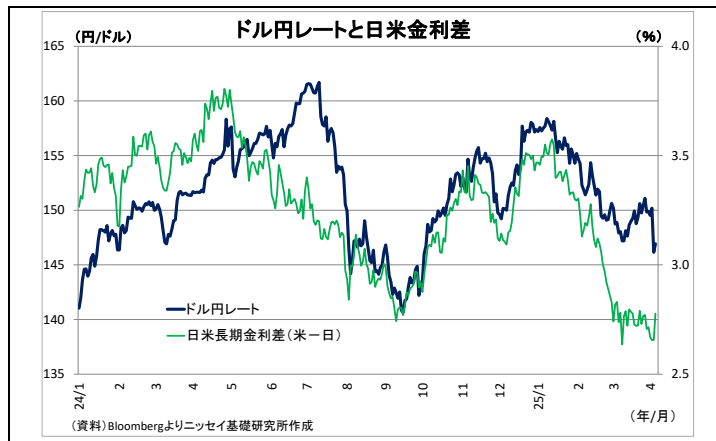


Weekly エコノミスト・ レター

トランプ関税と円相場の複雑な関係 ～今後の展開をどう見るか？

経済研究部 主席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. トランプ政権が自動車関税と相互関税を打ち出したことを受けて、円高に振れている。ただし、トランプ関税のドル円への波及経路は多岐にわたり、影響は複雑だ。トランプ関税の波及経路としては、米金融政策（円安要因 or 円高要因）、日銀金融政策（円安要因 or 円高要因）、市場のリスクオフ（円高要因）、日本の貿易収支（円安要因 or 円高要因）と対外直接投資（円安要因）が挙げられる。1 月半ば以降は、トランプ大統領が関税実現に対する姿勢を維持し、想定を上回る関税が実行されたことで、過度のインフレに伴う米景気後退観測が FRB の利下げ加速観測を通じてドル安に繋がったうえ、リスクオフの円買いが発生した。一方で、日銀の利上げ観測後退などがドル円の下値を支えた。
2. 今後の行方については不確実性が高いが、現時点の筆者のメインシナリオとしては、年末にかけて 140 円台を中心とするボックス圏での推移を想定している。当面はリスクオフ地合いの中でドル円の低迷が予想されるが、市場では既に米経済悪化に伴う FRB の積極的な利下げが織り込まれているうえ、投機筋の円買いも積み上がっている。関税の撤廃は考えにくいものの、ある程度引き下げられれば、米国の景気後退懸念が緩和し、一旦ドルが持ち直すだろう。ただし、その際には日銀が再び段階的な利上げを開始することになるため、秋以降は緩やかな円高基調になると予想している。
3. メインシナリオに対するリスクバランスを考えると、円安よりも円高リスクの方が高い。トランプ大統領の最近の言動からは、貿易赤字是正に対する強い意欲を感じるためだ。現行以上の高い関税率が維持されるのであれば、米国の景気後退リスクが高まり、FRB の積極的な利下げとリスクオフの円買いが相まって、ドル円は 140 円を大きく割り込む展開が想定される。こちらのシナリオも可能性が高まりつつある。



1. トピック： トランプ関税と円相場の複雑な関係

(ドル円は一時 145 円割れ)

3月下旬以降、トランプ政権が自動車への追加関税（25%）と相互関税（一律10%+国別追加税率）を相次いで打ち出したことで、世界的に金融市場が不安定化している。そうした中で、3月下旬に1ドル150円を超えていたドル円も本日朝に一時144円台まで円高が進み、足元も145円台で高止まりしている。

ただし、トランプ政権の追加関税政策（以下、トランプ関税）がドル円へ波及する経路は多岐にわたり、及ぼす影響は複雑だ。改めて整理したうえで、今後の展開を考える。

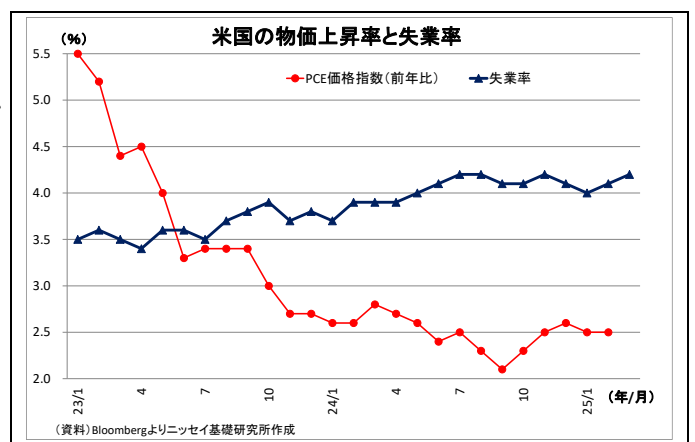
(トランプ関税のドル円への波及経路)

