

今後のドル・円レートの展望（2022年4月） ～日米金融政策の違いや日本の貿易赤字拡大を背景に、 ドル・円レートは1ドル=130円台を目指す展開へ～

2022年4月13日 調査部 北田 英治
TEL 045-225-2375
E-mail: kitada@yokohama-ri.co.jp

【要約】

- ・2022年3月中旬以降、円安・ドル高の動きが加速している。この背景にあるのは、①FRB（米連邦準備理事会）の金融引き締め観測や、②原油価格の高騰に伴う日本の貿易赤字拡大観測などである。4月11日には一時1ドル=125円77銭と、2015年6月以来、6年10か月ぶりの円安水準をつけた。
- ・約7年前と現在のドル・円レートを取り巻く環境を比較すると、まず日米金融政策の方向性の明確な違いが強力な円売り・ドル買い要因になったという共通点がある。14年10月にFRBは量的金融緩和第3弾（QE3）を終了し、その後、市場ではFRBの利上げ観測が高まっていた。一方、日銀は14年10月に量的・質的金融緩和を拡大しており、日米金融政策の方向性の違いが明瞭となっていた。
- ・次に、約7年前と現在では原油価格の方向性や、それを受けた日本の貿易収支の方向性が明らかに違う。すなわち、約7年前は米シェールオイルの増産などを背景に原油価格が下落基調で推移しており（15年6月のWTIの平均値は1バレル59.8ドル）、日本の貿易赤字は縮小傾向にあった（円高要因）。それに対して今回はウクライナ危機などを受けて原油価格が大幅に上昇しており（22年3月のWTIの平均値は1バレル108.9ドル）、日本の貿易赤字は拡大傾向にある（円安要因）。これらの面を踏まえると、今回の方が円安方向への振れ幅がより大きくなる可能性があると考えられる。
- ・今後も①日米金融政策の方向性の明確な違いや、②原油高などを受けた日本の貿易収支赤字の拡大観測を背景に、ドル・円レートは円安・ドル高基調での推移が見込まれる。ロシアのウクライナ侵攻後の日米10年国債の金利差（米国-日本）とドル・円レートとの相関関係を前提に試算すると、先行き米国の10年国債利回りが+3.0%に上昇した場合（日本の10年国債利回りは上限の+0.25%と想定）、1ドル=128円75銭程度の円安・ドル高になると計算される（米10年国債の利回りが+3.25%の場合は1ドル=131円80銭程度）。
- ・約7年前の円安局面では、日銀の黒田総裁による円安けん制発言（2015年6月）や、ギリシャの債務不履行懸念によるリスク回避の円買いなどを契機に円安に歯止めがかかり、その後、15年8月の「チャイナ・ショック」と呼ばれる世界同時株安（それに伴う低リスク通貨の円買い）を受けて、円高・ドル安が進展した。目先は、日本政府や日銀から過度な円安進行をけん制する発言などがあるのか否かが注目点となろう。

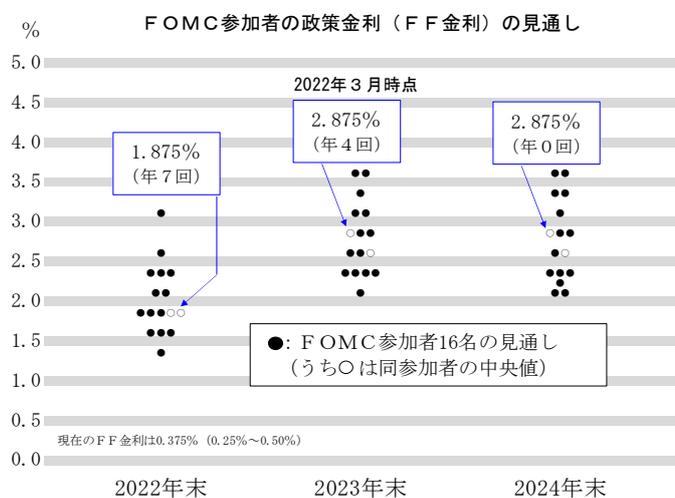
1. 2022年3月中旬以降、円安・ドル高の動きが加速

2022年3月中旬以降、円安・ドル高の動きが加速している。3月上旬に1ドル=115円前後で推移していたドル・円レートは、3月22日に1ドル=120円を突破し、28日には一時1ドル=125円10銭と2015年8月以来の水準まで円安・ドル高が進んだ。その後、いったん利益確定の円買いが入り、1ドル=121円台まで円高・ドル安方向に戻したものの、4月に入ると再び円売り・ドル買いが優勢となり、4月11日には一時1ドル=125円77銭と、2015年6月以来、6年10か月ぶりの円安水準をつけた。

