



2025年度の ドル/円見通し

りそなホールディングス 市場企画部
ストラテジスト 苅谷 将吾



☆ドル/円見通し

- ① 相場の振り返り
- ② 2025年度の相場見通し
- ③ 参考資料





ドル/円相場の 足取り

色々
ありました

これまでのドル/円相場の振り返り

2024年度

～主なイベント～

8月

米国の景気後退懸念

7～8月

円キャリー取引の解消

11月

“またトラ“の実現

1月

日銀追加利上げ

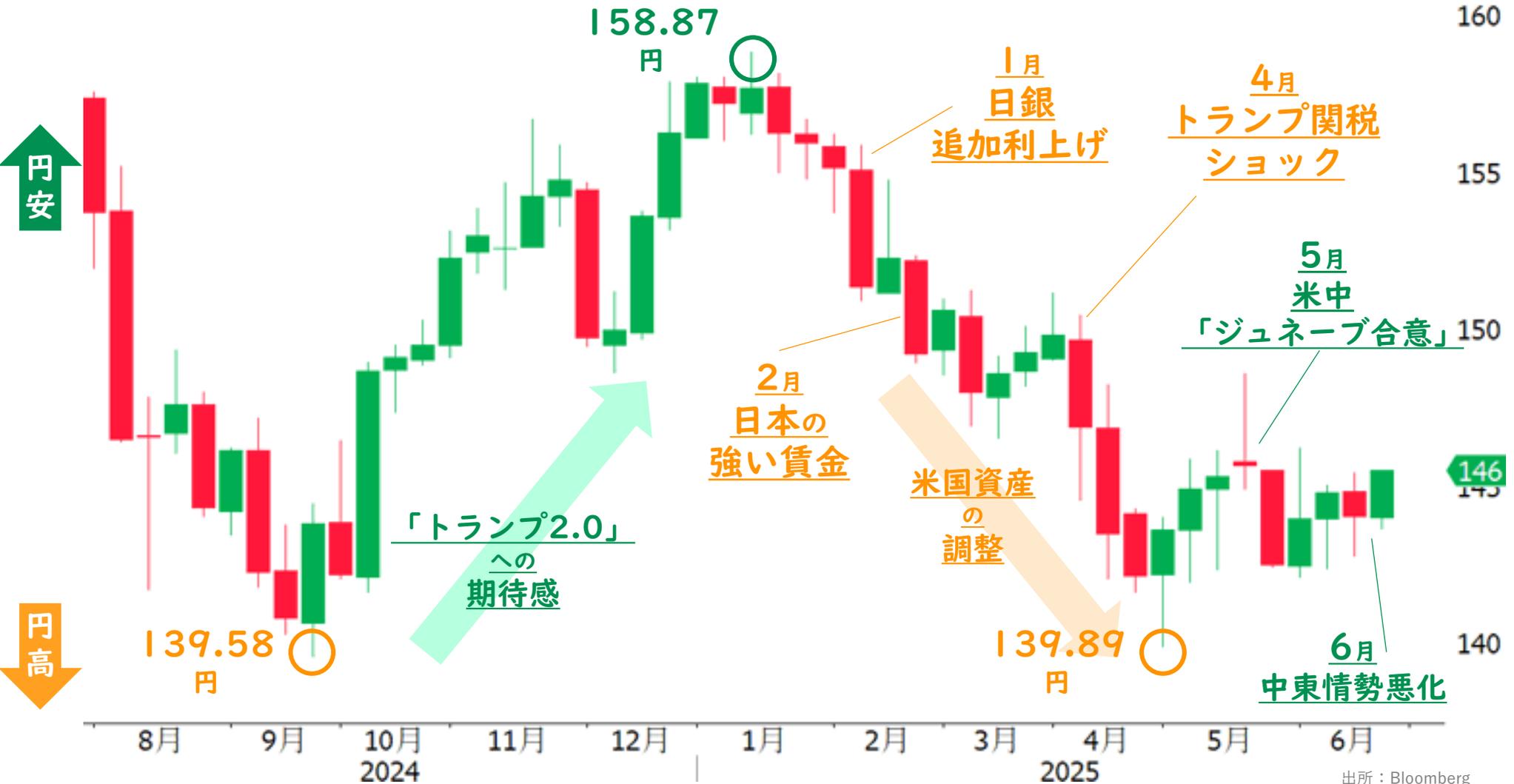
4月～

米国資産の調整

など

ドル/円相場の足取り

トランプ氏に振り回された為替相場



出所：Bloomberg

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、当社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

