

---

---

# 為替相場展望

2021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：緩やかな円安基調が持続	p. 2
◆ユーロ分析：ユーロ安に振れやすい地合い	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: 080-4176-4439 Mail: matsuda.kentaro@jri.co.jp )

- ◆本資料は2021年3月10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：対ドル、ユーロ双方で円安が進行

## ◆ 2月のドル円相場

2月のドル円相場は、月初に、米追加経済対策への期待が高まったことから米金利が上昇し、一時105円台半ばへ上昇。その後は、5日の米雇用統計が市場予想を下回ったことや金利上昇の一股から104円台半ばへ下落。中旬は、日経平均株価が3万円台に達するなど世界的な株高によりリスク選好の動きが強まったほか、米小売売上高が市場予想を大幅に上回ったことなどを手掛かりに、一時106円台に乗せ。下旬入り後は、パウエルFRB議長の議会証言がハト派的な内容になるとの思惑などから一時105円前後まで弱含んだ後、月末にかけては、良好な米経済指標が相次いだほか、米金利の騰勢が再び強まり、106円台後半へドルが反発。

3月入り後は、パウエル議長が4日の講演で米金利上昇に対し具体的な政策変更を示唆しなかったことを受けて米金利が上昇し、一時109円台までドルが上昇。

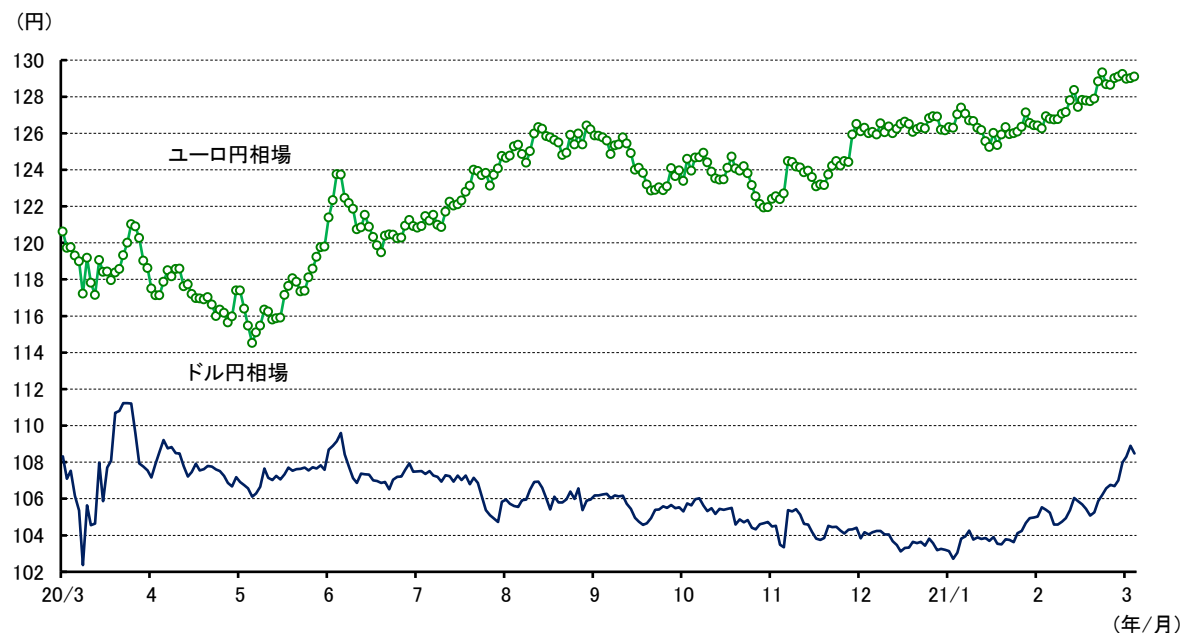
## ◆ 2月のユーロ相場

対ドルでは、月初に米金利上昇などを受けてドル買い優勢となり、一時1.20ドル割れまでユーロが下落。その後は、米雇用統計が下振れたほか、イタリアでドラギ政権の発足に対する期待が高まったことから、月半ばにかけて、1.21ドル台半ばへユーロが上昇。中旬以降も、ユーロ圏経済指標の上振れや、世界的な株高などから一時1.22ドル台半ばまでユーロが上昇した後、月末には、米金利の上昇を警戒した株価の下落などからリスク回避姿勢が強まり、1.20ドル台半ばまでユーロが反落。

