

# 2022年は緩やかな円安基調に 2013～2015年との比較から先行きの円相場を考察

市場調査チームエコノミスト

坂本明日香

03-3591-1432

asuka.sakamoto@mizuho-ir.co.jp

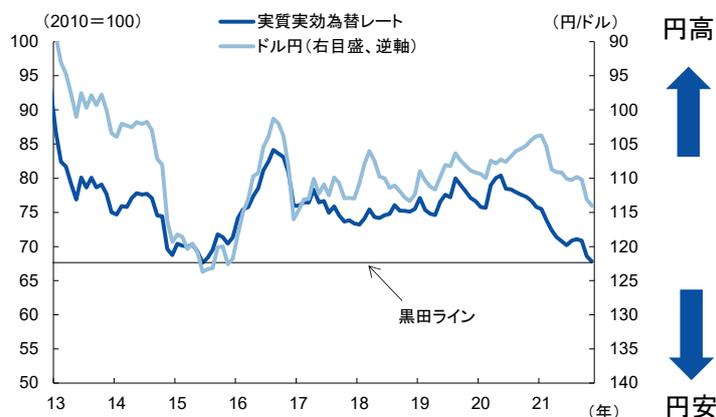
- 2021年のドル円相場は円安が進展。実質実効為替レートでは、「黒田ライン」と呼ばれた2015年頃の円安水準に。2013～2015年当時との比較から、先行きの円相場の行方を考察
- 類似点は①日米金融政策の方向感の違い、相違点は②貿易収支と③対外証券投資。2013～2015年当時は3要因が全て円安圧力となるも、2021年は②貿易収支や③対外証券投資が円高圧力に
- 先行きの円相場は緩やかな円安を予想。警戒すべきリスクとしては米国の高インフレ持続による急激な円安・ドル高があり、その場合輸入企業や家計にネガティブな影響をもたらす懸念あり

## 1. はじめに

2021年のドル円相場は、年初から円安・ドル高が進み、11月には、1ドル＝115円と2017年1月以来、4年ぶりの円安水準になった（図表1）。ドル円相場は、2020年までの数年間は概ねレンジ推移が続いており、通年で円安・ドル高方向に大きく相場が動いたのは2013～2015年の時であった<sup>1</sup>。

さらに、物価面も考慮した、他国通貨に対する円の総合的な実力を示すとされる実質実効為替レートでみると、2021年11月には、2015年6月につけた「黒田ライン<sup>2</sup>」と呼ばれる水準まで円安が進んだ<sup>3</sup>。当時は、実質実効ベースでみた円安の水準もさることながら、2013年以降のドル円相場の円安進展ペースがかなり速かったことから、日本国内では先行きの為替の見方、また国内の家計・企業に与える

図表1 ドル円相場と実質実効為替レートの推移



(注) 実質実効為替レートは、BIS Broad ベース、外貨建て（日本円1円に対する外貨価格）で2010年基準に指数化したもの。実質実効為替レート＝名目実効為替レート×（日本の物価÷海外の物価）で計算され、名目実効為替レートは一定で、海外の物価が日本の物価より上昇を上回る場合、実質実効為替レートは円安となる

(出所) Bloomberg より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

影響への警戒が高まった時期であった。2021年は、実質実効ベースではその当時と同じ水準まで円安が進んだということだ。

先行きを見据えると、米国では、F R B（連邦準備制度理事会）のテーパリング実施とその後の利上げが速いテンポで行われることで、2022年に米金利が急上昇し、円安・ドル高が急速に進むのではないかと、との警戒も市場で一部意識されている。その場合、実質実効為替レートでも「黒田ライン」を割れて更に円安方向に急速に進む可能性がある。

本稿では、2013～2015年当時と現在のドル円相場に与える要因の類似点、相違点を整理した上で、先行きのドル円相場の行方、そして実質実効為替レートの方向感を考察してみたい。

