

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

2026 年 8 月 3 日

ドル円相場：39 年 8 ヶ月ぶりの高値到達の背景と今後

～日米協調円安是正策の意義～

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】	1
1. ドル円相場が 39 年 8 ヶ月ぶりの高値を更新後に急落	3
2. イラン戦争開始以降の金融市場の動向	4
(1) 事態正常化を織り込む原油相場と米株価指数・長期金利	4
(2) FRB 利上げ観測浮上で反発に転じたドル	5
(3) 日米 2 年金利差との連動性を回復したドル円相場	7
(4) ドル円相場と日米 2 年金利差の連動性回復の背景	9
(5) イラン戦争以降の主要先進国・新興国通貨の動向	11
3. ドル円相場の今後の見通し	12
(1) 金利差要因を中心にみるドル円相場の当面の上振れ要因	12
(2) 金利差要因を中心にみる先行きのドル円相場の反落要因	14
(3) 上下に振れるリスク要因について	15
(4) 当面は日米協調による円安是正策の影響を注視	15

【要旨】

- 本稿では、4 月末の為替介入以降のドル円相場や金融市場の動きについての整理を
基に、今後想定し得る日米金融政策がドル円相場に与える影響や、今般の日米協調

の円安牽制策の意義について考察した。

- 米国とイランの停戦合意を受けて、原油価格は7月初めには相応に低下して来たものの、ドル円相場は4月末以降の円買い為替介入で押し下げられたドル安円高水準から緩やかに上昇し続け、7月に39年8ヵ月ぶりとなる163円台まで上昇した。
- 原油供給ショックの悪影響への警戒が続く中、FRBの利上げ観測浮上による米2年金利上昇に沿ってドル高が進んだことに加え、日銀の慎重な利上げスタンスや、高市政権による「骨太の方針」が財政懸念材料として市場に受け取られたことなどから、日10年金利の望ましくない上昇と円安の流れが続いたことが背景となった。このためドル円相場と日米10年金利差との大局的な逆相関は続いて来た。
- 一方、日米2年金利差とは2026年初以降、従来の順相関が回復している。為替介入などにより円安期待が一定程度抑制されて来たことや、2年金利は基本的に金融政策の見通しを反映して変動し易く、上述のように利上げ期待を反映してドル高が進んで来たことが背景にあるようだ。2026年5月以降足元までは、日米2年金利差1%ポイントの拡大あたりドル円相場が約20円上昇する関係となって来た。
- イラン戦争開始以降足元までの、主要な先進国・新興国通貨の上昇・下落率をみると、中東情勢混乱への脆弱性要因だけでなく、ドル高要因やキャリー取引要因など様々な要因が影響を与えている模様。もっとも通貨別の強弱をみると、円は4月末の為替介入で押し上げられていなければ、この期間において最弱通貨の1つになっていた恐れがある。やはり現状は円固有の下落要因を警戒する必要があるようだ。
- 今後の見通しを、まず金利差面から考えると、市場が織り込む0.25%ポイントの利上げの回数が日銀については年内1回、FRBについては年内2回となった場合、上述の2年金利差に対する関係を基にすると、ドル円相場は約2.2円押し上げられることになる。今後IMF世界経済見通しに沿って世界景気が減速し、市場のリスク選好地合いが相応に後退した場合は、追加的なドル高円安要因となろう。
- その後原油価格が下落基調に転じ、インフレ圧力の後退から市場のFRB利上げ織り込みが1回分剥落すれば、日米金利差縮小で約4円のドル安円高要因となろう。
- ドル高円安方向への大幅な上振れ要因としては、米中間選挙後のトランプ政権のさらなる強硬化、日本の財政懸念のさらなる高まり、原油価格の大幅な上昇などがあり得る。ドル安円高方向への大幅な下振れ要因としては、世界的な景気後退から、主要国の中央銀行が大幅な利下げに転じるケースが考えられよう。
- こうした中、7月30日以降の日米協調の円安是正策により、ドル円相場は足元157円台まで押し下げられた。金利平価式で考えた場合、これまでの円買い為替介入などと同様に期待為替レート（E）などのドル安円高方向への是正を狙った措置と位置付けられる。今回は日米協調で市場に相応の決意を示している。最近の市場の根強い円安方向への期待形成に大きく影響を与えることになるのか、今後のドル円相場の行方を考える上で、重要な流れの変化につながるのかも含めて注目されよう。

【本文】

1. ドル円相場が 39 年 8 ヶ月ぶりの高値を更新後に急落

ドル円相場は、4 月 30 日以降ゴールデンウィーク期間中に複数回実施されたとみられる円買い為替介入¹により、それまでの年初来高値 1 ドル＝160 円 72 銭（Bloomberg の BGN ベース：以下同）から 5 月 6 日に一時 155 円 4 銭まで下落していたが、その後は本邦通貨当局の為替介入再開を試すように、小幅に刻みながら再び緩やかに上昇して来た（第 1 図）。6 月 17 日について上記の為替介入前の高値を上抜けると、6 月 29 日には、2024 年 7 月につけていた 2022 年からの円安局面でのドル円最高値であった 161 円 95 銭も上抜けた。さらに 6 月 30 日に明らかとなった骨太の方針（原案）を受けたいわゆる「骨太ショック」²による円安もあり、7 月 1 日には約 39 年半ぶりの高値となる 162 円 84 銭まで上伸した（第 2 図）。

第 1 図：ドル円相場(2026 年 3 月～)



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 2 図：ドル円相場(1971 年～)



(資料) Bloomberg より筆者作成

その後 7 月 2 日の本邦通貨当局の為替介入に関する観測報道³や、同日発表された 6 月分米雇用統計の下振れ⁴などを受けて、7 月 3 日には一時 160 円 49 銭まで下落する場面もみられた。もっとも、イランによるホルムズ海峡での船舶攻撃を受けて、7 月 7 日に米国が同国産原油の販売許可を取り消すと共にイランへの空爆を開始したことなどから、再びドル高円安圧力が強まった。7 月 10 日の片山財務大臣による GPIF 発言など

¹ 財務省による令和 8 年 4 月～6 月の日次の為替介入実績は、8 月 7 日に公表予定。

² 6 月 30 日に公表された高市政権初の「経済財政運営と改革の基本方針 2026（骨太の方針 2026）」の原案において、「『強い経済』の実現に向けては、適切な金融政策運営が行われることも非常に重要」という文言が盛り込まれ、日銀の性急な利上げを牽制したと解釈されたことなどから、日本国債に売り圧力が強まる（長期金利は上昇）と共に、円相場にも下落圧力がかった。

³ 7 月 2 日にロイター通信が、本邦通貨当局による今後の為替介入の実施に際しては、「4 月 30 日に行われたような事前の強い警告は発出されない可能性がある（＝不意打ち介入）」と伝えた。