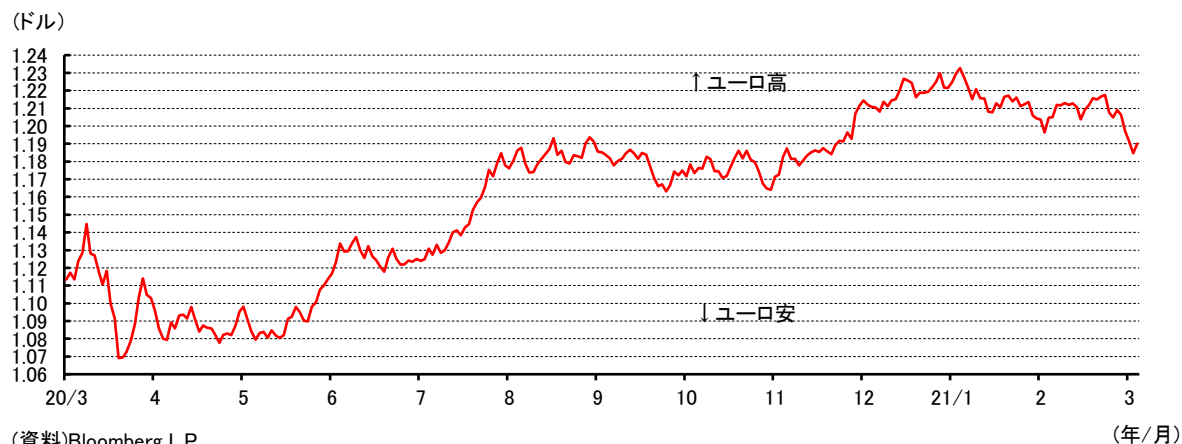
3月入り後は、米金利上昇からドル買いが続くなか、1.18ドル台後半へユーロが下落。

対円では、月前半に、米追加経済対策への期待や世界的な株高などからリスク選好の動きが強まり、127円台後半へユーロが上昇。月半ば以降は、市場予想を上回るユーロ圏経済指標や、欧州での新型コロナワクチン接種の進展などを手掛かりに、一時129円台後半へユーロが上昇。月末には株価調整に伴うリスク回避の動きが強まり、128円台へユーロが反落。

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：緩やかな円安基調が持続

## ◆米金利上昇がドル円の上昇圧力に

2月入り以降、米国の大規模な追加経済対策の成立期待や新型コロナのワクチンが早期に普及するとの見方から、米国の景気回復期待が一段と高まったことを受けて、米10年債利回りに上昇圧力。米日金利差の拡大が続くなか、リスク選好地合いも重なり、ドル円相場では、昨年6月以来となる109円台まで円安が進行。

こうしたなか、市場では、これまでの米景気回復の進展から、米FRBによる金融政策の正常化が焦点に。米景気回復期待が高まる一方、パウエル議長を含むFRB高官の多くがテーパリング開始の議論は時期尚早との慎重な緩和維持の姿勢を示したため、インフレ懸念が高まり、市場では、24年半ば以降と想定されていた将来の利上げ観測がむしろ前倒しに。

## ◆本格的な利上げ織り込みは当面先

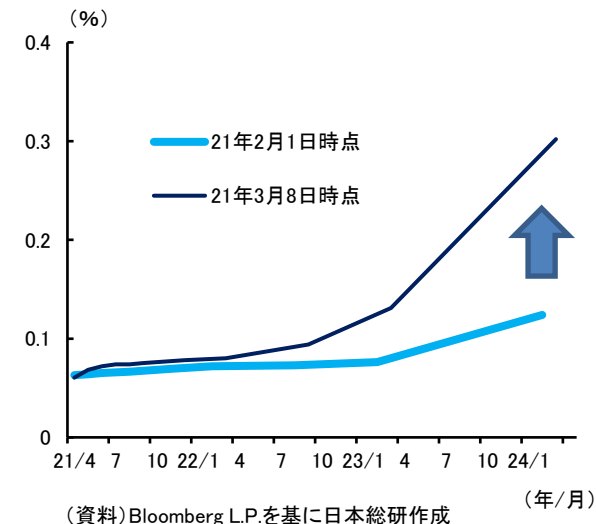
先行きを展望すると、米景気回復が続くなか、米金利の上昇とともに円安ドル高地合いが続く見込み。米議会では、3月6日に上院にてARP（アメリカ救済計画）を可決。失業保険の拡充など一部が減額されたものの、全体では当初の提案通りの約1.9兆ドルの経済対策となり、米景気を大きく押し上げる見込み。この結果、GDPギャップは21年末にかけてプラスに転じる公算大。米金利の上昇地合いが続くとみられるなか、米日金利差の拡大を通じて、ドルの下支えに作用。

