

# 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 12 月 26 日

## 日銀の慎重な利上げと財政懸念を背景に燃る円安圧力

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](mailto:masashi_hashimoto@iima.or.jp)

### 目次

<要旨> .....	2
<本文> .....	3
1. 日銀による追加利上げにもかかわらず一時大幅な円安が進行 .....	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) ドル円相場に対する日米金利差の説明力低下要因～傾向線シフトの要因 .....	5
3. 日銀による慎重な利上げ・財政拡大と円安 .....	6
(1) 期待為替レート of 円安方向へのシフトのメカニズム .....	6
(2) 金額規模ありきでない中身重視の財政拡大の必要性 .....	8
(3) 基調的なインフレ率に基づく金融政策運営について .....	8
4. 財政懸念による円売りは本質的か？ .....	10
5. まとめ .....	11

## ＜要旨＞

- 12月18、19日の日銀金融政策決定会合で0.25%の利上げ実施にもかかわらず、一時大幅な円安が進んだ。利上げは事前予想通りで、期待されていた中立金利に関する追加情報が発信されなかったこともあるが、改めて根強い円安圧力が確認された。
- 2025年のドル円相場は4月頃から日米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。縦軸にドル円相場、横軸に日米10年金利差（米10年金利－日10年金利）を取った散布図でみると、日米10年金利差に沿った右上がりの傾向線が、円安方向への期待為替レートなどの変動により度々左上方向へシフトし、日米金利差の縮小傾向にもかかわらずドル高円安が進む結果になっていた。こうした背景には、日銀の慎重なペースでの利上げや財政リスクへの懸念があると考えられる。
- 日銀による慎重なペースでの利上げは、現在の大幅な内外金利差が当面維持されるとの予想により、期待為替レートを円安方向へシフトさせ易いと考えられる。また、日銀の「基調的なインフレ率」に基づく金融政策運営もあり、ヘッドラインのインフレ率が3%とインフレ目標2%を大きく上回っているにもかかわらず、慎重過ぎる低金利政策を維持していると特に海外の一部からみられており、それが長期的に通貨価値への打撃となり得るとの見方から、期待為替レートを円安方向へ追加的にシフトさせ易くしている可能性も考えられる。
- そこへ経済効果が不透明な財政拡張政策が仮に実施されると、日本経済の供給制約によるインフレ圧力に加え、既に高い公的債務残高対名目GDP比率をさらに悪化させることになり、長期的に日銀の利上げがより抑制的にならざるを得なくなる財政従属（フィスカル・ドミナンス）の可能性も浮上。それが再び内外金利差を通じた円安圧力などにより新たなインフレ圧力・期待になり得る。インフレ圧力・期待が一定以上高まると、通貨価値棄損の観点から円安期待とインフレ期待の相互促進的な作用が働いてしまう可能性もある。今後の財政拡大の影響が未知数であることもあり、そうした財政面から来るリスクも、市場で一部先取りされているようだ。
- 一方、2025年4月以降の円の下落は、日本の財政リスクに関する材料を切っ掛けとしつつ、トランプ大統領の政策に対する楽観的な見方を前提としたリスク選好的な地合いの下で進んで来た。この間、為替市場で堅調に推移して来た通貨には、メキシコ・ペソ、南アフリカ・ランドなど高金利通貨があり、円キャリー取引のような動きの影響も少なからずありそうだ。ソブリン格付などに基づく、これらの国々よりも日本の財政リスクが高いとは考え難いことから、2022年頃からの大局的な円安の流れも追い風に、為替市場が円売り材料に過剰に反応し易くなっている面も否定できないだろう。
- 以上のような材料に対する円安圧力の行方をみる上でも、高市政権の下での経済・財政政策が、今後市場の信認を獲得して行けるかが注目点の1つとなろう。

## <本文>

### 1. 日銀による追加利上げにもかかわらず一時大幅な円安が進行

12月18、19日の日銀金融政策決定会合では、0.25%の利上げ（0.50%→0.75%）が決定された。既に植田日銀総裁が、12月1日の講演・記者会見で事前に利上げの可能性を予告していたため、利上げは市場予想通りであった。もっとも、同じ12月1日の講演・記者会見で植田総裁が、中立金利のより具体的なレンジについての追加情報を、19日の決定会合後の記者会見で公表する可能性に言及し、先行き利上げのパスについての踏み込んだ情報発信も期待されていたものの、実際には公表されなかった。また、記者会見における植田総裁の追加利上げに向けたスタンスも、これまで通り慎重なものに止まっていたことなどを受けて、利上げ実施にもかかわらず当日の円相場は欧米時間にかけて大きく下落。ドル円相場も19日だけで2円近くの円安となり、同日終値で1ドル＝157円台まで大幅なドル高円安が進んだ（第1図）。

