
為替相場展望

2021年10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：利上げ織り込み進展からドル高基調に	p. 2
◆ユーロ分析：金融政策面からのユーロ下押しは緩和	p. 3
◆見通し	p. 4

調査部 マクロ経済研究センター

副主任研究員 松田 健太郎 (Tel: 080-4176-4439 Mail: matsuda.kentaro@jri.co.jp)

- ◆本資料は2021年10月12日17:00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。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

回顧：対円、ユーロともドル強含みの展開

◆9月のドル円相場

9月のドル円相場は、上中旬に米経済指標が強弱入り混じる結果となったほか、22日の米FOMCの結果を見極めたいとの思惑などから109円台後半を中心に一進一退。その後は、米FOMCで金融政策についてタカ派的な姿勢が示されたことなどから、月末にかけて一時112円台までドル高・円安が進行。

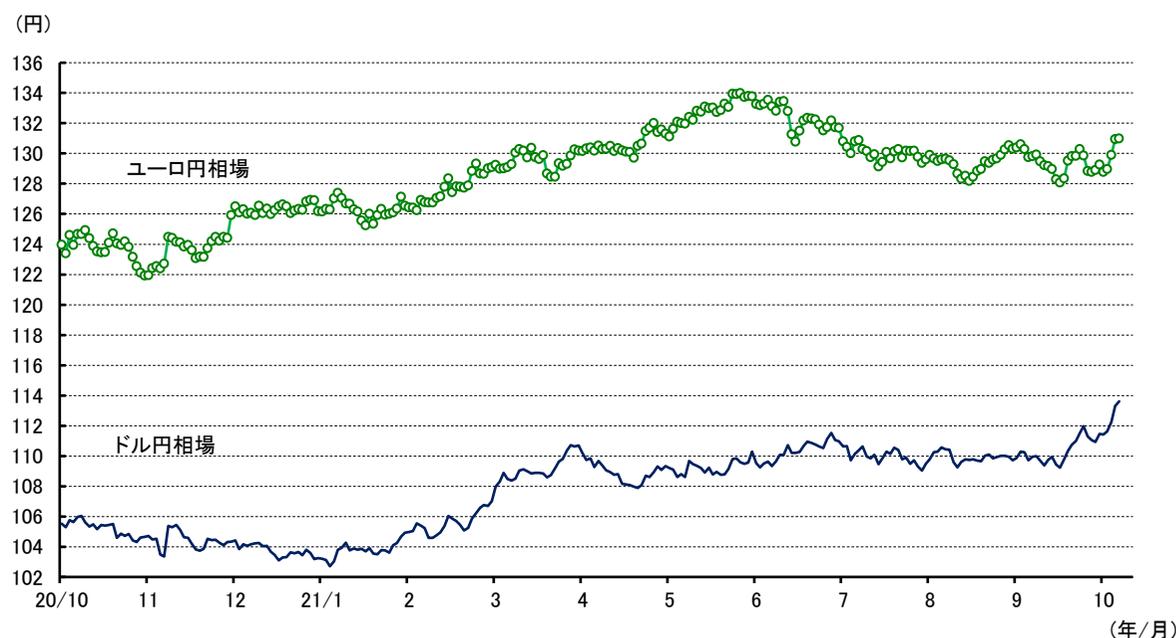
10月入り後は、米株安などからリスク回避の円買いが強まり、一時110円台へ下落したものの、その後は米債務上限を巡る警戒感が後退したことなどから、113円台までドル高が進行。

◆9月のユーロ相場

対ドルでは、上中旬にかけて、①市場予想を下回るユーロ圏経済指標、②ECBの金融緩和長期化観測、③独議会選挙を巡る不透明感などから、1.17ドル台へユーロが下落。その後も、米FOMCでタカ派的な姿勢が示された一方、ECB高官のハト派的な発言などが材料視されたことからユーロ安・ドル高地合いが続き、月末にかけては、一時1.15ドル台へ。