⁴ 7 月 2 日に発表された 6 月分米雇用統計は、非農業部門雇用者数の前月比が前月比+5.7 万人と、前月実績（同+12.9 万人）及び市場予想（同+11.3 万人）を下回った。

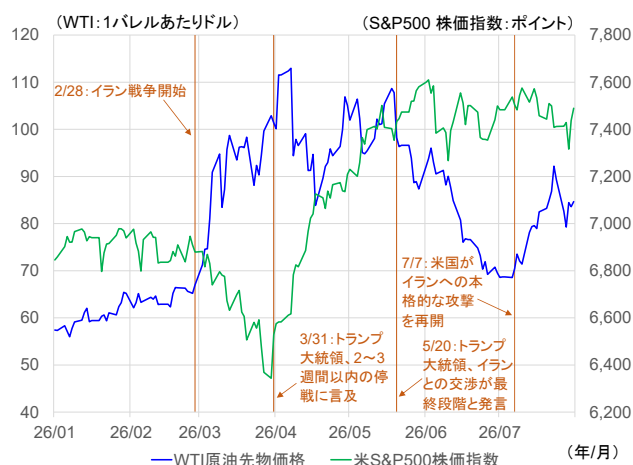
により一時ドル安円高方向へ振れる場面もあったものの⁵、7月21日に閣議決定された骨太の方針(最終版)が改めて円売り材料視された可能性や、原油価格の急上昇を受け、7月23日には一時約39年8ヵ月ぶりの高値となる163円99銭まで上昇した。その後7月FOMCなどを受けて162円台へ小幅に戻していたところ、7月30日日本時間夜に短時間で一気にドル安円高が進み、7月31日には157円28銭まで円高が進んだ。各種報道によれば、本邦通貨当局が30日以降円買い為替介入を行ったと共に、米当局もこれを支援する形で為替介入の前段階とされる金融機関に対するレートチェックや、実際にユーロ売り円買い介入を行った模様だ⁶。

2. イラン戦争開始以降の金融市場の動向

(1) 事態正常化を織り込む原油相場と米株価指数・長期金利

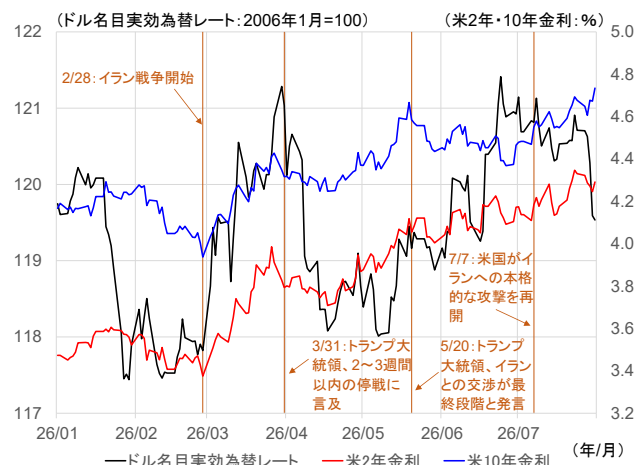
イラン戦争を巡っては、3月31日にトランプ大統領が2～3週間以内にイランから撤退すると述べたあたりから、市場は次第に戦争終結の可能性を織り込み始め、これ以降、米S&P500株価指数は持ち直しに向かった(第3図)。もっとも、その後米・イラン間の停戦交渉は一筋縄では進展せず、以後も紆余曲折がみられた。WTI原油先物価格も、4月7日につけた1バレル=117.63ドルの高値から、停戦実現への期待で4月17日には一時80.56ドルまで下落する場面もみられたものの、その後5月半ば頃までは90ドル～110ドル程度で高止まり推移となった。米10年金利も戦争の長期化によるインフレリスクなどを織り込み、5月19日にはその時点での年初来高値であった4.68%近辺まで上昇していた(第4図)。

第3図: WTI原油先物相場と米S&P500株価指数



(資料)Bloomberg より筆者作成

第4図: ドル名目実効為替レートと米2年・10年金利



(資料)Bloomberg より筆者作成

⁵ 7月10日に片山財務大臣は「国民が日本経済の成長の果実を直接に享受できるように、まず家計で、そして GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) をはじめとする年金基金により日本の金融資産にさらなる投資をしていただくという方向で後押しをする方策を追求したい」と発言した。

⁶ 本稿は8月3日朝の財務大臣談話公表前の脱稿のため、7月31日の為替介入がまだ公式に確認されていないステータスとなっている。

その後節目となったのは、5月20日にトランプ大統領が記者団による取材の中で、イランとの戦闘終結に向けた交渉が最終段階に入っていると述べたあたりだ。6月半ばにかけては、両者の間で締結される覚書の内容を巡る駆け引きや、イスラエルによるレバノン攻撃で合意実現が危ぶまれる時間帯もあったが、最終的には6月17日に両者が停戦延長とホルムズ海峡開放に関する合意覚書に電子署名するに至った。WTI 原油先物価格も、結果的に5月18日につけた高値109.47ドルから7月初めの70ドル近辺に至る下落トレンドが始まっており、米10年金利も既述の5月19日の4.68%近辺で上昇が一服して下落基調に転じるなど、この5月20日頃を起点に市場は事態正常化を本格的に織り込んで行った。日10年金利がその時点で約29年ぶりの高水準であった2.8%近辺をつけてその後一旦低下し始めたのも5月20日であった（後掲第9図）。尚、米S&P500株価指数は、人工知能（AI）関連業界の先行き不透明感などから6月以降高値保ち合いへ移行している。

もっとも、既述の通り7月7日に米国がイランに対する本格的な攻撃を再開したことで、現在両国間の停戦は事実上崩壊したも同然の情勢となっており、WTI 原油先物価格は一時90ドル近辺まで再び上昇。インフレリスク再燃への警戒から、米2年・10年金利は再び上昇に転じて年初来高値を更新した。

その後7月28日～29日に開催されたFOMCを巡っては、ウォーシュ新FRB議長がFRB改革の一環として、これまでのような政策決定などに関する事前ガイダンスをほとんど行わないことにしたことから、政策決定に関する事前の市場の織り込みが利上げ約3割、据え置き約7割と分かれていた。結果は3名が0.25%ポイントの利上げを主張したものの据え置きであったため、約3割織り込まれていた利上げ予想が剥落する形で米2年金利は低下した。もっとも、これまでウォーシュ議長が高止まるインフレ率に対して断固たるスタンスを示していたにも関わらず、今後インフレ率を引き下げするための具体的な措置などについて多くを語らなかったことから、市場は今後のインフレ抑制に対するFRBのスタンスを疑問視。米10年金利はむしろ上昇で反応した。

