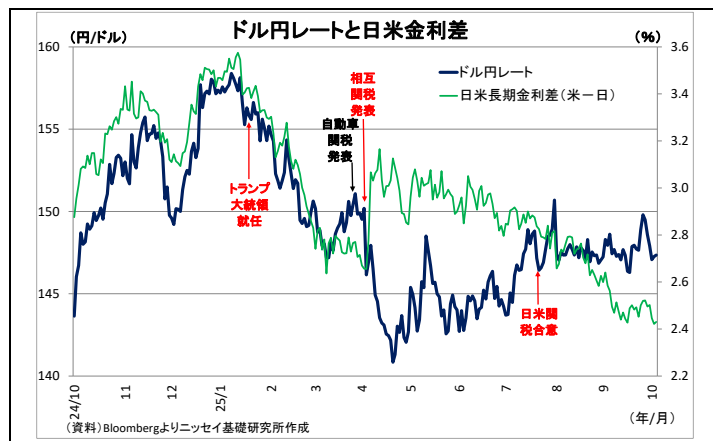


Weekly エコノミスト・ レター

円安が続く背景を改めて点検する ～円相場の行方は？

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. 今年の春以降、ドル円では緩やかな円安基調が続いている。この間に主たる材料である日米金融政策の方向性の違いが円高ドル安に寄与し、インバウンドの増加も円高に働いてきたが、世界的なリスク選考地合いや日本の財政拡張観測、国内勢の对外投资とデジタル赤字という円安要因の影響が上回ったことが、円安基調の背景にあると考えられる。
2. さらに、自民党総裁選で高市氏が新総裁に選出されたことを受けて、本日には3円近く円安が進んでいる。日銀の利上げが遅れ、財政がより拡張的になるとの思惑が高まったためだ。財政拡張観測で株価が急伸したことも円安に拍車をかけている。
3. 当面は高市政権に対する思惑から円が下落しやすい地合いとなるが、今後、数カ月～1年程度の期間の方向感としては円高ドル安と見ている。FRBが段階的な利下げを続けるほか、米政権によるFRBに対する圧力によってドルの信認が揺らぐことがドル安圧力となる。一方、国内では、高市政権の発足に伴い、従来よりも日銀が利上げに踏み切る際のハードルは高まりそうだ。ただし、日銀が利上げを停止すれば、円安が進んで物価高に拍車がかかりかねないこと、米政権がドル安に繋がる日銀の利上げを望んでいるとみられることから、政権としても日銀の利上げ継続自体は容認し、利上げが円高に寄与すると見込んでいる。一方、国内勢による对外投资やデジタル赤字の継続によって、円高のペースは抑制されそうだ。来年末の水準は1ドル140円強と予想している。
4. なお、メインシナリオに対するリスクバランスは、円安リスクの方が大きめと見ている。高市政権が大幅な財政拡張を進めたり、日銀の利上げを強力にけん制したりすれば、メインシナリオよりも円安で推移するだろう。また、日米関税交渉で合意された日本側による5500億ドルの対米投資も、ドル資金調達に伴う円安進行リスクを内包している。



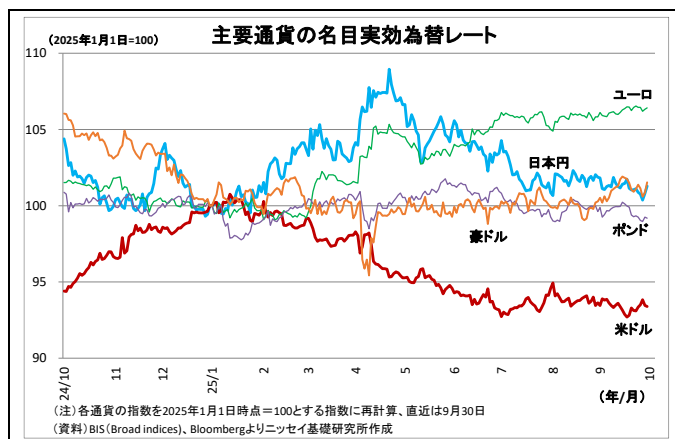
1. トピック： 円安が続く背景を改めて点検する

今年の年初から春にかけて、一旦大きく円高ドル安が進んだが、以降は緩やかな円安基調が続いている。具体的には、4月下旬に一時1ドル140円台後半を付けたものが、足元では150円台前半となっている。この間にFRBが利下げの再開に踏み切り、日銀が利上げ方針を維持したことを受けて、従来ドル円と連動性の高かった日米金利差が縮小したにもかかわらずだ。

改めて、ドル円レートを巡る材料を点検する。

(ドルも円も下落基調に)

