

2021年のドル・円レートの見通し

～日米金利差の変化が小さい中で、

ドル・円レートは膠着感の強い展開を見込む～

2020年12月10日 調査部 北田 英治

TEL 045-225-2375

E-mail: kitada@yokohama-ri.co.jp

【要約】

- ・2020年のドル・円レートを振り返ると、世界的な新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、3月上旬にはリスクオフの円買いで一時1ドル=101円台まで円が急上昇した後、中旬には基軸通貨としてのドル買いが入り、一気に111円台までドルが反発するなど乱高下した。その後はFRBが長期に渡って緩和的な金融政策を続ける方針を明確に示したことや、10月ごろから米国で新型コロナウイルスの感染再拡大が懸念されたことなどから、緩やかに円高・ドル安が進む展開となった。この結果、2020年のドル・円レートの年間変動幅は約11円と、過去最少の2019年（約8円）より拡大したものの、2000年以降の年間変動幅の平均値（約15円）に比べれば小幅な変動となった。
- ・このように2020年のドル・円レートの変動が比較的小幅にとどまった要因としては、①投資家のリスク回避姿勢が強まる場面では、相対的に低リスク通貨とされる円が買われると同時に、基軸通貨のドルも買われること、②日米金利差の変動が3月のFRBのゼロ金利政策導入後は非常に狭いレンジ内にとどまっていること、などがあると考えられる。
- ・FRBが2020年9月に公表したFOMC参加者の金利見通し（ドットチャート）では、2023年末時点で適切と考える政策金利の誘導目標水準（中央値）は現行と同じ0.125%（0.00～0.25%）となった。米国では少なくとも2021年中はゼロ金利政策が続く可能性が高いと見込まれる。一方、日銀は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続している。コロナ禍の影響で日本経済の回復テンポが緩やかな中、今後も消費者物価の前年比上昇率が高まりにくい見込みであることを踏まえれば、日本でも2021年中は大規模な金融緩和策が継続される公算が大きい。このため、当面、日米金利差は変化しにくい状況が続くと見込まれる。
- ・以上を踏まえて2021年のドル・円レートを展望すると、目先は新型コロナへの警戒からリスクオフの円買いが強まる可能性がある。ただ、リスクオフ局面では同時にドルも買われることや、米国の政策金利の下げ余地が乏しいことを踏まえると、大幅な円高・ドル安となる可能性は低いとみられる。その一方、新型コロナのワクチン実用化への期待が高まる場面ではリスクオフの円売りが入ると予想される。また米国のバイデン新大統領への期待が高まればドル高要因となる。ただ、米国の利上げが見込みにくいことから、ドルの上昇余地も限られよう。こうした動きが交錯することによって、2021年のドル・円レートは、1ドル=100～110円程度のレンジ内で推移し、明確な方向感が出にくい展開になると予想される。なお、リスクは円高・ドル安方向にあると考える。特に米財政赤字の膨張がドル安につながるリスクに注意を要しよう。

1. 2020年のドル・円レートの変動幅は約11円にとどまる

2020年のドル・円レートを振り返ると、年初は1ドル=108円台でスタートし、2月中旬には米国景気の回復期待などから1ドル=112円台にドルが上昇した。2月下旬から世界的に新型コロナウイルスの感染が拡大すると、3月上旬にはリスクオフの円買いで一時的に1ドル=101円台まで円が急上昇した後、同月中旬には基軸通貨としてのドル買いが入り、一気に111円台までドルが反発するなど乱高下した(図表1)。その後、新型コロナウイルスのワクチン開発への期待が高まる場面では低リスク通貨とされる円が売られる場面もあったものの、FRB(米連邦準備理事会)が長期に亘って緩やかな金融政策を続ける方針を明確に示したことや、10月ごろから米国で新型コロナウイルスの感染再拡大が懸念されたことなどから、もみ合いながら緩やかに円高・ドル安が進む展開となった。

