

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 8 月 22 日

ドル円：金利差への感応度からみる 140 円割れへの距離感 ～金利平価式に基づく短期的な為替レート変動の整理～

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. 最近の主なイベントとドル円相場の動向	3
(1) 参議院選に絡んだ本邦財政問題への懸念～円安圧力	3
(2) 日米や米 EU の相次ぐ相互関税交渉妥結～ドル高材料	3
(3) タカ派な FOMC とハト派な日銀総裁発言～ドル高円安材料	4
(4) 予想外の 7 月分米雇用統計悪化や統計局長解任など～ドル安材料	4
2. 最近のドル円相場と日米 10 年金利差の関係	5
(1) 相互関税発表などから日米金利差に対するドル円相場の連動性が低下	5
(2) ドル円相場と日米金利差の散布図上の傾向線シフトによる連動性低下の解釈	7
(3) 金利平価式による傾向線の形成とシフトについての理論的解釈	7
3. ドル円相場の日米金利差への感応度から考える今後の見通し	8
(1) 日米金融政策・金利の見通し	8
(2) 日米金利差に対するドル円相場の感応度と年末時点のドル円相場の目途	10
(3) 想定しておく必要のある傾向線のシフト要因	11
4. まとめ	12

＜要旨＞

- 7 月以降のドル円相場は、参議院選や相互関税協議の妥結、日米金融政策の動向、7 月分米雇用統計などのイベントに振らされる展開となる中、日米 10 年金利差との逆相関が強まる場面がみられた。振り返れば、2025 年のドル円相場は、4 月にトランプ政権による相互関税が発表された頃より、日米 10 年金利差との逆相関が強まる場面がみられて来た。
- こうした状況の背景を探るため、縦軸にドル円相場、横軸に日米 10 年金利差（米 10 年－日 10 年）をとった散布図をみると、2025 年 1 月～3 月くらいまでは日米 10 年金利差の 1%の変動あたりドル円相場が約 11 円変動する左下がりの傾向線に沿って推移して来た（日米金利差縮小でドル安円高）。
- その後 4 月 2 日の相互関税発表を受けた米国トリプル安を伴うドル安により、ドル円相場の推移する傾向線は右下方にシフト（日米金利差拡大でドル安円高）。さらに 7 月の参議院選を前にみられた日本の悪い金利上昇を伴う円安や、日米・米 EU 間の相互関税協議妥結を受けたドル高により、ドル円相場の推移する傾向線は再び左上方にシフトした（日米金利差縮小でドル高円安）。7 月下旬以降は、再び金利差 1%の変動あたりドル円相場が約 11 円変動する左下がり（右上がり）の傾向線を形成しつつあるようにみえる。
- こうした傾向線の形成とシフトは、金利平価式で考えると、まず傾向線に沿ったドル円相場の推移は、期待為替レートや外貨建て投資にかかるリスクプレミアムが一定の範囲で安定している下での、金利差の変動を受けたドル円相場の変動とみることができる。これに対し、傾向線のシフトは、期待為替レートやリスクプレミアムの一方向かつ大幅な変動によるものと整理することができる。ドル円相場と日米金利差の逆相関は、相互関税発表などの材料が、期待為替レートやリスクプレミアムを一方向かつ大幅に変動させていたためとみることができる。
- 2025 年以降のドル安円高局面でみられている、日米 10 年金利差 1%の変動あたりドル円相場が約 11 円変動する関係が当面続くと仮定し、年内の FRB による 2 回の利下げ、及び日銀による来年 1 月頃の追加利上げを前提にすると、年末時点のドル円相場の基本的な水準感は 143 円近辺となる。
- もっとも、米中通商協議の穏当な形での決着や、米国株価の堅調推移が維持されるような米国経済の堅調な推移が続いたり、日本の財政リスクに市場の焦点が当たるなどした場合は、傾向線の左上方シフトにより 150 円台に向かっての上振れが視野に入ろう。逆に FRB の独立性が脅かされるなど米国の制度的な信頼性が大きく揺らぐような事態となった場合は、傾向線の右下方シフトから 140 円割れが視野に入ってくる。