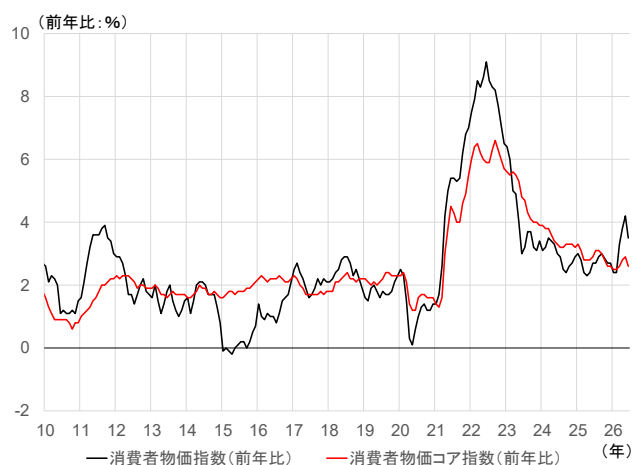
（2）FRB 利上げ観測浮上で反発に転じたドル

2月末のイラン戦争開始後に有事のドル買いで上昇していたドル（名目実効為替レート）は、3月末に市場が戦争終結を織り込み始めた時点からその巻き戻しで下落していたものの、4月下旬に下げ止まった後に反発に転じ、6月24日まで上昇が続いていた（第4図）。既述の通り原油価格と米10年金利が5月20日頃をピークに下落に転じていたにもかかわらずだ。

この間のドルの反発を支えたのはFRBの利上げ期待を反映した米2年金利の上昇だ。原油価格上昇の影響から4月以降発表された米インフレ指標が相次いで大幅に上昇すると共に（第5図）、米雇用統計では2026年入り以降、非農業部門雇用者数に持ち直し傾向がみられつつあった（第6図）。FF金利先物市場の織り込むFRBの年内利下げ見

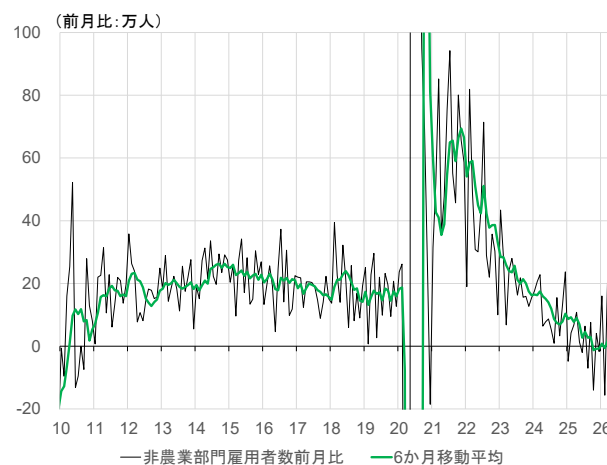
通しもちょうど4月半ば頃より次第に後退し始めており、5月以降は年内利上げ織り込みに転換した。さらに6月16日～17日のFOMCでも参加者のFF金利見通しの中央値が、前回3月FOMC時点の年内1回の利下げから同0.5回の利上げへとシフト⁷。利下げを望むトランプ大統領の意向を無視できないのではとの疑念が付きまとうウォーシュ新FRB議長も、記者会見でインフレ率の安定を最優先にするスタンスをみせた。これを受けて市場も年内1回強へと利上げの織り込みが進み、金融政策の織り込みを反映し易い米2年金利もさらに上昇、ドルもこれに沿って上昇基調が継続した。

第5図: 米消費者物価指数(前年比)



(資料)Bloomberg より筆者作成

第6図: 米雇用統計／非農業部門雇用者数前月比



(資料)Bloomberg より筆者作成

その後6月24日をピークにドルの反発が一服したのは、年内利上げ期待の一部巻き戻しが起きたためと考えられる。6月25日に発表された5月分米消費者支出デフレーター(PCEデフレーター)が概ね市場予想通りで、過度なインフレ期待が緩和し始めた。7月1日にはウォーシュFRB議長がポルトガル・シントラで開催されたECBフォーラムに登壇し、「過去4週間でインフレリスクは後退した」と述べた。7月2日に発表された6月分米雇用統計が市場予想を下振れたことも材料視された。6月下旬以降、米2年金利は上昇基調が一旦一服し、ドルはこれに沿う形で反落傾向が続いた。

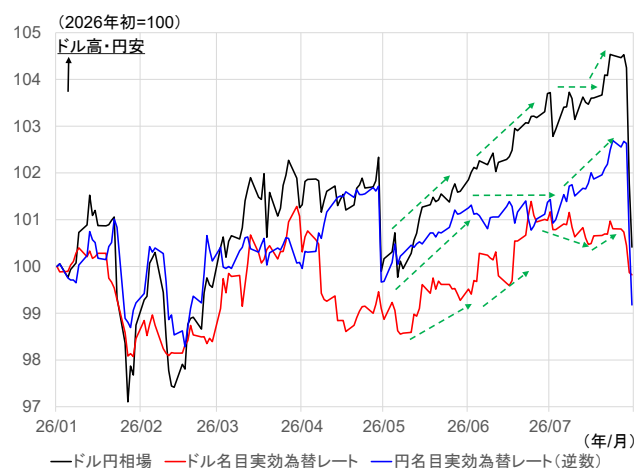
7月7日以降の米・イランの戦闘再開で原油価格の再上昇が鮮明となり、先行きインフレリスクも再び浮上する中、米2年金利と共にドルも再び持ち直しがみられていた。しかし、原油価格が一旦頭打ちとなったことや、前述の7月FOMCの結果を受けた米2年金利の低下もあり、ドルは再び下落方向へ推移していた。そうしたところに前述の通り7月30日以降の本邦通貨当局によるドル売り円買い為替介入とみられる動きなどがあり、ドルはさらに下落している。