こうした急激な円安・ドル高進行の要因としては、まずFRB（米連邦準備理事会）の金融引き締め観測の高まりが挙げられる。FRBは3月16日のFOMC（米公開市場委員会）で0.25%の利上げを実施するとともに、利上げ前倒しの見通しを示した。すなわち、FRBが3月のFOMC後に公表したFOMC参加者の金利見通し（ドットチャート）によると、2022年末までに0.25%の利上げを7回想定している（今回分を含む）ことが明らかとなった（図表1）。前回21年12月に公表されたドットチャートでは、2022年末までに0.25%の利上げを3回想定していることが示されており、その後の3か月間でFRBが金融引き締めにより前向きになったことが確認された。3月のFOMC声明文では、「ロシアのウクライナ侵攻による米国経済への影響は極めて不透明であり、短期的にはさらなるインフレ上昇圧力を生み、経済活動の重荷となる可能性が高い」と指摘しており、ウクライナ危機がFRBの利上げペースを加速させ得る要因となっていることがうかがえる。3月のFOMC後もパウエルFRB議長の発言（3月21日）や、ブレイナード理事の発言（4月5日）などを受けて、FRBの金融引き締めペースが加速するとの見方が強まった。政策金利であるフェデラル・ファンド（FF）金利の先物市場を見ると、2022年末までFRBが累計9回分の利上げ（1回あたり0.25%として計算、3月実施分を含む）を織り込む水準となっている（図表2）。年内のFOMCの日程（残り6回）を踏まえると、1会合当たり0.5%以上の利上げが予想されていることになる。

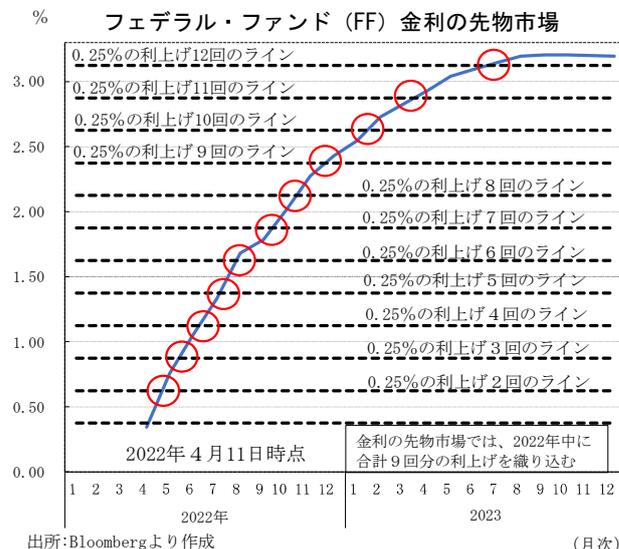
一方、日銀が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続していることも、円安・ドル高の要因となっている。3月28日に、日銀が長期金利の上昇を抑制するため、決まった利回りで一定期間にわたって無制限で国債を買い入れる「連続指値オペ（公開市場操作）」の実施を発表すると、積極的に金融を引き締めるFRBとの金融政策の方向の違いや、日米金利差の拡大観測から円が大きく売られた。日本の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は22年2月に前年比+0.6%と徐々に伸び率を

図表1 FOMC参加者の金利見通し



出所：FOMC資料

図表2 金利先物市場の見通し



高めており、携帯電話通信料の大幅値下げの影響が剥落する 22 年 4 月には、前年比で 2% 近傍に達する可能性が高まっている。しかしながら、足元の物価上昇は日銀が掲げる 2% の「物価安定の目標」とは異なる性質のものであり、日銀の黒田総裁は 3 月 18 日の金融政策決定会合後の記者会見で、金融政策を修正する必要がないことを強調している。

