

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11月20日

ドル円相場再び150円台乗せの背景と今後 ～金利平価式と散布図による分析のアップデート～

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. 最近のドル円相場の動向.....	3
2. ドル円相場と日米10年金利差の散布図による検証.....	4
(1) 傾向線の形成・シフトと金利平価式による理論的解釈（再説）	4
(2) 2025年初から8月までの散布図上のドル円相場と日米金利差の動き	6
(3) 2025年8月以降足元までの散布図上のドル円相場と日米金利差の動き	6
(4) 足元の傾向線に基づいた2026年3月末時点のドル円相場の着地見込み	8
(5) 傾向線の左上方向へのシフトの可能性.....	10
(6) 最近の円相場の変調について	11
3. ドルサイクルの現状とドル相場.....	12
4. まとめ.....	14

<要旨>

- ドル円相場は、8月以降147円台を中心としたレンジ相場となっていたが、10月4日の自民党総裁選で高市氏が新総裁に就任したことを切っ掛けにこれを上放れ、本稿執筆時点では157円台までドル高円安が進んだ。もっともこの間、日米10年金利差は、日米金融政策の方向性の違いを反映して基本的に縮小傾向にあった。
- こうした状況の背景を探るため、2025年8月22日付国際通貨研レポート「ドル円：金利差への感応度からみる140円割れへの距離感」で行った、縦軸にドル円相場、横軸に日米10年金利差（米10年－日10年）をとった散布図による分析をアップデートした。
- これによると、ドル円相場と日米10年金利差の間に形成される右上がりの傾向線は、8月以降では、8月下旬から9月上旬にかけてと10月初旬の2回にわたり左上方向（ドル高円安方向）へのシフトがみられており、日米10年金利差の推移と整合的でないドル高円安につながって来た。
- トランプ政権による相互関税の表明直後の混乱が一服した4月下旬頃より、FRBによる利下げ期待から米金利が低下基調にある下で、グローバルに株価が金融相場的な側面を持って堅調に上昇し、市場のリスク選好が高まって来たことが低金利・調達通貨の円売りにつながっていることがまず底流にあるとみられる。
- 加えて、8月下旬から9月上旬の傾向線シフトについては、7月の参院選とその後の首相交代の可能性浮上などにより、政局混迷や金融財政政策の先行き不透明感の台頭が、期待為替レートの円安方向へのシフトや（外貨建て資産投資の）リスクプレミアム低下による傾向線のシフトにつながった可能性がある。10月初旬についても、高市政権発足により今後想定されるリフレ的な財政金融政策を織り込んで、期待為替レートやリスクプレミアムの大幅な変動がさらに発生したと考えられる。
- 円相場は、通常米金利を中心としたグローバルな金利サイクルと逆相関で推移し易いが、足元は米金利低下にもかかわらず財政リスクへの警戒などから、円相場は下落しており異例の推移となっている。今後これが構造的に定着しないかは留意してみていく必要があるだろう。
- ドルサイクルについては、米経済の緩やかな拡大の下で世界経済も堅調であることから、「リスク選好のドル安」の兆候もみられている。仮に今後「リスク選好のドル安」が本格化した場合、ドルの上値は次第に重くなる可能性があり、円安はドル円相場の上昇よりもユーロなどクロス円相場の上昇に反映される展開となるだろう。
- 日米金利差は基本的に縮小傾向が見込まれ、これに沿えば緩やかなドル安円高となるが、グローバルなリスク選好環境が底流にある中で、今後高市政権が具体化する財政金融政策の内容次第では期待為替レートなどがさらに円安方向へシフトし、目先ドル円相場では160円台到達もあり得る状況となって来た。

<本文>

1. 最近のドル円相場の動向

ドル円相場は、8月以降147円台を中心としたレンジ相場が続いて来たが、10月以降これをドル高円安方向へ上抜け、再び150円台へ乗せて来た（第1図）。8月以降のドル円のレンジ相場は、8月1日に発表された7月分米雇用統計¹が大幅に下振れるなどしてFRBによる利下げ再開が濃厚となる中、9月16、17日のFOMCにかけてドル相場（ドルの名目実効為替レート）が横ばいから緩やかに下落基調となった一方、円相場（円の名目実効為替レート）も8月の横ばい基調から、9月7日に石破首相（当時）が辞任を表明したことなどで9月に入り緩やかな下落が見られ始め、ドル安と円安が綱引きとなっていたことが背景だ。

