

---

---

# 為替相場展望

2021年11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：ドル高圧力は当面和らぐ見込み	p. 2
◆ユーロ分析：ユーロ安圧力が残存	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11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：ドル強含みの地合いが持続

### ◆10月のドル円相場

10月のドル円相場は、中旬にかけて、①米FRBによる早期利上げ観測の台頭、②良好な米企業決算を受けたリスク選好の動き、③資源価格の高騰を受けた日本の貿易赤字拡大を巡る思惑、などから、一時114円台後半へ上昇。その後は、米経済指標が強弱入り混じったほか、11月上旬に米FOMCを控え、113円台後半を中心に一進一退。

11月入り後は、3日のFOMCでパウエル議長が利上げを急がない姿勢を示したことなどから一時112円台まで下落したものの、10日の米CPIの上振れを受け114円前後へ再び上昇。

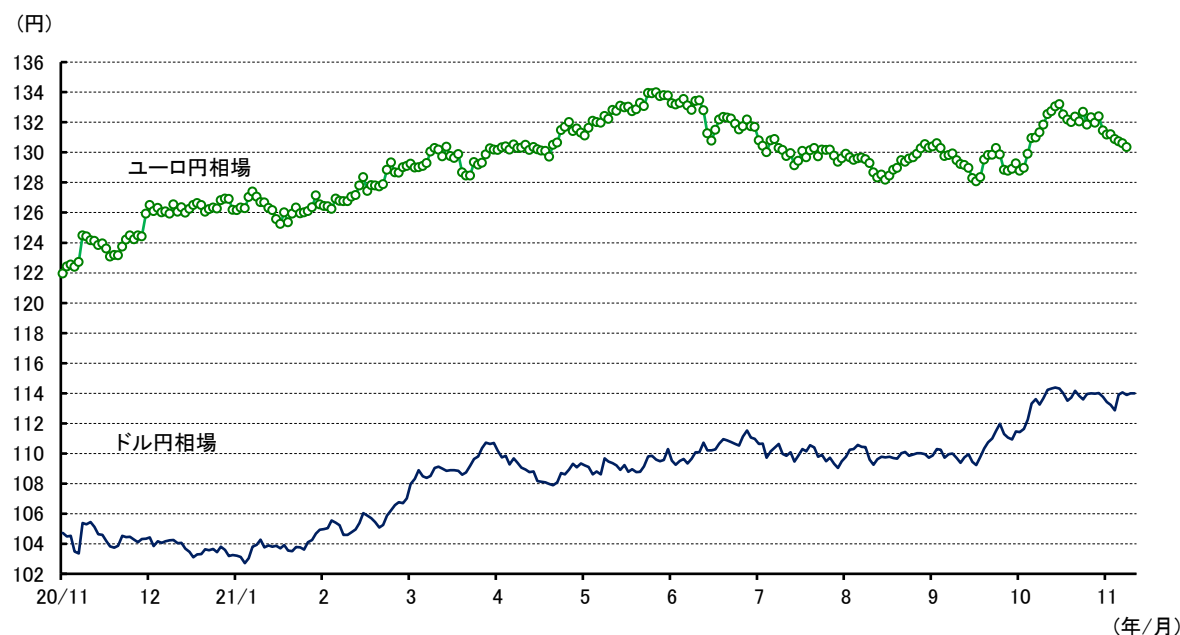
### ◆10月のユーロ相場

対ドルでは、上旬に、①ユーロ圏経済指標が市場予想を下回ったこと、②米FRBの金融政策正常化観測が高まったこと、などから、1.15ドル台前半へユーロが下落。月半ば以降は、米金利上昇の一服などから、1.16ドル台へユーロが反発したものの、その後は、ECBによる早期利上げ観測が後退したことで、再び1.15ドル台へ。