対円では、上中旬に市場予想を下回るユーロ圏経済指標やECBの金融緩和長期化観測などから一時127円台へ下落。その後は、欧米株高からリスク選好の円売りが強まり、130円台へ上昇。

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：利上げ織り込み進展からドル高基調に

◆米金融政策正常化に伴いドル高基調が持続

9月22日の米FOMC以降、ドル高が進行。この背景には、市場参加者の利上げ織り込みが、FOMC参加者の金利見通しに一部反映されたことが指摘可能。会合では、テーパリングの年内着手が示唆されたとともに、22年に利上げを見込む参加者が半数に。FRBは実質GDP見通しを下方修正する一方、物価見通しは上方修正。物価上昇は一時的との見方は維持したものの、供給制約などからのインフレ圧力に対する懸念を強めていることを示唆。

先行きを展望すると、22年以降も米国では金融政策の正常化に向けた動きが続くなか、23年以降の利上げ織り込みの進展に伴いドル高基調が持続する見込み。FOMC参加者の政策金利見通しの中央値は、24年末時点で累計6.5回の利上げが示された一方、市場では累計4.5回程度の織り込みにとどまるため、織り込み余地は残存。

◆円を取り巻く需給面では円高圧力は後退

米国の金融政策以外の要因では、わが国の投資資金動向や貿易動向も、ドル円相場を下支えする公算。21年入り後、年金勢（信託勘定）の株高を受けた株式ウェイトの上昇に伴うリバランスが一巡したとみられ、対外証券投資の資金流入超による円高圧力は緩和。加えて、世界景気の回復に伴い輸出が回復する一方、資源高や国内景気の持ち直しに伴う輸入増加などからわが国の貿易収支の大幅な黒字増加は見込み薄。この結果、円高圧力は生じにくくなっている可能性。

FOMC参加者の経済・政策金利の見通し

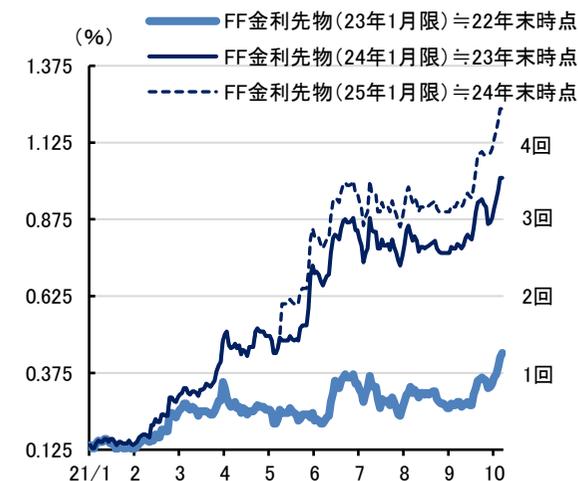
(中央値、%)

		2021年	22年	23年	24年	長期
実質GDP (前年比)	9月見通し	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
	6月見通し	7.0	3.3	2.4		1.8
失業率	9月見通し	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
	6月見通し	4.5	3.8	3.5		4.0
PCE インフレ率	9月見通し	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
	6月見通し	3.4	2.1	2.2		2.0
コアPCE インフレ率	9月見通し	3.7	2.3	2.2	2.1	
	6月見通し	3.0	2.1	2.1		
政策金利	9月見通し	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5
	6月見通し	0.1	0.1	0.6		2.5

(資料)FRBを基に日本総研作成

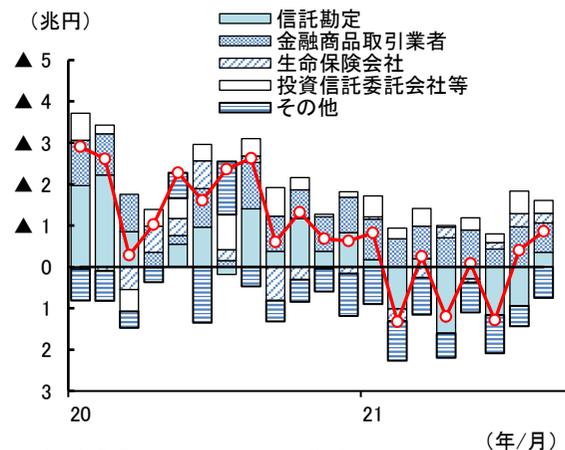
(注)実質GDP、PCEインフレ率は各年10～12月期の前年比、失業率は各年10～12月期の平均値。FF金利は、誘導目標レンジの中央値もしくはピンポイント誘導値。