①米金融政策

トランプ関税がドル円に波及する経路を考えた場合、まず米金融政策を通じた影響が挙げられるが、米金融政策は円安と円高のいずれの材料にもなり得る。

トランプ関税によって米国でインフレが加速し、FRBが利下げを停止もしくは利上げに転じれば、米金利上昇を通じてドル高（円安）圧力が高まることになる。

一方、トランプ関税によって米国で景気が大きく悪化してFRBが積極的な利下げに踏み切れば、米金利低下を通じてドル安（円高）圧力が高まることになる。



②日銀金融政策

次に、日銀の金融政策についても円安と円高のいずれの材料にもなり得る。

トランプ関税によって世界経済が悪化したり、日本の輸出が減少したりして日本経済が悪化し、日銀が段階的な利上げを打ち止めにしたり、利下げに転じたりすれば、日本の金利低下を通じて円安に働く。

一方、トランプ関税を受けたFRBの利下げ停止・利上げを受けてドル高が進んだり、サプライチェーンが混乱したりして日本の物価に上昇圧力が加われば、日銀の利上げを促して円高圧力が高まることもあり得る。

また、トランプ大統領は通貨安誘導を問題視しており、3月3日には、日本も中国とともに名指しされている。日銀がトランプ大統領の意向を丸のみする形で利上げを実施することは考えづらいが、そうした思惑が高まるのが円高圧力になる。

③リスクオフ（回避）

トランプ関税は市場の地合いを通じてドル円に波及する。トランプ関税によって、景気への不安から市場がリスク回避的になると、経常黒字国通貨で低金利通貨（金利の低下余地が少ない）円は買われやすくなる。

ただし、トランプ関税への警戒が緩み、市場でリスク回避姿勢が緩和したり、リスク選好が進ん

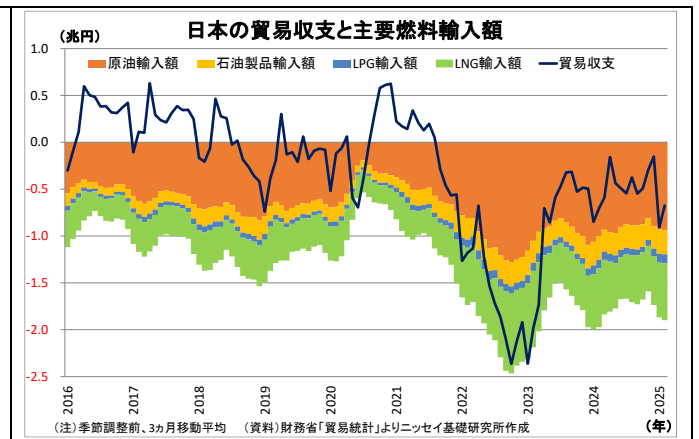
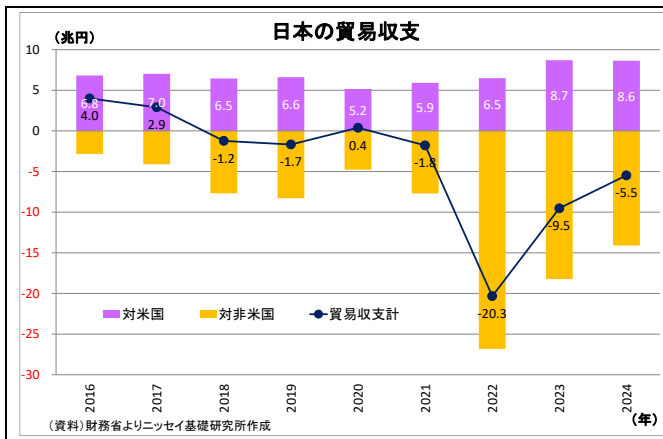
だりしたりすれば、その反動で円は売られやすくなる。

