

近年の為替市場の動向と主要通貨の現状

2025年12月16日

経済調査部 上席研究員 橋本 将司



目次

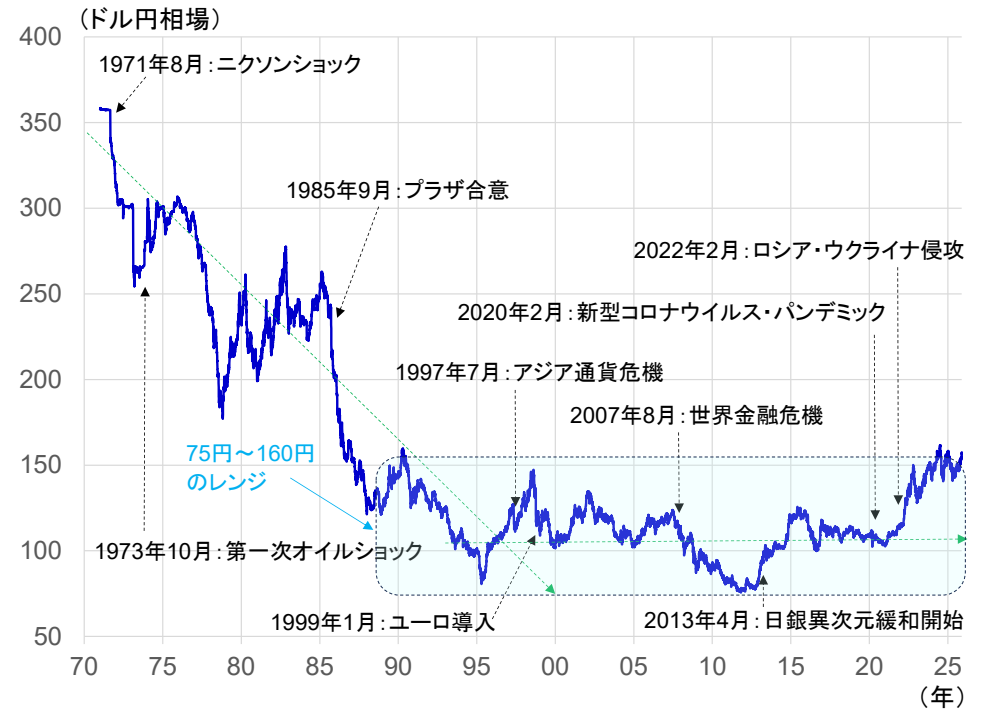
1. ドル円相場～最近の推移と変動制相場制移行以来の推移	P3
2. 外為市場全体の最近の動向～主要先進国・新興国通貨の2021年以来の推移	P4
3. 為替レートの変動構造と今般の歴史的な円安の背景	P5
4. 円安の構造要因～日本の競争力低下による実質ベースの円安	P6
5. 円安の循環要因～内外金利差拡大	P7
6. 円安の循環増幅要因～期待為替レート・リスクプレミアムの変動	P8
7. 2025年の円安の一因～TACOトレードを背景としたリスク選好	P9
8. ドル相場の大局的な動き～2010年代以降はドル上昇サイクル	P10
9. 第二次トランプ政権以降のドルの動き	P11
10. ユーロの大局的な動向について	P12
11. ユーロは未完の通貨統合をどこまで推し進められるか？	P13
12. 中国人民元の大局的な動向について	P14
13. 依然として管理された変動相場制である中国人民元	P15
14. まとめ～近年の為替市場の動向からみる主要通貨の現状	P16

