
為替相場展望

2019年10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行方を見極める局面へ	p. 2
◆ユーロ分析：金融政策の影響は低下、財政政策を注視	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10月1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：米中通商協議の進展期待などから、円安ドル高地合い

◆ 9月のドル円相場

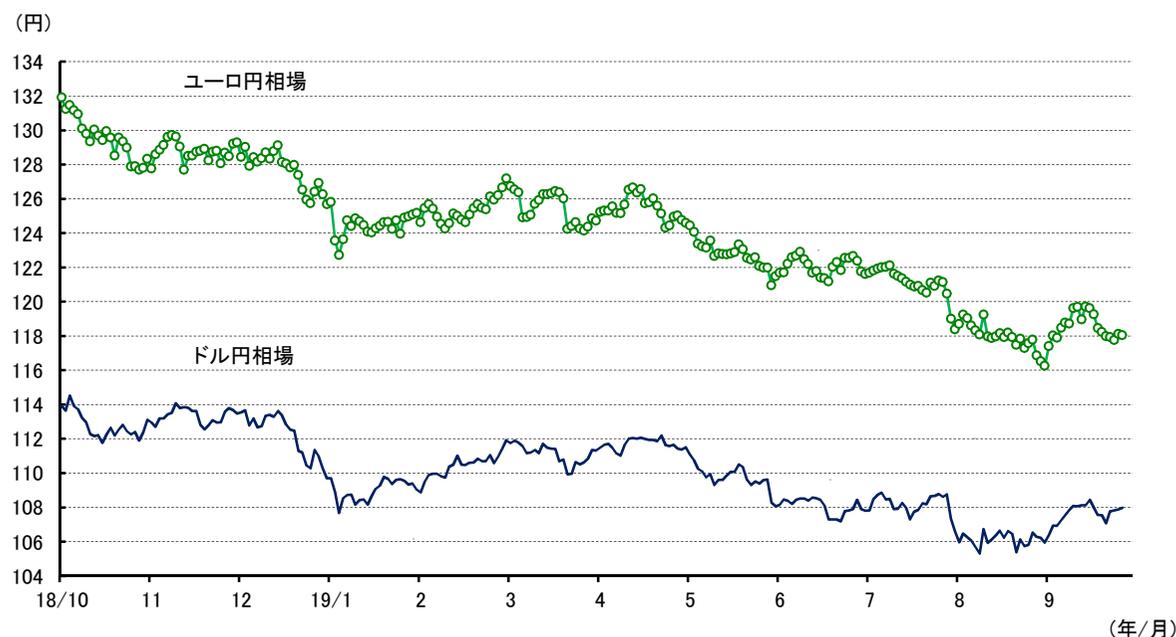
3日発表の米ISM製造業景気指数の下振れを受けて、105円台半ばへドルが下落したものの、4日に10月の米中閣僚級通商協議の開催が合意され、その後も両国の歩み寄り姿勢がみられたことで、108円台までドルが反発。月半ばには、サウジアラビアの石油施設が攻撃されたとの報道を受けて、地政学リスクの高まりが意識され、107円台半ばまで円高に振れる場面があったものの、石油施設が早期に復旧するとの報道を受けて、再び108円台へ。18日の米FOMCでは、市場予想通り利下げが決定されたものの、追加利下げの手掛かりが乏しかったことから、108円台で小動き。24日には米下院議長がトランプ大統領の弾劾調査の開始を発表したことを受けて、107円前後へドルが急落したものの、25日の日米首脳会談で貿易協定が署名されたほか、米中通商協議の進展期待にも支えられ、107円台を中心にドルが底堅く推移。

◆ 9月のユーロ相場

対ドルでは、3日の低調な米ISM製造業景気指数などを手掛かりに、1.10ドル台半ばへユーロが上昇。12日のECB理事会では、包括的な金融緩和策が発表されたことを受けて、一時1.09ドル前半へユーロが急落。もっとも、理事会後の会見でドラギ総裁が財政政策の必要性に言及したことなどを受けて、金融緩和の限界が意識されたほか、独仏などが資産買い入れの再開に反対したと報じられたことから、1.11ドル前後へユーロが急反発。月後半は、米国で総じて良好な景気指標が相次ぐ一方、ユーロ圏景気指標は総じて低調な結果となったことなどから、1.09ドル割れ。

対円では、英国の合意なきEU離脱や米中貿易摩擦の激化に対する懸念が後退し、リスク回避の動きが和らいだことから、月半ばに120円前後までユーロが上昇。月後半は、低調なユーロ圏景気指標などを手掛かりに、一時117円台へユーロが反落。