## 2. 2013～2015年と2021年のドル円相場に与える要因の類似点と相違点

考察を行うにあたり、まず為替の変動要因について触れておく。為替の変動要因は大きく分けて、投機要因、実需要因、中央銀行による為替介入要因の3つが考えられる。

投機要因とは、通貨の異なる2国間の金融政策による金利動向や、地政学リスクなどを背景に、投資家による短期的な為替差損取引で為替相場が動くことを指し、通常、金利差の動きに沿って為替も連動することが多い。実需要因とは、貿易取引のほか、国内企業が海外の現地法人を設立する直接投資や、国内外の債券など金融資産を購入する証券投資といった取引で、為替相場が動くことを指す。中央銀行による為替介入要因は、自国通貨の為替レート水準が適正でないと判断したときに、中央銀行が介入することで為替水準を調整することを指す。

このうち中央銀行による為替介入は、2013～2015年と現在において日本と米国では行われていない。そのため、ここではドル円相場に影響を与える投機要因と実需要因の2点から、当時と現在の類似点と相違点を整理する。その上で、各類似点・相違点が2022年にどのような方向感で働くかを見てみよう。

### （1）投機要因：日米の金融政策の方向感 は 2013～2015年当時と類似

投機要因を見る上で、以下では日米金融政策の方向感とそのペース、織り込み度合いという観点で比較を行いたい。

まず2013～2015年当時を振り返ってみよう。日本では、日銀が、2013年4月に量的・質的金融緩和を導入、さらに2014年10月には追加緩和を行い、金融緩和の姿勢を取ってきた。そのため円金利はほぼ低位で推移した。一方、米国では、2013年5月に当時のF R Bのバーナンキ議長が、テーパリングの可能性について言及し、大規模な金融緩和からのスタンス変更を示唆した。その後2014年にテーパリングを実施、2015年には利上げが意識された。この間米金利は上昇し、日米金利差が拡大した。米国と日本の長期金利差をみると、2013～2015年にかけて、約1%Pt拡大し、円安圧力となった（図表2）。

ひるがえって、現状を見てみると当時と状況はかなり近い。日本は、2021年現在まで金融緩和を維持しており、現時点で金融緩和スタンスの変更に関する情報は出てきていない。一方、米国では、11月のFOMC（連邦公開市場委員会）でテーパリングの開始が決定され、市場ではその先の利上げに対する観測が高まっている。米金利の上昇に伴い、日米長期金利差は、2021年を通じて、約0.5%Pt拡大し、円安圧力となっている（なお、金利差拡大幅に対する円安進展度合いが2013～2015年当時とくらべ2021

年が小さいが、それは後述する「(2) 実需要因」に関する当時と現在の違いが影響したとみられる)。

では先行きについてはどうみるべきだろうか。まず日銀の金融政策だが、2022年も緩和的な政策を続けるとみている。米国とは異なり、現時点で川下の物価価格(CPI)の上昇率は、日銀の政策目標とする2%には至っていない。今後は家計への価格転嫁が一部進みCPIは上昇するものの、多くは企業が原材料価格の上昇分をコスト負担するとみている。そのため、2022年のCPIは1%程度に留まる見通しだ<sup>4</sup>。したがって、日銀は引き続き金融緩和を維持するとみられ、円長期金利の上昇余地は限定的と考えられる。

一方で、FRBはテーパリングを2022年3月にも終了し、その後利上げを実施していくものとみられる。こうした日米の金融政策の方向感の違いは、引き続き円安圧力となりそうだ。一方で、みずほリサーチ&テクノロジーズのメインシナリオでは、米国のインフレは年央から年後半にかけ高水準ながらも緩やかに伸びは鈍化してくると想定しており、利上げペースの加速まではみていない。また、市場は既に2022年に3回程度の利上げを相応に織り込んでいる。そうしたことを踏まえ、2022年の米長期金利は2%近傍と、緩やかな上昇にとどまるとみており、ドル円相場が投機要因で急速に円安・ドル高方向に進んでしまうとまでは想定していない<sup>5</sup>。

