

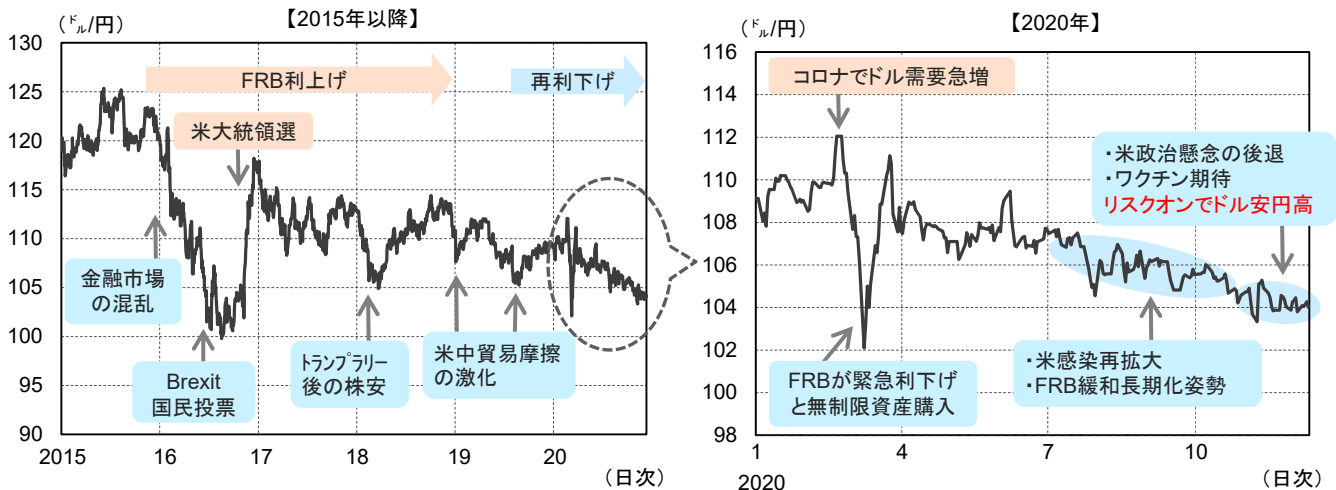
## コロナ禍で進む円高をどうみるか

経済調査室 岳 梁

### 1. コロナ禍で円高がじわじわ進む

- ドル円レートは、2013年に日銀が異次元緩和を開始したことで、一時1ドル125円まで円安となったが、その後は金融、経済の混乱の度に、「リスク回避の円買い」によって切り上がってきた。
- 20年に入って新型コロナの感染が拡大すると、3月に金融混乱の中で為替も乱高下し、その後は107円前後で落ち着いた。しかし、米国での感染再拡大やFRBの緩和長期化が円高要因となったほか、大統領選混乱の懸念後退、ワクチン開発期待など、リスク選好によるドル安・ユーロ高となる中、連られて103円台へ円高が進んだ(図表1-1)。
- 市場では、円高論者が増加しており、円高進行の原因には、米国の「双子の赤字」拡大、インフレ格差(購買力平価)、金融緩和による米国の実質金利低下などが挙げられる。ただし、景気回復に伴う金利差の拡大により、いずれ円安に動くとの見方もあり、意見が割れている状態である(図表1-2)。

図表1-1 対ドル円レートの推移



(備考) 1.日本銀行、各種報道等により日本政策投資銀行作成 2.水色は円高要因、オレンジは円安要因

図表1-2 為替に関する市場の見方

円高	米国の「双子の赤字」拡大により、ドル実効レートはさらに下落する
	インフレが高い米国が利下げをしたため、実質金利は日本が米国を上回っている
	大規模な財政出動により米国債の需給環境が悪化し、海外投資家は米国債投資に躊躇
	財政赤字でドルに過剰感があり、しばらく円高・ドル安が続く
動かず	ドルが安全通貨となっている。リスク選好でドルは売られ、ユーロ、新興国通貨が買われ、リスク回避でユーロや新興国通貨が売られ、ドルが買われる。円は大きく動かず
円安	市場のテーマが米双子の赤字、歴史的な低金利などドル安材料に偏っており、そろそろ飽きてくる
	中長期的には世界景気が回復し、米金利上昇とリスクオンでのドル高・円安