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：米中貿易摩擦と米利下げの行方を見極める局面へ

◆ 9月は米金利上昇とリスクオンで円安

ドル円相場は、8月に104円台まで円高ドル安に振れる場面があったものの、9月に入り、一時108円台まで円安ドル高が進行。この背景として、米中通商協議の進展期待の高まりや、米景気指標の良好な結果などを受けて、日米金利差の拡大とリスク選好の動きによる円売りが強まったことが指摘可能。

◆ 当面は米中対立と米利下げを巡る思惑が交錯

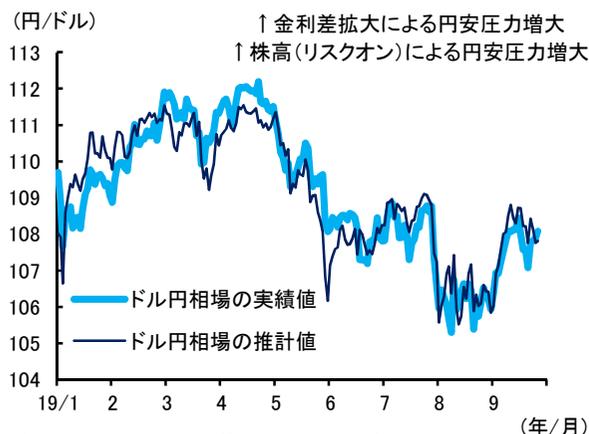
もっとも、当面を展望すると、米中貿易摩擦やFRBの追加利下げに対する思惑に振らされ、明確な方向感が出にくい展開が続く見込み。

米中貿易摩擦を巡っては、9月1日に両国が追加関税を発動したものの、4日に10月の閣僚級協議の開催で合意。その後、中国が米農産物の輸入拡大に動く一方、米国が10月1日に予定していた関税引き上げを15日に延期するなど、双方が歩み寄る姿勢を示すなかで、通商協議進展への期待も。もっとも、27日には米国が対中政策の一環として米企業の対中投資制限などを検討していることが報じられるなど、引き続き予断を許さない状況。

9月18日の米FOMCでは、市場予想通り利下げが決定。もっとも、同時に公表されたFOMC参加者の政策金利見通しでは、今後の利下げの必要性を巡って参加者の意見が分かれていることが判明。具体的には、年内に残り1回の利下げを想定する参加者が7名で最も多かったものの、今回の利下げで打ち止めを想定する参加者が5名、今回合会を含めた金利据え置きを想定していた参加者が5名と分散。

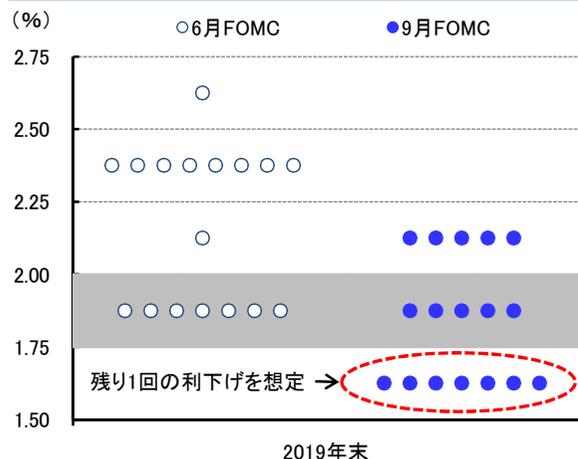
パウエル議長ら予防的利下げ推進派は、年内に残り1回の利下げを支持しているとみられ、米中の貿易摩擦を巡る不確実性が残る限り、他のFOMC参加者を説得し、追加利下げに動くというのが引き続きメインシナリオ。もっとも、市場は年内に残り1回程度の利下げをすでに織り込んでおり、米金利低下による円高ドル安進行余地は限られる見込み。

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、 $\ln(\text{ドル円}) = 2.59 + 0.06 * \text{日米2年国債金利差}(\%) + 0.25 * \ln(\text{S\&P500種株価指数})$
推計期間は2019年1月初～9月30日。

FOMC参加者の政策金利見通し



(資料)FRBを基に日本総研作成
(注)ドット(○)は各FOMC参加者の予測値を示す。参加者は17人。シャドーは足許のFF金利誘導目標レンジ。

米中対立を巡る動き

9月1日	米国が対中制裁関税第4弾の一部を発動。中国も報復関税を発動
9月2日	中国が対中関税第4弾の一部発動について、米国のWTOに提訴
9月4日	米中が10月に閣僚級通商協議を開催することで合意
9月10日	中国が米農産物の輸入を拡大させるとの報道
9月11日	中国が対米輸入の一部を追加関税対象から除外
9月11日	米国が対中第1～3弾の関税引き上げを10月1日から15日に延期
9月12日	トランプ大統領が暫定合意の可能性に言及
9月19日	米中が次官級協議を開催
9月27日	米国が自国企業による対中投資の制限や米証券取引所における中国企業の上場廃止を検討との報道
10月10～11日	米中閣僚級協議開催(予定)
10月15日	米国が対中第1～3弾の関税引き上げ(予定)