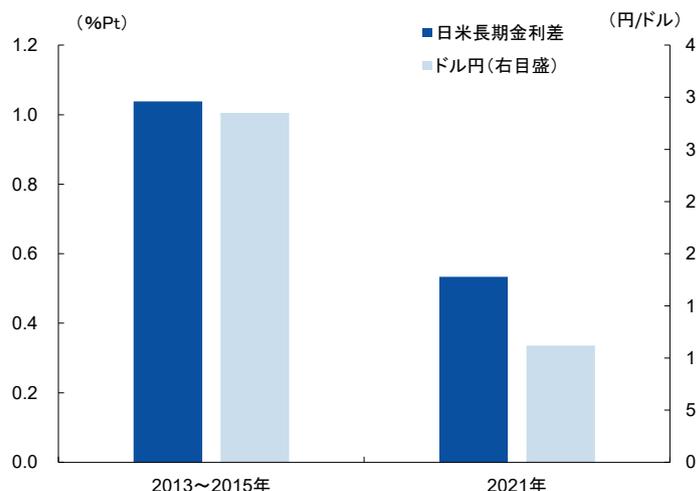
## (2) 実需要因：貿易収支と対外証券投資のトレンドは2013～2015年当時と相違

次に、実需要因をみてみると、2013～2015年当時と比べ、相違点がある。前述の通り、ドル円相場に影響を与える(通貨取引が実際に発生する)主な実需取引としては、貿易取引、直接投資、証券投資などがある。そのうち直接投資については基本的に対外直接投資(日本から海外への投資)のほうが対内直接投資(海外から日本への投資)よりも大きいという傾向は今も昔も変わらない。しかし、貿易取引や証券投資については、やや異なる動きになっている。

### a. 貿易収支は、2013年～2015年時は赤字の一方、足元では黒字で推移

まず貿易取引の動きを見る上で、貿易収支のトレンドを確認しよう。貿易収支が黒字であるという

図表2 ドル円相場と日米長期金利差の変化幅の比較



(注) 1. 日米長期金利差=米10年国債利回り-日10年国債利回り

2. 2013～2015年は、2013年初と2015年末の変化幅。2021年は、2021年初と足元(2021年12月28日)の変化幅

(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ことは、輸出金額が輸入金額を上回り、外貨を円に換える需要が多いことを指す。従って、貿易収支が黒字となると、通常円高に作用すると考えられる。

過去を振り返ると、基本的に貿易収支は黒字の状況が続いていた（図表3）。しかし2013～2015年は例外的に赤字が続いていた。貿易収支が赤字となった要因としては、2011年の東日本大震災以降、原子力発電所の稼働停止を受けて、代替発電燃料として化石燃料の輸入が増加したためである。

一方足元では、貿易収支はおおむね黒字で推移している。2020年以降の動きをみると、コロナ禍による国内需要の減少を受け輸入が減少した一方、輸出は早くにコロナからの回復を遂げた中国向け輸出などが増加したことが主な黒字要因であった。足元では、車載向け半導体の供給不足による自動車減産の影響で輸出金額が減少している一方、資源価格の高騰から輸入金額が増加しており、小幅な赤字となっている。みずほリサーチ&テクノロジーズでは、半導体不足の影響は今後徐々に緩和していくとみられること、資源価格高騰も2022年に入って以降ピークアウトしていくとみていることから<sup>6</sup>、2022年の貿易収支は小幅ながらも黒字で推移するとみている。

以上のように、2013～2015年当時は貿易取引が円安圧力として働いていたが、現在はおおむね円高圧力として働いていると考えられる。

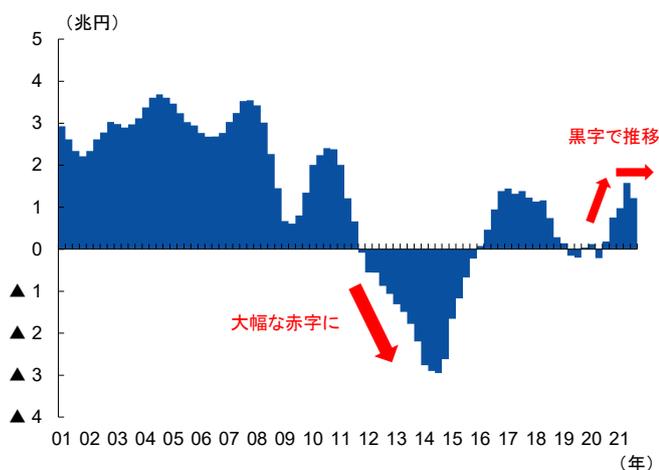
### b. 対外証券投資は、2013～2015年は拡大する一方、足元は縮小

もう一つの違いとしては、対外証券投資がある。対外証券投資は、国内居住者が海外の金融資産を購入する際に、通常円から外貨に交換する（円売り要因）ため、増加すると円安圧力に作用する<sup>7</sup>。

