
為替相場展望

2019年12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：金利差の安定と円ポジション均衡で、値幅は限定的	p. 2
◆ユーロ分析：景気底打ち後もユーロの大幅反発は見込み薄	p. 3
◆見通し	p. 4

調査部 マクロ経済研究センター

ドル円	研究員	松田 健太郎	(Tel: 03-6833-0911 Mail: matsuda.kentaro@jri.co.jp)
ユーロ	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12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/maimagazine/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が続くなかでも総じて小動き

◆11月のドル円相場

1日発表の米雇用統計が良好な結果となったほか、米中通商協議を巡る両国からの前向きな発言などを受けて円安ドル高傾向となり、7日には一時109円台までドルが上昇。その後は、同協議について具体的な進捗がみられないなか、徐々に合意に対する慎重な見方が広がったことに加え、香港情勢の緊迫化からリスクオンの動きが後退し、108円半ばを中心にもみ合う展開に。月末にかけては、香港人権法案が米議会を通過し、米中通商交渉への影響が懸念されたものの、26日の両国の閣僚級会談で第1段階合意への期待が高まったほか、27日に公表された米GDPや耐久財受注が良好な結果となったことから、再び円安ドル高基調となり、109円台半ばへドルが持ち直し。

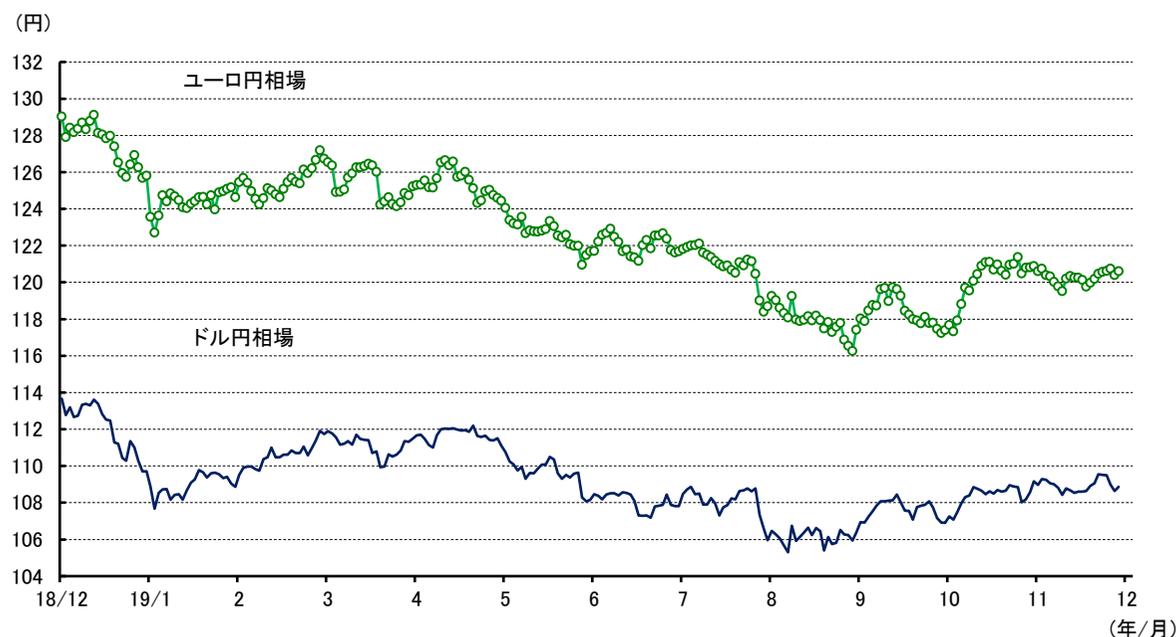
なお、12月入り後は、2日発表の米ISM製造業景況指数の下振れや、3日のトランプ大統領の米中合意の先送りを示唆する発言などを受けて、108円台半ばへドルが急落。