第1図: ドル円相場(2025年6月～)



(資料) Bloomberg より筆者作成

もっとも、9月16、17日のFOMCで市場予想通り0.25%の利下げが再開されたものの、パウエルFRB議長が保険的な利下げと説明し、連続的な利下げとは距離を置いたことで、年内10月、12月のFOMCでの連続利下げ予想が後退。米金利の反発と共にドルは持ち直しに向かい、ドル円相場も150円手前まで上昇した。10月からの米政府機関閉鎖への懸念からドルが下落して10月初旬に一時147円台のレンジ相場へ回帰したものの、本邦における10月4日の自民党総裁選で、性急な日銀の利上げに否定的で積極財政を掲げる高市氏が総裁に就任することとなった。アベノミクス的なリフレ政策が

¹ 7月分米雇用統計の非農業部門雇用者数前月比は、市場予想の+11万人に対して+7.3万人と下振れると共に、6月分と5月分も当初発表の+14.7万人、+12.5万人から、それぞれ+1.4万人、+1.9万人と大幅に下方修正された。

強まるとの思惑から大幅な円安と株価上昇といういわゆる高市トレードが開始され、ドル円相場は 147 円台を中心としたレンジ相場を明確に上放れて 153 円台まで上昇し、150 円台での推移へ移行する切っ掛けとなった。10 月中旬にかけては、中国のレアアース規制に端を発した米中対立の再燃や米地方銀行の不正融資問題による信用不安、本邦では自公連立政権からの公明党の離脱で高市政権発足が一時危ぶまれたこともあり、150 円ちょうど付近までドル安円高方向へ戻す場面もみられた。しかし、米中対立や信用不安は大事に至らず、高市政権も最終的には発足し、10 月中旬以降は再びドル高円安方向へ推移した。

その後 10 月 28、29 日の FOMC では、市場予想通り 0.25% の追加利下げが決定されたが、パウエル議長が 12 月 9、10 日の次回 FOMC での利下げは既定路線ではないと発言したことから、米金利が大幅に上昇し、ドル相場はさらなる回復を試す流れとなった。10 月 29、30 日の日銀金融政策決定会合でも、政策金利が据え置かれると共に、植田総裁の記者会見が追加利上げに慎重と受け取れる内容であったこともあり、高市新政権の影響も意識される中で、11 月に入りドル円相場は円安を主因に本稿執筆時点で 157 円台まで上昇するに至っている。

2. ドル円相場と日米 10 年金利差の散布図による検証

(1) 傾向線の形成・シフトと金利平価式による理論的解釈（再説）

この間の日米 10 年金利差（米 10 年金利－日 10 年金利）は概ね縮小傾向にあり、150 円台へドル高円安が進んだドル円相場との逆相関のような動きが依然として続いている（第 2 図）。2025 年 8 月 22 日付国際通貨研レポート「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～」²では、ドル円相場と日米 10 年金利差の散布図（第 3 図）による分析を行ったが、本稿では、こうしたドル円相場と金利差の逆相関が続いている背景の分析を含め、そのアップデートを行った。

同レポートで指摘したように、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。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

² [2025 年 8 月 22 日付国際通貨研レポート「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～」](#)