この結果、2020年のドル・円レートの年間変動幅は約11円(2020年12月9日時点)と、過去最少にとどまった2019年(約8円)より拡大したものの、2000年以降の年間変動幅の平均値(約15円)に比べれば小幅な変動となった(図表2)。

図表1 ドル・円レートの推移



2. リスクオフの局面では低リスク通貨の円と基軸通貨のドルの双方が買われる

このように2020年のドル・円レートの変動が比較的小幅にとどまった要因としては、第1に、投資家のリスク回避姿勢が強まる場面では、相対的に低リスク通貨とされる円が買われると同時に、基軸通貨のドルも買われる(逆に投資家がリスク選好姿勢を強める場面では、円とドルが同じように売られる)ことがあげられる。

通貨の実力を測る総合的な指標である実効為替レートを見ると、2020年の秋口以降は米国株の変動に合わせる形で、円とドルの実効レートが概ね同じような動きをしている(図表3)。つまり、米国株が下落する場面では投資家のリスク回避姿勢が強まって低リスク通貨とされる円とドルが同時に買

われ、逆に米国株が上昇する場面では円とドルが同時に売られる傾向がみられる。11月の米大統領選挙後には、米政治の不透明感の後退を背景に米国株が大幅に上昇する中で、円とドルが共に大きく下落する場面もみられた。このように足元で円とドルの実効為替レートが同じ方向に動く場面が多いことから、結果的に対ドル円レートの方向感が出にくい状況となっている。

図表2 ドル・円レートの高値と安値

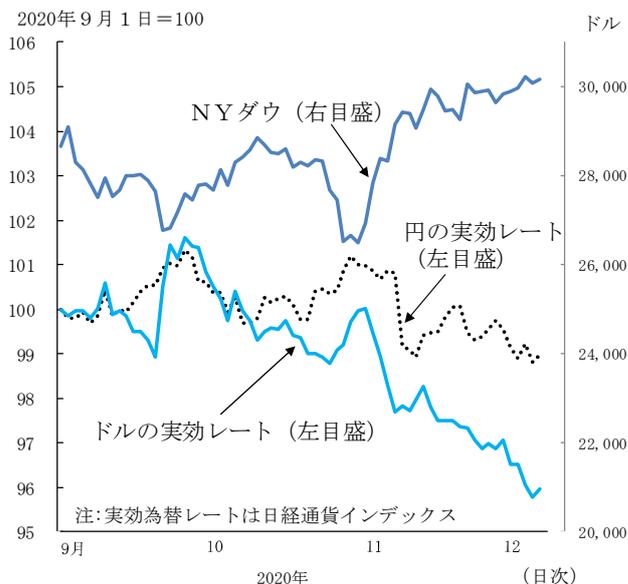
(単位：円/ドル)

年	始値	ドル高値	ドル安値	終値	年間変動幅
2000	102.14	115.06	101.40	114.41	13.7
2001	114.44	132.08	113.54	131.66	18.5
2002	131.68	135.14	115.54	118.79	19.6
2003	118.79	121.88	106.74	107.22	15.1
2004	107.22	114.88	101.84	102.63	13.0
2005	102.71	121.40	101.68	117.75	19.7
2006	117.90	119.88	108.99	119.06	10.9
2007	119.04	124.14	107.23	111.75	16.9
2008	111.76	112.21	87.14	90.64	25.1
2009	90.64	101.45	84.83	93.03	16.6
2010	93.03	94.99	80.22	81.12	14.8
2011	81.34	85.53	75.35	76.91	10.2
2012	76.84	86.79	76.03	86.75	10.8
2013	86.75	105.41	86.53	105.31	18.9
2014	105.31	121.85	100.76	119.78	21.1
2015	119.78	125.86	115.86	120.22	10.0
2016	120.22	121.69	99.02	116.96	22.7
2017	116.94	118.60	107.32	112.69	11.3
2018	112.69	114.55	104.56	109.69	10.0
2019	109.69	112.40	104.46	108.61	7.9
2020	108.61	112.23	101.19	103.84	11.0