<本文>

1. 最近の主なイベントとドル円相場の動向

(1) 参議院選に絡んだ本邦財政問題への懸念～円安圧力

ここ 1 ヶ月の為替市場・ドル円相場は、参議院選挙に絡む日本の財政問題やトランプ政権の動向、日米金融政策の見通しの変化などに揺れる展開となった。7 月 20 日の本邦における参議院選挙に向けては、事前の世論調査で自民・公明の与党が苦戦する可能性が伝えられると、消費税減税など踏み込んだ財政拡張政策を主張する野党の躍進を想定して、投票日近辺まで財政懸念を材料にした日本の悪い金利上昇と円安が進んだ。ドル円相場は、7 月初めの 1 ドル＝143 円台から 7 月 18 日までに一時高値 149 円近辺をつけるドル高円安がみられた（第 1 図）¹。5 月 16 日に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 に格下げしたことなどを切っ掛けに、グローバルに主要国の財政問題に市場の焦点が当たり易くなっていたことなどが背景にあった。選挙結果は、予想通り与党が衆議院に続き参議院でも過半数を割り込むことになったものの、想定ほど大幅に議席を減らすには至らず、石破首相も当面続投を表明。一旦政治的・政策的混乱は回避できるとの見方などから円安の流れは一服し、選挙後はむしろ小幅に円高方向への反動がみられた。

第 1 図: ドル円相場(2025 年 3 月～)



(資料) Bloomberg より筆者作成

(2) 日米や米 EU の相次ぐ相互関税交渉妥結～ドル高材料

7 月 23 日には交渉長期化も視野に入っていたトランプ政権の相互関税に関する日米

¹ 7 月 3 日に公表された 6 月分米雇用統計で、非農業部門雇用者数が前月比 +14.7 万人と市場予想（+10.6 万人）を上回ったことなどからドル買いが強まったことも、7 月のドル高円安の背景にあった。

交渉が、8月1日の90日間の発動延期期限を前に急遽合意に至った（前掲第1図）。日本が政府系金融機関による最大5,500億ドル規模の出資・融資・保証を提供することなどを表明し、当初24%とされていた日本に対する相互関税が15%に引き下げられるなど、事前の想定よりも穏当な内容で妥結したとの見方が強まった。当初は円高での反応がみられたものの、交渉を仕上げることを留任の理由の1つとしていた石破首相の早期退陣につながるとの見方が浮上して一時円安への反応がみられ、その後首相がそれを否定するなどの動きがあった。7月28日の日本時間朝方には、米国とEUの間の相互関税協議も妥結した。EUサイドが相応に譲歩したとの見方や、米国が次々と主要貿易相手国との相互関税交渉を穏当な内容で着地させていることが米国経済にポジティブと取られてか、為替市場ではドル高の反応がみられた。

（3）タカ派なFOMCとハト派な日銀総裁発言～ドル高円安材料

その後7月30日に政策金利据え置きを決定した7月FOMC後の記者会見で、パウエルFRB議長が最近のトランプ大統領からの度重なる利下げ圧力にもかかわらず、利下げ再開はあくまでもデータ次第であり、次回9月FOMCに関しても何も決めていないと述べるに止めてタカ派的とも取れるスタンスを示したことから、米金利上昇と共にドル高がさらに後押しされた（前掲第1図）。翌31日には日銀が事前予想通り政策金利据え置きを決定したものの、定例記者会見において植田総裁が、当時148円台で推移していたドル円相場の水準が、日銀の経済・物価見通しの前提となっている水準から大きくかけ離れている訳ではないなどと発言したことが円売り材料ととられ、円安主導によりドル円相場は151円手前までドル高円安が進んだ。

（4）予想外の7月分米雇用統計悪化や統計局長解任など～ドル安材料

もっとも翌8月1日に発表された7月分米雇用統計では、非農業部門雇用者数の前月比が+7.3万人と市場予想の+10万人程度を下回ると共に、5月分、6月分もそれぞれ+14.4万人→+1.9万人、+14.7万人→+1.4万人へと大幅に下方修正された。これまでごく緩やかに減速しているとみられていた米労働市場のトレンドが、実は下方屈折し始めていたのではないかとの見方が急浮上し、9月FOMCでの利下げ期待が大きく高まり、一転ドルが急落。ドル円相場も147円付近へとドル安円高方向へ推移した（前掲第1図）。