ただし、FRBによる利上げの本格的な織り込みは当面先とみられるなか、金利上昇圧力も限定的。今夏にかけては、インフレ率が昨年の反動で上昇する可能性はあるものの、景気動向の影響を受けやすい品目などではディスインフレ圧力が根強い状況が続く公算大。FRBの目標である2%の平均インフレ目標の達成とみなすには時間を要するため、金利上昇のペースは総じて緩やかにとどまる見込み。

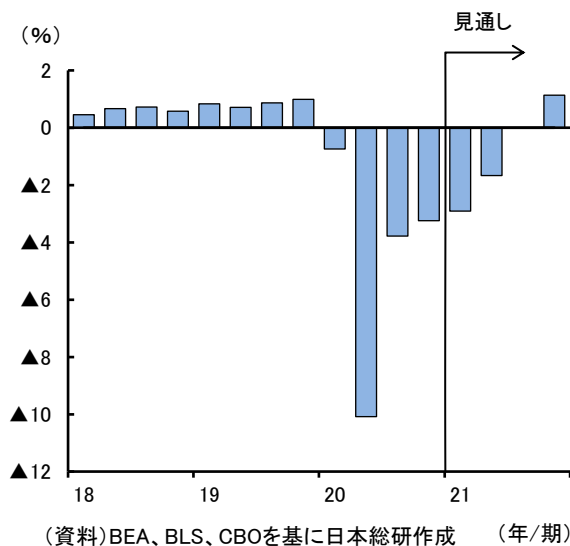
## ドル円相場と米日10年金利差



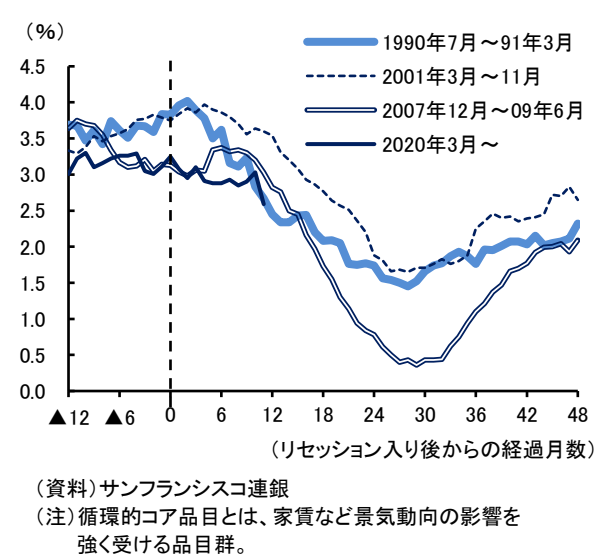
## OIS金利からみる市場の利上げ織り込み



## GDPギャップ



## 循環的コア品目のPCEデフレーター(前年比)



# ユーロ分析：ユーロ安に振れやすい地合い

## ◆ユーロ圏金利は一時上昇も頭打ち

2月以降、イタリアの政局不安の後退を好感し、一時ユーロが上昇したものの、米国での追加経済対策に対する期待などを背景に米金利が上昇したため、米独金利差の拡大を通じて、ユーロ安が進行。