まず、通貨の総合的な強弱感を示す名目実効為替レート¹の動きをみると、ドルの実効レートは春から夏にかけて下落し、以降も足元にかけて底這いを続けている。そして、この背景には、トランプ関税による米景気減速懸念、雇用の失速と、それに伴うFRBの利下げ再開に加え、トランプ政権による圧力を受けたFRBの独立性に対する懸念の高まり²があると考えられる。

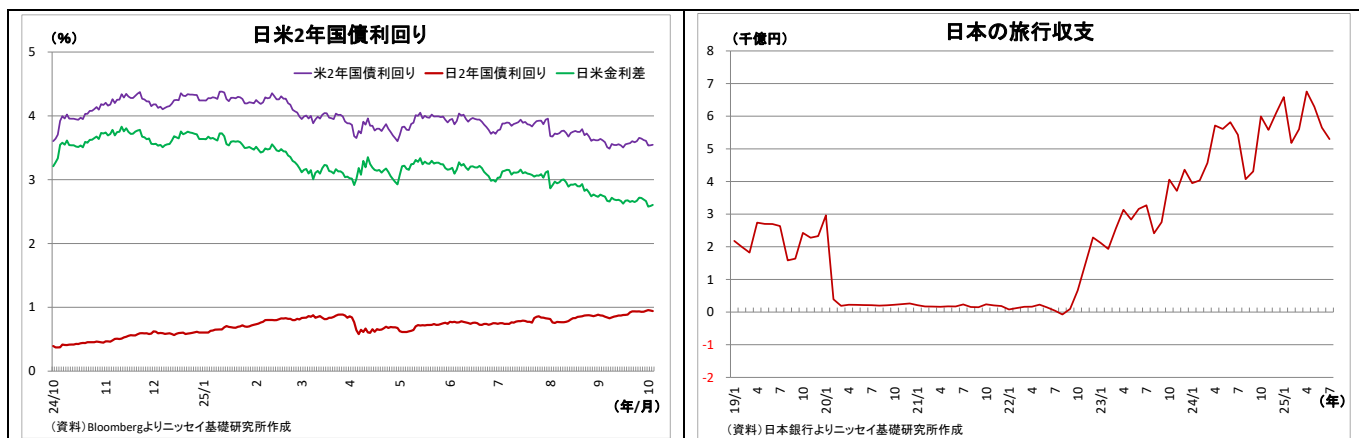


ただし、円の実効為替レートも弱い動きを続けている。つまり、ドルも円も下落・低迷基調を続ける中で、円の方がドルよりもやや下落圧力が強かったということになる。

(円下落の背景)

次に円安ドル高について、円サイドを中心に個々の材料を点検する。

まず、金融政策について、当面の政策金利を織り込む2年国債利回りの動きをみると、日本の2年債利回りは春以降、緩やかな上昇トレンドを辿り、日銀の先行きの利上げの織り込みが進んできたことを示唆している。一方で、米国の2年国債利回りはFRBの利下げ観測を反映して低下基調を辿ったため、日米の金利差は縮小しており、ドル円に対しては円高に働いてきたとみられる。



¹ 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

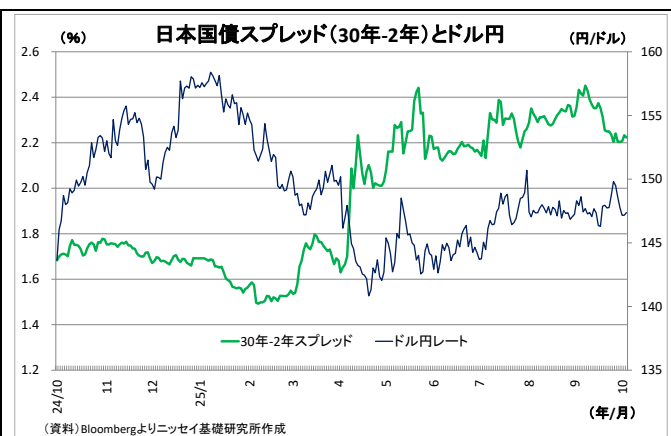
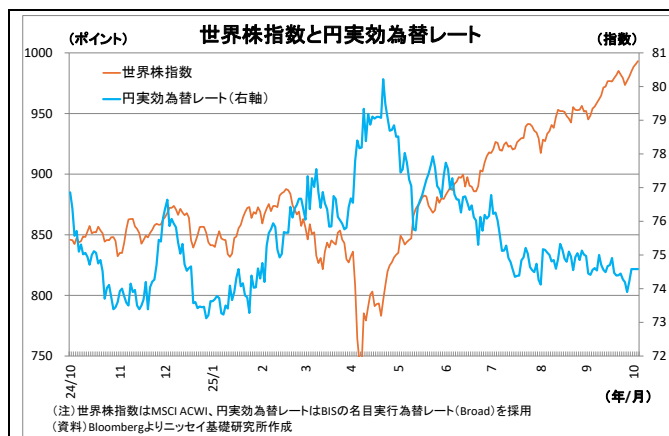
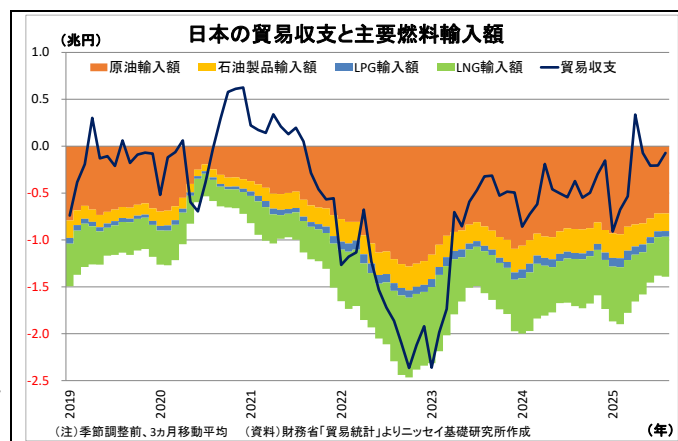
² トランプ大統領は就任以降、FRBのパウエル議長に対して利下げを強く要求したり、解任を匂わせたりしてきたうえ、8月には突如退任したクグラー理事の後任に自らの側近であるミラン氏を指名。さらに、クック理事の解任を発表した（クック氏側は解任の無効を求めて提訴）。