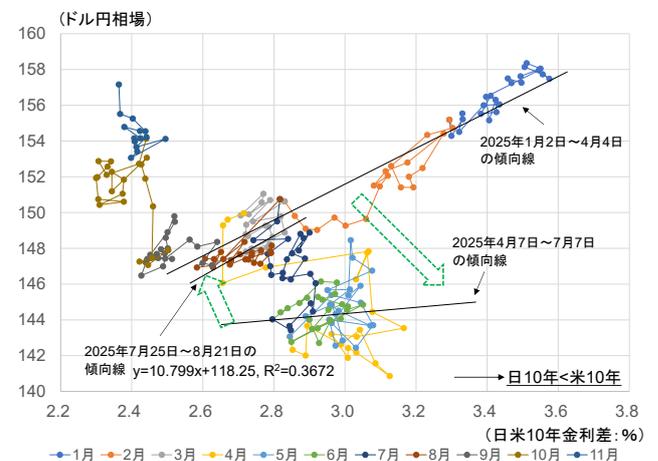
を推移し始めるとみることができる。そしてこうした動きは、為替レートの短期的な変動を説明する理論的枠組みであるリスクプレミアムを含むカバー無し金利平価式で考えた場合（第4図）、散布図で傾向線に沿った動きは、期待為替レート（E）やリスクプレミアム（r）が一定の範囲で安定している時の金利差（ $i^* - i$ ）の変化に対する為替レート（e）の動きであると考えられる。これに対して傾向線の上下のシフトは、特別な変動要因・材料が、期待為替レート（E）やリスクプレミアム（r）を一方方向かつ大幅に変化させて、金利差の変動に連動しない大幅な為替レートの変動を発生させているという1つの整理が可能だろう。

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

第4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: 本国金利、 i^* : 外国金利、
- e: 本国通貨建て為替レート(この値の上昇は本国通貨安・外国通貨高)
- E: 本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

(2) 2025 年初から 8 月までの散布図上のドル円相場と日米金利差の動き

2025 年のドル円相場は、当初 1 月 2 日～4 月 4 日頃までの傾向線に沿って左下方向（日米金利差縮小・ドル安円高）へ推移していたが（前掲第 3 図）、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、傾向線の傾きも変化させながら右下方向（ドル安円高方向）の 2025 年 4 月 7 日～7 月 7 日頃まで形成した別の傾向線に沿った推移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³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が、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向（ドル高円安方向）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た。

そして、同レポートでは 7 月 25 日から 8 月 21 日までの推移における傾向線の傾きを、ドル円相場を被説明変数、日米 10 年金利差を説明変数とする関係式の回帰係数として推計すると、日米 10 年金利差 1%の変動に対し、ドル円相場が 10.8 円変動する関係があることを指摘した⁴。仮にこの関係が当面続き、FRB が年内 0.25%×3 回の利下げを実施し、また日銀が 2026 年 1 月に 0.25%の追加利上げを目指すとして、年末時点で日米 10 年金利差が同レポート執筆時点の約 2.7%から 2.3%へ縮小するとの前提の下で、ドル円相場は執筆時点の約 148 円から 143 円近辺へ緩やかに下落することが基本線になるとした。

但し、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や、石破首相（当時）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は、傾向線の左上方向へのシフトにつながり、150 円大台定着が視野に入るとした。一方、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では、傾向線が右下方向へシフトして 140 円割れが視野に入ってくるとした。

(3) 2025 年 8 月以降足元までの散布図上のドル円相場と日米金利差の動き

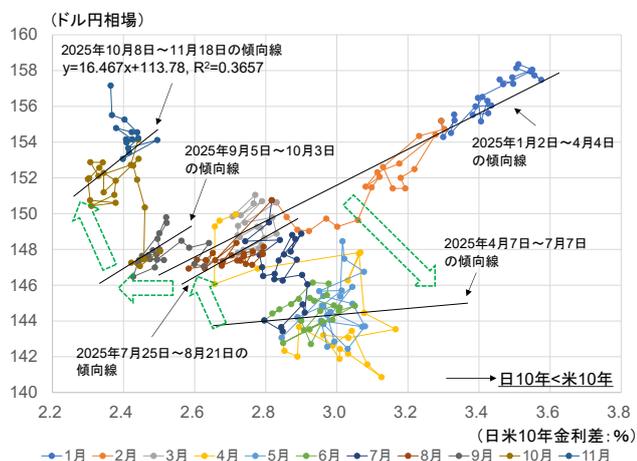
実際は、これまでのところ FRB が想定通り 9 月と 10 月の FOMC において 0.25%×2

³ 与野党各党の選挙公約に、現金給付や減税など財政拡張的な政策が並んでいたため。

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、今後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。

