

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2025 年 7 月 18 日

相互関税延期 90 日後のドル円相場の現状と今後

～関税の打撃を克服しつつある？ドルと打撃が効き始めた円～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

橋本 将司

masashi.hashimoto@iima.or.jp

目次

<要旨>	2
<本文>	3
1. ドル安・円安でドル円相場はレンジ相場に	3
2. ドル相場の動向	4
(1) ドルサイクルについて	4
(2) 相互関税発表時までの最近のドル相場の動向	5
(2) 相互関税発表以降のドル相場の動向	6
① TACO を背景に株価指数は持ち直し	6
② 相互関税発表を受けたドル離れの動き	7
③ ドルは次第にファンダメンタルズに沿った動きへ回帰か	9
3. 円相場の動向	10
4. 今後の見通し	12
(1) 米経済が底堅さを維持し「リスク選好のドル高（局面①）」	13
(2) 米国経済への悪影響が顕在化し「リスク回避のドル安（局面④）」	13
(3) 海外経済への悪影響が顕在化し「リスク回避のドル高（局面③）」	14
(4) 海外経済が底堅さを維持し「リスク選好のドル安（局面②）」	14

＜要旨＞

- 第二次トランプ政権始動以降のドル相場（ドルの名目実効為替レート）は、為替市場の大局的な動きをみる上で有用なドルサイクルでみると、米国第一主義の先鋭化などによる米国経済への悪影響を織り込み、グローバルにドル建て資産から非ドル建て資産への逃避資金流入を示唆する異例の「リスク回避のドル安」となり、4月2日の相互関税発表後は、米国トリプル安のような動きもみられていた。
- その後トランプ大統領が金融市場を混乱させてまで強硬な政策は行わないとの期待や、関税政策などの影響がこれまでのところ顕在化せず米国経済の底堅い推移が続いていることから、米国株価指数が持ち直すなど市場のリスク選好は回復。
- ドルサイクル上は4月下旬からドル建て資産にリスク選好資金が流入する「リスク選好のドル高」が示唆されていたが、トランプ政権による米国第一主義的な政策などが、依然としてドルの信認に一定の悪影響を与え、ドルサイクルや内外金利差などでは説明できないドルの下落要因になっていた模様。
- その後、5月下旬頃からは「ドル離れ」を材料としたドル下落要因は後退しつつあった一方、インフレ安定を受けた米金利低下に沿ってドル安が進んだ。もっとも、米経済は依然底堅く、「リスク選好のドル高」が続く中で、7月以降は米金利も反発に転じ、ドル相場も持ち直しの兆しがみられている。
- ドル円相場は、年初からのドル安に沿ってドル安円高が進んで来たが、4月下旬以降、市場のリスク選好が回復に向かったこと、相互関税の影響で日銀の追加利上げが先送りになったこと、またグローバルに財政問題に市場の焦点があたり、公的債務の利払い負担などからも日本が拙速な利上げができないという円の弱点が意識され易くなったことなどから、円安によりドル円相場も再びドル高円安方向へ推移。
- 今後の関税政策などの着地やその米国経済などへの影響次第で、いくつかのシナリオが考えられるが、米国の経済状況が大きく悪化するには至らないとすれば、FRBによる年内最大2回程度の利下げに伴う金利低下に沿った数ヵ月単位の小幅なドル安円高を内包しつつ、「リスク選好のドル高」が継続して、最終的には緩やかなドル高円安が進む展開となる可能性が高い。但し、トランプ政権が予想以上に強硬なスタンスを示すなどして、再び米国トリプル安のような状況となるリスクには引き続き警戒が必要だろう。

<本文>

1. ドル安・円安でドル円相場はレンジ相場に

第二次トランプ政権発足以降、ドル相場下落傾向が続いて来た。FRB公表のブロードベース(新興国通貨を含めた広い通貨を対象)のドルの名目実効為替レートでみると、年初1月につけた高値から7月につけた直近の安値まで約6ヵ月で8.1%下落、ナローベースの名目実効為替レートでは10.4%下落した(第1図)。後者のナローベースでは、水準的には2022年4月以来となる約3年ぶりの安値をつける動意がみられている。こうしたドル安の背景には、トランプ政権による貿易相手国に対する広範かつ大幅な関税賦課政策やFRBへの利下げ要求など、異例とも言える政策による米国経済への悪影響に対する懸念や、ドル建て資産への信認の低下によるドル離れの影響もあった。