また、訪日外国人旅行者が増加して旅行収支の黒字が高止まりしていることも、実需の円買い要因になっている。

なお、従来円安の大きな要因とされてきた日本の貿易赤字の動きを確認すると、世界的な原油価格の下落等を受けて、最近では赤字がほぼ解消されている。この点は、円安圧力の後退に働いていると考えられる。

一方で、円安進行に寄与してきたとみられるのが、世界的な株価の上昇だ。春以降、トランプ関税への警戒感が緩和したことなどをを受けて世界的に株価が大きく上昇し、「低リスク通貨」とされる円の下落圧力となってきた。

また、日本の財政拡張観測も円安圧力になってきた。財政リスクプレミアムを反映しやすい 30 年国債利回り と 2 年国債利回りのスプレッドは 4 月以降急上昇し、以降も高止まりしてきた。同スプレッドとドル円レートの相関は春以降に高まっており³、財政拡張円安圧力になってきたことがうかがわれる。少数与党体制の下で、政権が野党の掲げる財政拡張的な政策を採りこんでいくとの思惑が高まったためだ。

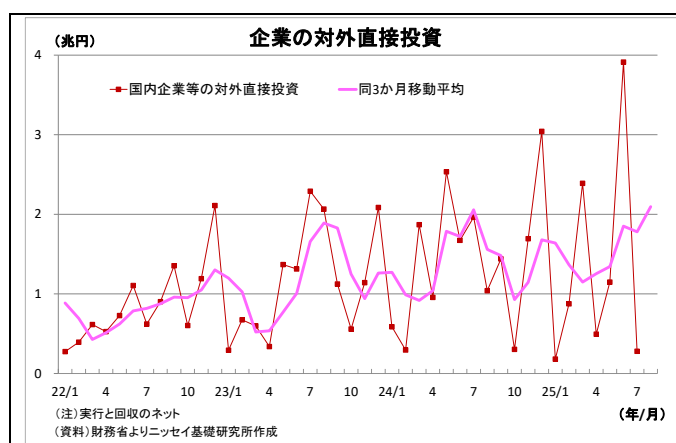


さらに、実需の円安材料もその多くが健在だ。

まずは対外直接投資だ。振れが大きい移動平均でみると、日本の対外直接投資は大幅な黒字かつ増加基調にある。海外企業に対する M&A など国内企業による活発な対外直接投資が続いており、円売り材料になっている。

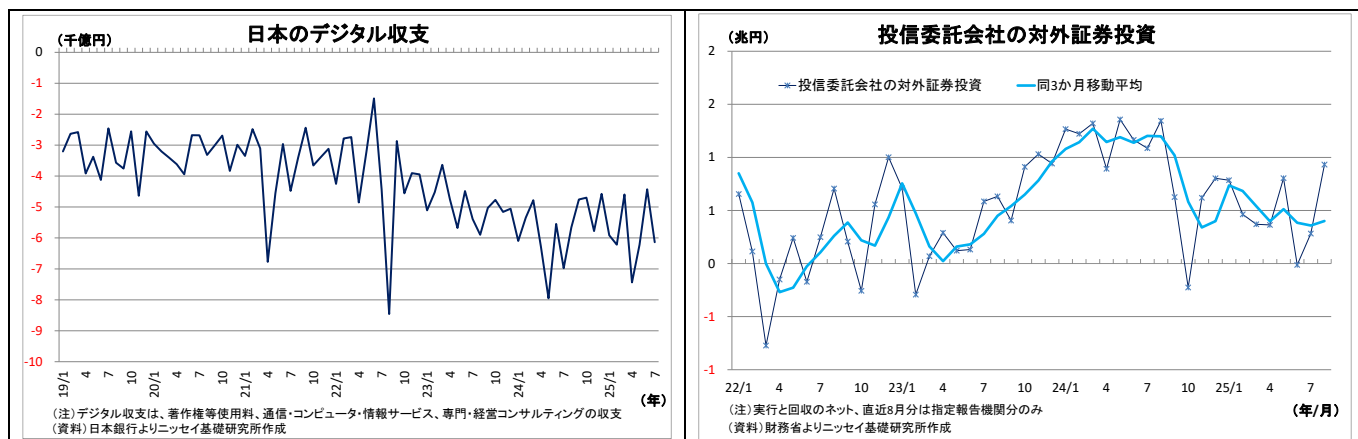
また、日本のデジタル赤字についても、依然として大幅な赤字が続いており、持続的な円売り要因になっている。