また、この時トランプ大統領が、雇用統計のデータが政治的に操作されているとして、雇用統計を公表している米労働省労働統計局のマッケンターファー局長を解任すると

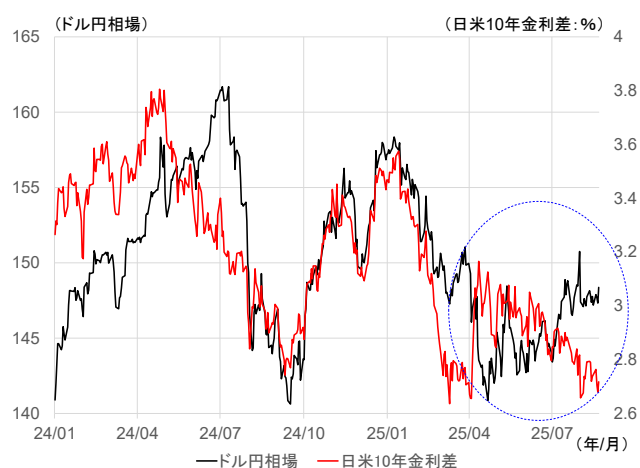
したことや、同日に FRB のクグラー理事が 2026 年 1 月末の任期を前に 8 月 8 日付で辞任すると発表したことも、ドル安材料となった。翌週以降は、急速に景気減速を織り込むような事態には至っておらず、ドルの急落は一服したが、9 月 FOMC での利下げ観測は強まっている。また、トランプ大統領が、辞任した FRB クグラー理事の後任に自らの側近であるミラン大統領経済諮問委員会（CEA）委員長を指名したことなどが、トランプ政権による異例の FRB への圧力・介入につながるのではとの思惑につながっていることもありドルの上値は重く、ドル円相場も本稿執筆時点で 148 円台での推移となっている。8 月 13 日にはベッセント財務長官が、FF 金利は現状より 1.5% から 1.75% 低い水準にあるべきとした他、あくまでも私見としながら日銀は後手に回っており利上げするだろうと異例とも言える発言を行ったこともドル安円高材料となっている²。

2. 最近のドル円相場と日米 10 年金利差の関係

(1) 相互関税発表などから日米金利差に対するドル円相場の連動性が低下

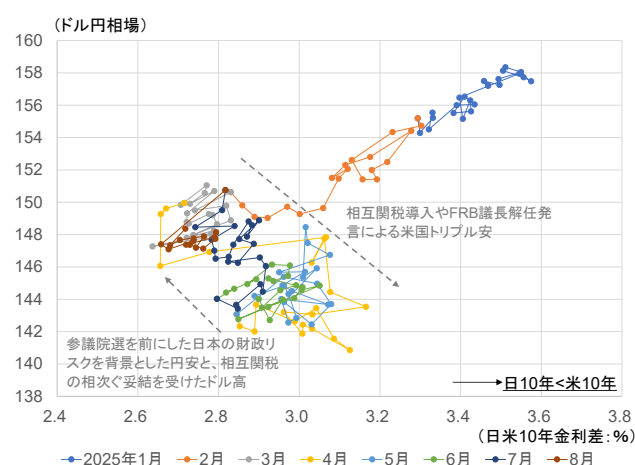
ドル円相場と日米 10 年金利差（米 10 年金利－日 10 年金利）の関係をみると、2025 年以降は 3 月頃までは金利差が拡大（縮小）するとドル高円安（ドル安円高）が進むという通常の傾向がみられていた（第 2 図）。しかし、2025 年 4 月以降は、両者には逆相関関係がみられ始めた。5～6 月の小康状態を経て、7 月に入ると、前節でみたように様々なイベントの影響を受けてドル円相場が変動する中で、再び金利差との逆相関が強まる動きがみられた。

第 2 図: ドル円相場と日米 10 年金利差



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 3 図: ドル円相場と日米 10 年金利差 (散布図)



(注) 2025 年以降の日次データ

(資料) Bloomberg より筆者作成

² 翌 14 日にベッセント財務長官は、FF 金利を中立水準にするには 1.5% 下げることになると述べただけで、1.5% 利下げをするべきと要求はしていないと述べている。

ドル円相場と日米 10 年金利差を散布図の形でみても（第 3 図）、2025 年 1 月から 3 月頃までは日米 10 年金利差の縮小傾向に合わせてドル安円高、つまり散布図上では通常想定される左下方向への推移がみられて来た。もっとも、4 月 2 日のトランプ政権による相互関税発表を切っ掛けとした米国経済への悪影響の懸念や、17 日のトランプ大統領による利下げに応じないパウエル FRB 議長の解任検討発言などから、米国トリプル安のような動きがみられ、米金利上昇による日米 10 年金利差拡大にもかかわらずドル安円高、つまり右下方向への推移がみられた³。

