
為替相場展望

2020年3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：利下げ観測からドル安も、円高進行は限られる見通し	p. 2
◆ユーロ分析：ドル安圧力から反発も、当面ユーロ安リスクが残存	p. 3
◆見通し	p. 4

調査部 マクロ経済研究センター

研究員 松田 健太郎 (Tel: 03-6833-0911 Mail: matsuda.kentaro@jri.co.jp)

- ◆本資料は2020年3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FRBの利下げ観測などからドル安の展開

◆ 2月のドル円相場

2月入り後、新型肺炎の感染拡大を受けた中国当局による大規模な流動性供給により金融市場の混乱が緩和されるとの見方や、3日の米ISM製造業景況指数の改善などから、110円前後までドル高が進行。さらに、月後半は、中国での新型肺炎の感染拡大ペースの鈍化などを好感してリスク選好の円売りが強まり、一時112円台までドルが上昇。もっとも、月末にかけては、新型肺炎の世界的な感染拡大懸念が強まるなか、大幅な株安とともにリスク回避の動きが強まったこと、パウエル米FRB議長が利下げを示唆したことなどから、108円前後までドルが反落。

3月入り後は、3日に米FOMC臨時会合で緊急利下げが決定され、一時106円台までドルが下落。

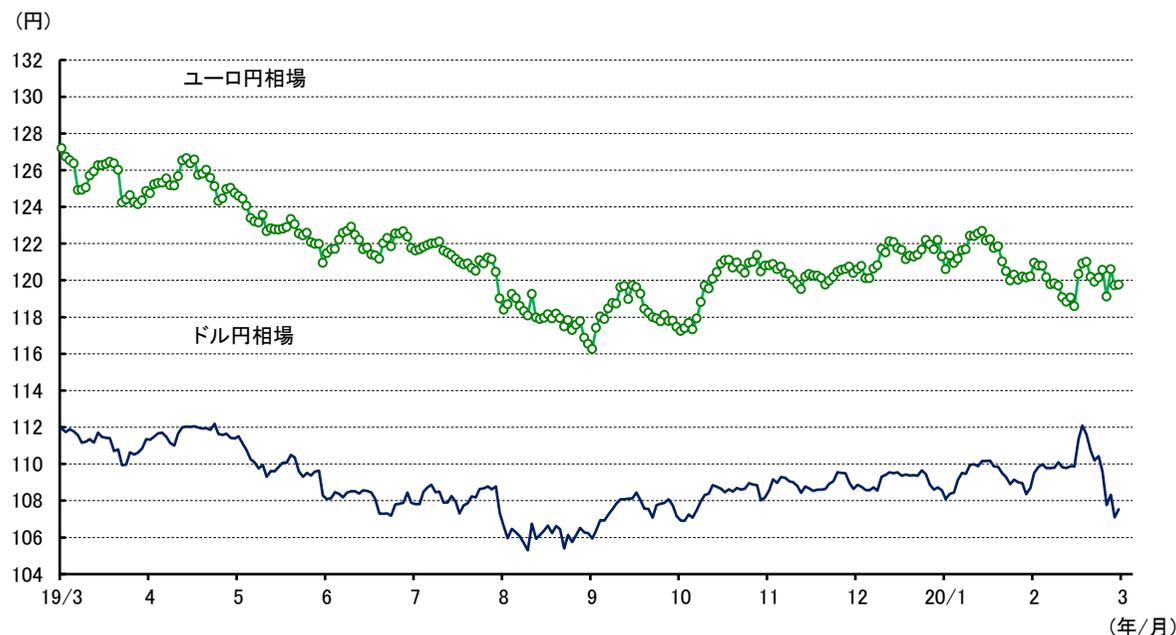
◆ 2月のユーロ相場

対ドルでは、2月上旬から中旬にかけて、米国で良好な経済指標が相次ぐ一方、ユーロ圏では10日の独与党CDU党首の辞任により政局混乱への懸念が高まったことなどから、ユーロが一時1.07ドル台まで下落。一方、月下旬には、ユーロ圏経済指標が底堅さを保つ一方、米経済指標が下振れしたことなどから、1.10ドル前後までユーロが反発。