なお、NISA 拡充を受けて、昨年来、円安要因と



³ 今年5月以降の30年-20年スプレッドとドル円の相関係数は0.43

して注目されてきた家計の対外証券投資については、足元でやや鈍化している。家計による海外投資信託への投資動向を示唆する投資信託委託会社の対外証券投資額（実行と回収の純額）は振れが大きいものの、移動平均では春以降低迷している。海外株が上昇したことを受けて、利益確定目的の売却が増加したためとみられる。ただし、依然としたプラスであることから、円売り要因である点は従来と変わらない。



以上、春以降のドル円を点検すると、主たる材料である日米金融政策の方向性の違いがやや円高ドル安に寄与し、インバウンドの増加も円高に働いてきたが、世界的なリスク選考地合いや日本の財政拡張観測、国内勢による活発な対外投資とデジタル赤字という円安要因の影響が上回ったことが、春以降の円安ドル高基調の背景にあると考えられる。

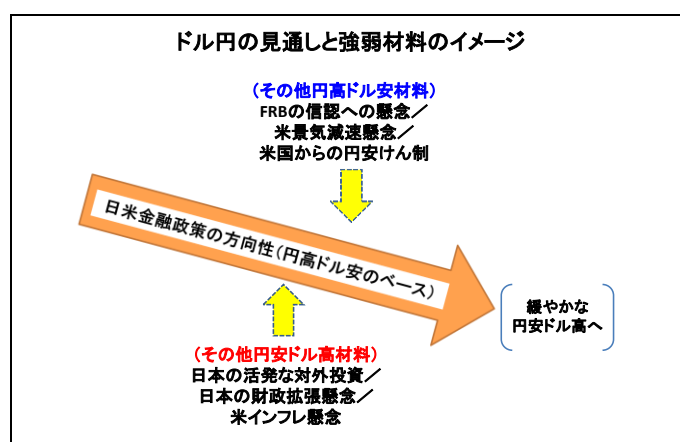
なお、一昨日4日の自民党総裁選で金融緩和・財政拡大に積極的と目される高市氏が新総裁に選出されたことを受けて、本日のドル円は3円近く円安ドル高が進行している。高市氏が首相になることで、日銀の利上げが遅れ、財政がより拡張的になるとの思惑が高まり、円安圧力が増大したことが要因だ。高市氏の総裁選出を受けて財政拡張観測によって株価が急伸し、リスク選好的な円売りが発生したことも円安に拍車をかけている。

(次第に円高ドル安へ)

次に目線を先に転じて、今後のドル円の見通しを考えると、当面は高市政権に対する思惑から円が下落しやすい地合いとなるが、今後、数カ月～1年程度の期間を念頭に置いた場合の方向感としては、円高ドル安と見ている。

まず、米国では、今後関税の影響が関税化して景気や雇用の鈍化が目立つようになり、FRBは段階的な利下げを続けるだろう。従って、米国の金利低下がドル安材料になる。

また、トランプ政権は今後もFRBの独立性に対する圧力を強め、自身の影響力拡大に注力するだろう。この結果、ドルの信認が揺らぐこともドル安圧力となる。



一方、国内では、高市政権の発足に伴い、従来よりも日銀が利上げに踏み切る際のハードルは高まりそうだ。利上げに際しては、より丁寧な説明やエビデンスが求められるだろう。ただし、日銀が利上げを停止すれば、円安が進んで物価高に拍車がかかり、政権支持率に悪影響が出かねないこと、米トランプ政権が円高ドル安に繋がる日銀の利上げを望んでいるとみられることから、高市政権としても日銀の利上げ継続自体は容認し、利上げが円高に寄与すると見込んでいる。