◆11月のユーロ相場

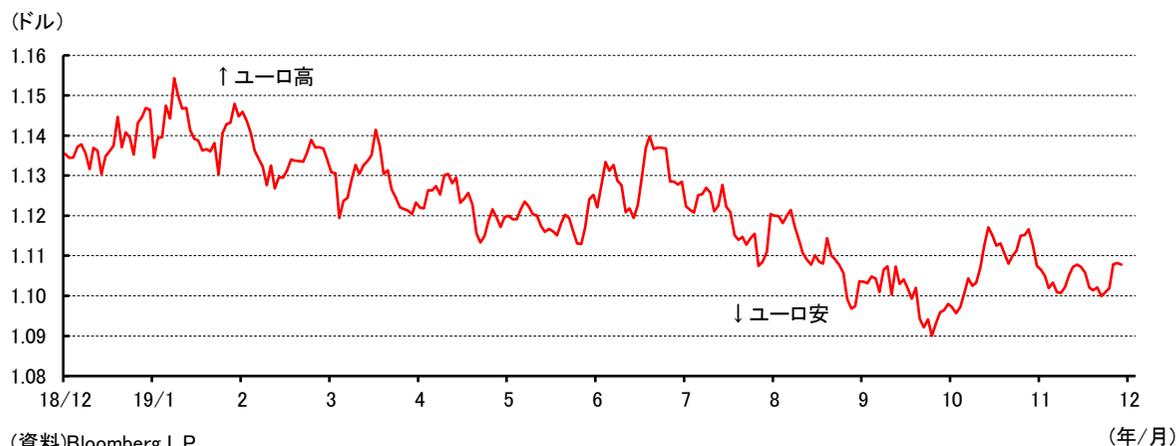
対ドルでは、市場予想を上回る米景気指標の発表が相次いだことや、トランプ大統領による対EU自動車関税の発動に対する警戒感が強まったことなどを受けて、月半ばにかけて1.10ドル割れまでユーロが下落。月後半は、ユーロ圏景気の底入れ期待が高まったことなどから、1.10ドル台を中心にユーロが底堅く推移。

対円では、上旬は米中通商協議の進展期待の高まりを受けてリスクオンの円売りが優勢となり、121円台へユーロが上昇。月半ばには、米国の対EU自動車関税発動に対する警戒感が強まり、119円台までユーロが反落したものの、月後半は、ユーロ圏景気に底打ちの兆しがみられたことなどから、120円前後でユーロが底堅く推移。

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：金利差の安定と円ポジション均衡で、値幅は限定的

◆ドル円相場は膠着気味

11月のドル円相場は、月間では円安に振れたものの、月中の高値、安値の変動幅が約1.8円程度と小動き。ドル円の値動きが乏しくなっている背景には以下2点が指摘可能。

第1に、日米金利差の安定。FRBが10月のFOMCで3会合連続となる利下げを実施して以降、様子見姿勢を強めたことで、市場参加者の間では利下げ観測が後退。市場の政策金利見通しを反映しやすい2年金利差は足許でやや縮小したものの、10月以降、概ね横ばいで推移。

第2に、投機筋の円ポジションの偏りが縮小。ドル円相場では、リスクオンの局面で円売りが強まる一方、リスクオフの局面では円買いが強まる傾向。2017年以降、米国景気が堅調に推移するなか、円売り持ち超となる傾向が強かったものの、19年入り後は徐々に売り持ちが解消。足許では米中通商協議の行方に楽観・悲観双方の見方が混在するなか、均衡に近い局面に。