⁷ 政策金利見通しを提出したFOMC参加者18人のうち、年内1回以上の利上げが9人、据え置きが8人、利下げが1人であった。

(3) 日米2年金利差との連動性を回復したドル円相場

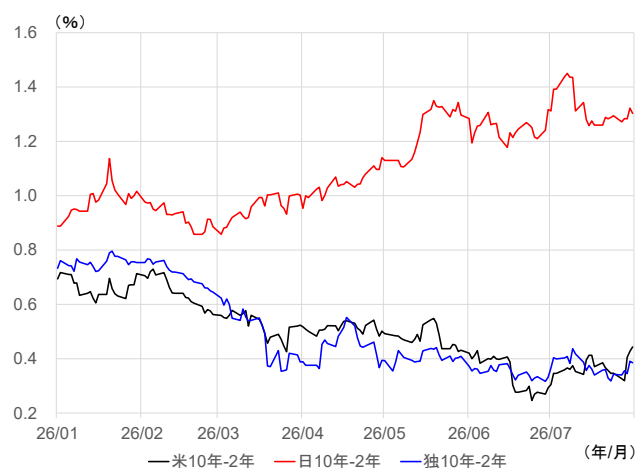
ドル円相場は、冒頭みたようにゴールデンウィーク中の為替介入とみられる動きで160円台から一時155円台へ下落した後は、160円大台まで再びドル高円安が進んで来たが、以上のようなドル高を反映していた面が強かった。この間、5月はドル高と共に円安が進んでいたが、6月になると円相場（名目実効相為替レート）の下落は一服して横ばい推移となり、ドル高がドル円相場の上昇要因となっていた（第7図）。一方、7月前半は、ドルが6月24日からの反落が続くと共に円も再び下落しており、結果的にドル円相場は162円台で横ばい推移となっていた。同月後半以降は、円の下落が続く中でドルが持ち直す場面があり、ドル円相場は再びドル高円安方向へ推移し、7月21日にはついに163円台へ到達した。しかし、7月30日以降は円が急上昇・ドルが急降下し、ドル円相場は大幅なドル安円高が進んだ。

第7図: ドル円相場とドル・円名目実効為替レート



(資料) Bloomberg より筆者作成

第8図: 日米独長短金利差(10年-2年)



(資料) Bloomberg より筆者作成

5月まで見られていた円の名目実効為替レートの下落は、原油供給ショックによる日本経済への悪影響の懸念の下で、4月から強まっていた日銀による利上げの遅れ、いわゆるビハインド・ザ・カーブ懸念が主因であったとみられる。2月末にイラン戦争が開始されて以降、欧米市場ではインフレリスクへの警戒から中央銀行による利上げが織り込まれ始め、2年金利上昇>10年金利上昇となって長短金利差は縮小した（第8図）。一方、日銀は当初インフレよりも景気下振れへの警戒から追加利上げに慎重なスタンスへシフト。日2年金利上昇<日10年金利上昇となって長短金利差は拡大した。既述の通りドルはFRBの利上げを織り込む米2年金利の上昇に沿って上昇した一方、この間円は日10年金利の上昇と共にむしろ下落した（第9図）。この結果、日米10年金利差（米10年金利-日10年金利）は縮小（米10年金利上昇<日10年金利上昇）し、日米2年金利差（米2年金利-日2年金利）は逆に拡大（米2年金利上昇>日2年金利上昇）する中で、ドル円相場は2年金利差拡大に沿う形でドル高円安が進んだ（第10図）。

その後既述の通り 5 月 20 日頃から WTI 原油先物価格の上昇が一服し始め、グローバルなインフレ懸念が緩和方向へ向かうと共に、6 月 15 日～16 日開催の日銀金融政策決定会合に向けて追加利上げが織り込まれ始め、実際に同会合では 0.25%ポイントの利上げ（0.75%→1.0%）が実施された。6 月は日 10 年金利の悪い上昇が一旦一服し、円の下落にも一旦歯止めが掛かっていた（第 9 図）。また、ドル円相場で 160 円付近に達して来たことによる円買い為替介入への警戒感も、一定の円の下支え要因になった可能性がある。もっとも、米 2 年金利の上昇に沿ったドルの上昇が続いていたため、ドル円相場は日米 2 年金利差の拡大に沿ったドル高円安が続いた。この間、日米 10 年金利差は、6 月 FOMC を挟んでタームプレミアム低下による米 10 年金利の低下が進んでいたため縮小方向にあり、結果的にドル円相場と日米 10 年金利差の逆相関が続いた。

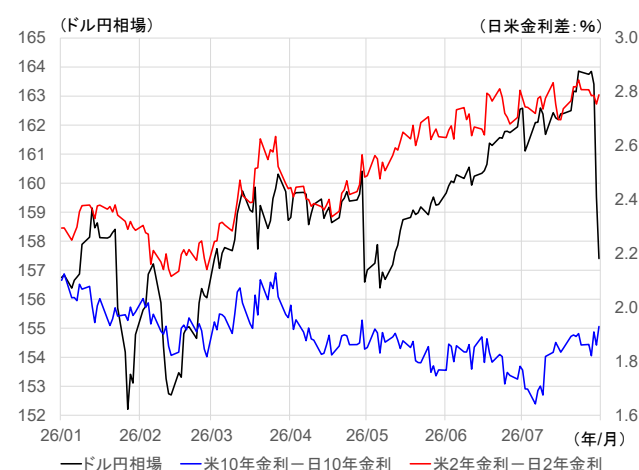
7 月前半にかけては、6 月 30 日の骨太ショックや米・イランの事実上の戦闘再開を受けて原油価格が再び上昇する中で、日 10 年金利も再び悪い上昇を示し円も下落。米 10 年金利も上昇したが、米労働・インフレ関連指標の下振れから比較的落ち着いた動きとなっていた米 2 年金利に沿ってドルも 6 月下旬からの反落傾向が続き、ドル円相場は 162 円ちょうどを挟んで横ばい推移となっていた。7 月後半以降は、7 月 10 日の片山財務大臣による GPIF 発言を受けた日本国債の需給改善期待などから日 10 年金利が反落した流れにあったものの、円相場の反発は限定的で、原油価格上昇などを嫌気して下落が続いた。米 2 年・10 年金利と共にドルも持ち直し傾向にある中、日米 2 年・10 年金利差が拡大傾向の下で、ドル円相場は 163 円台までドル高円安が進んだ。その後、7 月 FOMC 後のドル安を受けて、ややドル安円高方向へ推移していたが、前述の通り 7 月 30 日以降の本邦通貨当局などの為替介入とみられる動きで、日米金利差と乖離して 157 円台まで大きくドル安円高が進んだ。