この間、ドル円相場も、年初1月につけた1ドル=158円台の高値からドル安の流れに沿って、4月には取引時間中の安値で一時139円台まで下落した(第2図)。しかし、その後ドル安円高は一服し、5月以降の1ドル=145円を挟んだレンジ推移から、足元ではむしろドル高円安方向への動きがみられており、5月頃より円安圧力も次第に強まっている。本稿では、こうしたドル安と円安の背景と今後の見通しについて、為替市場の大局観を把握する上で有用なドルサイクルの議論による定点観測も踏まえて検証する。

第1図：ドルの名目実効為替レート



(資料) Bloomberg より筆者作成

第2図：ドル円相場とドルの名目実効為替レート



(資料) Bloomberg より筆者作成

2. ドル相場の動向

(1) ドルサイクルについて

まずドル相場についてドルサイクルの観点から検証する。ドルサイクル論では、ドル相場（ドルの名目実効為替レート）¹が、米 S&P500 株価指数を MSCI 新興国株価指数（現地通貨建て）で割った株価指数比率（米 S&P 株価指数／MSCI 新興国株価指数）と大局的に高い連動性があることに着目してドル相場の動きを分析する。1990 年代半ば以降のドル相場は、大局的にこの株価指数比率との連動性で説明することができる。さらにこの株価指数比率の分母と分子である各株価指数の動きの組み合わせに応じて、ドル建て資産に前向きの資金が流入する「リスク選好のドル高（局面①）」、非ドル建て資産に前向きな資金が流入する「リスク選好のドル安（局面②）」、ドル建て資産に逃避資金が流入する「リスク回避のドル高（局面③）」、非ドル建て資産に逃避資金が流入する「リスク回避のドル安（局面④）」、そしてドル建て資産に前向きかつ逃避的な資金が流入する「米経済独り勝ちのドル高（局面⑤）」に分類でき、ドルの動きを整理することができる（第 3 図）。また、円相場が基本的に市場のリスクセンチメントと順相関、米金利と逆相関で推移することも合わせると、ドル円相場の動きも整理することができる²。

第 3 図：ドルサイクルの局面分類とドル円相場の典型的な動き

ドルサイクル		株価指数の動き	ドル円相場の典型的な動き	
局面①	リスク選好のドル高	米国株価指数上昇・新興国株価指数上昇	ドル高＋円安	ドル高円安
局面②	リスク選好のドル安	米国株価指数上昇・新興国株価指数上昇	ドル安＞円安	ドル安円高
		米国株価指数上昇・新興国株価指数下落	ドル安＜円安	ドル高円安
局面③	リスク回避のドル高	米国株価指数下落・新興国株価指数下落	ドル高＜円高	ドル安円高
局面④	リスク回避のドル安	米国株価指数下落・新興国株価指数下落	ドル安＋円高	ドル安円高
局面⑤	米経済独り勝ちのドル高	米国株価指数上昇・新興国株価指数下落	ドル高＋円安	ドル高円安
			ドル高＜円高	ドル安円高
局面⑥	—	米国株価指数下落・新興国株価指数上昇	—	—

（注）米株価指数が下落する場合、通常新興国株価指数も通常下落する場合が多いため、局面⑥はほとんど出現しない。

（資料）筆者作成

¹ 以下本稿では特に断りの無い限り、ドルの名目実効為替レートは FRB 公表のブロードベースを使用。

² 例えば「リスク選好のドル高（局面①）」は、米国株価指数と新興国株価指数が共に上昇しているが、米国株価指数の上昇率の方が高い場合で、ドル建て資産に前向きな資本フローが流入してドル高が発生していると位置付けられる。ドルサイクルの詳細については、[2020 年 4 月 1 日付国際経済金融論考「ドルサイクルの変動メカニズムを探る～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証～」](#)などを参照。ドルサイクルとドル円相場の関係については、[2023 年 5 月 23 日付国際経済金融論考「景気サイクルとドルサイクル・ドル円相場の変動パターン～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その 7）～」](#)などを参照。

(2) 相互関税発表時までの最近のドル相場の動向

大局観をみるためにドルサイクルの動向を数年前から振り返ると、2025 年 4 月 16 日付国際通貨研レポート「トランプ相互関税とドル円相場～ドルサイクルは異例の「リスク回避のドル安」をシグナル～」³でも指摘したように、グローバルな景気拡大とその中でも特に堅調な米国経済を受けて、2023 年初からドル建て資産にグローバルにリスク選好的なマネーが流入してドルが前向きな意味で上昇する、「リスク選好のドル高局面（局面①）」が続いていた（第 4、5 図）。その後 2024 年 11 月の米大統領選を前に、同年 10 月頃からトランプ氏の当選の可能性が高まると、同氏が掲げる米国第一主義的な政策が、新興国経済など米国以外の国々の経済にマイナスとなることを織り込んで、ドルサイクルは「米国経済独り勝ちのドル高（局面⑤）」のような状況となり、実際に市場でもいわゆるトランプ・ラリーがみられ、為替市場ではドル高がみられて来た。