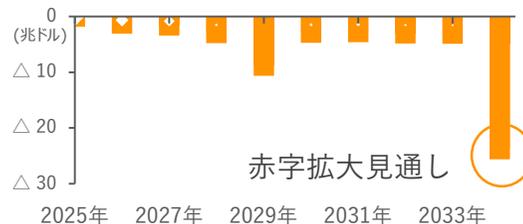
米国資産の調整

高関税率・財政悪化見通し・保護主義

【米国の平均実行関税率】



【財政赤字見通し】



【貿易政策不確実性指数】



中央銀行（FRB）への政治的圧力

4/17	トランプ大統領	パウエル解任は一刻も早く実現すべき
4/17	関係者報道	2026/5の任期満了前にパウエル議長を解任、公認にウォーシュ元理事を起用する案を検討
4/18	ホワイトハウス高官	トランプ氏がパウエル議長を解任できるか検討中
4/21	トランプ大統領	「ミスター・トゥー・レイト」と揶揄 金利については彼よりも私の方が良く分かっている 早く利下げをすべき

米国資産の
調整

米国への信頼が
揺らぐ

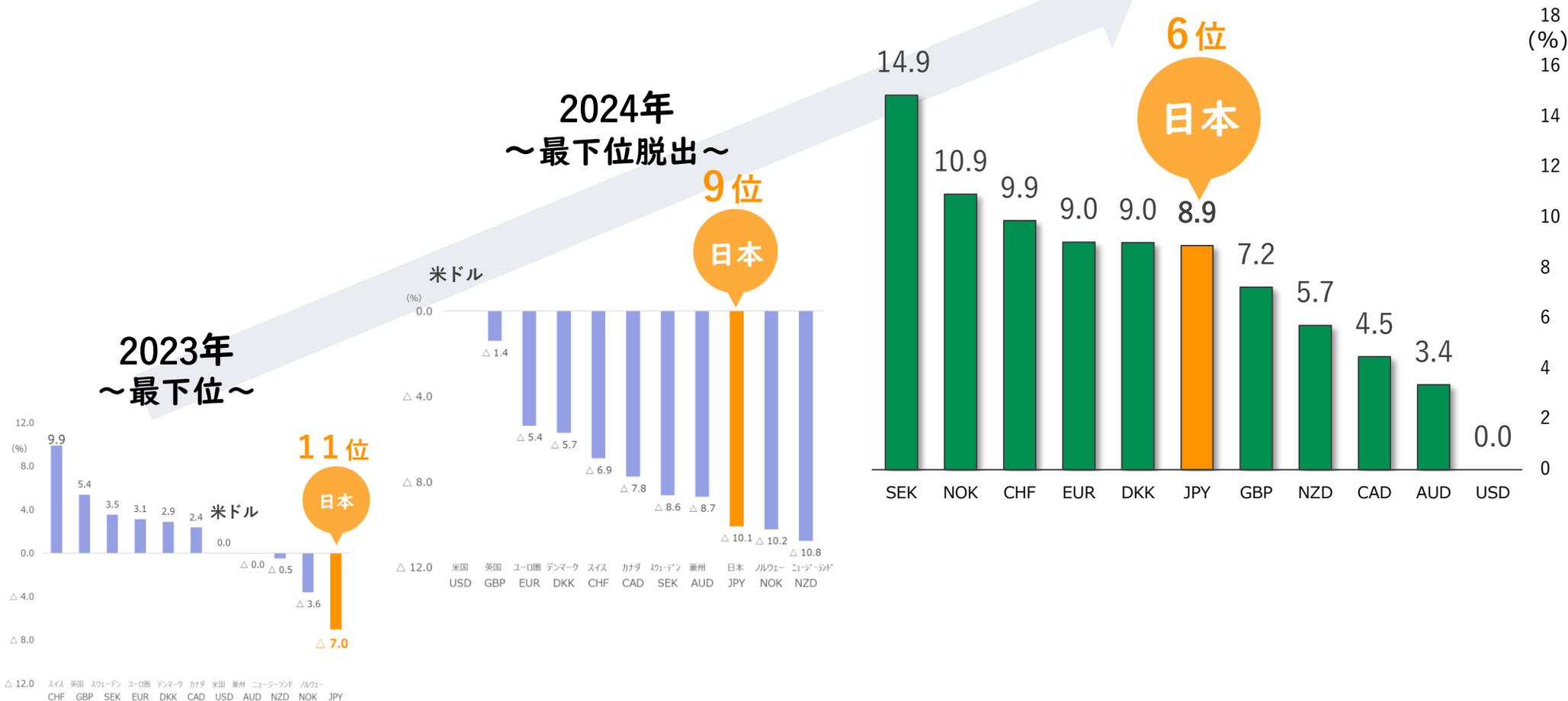
出所:各種報道、Bloomberg

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、当社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

円、再評価の動き広がる

G10加盟国の通貨の強さ順位(対米ドル)