第 9 図: 円名目実効為替レートと日 10 年金利



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 10 図: ドル円相場と日米 2 年・10 年金利差

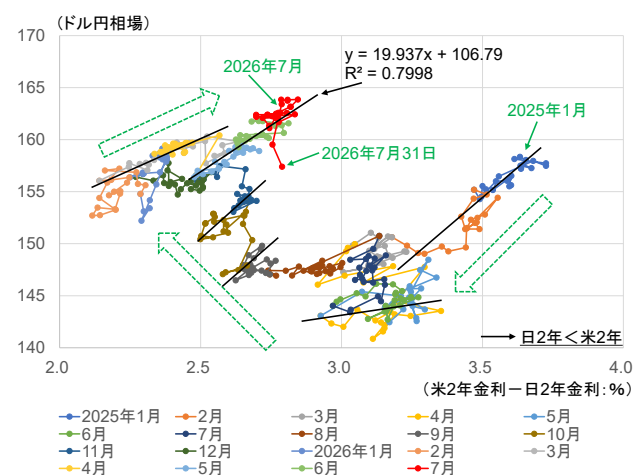


(資料) Bloomberg より筆者作成

(4) ドル円相場と日米 2 年金利差の連動性回復の背景

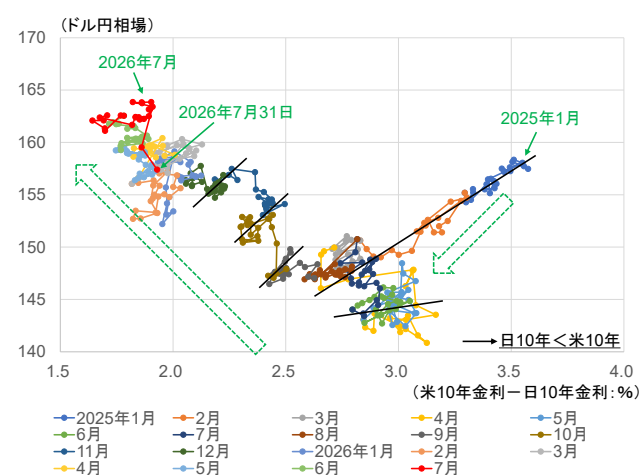
第 11、12 図は、縦軸にドル円相場、横軸に日米 2 年金利差及び 10 年金利差をとり、2025 年以降の日次ベースのデータに基づく散布図をみたものだ。以前のレポート⁸でも指摘したように、通常であれば両者は大局的に順相関、つまり日米 2 年・10 年金利差が拡大すればドル高円安が進む関係にあり、緩やかな右上がりの傾向線に沿った推移がみられて来た。しかし、2025 年 4 月頃からは、1 ヶ月あまりの右上がりの傾向線の形成を挟みつつ、数次にわたって傾向線の左上方向へのシフトがみられて来た。

第 11 図: ドル円相場と日米 2 年金利差



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 12 図: ドル円相場と日米 10 年金利差



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 13 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－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

リスクプレミアムを含む金利平価式(第 13 図)を当てはめて考えると、こうした傾向線の左上方向へのシフトは、期待為替レートのドル高円安方向へのシフト(第 13 図

⁸ 2026 年 4 月 27 日付国際通貨研レポート「イラン戦争とドル円相場の行方～原油供給ショックで円安・長期金利上昇の悪循環再発を警戒～」など。

のEの上昇)や、本邦投資家からみた外貨建て資産投資に際してのリスクプレミアムの低下(第13図のrの低下)、あるいは海外投資家からみた円建て資産投資に際してのリスクプレミアムの上昇(第13図のrの低下に読み替えることが可能)が一定以上の規模で発生した場合に起こり得る。そして2025年4月以降に頻繁にみられ始めて来た傾向線の左上方向へのシフトは、同年7月の参議院選や、10月の積極財政政策を掲げた高市政権発足などのイベントに合わせて発生しており、財政リスクや日銀による利上げの遅れへの市場の懸念を反映して来たと解釈することが可能だ。2月末に開始されたイラン戦争による原油供給ショックも、日本経済へのスタグフレーション的圧力につながり、傾向線の左上方向へのシフトを促したと考えられる。この点、2026年1月の日米当局による(為替介入の前段階とされる)レートチェックや、4月30日以降実施されていたとみられる円買い為替介入は、こうした円安方向への期待形成などの修正・抑制を図る措置であったと位置付けることができる。

ドル円相場と日米2年金利差の散布図をみると、2025年4月以降は左上方向への推移がみられて来たが、2026年初以降は右上方向の傾向線に沿った推移へ転換している。通常、2年金利は基本的に金融政策の見通しを反映して変動し易い。2025年中はドル円相場における円安期待やリスクプレミアムのシフトの影響が大きく、日米2年金利差の縮小傾向にもかかわらずドル高円安が進んで来たとみられる。しかし、2026年以降は、為替介入などにより円安期待が一定程度抑制されて来たことや、FRBの利上げ期待浮上に沿ったドル高などにより、日米の金融政策に対する期待を反映した2年金利差拡大に合わせたドル高円安がみられつつあるようだ。第11図中に関係式が表記してあるように、円買い為替介入後の2026年5月以降足元までの傾向線の傾きをみると、日米2年金利差1%ポイントの拡大あたりドル円相場が約20円上昇する関係となって来た。

一方、ドル円相場と日米10年金利差の散布図をみると、2026年以降も依然として大局的には左上方向への推移に歯止めが掛かっていない。金融政策の見通しを反映し易い2年金利に対して、10年金利は先行き経済成長・インフレ期待、財政リスクなどを反映したタームプレミアムを含んでいる。足元までの日米10年金利差の縮小は、イラン戦争の影響や高市政権のリフレ的な政策に対する思惑などによる、望ましくないタームプレミアムの上昇などを反映した日10年金利の上昇の影響が大きく、これに円は上昇ではなく下落で反応しており、日米10年金利差の縮小にドル高円安傾向が並走する形となっている⁹。但し、2025年4月以降と比べると左上方向へのシフトは限定的となりつつあり、ここでも為替介入などの効果が一定程度出ている可能性はあろう。

日米2年金利差と10年金利差に対するドル円相場の反応は、過去の推移をみると大局的には大きな乖離は起きて来なかったが、足元は日銀の慎重な利上げスタンスや財政

⁹ ここで示した金利平価式においては、自国金利・外国金利ともにタームプレミアムのようなリスクプレミアム的な要素が大きく変動しないことが前提になっている。現在の日本のようにタームプレミアムが相応に大きく変動する場合、この金利平価式の枠組みにおいては、全て為替レートにおける期待(E)やリスクプレミアム(r)の変動に集約・吸収されて表現されることになる。

懸念などの影響から特に日 10 年金利の望ましくない上昇¹⁰が起きており、限界的に比較的大きな乖離が発生していると考えられる。当面、目先のドル円相場をみる上では、日米 2 年金利差との相関がより参考となりそうだ。

こうしたところに 7 月 30 日夜以降に行われたとみられる為替介入で、散布図上でも大きくドル安円高方向へのシフトが生じた。ドル円相場と日米 2 年金利差との散布図上のここ数日の動きをみると、高市政権による消費税減税の決定を控えて財政懸念を嫌気してか、足元で形成されている右上がりの傾向線からやや左上へ乖離し始めていた。そうした兆候に先手を打つ形で再び期待為替レート（E）の円高方向への修正などを為替介入で図った可能性もあろう。今回の為替介入により、ドル円相場は逆に右上がりの傾向線から大きく下方に乖離し始めた。これを切っ掛けに、足元の新たなドル安円高水準で次の傾向線の形成を始めるか、これまでのようにやはりドル高円安方向へ回帰するか、あるいは期待為替レートが円安方向へ進み易い流れに変化が生じてさらにドル安円高方向への傾向線のシフトを探る動きとなるか、注目される局面となって来た。