しかし、2025 年 1 月に第二次トランプ政権が始動すると、トランプ政権の政策が事前の想定以上に強硬な内容となった一方、欧州ではドイツを中心に軍事費を含む財政支出を拡大する方向へ政策転換が図られた他、中国でも予想される外需環境の悪化に備えてより踏み込んだ景気支援策が実施されつつあった。また、中国では 1 月 28 日に新興 AI 企業 Deep Seek が低コストながら高性能の生成 AI モデルを発表し、中国経済にとつての先行き好材料として意識された。

第 4 図：ドル名目実効為替レートと株価指数比率



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 5 図：米国株価指数と新興国株価指数



(資料) Bloomberg より筆者作成

この結果、トランプ政権による政策が、貿易の停滞などから世界経済全体への下押し

³ [2025 年 4 月 16 日付国際通貨研レポート「トランプ相互関税とドル円相場～ドルサイクルは異例の「リスク回避のドル安」をシグナル～」](#)

圧力となるものの、米国以外の国々よりもむしろ米国経済自体への悪影響が大きくなる
との見方が次第に織り込まれた。1 月半ばを起点にみると、両株価指数とも下落に転じ
たものの、新興国株価指数よりも米国株価指数の方がより下落し、ドル建て資産から非
ドル建て資産へのマネーの流入を示唆する「リスク回避のドル安（局面④）」のような
状況がみられ、実際にドル相場も下落に転じた。この「リスク回避のドル安（局面④）」
は、1994 年以降では 2000 年代初頭に一度しか発生しておらず、しかもその当時ドルは
上昇していたことから、極めて異例の動きであった⁴。こうした中、相互関税が発表さ
れた 4 月 2 日頃からは、ドル、米債券、米国株価指数が共に下落する米国トリプル安
（米金利は上昇）のような動きもみられていた。

（2）相互関税発表以降のドル相場の動向

① TACO を背景に株価指数は持ち直し

前掲のレポートでは、その後あり得るいくつかのシナリオとして、「リスク回避のド
ル安（局面④）」かつ米国トリプル安が続くケース、米国トリプル安は収まるが「リス
ク回避のドル安（局面④）」が続くケース、関税の影響が世界的に顕在化して「リス
ク回避のドル高（局面③）」へ転換するケース、そして関税の影響が大きくならず「リス
ク選好のドル高（局面①）」へ転換するケースなどを指摘。これらの中で、関税の世界
経済への影響が次第に顕在化し、特に高率関税の影響が脆弱な新興国経済を中心に大き
く顕在化することで、米国株価指数以上に新興国株価指数が下落する「リスク回避のド
ル高（局面③）」に転換する可能性が相対的に高いのではないかと述べた。当時トラ
ンプ大統領が、必要な改革のためにはある程度の痛みも辞さないといった趣旨の発言を行
っていたことから、一定程度市場が混乱しても、強硬な政策を維持し続けるとみられた
ためだ。

しかし、実際には 4 月中に早々に両株価指数が持ち直すと共に、米国株価指数の回復
がより顕著となって株価指数比率は上昇に転じ、ドルサイクル上は限界的に「リス
ク選好のドル高（局面①）」を示唆しつつ、ドル相場は年初からの下落が続く形となってい
た（前掲第 4、5 図）。次節で述べるその背景を大まかに先取りすると、両株価指数の持
ち直しは、トランプ政権が米国トリプル安など金融市場に一定以上の混乱がみられると、

⁴ 通常米経済が減速局面にある時は、外需依存度が高い新興国経済を始めとした米国以外の経済がより深刻な減速局面となるため、両株価指数が下落する中で、特に新興国株価指数がより大きく下落して株価指数比率が上昇し、「リスク回避のドル高（局面③）」が発生し易い。

最終的には強硬な政策を先延ばしするとの見方（いわゆる TACO⁵）が市場に広がったことに加え、関税政策などの物価や景気への影響がこれまでのところあまり顕在化しておらず、米国経済が労働市場を中心に予想以上に底堅さを維持していることが背景にある。