1. ドル円相場～最近の推移と変動相場制移行以来の推移

【ドル円相場と日米政策金利(2020年～)】



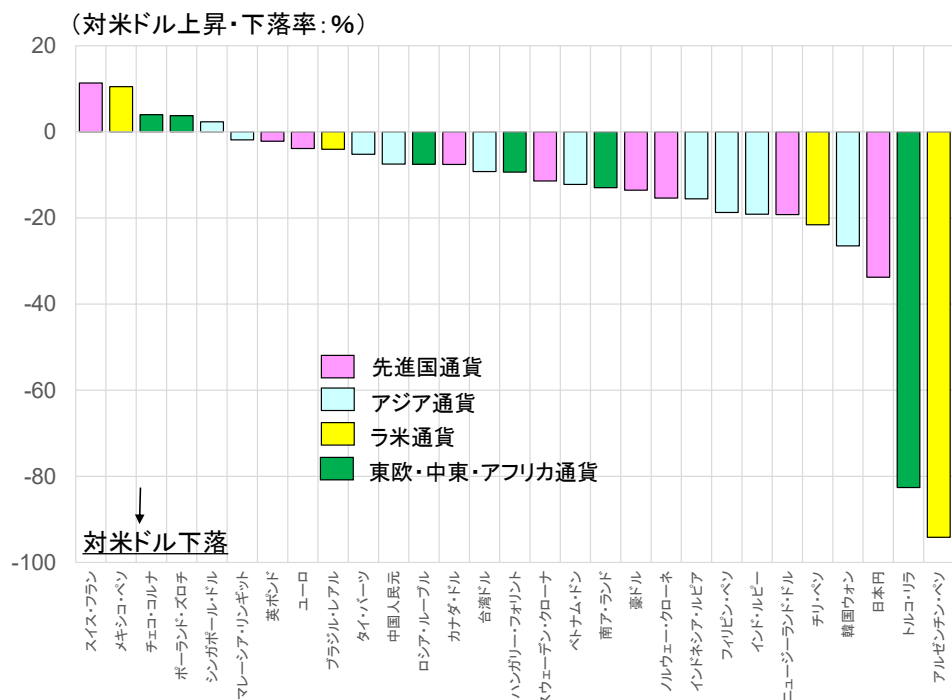
【変動相場制移行以来のドル円相場の推移】



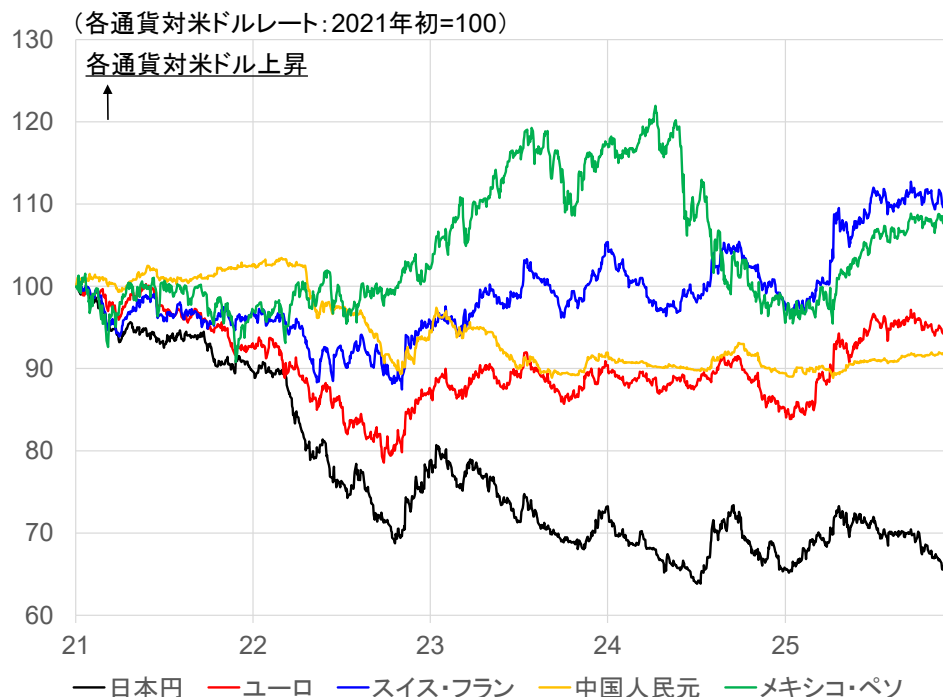
- 2025年のドル円相場は、トランプ政権発足を機にドル安円高基調へ転換したが、4月に発表した相互関税の発動を一旦延期するなど、トランプ政権が一定程度現実的な姿勢をみせたことなどを切っ掛けに、ドル高円安基調へ転換。10月の高市政権発足で150円台まで上昇。
- ドル円相場は、2022年以降の急速なドル高円安により、1990年代以来の75円～160円のレンジの上限上抜けを窺う推移となっている。

2. 外為市場全体の最近の動向～主要先進国・新興国通貨の2021年以来の推移

【主要通貨の対米ドル上昇・下落率(2021年初～2025年12月12日)】



【主な通貨の対米ドル相場の推移: 2021年初=100】



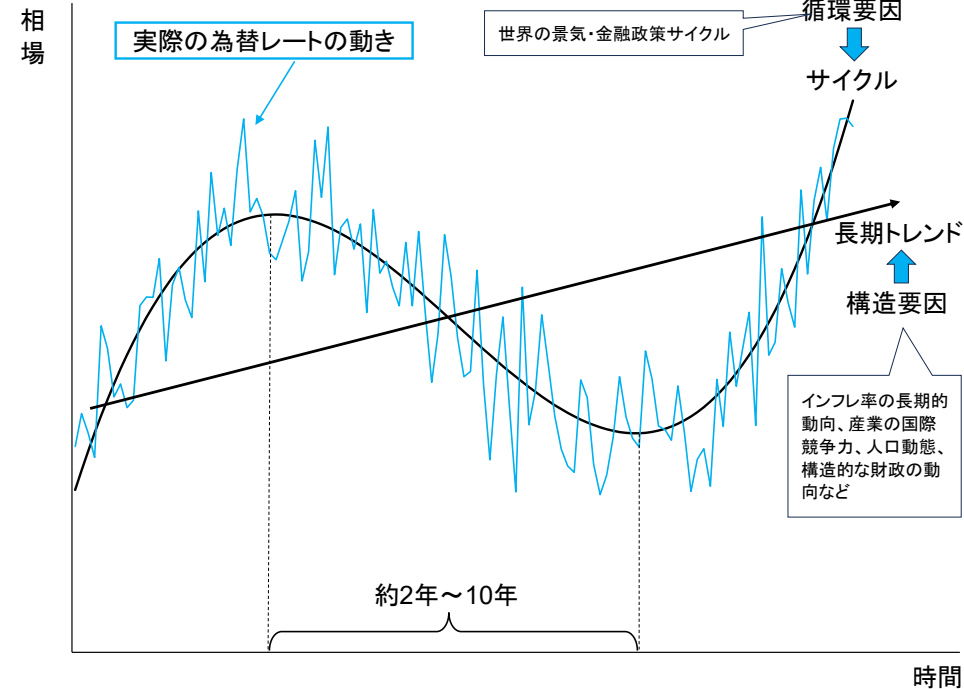
(注) 2025年12月12日時点

- コロナ・パンデミック後の米ドル高が始まった2021年初からの主要な先進国・新興国通貨(29通貨)の対米ドル上昇・下落率(名目為替レート: 2025年12月12日時点)をみると、日本円の低迷が34%と顕著。
- ユーロ、中国人民幣元は足元2021年初から対米ドルでそれぞれ3.9%、7.5%の下落。スイス・フラン、メキシコ・ペソが堅調。

