

## 2023年のドル・円レートの見通し

～年末にはFRBの利下げなどを背景に、

1ドル=120円前半を目指す展開へ～

2023年1月5日 調査部 北田 英治

TEL 045-225-2375

E-mail: [kitada@yokohama-ri.co.jp](mailto:kitada@yokohama-ri.co.jp)

### 【要約】

- ・2022年のドル・円レートを振り返ると、3月中旬以降、円安・ドル高の流れが加速し、10月下旬には一時1ドル=151円94銭と、およそ32年ぶりの円安・ドル高水準をつけた。この大幅な円安・ドル高をもたらした主因は、①FRB（米連邦準備理事会）の急ピッチな利上げに伴う日米金利差の拡大と、②資源高などを背景とする日本の貿易赤字の拡大である。ただその後、日本政府・日銀による連続的な円買い・ドル売り介入の実施や、FRBが利上げのペースを緩めるとの観測、さらに日銀が12月20日に金融緩和策の一部修正を行ったことなどから、年末には1ドル=130円前半まで円が反発した。
- ・2023年のドル・円レートを展望する上でカギとなるのは、①FRBの利上げ終了の時期と利下げ開始の時期、②日本の貿易赤字の動向、③日銀の金融緩和策の行方である。①のFRBの金融政策については、FRBが22年12月に公表したFOMC参加者の金利見通しなどから判断して、今年3月か5月のFOMCで利上げが打ち止めになる公算が大きい。その後、しばらくは政策金利が据え置かれるものの、米景気が年前半にリセッション入りするとみられる中で、FRBが政策の軸足を景気への配慮に移し、年終盤には利下げに転じる可能性があると考えられる。②の日本の貿易赤字については、足元で赤字の拡大に歯止めが掛かりつつあり、先行き世界経済の減速を受けて資源価格が弱含むとみられる中で、徐々に赤字幅が縮小すると予想される。③の日銀の金融緩和策については、現時点で非常に見通しにくい。ただ、政府内で2%の物価安定目標を定めた政府・日銀の共同声明の見直し議論が浮上していることや、日銀の審議委員の中に現行の金融緩和策の検証をいずれ行うことが必要との意見があることなどを踏まえると、23年中に何らかの見直しが行われる可能性も十分にあると考えられる。
- ・以上から23年のドル・円レートを展望すると、1～3月期は円弱含みでのみみ合いを見込む。FRBの追加利上げが続く中、米長期金利が緩やかに上昇し、それに合わせて円安・ドル高が徐々に進むと予想される。しかし4～6月期以降は、FRBの利上げ打ち止めを受けて、米長期金利が徐々に低下していくと見込まれるため、円高・ドル安基調に転じる公算が大きい。また日本の貿易赤字は続くものの、赤字幅が縮小基調を辿ることから、実需面からの円売り・ドル買い圧力も次第に弱まっていこう。10～12月期にはFRBの利下げ開始に加えて、日銀の金融緩和策が見直される可能性があり、その場合には円買い・ドル売り圧力が一段と強まり、年末に向けて1ドル=120円前半を目指す展開になると予想される。