ドル相場については、当初は「ドル離れ」のような動きがドルの押し下げ要因となっていたが、次第に米金利の低下によるドル安に変化していったようだ。以前に筆者が他のレポート⁶で指摘したこともあるように、ドル相場の株価指数比率に対する連動性は大局的・趨勢的なものであり、数ヵ月程度では金利差要因との連動性がより高い場合があり、株価指数比率との連動性が限界的に低下するケースは過去からもみられて来た⁷。

② 相互関税発表を受けたドル離れの動き

4月2日の相互関税発表前後のドル相場下落を、金利差との関係も含めて主要なイベントと合わせてもう少し細かくみると（第6～8図）、相互関税発表までは、既述の通りドルサイクルは「リスク回避のドル安（局面④）」のような状態にあり、内外金利差（米10年金利－米以外のG10通貨国の加重平均10年金利：以下同）も縮小方向（ドル不利な方向）で、ドル相場も下落していた。4月2日（第6～8図のa）に相互関税が発表されるとドル相場と米国株価指数の下落が続くと共に、米金利が上昇に転じて米国トリプル安のような動きが発生。内外金利差と逆行する形でのドル安も見られ始めた。4月9日（第6～8図のb）に中国以外の国々に対する相互関税の90日延期が発表されたものの、中国との関税の報復合戦が続いていたことに加え、4月17日にトランプ大統領が利下げを渋るパウエルFRB議長の解任を検討していると発言したことによるFRBの独立性侵害への懸念などから、尚も米国トリプル安のような動きが続き、ドルサイクル上の「リスク回避のドル安（局面④）」のような状況とドル安が続いた。

その後4月22日（第6～8図のc）にトランプ大統領がパウエル議長を解任するつもりはないと発言したあたりから、米国トリプル安のような動きが一服。既に4月9日に大底を打っていた米国株価指数も上昇基調への転換が明確となり、ドルサイクル上は「リスク選好のドル高（局面①）」に転換し始めた。5月10、11日（第6～8図のd）にスイス・ジュネーブでの米中通商協議により、米中間でも関税の一部引き下げが行われ

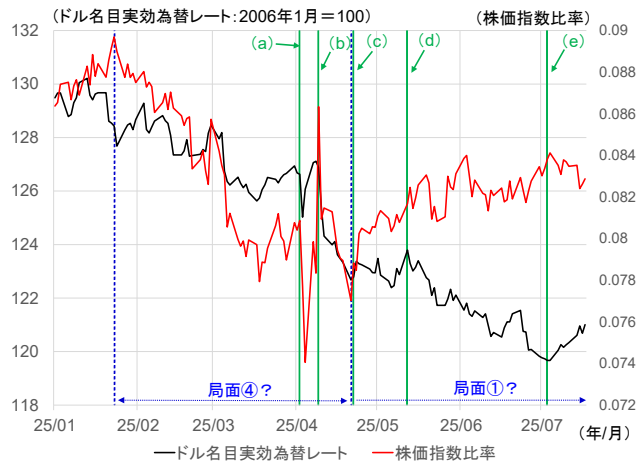
⁵ Trump Always Chickens Out の略。トランプ大統領は当初は過激な関税政策などを表明しても、金融市場などが混乱すると、結局そうした政策を取り下げて尻すばみになるとするもの。

⁶ [2021年6月4日付国際経済金融論考「ドルサイクルと金利要因を考える～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その2）～」](#)

⁷ 例えば、2023年以降の「リスク選好のドル高（局面①）」においても、2023年10月頃から2023年末までなどで、当時のFRBによる利上げペース減速観測浮上による限界的な米金利低下（金利差縮小）に沿ってドル相場が下落する局面があった。

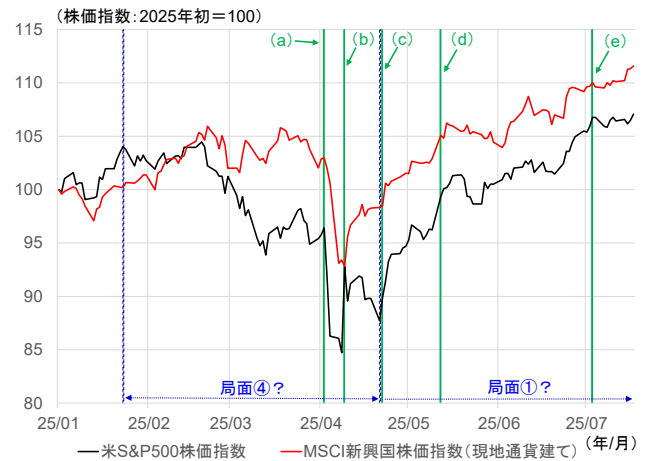
るなど、暫定的な緊張緩和が実現したことも株価指数比率の上昇を支援し、一時ドルが持ち直すような動きもあった。