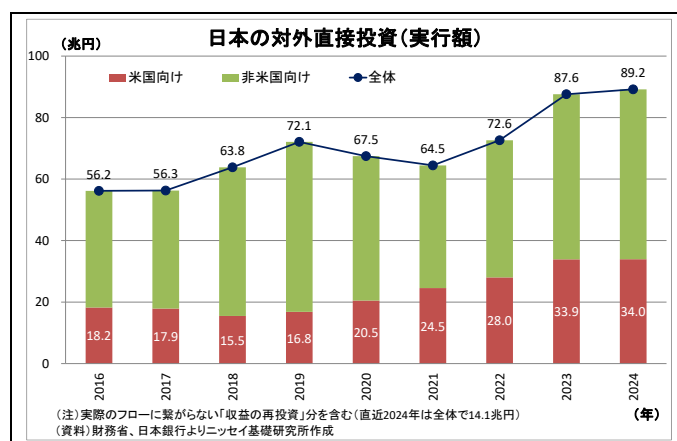
また、高市政権による財政拡張は一定程度進み、拡張観測も熾りそうだが、自民党内の財政規律重視派の存在も無視できないことから、急激な財政拡大には至らないと見ている。

ただし、海外資産の選好に伴う国内勢による活発な对外投资や、海外 IT 企業のサービス使用に伴うデジタル赤字は今後も継続するため、これらが円高の勢いを削ぐ形となり、円高のペースは抑制されそうだ。来年末の水準は1ドル140円強と予想している（詳細はP9参照）。

なお、メインシナリオに対するリスクバランスは、円高よりも円安リスクの方が大きめと見ている。

まず、カギとなるのは高市政権のスタンスだ。政権が大幅な財政拡張を進めたり、日銀の利上げを強力にけん制したりすれば、メインシナリオよりも円安で推移するだろう。

また、日米関税交渉で合意された日本側による5500億ドル（約83兆円）の対米投資の影響も注目される。投資に必要なドル資金の調達に際して、外貨準備にあるドル資金の活用では留まらず、市場から相当規模のドル資金調達を行うことになれば、ドル円において軽視できない円安方向のインパクトが発生する恐れがある。



2. 日銀金融政策(9月)

(日銀) 政策金利維持+ETF・J-REITの売却を決定

日銀は9月18日～19日に開催した金融政策決定会合(MPM)において、政策金利の据え置きを決定した。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。ただし、今回は0.75%への利上げを主張し、据え置きに反対票を投じた委員が2名現れた。高田委員は「物価が上がらないノルムが転換し、物価安定目標の実現が概ね達成された」として、田村委員は「物価上振れリスクが膨らんでいる中、中立金利にもう少し近づけるため」として、それぞれ利上げを主張した。

一方、当会合では、これまで買入れたETFとJ-REITについて、市場での売却を行うことを全員一致で決定した。当分の間の売却のペースは、7月に完了した「金融機関から買入れた株式の売却」と同程度の規模(市場全体の売買代金に占める割合で0.05%程度)ということで、ETFは年間3300億円程度(簿価ベース)、J-REITは年間50億円程度(同)とされた。

なお、市場の安定に配慮した仕組みとして、「上記の売却ペースの下での(市場の状況に応じた)売却額の一時的な調整・停止」と「MPMにおける売却ペースの見直し」のオプションを備えること

で柔軟性が確保されている。今後、所要の準備が整い次第、売却が開始される予定となっている。

MPM 後の総裁会見において、植田総裁は先行きの経済見通しについて、「各国の通商政策等の影響を受けて、(中略) 成長ペースは鈍化する (その後持ち直しへ)」、基調的な物価見通しについては、「成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩む (その後持ち直しへ)」と、一旦ともに鈍化するとシナリオを維持した。

今後の政策運営に関しては、「現在の実質金利が極めて低い水準であることを踏まえると、以上のような経済・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」、「各国の通商政策等の今後の展開や、その影響を巡る不確実性が高い状況が続いていることを踏まえ、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」と従来の姿勢を踏襲した。そして、「不確実性が高い中、もう少しデータなり情報なりをみたい」と付け加えた。

高田委員が 2%前後に達していると評価した基調的な物価上昇率については、総裁自身の評価として、「まだ (2%) を少し下回っていて、しかし 2%に向けて近づきつつある過程にある」と説明。また、田村委員が指摘した物価の上振れリスクの高まりに関しては、「もちろんリスクとして一つあると思うけれども、米国の関税政策の影響等がこれから一段と出てくる可能性がある中で、景気に対する下振れリスク、それを通じて物価に対する下振れリスクも意識しないといけない」と述べ、利上げを主張する 2 委員との認識の差を示唆した。

今後の政策を占う焦点となる米国経済については、「現在まだ底堅さを維持している」としたものの、「関税の消費者物価への転嫁が進んでいったときにどういう姿に全体としてなるかということころは、まだ必ずしもみえていない」と言及した。ただし、「最後までみなければ分からないというわけではなくて、逐次入ってくる情報に基づいて、全体の姿がどういうふうになりつつあるかということ予想して、われわれ動かざるを得ない」と付け加えた。

