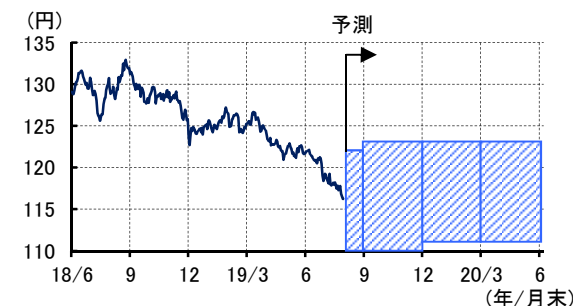


ユーロ円相場見通し

	2019年			2020年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	123.56	117	116	117	117
(高値)	126.84	122	123	123	123
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	120.78	110	110	111	111

(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O/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・ スツックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	2.40	2.29	2.05	27089.19	2996.11	▲ 0.37	▲ 0.37	▲ 0.34	0.73	3507.80	57.55	1415.68
19/8	106.23	118.16	1.1123	▲ 0.0456	0.04	▲ 0.23	20629.68	2.12	2.16	1.62	26058.23	2897.50	▲ 0.36	▲ 0.41	▲ 0.63	0.49	3355.32	54.84	1503.28