④実需の円フロー（貿易収支・対外直接投資）

さらに、トランプ関税は実需を通じてドル円に影響を及ぼす可能性がある。

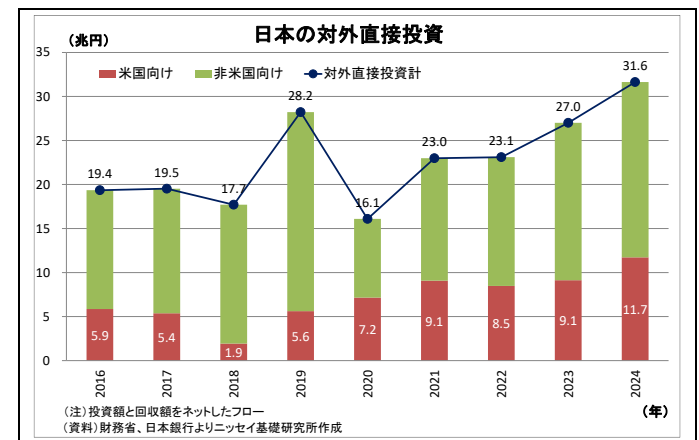
貿易収支の面で、追加関税の賦課によって日本の対米輸出額が減少したり、世界的な景気悪化によって対米のみならず幅広く輸出が減少したり、米政権との関税引き下げ交渉を経て日本の米国産品輸入が増加したりして、日本の貿易赤字が拡大すれば、円安材料になる。

一方で、世界的な需要減少（観測）によって原油をはじめとする化石燃料の価格が下落すれば、日本の輸入額減少を通じて貿易赤字が縮小し、円高に働く。



投資の面では、追加関税の賦課によって国内からの対米輸出よりも、米国内での生産が有利となったことを受けて、日本から米国への生産シフトのために日本企業による米国への対外直接投資が活発化すれば、その過程で円売りドル買い需要が生じて円安圧力が高まる。

さらに、その後、実際に生産が国内から米国に移管されれば、日本の輸出減少を通じて円安材料になる。

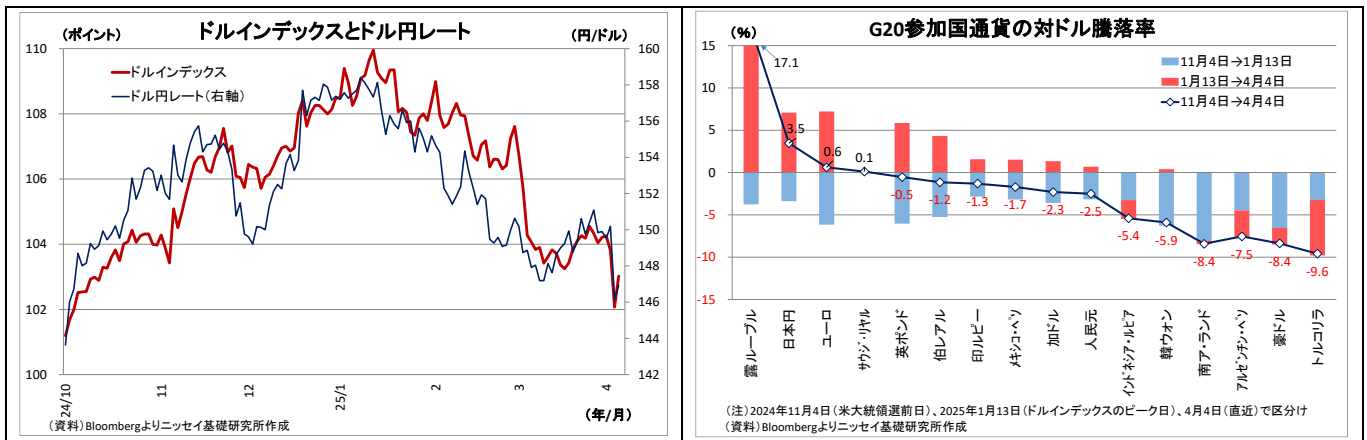


(ドル円の直近の値動きは限定的)

昨年11月5日の米大統領選でトランプ氏が勝利して以降のドル（ドルインデックス）の動きを振り返ると、1年半ばまではドル高基調となっていた。追加関税をはじめとするトランプ大統領の掲げる政策が米国のインフレを再燃させ、FRBの利下げを妨げるとの市場参加者の観測がドルの押し上げに繋がったためだ。そして、その背後には、「米国経済は概ね堅調を維持する」との前提があったものと考えられる。