2013～2015年当時は、対外証券投資が拡大傾向にあった（図表4）。日米金利差の拡大という要因に加えて、大手年金積立法人がポートフォリオを2014年10月に変更し、外国株・外国債の購入割合を大幅に高めたという個別要因も一つに挙げられる<sup>8</sup>。そうした中で他の機関投資家も対外証券投資のウェイトを増やし、円安圧力として働いたとみられる。

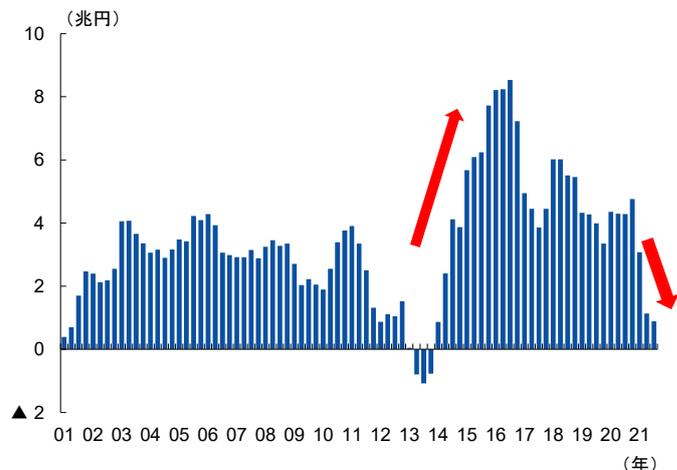
一方、足元では、対外証券投資はトレンドとしては縮小傾向にある。対外証券投資は2021年に限ると、円安圧力が緩和し、どちらかといえば円高圧力として働いたようだ。

図表3 貿易収支の推移



(注) 後方4四半期移動平均  
(出所) 財務省、日本銀行「国際収支統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 対外証券投資の推移



(注) 公的（中央銀行、一般政府）、預金取扱機関除くベース。後方4四半期移動平均  
(出所) 財務省、日本銀行「国際収支統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

では、今後をどうみるべきだろうか。前述のように2022年は緩やかながらも日米金利差は拡大する方向にある。また最近では、生命保険会社などの一部の機関投資家が先行きの外債比率を高めるといふ報道もあり<sup>9</sup>、こうした動きは、対外証券投資の増加につながるだろう。ただ当時のような個別要因などをきっかけとした対外証券投資の急拡大までは想定しておらず、小幅な円安圧力にとどまるとみている。

### 3. 先行きは緩やかな円安を予想。高インフレ持続による急激な円安進展に要留意

#### (1) ドル円相場のメインシナリオは、緩やかな円安・ドル高を予想

以上の点を整理してみよう(図表5)。まず類似点としては、日米の金融政策の方向感の違いであり、日米金利差の拡大とともに円安圧力として働いてきた。問題は今後の見方だが、基本的に金融政策の方向感の違いは変わらず、円安圧力が2022年もかかることになるとみている。ただし、市場では既に2022年の利上げを相応に織り込んでいる。米長期金利は2%近傍までの上昇にとどまり、ドル円相場への円安圧力も、急激な円安・ドル高進展を伴うものにはならないとみる。

次に相違点としては、貿易収支と対外証券投資があげられる。いずれも2013～2015年当時は円安圧力となった一方で、現在は円高圧力の方向で働いているとみている。今後も貿易収支は小幅ながら黒字で推移するとみており、どちらかといえば円高圧力となりそうだ。また対外証券投資は、金利差拡大に伴って拡大する方向に進むことが予想され、円安圧力となるが、2014年当時のような個別要因がなければ、急激な円安・ドル高を促すことにはならないと想定している。

以上を踏まえると、先行きのドル円相場は、円安・ドル高進展を予想するが、そのペースは緩やかに留まるのではないかとみている(図表6)。

#### (2) 米インフレ持続などによる、急激な円安進展リスクには留意が必要

メインシナリオは上述のように緩やかな円安・ドル高を予想するが、かなり不確実性は高いとみている。みずほリサーチ&テクノロジーズでは2022年に特に注意を要するトップリスクとしてコロナ、