2025年
～利上げに伴い高まる評価～



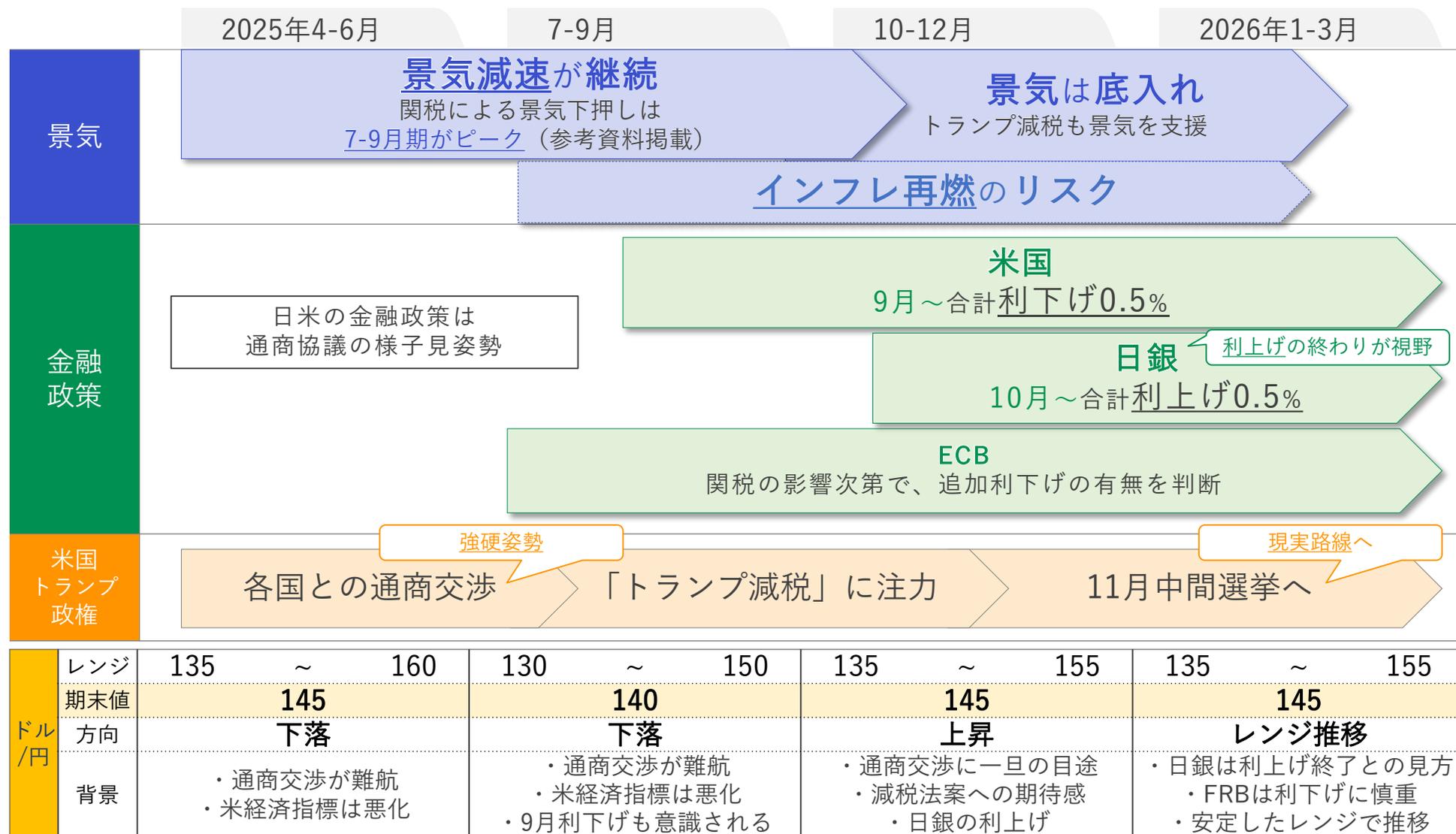
出所：Bloomberg

マーケット見通し

ドル一強の修正が進む中、関税政策や日銀の金融引き締めを背景に、円はリスクオフ局面で強含む展開が想定される。ただし、年後半には景気下押し圧力が和らぎ日本の利上げ到達点が見える中、ドル/円の反発を予想。

	現状		2025年度				(参考)
			4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	中長期
ドル円	144	レンジ	135 ~ 160	130 ~ 150	135 ~ 155	135 ~ 155	-
		期末値	145	140	145	145	135
ユーロ円	166	レンジ	150 ~ 170	145 ~ 165	145 ~ 165	145 ~ 165	
		期末値	162	160	160	160	
日銀 政策金利	0.50%	期末値	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00
					日本+0.25%×2回利上げ		
FRB 政策金利	4.25 ~ 4.50	期末値	4.25 ~ 4.50	4.00 ~ 4.25	3.75 ~ 4.00	3.75 ~ 4.00	2.25 ~ 2.50
					米国：△0.25%×2回利下げ		