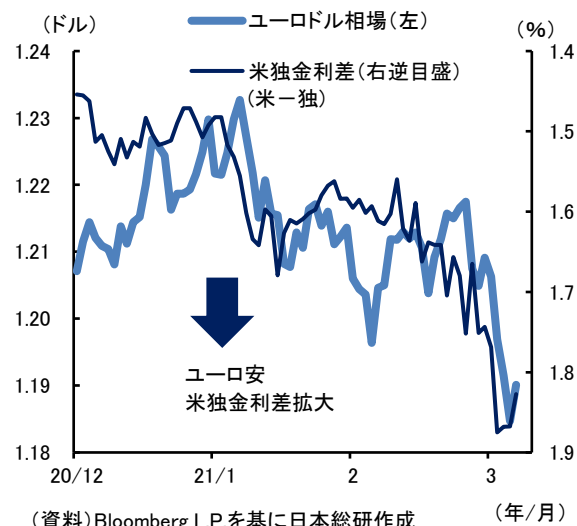
米国10年債利回りの上昇とともに、ユーロ圏主要国債利回りも上昇。それを受けて複数のECB高官が金利上昇を警戒する発言。米FRBが景気回復期待に伴う金利上昇に対し大きな警戒を示していない一方、ユーロ圏では、①感染再拡大による活動制限措置の長期化、②米英対比でのワクチン普及の遅れなどの不透明感が残るなか、ECBは金利上昇を通じた資金調達コストの増大により、景気回復ペースが遅れることを懸念。

## ◆ECBの金融政策正常化は時間を要する公算

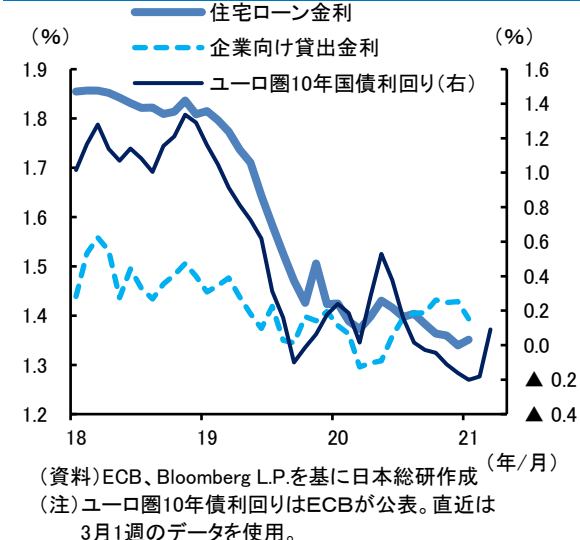
少なくとも当面は、ユーロ弱含みの地合いが続く見通し。ユーロ圏では一部の国で活動制限の緩和が行われる一方、英国型の変異種を中心とした感染拡大の兆候がみられるなど、予断を許さない状況。こうしたなか、2月のインフレ率は前月から横ばい。GDPギャップの解消は当面先とみられるため、持続的なインフレ率の上昇には時間を要する見込み。米国でもインフレ率がFRBの目標に到達するのはかなり先とみられるものの、米景気の回復ペースが加速するなか、ユーロ圏に先んじて米国の金融政策正常化が市場では意識されやすい公算大。

もっとも、金利上昇や物価低迷を警戒するECBによる金融緩和の余地も限られるため、ユーロの下値も限定的となる見込み。一部のECB高官がマイナス金利深掘りなどに言及したものの、PEPP（パンデミック緊急買入プログラム）の購入枠は依然として約1兆ユーロ近く余裕があるほか、期間も22年3月まで残っているため、あくまでこれらを活用した対応にとどめると予想。