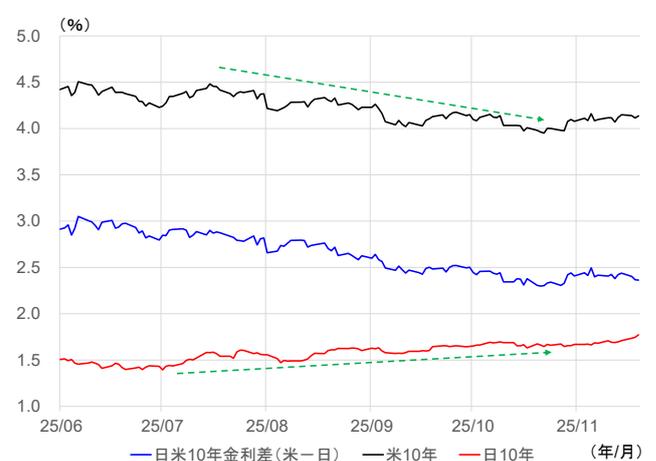
回の利下げを行った一方、日銀は高市政権の発足で追加利上げ後ずれ観測が浮上している。改めて第5図でみる通り日米10年金利差は既に10月時点で2.3%近辺まで縮小したものの、以下でみるように石破首相辞任などを契機にドル円相場の傾向線は左上方向へ大きくシフトし、ドル円相場は150円大台へとむしろドル高円安が進んだ。この間、傾向線のシフトは2回発生して来た。まず1度目は、8月下旬から9月上旬にかけて日米10年金利差が2.7%近辺から2.4%台半ばまで縮小したにもかかわらず、ドル円相場がこれに反応せず、147円台を中心としたレンジ相場が続いた局面。2度目は10月初旬に日米10年金利差が2.4%台半ばで推移する下で、ドル円相場が147円台から150円台へと急激に上昇した局面だ。

第5図: ドル円相場と日米10年金利差(散布図)



(注)202年以降の日次データ
(資料)Bloombergより筆者作成

第6図: 日米10年金利と金利差



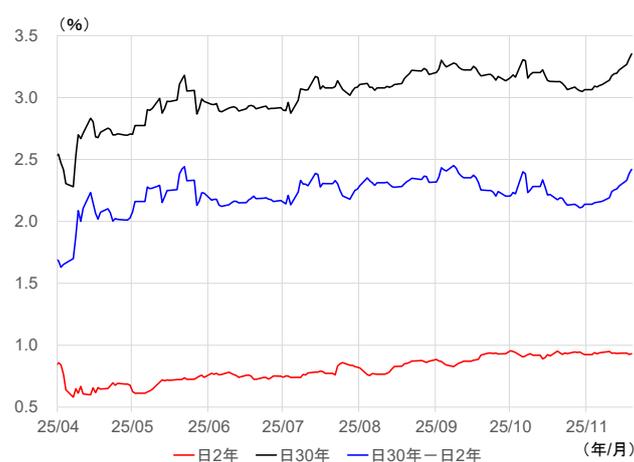
(資料)Bloombergより筆者作成

1度目の8月下旬から9月上旬にかけての傾向線のシフトの際にみられた日米10年金利差の縮小は、米10年金利低下と日10年金利上昇の双方により発生していた(第6図)。米10年金利の低下は、既述の通り9月FOMCに向けて利下げ再開が織り込まれていたためだ。一方、日10年金利の上昇は、7月末に相互関税に関する日米合意が成立して先行き不透明感が後退したことや、8月13日にベッセント米財務長官が、日銀がインフレ抑制に関して後手に回っていると述べたこと、さらには9月16、17日の日銀金融政策決定会合で、0.25%の利上げを支持する政策委員が2名いたことなどから、日銀の追加利上げ期待が復元されつつあったためだ。もっとも、ドル円相場は殆どこれに反応せず横ばいで推移し、日米10年金利差だけ縮小して結果的に傾向線は左(上)方向へシフトする形となった。この時期本邦では、9月2日の自民党両院議員総会で森山幹事長(当時)など党四役が辞任を表明するなど、石破首相辞任の可能性がいよいよ