（5）イラン戦争以降の主要先進国・新興国通貨の動向

第 14、15 図は、視点を為替市場全般に広げるために、イラン戦争開始以降から足元までの期間（戦争開始直前の 2 月 27 日から 7 月 29 日まで）の主要な先進国通貨と新興国通貨の対ドル上昇・下落率をみたものだ。各通貨の上昇・下落率を、各国のホルムズ海峡からの原油輸入依存度¹¹と合わせた散布図（第 13 図）、及び原油や天然ガスなどの貿易収支の対 GDP 比率と合わせた散布図（第 14 図）で、それぞれみたものだ。前者は原油輸入のホルムズ海峡依存度¹²を、後者は原油などエネルギー価格の経済への影響度（比率のプラス幅が大きいほど経済にプラス）¹³を表す。

これによると、これらの比率からみる中東情勢混乱や原油・エネルギー価格の上昇に対する各国・通貨の頑健性・脆弱性は、タイバーツやフィリピンペソなどの一部の通貨の下落を説明している面もあるようだが、そうでない通貨でも相応に下落がみられている。こうした大局的な観点からみると、この間多くの通貨が対ドルで下落しているように、ドル高の側面も大きいようだ。AI ブームや原油高により相対的な米国経済の強さ

¹⁰ 少なくとも日 10 年金利の上昇幅が米 10 年金利の上昇幅を上回り、日米金利差が縮小しているにもかかわらず、円相場が上昇で反応し難いという意味での望ましくない日 10 年金利の上昇。

¹¹ サウジアラビア、アラブ首長国連邦、クウェート、バーレーン、カタール、イラン、イラクの 7 カ国からの原油輸入依存度。オマーンは主要港がホルムズ海峡の外側であるため除外。

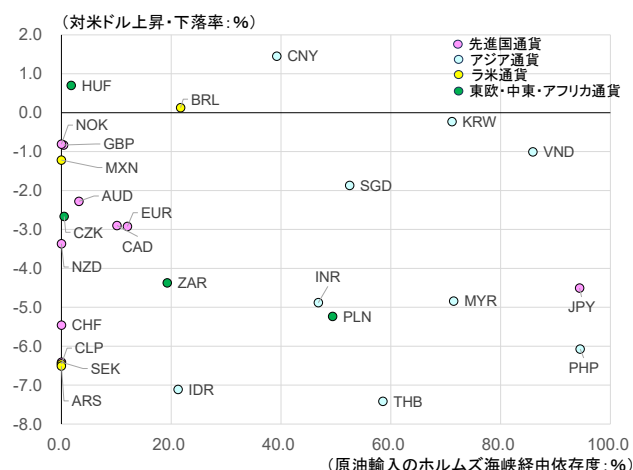
¹² 貿易データは国連 Comtrade を使用しているが、例えばポーランドは湾岸諸国から原油を紅海・スエズ運河経由で輸入している場合があり、またハンガリーなど内陸国はパイプラインで湾岸諸国から間接的に原油を輸入している場合もあるため、ここでのホルムズ海峡依存度の計算が一部実態を完全に正確に捉えていない場合があることには留意が必要。

¹³ ここでも貿易データは国連 Comtrade を使用しているが、パイプラインによる原油や天然ガスの輸入については、正確に通関データに反映されていないケースがあるとされることなどから、一部実態を完全に正確に捉えていない場合があることには留意が必要。

がさらに際立つ中で、先にみたようにインフレ懸念による FRB の利上げ観測浮上、足元のドルの支援材料となっている。ドル円相場も今般約 39 年 8 ヶ月ぶりのドル高円安水準を記録したが、ここ数カ月の推移においてはドル全面高要因も一定程度あったと考えられよう。また、典型的な安全通貨のスイスフランも相対的には軟調な位置にある。イラン戦争の影響を警戒してスイス中銀がスイスフラン高抑制策を取った影響もあるが、今や円よりも低金利になったこともスイスフランの売り材料になっている側面がある。その意味で円の下落も、市場のリスク選好が衰えていない中で、同様に低金利である円がキャリー取引の調達通貨になっていることも一因として十分に考えられよう。

とは言え忘れてはならないのは、この間日本円は 4 月 30 日以降の円買い為替介入により対ドルで約 3% 押し上げられていることだ。また、本邦通貨当局による口先介入なども、円の下落抑制に寄与していた。日本以外にもこの期間に自国通貨安抑制策をとった国もあるが、為替介入などによる押し上げ効果が無ければ、この期間において円は最弱通貨の 1 つになっていた恐れがある。こうした点からも、現状は円固有の下落要因を警戒する必要がやはりありそうだ。

第 14 図: ホルムズ海峡依存度と各通貨対ドル変動率



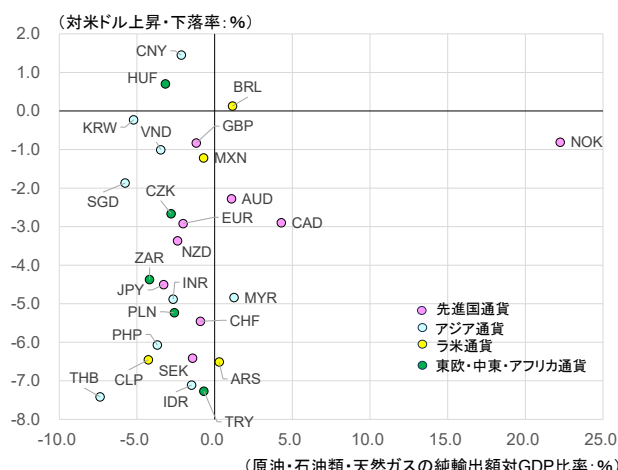
(注1) HS コード 2709(原油など)について、各国の輸入額に対する、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、クウェート、バーレーン、カタール、イラン、イラクからの輸入合計額の比率をみたもの。EUR(ユーロ圏)は独仏伊西の合算。2023 年と 2024 年の平均。

(注2) 対ドル上昇・下落率は 2026 年 2 月 27 日～7 月 29 日の期間。

(注3) 通貨の略称と名称の対比表(付表)は後掲。

(資料) 国連統計、Bloomberg より筆者作成

第 15 図: 原油など純輸出 GDP 比率と各通貨対ドル変動率



(注1) HS コード 2709(原油など)、2710(石油製品など)、2711(石油ガスなど)の貿易収支額合計の対 GDP 比率。2023 年と 2024 年の平均。