翌週の22日以降は、157円台までのドル高円安進行を受けて片山財務大臣が再び円買い為替介入も辞さない踏み込んだスタンスをみせたことで155円～156円台まで押し戻されているが、足元までの根強い円安圧力を改めて確認する形となった。

第1図: ドル円相場(2025年9月～)



(資料) Bloomberg より筆者作成

ドル円相場は、10月4日の自民党総裁選で高市氏が新総裁に選出されて以降、同氏が標榜して来た積極的な財政政策と日銀による性急な利上げに慎重なスタンスを織り込んで、大幅なドル高円安が進んで来た。11月20日には一時157円89銭（BloombergのBGNベース）の高値まで上昇。その後翌21日に片山財務大臣から踏み込んだ円安牽

制発言がみられたことなどから上昇は一服した。また、同じ頃より FRB 高官から 12 月 9、10 日の FOMC での利下げを示唆する情報発信が相次ぎ、実際に FOMC では 0.25% の追加利下げが実施され、パウエル議長の記者会見もハト派的と受け取られた。日銀会合直前には高市政権が日銀の利上げを容認するといった観測報道もあり、ドル円相場は日銀会合の直前の時点で 155 円台までドル安円高方向へ戻していたところであった。

## 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）

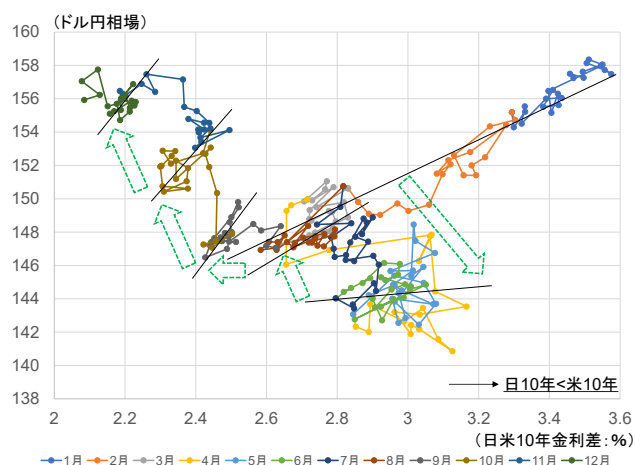
最近良く指摘されるように、そもそも 2025 年のドル円相場は 4 月頃から日米金利差と逆相関（日米金利差縮小にもかかわらずドル高円安）とも言えるような傾向がみられて来た（第 2 図）。第 3 図は、2025 年 11 月 20 日付国際通貨研レポート「ドル円相場再び 150 円台乗せの背景と今後～金利平価式と散布図による分析のアップデート～」<sup>1</sup>などで検証した、縦軸にドル円相場、横軸に日米 10 年金利差（米 10 年金利－日 10 年金利）を取った散布図だ。ドル円相場は、景気動向や日米金融政策の見通し変化などに対応した日米 10 年金利差の拡大・縮小に沿って、散布図にお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を推移し始めるとみることができる。

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

<sup>1</sup> [2025 年 11 月 20 日付国際通貨研レポート「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～」](#)

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。

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>

カバール無し金利平価式(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

## (2) ドル円相場に対する日米金利差の説明力低下要因～傾向線シフトの要因

この観点からみると、2025年のドル円相場においては、日米10年金利差に沿った右上がりの傾向線の形成が安定せず、円安方向への期待為替レートのシフトや外貨建て投資におけるリスクプレミアムの低下(海外投資家による円建て資産投資におけるリスクプレミアムの上昇も含む)が度々発生(第3図)。傾向線が左上方向へシフトし、日米金利差の縮小傾向によるドル安円高効果を上回って、ドル高円安が進む結果になったとみることができる。こうした傾向線のシフト、すなわち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におけるリスクプレミアムの低下を発生させて来たのは、シフト発生の切っ掛けとなったイベント・材料からみると、日銀の慎重なペースでの利上げや財政リスクへの懸念と考えられる。

