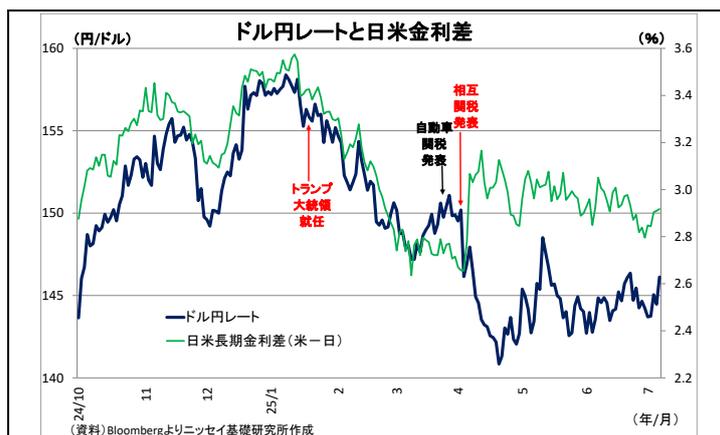


# Weekly エコノミスト・ レター

## ドル円の膠着はいつまで？ ～ドル安でも円安是正は足踏み

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. ドル円は4月下旬にかけて急速な円高ドル安が進行したが、以降は約2カ月半にわたって、145円を中心とする膠着した推移が続いており、円安ドル高の是正は足踏み状態にある。
2. 実効為替レートを見ると、ドルは関税による景気減速懸念や財政懸念等を背景に年初以降ほぼ一貫してドル安基調にある。一方で、円は日銀利上げ観測等を追い風に春まで上昇を見せた後、4月下旬に下落に転じた。トランプ関税によって利上げ観測が後退したことが主因と考えられる。つまり、ドルが下落する中で円も4月以降に下落に転じたため、ドル円が膠着したと整理できる。
3. 今後の注目材料として、ドルサイドではトランプ関税の行方が特に注目される。関税が大幅に拡大されれば、米経済の失速懸念が高まり、ドル安に繋がる可能性が高い。一方、円サイドで最も注目されるのは日本に対する関税の行方だ。関税が大幅に引き上げられれば、日銀利上げ観測の後退と貿易赤字の拡大観測を通じて円安圧力が高まるだろう。また、参議院選挙の行方も注目だ。与党の議席数が50議席を割り込めば、政策運営が厳しくなり、財政拡張的な野党の意向が取り込まれることで国債利回りに上昇圧力が加わる可能性が高い。日銀としては、利回りの上昇に拍車をかけることになる利上げが難しくなるため、利上げ観測の後退が円安を促しそうだ。
4. ドル円の今後の中心の見通しとしては、当面は関税を巡って流動的な状況が続き、一進一退の展開が続くと予想される。その後は日本に対する関税の大幅な引き上げが回避され、かつ影響が限定的に留まることが明らかになるにつれ、日銀の利上げ観測が高まり、円高圧力が高まると見ている。秋以降には円高ドル安が進み、年末は140円前後で着地すると予想している。
5. ただし、上記は米政府が日本に対する関税が大きく上がらないことを前提としており、不透明感が強い点も否めない。仮に関税が大きく引き上げられ、かつ容易に取り下げられないなら、日銀の利上げ観測後退と貿易赤字拡大観測等により、150円突破を試す展開になると想定している。