(注2) 対ドル上昇・下落率は 2026 年 2 月 27 日から 7 月 29 日の間のもの。

(注3) 通貨の略称と名称の対比表(付表)は後掲。

(資料) IMF、国連統計、Eurostat、Bloomberg より筆者作成

3. ドル円相場の今後の見通し

(1) 金利差要因を中心にみるドル円相場の当面の上振れ要因

AI ブームによる株高などから、これまでのところグローバルに市場のリスク選好地合いは概ね維持されており、WTI 原油先物価格も 7 月初めに一時イラン戦争開始時の 70 ドル近辺まで予想以上に低下した。このような状況は、本来安全通貨としてのドルにとって下押し要因となるが、既述の通り春先の原油高などによるインフレ圧力から、

FRB の金融政策見通しが利下げから利上げに転換して米 2 年金利が上昇し、結果的にドルはむしろ堅調に推移して来た。円相場については、原油供給ショックへの警戒や、骨太ショックにみられるような日本の財政・金融政策を材料視した円安圧力が継続。日米 2 年金利差の拡大も背景に、ドル円相場は 7 月 30 日以降の為替介入直前までに 163 円台まで上昇して来た。

足元原油価格は米・イラン間の戦闘再開から再び上昇の兆しをみせており、依然として予断を許さない情勢だ。11 月の米中間選挙が近づく中、トランプ政権は中東情勢を大きく悪化させる選択肢はとり難いものの、イランとのにらみ合いが続く中で、当面原油価格は高止まりし易いだろう。7 月 8 日に発表された 2026 年 7 月版の IMF 世界経済見通しでは、AI ブームによる景気押し上げ要因はあるものの、引き続き原油価格の高止まりを含む中東情勢混乱の影響が世界経済の減速要因となり、2026 年の世界経済の成長率は、前回 4 月版の前年比+3.1%から同+3.0%へ 0.1%ポイント下方修正され、2025 年の実績（同+3.5%）から減速する見通しが維持された（第 16 図）。特に「新興国市場と発展途上国」全体の成長率見通しは同+3.8%と、4 月版対比 0.1%ポイント下方修正されると共に、2025 年の実績（同+4.5%）から世界全体より大きく減速する見通しが維持された。

第 16 図: IMF2026 年 7 月版世界経済見通し(GDP 成長率)

(%)

	2025年	2026年	2027年
世界	3.5	3.0	3.4
先進国	1.9	1.7	1.8
米国	2.1	2.3	2.2
ユーロ圏	1.4	0.9	1.2
日本	1.1	0.6	0.7
新興市場と発展途上国	4.5	3.8	4.5
中国	5.0	4.6	4.1
インド	7.7	6.4	6.7
ブラジル	2.3	2.4	2.2
メキシコ	0.5	1.2	1.9
南アフリカ	1.1	1.1	1.3

(資料) IMF 資料より筆者作成

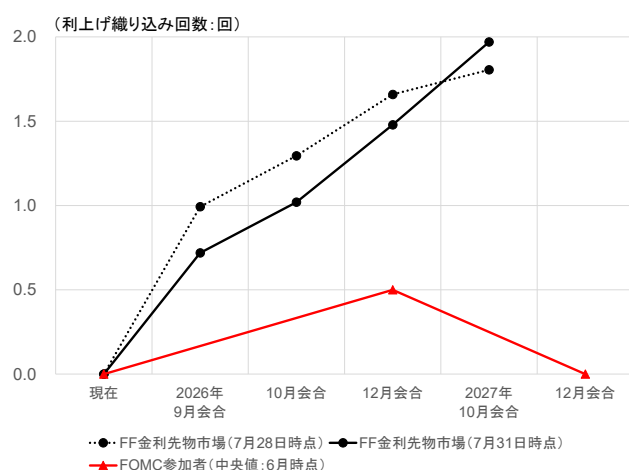
今後原油価格高止まりの影響が、時間差を伴って IMF の見通し通り新興国経済などを中心に一定程度顕在化し、それにより市場のリスク選好が後退する展開となれば、リスク回避的なドル高主導でドル高円安が進む要因となろう。インフレへの警戒感が熾る中での FRB の利上げ期待もドル高圧力となり、原油高は円安圧力にもつながり易いことから、一定のドル高円安を支援する要因となる。

既にみたように最近のドル円相場は日米 2 年金利差との相関が高まっていた。円買い

為替介入後の5月以降は、日米2年金利差1%ポイントの拡大あたりドル円相場が約20円上昇する関係となって来た（前掲第11図）。FRBの金融政策見通しについては、エコノミストを中心にFRBは結局年内政策金利を据え置くとの見方もあり、FF金利先物市場も7月FOMCを受けて利上げ見通しを若干後退させたものの、依然として9月FOMCで0.25%ポイント×0.7回、年内では約1.5回の利上げを織り込んでいる（第17図）。2027年後半にかけてはさらに1回程度の追加利上げを織り込んでいる。日銀についても12月までに0.25%ポイント×1回の利上げが概ね織り込まれている（第18図）。

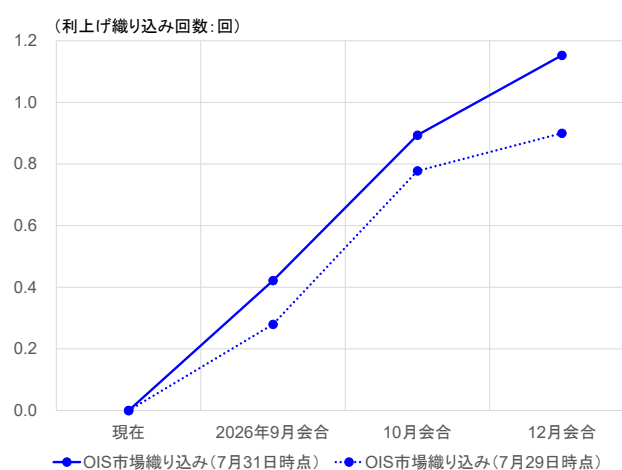
こうした市場の織り込みに基づくと、日銀が12月までに0.25%ポイントの利上げを行う一方、FRBが9月FOMCなど手前のタイミングで0.25%ポイントの利上げを実施した後、さらに、原油価格高止まりによるインフレリスクへの警戒から市場が年内もう1回の利上げを完全に織り込むような場合、米2年金利が0.11%ポイント程度追加的に上昇する可能性がある。日米2年金利差も0.11%程度拡大するとすれば、ドル円相場は仮に先ほどのドル円相場の感応度（日米2年金利差1%変動で20円変動）が当面も維持されるとすると、金利差の観点からは約2.2円（2.2円＝20円×0.11）押し上げられる計算となる。また、上述の通り世界景気減速で市場のリスク選好地合いが相応に後退した場合や、高市政権による消費税減税が財政懸念として材料視されるなどした場合は、ドル高円安期待の増大から散布図上の傾向線が左上にシフトすることで追加的なドル高円安要因となり得よう。