4 月 9 日に相互関税が 90 日間延期され、4 月 22 日にトランプ大統領がパウエル FRB 議長の解任を否定したことなどを受けて、市場は次第に落ち着きを取り戻し、リスク選好も回復傾向に転じた。こうした中、4 月末の日銀金融政策決定会合で、相互関税の景気への悪影響を懸念して日銀が次回は 7 月頃ともみられていた追加利上げの先送りを示唆したことなどを受け、この頃から円相場は下落基調に転じた。5 月 20 日の日本の 20 年国債入札の歴史的な不調や、それを受けた 5 月 27 日の財務省による市場参加者に対する国債発行計画に関するヒアリング報道などで、日本の財政リスクが意識されたこともあり、日 10 年金利の緩やかな上昇と共に円相場は下落基調が続いた。

この間、ドル相場は 5 月一杯までは 4 月の米国トリプル安の残存効果や、トランプ政権によるドル安誘導政策への警戒などから下落基調にあり、6 月以降は米インフレ指標の安定傾向などによる米金利低下というファンダメンタルズに沿って下落していたが、大局的には円の下落がやや上回り、日米金利差が縮小傾向の中degく緩やかなドル高円安基調となった。以上より 5 月～6 月は、散布図上では日米 10 年金利差が 2.8%～3.2% 程度でレンジ推移する中で、ドル円相場も 140 円～148 円でのレンジ推移となった。

もっとも 7 月に入ると、既述の通り日本の参院選を前に財政リスクへの警戒を背景とした日 10 年金利の悪い上昇と円安により、日米 10 年金利差が縮小する中でドル高円安が進み、散布図上では左上方向への推移がみられた。7 月下旬には、既述の通り米国と日本や EU との相互関税協議が妥結し、米国が次々と主要貿易相手国との相互関税交渉を穏当な内容で着地させていることが米国経済にポジティブと取られてか、日米 10 年金利差の拡大を伴わないドル高がみられ、散布図上ではさらに左上方向へ推移した。

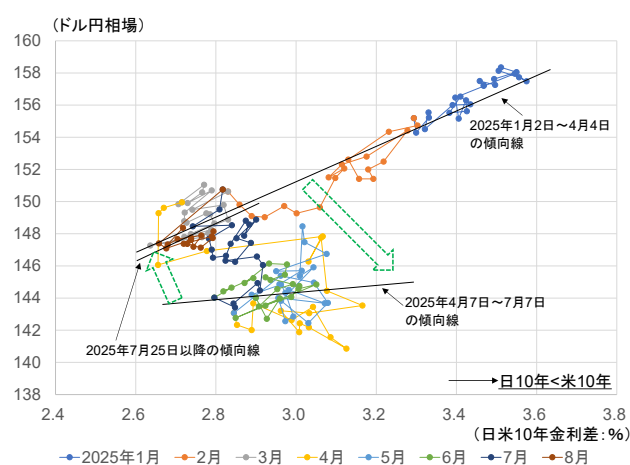
その後 8 月 1 日の 7 月分米雇用統計悪化を受けて、米金利低下による日米 10 年金利差縮小に沿ってドル安円高となり、散布図上では 8 月以降は左下方向の推移となった。

³ 4 月 2 日のトランプ政権による相互関税発表を挟んだ為替市場の動向については、[7 月 18 日付国際通貨研レポート「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～」](#)などを参照。

(2) ドル円相場と日米金利差の散布図上の傾向線シフトによる連動性低下の解釈

ドル円相場は、景気動向や日米金融政策の見通し変化などに対応した日米 10 年金利差の拡大・縮小に沿って、散布図において基本的には左下⇨右上の方向で変動し、その変動の中心を成す傾向線を想定することができる（第 4 図）。ドル円相場は一定期間この傾向線の周りで推移するが、景気変動要因とは別次元の一定の大きな要因・材料が発生した場合は、この傾向線が上下にシフトし、新たな傾向線の周りを推移し始めるとみることができる。2025 年は当初 1 月 2 日～4 月 4 日頃までの傾向線に沿って推移していたが、4 月 2 日の相互関税発表が米国経済に与える悪影響への懸念から米国トリプル安のような現象を引き起こし、傾向線が傾きも変化させながら右下方の 2025 年 4 月 7 日～7 月 7 日頃まで形成した傾向線へシフトしたとみることができる。その後、7 月の参院選を前に強まった日本の財政リスクを材料とした日本の悪い金利上昇と円安に加え、7 月下旬の米国と日本や EU との相次ぐ相互関税の比較的穏当な内容での妥結は、米国経済にプラスになるとの見方を受け、傾向線が再び左上方にシフトし、7 月 25 日以降は新たな傾向線を形成し始めている可能性がある。