注：NY市場のデータ。シャドローは大統領選挙年。

出所：Bloombergより作成

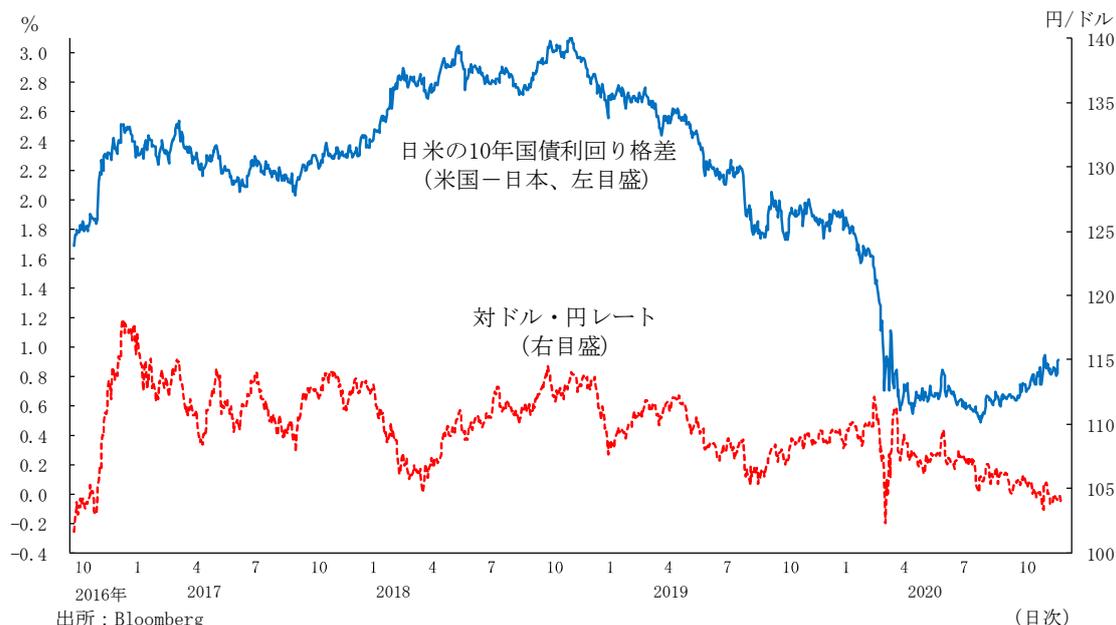
図表3 実効為替レートの推移



出所：NEEDS-Financial QUEST より浜銀総研作成

2020年のドル・円レートの変動が比較的小幅にとどまった要因として、第2に、日米金利差の変動が3月のFRBのゼロ金利政策導入後は非常に狭いレンジ内にとどまっていることがあると考えられる。日米の10年国債の金利差（米国－日本）を見ると、2020年の年初には1.9%程度で推移していたが、新型コロナウイルス感染症拡大の米国経済への影響が懸念される中で米長期金利が低下基調を強め、