## 1. 2022年のドル・円レートは10月下旬まで大幅な円安・ドル高が進展

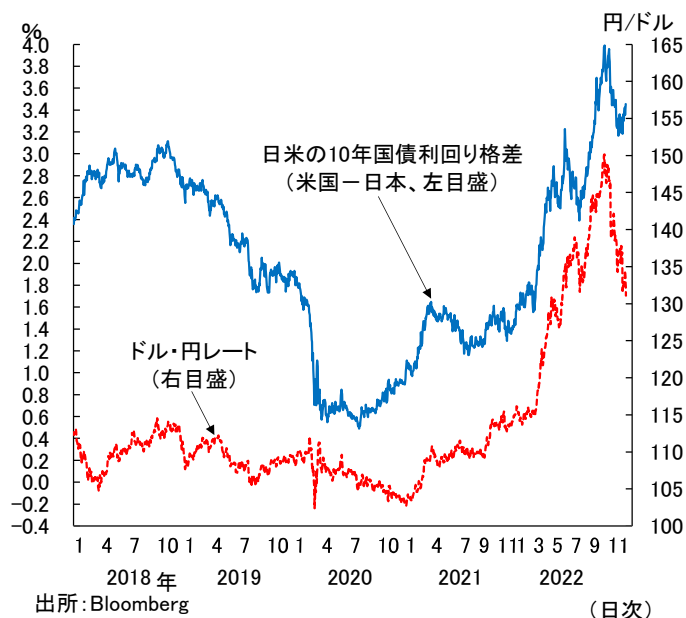
2022年のドル・円レートを振り返ると、年初は1ドル=115円台でスタートし、3月下旬に120円を超え、4月下旬には130円を上回る円安・ドル高となった(図表1)。そして、その後も円安・ドル高の流れが続き、9月には140円を突破し、10月21日には一時1ドル=151円94銭と、1990年7月以来、およそ32年ぶりの円安・ドル高水準をつけた。この大幅な円安・ドル高をもたらした主因は、①FRB(米連邦準備理事会)の急ピッチな利上げに伴う日米金利差の拡大(図表2)と、②資源高などを背景とする日本の貿易赤字の拡大である。ただその後、日本政府・日銀による連続的な円買い・ドル売り介入の実施や、FRBが利上げのペースを緩めるとの観測、さらに日銀が12月20日に金融緩和策の一部修正を行ったことなどから、年末には1ドル=130円台前半まで円が反発した。

なお、2022年のドル・円レートの年間変動幅は38.5円と、プラザ合意(1985年9月)の影響を受けた1986年(50.7円)以来の大幅な変動となった(図表3)。

図表1 ドル・円レートの推移



図表2 日米金利差とドル・円レート



図表3 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	103.25	11.0
2021	103.25	115.52	102.59	115.08	12.9
2022	115.08	151.94	113.47	131.12	38.5