第 4 図：ドル円相場と日米 10 年金利差(散布図)と傾向線



(注) 2025 年 1 月以降の日次データ

(資料) Bloomberg より筆者作成

(3) 金利平価式による傾向線の形成とシフトについての理論的解釈

こうしたドル円相場と日米 10 年金利差に関する傾向線の動きは、外貨建て投資にかかるリスクプレミアムを考慮したカバー無し金利平価式を基に考えることができる（第 5 図）。ここでは左辺の国内運用収益率と右辺の海外運用収益率が、期待為替レート (E) と外貨建て投資にかかるリスクプレミアム (r) を考慮した上で、均等化するように為替レート (e) が決定されていると想定する。

散布図で傾向線に沿った動きは、期待為替レート（E）やリスクプレミアム（r）が一定の範囲で安定している時の金利差（ $i^* - i$ ）の変化に対する為替レート（e）の動きであると考えられる。これに対して傾向線の上下のシフトは、特別な変動要因・材料が、期待為替レート（E）やリスクプレミアム（r）を一方向かつ大幅に変化させて、金利差の変動に連動しない大幅な為替レートの変動を発生させているという 1 つの整理が可能だろう。一般的に為替レートは、こうした期待為替レートやリスクプレミアムの短期的、及び長期的・構造的な変動の影響を受けつつ、金利差の変動に沿った動きも合わさり、相場形成が行われていると考えられる。

第 5 図: カバー無し金利平価式

$$i = i^* + \frac{E - e}{e} - r$$

<国内運用収益率> <海外運用収益率>

└──────────────────┘
 カバー無し金利平価式(UIP)

i: 自国金利、 i^* : 外国金利、
 e: 自国通貨建て為替レート(この値の上昇は自国通貨安・外国通貨高)
 E: 自国通貨建て為替レートの予想値、
 r: 外貨建て投資に求められるリスクプレミアム

(資料) 筆者作成

3. ドル円相場の日米金利差への感応度から考える今後の見通し

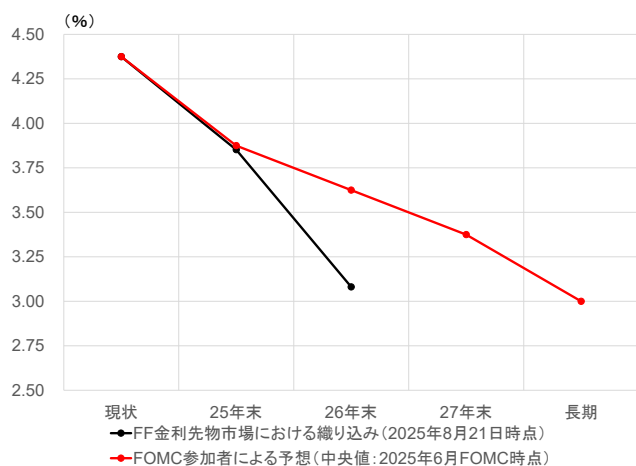
当面のドル円相場についても、日米 10 年金利差がどのように推移するかと共に、足元ではトランプ政権の動向や日本の財政問題などが今後どのように推移し、傾向線のシフトを発生させるかに依存しよう。

(1) 日米金融政策・金利の見通し

日米 10 年金利差についてみると、まず FRB による利下げは、直近 6 月の FOMC で参加者から示された FF 金利見通しの中央値では、現状の 4.375% (誘導目標レンジ 4.25% ~ 4.50% の中央値) から 2025 年内に 0.25% × 2 回の利下げ (→ 3.875%) と 2026 年、2027 年にそれぞれ 0.25% × 1 回ずつの利下げ (→ 3.625%、3.375%) となっている (第 6 図)。一方、市場による織り込みは、8 月 1 日に発表された 7 月分米雇用統計が大きく下振れたことも影響し、本稿執筆時点では 2025 年内に 0.25% × 約 2 回 (→ 3.875%)、2026 年内に 0.25% × 約 3 回 (→ 3.125%) の利下げとなっている。市場の織り込み通り利下げが