(資料)各種報道を基に日本総研作成

市場が織り込むFRBの年末までの利下げ期待



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)追加利下げ回数は9月FOMC分を除く。

ユーロ分析：金融政策の影響は低下、財政政策を注視

◆ ECBは包括的な金融緩和策を発表

ECBは、9月12日の理事会で、景気・物価見通しを下方修正したうえで、マイナス金利の深掘りや資産買い入れの再開を含む包括的な金融緩和パッケージを発表。もっとも、今回の理事会では、資産買い入れの再開を中心に理事会メンバーの反対意見が多かったほか、資産買い入れ条件の見直しには踏み込めなかった模様。今後の資産買い入れ規模の拡大には高いハードルがあるとみられることから、追加緩和が必要になる場合にはマイナス金利の深掘りが中心となる見込み。

ただし、今回、中銀預金金利の階層化といったマイナス金利の副作用を軽減する策が導入されたとはいえ、副作用がなくなるわけではないため、実際の利下げ余地は乏しいと判断。例えば、追加利下げが実施された場合、民間金融機関の家計・企業向け貸出金利が低下する一方で、預金金利の低下余地は限られると見込まれるため、金融機関の利鞘縮小は避けられず。市場では、来年にかけて追加の小幅利下げをすでに織り込んでいることもあり、ユーロ圏金利の低下によるユーロ下落余地は限られる見込み。

◆ 市場の関心は財政政策へ

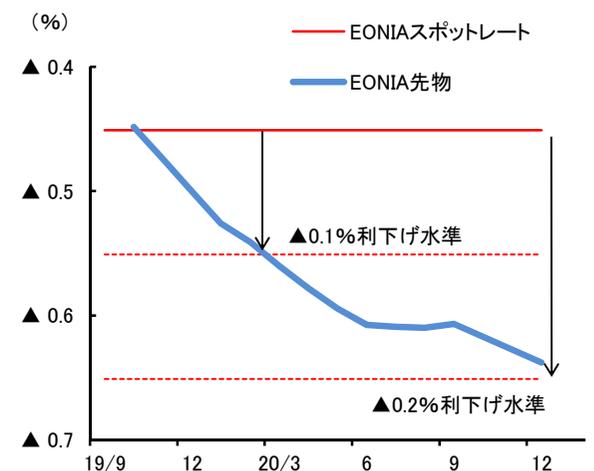
金融緩和による景気下支えの限界が意識されるなか、市場の関心は金融政策から財政政策にシフト。とりわけ、財政拡大余力があるとみられるドイツでは、景気後退が懸念されるなか、財政面からの景気下支えが期待される状況。こうしたなか、ドイツのシュルツ財務相は、8月18日、経済危機が生じれば、「500億ユーロ（対GDP比1.4%）」の追加の財政支出を行う用意があることを示唆。もっとも、9月10日には、経済危機の場合でも経済に「数十億ユーロ」を注入すれば対処可能との旨の発言しており、積極的な財政支出の拡大は期待できない状況。ドイツを中心にユーロ圏の景気や金利が、早期かつ明確に上向くことは見込み難しく、ユーロの反発余地も限られる公算大。

ECBの経済・物価見通し

		(%)		
		2019年	20年	21年
実質GDP成長率	9月	1.1	1.2	1.4
	6月	1.2	1.4	1.4
失業率	9月	7.7	7.5	7.3
	6月	7.7	7.5	7.3
インフレ率	9月	1.2	1.0	1.5
	6月	1.3	1.4	1.6
コアインフレ率	9月	1.0	1.2	1.5
	6月	1.1	1.4	1.6
一人当たり雇用者報酬の伸び率	9月	2.2	2.3	2.4
	6月	2.1	2.5	2.5
前提	3か月物Euribor (%)	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.6
	ユーロドル相場(ドル/ユーロ)	1.12	1.12	1.12
	北海ブレント価格(ドル/バレル)	62.5	57.0	56.3