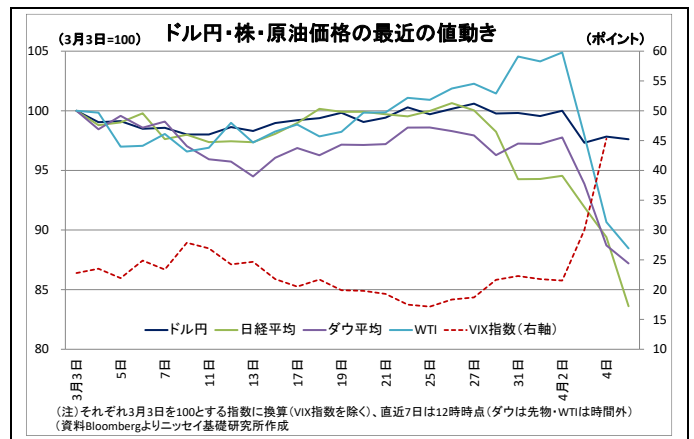
一方、その後、1年半ば以降は一転してドルインデックスが下落している。ドイツの財政拡張方針への転換などの要因も働いているが、主因は米国の景気後退懸念だ。トランプ大統領が追加関税実現に対する強硬姿勢を維持し、実際に想定を上回る大幅な追加関税が実行されたことで、過度のインフレに米国経済が耐えられなくなるとの見方が強まったためだ。景気が大きく悪化すれば、い

ずれインフレを抑制する要因になる。米景気後退観測がFRBの利下げ加速観測を通じてドル安圧力になった。この間のドル円の動きも方向感としてはドルインデックスと連動しており、ドル主導の動きと言えるが、加えて、世界的な景気不安がリスクオフの円買いを誘発した。



ただし、最近のドル円の下落率は株価や原油といったリスク性資産の下落率と比べるとかなり限定的に留まっている。トランプ大統領が自動車関税を発表した先月26日を起点とした場合、日米株価やWTI原油先物価格の下落率が足元(本日正午時点)にかけて軒並み1割を超えているのに対し、ドル円の下落率は2.5%に留まっている。

もともと、トランプ関税はドル高要因である米金融引き締めに関わり得るインフレの要素を内包しているうえ、日本経済悪化懸念によって日銀の利上げ観測が後退したことがドル円の下値を支えたためと考えられる。また、日本の貿易赤字や対外直接投資が拡大するとの思惑も寄与したかもしれない。



(ドル円の行方)

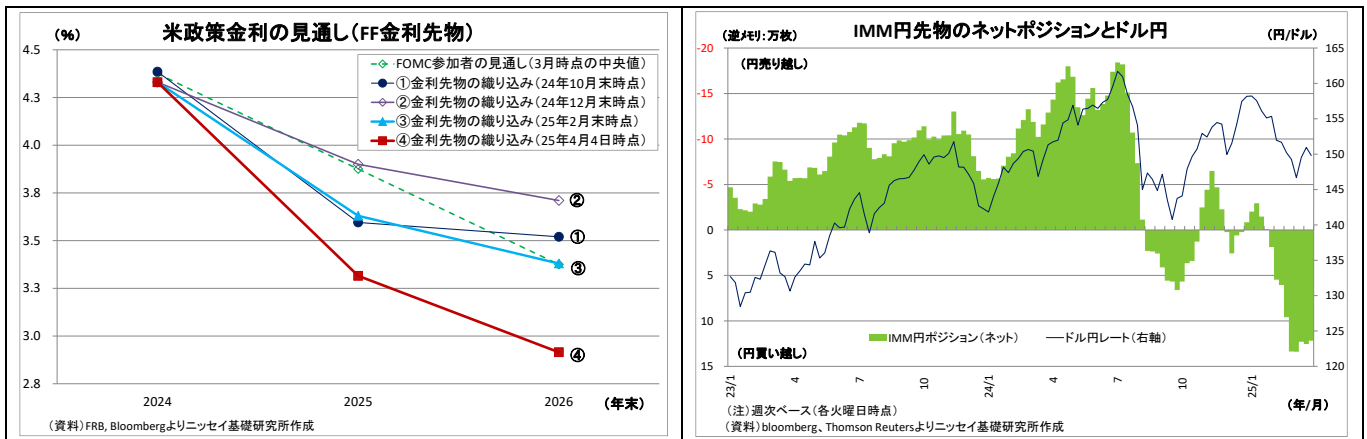
最後にドル円の行方を考えると、極めて不透明感が強い。既述の通り、トランプ関税がドル円に及ぼす影響は複雑なうえ、トランプ大統領の政策は朝令暮改的で予見可能性が低いからだ。ただし、カギとなるのは、トランプ関税の持続性(高水準が維持されるか)とそれに対する米国経済の耐久力のバランスだ。

①メインシナリオ(ボックス圏での推移に)

不確実性は高いものの、現時点の筆者のメインシナリオとしては、年末にかけて140円台前半から後半を中心とするボックス圏での推移が継続するというものだ。

目先は半導体などのセクター別関税の発動や米国に対する他国の報復関税などへの警戒から、リスクオフの円買い継続が予想され、ドル円は低迷しそうだ。ただし、FF金利先物が織り込む年内の利下げ回数が4回(1回当たり0.25%換算)に達しているように、市場では既に米国経済の悪化に伴うFRBの積極的な利下げが織り込まれている。さらに、投機筋の円買い越し幅が3月初旬以降過