図表4 日米金利差とドル・円レート



出所：Bloomberg

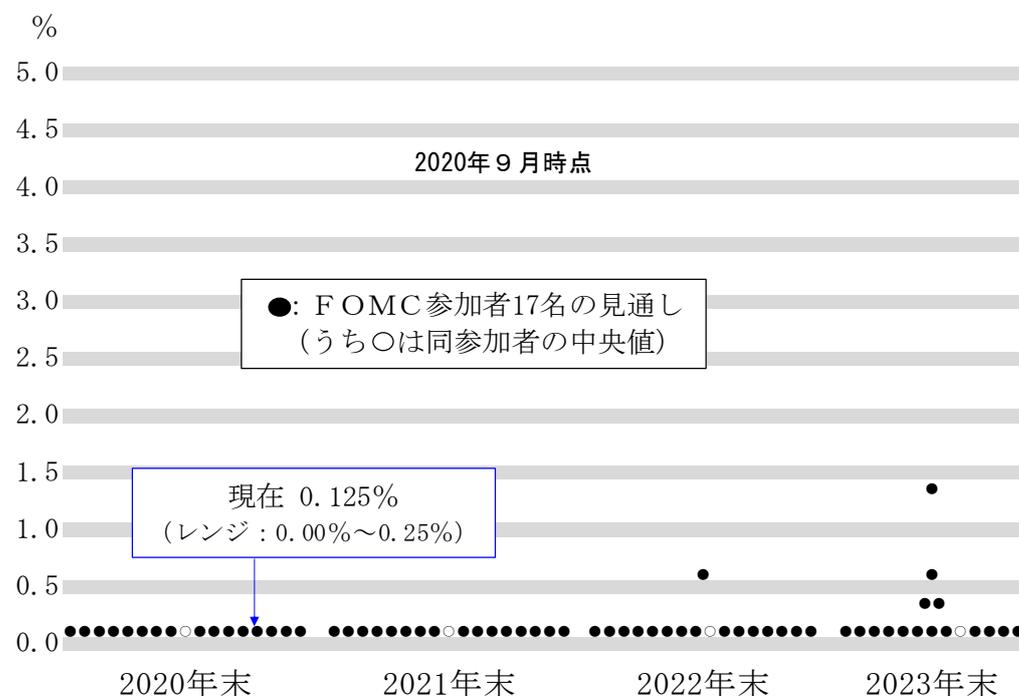
(日次)

3月にFRBがゼロ金利政策を導入した後は、金利差が0.6%程度にまで縮小している（図表4）。4月以降、米長期金利は極めて低い水準で推移しており、日米の10年国債の金利差も0.6%~0.9%程度の範囲の小動きとなっている。

3. 日米ともに2021年も大規模な金融緩和が続く公算大

FRBが2020年9月のFOMC（公開市場委員会）後に公表した声明文では、フォワードガイダンス（政策指針）を「穏やかに2%を超える物価上昇を目指す」に変更し、現行のゼロ金利政策の長期化を示唆した。さらに併せて公表したFOMC参加者の金利見通し（ドットチャート）によると、2023年末時点で適切だと考える政策金利（FF金利）の誘導目標水準（中央値）は現行と同じ0.125%（0.00~0.25%）となった（図表5）。17人の参加者のうち、13人が2023年末までの政策金利の据え置きを予想しており、より長期に渡りゼロ金利の状態が続く可能性が高まっている。米国では少なくとも2021年中はゼロ金利政策が続く可能性が高いと見込まれる。

図表5 FOMC参加者の政策金利（FF金利）の見通し



出所：FOMC資料

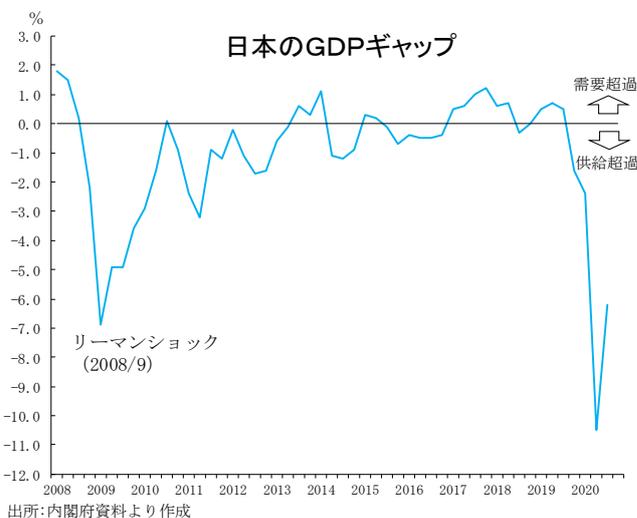
一方、日本銀行は、2016年9月以降、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続している。すなわち、①日銀当座預金の一部に課せられるマイナス金利を年-0.1%で維持するとともに、②10年物国債金利がゼロ%程度で推移するように長期国債の買入れを行っている。2020年に入り、新型コロナウイルスの感染拡大で景気の先行き不透明感が強まると、日銀は3月に企業の資金繰り支援や、CP・社債等買入れの増額、ETF・J-REITの積極的な買入れなどを決定し、金融緩和を強化した。10月の金融政策決定会合においても、「日本銀行は2%の『物価安定の目標』の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』を継続する」ことや、「当面は新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」という方針が示されている。