3月入り後は、ドイツの財政出動への期待感などから、ユーロが1.11ドル台まで続伸。

対円では、月前半は、ユーロ圏経済指標の下振れなどから、118円台までユーロが下落。その後、中国の追加景気対策への期待などからリスク選好の円売りが進み、一時121円前半までユーロが反発。もっとも、月末にかけては、世界的な新型肺炎感染拡大を懸念した欧米株安などから再びリスク回避の円買い地合いとなり、一時118円台までユーロが反落。

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：利下げ観測からドル安も、円高進行は限られる見通し

◆リスクオフと米利下げ観測の高まりで円高

ドル円相場は、2月中旬以降、一時112円台まで円安が進行したものの、月末にかけては、新型コロナウイルスの感染が世界的に拡大するなか、投資マネーのリスク回避の動きが強まったことで円高が加速。

新型コロナウイルスは、発生源が中国であり、当初米国景気への直接的な影響は軽微にとどまるとみられていたものの、徐々に米国内での感染拡大が確認されたほか、2月のPMIなどの米景気指標が下振れ。この結果、それまで高値圏で推移していた米株価が大幅に調整を強いられる展開に。

この間、市場ではFRBの利下げ織り込みが進展。米株価が連日大幅に下落するなか、2月28日にはパウエルFRB議長が「経済を支えるため適切に行動する」との緊急声明を発表し、3月3日には臨時会合で0.5%の利下げを決定。

金利先物市場では、依然として2020年末までに追加利下げが実施されるとの見方が大勢。このため当面は、米利下げを巡る思惑からドルの上値は限られる見通し。

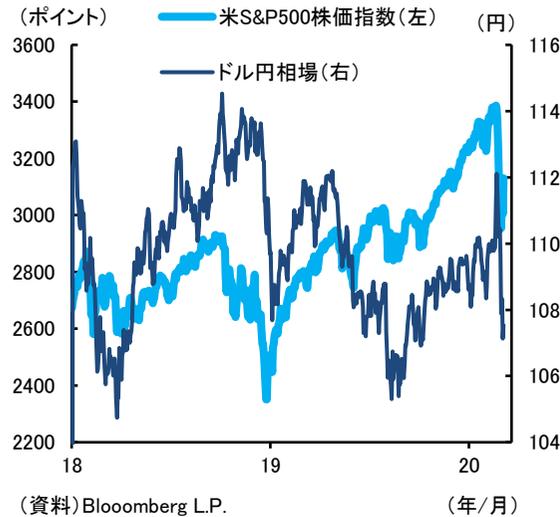
◆今後の円高余地は限られる見込み

もっとも、新型コロナウイルスの影響が短期で終息に向かう限り、以下2点から今後の円高進行余地は大きくないと判断。

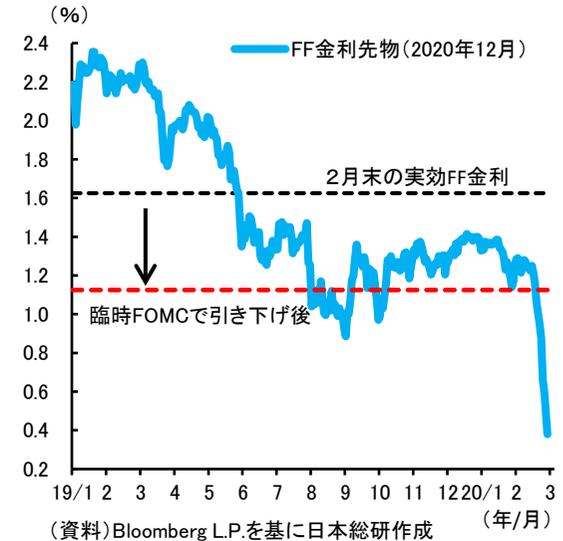
第1に、投機筋の円買い戻しに伴う円高圧力は限られる見込み。ドル円相場が110円台を維持していた2月25日時点で、過去の円高局面と比べて円売り持ち高は低位。その後、107円台まで進行した円高局面で、円売りポジションの解消が進んだ可能性。