例えば、7月には参院選を前に強まった日本での財政拡大の兆候<sup>2</sup>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、傾向線が左上方向(ドル高円安方向)にシフトした。8月下旬

<sup>2</sup> 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。

旬から9月上旬にかけては、7月の参院選における与党敗北を受けた石破首相辞任の流れから、政局混迷や金融財政政策の先行き不透明感が台頭。期待為替レートの円安方向へのシフトなどに結びつき、日金利上昇による円相場上昇圧力を相殺してしまった可能性があり、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、ドル円相場は147円台を中心としたレンジ相場が続き、傾向線がさらに左上へシフトする形となった。

また10月以降は、高市新政権発足で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、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。さらに11月中旬以降も、高市政権の下での経済財政諮問会議などの委員にリフレ派とされる人物が加えられたことや、2025年度補正予算の規模に関する事前報道、さらに11月19日の三者会談（財務省、金融庁、日銀）で為替について話し合われなかったこと（＝円安容認？）などの材料を受けて、再び傾向線の左上シフトがみられた。足元12月19日以降も、日銀の金融政策の先行きを巡って再び傾向線の左上シフトが発生しつつある。

### 3. 日銀による慎重な利上げ・財政拡大と円安

#### (1) 期待為替レートの円安方向へのシフトのメカニズム

諸外国の中銀に比べて慎重なペースでの日銀による利上げは、内外金利差の拡大によりこれに沿った円安につながると共に、現在の大幅な金利差が当面維持されとの予想が、期待為替レートを円安方向へシフトさせ易いと考えられる（第5図）。また、慎重な利上げは、「基調的なインフレ率」ではまだインフレ目標2%に達していないためと日銀は説明している。もっとも、ヘッドラインのインフレ率が既に3%とインフレ目標の2%を大きく上回っているにもかかわらず、慎重過ぎる低金利政策を維持していると特に海外の一部からみられている。それが長期的に通貨価値への打撃となり得るとの見方につながり、期待為替レートを円安方向へ追加的にシフトさせ易くしている可能性も考えられる<sup>3</sup>。

円安は輸出額や対外投資の円建て評価額を引き上げて景気支援・インフレ押し上げ要因になると共に、輸入物価の上昇を通してコスト・プッシュ的な国内インフレ圧力にもなる。こうした国内インフレ圧力は、もともとインフレ率が高く通貨価値が不安定な新

---

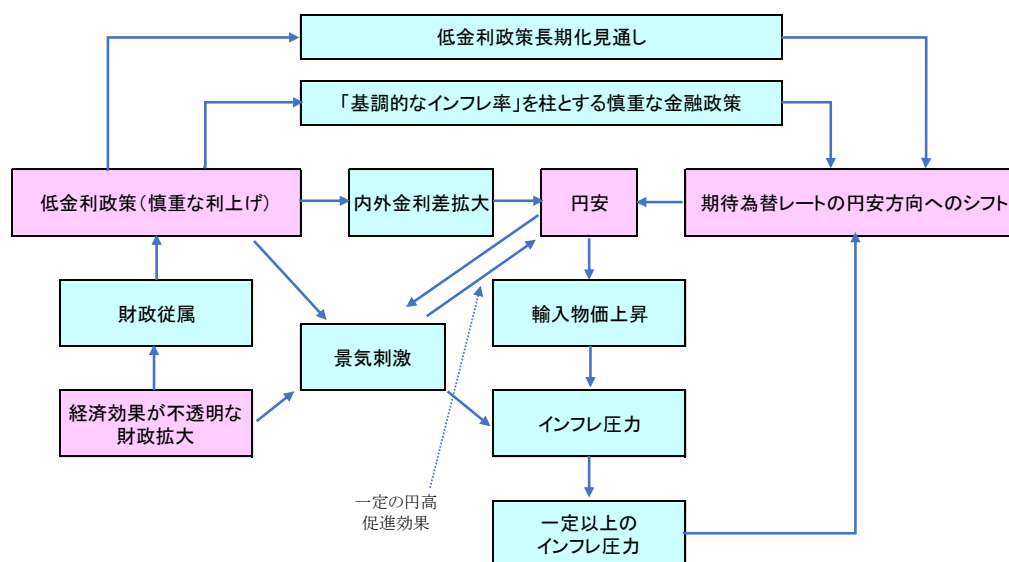
<sup>3</sup> この点については、“(3) 基調的なインフレ率に基づく金融政策運営について”において後述する。