注: NY市場のデータ。シャドーは米大統領選挙年。

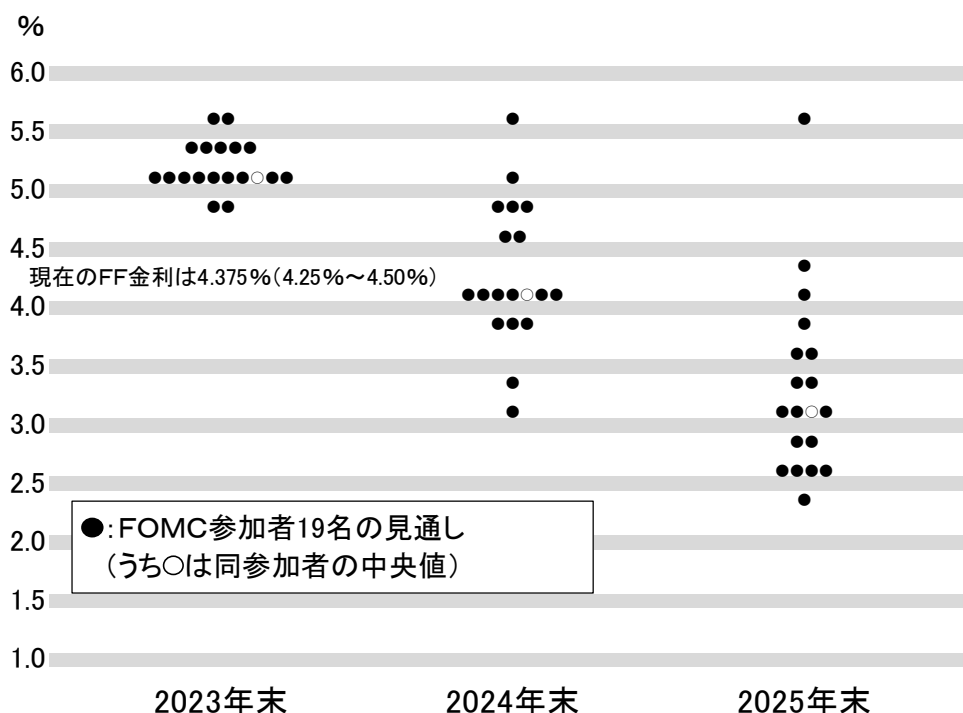
出所: Bloombergより作成

## 2. FRBの利上げは今春には打ち止めとなる公算大

2023年のドル・円レートを展望する上でカギとなるのは、①FRBの利上げ終了の時期と利下げ開始の時期、②日本の貿易赤字の動向、③日銀の金融緩和策の行方である。

FRBは22年3月のFOMC（公開市場委員会）で0.25%の利上げに踏み切り、その後、5月に0.5%、6月、7月、9月、11月にそれぞれ0.75%、12月に0.5%の利上げを実施した。12月のFOMCでは利上げ幅を縮小したものの、同時に公表したFOMC参加者の金利見通し（ドットチャート）では、23年末時点で適切だと考える政策金利（FF金利）の誘導目標（中央値）を5.125%と、前回9月予測（4.625%）から引き上げた（図表4）。

図表4 FOMC参加者の政策金利（FF金利）の見通し  
(2022年12月時点)



出所:FOMC資料

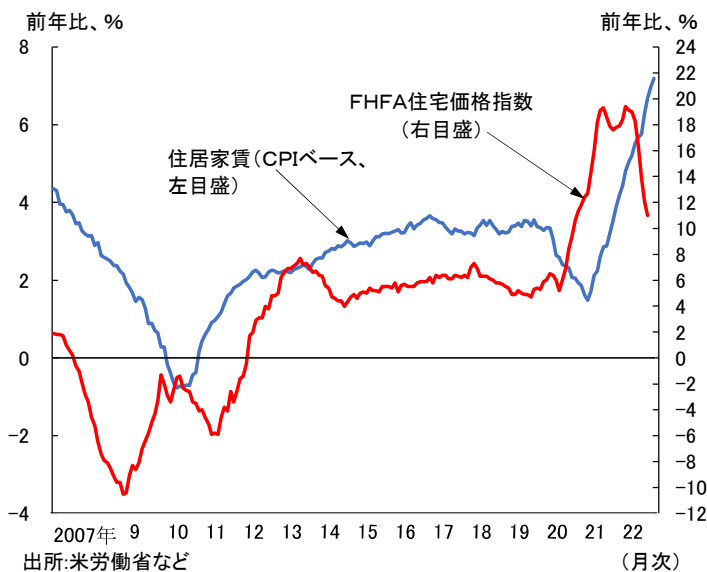
今後のFRBの金融政策を展望する上で、カギを握るのは米国の消費者物価指数（CPI）の動向である。22年11月の米CPI（総合）は前年比+7.1%となり、前月（同+7.7%）から伸びが鈍化した（図表5）。内訳をみると、ガソリンなどエネルギー価格が同+13.0%と前月（同+17.6%）に比べて伸びが鈍化したため、財の物価はピークアウト感が鮮明になっている。一方、住居家賃（同+7.2%）などを含むサービスの物価（同+7.2%）は前月と同じ伸びとなった。

こうした状況の中で、今後、サービス物価の伸びが、どのタイミングで鈍化してくるのが、最大の焦点となろう。サービス物価を押し上げている住居家賃の動きは賃貸住宅市場の需給バランスの変化を反映するが、過去の経験則では、住宅価格（FHFA住宅価格指数）の動きに1年半程度遅れる形で、住居家賃が動いている（図表6）。米国の住宅取得需要は既に減退しており、住宅価格の伸び率のピークが2021年7月であったことから、上記の経験則に照らせば、23年1～3月期にも住居家賃の伸びが鈍化する可能性がある。サービス物価の伸びが鈍化してくれば、FRBの利上げも終了が近づくと考えられる。