3. 為替レートの変動構造と今般の歴史的な円安の背景

【為替レートの変動構造のイメージ図】

【今般の歴史的な円安の背景の整理】



構造要因 ⇒ 均衡為替レートのシフト要因

日本の国際競争力低下(国際収支構造にも一部反映)
人口減・公的債務増大などファンダメンタルズの悪化

循環要因

内外金利差拡大
⇒ 米国を中心とした世界の景気・金融政策のサイクル

循環増幅要因

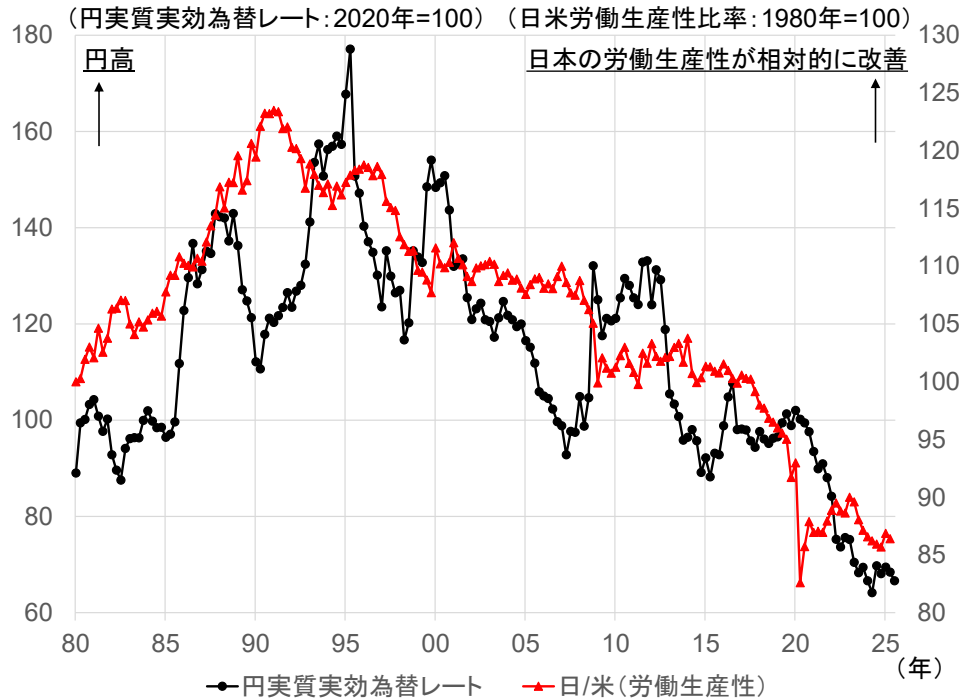
世界的なインフレ率の上昇(欧米金利の大幅な上昇)
日銀のYCC政策⇒YCC終了後も慎重な利上げスタンス
堅調が続く米国経済(本格的な景気後退が到来せず)
期待為替レートの円安方向へのシフト

構造要因へシフト?

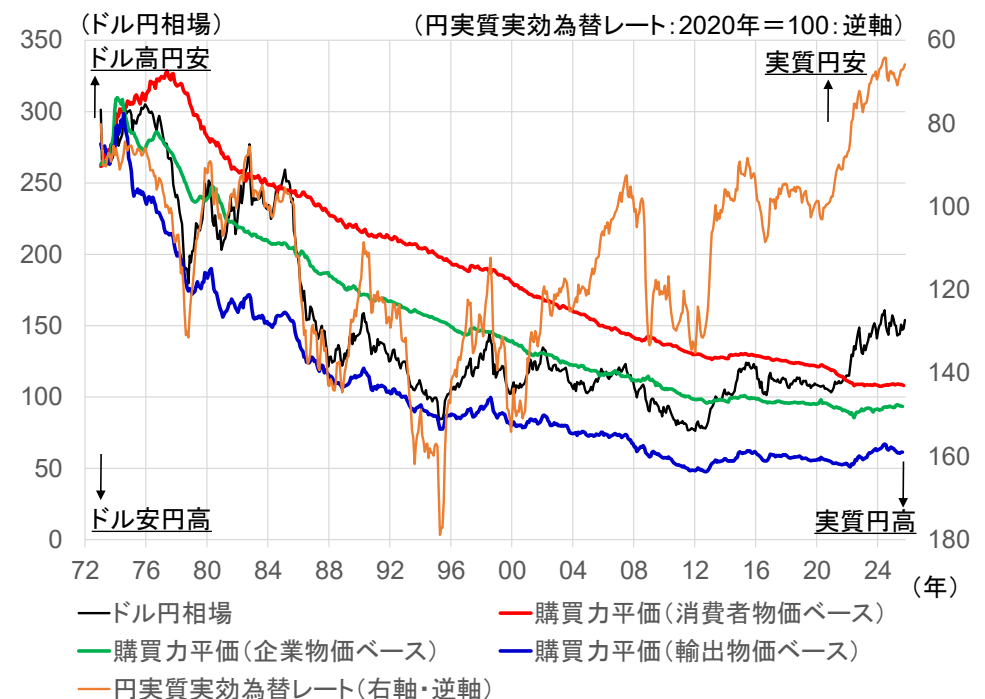
- 為替レートの変動は、長期トレンドに影響を与える構造要因と、数年単位のサイクル的変動を発生させる循環要因に基づくと考えられる。
- 今回の歴史的な円安は、底流に構造要因を抱えつつも、主に循環要因に基づくもので、さらに循環増幅要因によってより大幅なものとなった。尚、その循環増幅要因が今後構造的なものになる可能性も浮上している。

4. 円安の構造要因～日本の競争力低下による実質ベースの円安

【円の実質実効為替レートと日米労働生産性】



【ドル円購買力平価と円の実質実効為替レート】

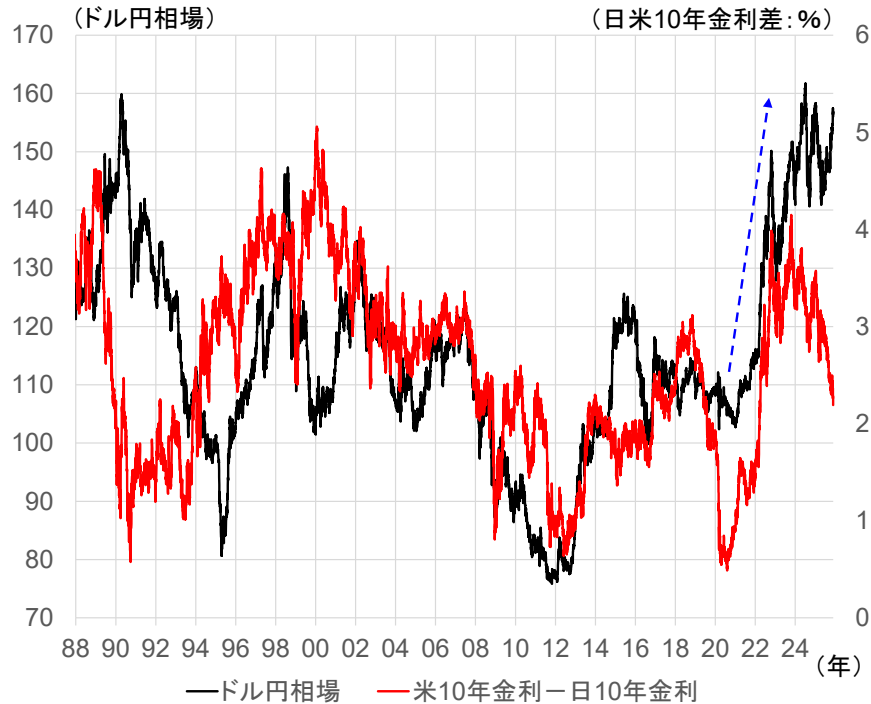


- 1990年代半ば頃からの円の実質実効為替レートの円安方向への転換は、日本の国際競争力の相対的な低下傾向が大きな要因と考えられる。
- 実質実効為替レートが下落するには、名目ベースの為替レートが減価するか、相対的にインフレ率が低下する必要がある。この点、1995年以降のドル円相場が大局的なレンジ推移となっていたように、名目ベースの円相場があまり円安方向へ調整しなかったため、日本の海外に比した相対的なインフレ率低下が調整弁となり、競争力低下に合わせた実質ベースの円安を実現して来たとみることができる。
- 2022年以降は日本でもインフレ率が相応に高まってインフレ率低下が調整弁として機能し難くなった分、構造的な実質ベースの円安圧力が名目ベースの円安圧力に表出し易くなった可能性もある。