見通しの全体感



出所:各種報道、bloomberg

循環的

要因

円高

円安

VS

構造的

要因

景気

金融政策

需給

国内市場

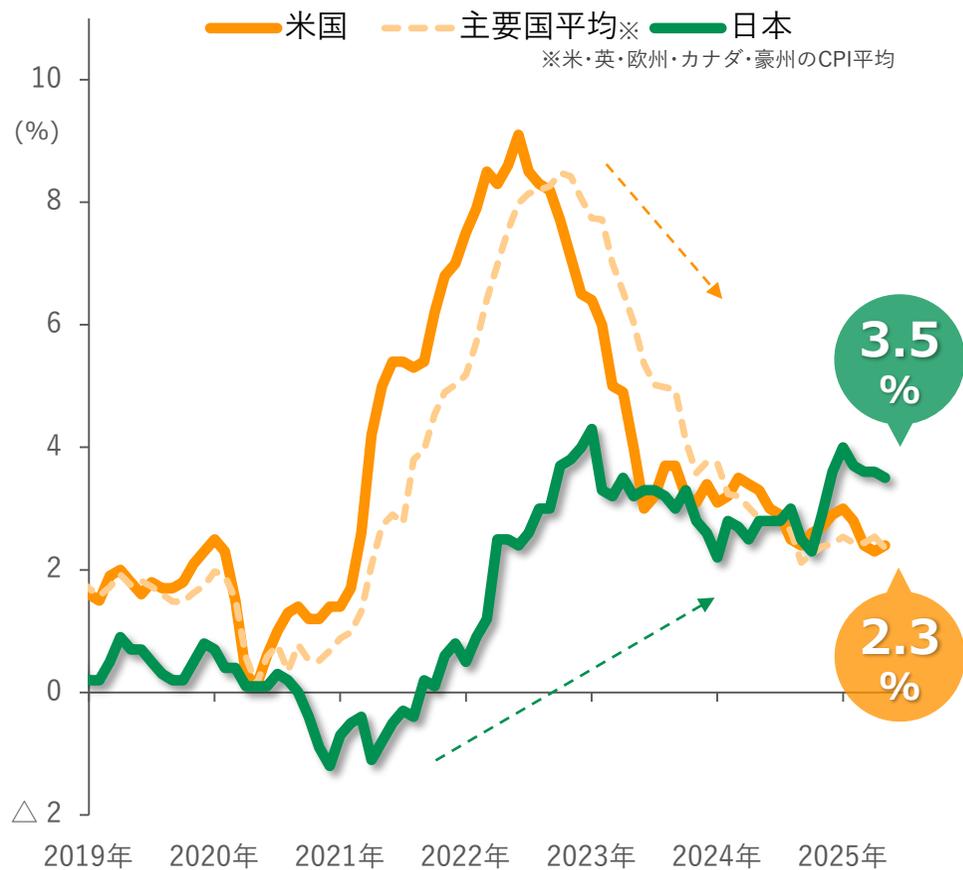
NISA

デジタル赤字

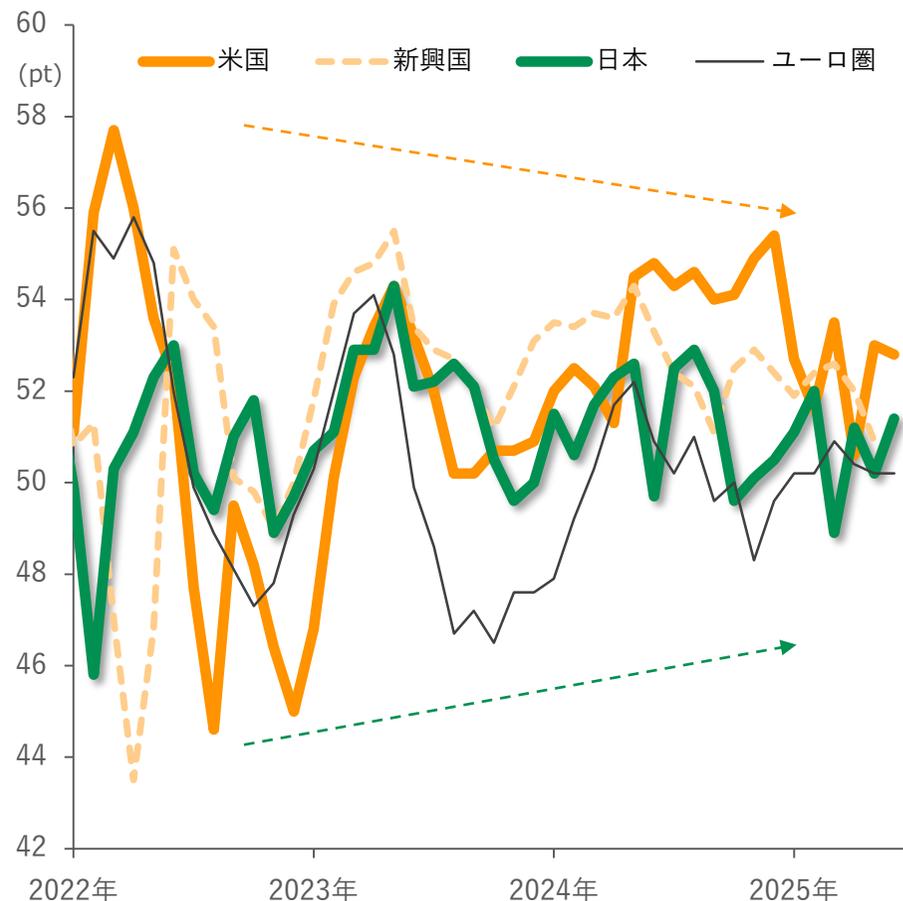
インフレと景気

世界的にインフレは鎮静化方向、景気は緩やかな減速方向
一方で日本のインフレは高止まり、景気は底堅い

CPIの推移 (前年比)