図表5 類似点と相違点の総括表

	2013～2015年	現在	先行きの為替
類似点	日米金融政策の違い 日本:金融緩和 ↓ 米国:テーパリング、 その後の利上げ期待 の高まり	日米金融政策の違い 日本:金融緩和 ↓ 米国:テーパリング、 その後の利上げ期待 の高まり	日米金融政策の違い 日本:金融緩和 ↓ 米国:テーパリング、 その後の利上げ期待 の高まり
	↑	↑	↑
	貿易収支 赤字	貿易収支 黒字	貿易収支 小幅な黒字
相違点	↑	↓	↓
	対外証券投資 大幅な増加	対外証券投資 減少	対外証券投資 増加
	↑	↓	↑

(注) 赤矢印は円安圧力、青矢印は円高圧力を表す  
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国経済、グローバルインフレをあげている<sup>10</sup>。

もちろん重症度の高い新たな変異株などが出現した場合の経済・市場への影響は大きいですが、為替という観点では、グローバルインフレにも注意が必要だろう。特に米国を中心にインフレが長期間持続する場合の、金融政策変更リスクには注意が必要だ。その場合、F R Bは利上げ加速などの措置を取らざるを得ないだろう。また市場がそれを意識して、先んじて急激な円安・ドル高が進む懸念がある。2022年はかなり不確実性が高い年であり、注意が必要だろう。

### （3）実質実効為替レートでは、「黒田ライン」を割って推移。急激な円安進展に注意が必要

最後に実質実効為替レートの行方についても考察したい。メインシナリオでドル円相場は緩やかながらも円安・ドル高での推移を予想している。物価動向を加味しても、実質実効為替レートは先行き「黒田ライン」を割って円安に進む可能性は相応に高いとみている（図表6）。

ただし、円安のペースが緩やかであれば、日本への影響を過度に警戒しすぎる必要はないとみている。実質実効レートで円安になるということは、輸出企業にとっては本来プラスに、輸入企業にとってはマイナスに働く。日本は元々輸出国であり、前述のとおり貿易収支は2013～2015年のような例外を除き基本的には黒字である。

そのため企業全体で見れば貿易面ではプラスに働く側面があり、特に輸出企業への恩恵は依然として大きい。もちろん輸入企業にとっては、購買力の低下とともにマイナスに働くが、緩やかな円安であれば輸入企業などの生産性改善で対応できる面がある。家計についても円安は購買力の低下にともなうマイナスに働く面がある。それでも若干の価格上昇であれば、消費マインドを大きく低下させるまでには至らないのではないか。

一方で、急激な円安、特に今回のような資源高を伴った円安である場合には注意が必要だ。輸入企業などによる生産性改善ではカバーできず、企業にとっては収益悪化による投資停滞が生じるおそれがある。また、家計にとっては、食品やガソリンといった、日々の価格変動を認知しやすい商品の価格が上昇するため、消費マインドを想定以上に押し下げる懸念もある<sup>11</sup>。日本経済への影響という観点では、「黒田ラインを割るか否か」よりも、為替相場が想定以上に急速に円安方向に進まないか、

図表6 ドル円相場と実質実効為替レートの推移



(注) 先行きは、2021年12月17日公表の内外経済見通しの数値をベースに作成  
(出所) Bloomberg より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

資源高が持続しないかという点に注意が必要だろう。

## [参考文献]

第 189 回第 12 号「財務金融委員会」、2015 年 6 月 10 日

日本経済新聞「生保『ヘッジなし』に動く 外債買い増しで円安拍車も」、2021 年 11 月 12 日

みずほリサーチ&テクノロジーズ(2021)「2021・2022 年度 内外経済見通し～世界経済は回復も、コロナ・中国経済・インフレリスクに要警戒～」、2021 年 12 月 17 日

酒井才介・川畑大地・嶋中由理子・中信達彦・南陸斗(2021)「商品市況高騰の日本経済への影響～交易条件悪化で企業・家計に 10 兆円の負担増」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021 年 12 月 22 日