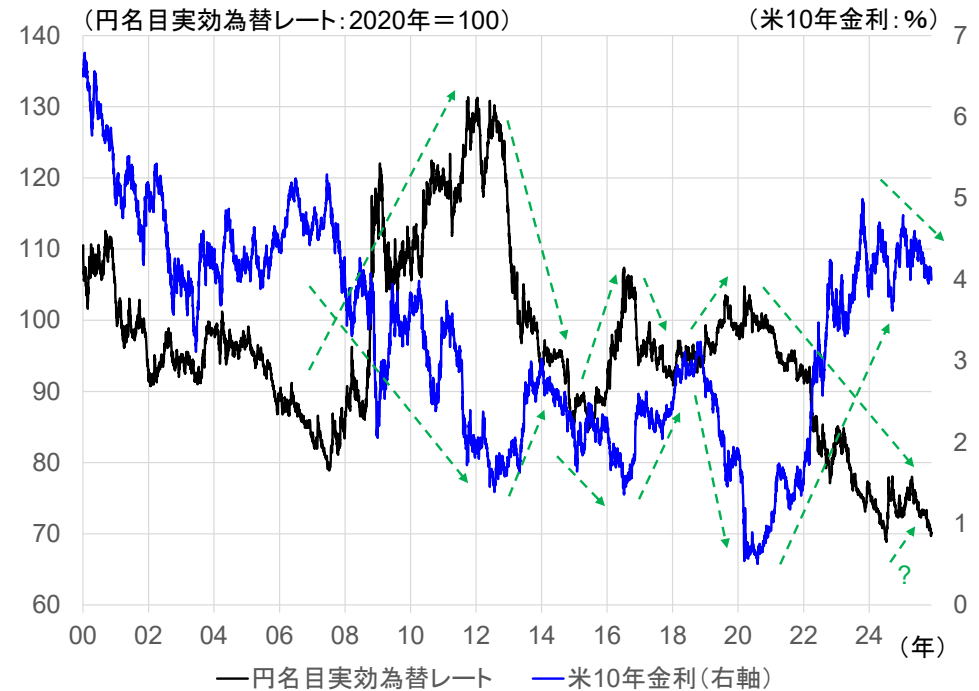
(資料) Bloombergより筆者作成

5. 円安の循環要因～内外金利差拡大

【ドル円相場と日米10年金利差】



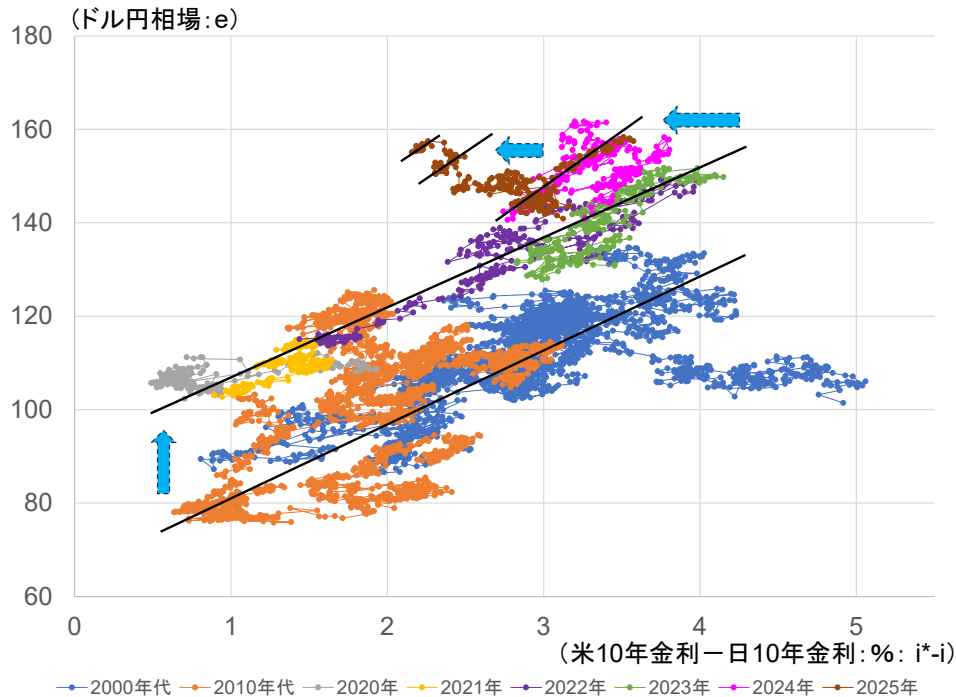
【円の名目実効為替レートと米10年金利】



- 2022年以降の大幅なドル高円安は、日米金利差の大幅な拡大を背景とした循環要因が主因。但し、2024年以降は日米金利差拡大がピークアウトしたにもかかわらず、ドル円相場が高止まる現象がみられている。
- 円相場は、安全資産・通貨としての推移を強めた2000年代半ば以降、米金利を中心とするグローバルな金利・景気サイクルと大局的に逆相関の関係を形成して来た。円相場は、米国を中心とした世界経済の動きに対して受動的に変動し易い通貨。もっとも足元については、米金利が2023年にピークアウトしたにもかかわらず、これまでのところ円相場の反発は鈍い。

6. 円安の循環増幅要因～期待為替レート・リスクプレミアムの変動

【ドル円相場と日米10年金利差(日次散布図:2000年代～)】



(注)2025年12月12日まで

【リスクプレミアムを勘案した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

- 2000年代以降のドル円相場と日米10年金利差(米10年金利-日10年金利)の日次データを散布図でみると、両者の間には大局的に金利差拡大→ドル高円安という順相関の関係がある。
- 一方、一定の金利差に対するドル円相場の水準は、2000年代から2020年代にかけてドル高円安方向へシフトしており、内外金利差の拡大と共に今回の歴史的な円安の要因となった。2024年以降もさらなる円安方向へのシフトが発生している。
- 市場が織り込む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対するリスクプレミアムの低下などを示唆しており、これが今後構造的に定着する可能性が浮上している。