# 1. トピック：ドル円の膠着はいつまで？

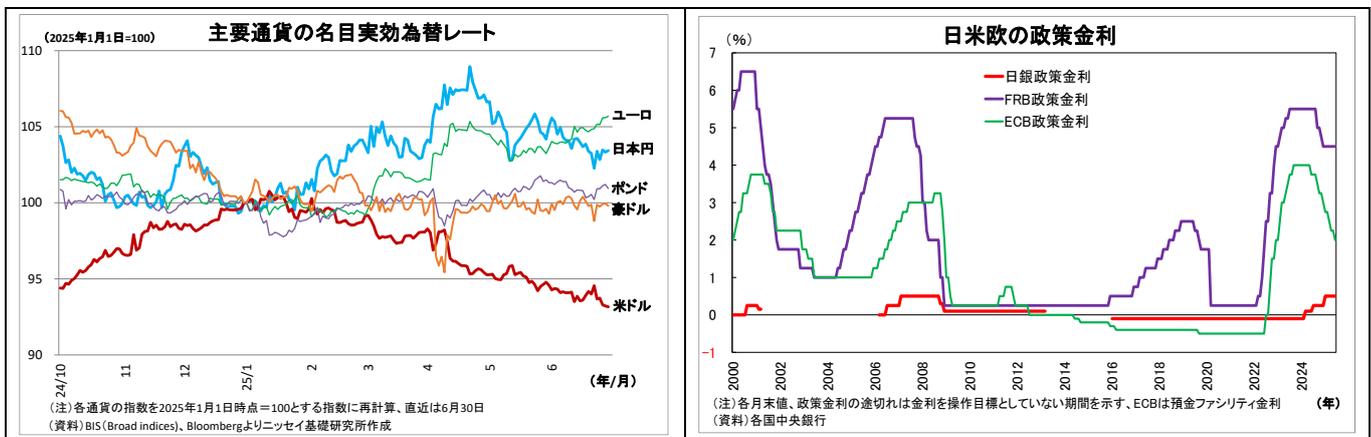
ドル円は今年1月上旬から4月下旬にかけて、1ドル158円台から140円台まで急速な円高ドル安が進行した。しかし、それ以降は約2カ月半にわたって、145円を中心に140円台前半から後半での膠着した推移が続いており、足元も146円付近と円安ドル高の是正は足踏み状態にある。

## （ドルはほぼ一貫して下落基調にある）

ドルと円のそれぞれの動向を確認するために、通貨の総合的な動きを示す実効為替レート<sup>1</sup>を見ると、ドルは年初からドル安に転じ、4月以降も一時「有事のドル買い」が見られる場面があったものの、ほぼ一貫してドル安基調にある。

そして、ドル安の背景にある要因としては、①トランプ関税による米景気減速懸念（+それに伴うFRBの利下げ観測）、②大規模減税法案に伴う米財政懸念、③トランプ氏の言動を受けたFRBの独立性への懸念、④トランプ政権によるドル高是正圧力への懸念などが挙げられる。

また、ドル安の進行はユーロによって増幅された側面もある。当たり前だが、ドルを売るためには代わりに別の通貨を買う必要がある。ドイツを中心にユーロ圏が春に財政拡張方針へと転換し、財政出動がユーロ圏の景気下支えに寄与するとの見方が台頭したことでドルの受け皿としてユーロが買われた。また、FRBが昨年末以降に利下げを休止するなか、ECBは6月にかけて段階的な利下げを継続し、政策金利が中立金利と目される水準に概ね到達している。このため、先行きの利下げ余地が相対的に乏しくなっていることもユーロ買いを促したとみられる。