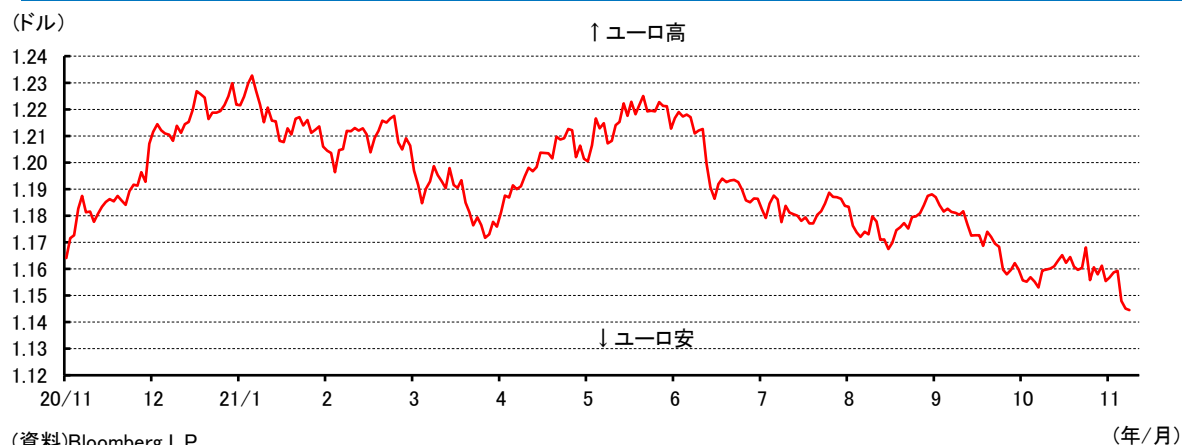
11月入り後は、米CPIの上振れなどからドル買い優勢となり、1.14ドル台まで下落。

対円では、中旬にかけて、欧米株高などを受けたリスク選好の円売り地合いとなり、133円台へ上昇。その後は、ユーロ圏経済指標の市場予想対比での下振れや、ECB高官のハト派的な発言などを受けて、月末にかけては131円台へ。

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：ドル高圧力は当面和らぐ公算

## ◆ドル、円双方の要因からドル高・円安が進行

9月下旬のFOMC以降、ドル円相場はドル高・円安傾向が強まり、114円前後の水準へ上昇。この背景には、米国での早期の金融政策正常化観測の高まりが指摘可能。世界的なエネルギー価格の上昇を受けたインフレ懸念などから、FOMC参加者が利上げ見通しを強めるなかで、市場でも利上げの織り込みが進展。金融政策見通しを反映しやすい2年債利回りの米日金利差の拡大がドル高圧力に。

加えて、資源価格の高騰に伴うわが国貿易収支の悪化も一因。実需のドル需要が増えるとの見方が台頭。

## ◆ドル高・円安が和らぐとみる3つの理由

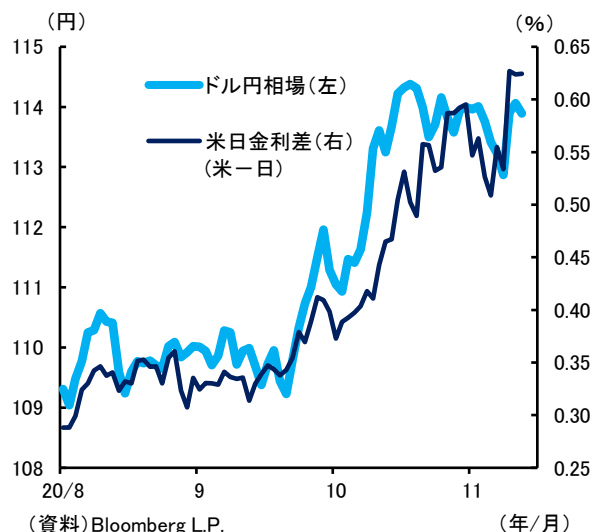
先行きを展望すると、以下3点から、当面のドル高・円安圧力は和らぐ見込み。

第1に、米金利上昇に伴うドル高のモメンタムは弱まる公算大。市場では、2022年中に2回、23年も3回超のFRBによる利上げを既に織り込み済み。23年末までに合計3.5回の利上げを想定しているFOMC参加者の見通しを上回っており、金融市場におけるFRBの利上げの織り込みは目先十分に進んだ状況。