FF金利先物にみる市場の利上げ織り込み



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成 (注)10月11日時点。

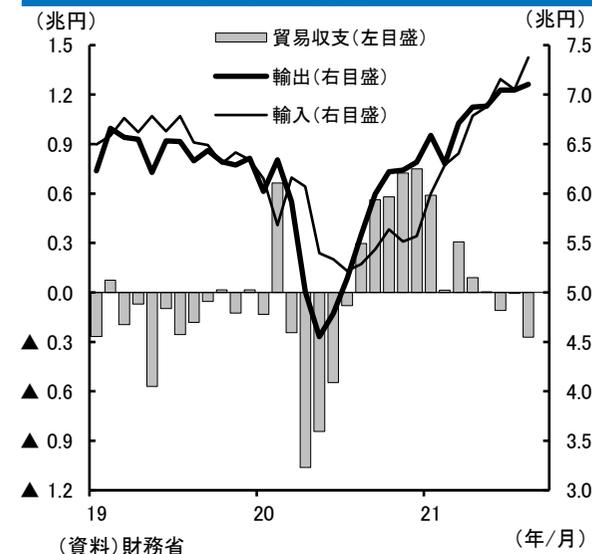
わが国の対外証券投資



(資料)財務省を基に日本総研作成

(注)対外証券投資は、指定報告機関ベースで除く銀行勘定、公的部門。貿易収支は通関、季節調整値。

わが国の貿易収支



(資料)財務省

ユーロ分析：金融政策面からのユーロ下押しは緩和

◆実質金利差拡大からユーロは下落へ

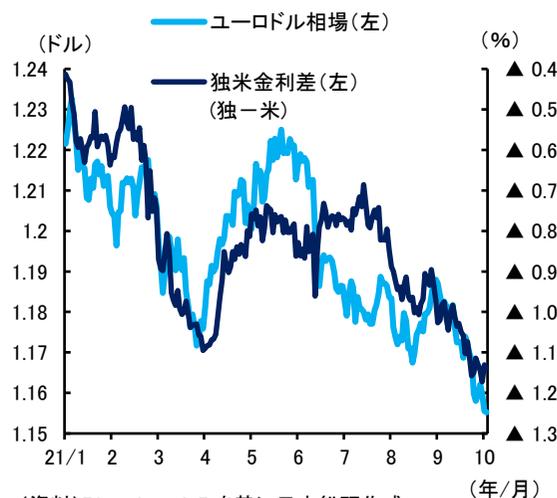
ユーロの対ドル相場は、9月上旬以降、独米間での実質金利差の拡大に連動する形で、ユーロ安が進む。実質金利差が拡大した背景には、米国での新型コロナ感染拡大ペースの鈍化から米景気の先行きを巡る懸念が後退したことや、FRBがECBに先んじて金融緩和縮小に着手するとの見方が指摘可能。加えて、足許では欧州での天然ガス不足などによるエネルギー価格の上昇に伴うユーロ圏の期待インフレ率の急上昇がユーロの下押しに作用。

投机筋の動向を示すIMM通貨先物取引のポジションをみると、米国での正常化期待が高まった今夏以降、ユーロ買い越し額の縮小ペースが加速。投機的な動きによるユーロ下落圧力も強まった可能性。

