

為替相場の現状と展望

— ここ数年のトレンドに反し、振れの大きい動きを示す可能性も —

信金中央金庫 地域・中小企業研究所上席主任研究員

奥津 智彦

(キーワード) 円、ドル、ユーロ、BIS、実効為替、新型コロナウイルス、中央銀行

(視 点)

本稿では、主要通貨に位置付けられる円、ドル、ユーロに着目し、2020年以降の円ドル、円ユーロ相場の動きを振り返るとともに、当面の先行きを展望した。

足元、金利差拡大観測から、為替市場では円売りの流れが優勢となっているが、国の内外を問わず実体経済の回復は道半ばであり、株高・債券安が一段と進む姿は想定し難い。日銀、Fed、ECBともに、当分の間、超緩和的な政策を維持する意向であり、円の対ドル相場、対ユーロ相場は早晚、ボックス圏での推移に移行すると予想される。

ただ、新型コロナウイルスに関し「家計部門を中心とした経済活動の抑制」が感染拡大防止の専らの対応とならざるを得なかった昨年からは状況が変わりつつある。一方、感染収束への道筋はなお不透明であり、今後、好悪いずれの展開も想定され得る。世界経済の先行き見通し、各国政府の財政金融政策に対する思惑から金融市場が揺れ動き、為替相場が振れの大きい動きを示す可能性は相応に高いと考えられ、注意を要する。

(要 旨)

- 円の対ドル相場は、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大を受け、各国・地域の中央銀行が大規模な金融緩和に踏み切った20年春以降、緩やかな円高基調で推移していた。ただ、足元では、金融市場でリスクオンの流れが強まるなか、日米金利差拡大観測から、円安基調に転じている。これに連動する形で、円の対ユーロ相場も下落傾向にある。
- 円およびドルの実効為替相場は下落傾向をたどっている。各国・地域の中央銀行の多くが超緩和的な金融政策を当分維持するとの意向を示しており、金融市場でリスクオンの流れが優勢となるなか、安全性が高いとされる両通貨への選好が弱まっていることがうかがえる。一方、ユーロの実効為替相場は、7,500億ユーロ規模の欧州復興基金の創設が好感されたこともあり、上昇基調で推移している。
- 伝統的な為替相場決定理論（国際収支説、購買力平価説）は、先行きの円高進行を示唆している。いずれの説も説明力に限界があるとの指摘もなされているが、中長期的な先行きを展望するうえで、一定の有用性があるとの声も根強い。
- ここ数年、円の対ドル相場、対ユーロ相場いずれも、年間変動幅は小さくなっている。実需の面からは望ましい動きといえるが、今後の世界経済情勢、各国の財政金融政策への見通しいかんで、金融市場が大きく揺れ動く可能性も排除できない。ここ数年のトレンドに反し、為替相場が振れの大きい動きを示す可能性は相応に高く、注意を要しよう。

(注) 本稿は、2021年4月12日時点の情報に基づき執筆している。

1. 主要通貨に位置付けられる円、ドル、ユーロに着目

本稿では、国内の貿易取引に携わる事業者、機関投資家などにとって縁が深い、円、ドル(米国)、ユーロの3通貨に着目し、2020年以降の円相場(対ドル、対ユーロ)を振り返るとともに、先行きを展望した。

ちなみに、BIS(国際決済銀行)が3年に1度公表しているデータによれば、19年4月における1営業日平均の外国為替取引額は約6.6

兆ドルに達するが、各通貨の取引シェアは、大きい順にドル、ユーロ、円となっている。また、過去からの推移を追うと、人民元の存在感が着実に高まっているものの、上位3通貨の順位に変化はなく、シェアの変動も限られている(図表1)。

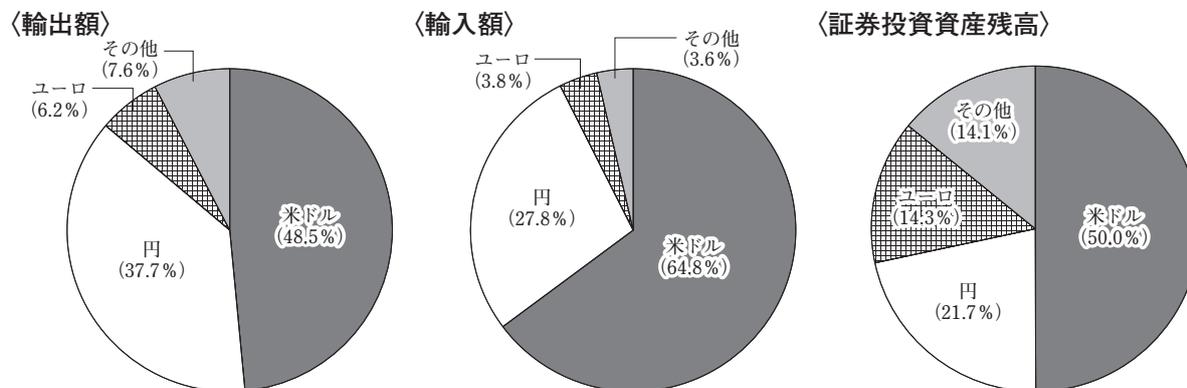
図表2は、日本の貿易取引(輸出、輸入)の決済時に用いられている通貨の比率、日本の機関投資家等が保有する対外証券投資資産(株式・投資ファンド持ち分および債券)の通貨別比率を示したものである。

図表1 外国為替取引における主要通貨の取引シェア

	04年		07年		10年		13年		16年		19年	
	シェア	順位	シェア	順位	シェア	順位	シェア	順位	シェア	順位	シェア	順位
ドル	88.0	1	85.6	1	84.9	1	87.0	1	87.6	1	88.3	1
ユーロ	37.4	2	37.0	2	39.0	2	33.4	2	31.4	2	32.3	2
円	20.8	3	17.2	3	19.0	3	23.0	3	21.6	3	16.8	3
ポンド	16.5	4	14.9	4	12.9	4	11.8	4	12.8	4	12.8	4
豪ドル	6.0	6	6.6	6	7.6	5	8.6	5	6.9	5	6.8	5
カナダドル	4.2	7	4.3	7	5.3	7	4.6	7	5.1	6	5.0	6
スイスフラン	6.0	5	6.8	5	6.3	6	5.2	6	4.8	7	5.0	7
人民元	0.1	29	0.5	20	0.9	17	2.2	9	4.0	8	4.3	8
香港ドル	1.8	9	2.7	8	2.4	8	1.4	13	1.7	13	3.5	9
NZドル	1.1	13	1.9	11	1.6	10	2.0	10	2.1	10	2.1	10
その他通貨	18.1		22.5		20.1		20.8		22.0		23.1	