第2に、国内投資家の対外証券投資が円高抑制要因に。昨年の夏場にかけて、FRBが利下げに移行した際のように、米長期金利が低下するとの見方が強まる場面では、債券価格上昇によるキャピタルゲインなどを狙った、海外の中長期債への投資が増加する傾向。日銀が金融緩和政策を維持するとみられるなか、国内での運用難の状況は不変であることに加え、為替ヘッジコストが依然として高く、為替リスクをとらなければ収益も限定的。こうした状況を踏まえると、今後も国内機関投資家などが資金の一定割合を為替ヘッジなしで海外に振り向ける動きが続く見込み。

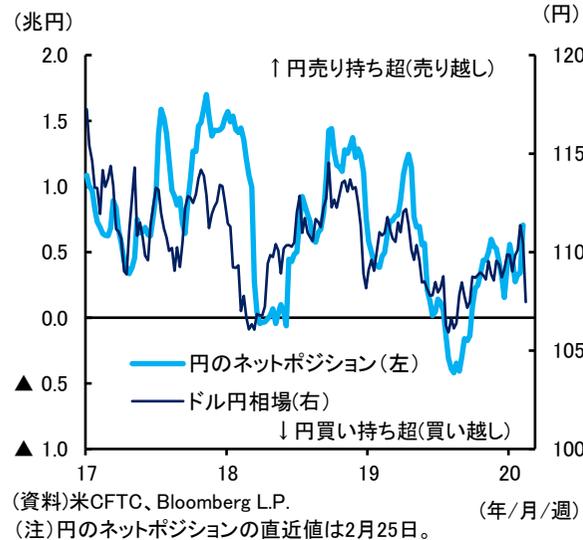
米株価とドル円相場



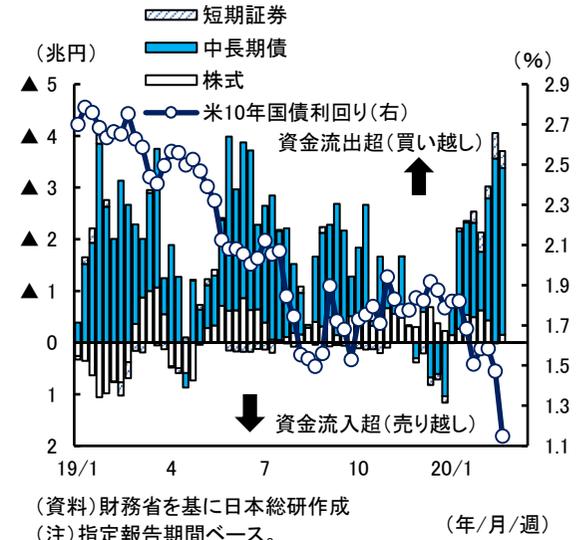
市場が織り込むFRBの利下げ期待



ドル円相場と投機筋の円ポジション



わが国の対外証券投資(4週累計)



ユーロ分析：ドル安圧力から反発も、当面ユーロ安リスクが残存

◆米利下げ織り込みなどでユーロが反発

ユーロは2月中旬まで対ドルで下落基調となり、一時17年4月以来の1.07ドル台までユーロ安が進行。

中国発の新型コロナウイルスの感染拡大が懸念されるなか、ユーロ圏が米国と比べて中国景気の下振れの影響を受けやすいとの見方が強まったことがユーロ安要因に。実際、ユーロ圏の中核国であるドイツの中国向け輸出は対GDP比で3%に近く、米国を大きく上回る状況。この間、ECBの利下げ織り込みが進展したことも金利面からユーロを下押し。

もともと、2月下旬以降、景気や金融政策を巡る見方が変化したことでドル安ユーロ高基調に転換。2月の製造業PMIは、ユーロ圏が2ヵ月連続で改善し、低迷していた製造業の底打ちを示唆する一方、米国は低下。この結果、米国でも新型コロナウイルスの感染拡大に対する懸念が浮上するとともに、ECBよりも利下げ余地の大きい米FRBの大幅な利下げ織り込みが進展。

