



どうなる？ 2021年の為替市場

2021年の為替市場ではこれまでの「ドル安基調」が継続するかどうか最大の焦点になると考えています。主要貿易相手国通貨に対するインフレ調整後の購買力を示すドルの「実質実効為替レート」は本年4月をピークに下落基調に転じた可能性があります。ドル円レートはしばらくドル安円高トレンドが継続するものの、米国経済の回復が鮮明になり、米国金利がある程度水準まで上昇すれば、ドル高円安に移行すると予想しています。

「ドル安基調」が継続

2021年の為替市場では本年4-5月に始まった「ドル安基調」が継続するかどうか最大の焦点になると考えています。これまでのドル安の背景には次のような要因がありました（図表1）。

- コロナ禍でFRB（連邦準備制度理事会）がゼロ金利政策に踏み込み、日欧との金利差におけるドルの優位性が失われた。
- 3月を底に金融市場で「リスクオン」の動きが続き、安全通貨と考えられるドルからユーロや新興国など高リターンが期待できる通貨へ資金がシフトした。

ほとんどの欧米系投資銀行は来年もこの「ドル安基調」が続くと予想しています。このレポートでは実質実効為替レートの観点からドルの先行きを考え、その後にドル円レートに議論を拡げます。

ドルの先行き

主要貿易相手国通貨に対するインフレ調整後の購買力を示すドルの「実質実効為替レート」（以下、REER：Real Effective Exchange Rate）はこれまで長いトレンドを形成しながら上下動を繰り返してきました。ドルREERは2002年からほぼ9年間下落した後、2011年から9年間上昇し、本年4月をピークに下落基調に転じた可能性があります（図表2）。

ドルREERを米国の実質10年金利と比較すると、2015年以降、ドルREERが実質10年金利から大きく上方に乖離しています（次頁図表3）。この関係が直接的にドル

図表1 ドル円・ユーロドルレートの推移



図表2 ドルの実質実効為替レート（BISの推計）



（図表1-2の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証する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情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



REERが割高なことを示しているわけではありませんが、今後ドルREERが低下する可能性を示唆していると思われます。

2000年以降、ドルREERとBloomberg商品指数には逆相関の関係がありました。商品市況が上昇すればドルREERは低下し、商品市況が下落すればドルREERは上昇する傾向を示しています（図表4）。2021年は新型コロナのワクチンが普及し、世界中で経済活動が正常化すれば、原油や銅などの商品市況は堅調に推移すると予想されます。この観点からも2021年はドルREERが下落することが想定されます。

ドル売り材料の一つと考えられる米国の「双子の赤字」については、対GDPの経常赤字はシェール開発で米国が原油・石油関連製品の純輸出国になったことから安定的に推移していますが、財政赤字はコロナ対策の財政拡張を受けて大幅に拡大しています（図表5）。次期政権が環境面からシェール開発を抑制すれば、経常収支が悪化すること考えられます。

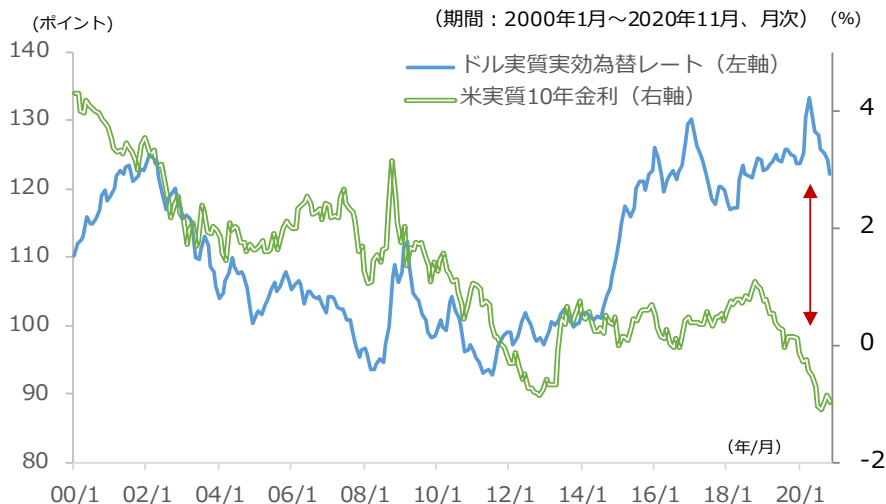
米国内では次期財務長官に「強いドル」を求める声も聞かれますが、2021年のドル相場は実質実効為替レート、実質金利、景気サイクル、双子の赤字などの要因から低下基調が続くと思われます。