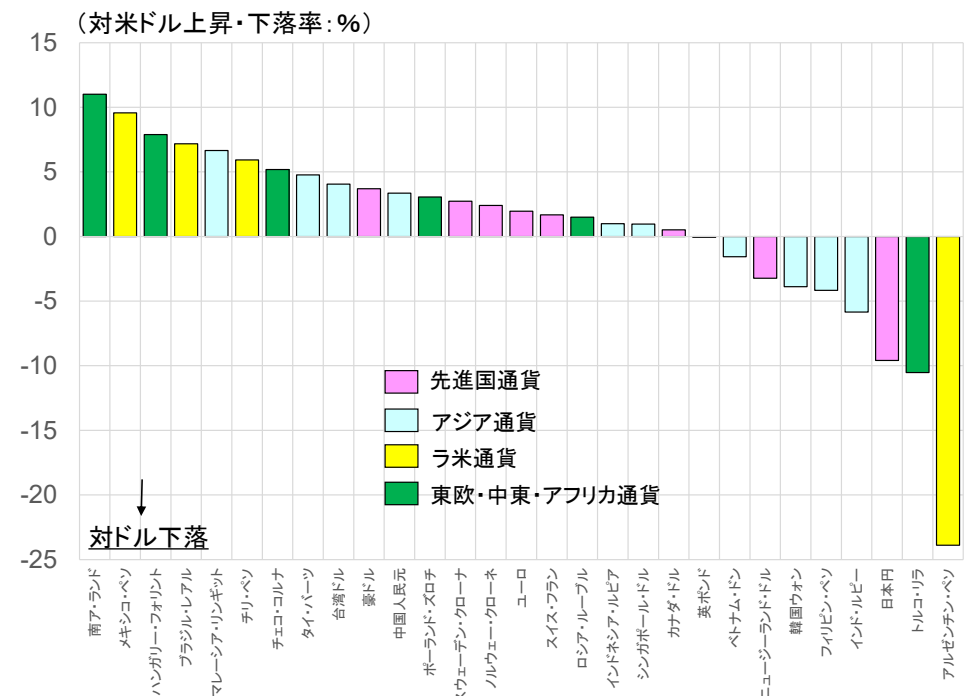
(資料)Bloombergより筆者作成

7. 2025年の円安の一因～TACOTレードを背景としたリスク選好

【円名目実効為替レートと米S&P500株価指数(2025年～)】



【2025年4月21日→12月12日の対ドル上昇・下落率】



- 2025年は4月中旬まで円高基調であったが、トランプ政権が相互関税の延期やパウエルFRB議長の解任否定などを表明したことを切っ掛けに、結局金融市場が混乱する過激な政策は採用されないという楽観的な見方が台頭。これを背景とした、いわゆるTACO(Trump Always Chickens Out)トレードで株価が持ち直したタイミングに合わせて円相場も下落に転じた。
- 円相場が下落に転じた4月21日以降の主要な通貨の動きをみると、リスク選好的な状況の下でのキャリートレードで上昇しやすい南アランド、メキシコ・ペソなど、高金利通貨が上昇しており、こうした状況も足元の円安の一因である可能性。