図表5 米国の消費者物価の推移



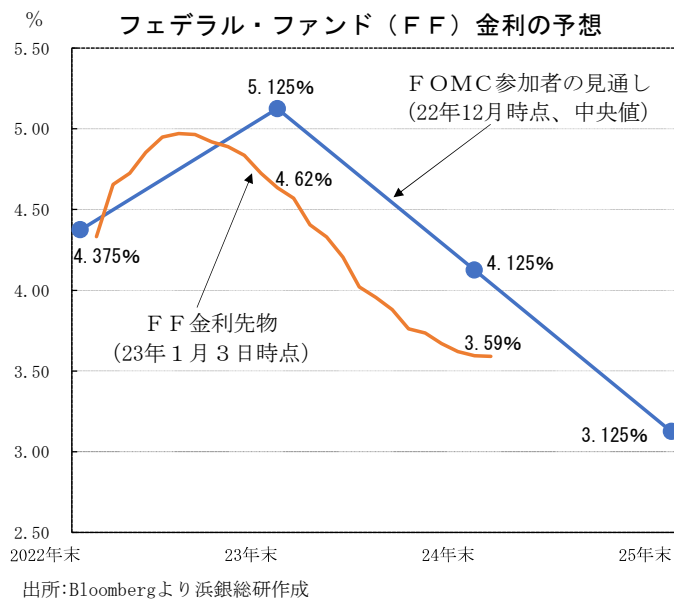
図表6 米国の住宅価格と住居家賃



前出のFOMC参加者の金利見通し(22年12月)で示された水準(23年末で5.125%)まで政策金利を引き上げるためには、先行きFRBが計0.75%の追加利上げを行う必要がある。一方、FF金利の先物市場では、こうしたFOMC参加者の見通しに比べて、利上げの最終到達水準(ターミナルレート)が低位となっている。すなわち、23年1月3日時点の先物市場では、2023年5月にFF金利が5%程度まで上昇して、利上げが打ち止めになることを織り込んでいる(図表7)。また、23年10~12月期以降、FRBが利下げスタンスに転じることも織り込んでいる。

以上を総合的に判断すると、FRBの利上げは23年3月か5月のFOMCで打ち止めになる公算が大きい(2月1日と3月22日のFOMCで各0.25%の利上げ、あるいは2月、3月、5月3日のFOMCで各0.25%の利上げを行うパターンを想定)。その後、しばらくは政策金利が据え置かれるものの、米景気が年前半にリセッション入りするとみられる中で、FRBが政策の軸足を景気への配慮に移し、年終盤には利下げに転じる可能性があると考えられる。