興国などでない限り、通常は短期的な為替レートの減価圧力にはなり難い<sup>4</sup>。

もっとも、そこへ経済効果が不透明で財政状況を悪化させる恐れがある財政拡張政策が仮に実施されると、まず近年の潜在成長率の鈍化（供給制約）も背景に追加的なインフレ圧力となり得る。また、既に高い公的債務残高対名目 GDP 比率をさらに悪化させることになり、政府の利払い額増加や金融システムへの悪影響<sup>5</sup>に対する配慮から、長期的に日銀の利上げがより抑制的にならざるを得なくなる財政従属（フィスカル・ドミナンス）の可能性も浮上する。それが再び内外金利差を通じた円安圧力などにより新たなインフレ圧力・期待になり得る。

こうしてインフレ圧力・期待が一定以上高まると、通貨価値棄損の観点からそれが円安圧力・期待為替レートの円安方向へのさらなるシフトにもつながり、円安期待とインフレ期待の相互促進的な作用が働いてしまう可能性もある。もちろん現状日本経済がこうした状況に陥っている訳ではないが、現時点で今後の財政政策の内容・効果が未知数であるだけに、そうした事態になり得ることが市場の一部で先取りされて反応している面はありそうだ。実際、今回の日銀の利上げ後も、日 10 年金利が大幅に上昇すると共に、期待インフレ率（ブレイクイーブン・インフレ率 10 年）の上昇と円安も同時に進む形となっていた。

第 5 図： 慎重な利上げ・財政拡大と円安



(資料) 筆者作成

<sup>4</sup> 内外インフレ格差→為替レートへの影響は、購買力平価を通じた裁定圧力によるものであるため、通常 10 年など長期の時間軸で及ぶものであるため。

<sup>5</sup> 金利の急上昇による国債価格の急落が金融システムに負荷をかける恐れがあるため。

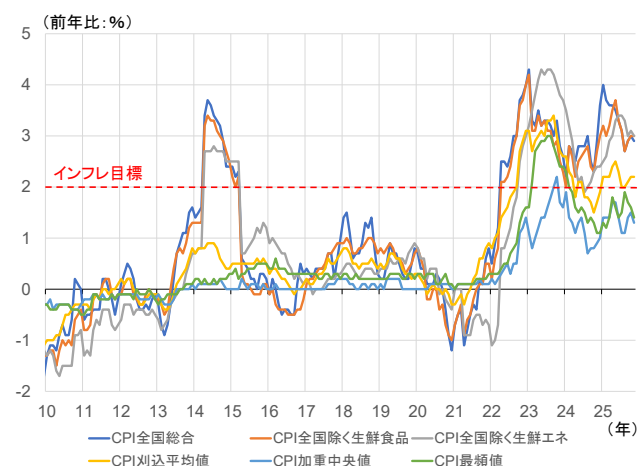
## (2) 金額規模ありきでない中身重視の財政拡大の必要性

こうした推移に歯止めをかけるには、まずは財政拡大政策が、いたずらに公的債務残高を増大させるものではなく、質の高い国内供給力の増強につながり、先行き生産性と国際競争力の向上にもつながるもので、公的債務残高対 GDP 比の低下にも寄与するものであることが必要であろう。もちろん高市政権は 17 の戦略分野を掲げるなど、こうした方向性を目指している。これまでの経済停滞を打ち破る切っ掛けとなることを是非期待したいが、そうした見通しを市場に納得させ、実際にも実現するのはなかなか一筋縄で行かないのも事実だろう。

## (3) 基調的なインフレ率に基づく金融政策運営について

一方、金融政策については、既にヘッドラインの消費者物価指数の前年比は 3% まで上昇しているものの、いわゆる「基調的なインフレ率」がインフレ目標の 2% をまだ幾分下回っているため、日銀は粘り強い金融緩和政策が必要と説明している。「基調的なインフレ率」については、日銀は具体的に明示していないが、日銀が公表している基調的なインフレ率を補足するための指標（CPI の刈込平均値、加重中央値、最頻値）<sup>6</sup> や 10 年物ブレイクイーブン・インフレ率（金融市場の期待インフレ率）などがそれに近いとみられている（第 6、7 図）。