国内の食料品価格上昇については、今後上昇が収まっていくとの見通しを維持したが、食料品インフレが長引いた場合の影響として、「期待インフレ率に影響を与えて、それが基調物価にも引き上げる方向に影響を及ぼすというリスク」と、「消費者マインドを委縮させて、それが経済、基調物価にもマイナスの影響を及ぼしていくというリスク」の双方向のリスクを挙げた。

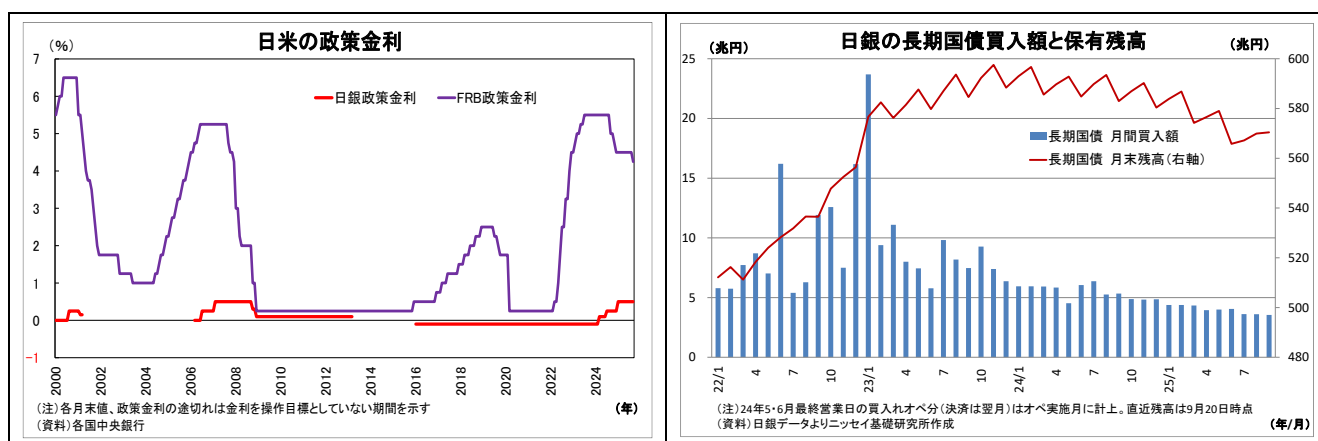
ETF 等の売却について、売却額を年間 3300 億円とした根拠については、「市場等に攪乱的な影響を与えることを極力回避する観点から、本年 7 月に完了した金融機関から買い入れた株式の売却と、同程度の規模とした」と説明。また、このタイミングで決めた理由については、「7 月に、金融機関から買い入れた株式の処分が完了し、その過程で ETF 等の売却を進めるうえでの有益な知見が蓄積された」こと、「それを踏まえた実務的な検討にもめどがついた」ことを挙げた。

そして、売却に要する期間については、「今回決定した売却ペースで売却するとした場合、(中略) 単純に計算すれば 100 年以上かかることになる」、「現時点では、今日発表させて頂いたようなペースで淡々と、(中略) 100 年以上かけて売っていくつもり」との認識を示した。

また、9 月 29 日には、野口審議委員が札幌で講演を行った。野口氏は、「現状のように労働市場は完全雇用近傍に到達しており、マクロ的な需給ギャップもほぼゼロに達していると思われる状況

では、下方リスクのみではなくて上方リスクにも配慮することが必要」、「純粋に国内の経済状況という観点だけからみれば、そうした意味での新たな政策視野が必要な段階が近づきつつある」と早期の利上げに前向きな姿勢を示した。一方で、「わが国経済は現在、米国の関税政策による大きな下方リスクに直面していることもあり、当面は、物価の基調を可能な限り慎重に見極める必要がある」と当面様子見姿勢を採ることの必要性にも言及した。

さらに、10月3日には、植田総裁が大阪で挨拶を行った。挨拶の内容は、9月MPM後の会見における経済・物価見通しを基本的に踏襲したものであった。そうした中で、総裁は「15%というこれまでにない高い関税は、わが国経済の下押し要因として作用することになる点を踏まえると、まずは、緩和的な金融環境を維持し、経済活動をしっかりと支えていくことが大切」と述べ、「当面は、（中略）米国を始めとする世界経済の動向、関税政策がわが国企業の収益や賃金・価格設定行動に与える影響、食料品価格を含めた物価動向などを点検していくことになる」と述べた。



(今後の予想)