## （円も下落基調に転換）

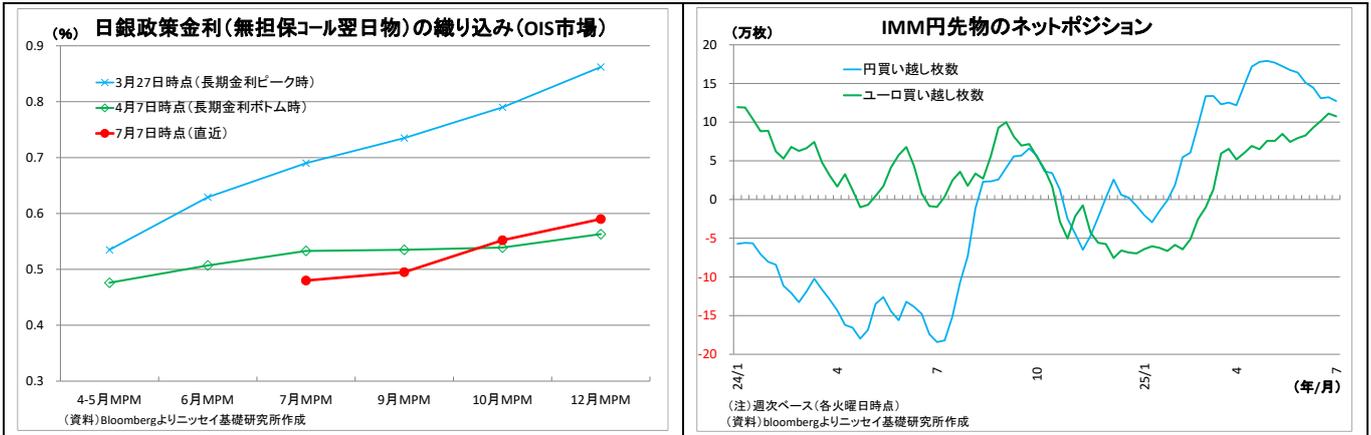
一方、この間に円も下落基調に転換している。

円の実効為替レートは、年初から春までは急速な上昇を見せた。3月までは、賃上げの加速を受けた日銀利上げ観測の高まりが、4月はトランプ関税発動に伴うリスクオフの円買い、米国からの円安是正要求に対する懸念が円買いを促した。この間に（シカゴ）投機筋が円の買い越しを過去最大規模まで積み上げたことも円高の流れをサポートした。

しかし、4月下旬には円の実効為替レートが下落に転じ、足元にかけて円の弱含み傾向が続いている。トランプ関税の発動によって日銀の早期利上げ観測が後退し、円を買う理由が希薄になったことが主因と考えられる。これを受けて、投機筋の円買い越し幅も縮小傾向に転じたことも円安を

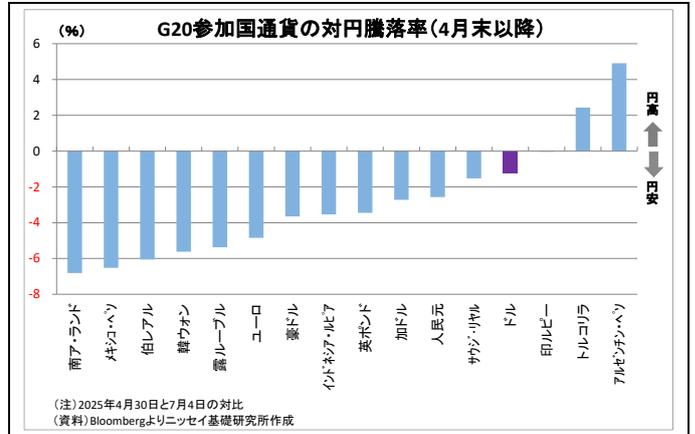
<sup>1</sup> 各国通貨と他通貨との2国間為替レートをその国の貿易シェアによって按分し、指数化したもの

後押しした。また、5月中頃に米中が相互に関税を引き下げたことでリスク選好的な円売りが発生したことも円の押し下げに繋がった。



つまり、年初から4月下旬にかけては、ドルが下落する一方で円が上昇したことで、ドル円のペアでは急速な円高ドル安が進行したが、4月以降は引き続きドルが下落する中で円も下落に転じたため、ドル円では方向感の欠ける展開が続いたと整理できる。

実際、円とG20参加国の通貨との間の為替レートについて、4月末以降の動きを見ると、対ドルではほぼ横ばいながら、極端なインフレ下にあるトルコリラとアルゼンチンペソの両通貨を除く全通貨に対して円安が進んでいる。



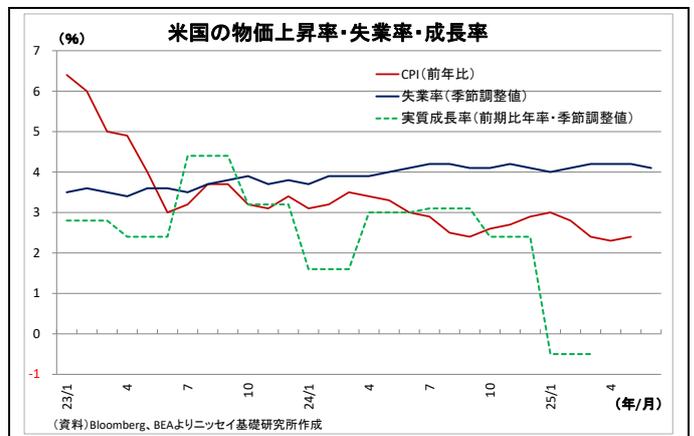
### (ドル円の注目材料)

次に先行きのドル円を展望するにあたり、ドルと円、それぞれの注目材料を確認する。

#### 1) ドルサイドの注目材料

ドルサイドの材料のうち、大規模減税に伴う米財政懸念、トランプ氏の言動を受けたFRBの独立性への懸念、トランプ政権によるドル高是正圧力への懸念については今後も燻り続けるだろう。