第 6 図：消費者物価と基調的なインフレ率を補足する指標



(資料) Bloomberg、日銀より筆者作成

第 7 図：日本の 10 年ブレイクイーブン・インフレ率



(資料) Bloomberg より筆者作成

実は、この「基調的なインフレ率」に基づく金融政策運営は、国内は兎も角、欧米を

<sup>6</sup> 刈込平均値は、品目別価格変動分布の両端の一定割合（上下各 10%）を機械的に除去した値。加重中央値は、価格上昇率の高い順にウェイトを累積して 50% 近傍にある値。最頻値は、品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率。

中心とした海外当局や投資家にとっては分かり難い面があるのではないかと。確かにヘッドラインの消費者物価上昇率3%は、円安・輸入物価上昇などによる一時的なコスト・プッシュ的なインフレに過ぎないため持続的ではなく、性急な利上げはむしろ国内景気の腰を折り、ディマンドプルによる望ましい形でのインフレ目標達成、つまり基調的なインフレ率の2%定着とデフレ完全脱却に逆風となる。植田総裁も毎回の金融政策決定会合後の記者会見などで説明して来ており、永年デフレに苦しんで来た国内勢にとっては、コスト・プッシュ的なインフレ圧力は、日本では欧米のような賃上げ要求につながらず、むしろ消費活動の節約に向かい、企業収益の悪化と共に、企業の賃上げスタンスの後退という形で、デフレのノルムの復活につながりかねないという説明は比較的理解し易い。

もっとも、海外勢から見ると、ヘッドライン及びコアのインフレ率が既に目標の2%を大きく超えているにもかかわらず、依然として低金利を維持しているのは慎重過ぎるとみられるかもしれない。もちろん「基調的なインフレ率」の議論はあるのだが、「基調的なインフレ率」の値が具体的に数字で明示されていないため、分かり難い面があるのではないかと。8月にベッセント米財務長官からも日銀はインフレ対応で後手に回っているとの発言があった。「基調的なインフレ率」の議論に基づけば、植田総裁が度々発言しているように後手に回っている訳ではないことになるが、そうした日本の特殊な事情について欧米投資家などに、良く理解されていないのかもしれない。円相場も含むグローバルな為替市場の動向においては、欧米投資家の影響力が強いと考えられ、そうした一部での「誤解」から、理解し難い低金利政策と解釈され、日銀の利上げに対する慎重なスタンスがクロスアップされる度に、過大な円安期待につながっている面もあるのではないかと<sup>7</sup>。

過度な円安に対しては、当然円買い為替介入により牽制する必要がある。しかし、ベッセント財務長官は為替介入の前にまず日銀がより積極的な利上げを行うべきというような主旨の発言を行っていた。このあたりも、日銀の金融政策が、後手に回っている訳ではないということが広く理解されれば、より円滑に為替介入を進められることにもつながろう。

---

<sup>7</sup> 例えば、2025年12月16日付日本経済新聞電子版記事でのインタビューで、ドイツ銀行為替ストラテジストのティム・ベイカー氏が、「インフレ率が3%を超える中、日銀の利上げペースは緩やかで、実質金利が大幅なマイナスな状態をそのままにしているのは奇妙だ」と述べている。