日銀は今後数カ月様子見姿勢を維持し、来年1月に0.25%の利上げに踏み切ると予想している。9月MPMでは2名の委員から利上げの主張が為され、野口委員も講演で利上げにやや前向きな姿勢を示したが、植田総裁をはじめとする日銀執行部は関税への警戒を解いておらず、「利上げの前に関税の影響をしっかりと確認したい」という意向を持っていると推測される。まだしばらく時間を要するだろう。

一方、来年1月になれば、①内外経済への関税の影響が甚大にはならなさそうなこと、②来春闘に向けた賃上げ機運が継続してること、が経済データや企業による情報発信からある程度確認可能になるほか、③高市政権の政策の方向性と金融政策のスタンスの確認及び政権との調整も可能になると考えられるため、利上げの環境が整うだろう。

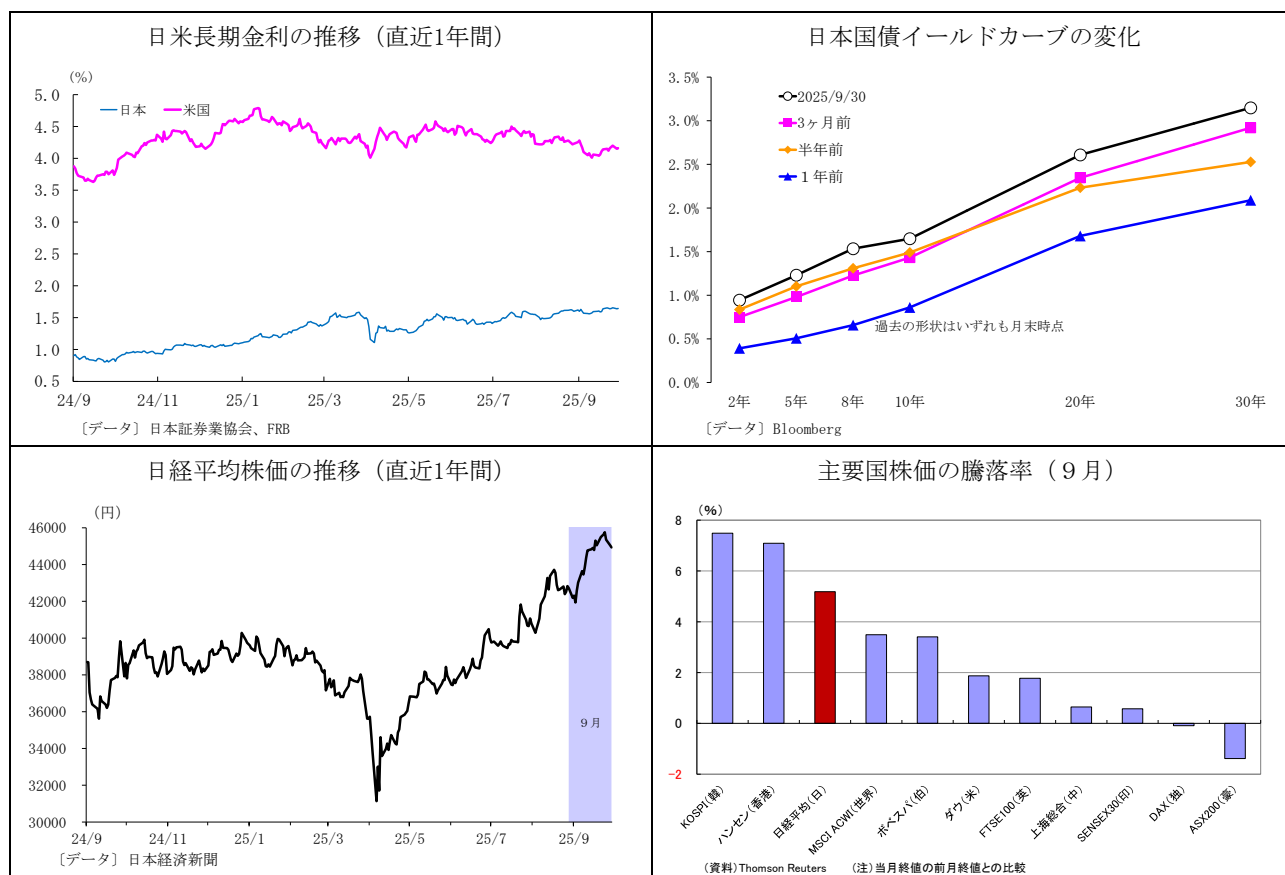
高市政権発足（現段階では見込み）の影響としては、既述の通り、従来よりも日銀が利上げに踏み切る際のハードルは高まると見ている。利上げに際して、日銀はより丁寧な説明やエビデンスが求められるだろう。ただし、日銀が利上げを停止すれば、円安が進んで物価高に拍車がかかり、政権支持率に悪影響が出かねないこと、米トランプ政権が円高ドル安に繋がる日銀の利上げを望んでいるとみられることから、政権としても早急な利上げには難色を示すものの、日銀の利上げ継続自体を否定することはしないと見ている。