第 6 図：ドル名目実効為替レートと株価指数比率



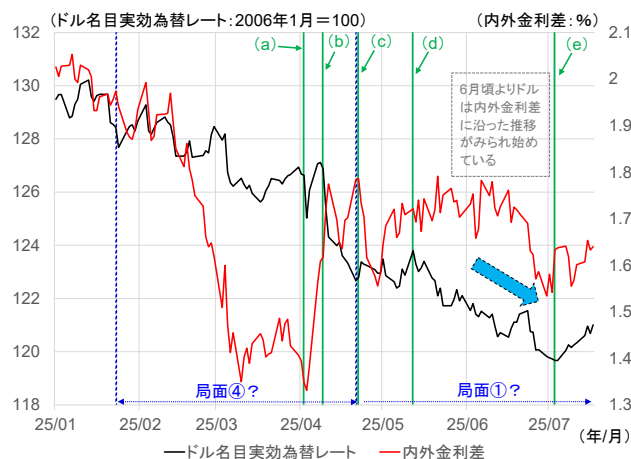
(注1) (a) 4月2日:相互関税発表
 (b) 4月9日:相互関税 90 日延期発表
 (c) 4月22日:トランプ大統領がパウエル議長解任を否定
 (d) 5月10～11日:米中通商協議、5月13日:4月分米 CPI 発表、
 5月14日:米韓通商協議に関する報道
 (e) 7月3日:6月分米雇用統計発表
 (注2) 局面①及び④はドルサイクルの局面
 (資料) Bloomberg より筆者作成

第 7 図：米国株価指数と新興国株価指数



(注1) (a)～(c)は第 6 図と同様。
 (注2) 局面①及び④はドルサイクルの局面
 (資料) Bloomberg より筆者作成

第 8 図：ドル名目実効為替レートと内外金利差



(注1) (a)～(e)は第 6 図と同様。
 (注2) 局面①及び④はドルサイクルの局面
 (資料) Bloomberg より筆者作成

しかし、大局的にはドルの下落傾向はその後も続いた。内外金利差はこの時期（4月22日～5月半ば頃）はまだ縮小方向へ転じておらず、トランプ政権による米国第一主義

的な政策や FRB の独立性を棄損するような振る舞いが、依然としてドルの信認に一定の悪影響を与え、ドルサイクルや内外金利差などでは説明できないドルの下落要因になっていた可能性がある⁸。また、この 4 月末頃から 5 月半ばにかけては、米国当局が台湾や韓国の当局との通商協議において、台湾ドルや韓国ウォンの対米ドルでの上昇を求めているのではないかとの思惑が市場で浮上してドル安材料となっていた⁹。その後 5 月 21 日にカナダ・バンフでの日米財務相会合で、為替レートは市場で決定されるべきなどといったこれまでの G7 の為替相場に関する合意が確認されるまでは、米当局がドル安政策を採用し、日本に対しても円高誘導を求めるのではないかとの警戒感も強く燃えることとなった。この間、5 月 16 日には、格付会社ムーディーズが米国債を最上級の Aaa から 1 ノッチ下の Aa1 へ引き下げていた。この時期のこうしたイベント・材料も、通常のファンダメンタルズ要因では説明し難いドル安要因になっていた可能性があるう。

③ ドルは次第にファンダメンタルズに沿った動きへ回帰か

もっとも、ドルの信認低下やドルの基軸通貨としてのプレゼンス後退などは、本来構造的な相場変動要因で長期的に緩やかに作用し得るものであり、今回のような数ヵ月程度の下落においては、短期的な市場のテーマ・相場材料となっているに過ぎない可能性は否定できないだろう。