(備考) 1. 外国為替取引においては、売りと買いが同時に行われるため、シェアの合計は200%となる。
2. BIS“Triennial Central Bank Survey”より作成

図表2 貿易取引、証券投資資産残高の通貨別比率



(備考) 1. 通貨別比率は、貿易取引(輸出、輸入)が20年7~12月、証券投資資産残高が19年末
2. 財務省資料より作成

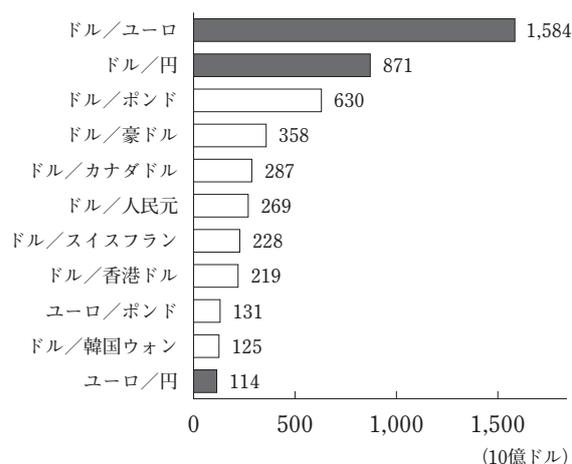
貿易取引においては、ドルおよび円による決済比率の合計が、輸出、輸入いずれにおいても8割を超えており、ユーロが決済通貨として用いられるケースは相対的に少ない。ただ、EU（欧州連合）との貿易取引に限れば、輸出で55.8%、輸入で28.3%と相応のウエイトを占める。証券投資資産残高における通貨別比率に目を転じると、ドル建てが5割、円建てが2割強、ユーロ建てが1割強に達している。

2. 20年以降の円相場（対ドル、対ユーロ）のレビュー

1. にて確認した貿易取引、資本取引における通貨別の比率を踏まえれば、いわゆる実需の面で、円、ドル、ユーロの需給動向が重視されることは想像に難くない。この点を考慮し、2. では、20年以降の円の対ドル相場、対ユーロ相場について、実効為替相場の動きを確認しつつ振り返った。

ちなみに、BISが公表している通貨ペア（通貨の組み合わせ）別の取引状況を、金額が大きい順にみると（図表3）、基軸通貨^(注1)であることを反映し、ドルがペアの1つとなる組み合わせが上位に並ぶが、19年4月時点で取引額が最も大きいのはドル／ユーロであり、これにドル／円が続いている。一方、クロス円取引^(注2)に位置付けられるユーロ／円の取引額は相対的に小さい。

図表3 通貨ペアの取引額の状況（19年4月）



（備考）BIS“Triennial Central Bank Survey”より作成

こうした実際の取引状況を考慮すれば、円の対ユーロ相場は、ドルとユーロの需給バランスを少なからず反映していると推察される。よって、振り返り際には、ドルユーロ相場の状況も概観することとした。

(1) 円の対ドル相場～日米金利差拡大観測から、足元では円安基調に

実際の動きを踏まえ、大きく3つの局面（20年1月～3月、20年4月～21年1月、21年2月以降）に分けて振り返った。

イ. 20年1月～3月

20年初めに108円台後半でスタートした円の対ドル相場は、米国政府が中国の為替操作国^(注3)への指定を解除（1月13日）するなど、米中関係に改善の動きがみられたことが好感され、世界的に株価が堅調に推

(注)1. 公益財団法人国際通貨研究所は、基軸通貨について「国際通貨の中でも中心的な地位を占める通貨」「価値への信認と利便性の2点について、他の通貨に勝っている通貨が自然にこの地位に就く」などと解説している。

2. ドル以外の外国通貨と円の組み合わせによる外国為替取引

3. 米国財務省が「貿易取引などで自国の優位性を得るため、為替相場を操作している」と判断した国。米国の視点に立った一方的なものであるが、指定された場合は2国間協議が実施され、為替介入の透明性確保、通貨切り上げが求められるケースもある。

移するなかで円売りが優勢となり、2月20日には一時、112円23銭を記録した。なお、1月下旬に、新型コロナウイルスに係るヘッドラインを材料に円が買い戻される場面もあったが、この時点では、感染がアジア地域にほぼ限られていたこともあり、調整は短期的かつ小幅となった（図表4）。

ただ、2月下旬に、感染が欧米など広範囲に拡大していることが確認されて以降、円ドル相場は乱高下が続いた。具体的には、世界的な株価急落に足取りを合わせる形で円が買われ、3月9日に101円19銭まで円高が進んだのち、金融市場の混乱に伴い、投資家がドル資金を手元に確保する動きが強まったことを背景にドル高に転じ、3月25日には一時、111円68銭を記録した。金融市場が不安定な動きを示すなか、各国・地域の中央銀行は大規模な金融緩和に踏み切るとともに、ドルの流動性供給を拡

充するための協調策^(注4)を発動した。こうした一連の対応が功を奏し、金融市場は落ち着きを取り戻すこととなり、3月末に向けドルは反落した。

なお、日本銀行、Fed（米国連邦準備制度）、ECB（欧州中央銀行）による金融緩和策、3つの中央銀行のトップによる最近のコメントなどについては、本稿の3.にて概説する。

ロ. 20年4月～21年1月

感染状況、日米両国における財政金融政策に対する思惑、今後の米中関係に係る観測、などを材料に相応に動く場面もあったが、総じてみれば緩やかな円高ドル安基調をたどり、20年末には103円台前半で引けた。

①中央銀行による緩和的な金融政策を反映し、円金利、ドル金利とも低位で推移するとの見方が広がっていたが、相対的に米

図表4 20年以降の円ドル相場の推移



(備考) ブルームバーグより作成

(注)4. 日銀、FRB、ECBに加え、カナダ、英国、スイスの中央銀行が協調する形で、1週間物のドル資金供給の頻度を高めるとともに、3か月物（84日）のドル資金供給を新たに開始するなどの対応がとられた。

国の方が高インフレである事実を踏まえ、実質金利^(注5)差が縮小するとの観測が強まった、②感染者数は米国の方が相対的に多く、結果的に財政出動もより大規模なものになる（国債発行などを通じたドル資金の供給が一段と拡大される）との見方が広がった、などにより、円買いが優勢となった模様である。