高まり、9月7日にはついに辞任を表明した。政局混迷や金融財政政策の先行き不透明感の台頭が、期待為替レートの円安方向へのシフトや（外貨建て資産投資の）リスクプレミアム低下（海外投資家からみた円建て資産投資におけるリスクプレミアムは上昇）などに結びつき、日金利上昇による円相場上昇圧力を吸収してしまった可能性があるだろう。

2度目の傾向線のシフトは、10月4日の自民党総裁選で高市氏が当選した翌週の10月6日以降に急激に発生しており、高市新政権発足により今後想定されるリフレ的な財政金融政策を織り込んで、期待為替レートやリスクプレミアムの大幅な変動がさらに発生したと考えられる。この間、財政リスクを反映する面がある日30年金利と2年金利の長短金利差はさほど大きく拡大しておらず（第7図）、為替市場が比較的大きく反応している印象だ。むしろ高市政権発足後、初の経済財政諮問会議などが開催され、経済政策の方向性が見え始めた11月以降の方が、長短金利差は拡大傾向（イールドカーブのベアスティープ化）が顕著となっている。

第7図：日2、30年金利と金利差



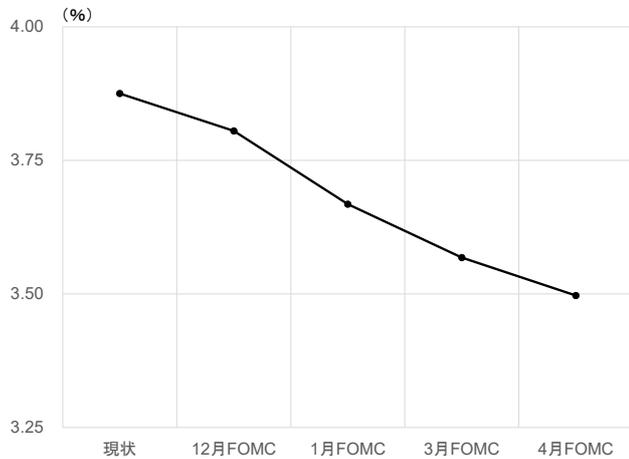
(資料) Bloomberg より筆者作成

(4) 足元の傾向線に基づいた2026年3月末時点のドル円相場の着地見込み

本稿執筆時点では、ドル円相場は上記2回の傾向線のシフトを経て、新たな傾向線を形成しつつあったが、早くもここからさらに左上方へ新たなシフトを窺うような動きもみられている（前掲第5図）。一応10月8日から11月18日までのデータに基づき直近の傾向線の傾きを推計すると、日米10年金利差1%の変動に対し、ドル円相場が16.5円変動することになる。日米10年金利の今後の見通しをみると、まずFRBの追加利下げについては、本稿執筆時点で、12月FOMCで0.25%×約0.29回、2026年3月FOMCまでで0.25%×1.24回の利下げが織り込まれている（第8図）。3月までに1回の利下