(備考) 各報道資料により日本政策投資銀行作成

## 2. 円高よりもドル安相場、リスク選好でも円安にならず

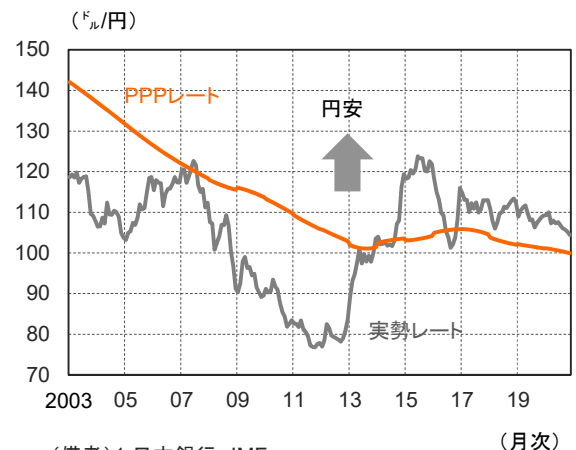
- 為替の決定要因は大きく3つに分けられる。長期的には、一物一価の考え方によるPPP(購買力平価)が有力であり、インフレ率が低い日本円の上昇要因となる。異次元緩和後の円レートはPPPより円安であり、PPP(20年に1ドル100.5円)が円高方向に動くこともあり、円高圧力となる(図表2-1、2-2)。
- 「双子の赤字」など、国際収支に注目した議論が再びみられるが、世界の為替取引の大半がヘッジ需要であり、実需要因は小さいとみられる。短期的には日米金利差や、リスク選好に基づく資産選択の影響が支配的であり、各国の景気や長期的な経済力の見通しも、このルートから為替に影響すると考えられる。
- 各国通貨に対する総合指標である実効レートは、20年春のコロナ禍の中でドルや円が上昇し、新興国通貨が売られた。その後、経済・金融の危機が収まると、ドルが下落し、ユーロや新興国通貨が上昇した。円は夏以降、緩やかに下落しており、価格競争力にはむしろプラスとなっているが、ドル安が進んだことで、対ドルでは円高となっている(図表2-3)。
- また、近年は「リスク回避の円高」が進みにくくなっており、今回もリスク選好の局面でも円安にならなかった。実効レートのリスクへの感応度を試算すると、11~16年には円が安全・低金利通貨であったが、近年はこの傾向が弱まり、コロナ危機後はドルが最も安全・低金利な通貨となった(図表2-4)。

図表2-1 為替の代表的な決定要因

理論	メカニズム	調整期間	コロナ前後の変化
① 購買力平価 (PPP)	物価裁定により低インフレ通貨が上昇	長期	(図表2-2参照)
② アブソープション・アプローチ	経常黒字国の外貨売り・自国通貨買い	長期	米国で赤字拡大
③ アセットバランス・アプローチ	資産収益率(金利)が高い通貨が上昇	中期 短期	日米差は縮小後、拡大
	リスク回避時に安全通貨高		安全順位が変化(図表2-4参照)