2020年10月の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比-0.7%と3か月連続の前年割れとなった（図表6）。政府の観光需要喚起策「Go To トラベル」事業の影響で宿泊料が大幅に下落したという特殊要因はあるものの、2%の物価安定目標からはかなり離れている。内閣府によると、日本経済の需要と潜在的な供給力の差を示す需給ギャップ（GDPギャップ）は、2020年7～9月期に-6.2%となり、4～6月期の-10.5%から改善した（図表7）。ただ、消費税率引き上げ後の2019年10～12月期から4四半期連続でマイナス（供給超過）となっており、消費者物価には下落圧力が掛かっている。コロナ禍の影響で日本経済の回復テンポが緩やかとなり、今後も消費者物価の前年比上昇率が高まりにくい見込みであることを踏まえれば、少なくとも2021年中は大規模な金融緩和策が継続される公算が大きい。このため、当面、日米金利差は変化しにくい状況が続くと見込まれる。

図表6 消費者物価指数の推移



図表7 需給ギャップの推移



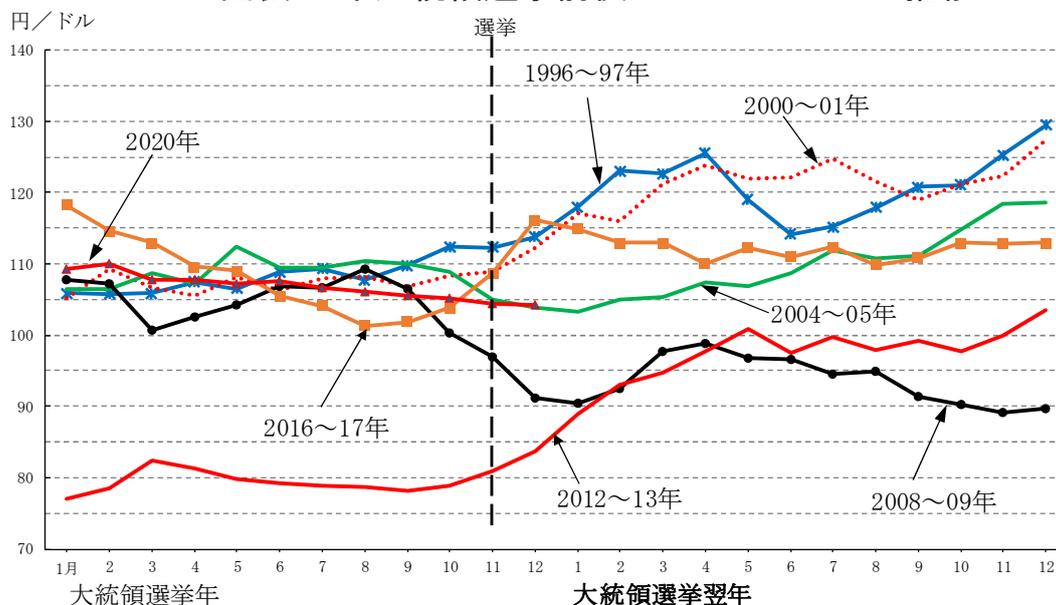
4. 2021年のドル・円レートは膠着感の強い展開を見込む

以上を踏まえて2021年のドル・円レートを展望すると、目先は新型コロナへの警戒からリスクオフの円買いが強まる可能性があるだろう。ただ、リスクオフ局面では同時に基軸通貨のドルも買われることや、FRBの利下げ余地が乏しいことを踏まえると、大幅な円高・ドル安となる可能性は低いとみられる。その一方、新型コロナのワクチン実用化への期待が高まる場面ではリスクオンの円売りが入ると予想される。また米国のバイデン新大統領への期待が高まればドル高要因となる。