PMIの推移



出所：Bloomberg、各種報道

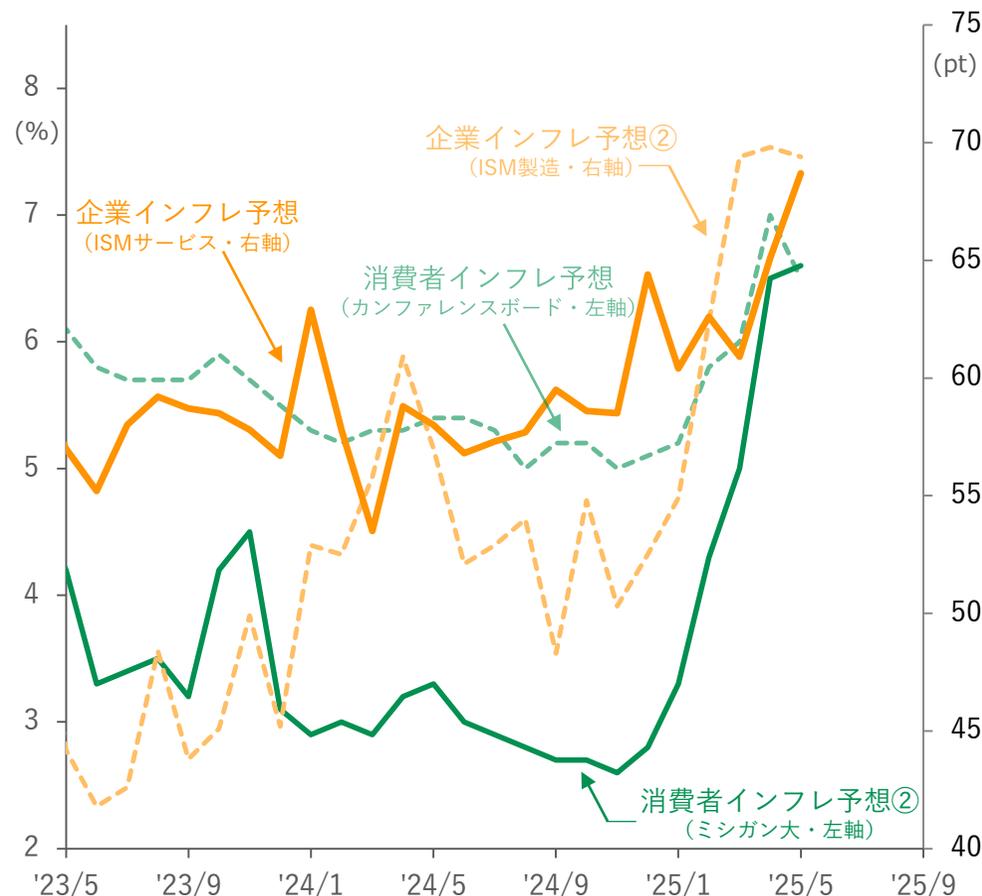
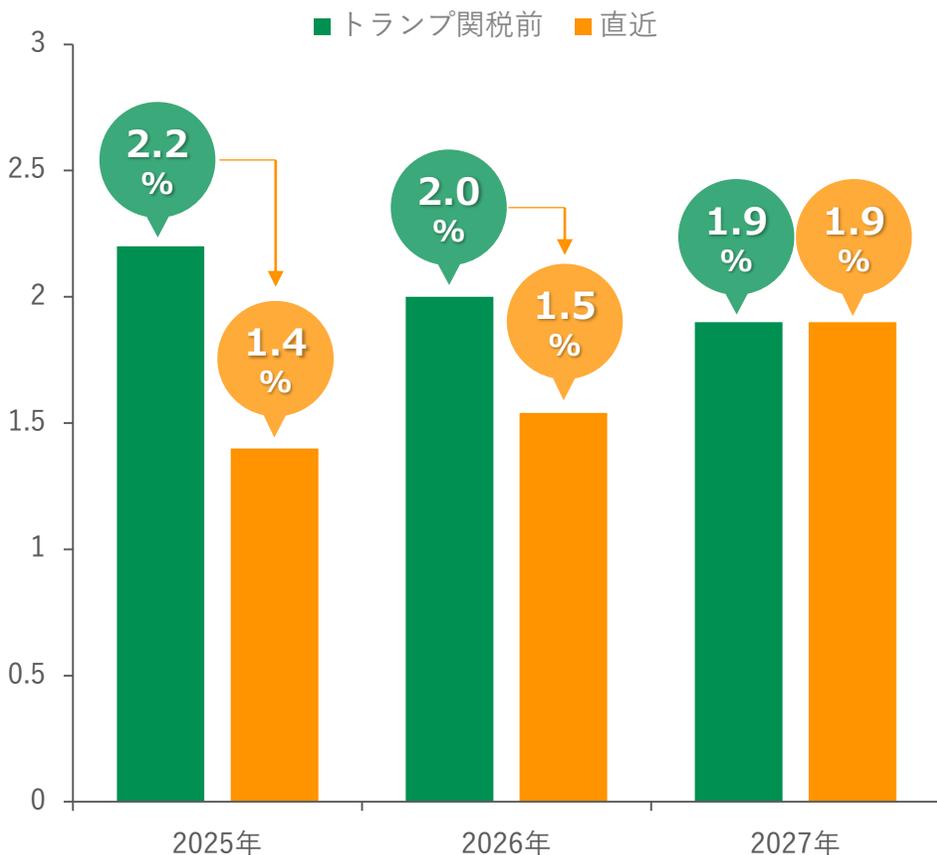
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されているととにかかわらず、当社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされますようお願いいたします。