去最大レベルで推移していることを鑑みると、さらなる円高の余地は限られるだろう。



その後は一旦ドルの持ち直しを想定している。トランプ大統領は相手国の譲歩次第では関税を巡る交渉に応じる姿勢を示している。また、追加関税と報復関税による打撃を受けて、米共和党の支持者や議員からの批判が高まることもトランプ大統領に交渉を促す要因になり得る。関税の撤廃は考えにくいものの、遠からずある程度引き下げられれば、米国の景気後退懸念の緩和に繋がる。また、FRBが景気下支えのために6月以降2度の利下げを実施することも景気後退懸念の緩和に寄与しそうだ。

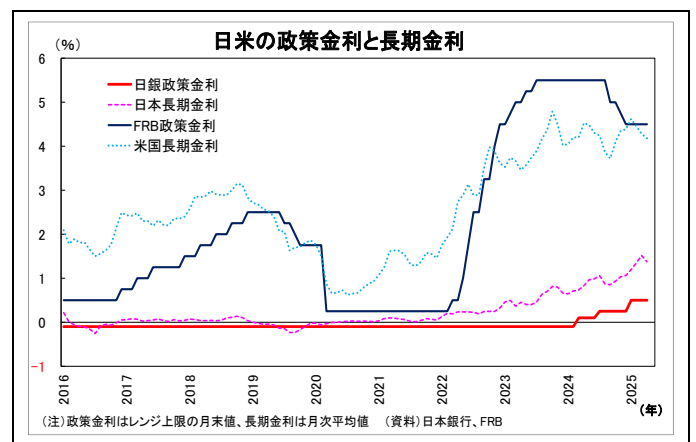
米景気減速懸念が緩和すれば、ドルが持ち直す。その際、投機筋の円買いが巻き戻されることも円安ドル高に寄与するだろう。ただし、米景気減速懸念が緩和し、市場が安定感を取り戻せば、日銀が再び段階的な利上げを開始することになり、秋以降は緩やかな円高基調になると予想している。年末時点の水準は145円前後と想定している（具体的な予測値はP9ご参照）。

②円高リスクシナリオ

なお、メインシナリオに対するリスクバランスを考えると、円安よりも円高リスクの方が高いだろう。トランプ大統領の最近の言動からは、貿易赤字是正に対する強い意欲を感じるためだ。

仮に、トランプ大統領が米景気の悪化や支持率の低下などを甘受して、現行以上の高い関税率を維持するのであれば、米国（並びに世界経済）の景気後退リスクが高まる。

政策金利が高止まりしている米国の利下げ余地は大きい。このため、当シナリオが実現する際には、景気の底割れ回避を目指すFRBの積極的な利下げとリスクオフの円買いが相まって、ドル円は140円を大きく割り込む展開が想定される。こちらのシナリオも可能性が高まりつつある。



③円安リスクシナリオ

一方、メインシナリオよりも円安に振れるシナリオとしては、「トランプ大統領が早期のうちに関税を撤廃したり、税率を大幅に引き下げたりするシナリオ」や「現行以上の高い関税率が続いて

も、米国経済が堅調を維持するシナリオ」、「日銀が予防的に積極的な金融緩和を進めるシナリオ」などが考えられるが、当事者の言動やトランプ関税のインパクトを考えると、どのシナリオも実現可能性は低いとみられる。

2. 日銀金融政策(3月)

(日銀) 現状維持

日銀は3月18日～19日に開催した金融政策決定会合(MPM)において、金融政策の現状維持を決定した。これまで同様、無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.5%程度で推移するように促すこととした(全員一致での決定)。

会合終了時に公表された声明文では、基本的に1月展望レポートの内容・表現が維持されたが、トランプ政権による関税引き上げの動きを反映して、もともとリスク要因として挙げられていた「海外の経済・物価動向」の前に「各国の通商政策等の動きやその影響を受けた」との文言が追加された。

会合後の植田総裁会見では、今後の金融政策運営について、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような(=日銀が想定する)経済・物価見通しが実現していくとすれば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくことになる」と従来同様、利上げの継続方針が示された。

日銀が政策判断で重視している基調的な物価上昇率については、「徐々に高まってきているが、なお2%を下回っている」との認識が示されたが、「賃上げの動きが広がってきていることも窺われる」、「春闘の一次集計は、オントラックの中でもやや強めであった」と足元の賃上げのモメンタムについて前向きに評価した。