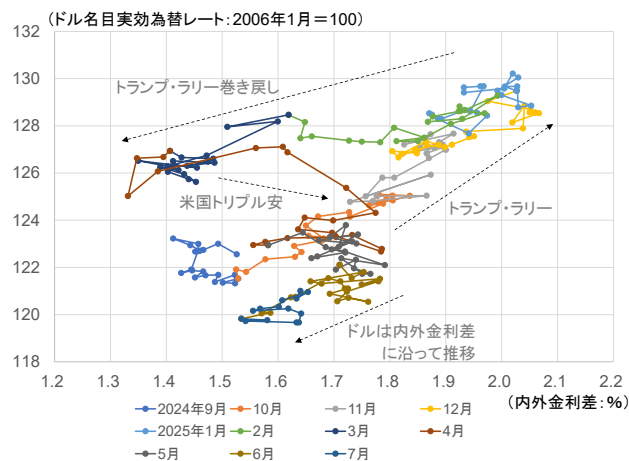
ドルの名目実効為替レートと内外金利差の散布図をみると（第 9 図）、通常は内外金利差拡大（縮小）→ドル高（安）という右上がりの順相関がみられるが、4 月に相互関税が発表された直後から、一時内外金利差拡大にも関わらずドル安という逆相関の関係が観察されていた。もっとも、為替レートと金利差の順相関関係は安定しているものではなく、その時々市場における相場テーマを材料に、時に両者の限界的な逆相関関係などを挟みながら為替レートが大きく変動するのは常にみられる現象だ。最近のドル相場においても、2024 年 11 月の米大統領選を挟んだトランプ・ラリーの際には、内外金利差の拡大以上にドル高となったり、その後の金利差縮小の割にドル安が限定的となる

⁸ 最近のブルームバーグの記事でも、トランプ政権の政策を受けて為替市場の変動がこれまで使用されて来た手法やモデルなどで説明し難くなっているとするものがあつた。 [2025 年 7 月 8 日付 Bloomberg 記事「為替取引は視界不良の時代に、ベテランも困惑—予測モデルが機能不全」](#)

⁹ 米国と台湾の当局による関税・通商協議において為替相場についても議論が行われたとの一部報道を受けて、台湾ドルの対米ドル相場での上昇が求められているのではないかとの思惑も一因となり、4 月 30 日から 5 月 5 日にかけて、台湾ドルの対米ドル相場は急上昇した。同様に 5 月 14 日に米国と韓国との通商協議でもそうしたことが協議されたとの報道があり、以後一定期間に韓国ウォンの対ドル相場での上昇がみられていた。

局面もみられた。今回の相互関税を受けたドル安の動きは、こうしたドル高足を調整したとみることもできる。そして、6月頃からドル相場と内外金利差の関係も次第に順相関に回帰していることも確認できよう。

第9図：ドル名目実効為替レートと内外金利差(散布図)



(注) 2024年9月～2025年7月
(資料) Bloomberg より筆者作成

実際、5月13日（第6～8図のd）に発表された4月分米消費者物価（CPI）が引き続き安定を示すなど、関税を受けたインフレ率上昇の兆しが依然みられなかった頃から、市場による年後半のFRB利下げ見通しが維持されたことなどを受けて米金利が低下基調に転換。これを受けて内外金利差も横ばいから次第に縮小傾向となり、6月以降、ドルは内外金利差の縮小傾向に沿う形での下落に次第に移行していったのではないかとみている（前掲第8図）¹⁰。そして足元では、7月3日（第6～8図のe）に公表された6月分米雇用統計が依然として相応の底堅さを維持していたことなどを切っ掛けに、FRBの利下げ見通しの後退と共に米金利が上昇に転じ、内外金利差も拡大方向へ推移。これに沿ってドル相場の持ち直しがみられつつある。

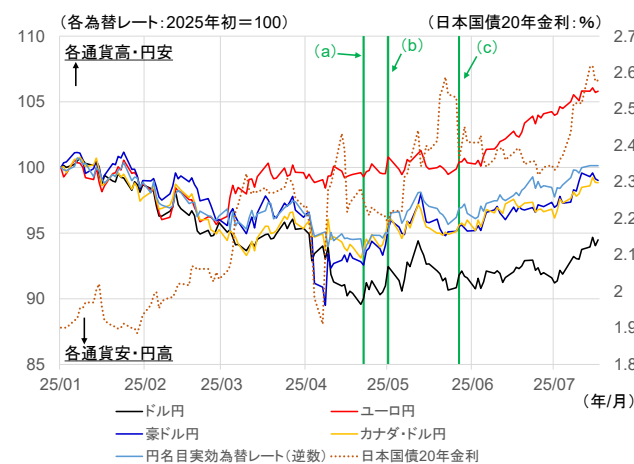
3. 円相場の動向

冒頭でみた通り、2025年のドル円相場は年初から4月下旬まではドル安に沿ってドル安円高が進んだが、それ以降はドル安が続く中でもレンジ相場を形成して来たことから、円相場はドル以外の多くの通貨に対しては下落しつつあった（第10図）。主なイベ