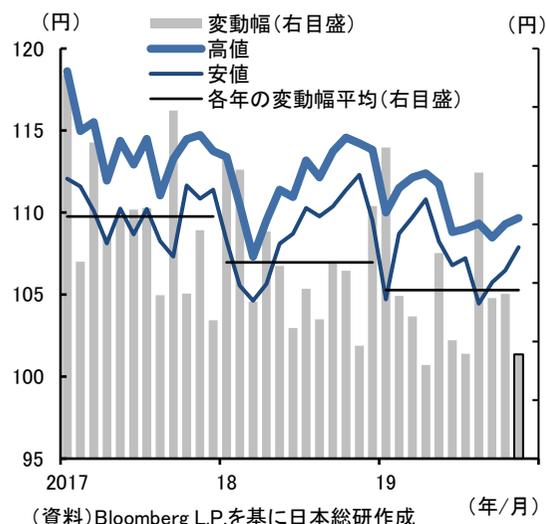
◆明確な方向感を欠く展開が持続

先行きを展望しても、ドル円相場は明確な方向感を欠く状況が続く見込み。

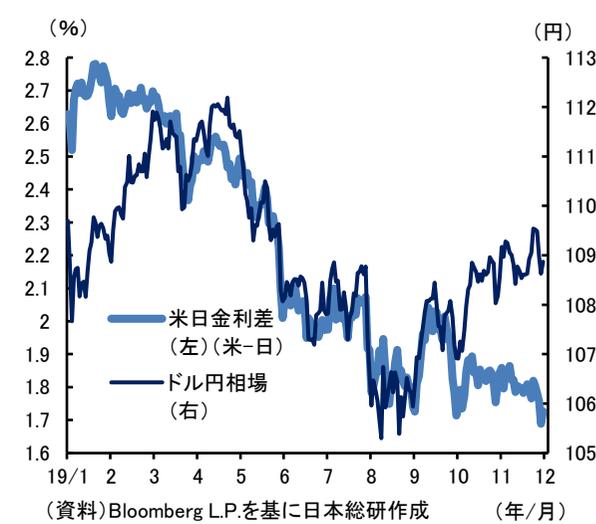
まず、当面は金利差の大幅な変動は見込み薄。トランプ大統領が2020年11月の大統領選での再選を見据えて貿易戦争の激化を回避するとみられるほか、既往の金融緩和が景気を下支えすることで本格的な利下げ局面入りは回避される公算大。一方、足許では米インフレ率、消費者のインフレ期待がともに低下傾向にあるほか、貿易戦争の再燃による景気下振れリスクが残るなか、利上げ再開も困難な状況。

加えて、先行きも、市場参加者の円ポジションが一方向に傾きにくい状況は変わらず。当面、米中の包括的な通商合意は難しいとみられるなか、トランプ大統領の米中通商協議を巡る発言などに一喜一憂する状況が続く見込み。