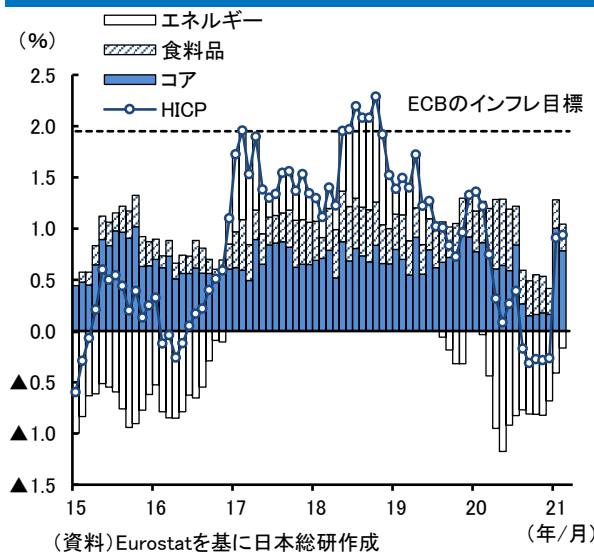
### ユーロドル相場と米独10年金利差



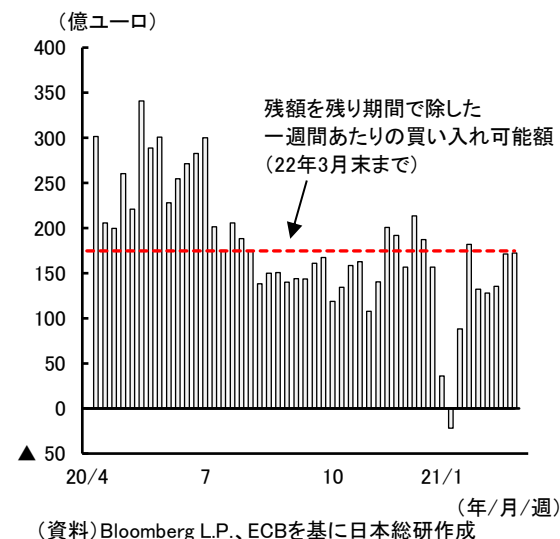
### ユーロ圏10年債利回りと貸出金利



### ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



### PEPP買い入れ額



# 見通し：金利上昇に伴いドルが底堅さを増す展開

## ◆ドル円相場

大型経済対策の実施や新型コロナワクチンの普及に伴い米景気回復が明確化することに加え、FRBによるテーパリングの観測が高まることで米金利の上昇が続くため、ドルが底堅さを増す見込み。

ただし、持続的なインフレ加速には至らず、FRBの利上げを本格的に織り込むのも当面先とみられるなか、米金利上昇も緩やかなペースにとどまるため、大幅な円安進行は見込み薄。

## ◆ユーロドル相場

ユーロ圏内の新型コロナの感染再拡大による活動制限強化などから景気減速懸念が根強いなか、ユーロ安に振れやすい地合いが続く見込み。

今春以降は、感染ペースの鈍化やワクチン普及に伴い景気が回復基調となるなかでユーロは底堅さを取り戻すものの、ECBの政策目標の達成にはFRB以上に時間を要するため、ユーロの上値の重い展開が続く見通し。

## ◆ユーロ円相場

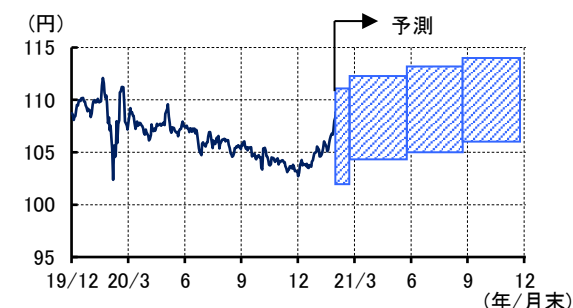
ユーロ圏での新型コロナの感染再拡大による活動規制が重石となる一方、新型コロナのワクチンへの期待などからリスク選好地合いが続くなか、円弱含みの展開が持続。

ただし、ECB・日銀ともに金融緩和の長期化が予想されるため、総じてみれば横ばい圏内での推移にとどまる見込み。

### ドル円相場見通し

	2020年		2021年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	104.45	106	108	109	110	
(高値)	106.11	111	112	113	114	
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩	
(安値)	102.88	103	104	105	106	

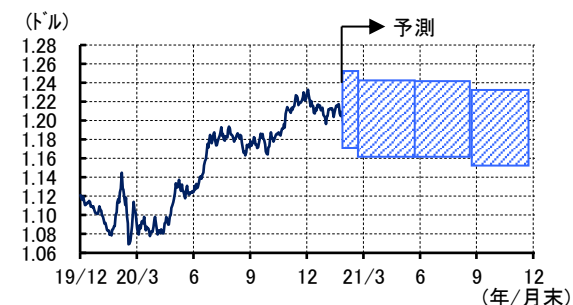
(円) 予測



### ユーロドル相場見通し

	2020年		2021年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	1.1930	1.21	1.20	1.20	1.19	
(高値)	1.2310	1.25	1.24	1.24	1.23	
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩	
(安値)	1.1603	1.17	1.16	1.16	1.15	