大規模減税法案は今年4日に成立し、先行きの財政赤字の拡大が確定した。トランプ氏によるFRBへの利下げ要求は終息の兆しがみられないうえ、ドル高を問題視する姿勢も変わらないと考えられるためだ。これらはドル安に作用する。



そうした中で、トランプ関税の行方が特に注目される。トランプ大統領は今年7日に、日本を含む14カ国からの輸入品に対して8月1日に発動する新しい関税率を発表した。中身はこれまで猶

予されていた相互関税の上乗せ部分とほぼ見合う 25~40%の高税率だ。これらの関税が発動されたり、米国にとって大口輸入先である中国、欧州、カナダ、メキシコからの輸入品にも高税率が課されたりして、トランプ関税が大幅に拡大されることになれば、4月のように米経済の失速懸念が高まり、利下げ観測を巻き込んでドル安に繋がる可能性が高い。

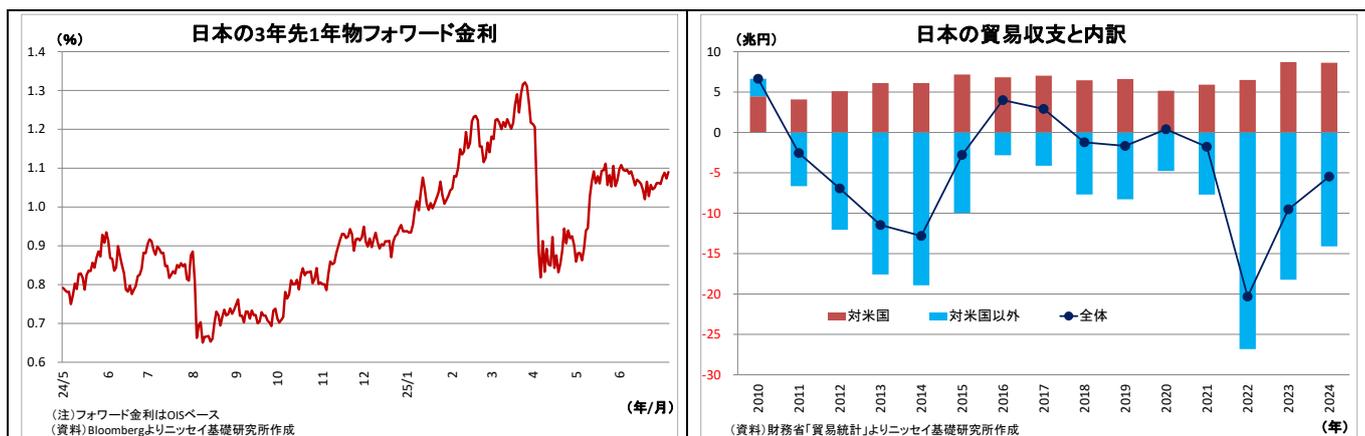
その反面、今後の交渉を通じて、各国に対する追加的な関税賦課が穏当なものに留まれば、米景気減速懸念が緩和し、ドルの支えになると思われる。

## 2) 円サイドの注目材料

次に円サイドの材料として、最も注目されるのはトランプ政権による日本の輸入品に対する関税の行方だ。トランプ政権からは、昨日、日本からの輸入品に対する 25%の関税賦課を 8月1日に発動することが通告されたが、実際に発動されれば、円安材料になる可能性が高いと考えられる。

なぜなら、高関税によって日本経済の下振れリスクが高まり、日銀の利上げ観測が後退するためだ。また、日本にとって米国は突出して大きな貿易黒字先だけに、対米輸出減少による貿易赤字の拡大観測も円売りを誘発しそうだ。投機筋の円買い越しは未だ大規模に残っているだけに、利上げ観測の後退を通じた円買いの取り崩しによって円安圧力が増幅される可能性もある。

逆に、今後の日米交渉を通じて、高関税の発動が回避されたり、発動後早期に撤回されたりすれば、日銀の利上げのハードルが下がるため、利上げ観測を通じて円高圧力が生じると考えられる。