一方で、トランプ政権の関税引き上げに向けた積極的な動きについては、「割と急速にアメリカの関税政策、関税の及ぶ範囲とか、決定のスピードのようなものが急速に広がったり、上昇している」と述べたうえで、「不確定なところは非常に大きい」との認識を示し、「国内の物価・賃金のある種好循環の継続の状況と、ここにきて重要性を増している海外発の様々な不確実性の両方をみて、両方を今後の経済・物価見通しに、あるいはそのリスクに的確に反映させて政策を決めていく」と説明した。さらに、「(トランプの政策は)4月の初めにはある程度のところが出てくるかもしれないという状況なので、次回の決定会合ないし展望レポートがあるが、そういう中ではある程度消化できるかな」と発言し、5月の政策変更の可能性にも含みを残した。

近頃勢いが強まっているコメなどの食品価格の上昇については、「普通は、抽象的に言えば一時的なサプライショックである」としながら、「米価格の上昇、若干長引いているし、インフレ期待、消費者マインドに対する影響等を通じて、何らかのかたちで基調的な物価に影響を与えるという可能性もゼロではない」と述べ、注視していく姿勢を示した。

なお、3月にかけて比較的速いペースで上昇してきた長期金利については、「長期金利は市場で形成されるというものである」との考えを示す一方、改めて「通常の価格形成とは異なるかたちで急

激に金利が急上昇するというような例外的なケースでは、市場における安定的な価格形成を促すという観点から、機動的なオペをやるということもあり得る」と説明。ただし、「現状はそうした状況ではない」とそれまでの金利上昇を許容する姿勢を示した。

これに関連して、長期の実質金利がマイナス幅を縮めている件に関しては、「経済活動に特に大きめの影響があるのは、短期から中期ゾーンの金利」、「ここはまだかなりのマイナスのところにあるということで、イールドカーブ全体としては経済活動をサポートするレベルにある」と、問題視していない旨の見解を示した。

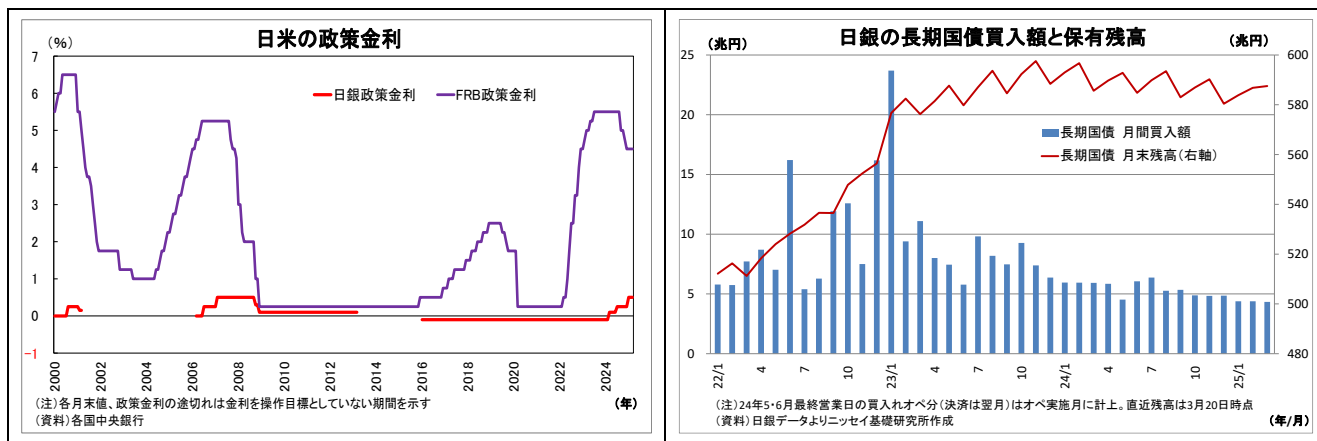
(今後の予想)

4月に入ってから、日本経済を取り巻く環境が大きく変化している。日本時間3日にトランプ大統領が公表した相互関税の規模がわが国分（追加税率24%）も含めて予想外に大きかったため。その直前にはセクター別関税の一環として、自動車関税（追加税率25%）も公表されていた。日銀もここまで高い税率は想定していなかったはずで、日本経済への悪影響も軽視できない状況になった。

トランプ政権は朝令暮改的であり、今後もこの税率が維持されるかは不透明であるため、現時点において日銀が利上げ方針を即時撤回する可能性は低い。しかし、少なくとも、日銀としては従来想定していたよりも時間をかけて利上げ判断に臨まざるを得なくなったと見ている。