ドル円レートの先行き

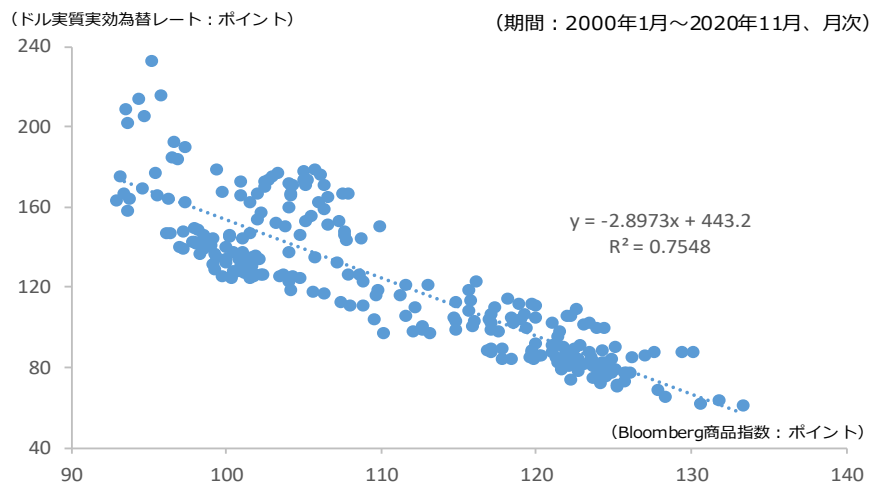
ドル円レートについても、2021年に1ドル100円を割るドル安円高を予想する欧米系投資銀行は少なくありません。ドルREERの下落、FRBの金融緩和の長期化などに加えて人民元高がドル安円高を招くとの意見も聞かれます。一方、円はドル同様に安全通貨と考えられているため「リスクオン」局面が続いても、それ自体が強力なドル安円高材料になるとは考えていません。

1980年末を基準に日米のコア消費者物価

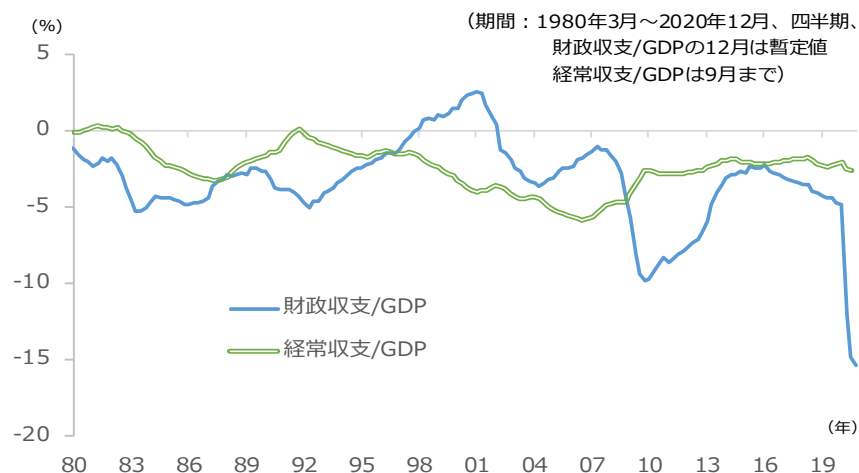
図表3 ドル実質実効為替レートと米実質10年金利



図表4 ドル実質実効為替レートと商品市況



図表5 米国の「双子の赤字」



(図表3-5の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証する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情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