8. ドル相場の大局的な動き～2010年代以降はドル上昇サイクル

【ドル名目実効為替レートと株価指数比率(米S&P500/MSCI新興国)】



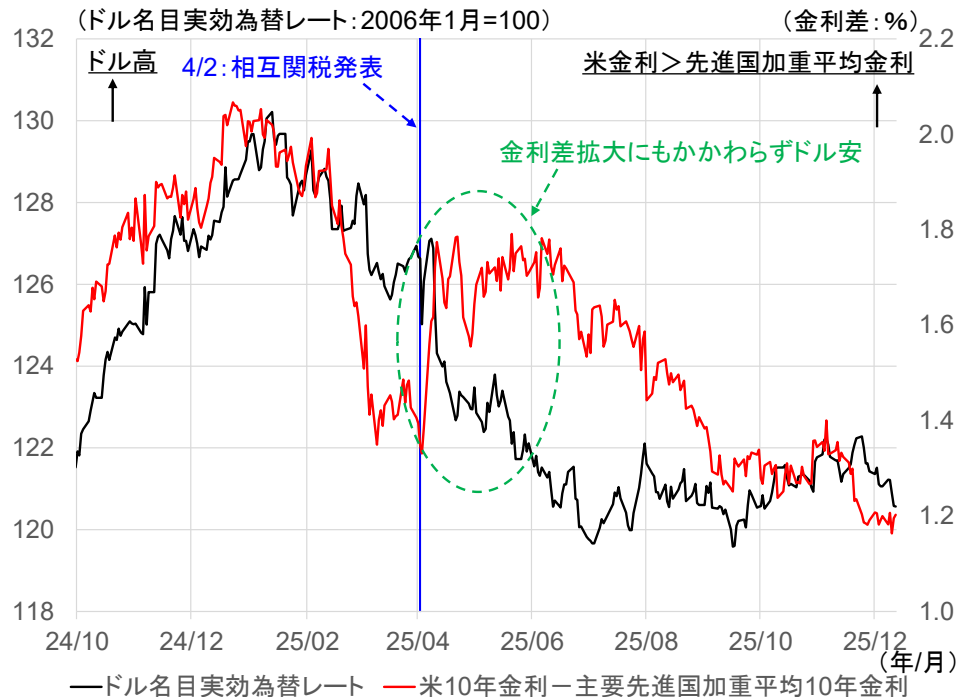
【米S&P500株価指数とMSCI新興国株価指数(現地通貨建て)】



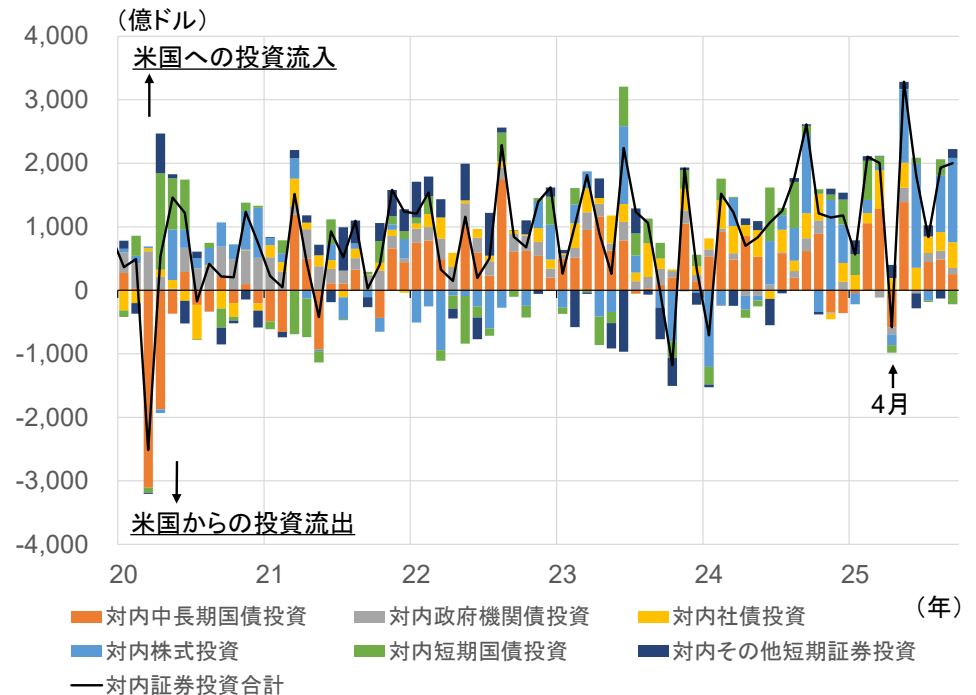
- ドルの大局的なサイクルは、米S&P500株価指数をMSCI新興国株価指数(現地通貨建て)で割った株価指数比率と連動性が高い。これによると、ドルは2010年代初頭から、大局的な上昇サイクルにあった。
- 米経済が2008年の世界金融危機からいち早く回復し、IT産業の好調などを牽引役に相対的に堅調に推移。一方、2010年代以降の中国経済の高成長の終焉や近年の停滞が、中国経済への依存度が高い欧州や資源国・新興国の経済に影響を与えていることがこうした状況につながっている。
- 2025年以降、株価指数比率は下落がみられているが、本格的な下落基調に転じて、大局的なドル下落サイクル入りを示唆するかはまだ慎重にみる必要。ドルは2026年のFRB利下げで目先一定の下落の可能性はあるが、大幅な下落は想定し難い。

9. 第二次トランプ政権以降のドルの動き

【ドル名目実効為替レートと米・主要先進国10年金利差】



【米国への対内証券投資の推移(2025年9月まで)】



- 2025年4月2日のトランプ政権による相互関税発表後は、一時米国トリプル安のような動きがみられ、米金利が海外金利よりも上昇して金利差が拡大する中で、ドル安の動きがみられた。もっとも、そうした動きは6月初めには一服し、ドルと内外金利差の相関は回復している。
- 最近の米国への対内証券投資の動向をみても、米国トリプル安のような動きがみられた2025年4月は、対内証券投資が流出（海外投資家の米国からの引き上げ）となっていたが、5月以降は流入に戻っており、今のところ大きな異変はみられていない。

10. ユーロの大局的な動向について

【ユーロドル相場と米独10年金利差】



【ユーロ円相場と日独10年金利差】



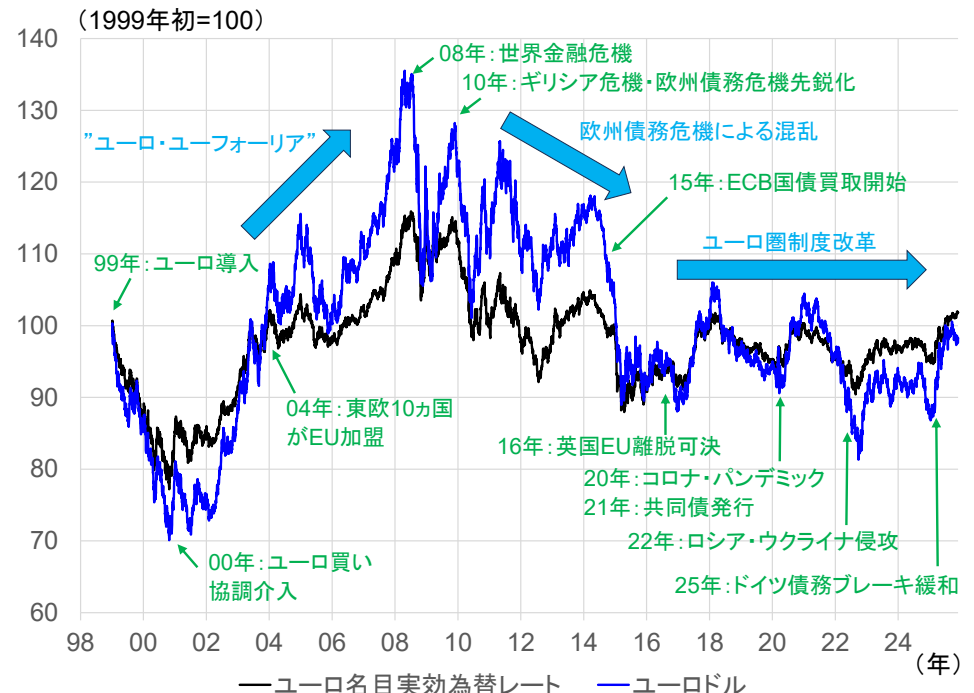
- ユーロドル相場は、米独10年金利差と常に高い相関がある訳ではないが、大局的には緩やかな相関がある。2010年代以降、米経済のいち早い回復と、欧州債務危機を受けた欧州経済の停滞を背景に、米金利に対する独金利の相対的な低迷に沿って、ユーロドルも大局的にドル高ユーロ安方向へ水準調整が進んだ。
- ユーロ円相場が180円台へ到達して最高値を更新したが、ユーロ高というよりは円安が主因。