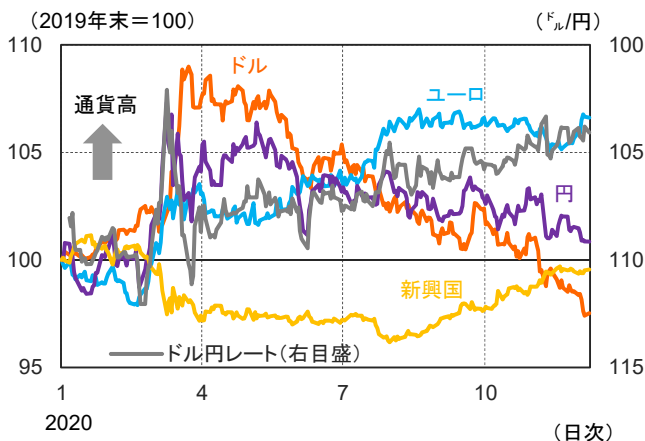
(備考)日本政策投資銀行作成

図表2-2 PPPレートと実勢レート



(備考)1.日本銀行、IMF  
2.PPPは年間レートを月次分割

図表2-3 実効レートとドル円レート



(備考)1.BIS、日本銀行 2.貿易ウエートで加重平均  
3.新興国通貨は中、印、伯、露など主要12カ国

図表2-4 通貨の安全性(リスク感応度)

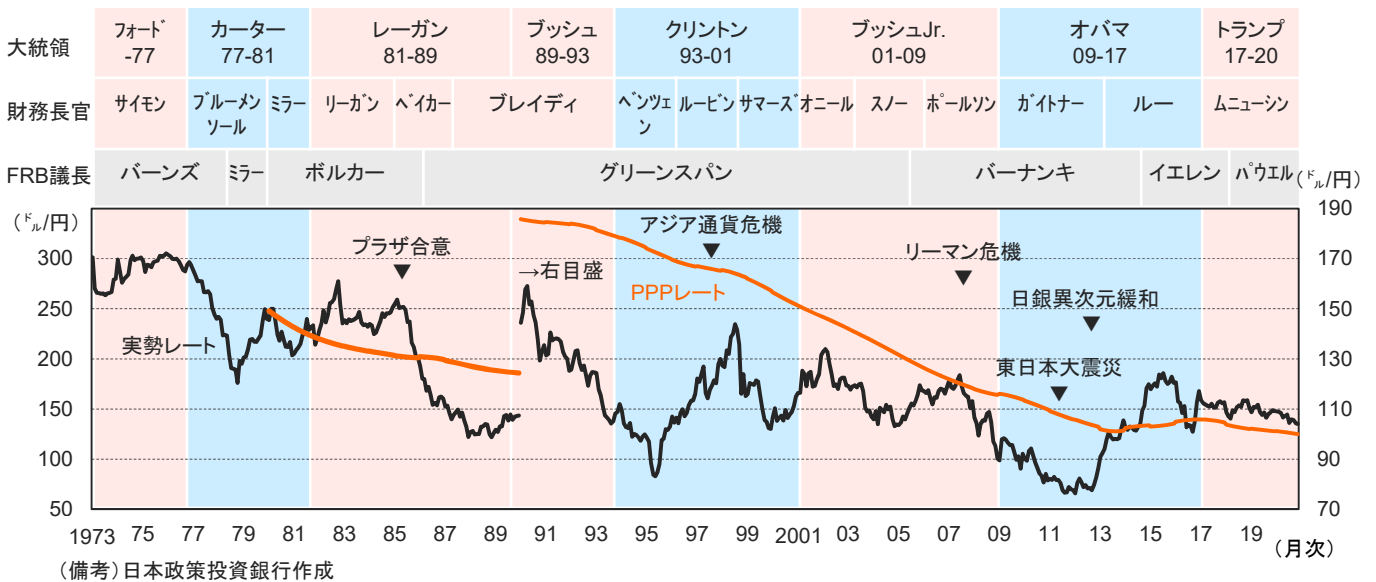
	11年~16年	17年~20年2月	コロナ危機後(20年3月~)
ドル	▲0.32	新興国通貨 ▲0.22	ユーロ ▲0.10
新興国通貨	▲0.04	ドル 0.25	新興国通貨 ▲0.01
ユーロ	▲0.01	ユーロ 0.32	円 0.07
円	1.56	円 0.49	ドル 0.23

(備考)1.BIS、Thomson Reuters Datastreamにより日本政策投資銀行作成  
2.数字はVIX(ボラティリティ指数)上昇への実効レート上昇の感応度