なお、この時期に特徴的な動きとして「世界各国通貨の中での位置づけ」という観点からは、円、ドルいずれも価値を低下させてきたことが挙げられる。実際に、相対的な通貨の実力を示す実効為替相場^(注6)をみると、20年4月以降、円、ドルともに下落傾向をたどっている（図表5）。先進諸国を中心に、世界各国・地域の中央銀行の多くが金融緩和に踏み切るとともに、超緩和的なスタンスを当分継続する意向を示し

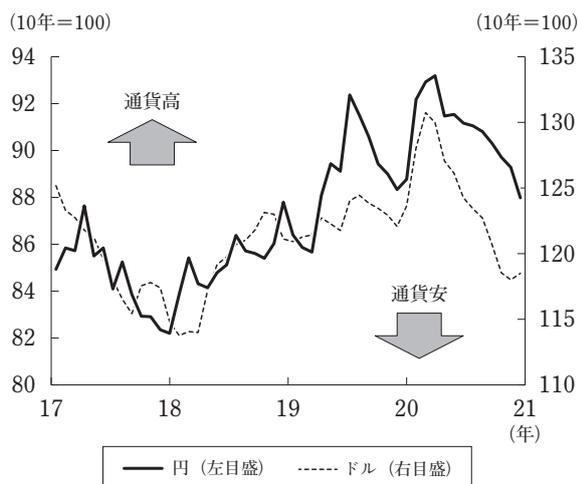
た結果、金融市場においてリスクオンの流れが強まり、ともに安全通貨に位置付けられる円、ドルへの選好が弱まったことを反映していよう。

ハ. 21年2月以降

2月初めに104円台でスタートした円の対ドル相場は、足元では1ドル109円程度で取引されている。金融市場においてリスクオンの流れが強まるなか、日米金利差拡大観測が広がっていることが背景にあると考えられる。

バイデン新政権による大規模な追加経済対策の発動、ワクチン接種の進展などを材料に、世界経済の活動正常化に対する期待が高まるなか、各国市場で株式などリスク資産の相場が堅調に推移する一方、安全資産に位置付けられる国債への売り圧力が強まっている。ちなみに、10年国債利回りをみると、米国では景気回復期待、インフレ観測の台頭もあって上昇傾向にある一方、日本では、日銀が3月会合にて、一定水準以上に金利が高まることを抑制する意向を示したこともあり、低位で推移している。結果的に、円とドルの金利差は、1.5ポイント超に達している（図表6）。

図表5 円、ドルの実効為替相場の推移



(備考) 名目ベース。BIS資料より作成

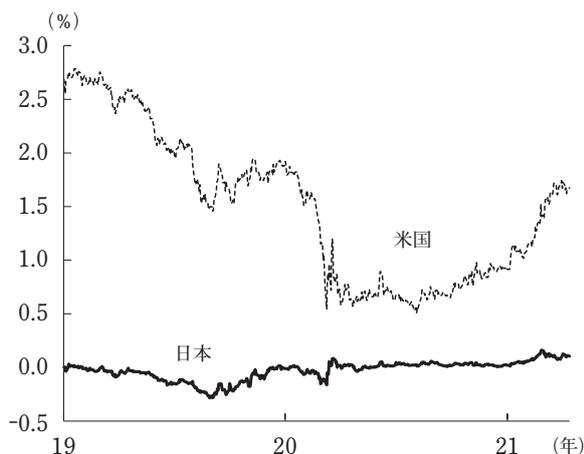
(2) 円の対ユーロ相場～欧州復興基金の創設もあり、ユーロ高基調で推移

ユーロの実効為替相場は、円およびドルと

(注)5. 名目金利（一般に目にする表面上の金利）から、期待インフレ率（予想物価上昇率）を差し引いたもの。米国の経済学者であるフィッシャーが示した方程式（名目金利＝実質金利＋期待インフレ率）に基づく。

6. 本稿にて図示した円、ドル、ユーロの名目実効為替相場は、BISが公表しているブロードベースのもの（約60の国、地域の通貨との間の為替相場を、貿易額でウェイト付けして集計、算出したもの）である。

図表6 日米10年国債利回りの推移

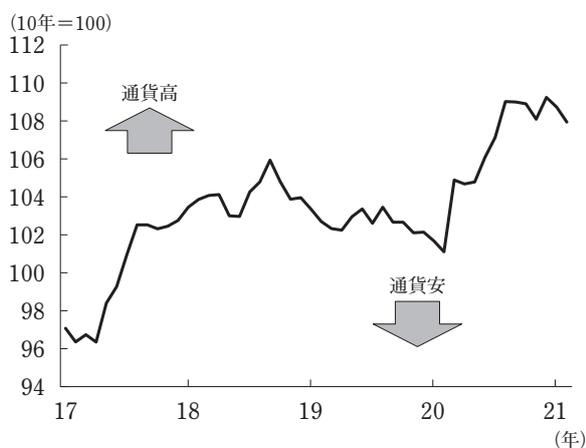


(備考) ブルームバーグより作成

は異なり、20年中、総じて堅調に推移した(図表7)。特に、春から夏場にかけての上昇幅が大きく、欧州復興基金について欧州委員会が創設を提案したこと(5月27日)、EU首脳による合意がなされたこと(7月21日)が影響していると考えられる。

図表8は、欧州復興基金の概要を示したものである。欧州債務危機への反省から、EUは加盟国に対し、厳格な財政規律を遵守^(注7)

図表7 ユーロの実効為替相場の推移



(備考) 名目ベース。BIS資料より作成

図表8 欧州復興基金の概要

- ・新型コロナ禍による被害からの復興対策に充てられる臨時の特別予算
- ・規模は7,500億ユーロ(補助金3,900億ユーロ、融資金3,600億ユーロ)
- ・EUの欧州委員会が債券を発行し、市場から資金を調達(債券の償還期間は最大で30年)。EU加盟国への分配は、21年から順次開始
- ・以下の3つの柱からなる。
 - ①EU加盟国の復興支援
 - ②経済の迅速な回復のための民間投資助成
 - ③コロナ危機からの教訓(医療体制の強化、研究開発支援等)