関税を織り込む米国景気

トランプ関税の発動を受けて景気見通しは悪化し、インフレ予想は大幅上昇

米国のGDP見通しは悪化

インフレ予想は軒並み上昇

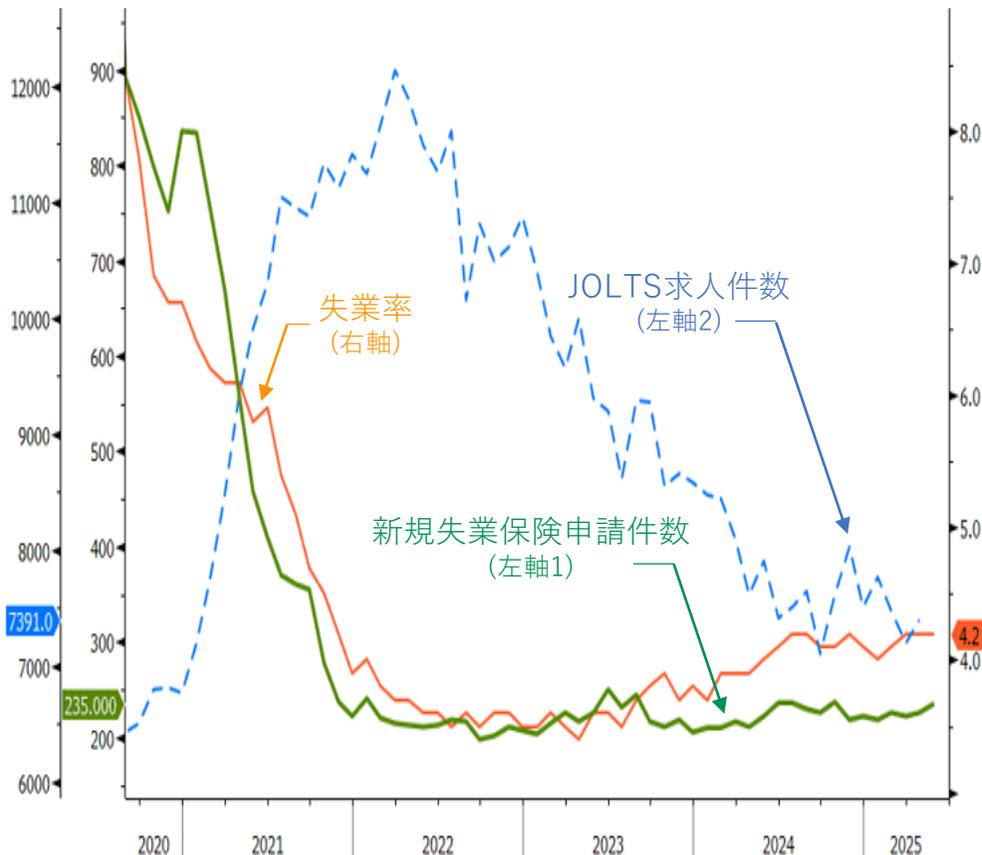


出所：Bloomberg、各種報道

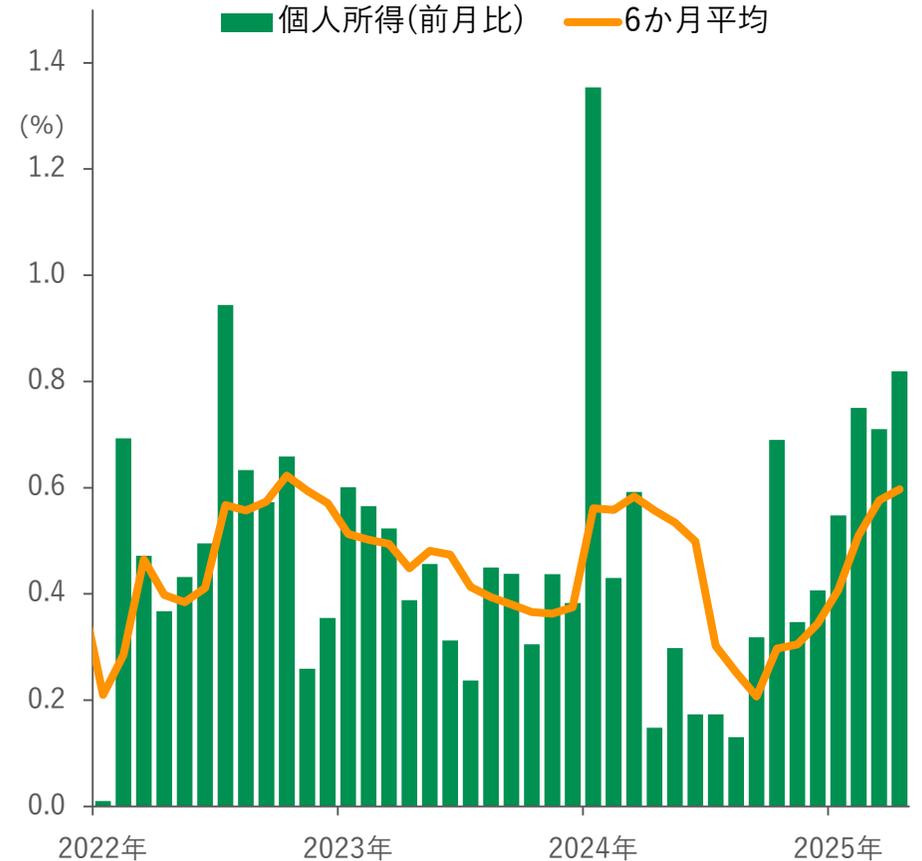
労働市場は軟化も底堅い賃金が消費を支える

労働市場には軟化がみられる一方で、賃金は底堅く推移していることから、個人消費を下支えする状況が続く

労働市場は軟化



賃金の底堅さが消費を支える



出所：Bloomberg、各種報道

国内の景況感は悪化も春闘が下支え

関税の影響により景況感は悪化するも、国内の春闘は前年の伸びを上回る伸び賃金の伸びを受けた個人消費が国内景気を下支えしよう