げが行われるとして、足元約 4.1%の米 10 年金利は 3 月末時点で 3.9%程度まで下落するとする（第 9 図）。

第 8 図: 市場の FF 金利見通し



(注) 2025 年 11 月 19 日時点
(資料) Bloomberg、FRB より筆者作成

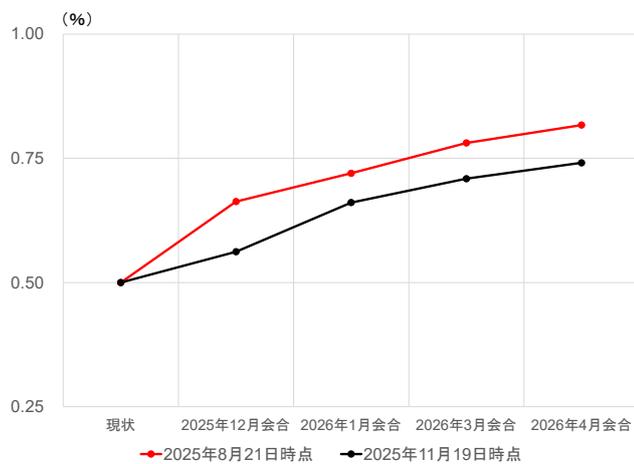
第 9 図: FF 金利と米 10 年金利



(資料) Bloomberg より筆者作成

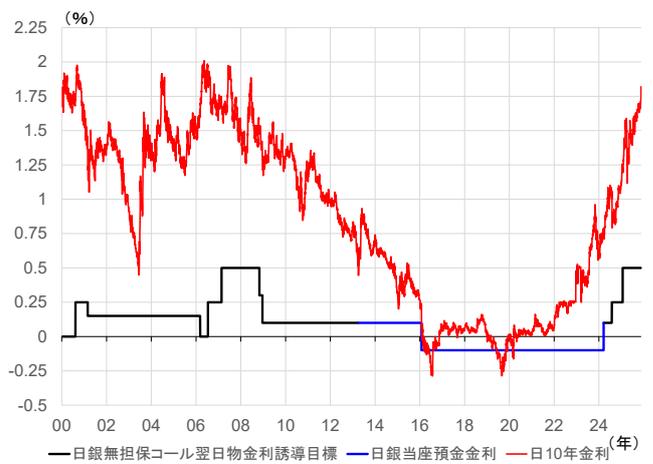
一方、日銀の追加利上げについては、本稿執筆時点で、12 月の金融政策決定会合で 0.25%×0.34 回、2026 年 3 月会合までで 0.25%×0.92 回が織り込まれている（第 10 図）。3 月までには 1 回の追加利上げが行われるとして、足元 1.82%の日 10 年金利は、3 月末時点で 1.90%程度まで上昇するとする（第 11 図）。これに基づき、足元の傾向線の傾きに当てはめると、ドル円相場は足元の 157 円 20 銭近辺から 2026 年 3 月末時点で 151 円 90 銭近辺までドル安円高が進む計算となる。

第 10 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 11 図: 日銀政策金利と日 10 年金利



(資料) Bloomberg より筆者作成

(5) 傾向線の左上方向へのシフトの可能性

但し、既述の通り足元ドル円相場は直近の傾向線を上放れつつあり、今後さらに左上方向で新たな傾向線を形成する可能性が浮上している。4月以降でも、最近のドル円相場は日米10年金利差に沿った推移が安定せず、期待為替レートやリスクプレミアムの大幅な変動から、特に傾向線の左上方向へのシフトが度々起こり、日米10年金利差縮小にもかかわらず、ドル高円安傾向がみられて来た。

9月以降の2回の傾向線のシフト、すなわち金利平価式上の期待為替レートやリスクプレミアムの変動を発生させた要因については、主に円相場に関連したものであった。まず1つは既述の通り、高市新政権の下での積極的財政政策への転換による財政見直し悪化への警戒と、日銀への圧力による追加利上げの後ずれを、市場が織り込んでいることだ。

もう1つの要因としては、4月にトランプ政権が相互関税延期やパウエルFRB議長の解任否定を表明した頃から、FRBによる利下げへの期待もあり、グローバルに株価が金融相場的な側面を持って堅調に上昇し、市場のリスク選好が高まって来たこともあろう。実際に円相場が年初の上昇基調から下落へ転じたのは、米国株価指数が上昇基調に転じ始めた4月22日以降である(第12図)⁵。また、4月21日以降の主要先進国・新興国通貨の対ドル上昇率をみると、ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ、南アフリカ・ランド、ハンガリー・フォリントなど、高金利通貨が相対的に堅調となっており、低金利で下落基調にある円を調達通貨にした円キャリー取引のような動きの影響もありそう(第13図)。こうした状況下では、米金利の低下傾向、日米金利差縮小傾向での円安ということで、傾向線の左上方向へのシフトにつながり易い。

当面は、2つ目のリスク選好要因が底流にある中で、高市政権のリフレ政策の内容、それに伴いどの程度までの円安を許容し得るのか次第で、さらなる傾向線の左上方向へのシフトと共に、日米10年金利差に沿わないドル高円安が尚もみられることは十分にあり得よう。