また、日本に関しては、7月20日に予定される参議院選挙の行方も注目材料になる。

自民・公明の現与党が改選 50 議席を確保し、非改選を含めて参議院の議席の過半数を維持すれば、為替への影響は限られるだろう。

しかし、与党の議席数が 50 議席を割り込めば、より政策運営が厳しくなり、協力の見返りとして財政拡張的な野党の意向が取り込まれることで、国債の利回りに上昇圧力が加わる可能性が高い。日銀としては、利回りの上昇に拍車をかけることになる利上げが難しくなるため、利上げ観測の後退が円安を促しそうだ。

また、50 議席を割り込めば、石破政権が退陣する可能性も高まる。その結果、利上げに否定的な政権が誕生する場合も、利上げ観測の後退による円安圧力の高まりが想定される。

## (ドル円の見通し・・・円安是正は進むか?)

以上を踏まえ、最後にドル円について今後の中心的な見通しを考える。

まず、当面はトランプ関税を巡って流動的な状況が続き、日米中央銀行も様子見姿勢を強調し続けると見込まれるため、1ドル145円前後での一進一退の展開が続くと予想される。FRBの信認や財政懸念等に伴うドル売り圧力が煽るものの、投機筋の円買い取り崩しによる円売り圧力も煽るため、概ね相殺されると想定している。

その後は日本の輸入品に対する米関税の大幅な引き上げが回避され、かつそれまでの関税の影響が限定的に留まることが明らかになるにつれ、日銀の利上げ観測が高まり、年末には実際に利上げに踏み切る<sup>2</sup>ことで円高圧力が高まると見ている。また、年の終盤にかけて、関税の影響を見定めたFRBが散開的な利下げの再開に舵を切ることがドル安圧力になる。このため、秋以降には円高ドル安が進み、年末は140円前後で着地すると予想している。

ただし、上記の中心的な見通しは、日本に対する関税が大きく引き上げられないことを前提としており、不透明感が強い点も否めない。

仮に関税が大きく引き上げられ、かつ容易に取り下げられないとの見方が浸透すれば、事態は変わってくる。その際には日銀の利上げ観測後退と貿易赤字拡大観測が投機筋の円買い解消を巻き込み、1ドル150円突破を試す展開になると想定している。

## 2. 日銀金融政策(6月)

### (日銀) 現状維持+国債買入れ減額の継続を決定

日銀は6月16日～17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)。

また、当初の予定通り、長期国債買入れ減額についての中間評価を実施し、①2026年1～3月までは原則として毎四半期4,000億円程度ずつ、②2026年4～6月以降は原則として毎四半期2,000億円程度ずつ減額し、2027年1～3月に2兆円程度とする計画を決定した(賛成8反対1:田村委員は毎四半期4000億円程度ずつ減額する議案を提出し、反対多数で否決された)。ちなみに、①は昨年7月に決定された計画通りの内容、②は今回新たに決定された内容ということになる。

この結果、長期国債買入れ減額は、来年4月以降減額ペースを半分に落としたうえで継続されることとなる。

会合後の総裁会見では、植田総裁が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(日銀の想定する)経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き、政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる」、「そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、不確実性がきわめて高い状況にあることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要」と、従来同様、利上げを模索しつつ、慎重に判断していく姿勢を示唆した。

焦点であるトランプ関税を巡っては、「米中だけをとっても通商政策の先行きの不確実性は高い

<sup>2</sup> 日銀の利上げに関する見通しの詳細は、P6をご参照ください。

し、他の国については引き続き不確実性が高い」、「更に通商政策がどこかのレベル内容で落ち着いたとしても、それが経済にどういう影響を及ぼしていくかということについての不確実性もきわめて高い」と、警戒を緩めなかった。

関連して、日米の通商交渉については、「通商交渉自体は私どもとしては見守るしかない」としたうえで、「これが後ずれすればするほど、通商政策を巡る状況が不確実であるという判断は続いていくということにならざるを得ない」と述べ、不確実性判断の時間軸に大きく影響するとの認識を示した。

利上げの判断材料に関しては、「ハードデータが今後どうなっていくかということはみてみたい」、「今高い、しかし減速していくというふうに思われる消費者物価総合のインフレ率が、基調物価に影響を与えるというようなことに至るかどうかということもみていきたい」と述べた。