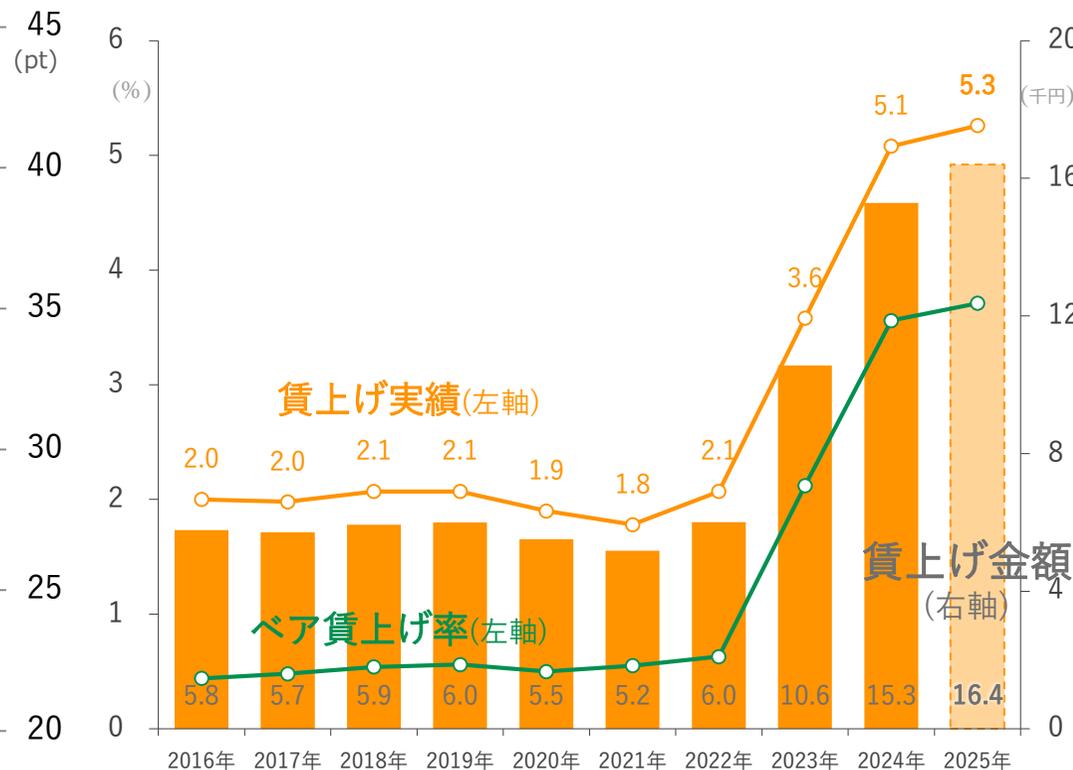
景況感はトランプ関税で悪化

トランプ関税を受けて景況感は悪化も5月には持ち直しか



春闘

2025年の春闘賃上げ率は5.3%と、好調だった2024年を上回る高水準となっている



出所：総務省,厚生労働省

関税により日米は政策ジレンマに直面

トランプ関税により、“インフレ圧力”と“景気減速”という二重のリスクに晒される中、中銀は政策変更にも慎重に臨まざるを得なくなる“政策のジレンマ”に直面。

Tariff
(関税)

Inflation Pressure
(インフレ圧力)

『二重のリスク』

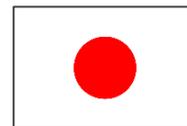
Economic Slowdown
(景気減速)

Policy Dilemma