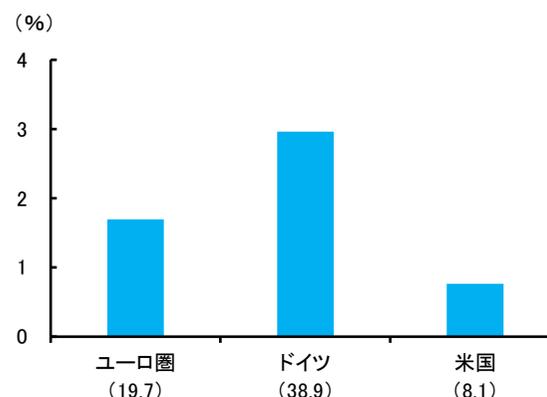
◆当面は景気面からのユーロ安リスクが残存

先行きを展望すると、新型コロナウイルスの短期終息がメインシナリオであるものの、当面はユーロ圏景気の下振れに伴うユーロ安リスクが残る見込み。

投機筋のユーロポジションをみると、過去の欧州債務危機の局面などと比較してユーロ売り持ち高が積み上がっていない状況。リスクシナリオとして、中国で新型コロナウイルスの感染拡大の影響が長期化し、ユーロ圏にも悪影響が波及することで景気後退局面入りが意識されれば、投機筋のユーロ売りが加速し、大幅なユーロ安が進む可能性も。

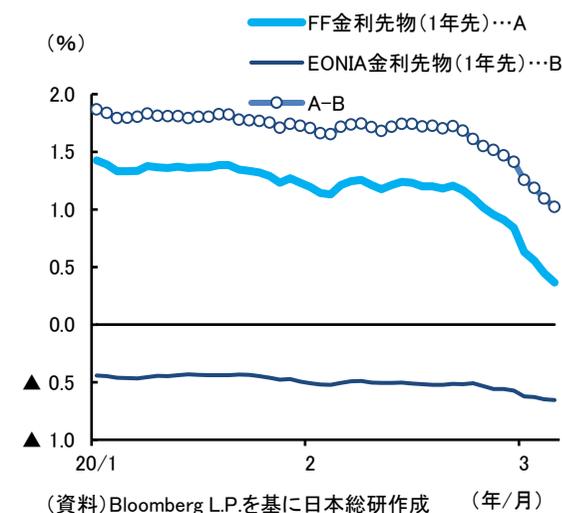
ただし、ECBは既にマイナス金利を採用しており、利下げ余地は乏しい状況。既往の緩和政策のマイナス影響を懸念する理事メンバーがいることなどからも、政策を動かさずらく、金利面からのユーロ下落余地は限定的となる見通し。

ユーロ圏の中国向け輸出の対GDP比



(資料)Eurostat, US Census Bureauを基に日本総研作成
(注1)ユーロ圏は域外向け輸出ベースで、2018年の値。
(注2)横軸国・地域名のカッコ内は輸出依存度(輸出÷GDP×100)。

金利先物が織り込む米欧中銀の利下げ期待



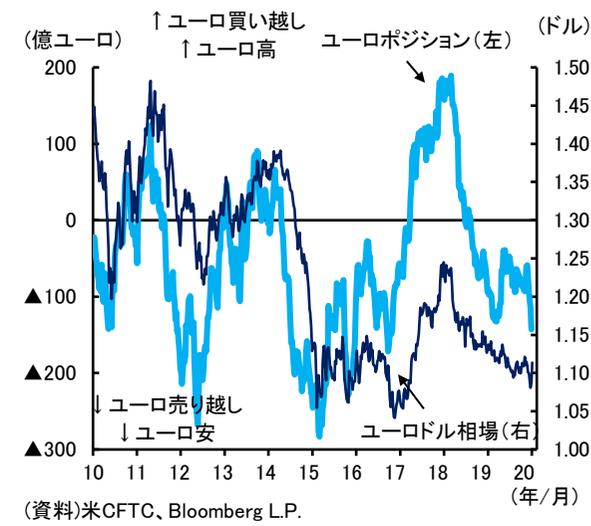
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成 (年/月)

米欧の製造業PMI



(資料)Markit

ユーロドルと投機筋のユーロポジション



(資料)米CFTC, Bloomberg L.P.