(資料) ECBを基に日本総研作成
(注) 前提は9月見通し分のみを抜粋。

金利先物市場が織り込むECBの利下げ期待



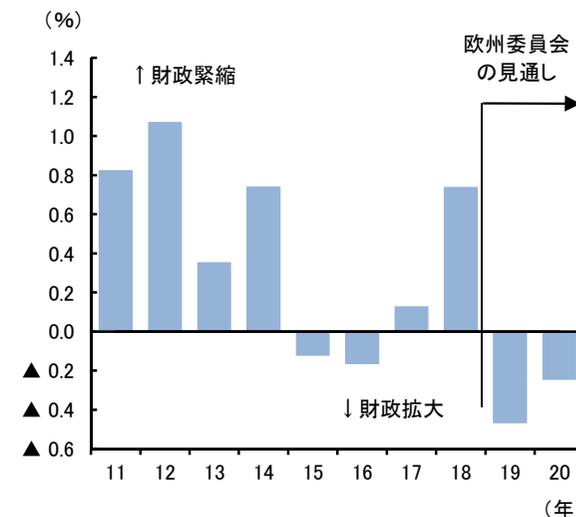
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注) 9月30日時点。

ドイツの実質GDP成長率とIFO景況感指数



(資料) Eurostat、IFOを基に日本総研作成

ドイツの構造的財政収支対GDPの前年差



(資料) 欧州委員会を基に日本総研作成

見通し：明確な方向感が出にくい展開に

◆ドル円相場

当面は、米中貿易摩擦や米FRB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。

米中の覇権争いは長期化が予想されるものの、2020年秋の大統領選挙で再選を目指すトランプ大統領が、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・物価の持ち直しが遅れるなか、ユーロの上値の重い展開が続く見込み。英国の合意なきEU離脱などに対する懸念の高まりも、折に触れユーロ安要因に。

年末以降は、ユーロ圏景気の緩やかな持ち直しが確認されるにつれて、ユーロが底堅さを増す可能性があるものの、ECBの金融緩和の長期化が予想されるなか、ユーロ反発余地は限られる見込み。

◆ユーロ円相場

ECB、日銀ともに金融政策の正常化が遠く一方、金融緩和余地も限られているため、総じてみれば横ばい圏での推移が続く見通し。

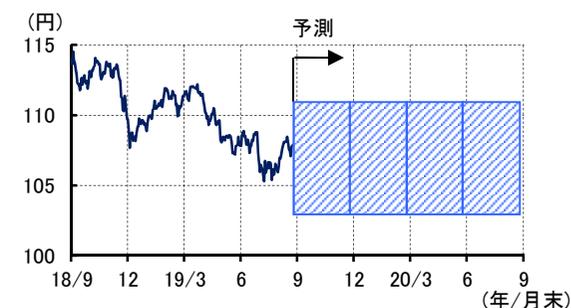
ただし、欧州の政治情勢や中東の地政学リスクなどに対する懸念が強まる場面では、リスク回避の動きにより、一時的に円高ユーロ安に振れやすくなる見込み。

ドル円相場見通し

	2019年		2020年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	107.36	107	107	107	107
(高値)	109.32	111	111	111	111
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	104.45	103	103	103	103

(円)

予測 →

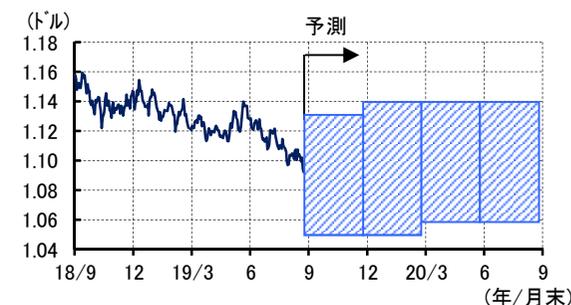


ユーロドル相場見通し

	2019年		2020年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.1122	1.09	1.10	1.10	1.10
(高値)	1.1372	1.13	1.14	1.14	1.14
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	1.0904	1.05	1.05	1.06	1.06

(ドル)

予測 →

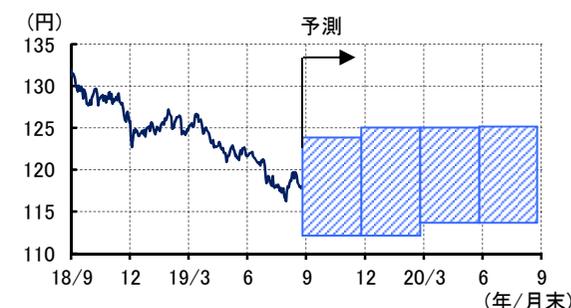


ユーロ円相場見通し

	2019年		2020年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	119.33	118	119	119	119
(高値)	123.36	124	125	125	125
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	115.87	112	112	113	113

(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0/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)
16/10	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	2.13	2.16	1.62	26058.23	2897.50	▲ 0.36	▲ 0.41	▲ 0.63	0.49	3355.32	54.84	1503.28
19/9	107.51	118.34	1.1008	▲ 0.0595	0.01	▲ 0.23	21585.46	2.06	2.13	1.69	26900.21	2982.16	▲ 0.40	▲ 0.42	▲ 0.57	0.58	3514.53	56.97	1507.94