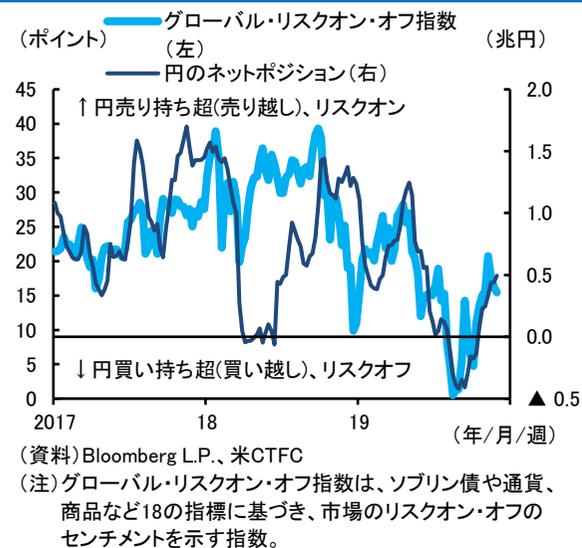
ドル円相場の変動幅



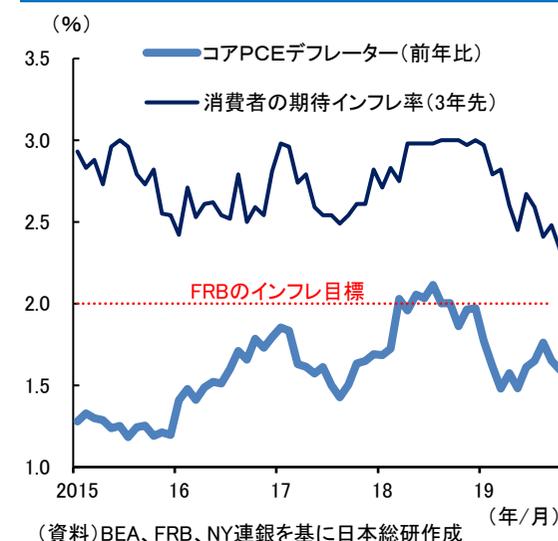
日米2年金利差とドル円相場



リスクオン・オフと投機筋の円ポジション



米国のコアインフレ率と期待インフレ率



ユーロ分析：景気底打ち後もユーロの大幅反発は見込み薄

◆金融政策面からは方向感が出にくい状況

ユーロ圏では、悪化が続いていた投資家や製造業のマインドに改善の兆し。11月はセンチックス投資家信頼感指数やZEW景況感指数（期待指数）が大きく反発。加えて、製造業PMIは依然として善し悪しの判断の分かれ目となる「50」を下回っているものの、2ヵ月連続で改善。

先行きを展望すると、米中貿易戦争の一時休戦と、英国の合意なきEU離脱回避の可能性が高まっており、製造業活動は徐々に持ち直しに向かう見通し。ECBの追加利下げ観測は後退しており、ユーロ下落余地は限られる公算大。

一方、ECBは、11月から再開した資産買入れの実施期間中は利上げをしない方針を示しているため、市場が利上げ再開を織り込むにはかなりの時間を要する見込み。この結果、ユーロの上値の重い展開が長引く公算大。

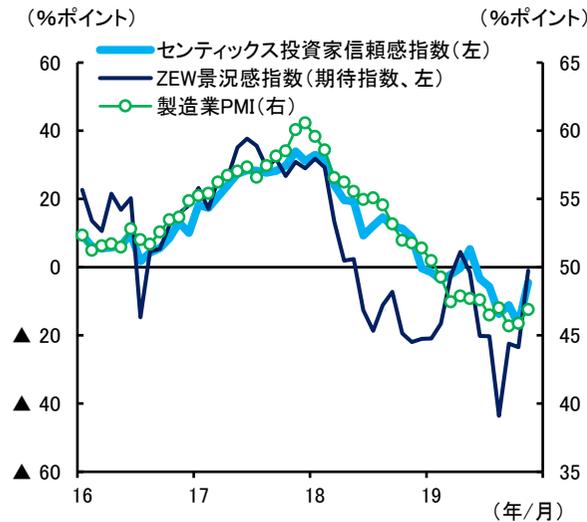
◆ドイツの政治情勢が波乱要因に

こうしたなかで、ドイツの政治情勢がユーロ相場の波乱要因に。11月30日に連立与党の一角を占める社会民主党（SPD）で党首を決める決選投票が行われ、財政拡大・連立懐疑派の候補が勝利。連立政権への参画がSPDの存在感を低下させ、支持率の低下につながっているとの見方が党内で広がっていることから、キリスト教民主・社会同盟（CDU・CSU）との連立が維持されるかは不透明な情勢。

今後、SPDが連立を離脱すれば、CDU・CSUは少数与党となることから、解散・総選挙に追い込まれる可能性大。前回2017年の総選挙時と比べて、与党の支持率が低下する一方、緑の党などの野党の支持率が上昇しているため、政権交代が生じる可能性も否定できず。ドイツの政局が不安定化すれば、ユーロが下振れするリスク。