3. 金融市場（9月）の振り返りと予測表

（10年国債利回り）

9月の動き（ア） 月初 1.6%台前半でスタートし、月末は 1.6%台半ばに。

月初、自民党幹部の辞任表明を受けて財政拡張観測が高まり、1.6%台前半にやや上昇したが、米雇用関連指標の悪化に伴う利下げ観測を受けて低下し、9日は 1.5%台半ばを付けた。中旬には株高等によりやや持ち直した後、9月 MPM で 2 名の委員が利上げを主張したことを受けて日銀による早期利上げ観測が高まり、19日には 1.6%台半ばまで水準を切り上げた。下旬にも野口委員のタカ派的な発言を受けて日銀の早期利上げ観測が高止まりし、月末にかけて 1.6%台半ばでの推移が続いた。



（ドル円レート）

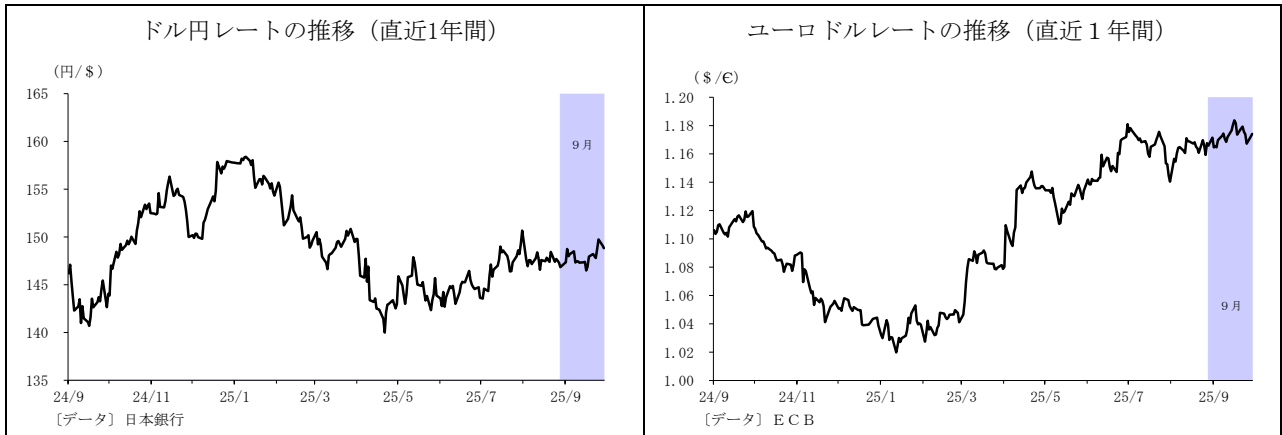
9月の動き（ア） 月初 147 円台前半でスタートし、月末は 148 円台後半に。

月初、自民党幹部の辞任表明を受けた財政拡張観測によって 3 日に 148 円台後半まで円が下落した。その後は雇用関連指標の悪化に伴う米利下げ観測の高まりを受け、9日に 147 円台前半に戻り、FOMC を控えた 17 日には 146 円台半ばを付けた。同日の FOMC では利下げ再開が決まったが、パウエル議長が追加利下げに慎重な姿勢を見せたことでドル高反応に。続く 19 日の MPM では 2 名の委員による利上げ主張を受けて一旦円高に振れたが、植田総裁会見において早期利上げに前向きな姿勢が示されなかったことで円安方向に戻し、翌営業日の 22 日には 148 円台前半を付けた。月の終盤には、米経済指標の改善を受けて 150 円に肉薄したが、米政府閉鎖への警戒がドルの重石となり、月末は 148 円台後半で終了した。

(ユーロドルレート)

9月の動き (ア) 月初 1.17 ドル台前半でスタートし、月末は 1.17 ドル台半ばに。

月初、仏内閣の信任投票を控え、財政懸念から 2 日に 1.16 ドル台半ばに下落したが、米雇用統計の悪化を受けて、8 日に 1.17 ドル台前半を回復。さらに FOMC を控えて米利下げ観測が高まり、17 日には 1.18 ドル台半ばまで上伸した。FOMC 後はパウエル議長会見でハト派色が乏しかったことを受けてドルが買い戻され、19 日には 1.17 ドル台半ばまで下落。以降は月末にかけて動意が乏しくなり、月末も 1.17 ドル台半ばで終了した。



金利・為替予測表 (2025年10月6日現在)

		2025年		2026年			
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		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)	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
米国	FFレート (期末)	4.25	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50
	10年金利 (平均)	4.2	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
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)	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
ドル円 (平均)		148	149	146	145	142	141
ユーロドル (平均)		1.17	1.18	1.19	1.20	1.20	1.21
ユーロ円 (平均)		172	176	174	174	170	171

(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。