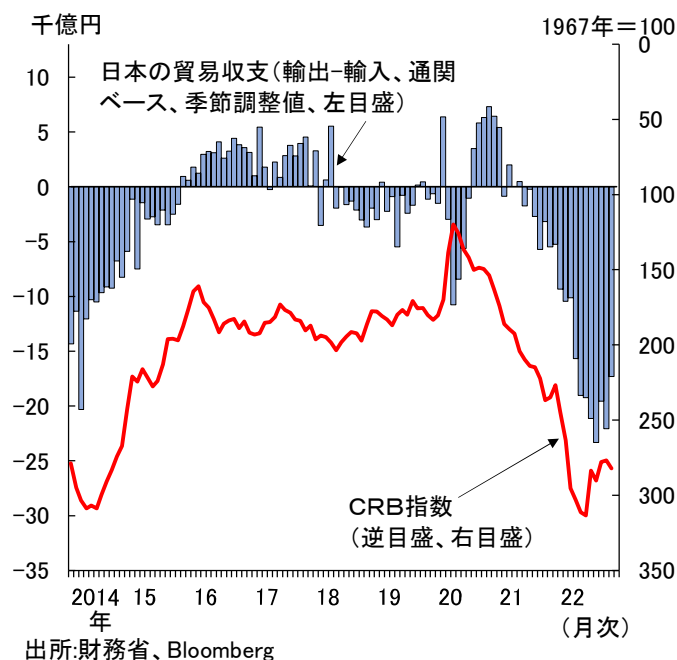
図表7 FF金利の先物市場では23年末頃に利下げを織り込む



### 3. 日本の貿易赤字は先行き縮小傾向へ

これまで実需面から円安・ドル高を支えていた日本の貿易赤字をみると、足元で赤字の拡大に歯止めが掛かりつつある。22年11月の日本の貿易収支（季節調整値）は約1.7兆円の赤字と、前月（約2.2兆円の赤字）から縮小した（図表8）。21年以降、日本の貿易赤字が拡大してきた背景には、原油など資源・エネルギー価格の高騰に伴う輸入金額の拡大がある。エネルギーや貴金属、農産物などのコモディティ価格を幅広く網羅しているCRB指数をみると、20年5月以降、大幅に上昇しており、それに半年程度遅れる形で日本の貿易収支が悪化していることが分かる。しかしそのCRB指数は22年7月以降、下落基調に転じており、その影響が足元で出始めていると考えられる。23年の世界経済は米国や欧州を中心に大幅に減速すると見込まれており、資源・エネルギー価格も弱含むと予想される。こうした中で、先行き日本の貿易収支は赤字幅が徐々に縮小していく可能性が大きいと考えられる。

図表8 日本の貿易収支と商品市況



### 4. 日銀は金融緩和策の修正を模索へ

一方、日本銀行は、22年12月20日の金融政策決定会合で、長短金利操作における長期金利の許容変動幅を従来の「±0.25%程度」から「±0.50%程度」に拡大すると決定した。この政策の修正について、日銀の黒田総裁は「金融緩和を持続的かつ円滑に進めていくための対応」と説明し、金融緩和の「出口の一步では全くない」と強調している。このように日銀が金融緩和の出口を否定する背景には、日本の消費者物価上昇率が物価安定目標として定める前年比2%を大きく上回っているにもかかわらず、今回の物価上昇が一時的であり23年度には前年比1%台に伸びが鈍化すると日銀が見込んでいるためである（図表9、図表10）。

ただ、金融市場の一部では、黒田総裁の任期満了（23年4月）後に、日銀が政策を見直すとの見方も出ている。将来の政策金利の水準予想を反映するOIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）金利をみると、6か月物が22年12月下旬以降、プラス圏で推移している（図表11）。これは、遅くとも6か月後（23年6月）にはマイナス金利が解除されていると市場が予想していることを示している。

また、今回の金融緩和策修正の主たる目的は、債券市場の機能改善にあるとみられるが、足元（23年1月初旬）においても10年国債の流通利回りが残存期間8～9年の国債利回りを下回っており、イールドカーブがゆがんだ状況が続いている（図表12）。先行きFRBの利上げ長期化観測が高まれば米長期金利が再び大きく上昇し、日本の長期金利に上昇圧力が掛かる可能性もある。10年国債利回りが上限の0.5%に張り付き、イールドカーブのゆがみがさらに鮮明となれば、市場が日銀に対して追加の政策変更を催促する動きが強まる恐れもある。

こうした状況下、日銀の金融緩和策の行方を現時点で見通すことは非常に難しい。ただ、22年12月中旬には、2%の物価安定目標を「できるだけ早期に実現する」ことが明記された政府・日銀の共同声明（2013年1月）の見直し論が政府内の一部に浮上していることが報じられた。また、日銀が12月28日に公表した「金融政策決定会合における主な意見（22年12月19、20日開催分）」では、今回の長期金利の変動幅の拡大が「金融緩和の出口に向けた変更ではない」との意見が示される一方で、

