

2025 年 5 月 1 日

米トリプル安の背景とドル相場の展望

高千穂大学 商学部教授
IIMA 客員研究員 内田 稔

2025 年 4 月、米国は株、国債、ドルが揃って下落するトリプル安に見舞われた。しかし、株式相場下落は世界共通の動きである上、米国株下落率が突出していたわけでもない。この為、問題視すべきなのは、安全資産とされる米国債が下落し、長期金利が上昇したこととその長期金利の上昇に反してドル安が進んだことと考えられる。

長期金利は、期待潜在成長率と期待インフレ率、プレミアムの合計である。この内、プレミアムの拡大による金利上昇は、いわゆる「悪い金利上昇」とされ、当該国通貨は下落することが多い。例えば、2010 年代初頭のユーロ圏の債務危機時には南欧諸国の長期金利上昇とユーロ安が観測された。2022 年 9 月以降のいわゆるトラスショック時も英長期金利の急騰とポンド急落が並走した。その点、4 月の米長期金利の上昇は、タームプレミアムの拡大が主因である。タームプレミアムとは債券の価格変動リスクに対して投資家が求める対価であり、その拡大は「悪い金利上昇」の一種である。もっとも、米議会では現在、トランプ減税の延長や債務上限の引き上げに向けた最終的な調整が進行している。財政拡張を意識した「悪い金利上昇」は言わば健全な市場の動きでもある。最近を振り返っても、2023 年 8 月にフィッチ・レーティングスが米国債を格下げした後や昨秋のトランプラリーの局面でもタームプレミアムの拡大を伴う「悪い金利上昇」が発生している。その点、より問題視すべき点はドル安が進んだことである。なぜなら、「悪い金利上昇」にも、ドル高で反応していたにもかかわらず、今回に限って「悪い金利上昇」に従い、下落したからである（図）。しかも、現在のタームプレミアムが 2000 年代以降の平均（約 69bp）とそれ程、変わらない点も付言しておこう。

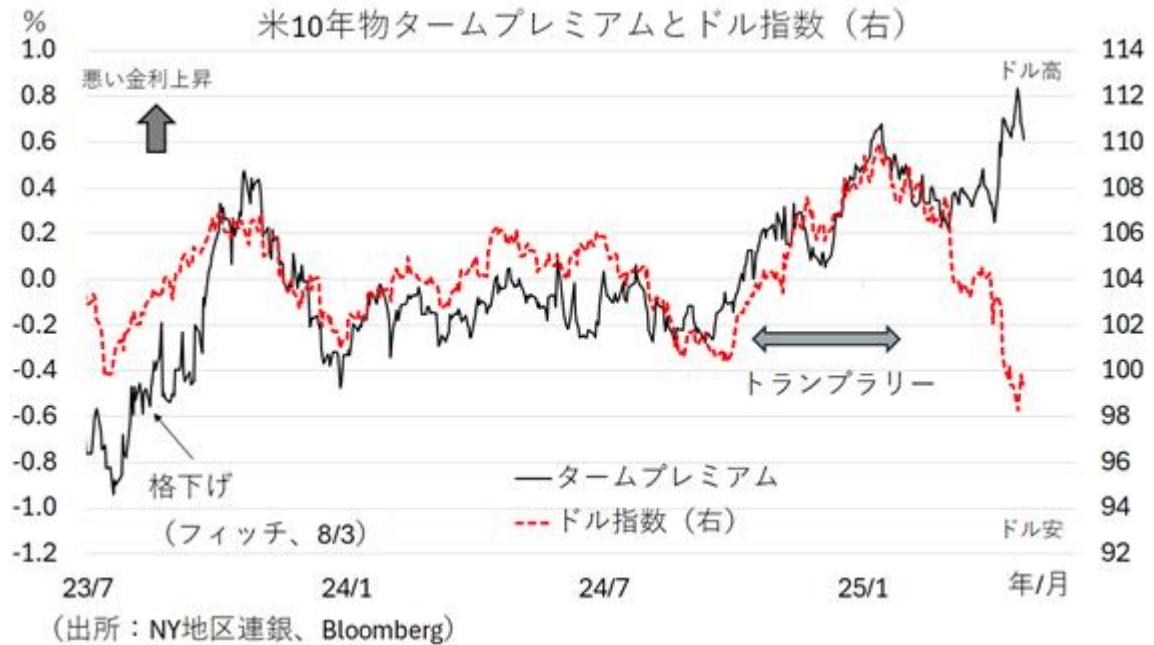
そこで、4 月にドル安が進んだ要因を改めて整理すると、主に 4 点が挙げられる。1 点目は、貿易戦争の激化に伴いドル建て資産への信認低下がテーマとなったことだ。今後、財政拡張による国債増発が見込まれる中、経常赤字国である米国は、その消化を海外の投資家に依存しなければならない。それにもかかわらず、相互関税の矛先は、世界へ向けられ、その中には米国債の最大保有国である日本や 2 番手の中国も含まれる。実際、4 月の米国債下落の一因に、中国が関税への報復措置として米国債および米ドルを売却したとの見方が根強い。2 点目は、FRB の独立性への信認が低下したことだ。トランプ大統領の度重なる FRB への利下げ要請は、ついにパウエル議長の解任観測へと発展した。FRB の信認低下は、即ちドルの信認低下としてドル安の一因となった。3 点目