筆者は、従来は半年に一度のペースでの利上げを想定しており、今回の利上げは7月MPMと予想していたが、後ずれする可能性が高まったと判断している。

現時点では9月MPMでの利上げを予想しているが、トランプ政権が今後も日本や主要国に対する追加関税の税率を維持するのであれば、影響が長引き、利上げのタイミングがさらに先送りされたり、利上げが休止されたりする可能性が高いと考えている。



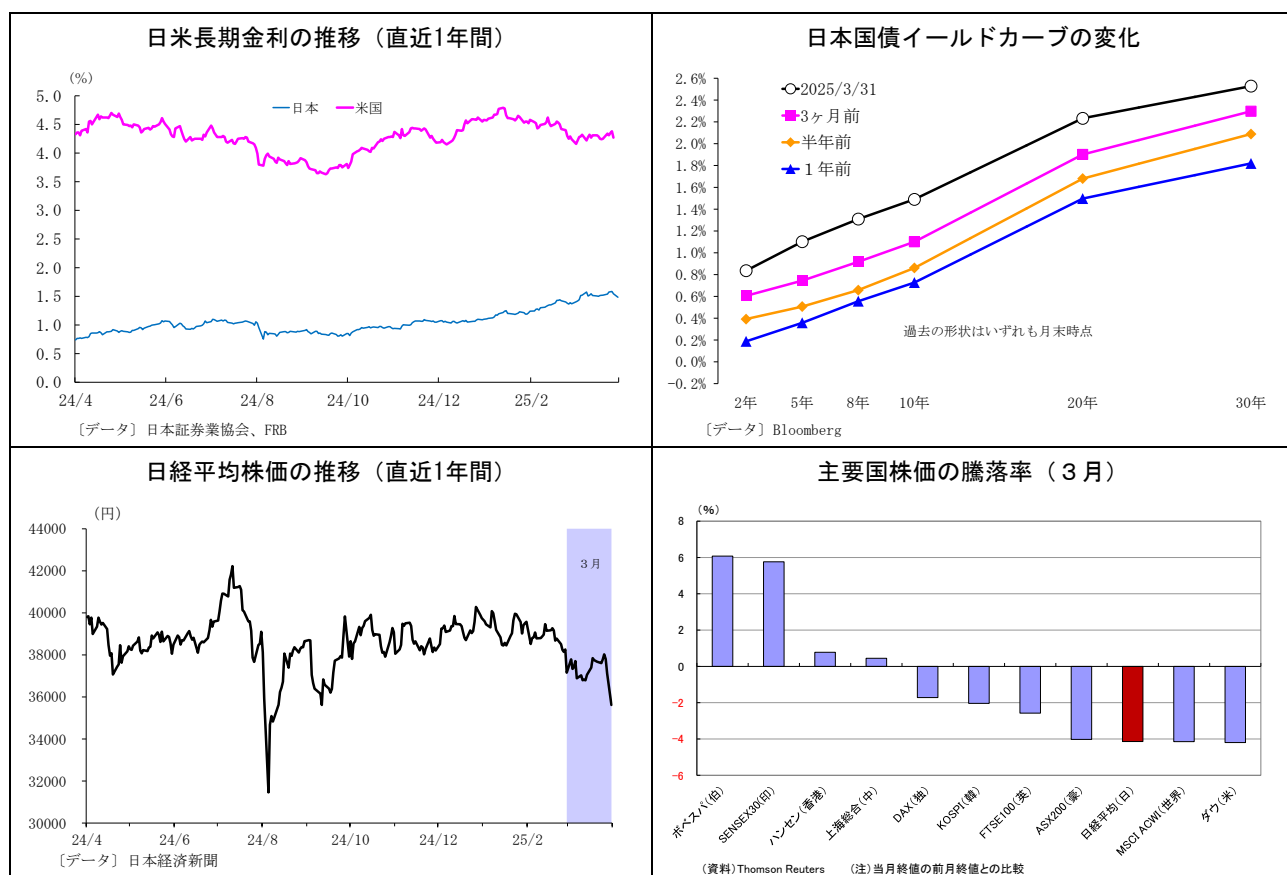
3. 金融市場(3月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

3月の動き (ア) 月初1.4%台前半でスタートし、月末は1.4%台後半に。

月初から日銀の利上げ観測が燻る中、財政拡張方針へ転換したドイツの金利上昇からの波及もあり、6日に1.5%台前半に到達。その後も春闘での高い賃上げへの期待を受けて利上げ観測が高まり、10日には1.5%台後半を付けた。中旬には、トランプ関税による米景気減速懸念によってやや水準を下げたものの、1.5%台前半での高止まりが継続。下旬には、決算期末を控えて国債が買い