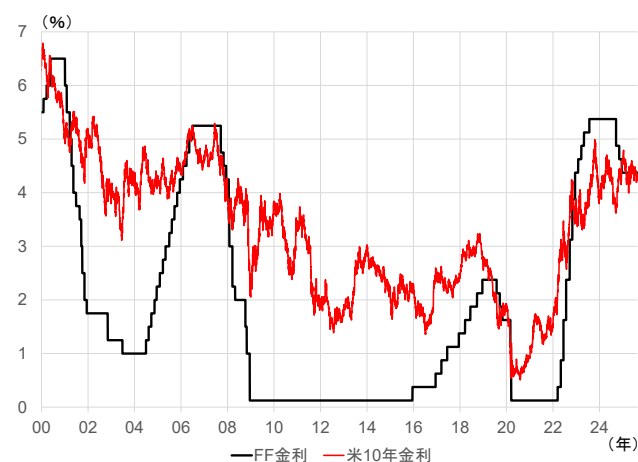
行われて行くとなると、米 10 年金利は、足元の 4.3% 近辺から 2025 年末時点では 4.0% 近辺に位置するとの見方が多いようだ。

第 6 図: 市場及び FOMC 参加者の FF 金利見通し



(資料) Bloomberg、FRB より筆者作成

第 7 図: FF 金利と米 10 年金利

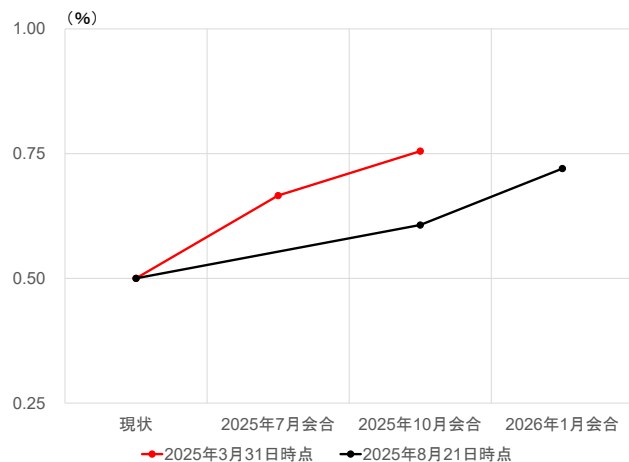


(資料) Bloomberg より筆者作成

一方、日銀は 4 月 2 日に発表されたトランプ政権による相互関税を受けて、4 月 30 日～5 月 1 日に開催された金融政策決定会合で、インフレ目標 2% への予想到達時期を、従来の見通し期間 (2024 年度～2026 年度) の後半から、新しい見通し期間 (2025 年度～2027 年度) の後半へと 1 年程度先送りした。これにより、相互関税発表前までは直近の 2025 年 1 月の利上げ (0.25%→0.50%) から半年程度となる 7 月頃が次の利上げ (0.50%→0.75%) のタイミングとみられていたが、年内の利上げは見通し難しくなったとの見方が強まった。その後 7 月 23 日に日米間で相互関税に関する協議が比較的穏当な内容で妥結したことで、10 月の決定会合で利上げが実施されとの見方も一部で強まった。但し、本稿執筆時点で市場の織り込む利上げ見通しは、2025 年 10 月会合では 0.52 回と依然見方は分かれており、2026 年 1 月会合では 0.97 回と概ね織り込む状況となっている (第 8 図)。市場の織り込み通り利上げが行われるとして、日 10 年金利は足元 1.6% 近辺まで上昇して来ていることから、2025 年末時点では先行き利上げを一部織り込む形で 1.7% 近辺に位置すると、ここではみておく。

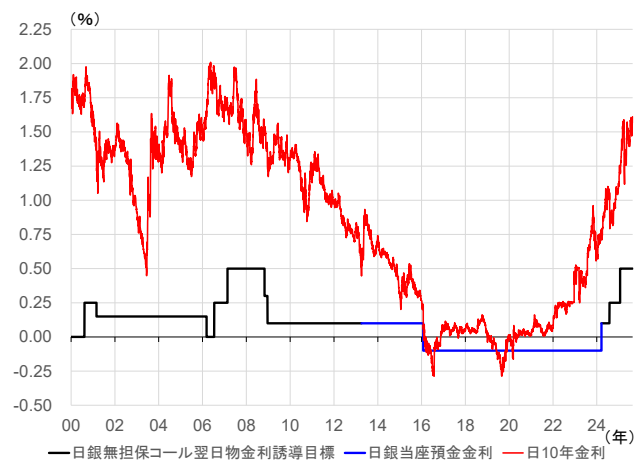
以上より、日米 10 年金利差は、足元の 2.7% 近辺 (=4.3%－1.6%) から 2025 年末時点では 2.3% 近辺 (=4.0%－1.7%) へ縮小する見通しとなる。