長期国債買入れ減額については、「長期金利は金融市場において形成されることが基本」と従来のスタンスを踏襲し、「金融市場において長期金利がより自由なかたちで形成されていくようにするためには、国債買入れ額を更に減額していくことが望ましい」と述べた。一方で、「今後の減額ペースが速過ぎると、市場の安定に不測の影響を及ぼす可能性もある」と指摘し、「この両方の考え方のバランスを勘案し、国債市場の安定に配慮したかたちで市場機能の改善を進めていけるよう」今回の計画を決定した説明。さらに、減額ペースの緩和の背景について「財政への配慮」との見方を否定し、「あまり早めに減額を進めて、国債金利が異常なボラティリティを示す、それが経済にマイナスの影響を与える、そういうことが起こらないようにという配慮」と言及した。

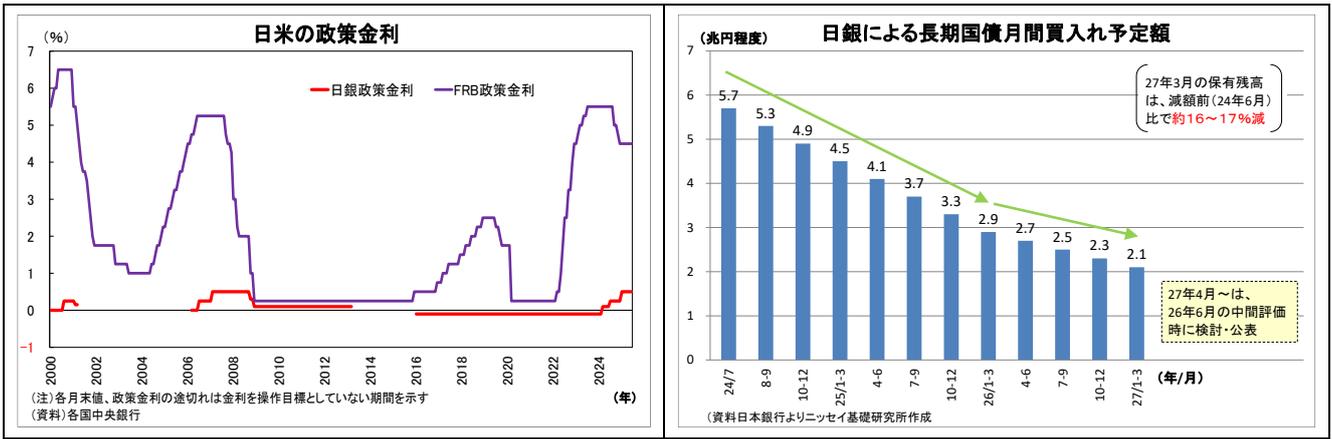
27年1～3月期に2.1兆円になった段階で減額を打ち止めにするのかとの問いに対しては、「来年の中間評価の段階で改めて考えを示せばというふうに思っている」と言質を与えなかった。

### （今後の予想）

日銀は現在様子見姿勢を維持しており、次回の追加利上げのタイミングやペースについての手はかりは乏しい段階だが、次回の利上げに踏み切るための主な条件としては、①トランプ関税の行方（大まかな着地）とその影響がある程度判明すること、②賃金と物価の好循環が継続して物価目標達成の確度が高まったと言えること、の2点が挙げられると考えている。

従って、筆者の中心的な予想としては、今後トランプ関税の行方と影響の見極めに十分な時間を取った後、今年12月に0.75%へ利上げすると見込んでいる。この時期になれば、①今春闘での高い賃上げがサービス等の価格に一定程度転嫁されたこと、②トランプ関税を受けた企業の中間決算や冬の賞与が大崩れしていないこと、③来春闘に向けて賃上げ機運が大きく損なわれていないこと、の確認が可能になると考えられるためだ。

ただし、トランプ政権が今月7日に公表した日本向けの新税率25%が8月1日に実際に発動され、早期に取り下げられないのであれば、利上げのハードルは上がる。日銀が利上げ路線を即時に撤回することはないにせよ、高関税が緩和され、影響が許容範囲と判明するまでは利上げに動けなくなりそうだ。