みずほフィナンシャルグループ リサーチ&コンサルティングユニット「2022 年新春経済見通し」、2021 年 12 月 23 日

武田英子(2021)「2022 年米長期金利は 2%近傍へ～先行きは景気低迷懸念はく落と利上げ警戒感から上昇を予想」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT EXPRESS』、2021 年 12 月 23 日

---

<sup>1</sup> なお、通年ではないが、2016 年は年後半に円安が進む場面があった。2016 年前半は新興国経済懸念や、人民元の大幅切り下げによる中国株急落からリスクオフの円高が進んだ。しかし、米国大統領選挙でトランプ大統領が勝利し、財政政策への期待の高まりから、2016 年末にかけて急速に円安・ドル高が進展した。2016 年前半のリスクオフの円高からの回帰であったこと、2017 年初には円安トレンドも一服したこと、通年で 2016 年は円安が進んだとは必ずしもいえないこと、実質実効ベースでは円安水準とはいえないことから、今回比較対象としては取り上げなかった。

<sup>2</sup> 「黒田ライン」とは、2015 年 6 月に 1 ドル=125 円(日次ベース)、実質実効為替レートでは 2010 年基準で 67.63(月次ベース)まで円安が進んだ水準を指す。2015 年 6 月 10 日の第 189 回国会財務金融委員会第 12 号にて、前原誠司議員から実質実効為替レートに関する質問が来た際に、日銀の黒田総裁が「実質実効為替レートではかなりの円安水準になっている」とした上で、「ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れていくということは、普通考えると、なかなかありそうにない」と発言したことから、「黒田ライン」と呼ばれるようになった。

<sup>3</sup> 国際決済銀行(BIS)が公表している実質実効為替レートは、対象国が 27 カ国の Narrow ベースと、60 カ国の Broad ベースがある(2021 年 12 月現在)。このうち Broad ベースは 1994 年以降のデータしか公表されていないため、1994 年以前については Narrow ベースになるが、過去 2015 年時と同様の円安水準となったのは、1972 年 6 月につけた 67.49 になる。

<sup>4</sup> 詳しくは、みずほリサーチ&テクノロジーズ「2021・2022 年度 内外経済見通し～世界経済は回復も、コロナ・中国経済・インフレリスクに要警戒～」(2021 年 12 月 17 日)を参照されたい。

<sup>5</sup> 米国の見通しは注 4 再掲、金利の見通しは武田(2021)を参照されたい。

<sup>6</sup> 注 4 再掲

<sup>7</sup> なお、日米金利差をベースに購入を決めることがあるため、対外証券投資は投機要因とも考えられる。しかし、投機要因では、内外個人投資家による、低金利通貨の円を借入して高金利通貨のドルで資金運用する円キャリー取引も含まれる。一方、対外証券投資は国内居住の機関投資家の取引のみをみたものであり、金利差ベースの購入のほか、ポートフォリオ変更など機関投資家特有の要因で購入する場合もあると考えられることから、ここでは実需要因として取り上げる。

<sup>8</sup> 2014 年 10 月以前の資産構成割合では、外国債券：11%、外国株式：12%であったが、2014 年 10 月の見直しにより、外国債券：15%、外国株式：25%に変更された。なお、国際収支統計で公表されている投資家部門別(その他金融機関に該当する部門)でみた対外証券投資(2014～2015 年合計)の部門別割合は、大手年金積立法人が運用を委託しているとされる信託銀行や金融商品取引業者で約 50%(信託銀行：約 20%、金融商品取引業者約 30%)となっており、それ以外に生命保険会社が約 20%弱、投資信託委託会社で約 30%などとなっている。

<sup>9</sup> 日本経済新聞「生保『ヘッジなし』に動く 外債買い増しで円安拍車も」(2021 年 11 月 12 日、日経新聞朝刊)

<sup>10</sup> トップリスクの詳細は、みずほフィナンシャルグループ リサーチ&コンサルティングユニット「2022 年新春経済見通し」(2021 年 12 月 23 日)を参照されたい。

<sup>11</sup> 資源高の日本経済への影響は、酒井・川畑・嶋中・中信・南(2021)を参照されたい。

---

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、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ては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。