11. ユーロは未完の通貨統合をどこまで押し進められるか？

【ドルとユーロの名目実効為替レート】



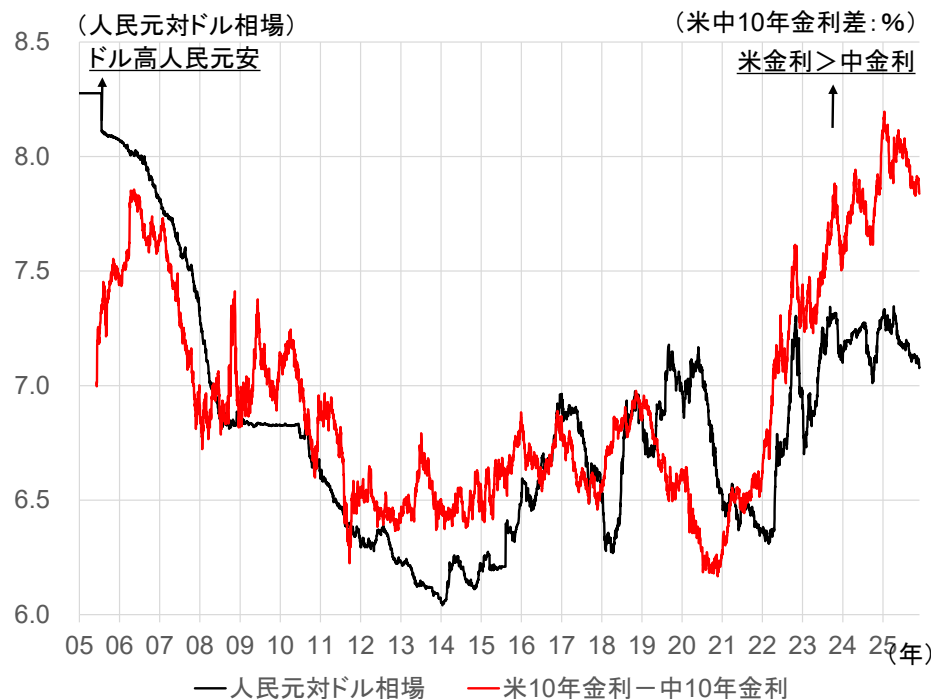
【ユーロ相場の変遷とイベント】



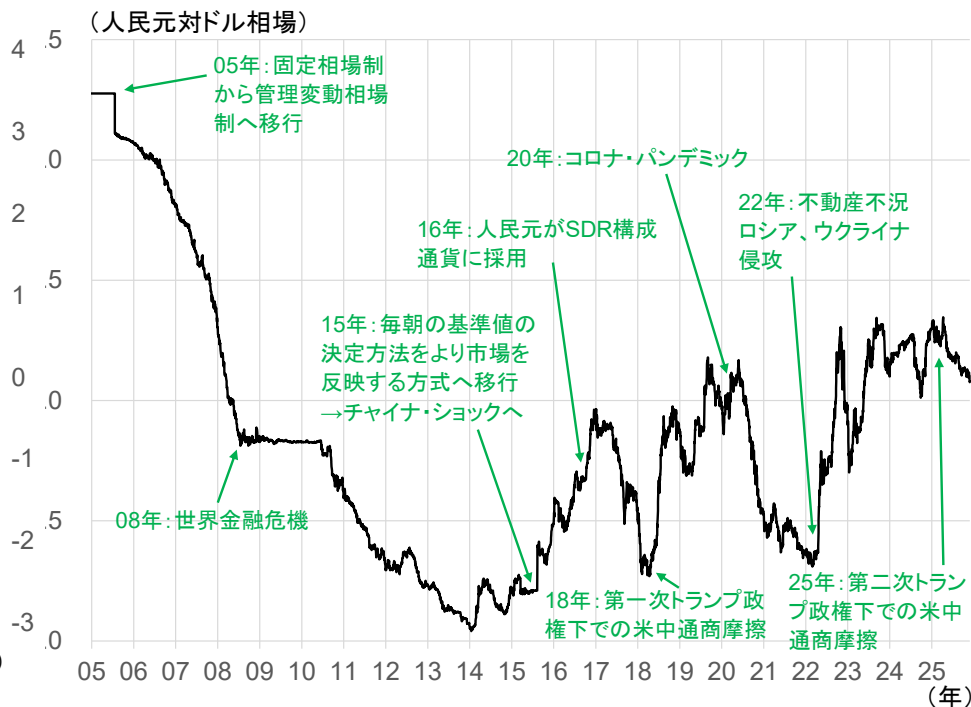
- ユーロはドルに次ぐ第二の通貨でありドルの対極に位置するため、ドルが上昇・下落する際の受け皿となり易い。また、ユーロ圏経済は、中国を中心とした外需への依存度も相応に高いため、米国以外の経済に牽引されて市場のリスク選好が高まりドルが下落する局面で、ユーロは上昇する傾向がある。2010年代以降のユーロの大局的な低下も、ドル上昇サイクルの裏返し側面がある。
- ユーロ相場は、1999年のユーロ導入以降、“ユーロ・ユーフォーリア”と欧州債務危機の混乱期を経て、2010年代半ば以降は、ユーロ発足当初の水準近辺で大局的なレンジ相場を形成。欧州債務危機の教訓を基にユーロ圏の制度改革を一步步推進している。通貨統合は依然道半ばだが、完成に向けたさらなる進展があれば、2010年代以降の大局的なレンジ相場の上抜けが視野に入ってくる可能性も。