図表9 消費者物価指数の推移



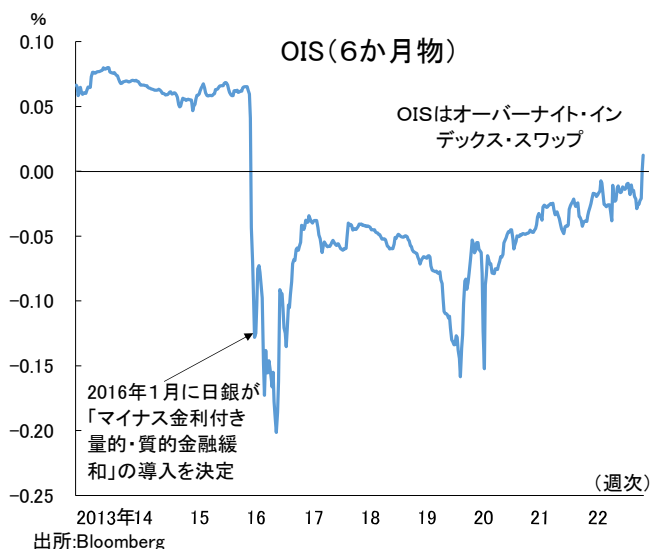
図表10 日銀の展望レポート(22年10月)

	対前年度比、%		
	2022年度	2023年度	2024年度
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	+2.9 (+2.3)	+1.6 (+1.4)	+1.6 (+1.3)
実質GDP	+2.0 (+2.4)	+1.9 (+2.0)	+1.5 (+1.3)

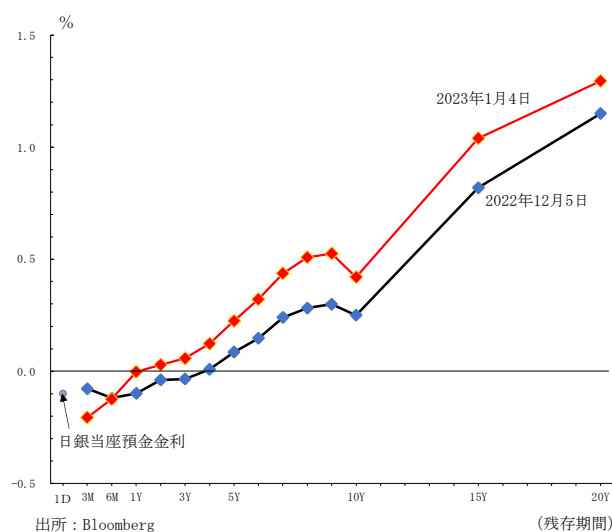
注：数字は政策委員見通しの中央値。（ ）内は前回2022年7月時点の見通し。

出所：日本銀行資料

図表11 OIS金利の推移



図表12 日本国債のイールドカーブ



「現時点では、金融緩和の継続が適当であるが、いずれかのタイミングで検証を行い、効果と副作用のバランスを判断していくことが必要」と金融緩和の副作用に配慮する意見があることも示された。こうした動きを踏まえると、まずは政府・日銀の共同声明の見直しが行われるのか否かが、日銀の金融政策の行方を占う試金石となろう。共同声明が見直されれば、日銀は新総裁の下で現行の大規模な金融緩和の検証を行い、その上で、23年中に何らかの政策変更が行われる可能性が十分にあると考えられる。

## 5. 2023年のドル・円レートは、4～6月期以降、円高・ドル安が進むと見込む

以上を踏まえた上で、23年のドル・円レートを展望すると、1～3月期は円弱含みでのみみ合いを見込む。FRBの追加利上げが続く中、米長期金利が緩やかに上昇し、それに合わせて円安・ドル高が徐々に進むと予想される。しかし4～6月期以降は、FRBの利上げ打ち止めを受けて、米長期金利が将来的な利下げを織り込む形で低下していくと見込まれるため、円高・ドル安基調に転じる公算が大きい。また日本の貿易赤字は依然続くものの、赤字幅が縮小基調を辿ることから、実需面からの円売り・ドル買い圧力も次第に弱まっていこう。10～12月期にはFRBの利下げ開始に加えて、日銀の金融緩和策が見直される可能性があり、その場合には円買い・ドル売り圧力が一段と強まり、年末に向けて1ドル＝120円台前半を目指す展開になると予想される(図表13)。

図表13 ドル・円レートの予想レンジ



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。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づくものであり、レポート発行後に予告なく変更されることがあります。また、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。最終的な投資判断はお客様ご自身でなさるようお願いいたします。