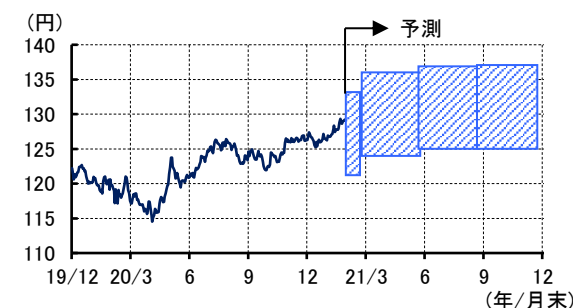
(ドル) 予測



### ユーロ円相場見通し

	2020年		2021年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
期中平均	124.61	128	130	131	131	
(高値)	127.23	134	136	137	137	
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩	
(安値)	121.62	122	124	125	125	

(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)
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	1292.73
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	1319.29
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	3322.86	58.17	1300.80
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	1285.75
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	1284.07
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	1361.80
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	1415.69
19/8	106.23	118.16	1.1123	▲ 0.0456	0.04	▲ 0.23	20629.68	2.13	2.16	1.62	26058.23	2897.50	▲ 0.36	▲ 0.41	▲ 0.63	0.49	3355.32	54.84	1503.50
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	1507.95
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	1494.96
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	1470.21
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	▲ 0.0318	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
20/3	107.69	119.08	1.1063	▲ 0.0469	0.01	▲ 0.03	18974.00	0.65	1.10	0.88	22637.42	2652.39	▲ 0.45	▲ 0.42	▲ 0.52	0.41	2824.18	30.45	1592.92
20/4	107.80	117.18	1.0872	▲ 0.0355	▲ 0.00	▲ 0.01	19208.36	0.05	1.09	0.65	23293.90	2761.98	▲ 0.45	▲ 0.25	▲ 0.43	0.31	2839.58	16.70	1686.32
20/5	107.22	116.93	1.0906	▲ 0.0468	▲ 0.04	▲ 0.01	20543.26	0.05	0.40	0.67	24271.02	2919.61	▲ 0.46	▲ 0.27	▲ 0.50	0.22	2909.33	28.53	1718.66
20/6	107.61	121.14	1.1258	▲ 0.0475	▲ 0.05	0.01	22486.93	0.08	0.31	0.72	26062.27	3104.66	▲ 0.46	▲ 0.38	▲ 0.40	0.23	3237.39	38.31	1736.15
20/7	106.72	122.44	1.1473	▲ 0.0278	▲ 0.07	0.02	22529.47	0.09	0.27	0.62	26385.83	3207.62	▲ 0.47	▲ 0.44	▲ 0.46	0.15	3316.29	40.77	1846.37
20/8	106.05	125.44	1.1830	▲ 0.0352	▲ 0.07	0.03	22901.45	0.10	0.25	0.65	27821.37	3391.71	▲ 0.47	▲ 0.48	▲ 0.47	0.21	3297.67	42.39	1969.78
20/9	105.61	124.48	1.1787	▲ 0.0540	▲ 0.06	0.02	23306.95	0.09	0.24	0.68	27733.40	3365.52	▲ 0.47	▲ 0.49	▲ 0.49	0.21	3260.73	39.63	1923.35
20/10	105.21	123.80	1.1766	▲ 0.0195	▲ 0.06	0.03	23451.44	0.09	0.22	0.78	28005.10	3418.70	▲ 0.47	▲ 0.51	▲ 0.57	0.25	3180.39	39.55	1900.36
20/11	104.41	123.60	1.1837	▲ 0.0321	▲ 0.06	0.02	25384.87	0.09	0.22	0.87	29124.04	3548.99	▲ 0.47	▲ 0.52	▲ 0.57	0.31	3391.79	41.35	1866.35
20/12	103.76	126.32	1.2173	▲ 0.0260	▲ 0.06	0.01	26772.95	0.09	0.23	0.92	30148.58	3695.31	▲ 0.47	▲ 0.54	▲ 0.57	0.26	3530.95	47.07	1860.32
21/1	103.72	126.29	1.2174	▲ 0.0166	▲ 0.06	0.03	28189.06	0.09	0.22	1.06	30821.35	3793.75	▲ 0.48	▲ 0.55	▲ 0.53	0.28	3592.23	52.10	1867.28
21/2	105.37	127.44	1.2095	▲ 0.0154	▲ 0.06	0.08	29458.80	0.08	0.19	1.24	31283.91	3883.43	▲ 0.48	▲ 0.54	▲ 0.39	0.56	3667.14	59.06	1808.86