加えて、原油価格の高騰に伴う日本の貿易赤字拡大観測も円安・ドル高の要因となっている。財務省の「貿易統計」によると、2022 年 2 月の貿易収支（輸出-輸入、季節調整値）は約 1 兆円の赤字と前月（7,769 億円の赤字）から赤字幅が拡大した（図表 3）。これで 11 か月連続の貿易赤字となった。足元で日本の貿易赤字が拡大している背景には、原油高に伴う輸入金額の増加がある。米国の原油先物相場（WTI）は、2020 年 4 月下旬に大底を付け、その後上昇基調で推移している（図表 4）。2022 年 2 月下旬にロシアがウクライナに侵攻すると、WTI の上昇に拍車がかかり、3 月 7 日には一時 1 バレル 130.50 ドルと 2008 年 7 月以来の高値を付ける場面もあった。欧米日によるロシアへの経済制裁を受けて、ロシアからの原油の供給が滞りかねないとの懸念が根強く、先行き原油価格の高止まりが警戒されている。

なお、投資家がリスク回避姿勢を強める場面では、一般的に低リスク通貨とされる円を買う動きが出やすいものの、戦争や武力紛争など「有事」と呼ばれる非常事態が発生した際には、流動性が高いドルにも買いが入りやすくなるため、今回のウクライナ危機では投資家のリスク回避に伴う円高・ドル安が進みにくくなっている面がある。

図表 3 日本の貿易収支と円相場



図表 4 原油価格の推移



2. 約7年前の円安・ドル高局面との共通点と相違点

前述のように、足元のドル・円相場が 2015 年 6 月以来、6 年 10 か月ぶりの円安水準にあることから、以下では約 7 年前と現在のドル・円レートを取り巻く環境を比較しよう。

まず日米金融政策の方向性の明確な違いが強力な円売り・ドル買い要因になったという共通点がある（図表 5）。すなわち、2014 年 10 月に F R B は量的金融緩和第 3 弾（QE 3）を終了し、その後、市場では F R B の利上げ観測が高まった。一方、日銀は 14 年 10 月に量的・質的金融緩和を拡大しており、日米金融政策の方向性の違いが明瞭となっていた。

また、約7年前と現在では原油価格の動向が明らかに違う。すなわち、約7年前は米シェールオイルの増産などを背景に原油価格が下落基調で推移しており（15年6月のWTIの平均値は1バレル59.8ドル）、日本の貿易赤字は縮小傾向にあった（円高要因）。それに対して今回はウクライナ危機などを受けて原油価格が大幅に上昇しており（22年3月のWTIの平均値は1バレル108.9ドル）、日本の貿易赤字は拡大傾向にある（円安要因）。こうした原油価格の方向性の違いや、それを受けた日本の貿易収支の方向性の違いを踏まえると、今回の方が円安方向への振れ幅がより大きくなる可能性があると考えられる。

図表5 2014年後半～15年前半の円安・ドル高局面との比較

	2014年後半～15年前半の 円安・ドル高局面	現在の円安・ドル高局面
円の最安値	1ドル=125.86円（2015.6.5）	1ドル=125.77円（2022.4.11）
FRBの金融政策	2014年10月に量的緩和政策第3弾（QE3）を終了	2022年3月に量的緩和を終了
	FRBの利上げ観測の高まり	2022年3月に0.25%の利上げを実施（ゼロ金利政策の解除）
日銀の金融政策	2014年10月に量的・質的金融緩和を拡大	長短金利操作付き量的・質的金融緩和を継続
原油価格	米シェールオイルの増産などを背景に下落基調で推移	ウクライナ危機などを背景に上昇基調で推移
	1バレル59.83ドル（2015年6月平均、WTI）	1バレル108.88ドル（2022年3月平均、WTI）
日本の貿易収支	赤字幅が縮小基調で推移	赤字幅が拡大基調で推移
	年率-3.3千億円（15年6月）	年率-10.3千億円（22年2月）
円安局面が終了した（円高方向に転じた）きっかけ	黒田日銀総裁の円安けん制発言（15年6月）	
	ギリシャの債務不履行懸念によるリスク回避の円買い（15年6月）	