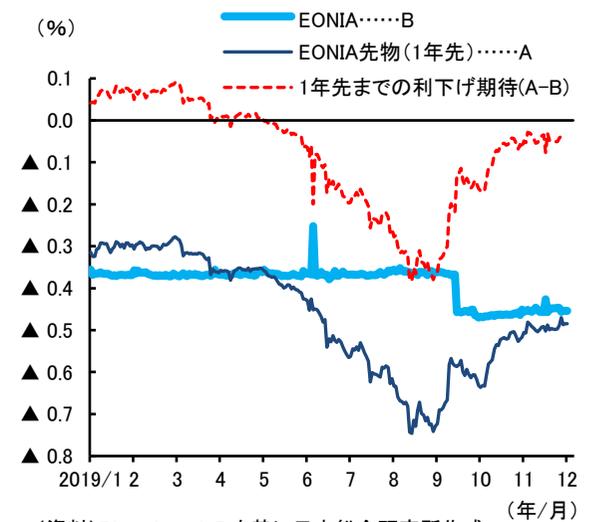
一方、SPDが財政拡大を条件に連立維持の交渉を行う可能性も。ドイツの財政政策スタンスをみると、19年以降、緩やかな財政拡大に転じているものの、今後、連立維持の条件として追加的な財政出動が実現すれば、ドイツ・ユーロ圏景気の回復期待が高まり、ユーロが上振れする展開も。

ユーロ圏の景況感指数



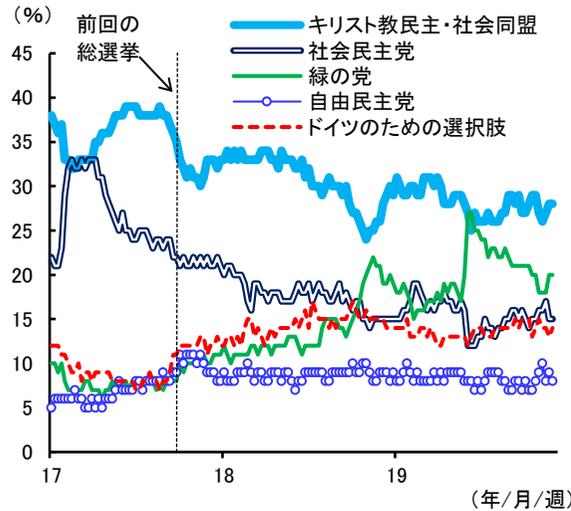
(資料) SENTIX, ZEW, IHS Markit

市場が織り込むECBの利下げ期待



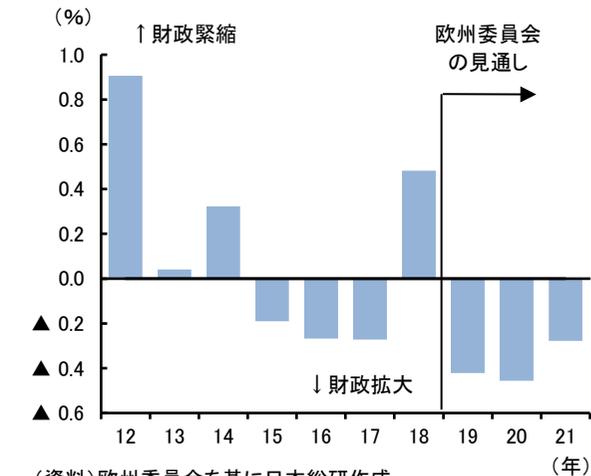
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

ドイツの主要政党の支持率



(資料)Wahlrecht.deを基に日本総研作成

ドイツの財政政策スタンス



(資料) 欧州委員会を基に日本総研作成

(注)財政政策スタンスは、構造的プライマリーバランス対GDP比の前年差で計測。

見通し：明確な方向感が出にくい展開が続く見込み

◆ドル円相場

当面は、米中通商協議の進展や米F R Bの金融政策の方向性に対する思惑に左右されやすい展開が続く見込み。

米国景気が底堅さを維持することで、過去の景気後退時のような本格的な利下げ局面入りは回避され、大幅な円高ドル安となる可能性は小。一方で、米中貿易戦争の再燃リスクが残るなか、日米金利差拡大も見込みがたいことから、ドルの上値も限られる見通し。