(備考) 各種資料を基に作成

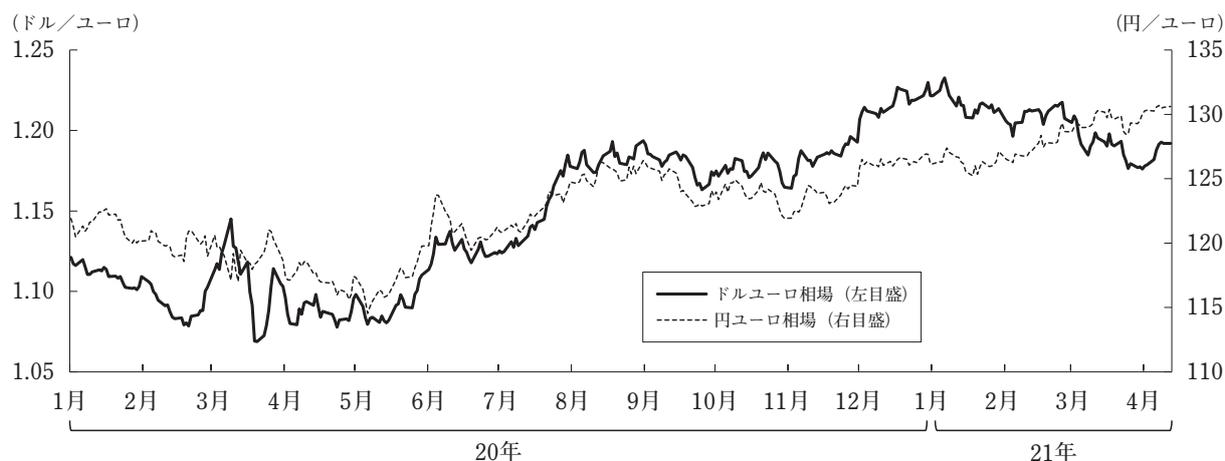
するよう求めてきたが、コロナ禍に直面し、そうしたルールの適用を一時停止するに至っている。

なお、一部では、同基金の創設を“EUにおける財政統合の第一歩”にとらえる向きもある。かねてより財政事情の悪化が懸念されていた加盟国(イタリア、スペインなど)における債務負担の軽減、ドイツ、フランスなどの中核国と周辺国との信用格差縮小への期待の高まりなどにより、ユーロ買いが促された面があろう。

ドルユーロ相場、円ユーロ相場に目を転じると、感染状況とそれを受けた経済活動に係る動きなどを材料にもみ合う場面もあったが、実効為替相場の動きの違いを反映する形で、20年春から年末にかけてユーロは円、ドルいずれに対しても強含みで推移した(図表9)。21年以降をみると、ドル金利の上昇がユーロ売りの要因となる一方、世界的な景気回復期待が高まるなかで、ユーロを買い進める動きも

(注)7. 予算年次ごとの財政赤字をGDP比3%以内に抑えるとともに、政府債務残高が同60%以下となることを求めてきた。

図表9 20年以降のドルユーロ相場、円ユーロ相場の推移



(備考) ブルームバーグより作成

みられ、1ユーロ1.15～1.20ドル程度でもみ合う展開となっている。一方、円の対ユーロ相場は、円安ドル高の流れに連動する形で下落基調をたどってきたが、足元ではやや円が買い戻される動きもみられ、1ユーロ130円程度で取引されている。

3. 注視すべき事象～中央銀行の金融政策、新型コロナウイルスの感染状況

2. にて、20年以降の円の対ドル相場、対ユーロ相場について振り返ったが、当面の為替相場を展望するうえで特に注視すべきは、①日本、米国、ユーロ圏の中央銀行が、株高・金利上昇の流れが強まっている金融市場の現状をどのようにとらえ、今後の金融政策の方向性についてどのような意向を示しているか、②ワクチン接種が進むなど前向きな動きもみられるが、今後の新型コロナウイルスの感染状況はどのようになると想定され得る

か、の2点と考えられる。

3. では、両者について現状確認を行った。

(1) 中央銀行の金融政策～緩和スタンスに大きな変更はみられず

2. でみてきたとおり、20年2月の終わりから金融市場が大きく動揺したことを受け、日銀、Fed、ECBは、3月に大規模な金融緩和策を導入するに至り、その後も随時、緩和強化に向けた対応を進めてきた^(注8)。

現状、3つの中央銀行いずれも、政策金利を極めて低い水準にするとともに、大規模な量的緩和（資産購入）および貸出オペ（企業の資金繰り支援策）を実施している。簡略されたものではあるが、図表10に、21年3月会合後時点における3行の金融政策をまとめたので参照願いたい。

21年3月に、3つの中央銀行いずれも、金融政策に係る会合を開催した（図表11）。以下、

(注)8. 例えば日銀は、4月にCP・社債等買入れの増額、新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充、国債のさらなる積極的な買入れを決定した。また、Fedは12月に、量的緩和の継続期間に係るフォワードガイダンスを「今後数か月」から「最大雇用と物価安定の達成に向けてさらに顕著な進展があるまで」へと強化した。ECBは5月にPELTROを新たに導入したほか、6月と12月にはPEPPの総枠を拡大した。

図表10 日銀、FRB、ECBの金融政策

	日本 (日銀)	米国 (FRB)	ユーロ圏 (ECB)
フォワードガイダンス (先行き方針)	<ul style="list-style-type: none"> ・「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続 	<ul style="list-style-type: none"> ・完全雇用が達成されるとともに、インフレ率が2%に到達し、さらに、しばらくの間、インフレ率が2%を緩やかに上回る軌道に乗るまで、政策金利を維持することが適切と予想 ・最大雇用と物価安定に向けて顕著な進展がみられるまで、現行のペースで資産購入を継続 	<ul style="list-style-type: none"> ・インフレ見通しが2%弱の物価目標に確実に収れんしていくまで、現行あるいはそれ以下に政策金利を据え置く予想
量的緩和 (資産購入)	<ul style="list-style-type: none"> ・国債 (無制限) ・ETF、Jリート (それぞれ年間約12兆円、約1,800億円) ・CP、社債等 (それぞれ約2兆円、約3兆円の残高を維持するのに加え、両者合計で約15兆円の残高を上限に、追加買入れ) 	<ul style="list-style-type: none"> ・国債 (毎月最低800億ドル) ・MBS (毎月最低400億ドル) 	<ul style="list-style-type: none"> ・PEPP (パンデミック緊急購入プログラム) に基づく資産購入 (買入枠は1兆8,500億ユーロ) ・APP (資産購入プログラム) に基づく資産購入 (月200億ユーロ) ※購入対象はいずれも、公的・民間部門の資産
貸出オペ	<ul style="list-style-type: none"> ・従来の資金供給オペ (貸出増加支援資金供給など) ・新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ ※オペの利用状況に応じ、一定の金利をインセンティブとして付与 (貸出促進付利制度) 	<ul style="list-style-type: none"> ・コマーシャルペーパーの購入 (CPFF) ・プライマリー・ディーラー向け資金提供 (PDCF) ・MMFに資金供給した金融機関への有担保融資 (MMLF) 	<ul style="list-style-type: none"> ・TLTRO3 (貸出条件付き長期資金供給オペ) ・PELTRO (パンデミック緊急長期流動性供給オペ)
政策金利等	<ul style="list-style-type: none"> ・日銀当座預金のうち政策金利残高に△0.1%の利率を設定 ・10年国債利回りを0%に誘導 (許容変動幅は±0.25%程度) 	<ul style="list-style-type: none"> ・FFレートの誘導目標水準は0～0.25% 	<ul style="list-style-type: none"> ・中銀預金金利は△0.5%、市場介入金利は0%、限界貸付金利は0.25%