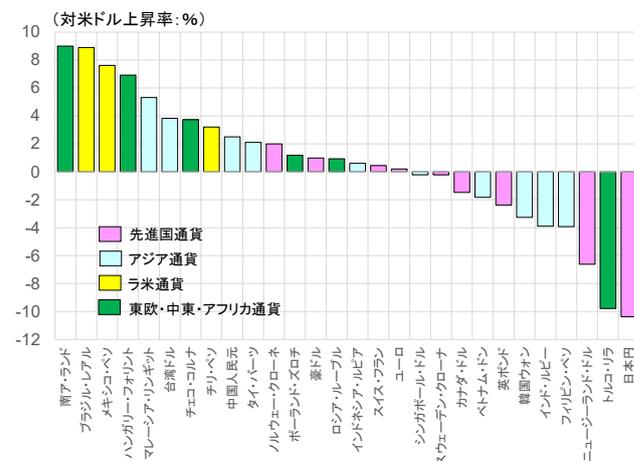
⁵ トランプ大統領は4月17日に利下げ要求に応じないパウエルFRB議長の解任の可能性に言及したが、市場が米国トリプル安のような反応を示したことを受けて、4月22日に解任の可能性を否定。既に4月9日に諸外国への相互関税の適用を90日間延期すると表明していたことも背景に、この4月21日頃から市場は沈静化し始めた。

第 12 図: 円名目実効為替レートと S&P500 株価指数



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 13 図: 主要通貨の対ドル上昇率(4/21→11/19)



(資料) Bloomberg より筆者作成

(6) 最近の円相場の変調について

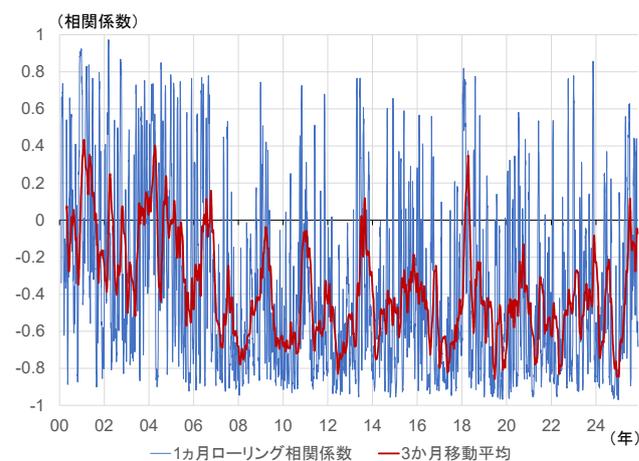
筆者が以前に他のレポート⁶で指摘したように、円相場は 2000 年代半ばに安全通貨として推移する傾向を強めた頃から、米金利、日金利と大局的に逆相関で推移し易い(第 14 図)。例えば大局的に米金利が上昇する局面では、通常世界的に景気好転局面にあり日金利も上昇するが、米金利の上昇幅がより大きいいため日米金利差が拡大すると共に、市場のリスクセンチメントが好転していることも相俟って、円相場は下落する。第 15 図は円の名目実効為替レートと米 10 年金利のローリング相関係数をみたものだが、2000 年代半ばから両者は逆相関関係が強まっている。

第 14 図: 円名目実効為替レートと米 10 年金利



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 15 図: 円名目実効為替レートと米 10 年金利の相関係数



(注) 日々データの1か月ローリング相関係数とその3か月移動平均
(資料) Bloomberg より筆者作成

⁶ [2023年1月13日付国際通貨研レポート「日銀金融緩和政策の修正観測と円相場の行方～円相場と日銀金融政策の大局的な関係に基づく検証～」](#)

この点、今回は米金利が利下げを織り込んで低下しているにもかかわらず、日金利が利上げを織り込んで上昇するという異例の状況にあったため、日米両金利の要因から本来円相場は上昇するはずであった。にもかかわらず円相場が異例の軟調推移となっているのは、やはり傾向線のシフト要因としても指摘したように、新政権によるリフレ政策などに伴う財政リスクが嫌気され、米金利低下かつ日金利上昇局面でも円相場が上昇で反応できないことがあろう。また、2つ目の要因として指摘した、米金利低下の下で金融相場の形で株価が上昇してリスク選好相場が発生し、円キャリー取引につながっていることも異例の円軟調の底流にあろう。そして、円相場の今後にとってより深刻なのは、1つ目の財政リスク要因だ。現時点では一時的に市場の焦点が当たり易くなっているためとみているが、これが構造的に定着しないかは留意してみていく必要がある。