第 8 図：市場による日銀利上げの織り込み



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 9 図：日銀政策金利と日 10 年金利



(資料) Bloomberg より筆者作成

(2) 日米金利差に対するドル円相場の感応度と年末時点のドル円相場の目途

日米 10 年金利差に対するドル円相場の最近の変化度合いを大まかにみるために、傾向線が上下にシフトした 2025 年 4 月上旬～7 月半ばを除き、トレンドが出た 2025 年 1 月 1 日から 4 月 4 日までの日次データについて、ドル円相場を被説明変数、日米 10 年金利差を説明変数として回帰係数を推計すると (第 10 図)、日米金利差 1% に対してドル円相場が 10.9 円変動していた⁴。また、8 月 1 日発表の 7 月分米雇用統計を切っ掛けに日米 10 年金利差縮小と共にドル円相場が下落した時期を含む 7 月 25 日から 8 月 21 日については、日米 10 年金利差 1% に対してドル円相場は 10.8 円変動していた。以上のように 2025 年以降のトレンドが出た時期については、日米 10 年金利差 1% の変動に対し、ドル円相場は約 11 円変動していた。

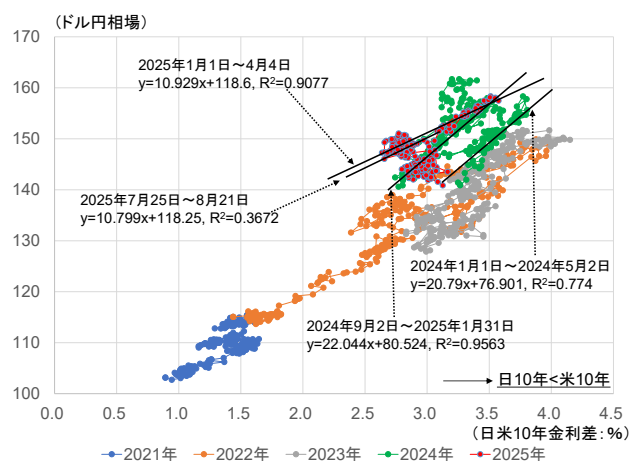
因みに同様の推計方法で 2024 年 1 月 1 日～5 月 2 日のドル円相場の上昇局面についてみると、日米 10 年金利差 1% の変動に対してドル円相場は 20.8 円変動し、2024 年 9 月 2 日～2025 年 1 月 31 日までのトランプ・ラリーの際は、日米 10 年金利差 1% の変動に対してドル円相場は 22.0 円変動していた。両ケース共に日米 10 年金利差 1% の変動に対してドル円相場は概ね 20 円強変動していたことになる。但し、2025 年以降のケースについては、日米 10 年金利差が縮小してドル円相場も下落する局面であるのに対して、2024 年のケースはいずれも日米 10 年金利差が拡大してドル円相場が上昇する局面

⁴ 厳密にはドル円相場や日米金利差は単位根データであり、統計的に頑健な推計値を得るためにはデータの階差を取った上で推計するなど適切な処理が必要であるが、ここでは厳密な処理が目的ではなく、実務的に実際の日米金利差の変動に対して最近のドル円相場がどの程度変動したかを大まかに検証し、年末のドル円相場の大まかな着地をみるために、敢えてそのままのデータによる感応度を検証している。

という違いがある。近年の円相場の地合いの悪さを反映してか、同じ日米 10 年金利差の変動に対してドル高円安方向とドル安円高方向で反応に非対称性があるようだ。

では 2025 年末時点のドル円相場の目途はどの程度であろうか？ここでは 2025 年以降のドル安円高局面でみられた日米 10 年金利差 1%の変動あたりのドル円相場の変動幅約 11 円が当面続くと仮定し、先にみた 2025 年末の日米 10 年金利差の予想 (2.3%) を前提とする。本稿執筆時点のドル円相場 (約 148 円) と日米 10 年金利差 (約 2.7%) を基準にすると、年末時点のドル円相場の水準は 143 円近辺 ($\equiv 148 - 11 \times 0.4$) となる。現状の政策金利予想や日米 10 年金利差に対するドル円相場の感応度を前提にした一定の目安の水準とは言えるだろう。