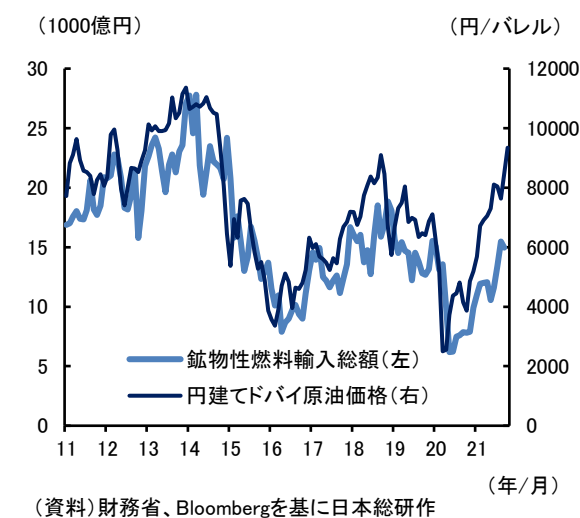
第2に、資源価格上昇の上げ止まり。足許で原油や天然ガスなどの価格上昇は一服。先行きについては、需給ひっ迫の主因となった供給不足は徐々に解消する見込み。このため、わが国貿易収支悪化による円安進行にも徐々に歯止めがかかる公算大。

第3に、投機筋の円売り余地の乏しさ。ドル高・円安をけん引したとみられる投機筋の円売りポジションはすでに高水準。

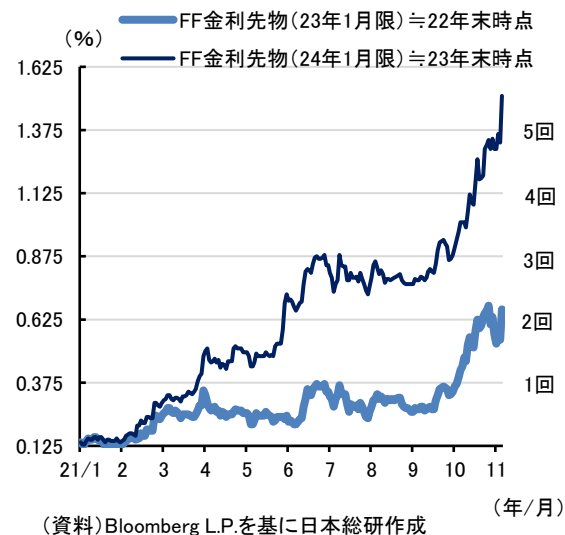
## ドル円相場と米日2年金利差



## わが国の鉱物性燃料輸入と原油価格



## FF金利先物にみる市場の利上げ織り込み



## 投機筋の円ポジション



# ユーロ分析：ユーロ安圧力が残存

## ◆ユーロ圏景気の回復モメンタムが減速

ユーロの対ドル相場では、米欧間での金融政策正常化の格差がドル高・ユーロ安要因に。ユーロ圏では、10月末のECB理事会でラガルド総裁が個人的見解としたうえでPEPPの22年3月終了に言及した一方で、市場による早期の利上げ織り込みをけん制。米国では、11月のFOMC会合でテーパリングの開始を決定。米国でもパウエル議長が早期利上げに慎重な姿勢を示したことから利上げ織り込みは一時後退したものの、10月の米CPIの上振れを受けて再度織り込みが進展。

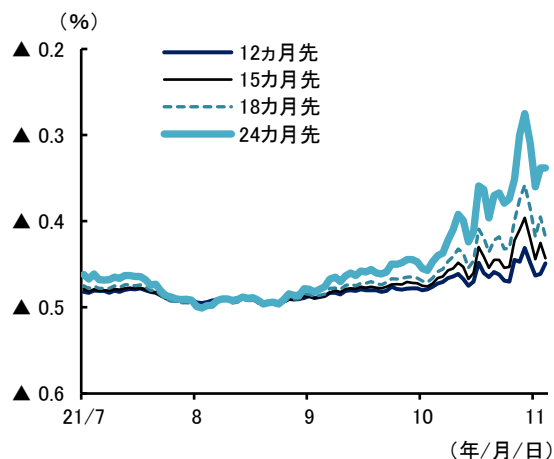
加えて、ユーロ圏の景気回復ペースの鈍化もユーロの下押しに作用。7～9月期の実質GDPは前期比年率+9.1%と高い伸びであったものの、足許にかけてはPMIの改善に一服感がでており、景気回復ペースの鈍化を示唆。