は、製造業の復権を掲げるトランプ政権によるドル安志向が市場で意識されたことだ。特に、トランプ大統領の別邸の名を冠した「マールアラーゴ合意」との言葉が各方面で囁かれた。4点目は、利下げ観測が台頭した点だ。米経済を巡っては、関税による物価の上振れが意識されているものの、景気に配慮した利下げ再開が見込まれている。この結果、4月の初めにおよそ3回だった年内の利下げ回数の織り込みが、一時は4回まで進展し、ドル安を招いた面がある。

以上を踏まえ、最後に米国の長期金利やドル相場を展望しておく。長期金利には、財政拡張に伴う上昇圧力が加わりやすいだろう。年央以降に利下げが始まれば、期待政策金利の低下が長期金利への低下圧力とはなりそう。だが、利下げ再開を好感し、株式相場が持ち直した場合、個人消費が下支えされる。自ずと利下げの必要性が和らぐ。また、関税によるインフレが警戒される中での利下げは、期待インフレ率の上昇を通じ、長期金利上昇を招く可能性もある。さらに、議会の歳出削減が不十分とみなされた場合、昨秋、米国債のトリプル A からの格下げを示唆したムーディーズ・レーティングスの格下げも現実味を増し、「悪い金利上昇」を助長する可能性もある。もっとも、スイスのバーゼル銀行監督委員会が定めるソブリン向け債権（含む国債）に対するリスク掛け目は、トリプル A もダブル A も同じ 0% である。格下げに限れば、初期のネガティブ反応に注意を要するものの、あまり尾を引くことにはならないのではないかと。

次に、ドルに関しては、信認がやや回復する可能性が出てきた。貿易戦争を巡っては、トランプ大統領が今後の交渉次第で、対中関税が今の 145% よりも低くなる可能性を示唆した。また、トランプ大統領はパウエル議長を解任する意志が全くないことも明言した。さらに、ベッセント財務長官も政権として、強いドル政策を支持していることを明確に述べた。従って、ドルの信認がある程度、保たれるとの前提に立てば、先の 4 つのドル安要因の中で残るのは「利下げ観測」、即ち金融政策に絞られてくるだろう。

そこで、改めて米国の景況感をみると、現在ハードデータが概ね堅調さを保つ一方、ソフトデータは顕著に悪化している。関税を巡る先行き不透明感や乱高下した株式相場による消費者マインドの悪化が、ここから個人消費の悪化を通じ、实体经济へと波及する可能性がある。この為、FRB は早ければ 6 月にも利下げを再開するだろう。ただ、その結果、ドル安が進むかと言えばそうとは限らない。先述の通り、長期金利が下げ渋ったり、悪い金利上昇が生じた際に、ドルの信認が保たれていれば、ドルも底堅く推移する可能性が十分にあるからだ。以上を踏まえると、ここからドル相場を展望する上では、4 月にドルの信認低下やドル安観測を招いた貿易戦争の行方、FRB の信認、政権のドル安志向に関するトランプ政権の動向に細心の注意を払いつつ、金融政策の行方が重要度を増していくのではないかと。



(IIMA メールマガジンへの寄稿)

当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、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2025 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0882

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>