(備考) 各中央銀行の公表資料などを基に作成

開催日順に、それぞれの結果等を概観する。

ECBは11日の理事会で、現行政策の据置きを決定したが、4～6月にPEPP (パンデミック緊急購入プログラム) に基づく資産購入のペースを大きく引き上げることを声明文に明記した。また、Fedは17～18日のFOMCで現行策の維持を決定したが、会合後に公表された政策金利見通しから、メンバーの多くが少なくとも23年末まで現行のゼロ金利政策が維持されると予想していることが明らかとなった。

一方、日銀は18～19日の決定会合において、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みを維持することとした。併せて「より効果的で持続的な金融緩和の実施のための点検」の結果として、①貸出促進制度の創設、②長期金利 (10年国債利回り) の変動許容幅の明確化、③連続指し値オペ制度の創設、④ETF、Jリート of 購入に係る年間購入ペースの目安の撤廃、などを決定した。

会合後の記者会見等で、いずれの中央銀行のトップも、①物価の基調は弱い状態が当分続くと思込まれる、②現局面における金利の上昇は、景気回復の阻害要因となる、③超緩和的な現行の金融政策を維持することが必要、などの考えを表明している。

会合後の記者会見等で、いずれの中央銀行のトップも、①物価の基調は弱い状態が当分続くと思込まれる、②現局面における金利の上昇は、景気回復の阻害要因となる、③超緩和的な現行の金融政策を維持することが必要、などの考えを表明している。

図表11 3月会合後における中央銀行の決定事項、トップのコメント

<p>日本 (日銀)</p>	<p>〈決定事項〉</p> <ul style="list-style-type: none"> ・現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和策」の枠組みは維持 ・「より効果的で持続的な金融緩和の実施のための点検」の結果として、①貸出促進付利制度の創設（貸出促進を目的とした各種オペの利用残高に応じ、金融機関の日銀当座預金付利に加算）、②10年国債利回りの許容レンジの小幅拡張およびレンジの明確化、③ETF、Jリート of の買入れについて、年間購入ペースの目安（それぞれ6兆円、900億円）を撤廃、などを決定 <p>〈黒田総裁のコメント〉</p> <ul style="list-style-type: none"> ・2%の「物価安定の目標」が実現されていない状況で、出口のことを議論するのは全く時期尚早であり、適切ではないと思う。 ・長期金利がマイナス0.25%より下がっても金融緩和の効果は阻害されないが、プラス0.25%を上回るの適切ではない。強力な連続指し値オペを導入し、一定の金利を前提に無制限に国債を買い入れる。 ・超長期金利の過度な低下は消費者マインドなどへの影響もあり好ましくない。ただ、現時点で超長期金利を上げるために何かすることは全く考えていない。 ・今回の点検結果を受けた決定により、緩和の持続性・機動性が増した。強力な金融緩和を粘り強く続けることで、2%の「物価安定の目標」は達成できると考えている。
<p>米国 (Fed)</p>	<p>〈決定事項〉</p> <ul style="list-style-type: none"> ・金融政策は現行のまま据え置き <p>〈パウエル議長のコメント〉</p> <ul style="list-style-type: none"> ・インフレ率は、昨年の落込みの反動、需要の急増や供給制約により、一時的に高まる可能性がある。ただ、持続的なインフレは見込まれない。 ・FOMCメンバーの大半は、23年末までの利上げを見込んでいない。資産購入の縮小について議論する時期は、まだ訪れていない。 ・今後も緩和的な金融環境が維持されることが重要である。市場が秩序を失う状況となれば、懸念するだろう。
<p>ユーロ圏 (ECB)</p>	<p>〈決定事項〉</p> <ul style="list-style-type: none"> ・金融政策は現行のまま据え置き。声明文に「21年4～6月にPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）の下での資産購入を、1～3月に比べ著しく加速させる」旨を明記 <p>〈ラガルド総裁のコメント〉</p> <ul style="list-style-type: none"> ・経済状況の改善を見込むが、短期的には不確実性が残っている。インフレ率は年内に幾分高まるものの、低調な賃金上昇圧力や過去のユーロ高を反映し、圧力は総じて弱いと予想される。 ・足元の金利上昇が放置されれば、経済の全部門で資金調達環境が時期尚早な逼迫にさらされる恐れがあり、望ましくない。

(備考) 各中央銀行の公表資料などを基に作成

(2) 新型コロナウイルスの感染状況

新規感染者数の推移を追うと、世界全体では、21年1月初めをピークに減少基調をたどってきたが、足元では再び増加に転じている（図表12）。

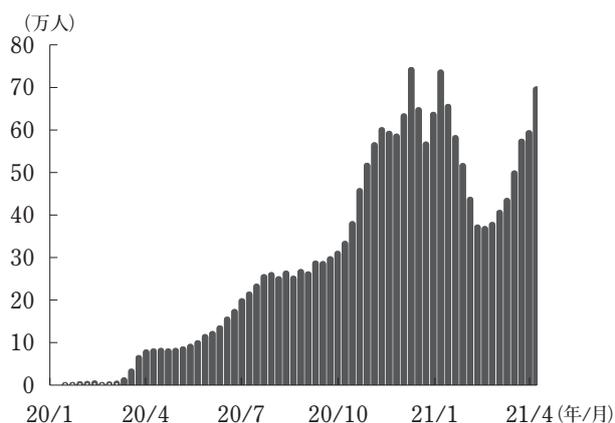
感染状況を主要国・地域別にみると、EUやブラジルにおいては、21年2月に入ってから増加基調に転じている。EUの中でも人口規模の大きいフランスやイタリアにおいて、英国型と呼ばれる変異ウイルスの感染が拡大している。また、ブラジルでも変異ウイルス

が猛威を振るっている。いずれも、従来型のウイルスに比べ感染力、致死率が高いとされており、予断を許さない状況となっている。また、インドでは3月後半から急増しており、減少トレンドをたどってきた米国でも再増加の兆しがみられる。