過去の米大統領選挙後のドル・円相場の動きを見ると、年末から翌年前半にかけてドル高傾向で推移したケースが多いことが分かる（図表8）。もっとも、2021年中にFRBが利上げに転じることを見込みにくいいため、ドルの上昇余地は限られよう。こうした動きが交錯することによって、2021年のドル・円レートは、1ドル=100～110円程度のレンジ内で推移し、明確な方向感が出にくい展開になると予想される。

なお、上記のようなレンジ内での取引が2021年のドル・円レートのメインシナリオだが、リスクは円高・ドル安方向にあると考える。特に注意すべきは、米国の財政赤字の拡大が市場で材料視されてドル安が進むケースである。米財務省の発表によると、2020会計年度（19年10月～20年9月）の米財政赤字は、新型コロナ対策の影響で前年度比3倍の3.1兆ドルに膨らんだ（図表9）。赤字幅はリーマン・ショック直後の2009年度（1.4兆ドル）を大きく上回り、過去最悪となっている。米議会

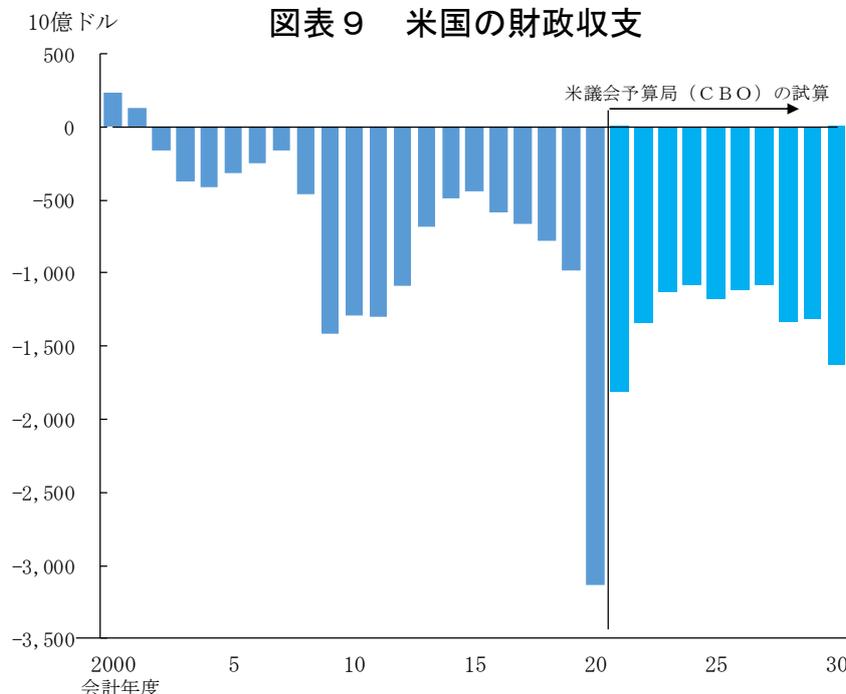
予算局の試算（2020年9月）では、2021年度には赤字幅が1.8兆ドルに縮小する見通しであるが、バイデン新大統領は選挙公約で大型の財政出動を掲げており、赤字が上振れする可能性が大きい。C R F B（責任ある連邦予算委員会）の試算によれば、バイデン氏の公約を実現すると10年間で基本シナリオよりも財政赤字が5.6兆ドルも膨らむ。米財政赤字の膨張がドル安につながるリスクに注意を要しよう。

図表8 米大統領選挙前後のドル・円レートの推移



出所: Bloombergより作成

図表9 米国の財政収支



出所: 米財務省、米議会予算局（CBO）資料などより浜銀総研作成

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。