の差から算出した足元の購買力平価は1ドル83円で、長期的にドル安円高方向に進む可能性を示しています（図表6）。

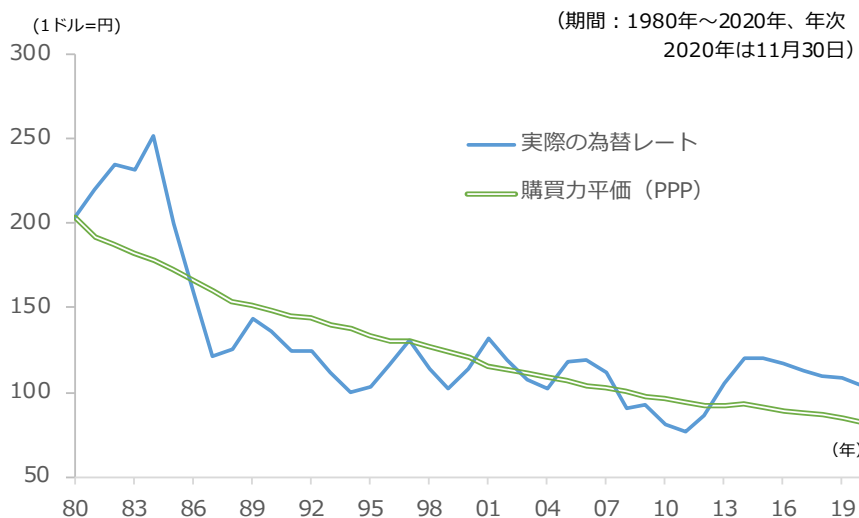
これまで同じように動いてきた日米の10年金利差とドル円レートは直近大きく乖離しています（図表7）。これが収斂する過程でドル安円高が進む可能性があります。

一方、2021年に想定される世界経済のコロナ禍からの回復はテクノロジーに強みを持つ米国経済が主導し、既に底を打った米国の長期金利がさらに上昇するとの見方があります。その結果、日米金利差が拡大に向かい、成長率格差からもドル高円安が進むと考えられます。ワクチン普及の順序で景気回復が進むと考えれば、日本は米国に後れをとると思われれます。先物市場では円買いポジションが2016年来の水準まで積み上がっており、短期的に何らかのきっかけでこのポジションの巻き戻しが発生すれば、急激なドル高円安が進む可能性があります（図表8）。一旦1ドル100円を割る水準までドル安円高が進んでも、本邦投資家が大量にドル建て資産を買い入れたり、本邦企業が高い円を武器に外国企業へM&Aを仕掛けたり、対外直接投資を積極化し、ドル高円安に転じることも考えられます。

これまでの議論を総合すると、2021年のドル円レートはしばらくドル安円高トレンドが継続するものの、米国経済の回復が鮮明になり、米国金利がある程度水準まで上昇すれば、ドル高円安に移行すると予想しています。

以上（作成：投資情報部）

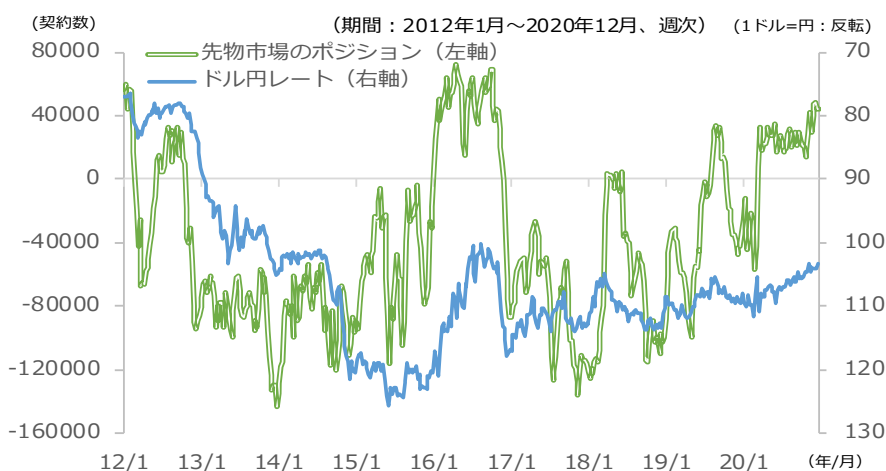
図表6 ドル円レート：実際の為替レートと購買力平価（PPP）



図表7 ドル円レートと10年金利差（米国-日本）



図表8 ドル円レートと先物市場における円の投機的ポジション



（図表6-8の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.85%（税抜3.5%）

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率2.09%（税抜1.90%）

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.0132%（税抜0.012%）

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

（監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。）

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社
事 業 内 容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370号
加 入 協 会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）