## ◆金融政策面からのユーロ高圧力は見込み薄

先行きを展望すると、金融政策面からのユーロ高圧力は生じにくい状況が続く見込み。ユーロ圏CPIは前年比+4%超へ上昇したものの、ECB理事会でラガルド総裁は、足許の物価上昇は、エネルギー価格の高騰やドイツの減税（VAT）などの影響を受けたもので、それらの要因はいずれ減衰するとの見方を変えず。理由は、持続的な物価上昇に必要な賃金面からの押し上げ圧力が限定的であること。求職意欲喪失者などを含めた広義失業率が高止まりするなど、労働市場の Slack が残っており、利上げには時間を要する公算大。

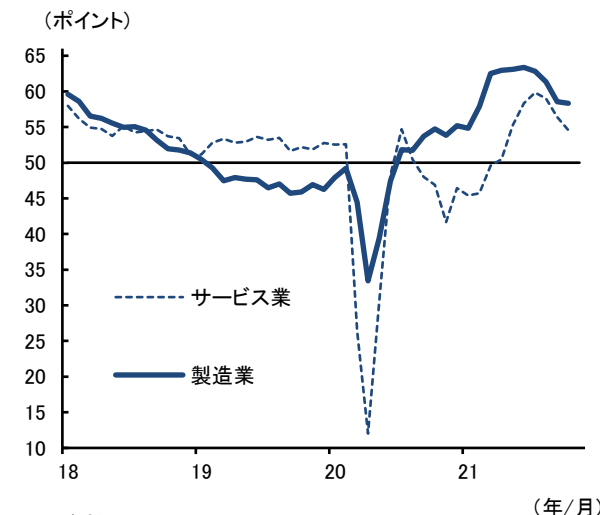
また、ドイツの景気回復後ずれなど、景気面でのユーロ安要因も残る見込み。足許での新型コロナ感染の再拡大に伴い需要抑制の懸念があるほか、供給制約の影響で主要産業である自動車の生産が低迷しており、早期の本格的な回復は期待薄。

EONIA金利先物



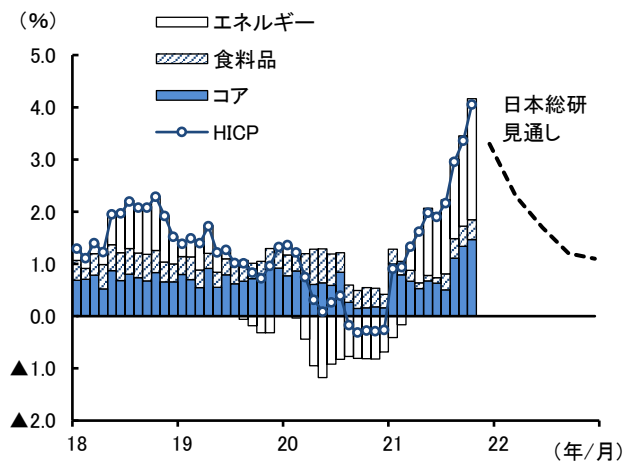
(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成  
(注)ユーロ圏無担保翌日物金利はEONIAスワップから算出。

ユーロ圏のPMI



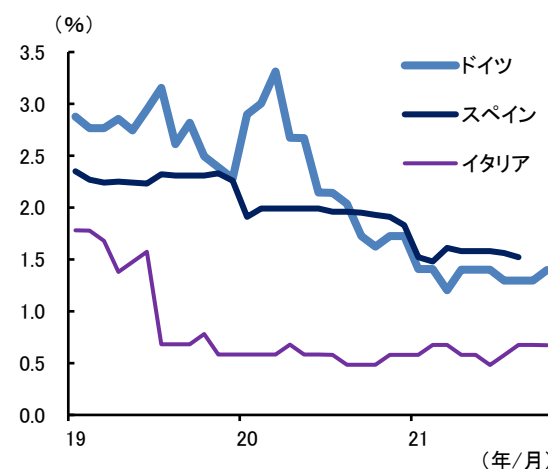
(資料)Markit

ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



(資料)Eurostat

ユーロ圏の協約賃金(前年比)