注：オレンジ色部分は円安・ドル高要因、緑色部分は円高・ドル安要因。

出所：各種資料より浜銀総研作成

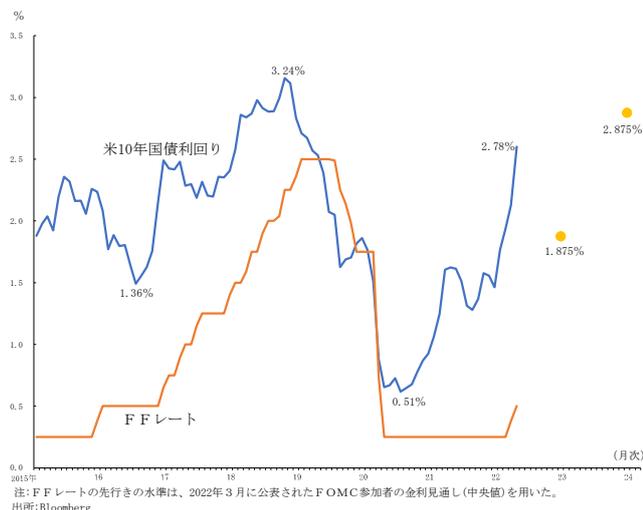
3. 先行きドル・円レートは1ドル=130円台を目指す展開へ

以上のような状況を踏まえて、先行きのドル・円レートを展望すると、今後も①日米金融政策の方向性の明確な違いや、②原油高などを受けた日本の貿易収支赤字の拡大観測を背景に、円安・ドル高基調での推移が見込まれる。

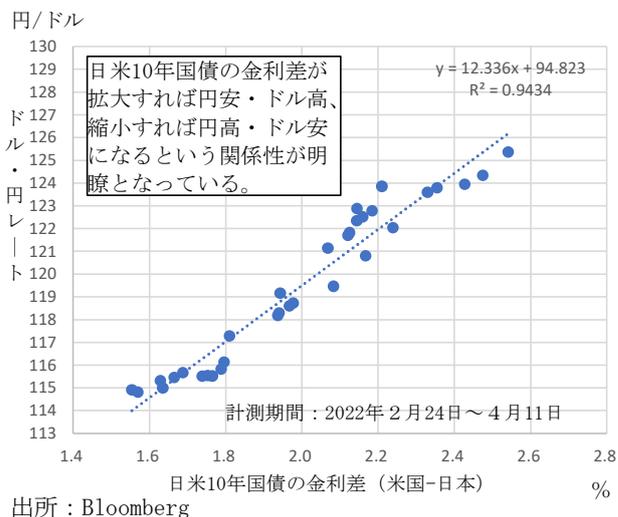
先行き、どの程度まで円安・ドル高が進むのかについては、今後のFRBの利上げの到達点や、それを踏まえた米長期金利の水準がカギを握ろう。前述のように、既にFF金利の先物市場は2022年末までにFRBが累計9回分の利上げ（1回あたり0.25%として計算、3月実施分を含む）を織り込む水準となっていることから、米国の10年国債利回りもかなりの程度、FRBの利上げを先取りしていると考えられる。前回、2015年末からの利上げ局面（FRBは0.25%の利上げを9回実施）を振り返ると、米10年国債利回りは2016年7月の1.36%を底に、2018年11月の3.24%まで上昇した（図表6）。今回、米10年国債利回りは、2020年8月のボトム（0.51%）から既に2.2%程度上昇し

ている。今回のFRBの利上げの到達点（前述のFOMC参加者の金利見通しでは2023年に2.875%）が、前回の利上げの到達点（FF金利の誘導レンジ：2.25%～2.50%）に比べてやや高くなる可能性がある点を踏まえると、先行き米10年国債利回りは3%台半ばぐらいまで上昇してもおかしくないと考える。

図表6 FFレートと米10年国債利回り



図表7 日米金利差とドル・円レートの相関図



こうした状況を踏まえた上で、ロシアのウクライナ侵攻後の日米10年国債の金利差（米国-日本）とドル・円レートとの相関関係を求めると、日米10年国債の金利差が0.1%拡大した場合、ドル・円レートが約1.2円、円安・ドル高方向に動く傾向がみられる（図表7）。この関係が維持されれば、先行き米国の10年国債利回りが+3.0%に上昇した場合（日本の10年国債利回りは上限の+0.25%と想定）、1ドル=128円75銭程度の円安・ドル高になると計算される（米10年国債の利回りが+3.25%の場合は1ドル=131円80銭程度）。

約7年前の円安局面では、日銀の黒田総裁による円安けん制発言（2015年6月）や、ギリシャの債務不履行懸念によるリスク回避の円買いなどを契機に円安に歯止めがかかり、その後、2015年8月の「チャイナ・ショック」と呼ばれる世界同時株安（それに伴う低リスク通貨の円買い）を受けて、円高・ドル安が進展した。目先は、日本政府や日銀から過度な円安進行をけん制する発言などがあるのか否かが注目点となろう。

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原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。