12. 中国人民元の大局的な動向について

【人民元対ドル相場と米中10年金利差】



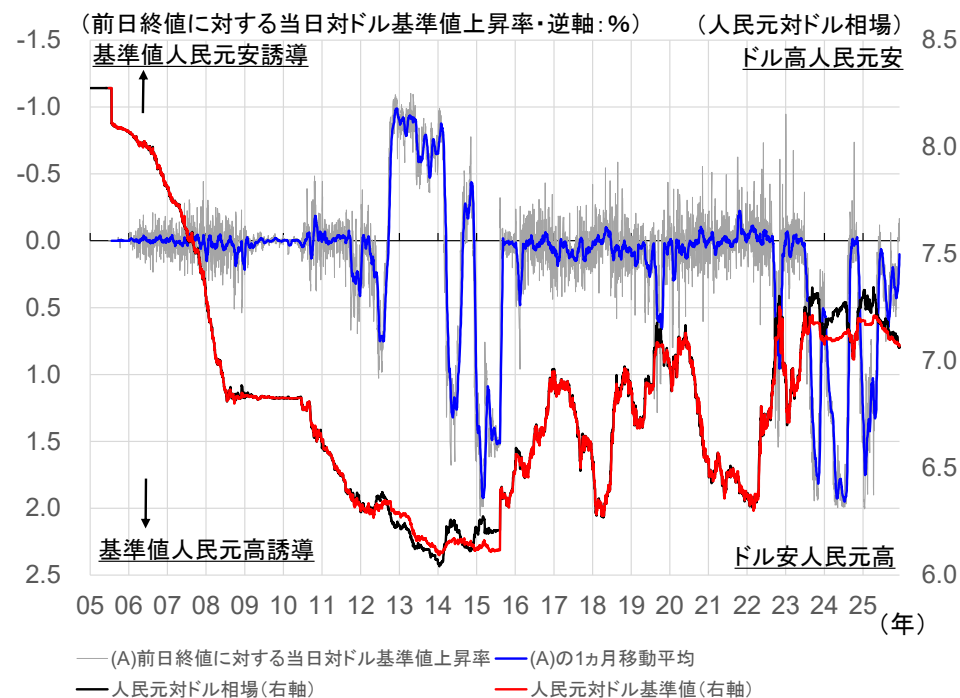
【人民元対ドル相場の変遷とイベント】



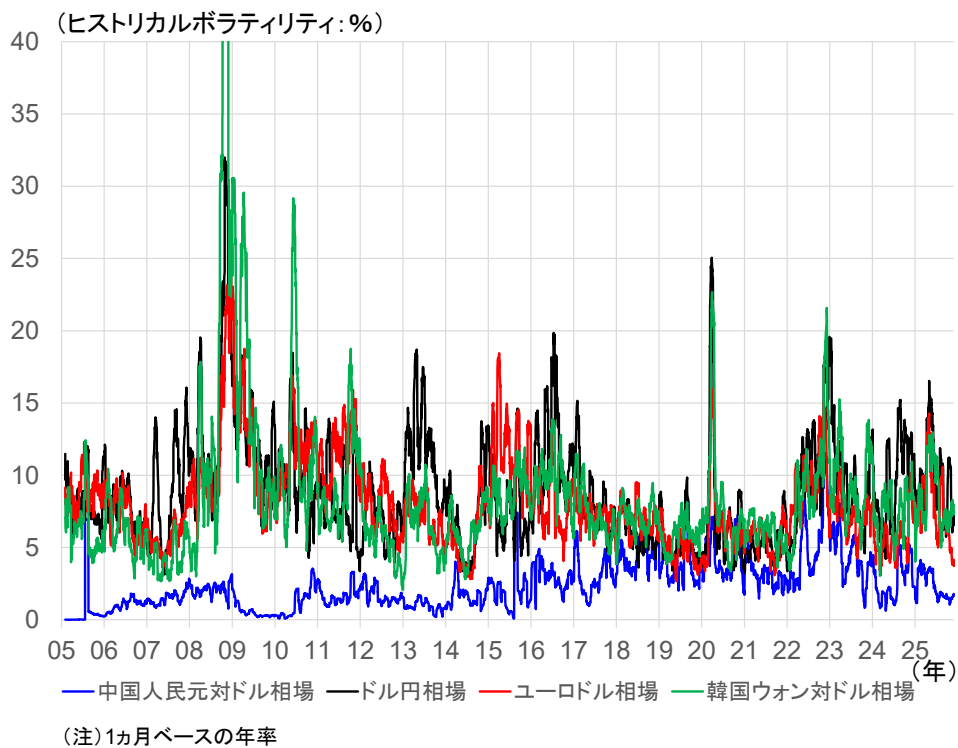
- 中国人民元は、05年の管理変動相場制への移行から08年の世界金融危機を挟んで対ドルで大幅に上昇した後、高度成長期が終焉しつつあった14年以降、下落に転じた。15年に市場変動をより反映する通貨政策を採用し、同時に人民元を約2%切り下げたことを切っ掛けに資本流出が拡大したチャイナ・ショックや、米中通商摩擦の激化、コロナ・パンデミック、不動産バブルの崩壊などを経て、2010年代以降のドル高サイクルも背景に、1ドル＝7.0人民元台まで下落した。

13. 依然として管理された変動相場制である中国人民幣元

【人民幣元対ドル相場と対ドル基準値による誘導】



【主要通貨対ドル相場のヒストリカルボラティリティ】



- 中国通貨当局は、毎朝公表する人民幣元の対ドル基準値の操作によって、人民幣元の相場形成に影響を及ぼしている。特に不動産バブルの崩壊やFRBの大幅な利上げによって人民幣元安圧力が強まった23年終盤から25年初にかけてのように、人民幣元安圧力抑制のための操作が多い。
- 人民幣元対ドル相場のヒストリカル・ボラティリティは、過去から上昇して来ているが、ドル円相場やユーロドルと比べると、依然低水準に止まる。対ドルでの変動が抑制されており、人民幣元にとってドルがまだ一定のアンカーになっているとみられる。

14. まとめ～近年の為替市場の動向からみる主要通貨の現状

- 日本円は、産業の国際競争力の低下による趨勢的な実質ベースの減価圧力に加え、内需停滞を背景にここ数年の世界的なインフレでも利上げが緩慢とならざるを得ず、内外金利差拡大で主要通貨に対する大幅な下落を招いた。財政赤字・公的債務増大を嫌気した通貨安の兆候もあり、要注視の状況。
- ドルは、2010年代以降の米経済独り勝ち的な状況を背景に、ドル上昇サイクルを形成して来た。米国第一主義・ポピュリズム的政策(含む財政赤字増大)によるドル相場への悪影響は、現時点では限定的に止まっている。
- ユーロは、2010年代前半の欧州債務危機や、コロナ・パンデミック、ウクライナ紛争など、様々な危機、外部ショックをバネに、通貨統合に向けた制度改革の歩をさらに進めて来たが、依然道半ばであり、ユーロ相場は欧州債務危機を受けた下落後に形成した大局的なレンジ相場に止まっている。
- 中国人民元は、2000年代の高度成長期にみられた趨勢的な上昇トレンドは一服し、2010年代半ば以降は、チャイナ・ショックや米中摩擦、不動産バブル崩壊などもあり、対ドルで反落基調で推移。依然対ドルでの変動を様々な政策手段で制御しており、ドル離れを目指しつつも、そのドルがまだ一定のアンカーになっているともみることができる状況。

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>