(資料)ドイツ連邦統計局、スペイン財務省、Istat

# 見通し：急速なドル高は一服へ

## ◆ドル円相場

2023年末にかけてのFRBによる利上げの織り込みがすでに進展しているため、日米金利差の側面からのドル高圧力は和らぐほか、エネルギー価格高騰に伴う円安圧力も徐々に後退するとみられ、当面のドル高・円安の進行余地は限られる見通し。

## ◆ユーロ相場

対ドルでは、米利上げ織り込みの進展に伴い金融政策格差からのユーロ下押し圧力は一服する一方、ユーロ圏景気の回復ペースの鈍化からユーロに下押し圧力がかかりやすい状況が続く見通し。

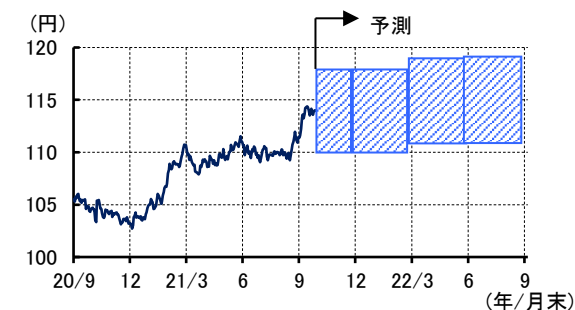
もっとも、22年入り後は、供給制約などの緩和に伴いユーロ圏景気の回復ペースも安定に向かうため、ユーロが底堅さを取り戻す見込み。

対円では、日銀、ECBともに金融緩和縮小に向けた動きが鈍いなか、総じてみれば横ばい圏内の動きが続く見通し。

## 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	114	114	115	115
(高値)	112.08	118	118	119	119
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	108.72	110	110	111	111

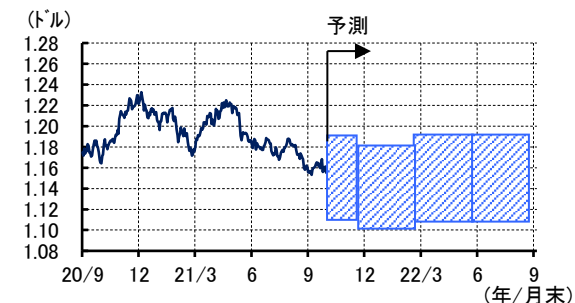
予測



## 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	1.15	1.14	1.15	1.15
(高値)	1.1909	1.19	1.18	1.19	1.19
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	1.1664	1.11	1.10	1.11	1.11

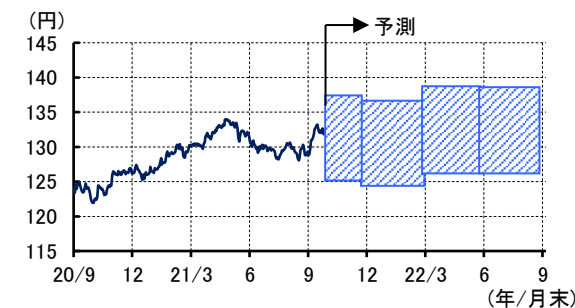
予測



## 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	130	132	132
(高値)	132.43	137	136	138	138
レンジ	∫	∫	∫	∫	∫
(安値)	127.94	125	124	126	126

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 (%)	ユーロ・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
21/10	113.17	131.28	1.1599	▲ 0.0275	▲ 0.07	0.08	28586.20	0.08	0.13	1.58	35055.52	4460.71	▲ 0.49	▲ 0.55	▲ 0.15	1.10	4132.23	81.22	1776.61