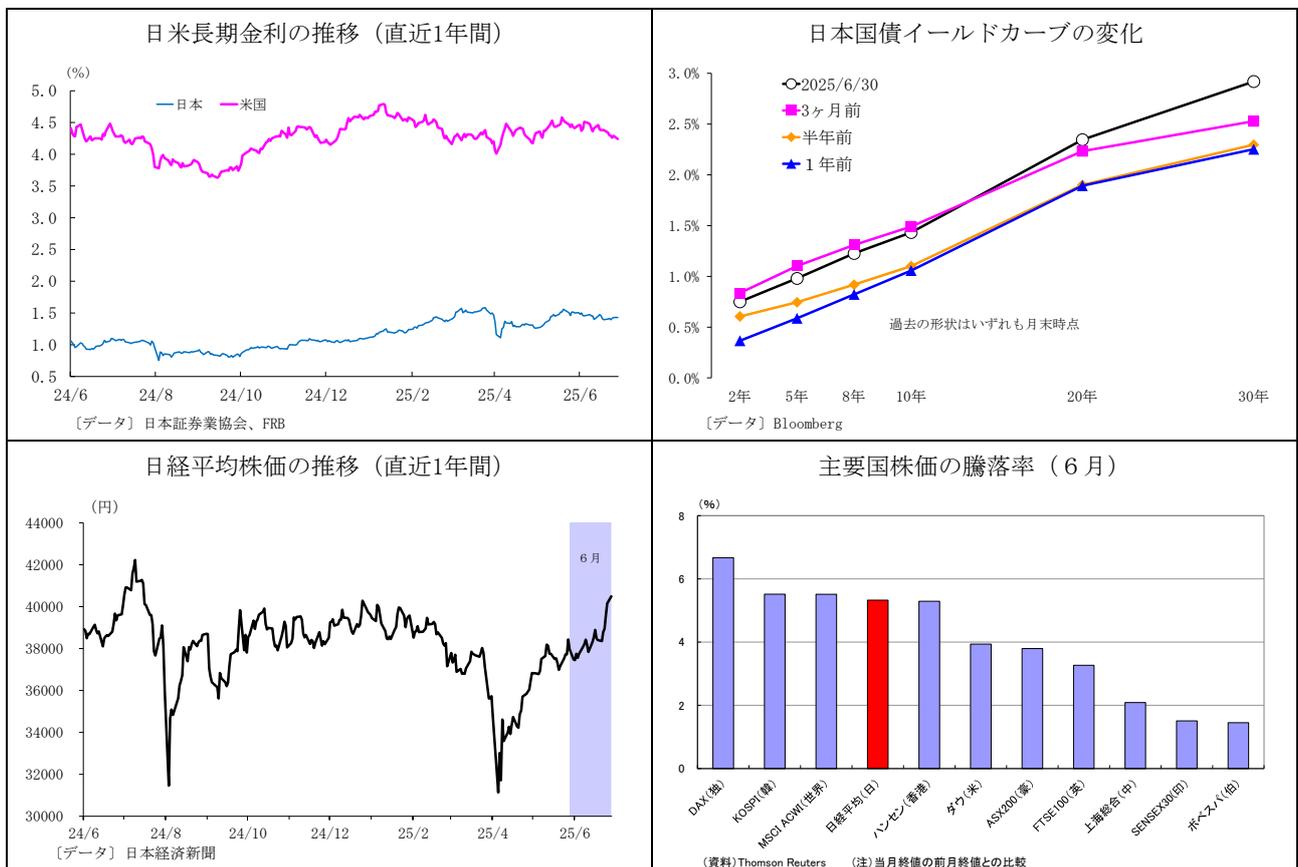


### 3. 金融市場(6月)の振り返りと予測表

#### (10年国債利回り)

6月の動き (ㄨ) 月初1.5%台前半でスタートし、月末は1.4%台前半に。

月初、強めの10年債入札や米経済指標悪化、超長期債発行減額への思惑から金利がやや低下し、5日に1.4%台半ばへ。しばらく横ばい圏の動きとなった後、イスラエルによるイラン攻撃を受けた安全資産需要の高まりによって13日に一旦1.4%付近に低下したが、原油価格上昇によるインフレ懸念や日銀オペでの中長期債の減額通知を受けて17日には1.4%台後半に上昇した。19日には中東情勢の緊迫化や5年債入札の無難な結果を受けて再び1.4%台前半に低下し、月末にかけて1.4%台前半での推移が継続した。