3. ドルサイクルの現状とドル相場

ドル相場については、米国株価指数（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と大局的に連動性が高く、筆者は過去のレポートでこれに基づくドルサイクル論による分析を紹介して来た⁷。株価指数比率の分子・分母である米国株価指数と新興国株価指数の上昇・下落の状況と合わせると、ドルサイクルの局面判断も行うことができる（第 16 図）。

第 16 図：ドルサイクルの局面分類

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 < 新興国株価指数上昇	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機会が多いため、局面⑥はほとんど出現しない。
(資料) 筆者作成

これによると、2025 年 7 月 18 日付国際通貨研レポート「相互関税 90 日後のドル円相場の現状と今後～関税の影響を克服しつつある？ドルと打撃が効き始めた円～」⁸な

⁷ [2020 年 4 月 2 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～」](#)

⁸ [2025 年 7 月 18 日付国際通貨研レポート「相互関税 90 日後のドル円相場の現状と今後～関税の影響を克服しつつある？ドルと打撃が効き始めた円～」](#)

どで指摘の通り、2025年のトランプ政権始動から間もない1月下旬より、ドルサイクルは非常に珍しいドル建て資産からの逃避的な資金流出を示唆する「リスク回避のドル安（局面④）」にあり、実際にドル相場も下落基調に転換していた（第17、18図）。4月の相互関税発表後の米国トリプル安のような動きも、こうした流れの中で発生していたとみることができる。その後既述の通り4月下旬からグローバルに株価が持ち直すと、ドルサイクルの局面判断は、一転してドル建て資産への前向きな資金流入を示唆する「リスク選好のドル高（局面①）」へ転換した可能性が浮上していたが、ドルは下落基調が続いた。

第17図：ドル名目実効為替レートと株価指数比率



(注) グラフ中の番号は、ドルサイクルの局面を表す
 (資料) Bloomberg より筆者作成

第18図：米国株価指数と新興国株価指数



(注) グラフ中の番号は、ドルサイクルの局面を表す
 (資料) Bloomberg より筆者作成

もともと、世界経済の底堅さを背景に7月頃から米国株価指数に対して新興国株価指数がより堅調に推移し始めたことから、株価指数比率は低下傾向に転じた。この結果、4月以降のこれまで「リスク選好のドル高（局面①）」と思われた局面が、まだ明確にそうした流れが強まった訳ではないが、結果的に前向きな資金がドル建て資産から非ドル建て資産に流入していることを示唆する「リスク選好のドル安（局面②）」であったかのような推移となりつつある。また、実は年初にみられた両株価指数の下落局面は限定的なものであり、1月下旬から足元まで両株価指数は上昇局面にあったとして通してみると、米国株価指数を新興国株価指数がアウトパフォームしており、結果的に「リスク選好のドル安（局面②）」であったとみることにもできる。ドル相場は7月に下げ止まり反転上昇を窺っているものの、仮に「リスク選好のドル安」が本格化した場合、ドルの上値は次第に重くなって来る可能性があるだろう。その場合、円安の受け皿はドル円相場の上昇よりもユーロなどクロス円相場の上昇に反映される展開となって行こう。

4. まとめ

日米金融政策の方向性の違いから、日米 10 年金利差は縮小傾向となって来たが、4 月以降、ドル円相場はこれに反してドル高円安傾向がみられて来た。散布図・金利平価式で考えると、日本の財政リスクを材料にドル円相場の日米金利差に対する傾向線がドル高円安方向へシフトして来たためだが、リフレ政策を志向する高市政権の誕生で、さらなる傾向線のドル高円安方向へのシフトがあり得る状況となっている。日米金利差は基本的に縮小傾向が見込まれ、これに沿えば緩やかなドル安円高となるが、グローバルなリスク選好環境が底流にある中で、今後高市政権が具体化する財政金融政策の内容次第では、目先ドル円相場では 160 円台到達もあり得る状況となって来た。

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、すべてお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>