◆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。欧州の政治情勢などに対する懸念の高まりも、折に触れユーロ安要因に。

2020年入り以降は、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、E C B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

E C B、日銀ともに金融政策の正常化が遠のく一方、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。

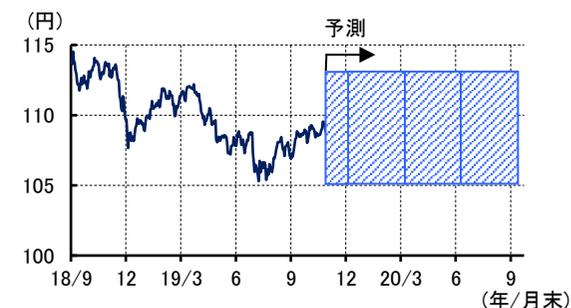
ただし、欧州の政治情勢や中東の地政学リスクなどに対する懸念が強まる場面では、リスク回避の動きにより、一時的に円高ユーロ安に振れやすくなる見込み。

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	109	109	109	109
(高値)	109.32	113	113	113	113
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	104.45	105	105	105	105

(円)

予測 →

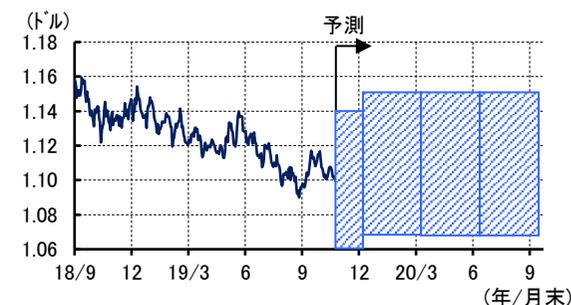


ユーロドル相場見通し

	2019年		2020年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.1122	1.10	1.11	1.11	1.11
(高値)	1.1372	1.14	1.15	1.15	1.15
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	1.0904	1.06	1.07	1.07	1.07

(ドル)

予測 →

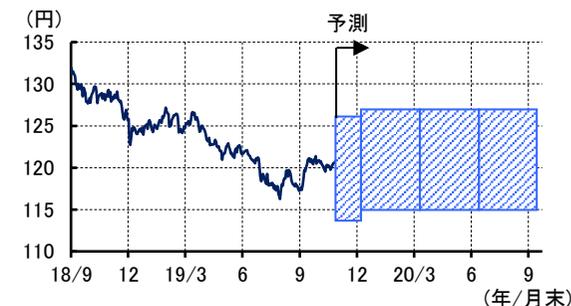


ユーロ円相場見通し

	2019年		2020年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	119.33	120	121	121	121
(高値)	123.36	126	127	127	127
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	115.87	114	115	115	115

(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)	FFO/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)
16/12	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
19/9	107.51	118.34	1.1008	▲ 0.0595	0.01	▲ 0.23	21585.46	2.04	2.13	1.69	26900.21	2982.16	▲ 0.40	▲ 0.42	▲ 0.57	0.58	3514.53	56.97	1507.94
19/10	108.16	119.61	1.1057	▲ 0.0218	0.01	▲ 0.17	22197.47	1.83	1.98	1.70	26736.80	2977.68	▲ 0.46	▲ 0.41	▲ 0.45	0.62	3551.22	54.01	1494.97
19/11	108.91	120.32	1.1047	▲ 0.0434	0.02	▲ 0.09	23278.09	1.55	1.90	1.82	27797.05	3104.90	▲ 0.45	▲ 0.40	▲ 0.33	0.73	3693.14	57.07	1469.21