◆資産買い入れはタカ派にも配慮する公算

先行きを展望すると、12月以降のECBによるPEPP（パンデミック緊急資産買い入れプログラム）終了に向けた動きが顕在化するに伴い、実質金利差の拡大にも歯止めがかかることで、ユーロの下押し圧力は緩和する見込み。ユーロ圏では経済活動の正常化に伴い堅調な景気回復が続いており、ECBは9月理事会で21年の成長率見通しを上方修正。一方で、足許ではサプライチェーンの混乱やエネルギー価格の上昇により、中長期的な期待インフレ率が上昇しているほか、実際のインフレ率は9月時点の想定に対して上振れ。ECB理事会内で資産買い入れの取り扱いを巡る意見は分かれているものの、既往の資産購入プログラム（APP）の定例購入額の引き上げなどではなく、期限付きで別枠での対応なども含めたこれまでのスタンスよりもタカ寄りの政策運営となる公算大。

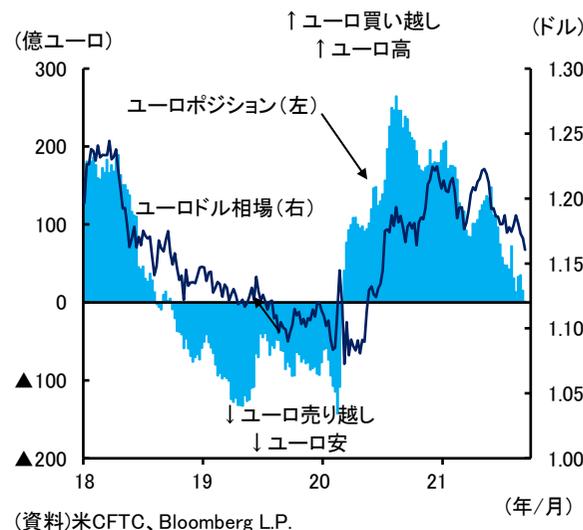
ユーロドル相場と独米10年実質金利差



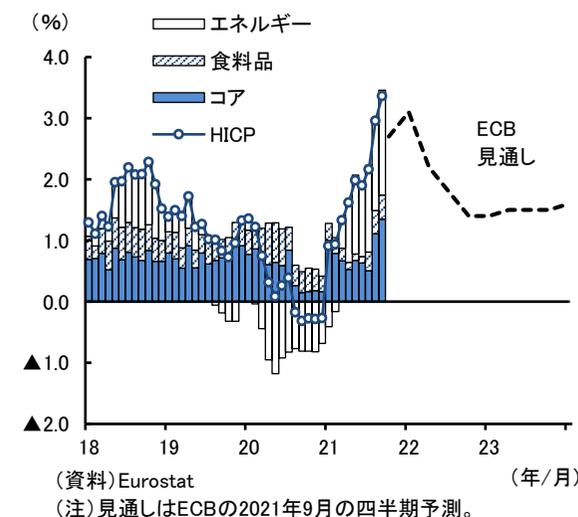
ユーロ圏のインフレ期待と商品市況



シカゴIMM・ユーロポジション(非商業部門)



ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



見通し：ドル高基調が持続

◆ドル円相場

F R Bによる金融緩和の正常化に向けた動きが進むなか、ドル高・円安基調が持続する見通し。テーパリング開始後も、市場参加者の利上げ織り込み余地が残るなか、米金利上昇などからドル高圧力がかかりやすい地合いへ。

◆ユーロ相場

対ドルでは、米国との金融政策正常化スピードの違いが意識されやすいものの、インフレ率の上振れに対する警戒などからE C BがP E P Pの縮小に動く公算が大きく、ユーロは底堅い展開となる見込み。

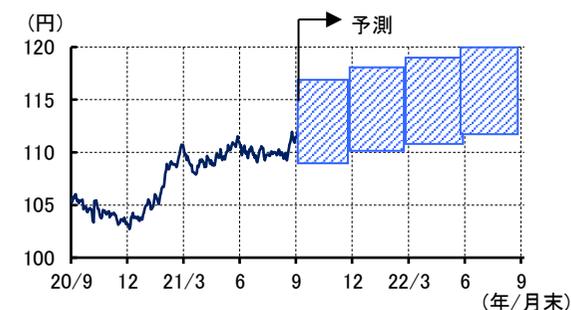
もともと、E C Bの政策目標の達成にはF R B以上に時間を要するとみられるため、ユーロの上昇余地は限られる見通し。