一方、日本の新規感染者数は相対的に少ないものの、国内各地で変異株の感染が確認されるなど、気掛かりな動きもみられる。今夏の東京オリンピック、パラリンピックを成功裏に終わらせるため、感染の抑制は他国にも

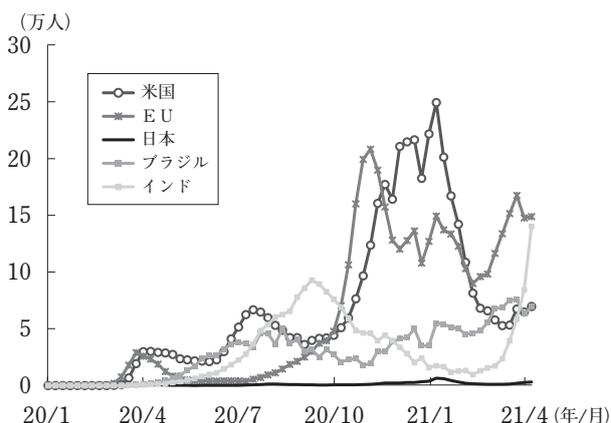
図表12 新規感染者数の推移

〈世界〉



(備考) 週平均。ブルームバーグより作成

〈主要国・地域〉



増して大きなテーマに位置付けられている。大会組織委員会などは、海外からの観客の受入れを断念することを決定するとともに、観客自体の上限についても協議するとしており、今後の動きが注目される。

先進諸国を中心に、ワクチン接種が着実に進んでいることは明らかな動きといえる(図表13)。ただ、WHO(世界保健機関)のテドロス事務局長らは、3月の定例記者会見で「ワクチンは命を救うのに役立つが、それだけに依存するのは間違いであり、基本的な公衆衛生対

策が引き続き対応の基盤となる」「ワクチンが影響を及ぼしている兆候がデータに示されているが、21年末までに新型コロナが収束するとの考えは、時期尚早かつ非現実的」など、慎重なトーンのコメンを発している。

4. 為替相場の先行き展望

4. では、3. にて確認した注目すべき事象、すなわち、①日本、米国、ユーロ圏の中央銀行の金融政策および各中銀トップの意向、②新型コロナウイルスの感染状況およびワクチン接種の状況も踏まえつつ、円の対ドル相場、対ユーロ相場の先行きについて展望した。

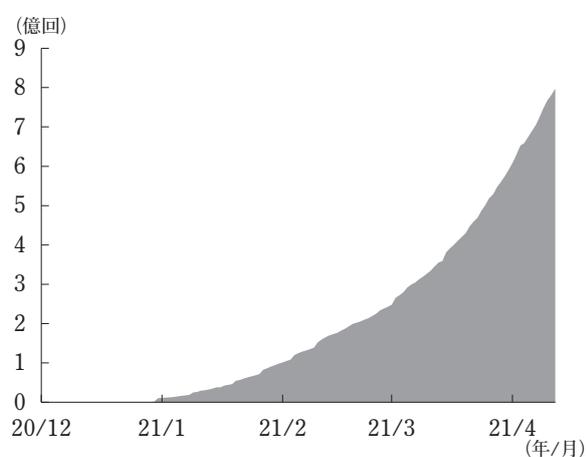
併せて、伝統的な為替相場決定理論に基づいた場合、円相場が先行きどのように推移する可能性が高いかについても論じた。

(1) 円の対ドル相場、対ユーロ相場の見通し (メインシナリオ)

イ. 経済情勢

WHOも指摘しているところではあるが、

図表13 ワクチン接種回数の推移(世界)



(備考) 累計ベース。ブルームバーグより作成

ワクチン接種が進んでいるものの、世界的なレベルで集団免疫が獲得されるに至り、新型コロナウイルスが経済活動を大きく妨げる状況から脱却するまでには、複数年を要すると考えられる。

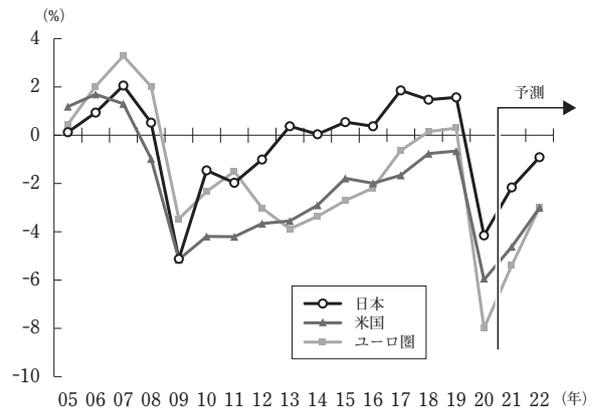
日本、米国、ユーロ圏とも、21年の経済成長率は、大幅なマイナス成長を余儀なくされた20年の反動もあり、比較的高くなる見通しである。ただ、感染防止が求められる状況に大きな変化はなく、国内需要の代表格である個人消費は、サービス関連分野（旅行、飲食、レジャー活動など）を中心に抑制された状態が続こう。

ロ. 金融政策、金融市場

①各国・地域とも、足元での景気回復は財政頼みの面が多分にあり、民需主導の自律的な経済成長を実現するには時間を要する、②GDPギャップ^(注9)がマイナスの状態が解消されるのに複数年を要すると見込まれている（図表14）、などを考慮すれば、3月会合後にトップが示した方針どおり、日銀、Fed、ECBいずれも、緩和的な金融政策を当分の間継続する公算が大きい。

足元、金融市場ではリスクオンの流れが強まっているが、実体経済と、それを反映したインフレ動向の先行きを考慮すれば、期待が先行し過ぎている感も否めない。現時点では、今年の2月以降にみられるようなペースで株価および金利の上昇が続くこ

図表14 GDPギャップの推移、見通し



(備考) 1. GDPギャップは、以下の算式に基づく。(実際の成長率-潜在成長率) ÷ 潜在成長率 × 100
2. OECD (経済協力開発機構) 資料より作成

とは想定し難く、いずれ、景気回復のペースに見合う形で、緩やかな上昇トレンドに移行するものと予想している。

ハ. 為替相場の見通し (メインシナリオ)

やや過熱気味となっている金融市場が落ち着きを取り戻すことを前提に、円の対ドル相場、対ユーロ相場は、当面の間はボックス圏で推移し、年度後半辺りから金利格差の拡大を反映する形で、小幅に円安が進むと想定している（図表15）。

(2) リスク要因～感染状況は予見し難く、円高・円安いずれの方向にも振れ得る

2. にて、20年以降の為替相場の動きを振り返ったが、浮き彫りになった事象の1つとして、現状、安全通貨としての選好度合いは、高い順に円、ドル、ユーロとなっている点が挙げられる。以下、この状況が続くことを前