控えられる中で、25日にトランプ米大統領の発言を受けて相互関税への警戒が緩み、再び1.5%台後半に上昇したが、月末には米経済指標の悪化と相互関税への警戒から低下、1.4%台後半で終了した。



（ドル円レート）

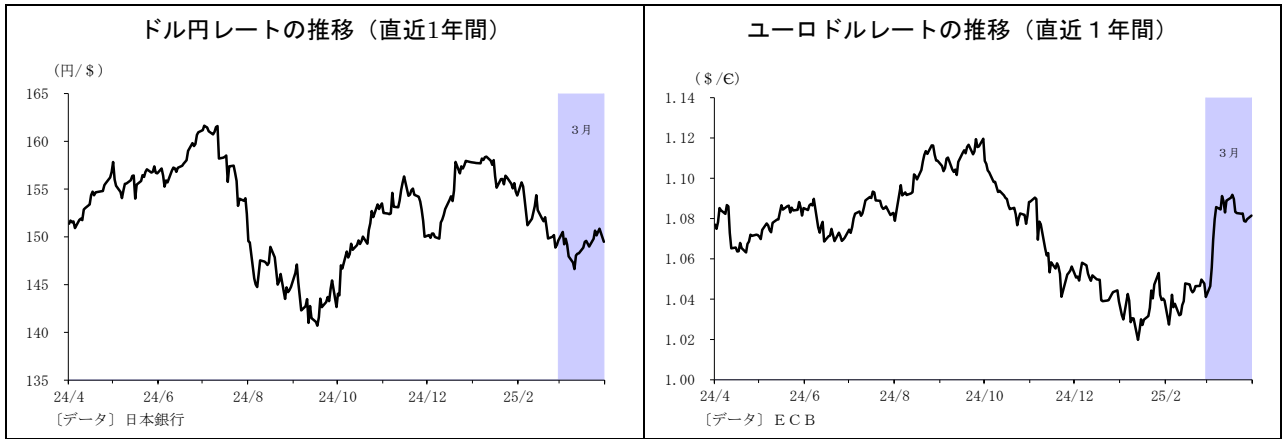
3月の動き（ㇿ） 月初150円台半ばでスタートし、月末は149円台半ばに。

月初、米経済指標の悪化やトランプ関税への警戒、日銀利上げ観測の高まりを受けて円高が進み、11日に146円台半ばに到達。一方、中旬には米経済指標の改善やウクライナ停戦への期待によるリスク選好の円売り、トランプ関税による米インフレ観測から一転して円安が進み、18日には149円台半ばを回復した。さらに、25日にはトランプ政権による相互関税が想定より厳しいものにならないとの期待が高まり、150円台に乗せた。しかし、月末には米経済指標の悪化と相互関税への警戒からドルが売られ、149円台半ばで終了した。

（ユーロドルレート）

3月の動き（ㇿ） 月初1.04ドル台後半でスタートし、月末は1.08ドル台前半に。

月初、米経済指標の悪化やトランプ関税による米景気減速懸念、ドイツの財政拡張への転換方針、ECBの利下げ観測後退などユーロ買いドル売り材料が相次ぎ、11日には1.09ドル台に到達。中旬は一進一退の推移となったが、持ち高調整のユーロ売りや地理的・経済的に近いトルコでの政治リスクの高まりを受けてやや下落し、20日には1.08ドル台前半に。さらに欧州の経済指標悪化や英物価指標の下振れを受けて、26日には1.08ドルを割り込んだ。月末には米経済指標の悪化と相互関税への警戒からドルが売られ、1.08ドル台前半で終了した。



金利・為替予測表 (2025年4月7日現在)

		2025年				2026年	
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想				
日本	コールレート (誘導目標・期末)	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00
	10年金利 (平均)	1.3	1.2	1.3	1.5	1.6	1.6
米国	FFレート (期末)	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00	3.75
	10年金利 (平均)	4.5	4.0	4.0	4.2	4.2	4.2
ユーロ圏	中銀預金金利 (期末)	2.50	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00
	10年金利 (独、平均)	2.6	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4
ドル円	(平均)	153	146	148	146	145	144
ユーロドル	(平均)	1.05	1.09	1.08	1.09	1.10	1.11
ユーロ円	(平均)	161	159	160	159	160	160

(注) コールレートは無担保・翌日物の誘導目標、レンジの場合は上限値を記載

本資料記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と完全性を保証するものではありません。また、本資料は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。