対円では、世界的な景気回復期待から投資家のリスク選好が続くとみられるほか、ユーロ圏でも景気回復が持続するため、ユーロは堅調な地合いが続く見込み。

ドル円相場見通し

	2021年		2022年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	110.08	113	114	115	116
(高値)	112.08	117	118	119	120
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	108.72	109	110	111	112

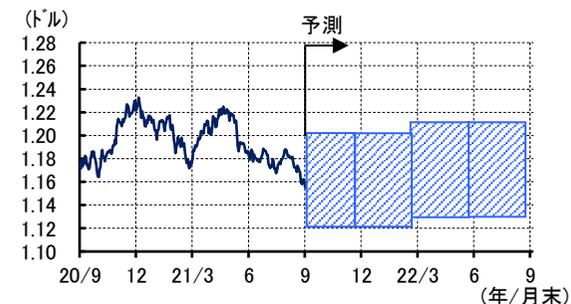
予測



ユーロドル相場見通し

	2021年		2022年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.1786	1.16	1.16	1.17	1.17
(高値)	1.1909	1.20	1.20	1.21	1.21
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	1.1664	1.12	1.12	1.13	1.13

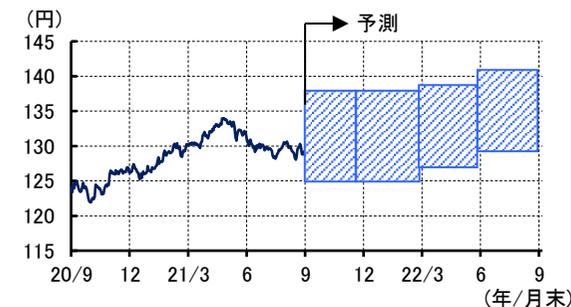
予測



ユーロ円相場見通し

	2021年		2022年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	129.74	131	131	133	135
(高値)	132.43	137	137	139	141
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	127.94	125	125	127	129

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 (%)	N Y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・ ストック50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	3332.86	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
21/3	108.72	129.37	1.1900	▲ 0.0166	▲ 0.06	0.10	29315.30	0.07	0.19	1.60	32373.29	3910.51	▲ 0.48	▲ 0.54	▲ 0.32	0.78	3813.29	62.36	1721.92
21/4	109.03	130.52	1.1971	▲ 0.0123	▲ 0.07	0.09	29426.75	0.07	0.18	1.62	33803.29	4141.18	▲ 0.48	▲ 0.54	▲ 0.28	0.78	3987.29	61.69	1759.47
21/5	109.15	132.61	1.2148	▲ 0.0172	▲ 0.07	0.08	28517.09	0.06	0.15	1.61	34270.31	4167.85	▲ 0.48	▲ 0.54	▲ 0.17	0.82	4003.59	65.16	1853.01
21/6	110.15	132.63	1.2040	▲ 0.0292	▲ 0.07	0.06	28943.23	0.08	0.13	1.51	34289.91	4238.49	▲ 0.48	▲ 0.54	▲ 0.21	0.76	4105.81	71.35	1832.24
21/7	110.23	130.35	1.1825	▲ 0.0360	▲ 0.07	0.02	28118.76	0.10	0.13	1.31	34798.80	4363.71	▲ 0.48	▲ 0.55	▲ 0.35	0.62	4062.61	72.43	1806.04
21/8	109.84	129.27	1.1768	▲ 0.0338	▲ 0.07	0.02	27692.73	0.09	0.12	1.28	35243.97	4454.21	▲ 0.48	▲ 0.55	▲ 0.46	0.57	4177.03	67.71	1786.48
21/9	110.17	129.62	1.1765	▲ 0.0222	▲ 0.07	0.04	29893.57	0.08	0.12	1.36	34688.42	4445.54	▲ 0.49	▲ 0.55	▲ 0.30	0.81	4158.29	71.54	1777.65