¹⁰ この間、6月半ばにはイスラエルによるイラン攻撃を受けた地政学リスクの高まりが、一時有事のドル買いによるドル上昇要因となる場面もあったが、大規模な戦闘には至らず、その後も内外金利差縮小傾向に沿ったドル安がみられて来た。

ントに対する主要な通貨の対円相場（クロス円相場）の反応から円安の背景を探ると、まず円相場がいくつかの通貨に対して年初来のピークをつけて下落基調に転換したのは、4月22日（第10図のa）にトランプ大統領がパウエルFRB議長を解任しないと述べて、グローバルに株価の回復基調が明確となっていったタイミングとちょうど重なっている。つまり大枠としては、4月下旬以降のグローバルなリスク選好の回復傾向が、安全資産・低金利通貨である円の下落の背景になっていたと考えられる。

第10図：主要通貨の対円相場と日本国債20年金利



(注) (a) 4月22日：トランプ大統領がパウエルFRB議長解任を否定
 (b) 5月1日：日銀展望レポートで、インフレ目標達成時期が1年後ずれ
 (c) 5月27日：財務省が国債発行額について市場参加者にヒアリングと報道
 (資料) Bloombergより筆者作成

その次に円相場にとって節目となったイベントは、5月1日（第10図のb）に日銀金融政策決定会合終了後に公表された展望レポートで、トランプ政権の相互関税の影響により2%のインフレ目標の達成見通しが2026年度から2027年度へと事実上1年程度先送りされたことだろう。既に4月2日の相互関税発表を受けて、それまで2025年7月前後が次のタイミングとみられていた日銀による追加利上げの可能性は、年内一杯でも五分五分程度となるまで後退はしていた。しかし、日銀のインフレ見通しの変更は、こうした市場の利上げ先送りの見方を事実上追認することとなり、日銀の追加利上げと日本からみた内外金利差の縮小がさらに遅れるリスクが改めて高まったことが、円売りの材料となった可能性がある。

そして、年初から対ドルでユーロなどと共に上昇し、ユーロなどに対して大局的には横ばい基調にあった円相場が、一転大きく下落傾向に転じ始めたのが5月27日頃からだ。既に5月16日のムーディーズによる米国債格下げを契機に、グローバルに財政赤字に対する警戒ムードが浮上し、本邦でも20年債利回りなど超長期国債金利が上昇基

調にあった中で、この5月27日（第10図のc）はこうした状況を受けて、本邦財務省が市場参加者に国債発行額についての聴取を行っているとの報道がなされ、今年度の国債発行年限構成が見直されるとの見方が浮上した日だ。超長期国債金利は一旦低下に転じたものの、日本の巨額の公的債務残高を背景に、米国を中心にグローバルに金利が高止まりする中でも日銀の追加利上げはやはり容易でないとの見方が、円安動意につながった可能性があるのではないかとみている。足元では、7月20日投開票の参議院選で消費税減税などを公約に掲げた野党が議席を伸ばすとの事前世論調査を受け、さらなる財政悪化材料がさらなる円安材料となっているようだ。

2024年5月1日付国際通貨研レポート「今回の円安を大局的にどう考えるべきか？～インフレ・競争力低下・変動相場制から考える大幅な円安の評価～」¹¹でも指摘したように、そもそもここ数年の大幅な円安も、コロナ・パンデミックやウクライナ紛争などを切っ掛けとした世界的な金融引き締め・金利高止まりに対して、日本経済の内需低迷や巨額の公的債務の利払い負担などから、日本がこうした金利の引き上げについて行けずに内外金利差の大幅な拡大が当面続くとみられたことが、大きな要因と考えられる。トランプ政権による相互関税やムーディーズによる米国債格下げを契機に、足元こうした円の弱点に市場の焦点が改めて当たり易くなっている面があるだろう。

4. 今後の見通し

今後もトランプ政権による相互関税や自動車・半導体など分野別関税を含む関税政策全体がどのような着地となるか、そしてその世界経済、特に米国経済に対する影響がどこまで顕在化するかが、引き続き為替相場を大きく左右する要因となろう。

相互関税は7月9日に期限を迎えたが、トランプ政権は期限までに暫定合意に至らなかった国々に対して新たな相互関税率を明記した書簡を送付し、交渉期限を8月1日まで事実上延期した。新たな相互関税は当初より引き上げられるケースも散見されたものの、4月2日の最初の相互関税発表時のような、米国経済に相対的な悪影響が及ぶとの見方によるドル売り、米国トリプル安のような動きはこれまでのところみられていない。交渉期限が8月1日まで延期されたことで依然トランプ政権が現実的な落としどころ探っているとの期待が残っているのか、あるいは依然米国経済に本格的な影響がみられず、このまま米国経済が底堅さを維持するとの見方が強まっているためからか、米国株価指数も最高値を更新するなど、市場は総じて楽観的にみているようだ。今後のシナリ