## (ドル円レート)

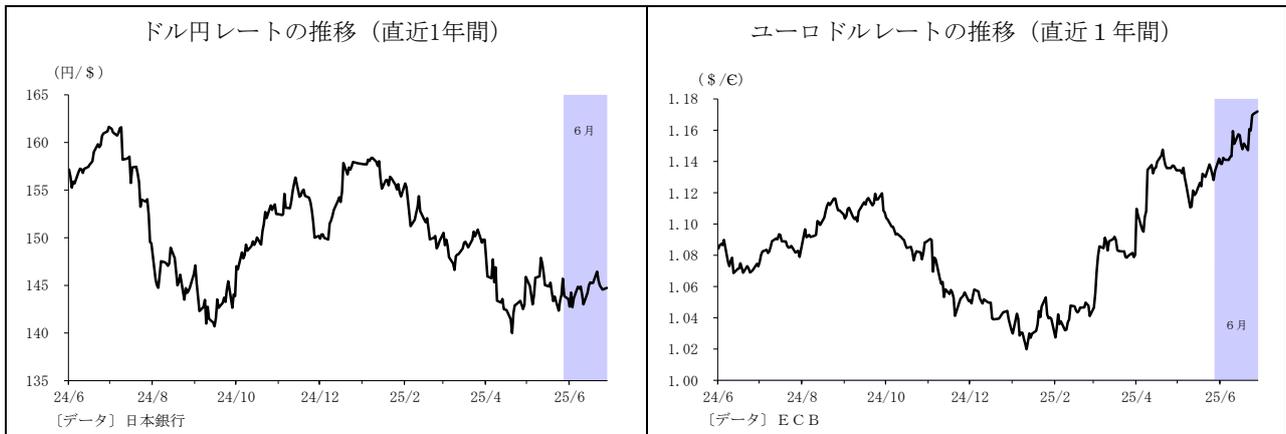
**6月の動き (ア)** 月初143円台半ばでスタートし、月末は144円台後半に。

月初、米中摩擦への思惑が揺れ動いたほか、米経済指標がマチマチの結果となり、142円台から144円台で方向感を欠く展開に。その後は米雇用統計の堅調な結果や米中交渉の進展期待からドルがやや強含み、10日には一時145円台を付けた。13日にはイスラエルによるイラン攻撃を受けてリスク回避の円買いで143円近辺へと下落したが、その後は有事のドル買いや原油高に伴う本邦貿易赤字拡大観測から円安が進み、23日には一時148円台を付けた。ただし、直後にイスラエルとイランの停戦合意を受けて有事のドル買いの巻き戻しが起きたほか、トランプ大統領によるFRB議長の早期指名検討報道を受けてドル安が進み、26日には144円台後半に。月末も同水準で着地した。

## (ユーロドルレート)

**6月の動き (ア)** 月初1.14ドル台前半でスタートし、月末は1.17ドル台前半に。

月の上半は1.14ドルを挟んだ一進一退の展開に。12日には米CPIの下振れを受けて利下げ観測を通じたドル売りが入り、1.15ドル台後半まで上昇した。その後はイラン情勢緊迫化に伴う有事のドル買いによってユーロが弱含み、19日には1.14ドル台後半を付けた。月の終盤は、イスラエルとイランの停戦合意を受けた有事のドル買いの巻き戻しが起きたほか、FRB議長の早期指名検討報道を受けてドル安が進んだ。ユーロ圏の財政拡張期待も相まってユーロドルは上昇基調となり、月末は1.17ドル台前半で終了した。



### 金利・為替予測表(2025年7月8日現在)

		2025年			2026年		
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		<b>実績</b>	<b>予想</b>				
日本	コールレート (誘導目標・期末)	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75
	10年金利 (平均)	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
米国	FFレート (期末)	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50
	10年金利 (平均)	4.4	4.5	4.6	4.5	4.4	4.3
ユーロ圏	中銀預金金利(期末)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	10年金利 (独、平均)	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
ドル円	(平均)	145	145	141	139	137	137
ユーロドル	(平均)	1.13	1.17	1.19	1.20	1.21	1.21
ユーロ円	(平均)	164	170	168	167	166	166

(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

本誌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、本誌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。