#### 4. 財政懸念による円売りは本質的か？

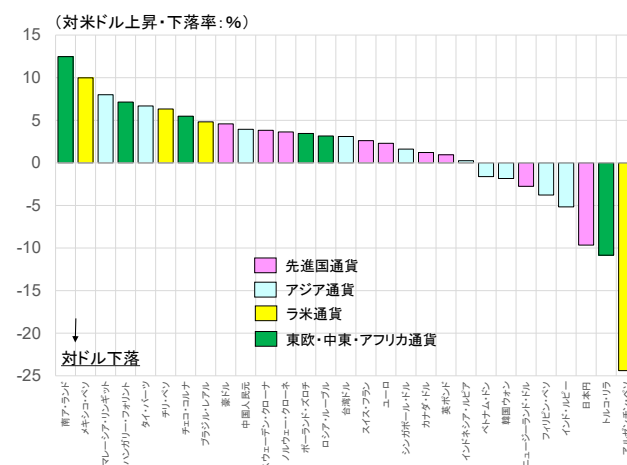
一方、前掲のレポートでも指摘したように、2025 年の円相場は年初から 4 月までは堅調に推移していた。しかし、4 月 2 日にトランプ大統領が相互関税を発表後に米国トリプル安のような状況がみられたため、4 月 9 日に実施時期を 90 日間延期することを発表すると共に、4 月 22 日には当初仄めかしていたパウエル FRB 議長解任の可能性も否定した。同大統領が金融市場を混乱させる過激な政策は結局行わないだろうという楽観的な見方が台頭したことで、いわゆる TACO<sup>8</sup>トレードにより米株価指数が持ち直しに転じるなど、グローバルに市場のリスク選好度が回復するに伴い円相場は下落基調に転じて来た（第 8 図）。米株価指数が底を打った 4 月 21 日以降の主要先進国・新興国通貨の対米ドル上昇・下落率をみても、日本円がインフレ率の高いアルゼンチン・ペソとトルコ・リラに次いで対米ドルで下落する一方、南アフリカ・ランド、メキシコ・ペソといった高金利通貨が相対的に堅調に推移している（第 9 図）。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少なからずありそうだ。

第 8 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 9 図: 主要通貨の対ドル上昇率(4/21→12/24)



(資料) Bloomberg より筆者作成

ドル円相場と日米金利差の散布図でみたように、円相場は少なくとも 7 月頃から財政に関するイベント・材料を主因とした期待為替レートの円安方向へのシフトにより下落して来た。しかし、本来日本が南アフリカやメキシコなどと比べて財政面のリスクや、その影響を受けた通貨価値の安定性に関するリスクが高いとは言えないだろう。例えば、格付機関による格付や、クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) の水準などを見る

<sup>8</sup> Trump Always Chickens Out の略。トランプ大統領が、当初過激な政策を公表しても、金融市場の混乱を憂慮して、最終的により穏便・現実的な政策に着地することを意味。

限り、日本の財政状況の信用力の方が高いと言える（第 10、11 図）。為替市場のプレーヤーは、時に美人投票の例えが言われるように、特に短期的な時間軸においては、本来何が正しいかよりも市場全体がどちらに動きそうかに沿って行動し易い。確かに日本の財政関連の見通しも不透明感があるが、2022 年頃からの大局的な円安の流れも追い風に、為替市場が円売り材料に過剰に反応し易い地合いにある面も否定できないだろう。

第 10 図: ソブリン格付け(外国通貨建て長期)

	Moody's	S&P	フィッチ
日本	A1	A+	A
メキシコ	Baa2	BBB	BBB-
南アフリカ	Ba2	BB	BB-

(資料) Moody's、S&P、フィッチより筆者作成

第 11 図: 各国のソブリン CDS プレミアム



(資料) Bloomberg より筆者作成

## 5. まとめ

12 月 19 日の日銀による追加利上げにもかかわらず、円が一時大幅に下落したことは、市場が期待していた今後の利上げ見通しに関して日銀から踏み込んだ情報発信が無かったとは言え、改めて足元の円売り圧力の根強さを確認することとなった。円相場においては、これまでの日銀の慎重なペースでの利上げを受けた内外金利差拡大による下落に加え、「基調的なインフレ率」に基づく金融政策運営が、特に海外投資家などからは分かり難く、過大な円安期待と追加的な下落につながっている面もありそうだ。2025 年は財政リスクにも市場の焦点があたり、日米金利差では説明し難い下落もみられて来た。経済効果の不透明な財政政策が日本の財政状況をより悪化させて最終的に通貨価値を棄損し、インフレ圧力と円相場の下落が相互促進的に起こるような事態を前のめりで警戒する動きもみられているようだ。当面は円安圧力が熾り易い状況が続く可能性がある。一方、2022 年頃からの大局的な円安の流れも追い風に、為替市場が円売り材料に過剰に反応し易くなっている面も否定できない。以上のような材料に対する円安圧力の行方をみる上でも、高市政権の下での経済・財政政策が、今後市場の信託を獲得して行けるかどうか注目点の 1 つとなろう。

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](mailto:admin@iima.or.jp)

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