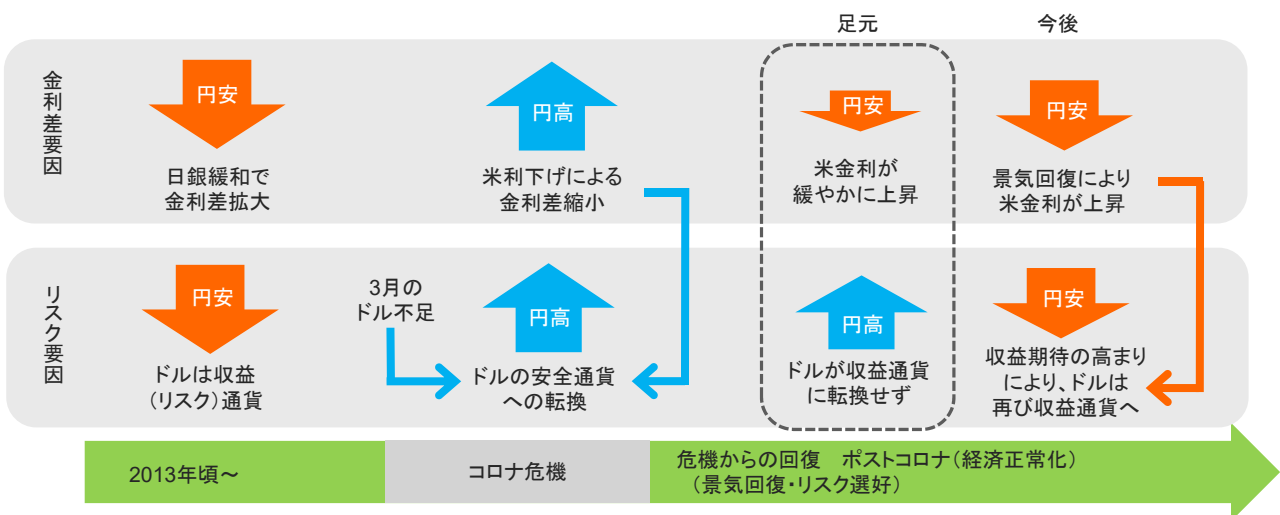
### 3. 今後のドル円レートの展望

- 1970年代以降の円高の歴史において、プラザ合意や双子の赤字の問題を抱えたレーガン政権下で円高が進んだが、その後は民主党のクリントン政権、オバマ政権下で70円台の円高を付けた。市場経済を重視する共和党に比べ、雇用を重視する民主党政権への交代による円高懸念がある。
- ただし、トランプ政権は貿易赤字縮小を目指し、金融緩和や為替報告書などでドル安志向を明確にした。バイデン次期大統領は、労働者保護や製造業強化を掲げており、割安な円の修正を求める可能性はあるが、副大統領を務めたオバマ政権では、当時のイエレン議長とともに、デフレ脱却を目指す日銀緩和を容認した。前政権に比べれば、円安修正の優先度は低下すると考えられる(図表3-1)。
- 20年春の感染拡大時には、ドル資金を確保する動きが広がったほか、米国がゼロ金利に利下げし、ドルは円以上の安全通貨と認識されるようになった。その後の景気持ち直しに伴い、日米金利差はやや拡大したが、リスク選好によるドル売り圧力が続き、円は対ドルで高止まっている。
- 今後は、景気回復が本格化する中で、ドル建て資産の収益率も上昇し、ドルは再びリスク通貨としての性格を強めると考えられる。金利差拡大とともに、円安・ドル高が進むと見込まれる。ただし、米国の緩和長期化などで足元の構図が残り、円高懸念が当面続くシナリオも考えられる(図表3-2)。

図表3-1 米政権とドル円レート



図表3-2 アセットバランス・アプローチから考える近年のドル円レート



©Development Bank of Japan Inc.2020

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等を勧誘するものではありません。  
本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部  
Tel: 03-3244-1840  
e-mail(産業調査部): report@dbj.jp