(注)9. 日銀は、GDPギャップ (需給ギャップ) について、「一国全体の財・サービス市場において、『総需要 (実際のGDP)』が、景気循環の影響を均して見た『平均的な供給力 (潜在GDP)』からどの程度かい離しているかを示す指標」との定義付けをしている。一般に、GDPギャップがマイナスの局面では、デフレ圧力が強まるとされている。

図表15 円の対ドル相場、対ユーロ相場の見通し（予想レンジ）

	21年 4月12日	21年 4~6月	7~9月	10~12月	22年 1~3月
円／ドルレート	109.51	103~113	103~113	105~115	105~115
円／ユーロレート	130.31	120~135	120~135	123~138	123~138

提に、先行きのリスク要因について論じる。

イ. 引き続き、感染状況が金融市場に影響を及ぼす局面が続く

当分の間、新型コロナウイルスの感染状況が金融市場に影響を及ぼす局面が続くと見込まれるが、コロナショック自体が未曾有の経験であるだけに、先行きを予見し難い面があり、円高・円安いずれの方向にも触れ得る状況といえる。

ワクチン接種の進展は前向きな動きとはいえようが、早期の集団免疫獲得は困難といえ、先行き感染拡大の局面が幾度か到来する可能性も排除できない。変異ウイルスの流行、ロックダウン（都市封鎖）の実施といったネガティブな情報をキッカケに、世界経済の先行き不安が再び強まることとなれば、円に対する選好が強まる可能性が高い。また、短期的なリスクにはなるが、最近の株価上昇が急激なものであるだけに、調整局面を迎える可能性が相応に高い点にも注意を要しよう。

足元、世界経済は持ち直しの動きを示しているが、下振れリスクは依然として大きく、各国・地域の政府および中央銀行は、歳出削減、金融正常化には慎重と見込まれる。これに伴い「現行の超緩和的な金融政

策が長期化する」との見方が強気相場を支えているのも事実である。今後、感染収束、世界経済の本格回復到来の時期が想定よりも速くなるとの見方が広がれば、リスク選好の一段の強まりに連動する形で、円売りがさらに進むことも想定されよう。

ロ. バイデン新政権の対中政策など、海外政治情勢にも注目

また、基軸通貨国である米国政府の対応、特に対中政策には注意を要する。

トランプ前政権と同様、バイデン政権も中国に対し厳格なスタンスを保つ意向を示している（図表16）。3月の動きを振り返ると、12日に日米豪印4か国の首脳によるオンライン協議が行われ、中国を直接名指しすることは避けつつ「威圧に制約されないインド太平洋地域に向け尽力する」旨の共同声明が公表された。また、16日には日米両国が外務・防衛担当閣僚会議（2プラス2）を開き、中国の沖縄尖閣諸島周辺での活動を批判する内容の成果文書がまとめられた。いずれも、米国政府の“中国の軍事面の脅威”に対する警戒感が鮮明に表れている。

中国政府も対抗姿勢を示している。5日～11日に開催された「第13期全国人民代表

図表16 バイデン新政権にて想定される主な対中スタンス

- ・国際ルールを損ねようとする中国に対しては、同盟国・友好国と協調して対抗する。
- ・米国の知的財産を盗もうとする中国その他の国家には、対抗姿勢をとる。
- ・為替操作やダンピング、不公正な補助金などにより米国の製造業を損ねる中国や他国に対しては、断固たる措置をとる。
- ・香港の自治の侵害、新疆ウイグル自治区での人権侵害などを理由に、中国の政府関係者、金融機関、企業等に対し、制裁を加えることも辞さない。
- ・さらなる追加関税による輸入拡大要求は行わないものの、トランプ政権時代に発動した制裁関税をすぐには撤廃しない。

(備考) 大統領選前後の所信表明などに係る各種報道を基に作成

大会（全人代）」の閉幕後、李克強（リー・クォーチャン）首相が記者会見にて「内政干渉はすべきでない」と述べ、米国政府が香港、新疆ウイグル自治区の人権問題に言及することに対し批判をしている。

こうしたなか、18日～19日に米中両国の外交トップによる協議がなされたが、人権・安全保障の面で双方の主張は折り合わず、さしたる前進はみられなかった。当然ながら、両国の関係悪化、対立激化への懸念が強まることは円買い要因であり、今後の動きを注視したい。

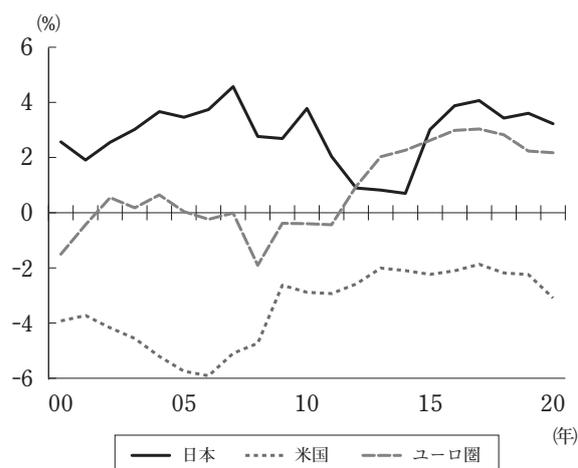
(3) 伝統的な為替相場の決定理論は、今後の円高進行を示唆

ここまで、為替相場の当面の先行きに関し、当研究所が想定するメインシナリオ、リスク要因について論じた。以下、伝統的な為替相場決定理論、すなわち、国際収支説、購買力平価説について概説した後、それぞれの理論に基づいた場合、円相場がどのように推移する可能性が高いのかについて解説した。

イ. 国際収支説

国際収支説は「経常収支が通貨の需給バランスを決定する」といった考えに基づく理論であり、経常黒字国の通貨の価値は上昇し、経常赤字国の通貨の価値は下落すると説くものである^(注10)。この点を踏まえ、日本、米国、ユーロ圏の経常収支の推移を追うと、日本とユーロ圏では黒字が続く一方、米国は恒常的に赤字となっている（図表17）。国際収支説の観点からは、円

図表17 経常収支（対名目GDP比）の推移



(備考) 各国資料などを基に作成

(注)10. 経常収支は、一定期間に海外との間でなされた経済取引により生じた資金収支を表す。国際収支説は、経常黒字国（海外からの受取>海外への支払）の場合、受け取った外国通貨を自国通貨に交換する流れ（外国通貨売り、自国通貨買い）が優勢となるため、通貨高になるといった考え方となる。