¹¹ [2024年5月1日付国際通貨研レポート「今回の円安を大局的にどう考えるべきか？～インフレ・競争力低下・変動相場制から考える大幅な円安の評価～」](#)

オとして、以下 (1) ～ (4) を想定し得る中、現状は (1) の「リスク選好のドル高 (局面①)」の方向で進みつつあるが、予断は許さないだろう。

(1) 米経済が底堅さを維持し「リスク選好のドル高 (局面①)」

現状ドルサイクル上は「リスク選好のドル高 (局面①)」が示唆され、年初から下落して来たドルにも持ち直しの兆候がみられている。今後諸外国向けには相応の関税を賦課する形に着地する中で、米国のインフレ率の上振れが限定的に止まり、米国経済も今後一定の減速はみられるものの、大幅な落ち込みには至らないとすれば、FRB の利下げも年内は最大 2 回程度で緩やかなものとなろう。利下げに伴う金利低下に沿った数ヵ月単位の小幅なドル安円高はあり得るが、「リスク選好のドル高 (局面①)」が継続すれば、最終的には米金利の低下は限定的に止まり、小幅なドル安円高を相殺して全体としては緩やかなドル高円安が進む展開となる可能性が高い。現状はこのシナリオの方向で進みつつあるようにみえる。尚、このシナリオでは米国を中心に世界的に金利が高止まると見込まれることから、財政問題と連動する形で、日本からみた内外金利差が当面縮小し難いとの解釈が円売り材料につながるリスクにも注意が必要だ。

(2) 米国経済への悪影響が顕在化し「リスク回避のドル安 (局面④)」

一方、現在はまだ関税賦課前までの駆け込みにより積み上げられた在庫により、値上げが回避されている面もあり、FRB や日銀などの経済見通しを含めて、年末に向かってある程度関税の影響が顕在化するリスクが警戒されている。この点、仮に米国経済にも今後関税などの影響が予想以上に大きく顕在化して米国でスタグフレーション的な状況が強まった場合、それにより再び海外よりも米国への悪影響がより大きくなるとの解釈が市場で強まれば、4 月の最初の相互関税発表時と同様に米国株価指数も下落に転じて、ドルサイクルも「リスク回避のドル安 (局面④)」となりドルが下落。そうした場合は円やユーロが受け皿となり易く、ドル円相場はドル安円高が大きく進む形となろう。

「ドル離れ」の相場材料に再び市場の焦点が当たる形だ。また、相互関税が最終的な期限とされる 8 月 1 日に、交渉によって緩和されず額面通りに広範な国々に対して実施されることになり、それが米国経済にとって大きなマイナスになるとの見方が強まったり、トランプ大統領がパウエル FRB 議長の 2026 年 5 月の任期前の解任を強行するなどした場合も、再び「リスク回避のドル安 (局面④)」や、米国トリプル安のような反応につながるリスクがあろう。

(3) 海外経済への悪影響が顕在化し「リスク回避のドル高（局面③）」

関税などによる世界経済への悪影響が大きく顕在化するが、米国経済へのマイナスの影響よりも、関税をかけられる側の海外経済の方がより大きなマイナスの影響を受ける場合は、米国株価指数よりも新興国株価指数の方がより大きく下落して、「リスク回避のドル高（局面③）」となってドルは上昇しよう。その場合、FRB も相応に利下げに転じることから、日米金利差縮小でドル高＜円高となりドル円相場はドル安円高が進もう。シナリオの実現にとっては、特に米国経済に対して、その主要な対極である欧州や中国の経済が相対的にどのように推移するかがポイントとなろう。

(4) 海外経済が底堅さを維持し「リスク選好のドル安（局面②）」

例えば、トランプ政権のスタンス軟化により諸外国に対する関税が結果的に大幅に引き下げられるなどして、米国経済よりも新興国経済がより底堅く推移する場合は、米国株価指数よりも新興国株価指数がより上昇して株価指数比率は下落し、ドルサイクルは「リスク選好のドル安（局面②）」となろう。その場合、FRB による利下げも限定的となり米金利が高止まることなどから、日本からみた内外金利差の拡大が維持されて、ドル安＜円安となってドル円相場は緩やかなドル高円安となろう。

以上

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おります。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

〒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

e-mail: admin@iima.or.jp

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