見通し：新型肺炎の影響が不透明なか、神経質な展開

◆ドル円相場

当面、新型肺炎の感染拡大に対する懸念がくすぶるなか、神経質な展開が続く見通し。

春以降は、新型肺炎の影響が薄れるにつれ、ドルが底堅さを取り戻す展開へ。トランプ大統領による大統領選を意識した景気・株価に配慮した政策運営もドルを下支えする見込み。

もともと、11月の大統領選挙後は、米中通商摩擦の再燃リスクなどが意識され、再びドル弱含みの地合いとなる見通し。

◆ユーロドル相場

年半ば頃までは、新型肺炎の感染拡大による影響を見極めるムードが残るなか、方向感を欠いた展開が続く見通し。

年央以降は、ユーロ圏景気が持ち直しに向かうにつれて、ユーロが底堅さを増していく見込み。

ただし、ECBの金融緩和の長期化が予想されることに加え、英国のEU離脱の移行期間延長を巡る不透明感が残るため、ユーロの反発余地は限られる見通し。

◆ユーロ円相場

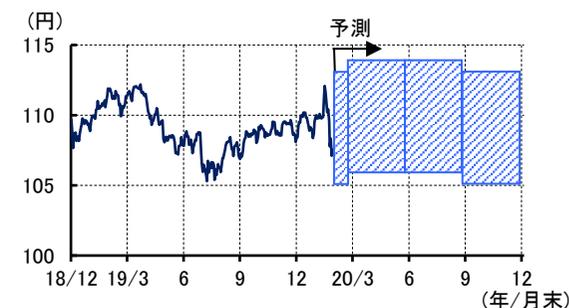
ECB、日銀ともに金融政策の正常化が遠のく一方、金融緩和余地も限られているため、総じてみれば横ばい圏での推移が続く見通し。

ただし、新型肺炎の影響の深刻化・長期化への懸念が高まる場面では、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局面も。

ドル円相場見通し

	2019年		2020年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	108.72	109	110	110	109	
(高値)	109.73	113	114	114	113	
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩	
(安値)	106.48	105	106	106	105	

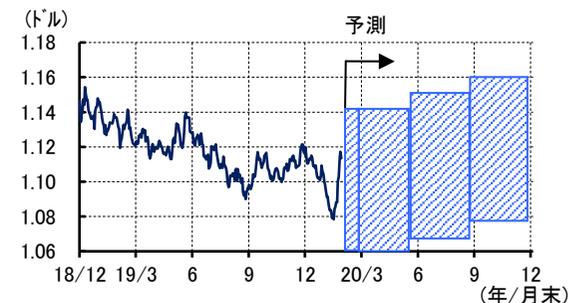
(円) 予測



ユーロドル相場見通し

	2019年		2020年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	1.1070	1.10	1.10	1.11	1.12	
(高値)	1.1241	1.14	1.14	1.15	1.16	
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩	
(安値)	1.0879	1.06	1.06	1.07	1.08	

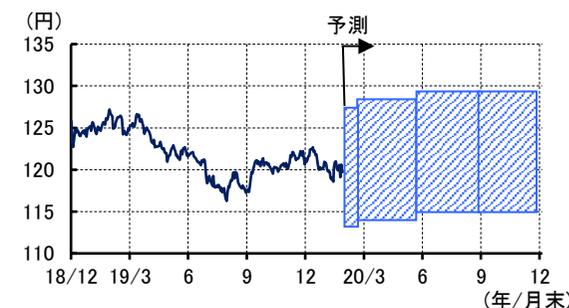
(ドル) 予測



ユーロ円相場見通し

	2019年		2020年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	120.38	120	121	122	122	
(高値)	122.65	127	128	129	129	
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩	
(安値)	117.07	113	114	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)
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
19/12	109.11	121.26	1.1114	▲ 0.0376	0.02	▲ 0.02	23660.38	1.55	1.91	1.86	28167.01	3176.75	▲ 0.46	▲ 0.40	▲ 0.27	0.78	3715.33	59.80	1482.83
20/1	109.28	121.35	1.1104	▲ 0.0314	0.02	▲ 0.02	23642.92	1.55	1.82	1.76	28879.99	3278.20	▲ 0.45	▲ 0.39	▲ 0.27	0.67	3758.24	57.53	1559.64
20/2	110.03	120.00	1.0906	▲ 0.0164	0.02	▲ 0.06	23180.37	1.58	1.68	1.51	28519.73	3277.31	▲ 0.45	▲ 0.41	▲ 0.43	0.57	3734.92	50.54	1595.63