高、ユーロ高およびドル安が進行する可能性が高いことが示されている。

ロ. 購買力平価説

絶対的購買力平価説^(注11)と相対的購買力平価説に大別されるが、為替相場の適正水準、あるいは今後想定される動きについて検討・考察をする際には相対的購買力平価説、すなわち、為替相場は2国間の物価上昇率の差（インフレ格差）によって決定されるという考え方が一般に用いられている。

図表18は、国際通貨研究所が試算している円ドル、円ユーロの相対的購買力平価と、実勢相場の推移を示したものである。円ドルの実勢相場は、消費者物価基準の購買力平価と輸出物価基準の購買力平価の範囲内に収まる状況となっている一方、円ユーロの実勢相場は、いずれの物価指数か

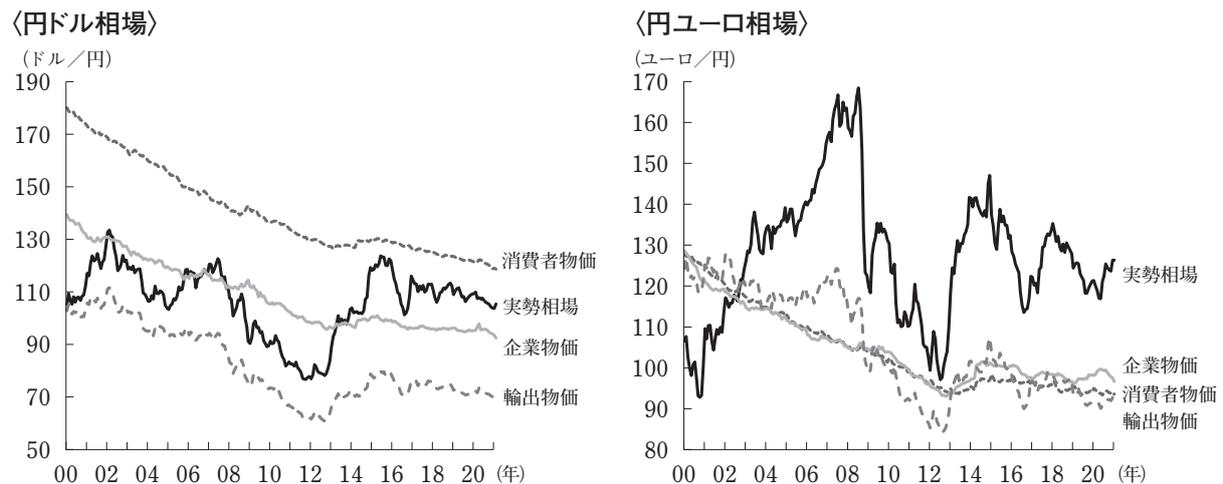
ら試算される購買力平価よりも実勢相場が円安となっている。また、円ドル相場、円ユーロ相場共通の特徴として、いずれの物価指標に基づき算出した購買力平価も、日本が相対的に低インフレであることを反映し、トレンドとしては円高方向に推移していることが挙げられる。

ハ. 小括

国際収支説、相対的購買力平価説いずれについても、実際的为替相場の説明力には限界があるとの指摘も多い。

国際収支説においては、①投機的な取引も多いなか、経常収支からでは市場における実際の資金需給の動向を捉えきれない、②国際収支統計自体に誤差・脱漏項目が存在しており^(注12)、取引の状況を網羅しきれない、などと指摘する向きがある。一

図表18 実勢相場と相対的購買力平価の推移（試算に用いた物価指標の別）



(備考) 相対的購買力平価は国際通貨研究所による試算。以下の算式により求めている。
相対的購買力平価＝基準年の為替相場×（日本の物価指数／米国またはユーロ圏の物価指数）

(注) 11. 為替相場が2国間の通貨の購買力によって決定されるという考え方であり、英エコノミスト誌が定期的に公表しているビックマック指数は、この考え方に基づく。
12. 日本の国際収支統計では、20年に4,717億円が誤差脱漏として計上されている。

方、相対的購買力平価説に関しては、①基準時点をいつにするかで、算出される購買力平価自体が異なってくる、②通常、毎月の変動がさほど大きくない物価指数に基づき試算されるため、短期的な為替変動を予測するには不向き、などを問題視する声も聞かれる。

その一方で、中長期的な相場を展望するうえで、一定の有用性があるとの声も根強い。いずれの理論でも、先行きの円高進行が示唆されている点は念頭に置くべきといえよう。

おわりに～為替相場はここ数年のトレンドに反し、振れの大きい動きを示す可能性も

当然ながら、為替相場の変動は、国内景気に対してはもちろん、対外投資など様々な分野に影響を及ぼす事象といえる。いわゆる投

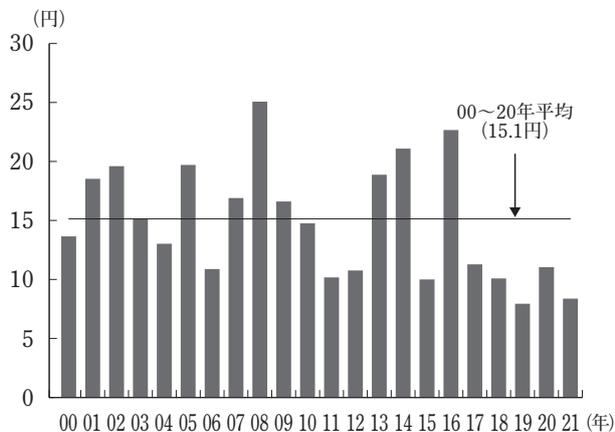
機筋（短期的な売買により利益を得ることを目的とする）といわれる金融市場参加者など、一部の例外を除けば、為替相場は安定的に推移することが望ましいと考えられる。

ちなみに、円の対ドル相場、対ユーロ相場いずれも、ここ数年の年間変動幅は、直近20年の平均に比べ小さくなっている。21年に入って以降の変動幅は、円の対ドル相場が8円強、対ユーロ相場が6円弱となっている（図表19）。

ただ、今後を展望した場合、新型コロナウイルスの感染状況を予見し難いだけに、世界経済情勢、各国の財政金融政策に対する先行き見通しいかんで、金融市場が大きく揺れ動く可能性も排除できない。ここ数年のトレンドに反し、為替相場が振れの大きい動きを示す可能性は相応に高いとみられ、注意を要しよう。

図表19 円相場の年間変動幅の推移

〈対ドル〉



(備考) ブルームバーグより作成

〈対ユーロ〉