第 10 図: ドル円相場と日米 10 年金利差(散布図)と傾向線



(注) 2021 年以降の日次データ
(資料) Bloomberg より筆者作成

(3) 想定しておく必要のある傾向線のシフト要因

但し、推計に使用した日米 10 年金利差 1%の変動あたりドル円相場の変動約 11 円という変動率は、統計的にも頑健なものではなく一定でない可能性はあり、日米 10 年金利差の着地予想の変動次第でもドル円相場の着地は変化し得る点には留意が必要だ。また、2025 年の 4 月～7 月までの推移にみられたように、景気・金融政策以外の要因の変動が、傾向線を上下にシフトさせる可能性があり、その場合年末のドル円相場の着地は 143 円近辺から上下に振れることになる。

傾向線を上方 (左上方) にシフトさせ得る要因としては、7 月に日本や EU との相互関税協議が比較的穏当な内容で相次いで妥結した際に、散布図で左上方向の推移がみられたように、例えば米中間の相互関税協議が穏当な内容や米国に相応に有利な形で決着して、米国経済の先行きに対するセンチメントが大きく改善するようなケースが考えら

れる。また、石破首相の去就などに絡んで、やはり 7 月にみられたように日本の財政悪化リスクに為替市場が大きく反応する場合も、傾向線の上方シフトにつながろう。足元 10 年金利が上昇して来ているにもかかわらず、円高の反応が限られていることにその兆候が再び表れているようにも見受けられ、注意が必要だ。傾向線の上方シフトが一定以上の幅で発生すると、150 円大台定着が視野に入ってくる。

一方、傾向線を下方（右下方）にシフトさせる要因としては、4 月に米国トリプル安のような動きがみられたように、トランプ政権が FRB の独立性を棄損するような動きを強めるなどして、ドル建て資産に対するセンチメントが再び一定以上悪化するようなケースが考えられよう。本稿執筆時点では、トランプ政権が住宅ローン契約を巡る不正があったとして FRB のクック理事に辞任を求めている模様であり、こうした流れが強まって市場が反応し始めれば、傾向線が下方へシフトして 140 円割れが視野に入ってくる。

尚、筆者が為替市場の大局観を把握する際にみているドルサイクルでは、4 月以降、米国株価指数が新興国株価指数をアウトパフォームしており、ドル建て資産に前向きな資金の流入を意味する「リスク選好のドル高局面」が示唆されている⁵。今後も米国経済が一定の底堅さを維持し、米国株価指数も相対的にアウトパフォームするような状況が続く場合、足元のインフレ率の高さや関税の影響なども考慮すると、結果的に FRB による利下げ余地が限られて来る可能性はあろう。トランプ政権の圧力によりそれでも利下げを継続すると、イールド・カーブがスティープ化して米 10 年金利はむしろ上昇する可能性もある。年内は日米金利差要因からはドル安円高方向への推移が予想されるが、米経済の底堅さが続く場合は、最終的にドル相場やドル円相場が下げ止まりから反発に向かう可能性も十分にあろう。その場合、日米金利差が縮小しないケースだけでなく、傾向線の上方シフトにつながることも十分に考えられる。

こうした点を総合すると、目先ドル円相場は 140 円台前半に向かってドル安円高が進み易いが、140 円台を割り込んで定着するには、米経済の一定以上の減速などの追加材料が浮上しないと容易ではなさそうだ。

4. まとめ

本稿では金利平価式をベースとした短期的な為替レートの変動要因の整理を行い、年末に向けたドル円相場の基本的な水準感と、そこからの上振れ・下振れ要因を整理した。

⁵ 足元のドルサイクルの状況については、前掲の [7 月 18 日付国際通貨研レポート「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～」](#) を参照。

ドル円相場は、2025 年以降の日米金利差に対する感応度を前提にすると、年末に向けて FRB による利下げと日銀が利上げを睨む展開から、基本的に 143 円近辺までの緩やかなドル安円高が想定される。但し、米中通商協議の穏当な形での決着や、米株価の堅調推移が維持されるような米経済の堅調な推移が続いたり、日本の財政リスクに市場の焦点が当たるなどした場合は、150 円台に向かっての上振れが視野に入ろう。逆に FRB の独立性が脅かされるなど米国の制度的な信頼性が大きく揺らぐような事態となった場合は、140 円割れが視野に入ってくる。

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

〒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>