第17図： 金融市場・FOMC参加者によるFRB利上げ見通し



(資料)FRB 資料、Bloomberg より筆者作成

第18図： OIS 市場による日銀利上げの織り込み



(資料)Bloomberg より筆者作成

(2) 金利差要因を中心にみる先行きのドル円相場の反落要因

先行きは原油価格が安定方向に向かい、最終的に市場のFRB利上げ予想が剥落して来るかが焦点となろう。FF金利先物市場は2027年10月FOMC時点までにさらに約1回の追加利上げを織り込んでいるが、2026年6月時点のFOMCドットチャート（中央値）では、逆に2027年末までに1回の利下げ予想が示されていた（第17図）。市場は

利上げをやや前のめりに織り込んでいる嫌いもある。今後中東情勢の鎮静化と共に原油価格が次第にイラン戦争前の水準に向かい、米国におけるインフレ圧力も深刻化せず、市場の利上げ織り込みが剥落して米金利が低下して来るとすれば、日米金利差縮小要因となろう。

仮に FRB による利上げ先行き 1 回分の織り込みの剥落で米 2 年金利が約 0.2% 低下し、日米 2 年金利差も 0.2% 縮小する場合、先ほどのドル円相場の感応度に基づくと、金利差の観点からドル円相場は 4 円程度（ $=20 \text{ 円} \times 0.2$ ）ドル安円高方向へ押し戻されると予想される。

(3) 上下に振れるリスク要因について

上記の通り、今後想定され得る日米金融政策や世界経済の見通しを前提とした、金利差を中心とする要因に基づく見通しよりも、ドル円相場が大きく上下に変動し得るケースとしては、以下のような状況が考えられる。

まずドル高円安方向へ大きく上振れる場合としては、中東情勢の悪化などから原油価格が再び最高値圏へ大幅に上昇して高止まりし、世界経済においてスタグフレーション的な圧力が高まる場合などが考えられよう。FRB もインフレ圧力抑制のため複数回の追加利上げを余儀なくされよう。また、11 月の米中間選挙に関して現在有力視されている通り共和党が下院の過半数を失い、トランプ政権が議会の制約を受け難い対外政策・通商政策などで予想以上に強硬な政策を採用する場合があろう。消費税減税など高市政権による経済政策が、市場の円安期待やリスクプレミアムを想定外に刺激してしまう場合などもある。これらが実際に実現した場合、ドル円相場と日米 2 年金利差の散布図上でも、ドル高円安期待 (E) やリスクプレミアム (r) の変動により、傾向線の左上方向へのシフトとなり、金利差の変動以上のドル高円安動意にもつながろう。

逆にドル安円高方向へ大きく下振れるケースとしては、これまでも度々指摘して来たが、米景気を中心に世界景気が予想外に深刻な景気後退に陥り、FRB を中心に主要国の中央銀行が大幅な利下げに転じるケースが考えられよう。金利差縮小によるドル安円高と、場合によってはドル安円高期待 (E) やリスクプレミアム (r) の変動により、傾向線の右下方向へのシフトとなり、金利差縮小以上のドル安円高動意にもつながろう。

(4) 当面は日米協調による円安是正策の影響を注視

以上のように、今後あり得る日米金融政策の見通しなどの下での日米 2 年金利差の行方と現状のドル円相場の金利差に対する感応度に基づいて、金利差要因から想定されるドル円相場の当面の上振れ余地とその後の反落余地を指摘できる。また、それらから上下にドル円相場が大きく変動し得るケースについても言及した。

もっとも、7 月 30 日以降の為替介入による日米協調の円安是正策によりドル円相場は 157 円台まで下落し、散布図上でも大きく下方へシフトした。金利平価式で考えた場

合の期待為替レート（E）やリスクプレミアム（r）が、ドル安円高方向へ一旦是正されたとみることができる。日米2年金利差との散布図上で年初からの円安是正策の影響を振り返ると、2026年1月の日米当局によるレートチェックの際は、一時的にドル安円高方向へのシフトがみられたものの、新たな傾向線を形成する前にドル高円安方向へ押し戻されてしまっていた。4月30日以降の本邦通貨当局による為替介入の際は、傾向線はドル安円高方向へシフトしたものの、その新たな傾向線の下で日米2年金利差の拡大に沿ってドル高円安が進んだ。

この点、今回は本邦通貨当局だけでなく、米当局もユーロ円相場に対してとは言え実弾の為替介入を行ったということであれば、日米協調で相応の決意を市場に示したと言える。報道によれば、8月3日に片山財務大臣が日米両国による円安是正措置について説明する模様だ。言うまでもなく今回の円安の背後には、財政に対する市場の懸念などファンダメンタルズ要因があるが、先に一部みたように円キャリー取引を含む投機的な取引による円安方向への期待形成が、2022年以来の今回の円安局面で積み上がって来た影響も相応にあると筆者はみている。今回の措置が、円安方向へシフトしようとするこうした最近の市場の根強い期待形成の傾向に大きく影響を与えることになるのか、さらにそれが日米金利差拡大に対するドル円相場の感応度を低下させるようなこともあり得るのか、今後のドル円相場の行方を考える上で、重要な流れの変化につながるのかも含めて注目されよう。それにより、先に見た金利差などに基づくドル円相場の見通しの先行き水準感も大きく影響されよう。

付表：通貨の略称と名称

略称	通貨	略称	通貨
ARS	アルゼンチン・ペソ	KRW	韓国ウォン
AUD	オーストラリア・ドル	MXN	メキシコ・ペソ
BRL	ブラジル・レアル	MYR	マレーシア・リンギット
CAD	カナダ・ドル	NOK	ノルウェー・クローネ
CHF	スイス・フラン	NZD	ニュージーランド・ドル
CLP	チリ・ペソ	PHP	フィリピン・ペソ
CNY	中国人民元	PLN	ポーランド・ズロチ
CZK	チェコ・コルナ	SEK	スウェーデン・クローナ
EUR	ユーロ	SGD	シンガポール・ドル
GBP	英ポンド	THB	タイ・バーツ
HUF	ハンガリー・フォリント	TRY	トルコ・リラ
IDR	インドネシア・ルピア	USD	米ドル
INR	インド・ルピー	VND	ベトナム・ドン
JPY	日本円	ZAR	南アフリカ・ランド

（資料）筆者作成

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 2026 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>