(中銀の政策ジレンマ)



「発表された大幅な関税引き上げが維持されれば、インフレ加速と経済成長減速、そして失業増加をもたらす可能性が高い」「インフレへの影響は短期的なものにとどまる可能性もあるが、より根強いものになる可能性もある」

→9月利下げへ



各国の通商政策等の今後の展開やその影響を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性はきわめて高く、その金融・為替市場やわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。

→10月利上げへ

強硬路線 → 現実路線へ

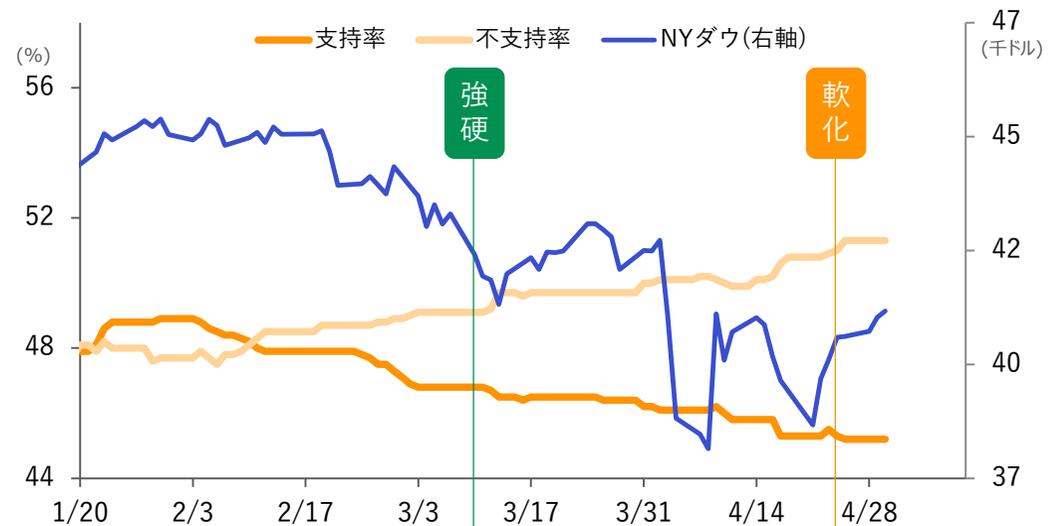
トランプ政権1期目は、対外的に強硬な姿勢で始まったが、次第に交渉や合意を重視する現実路線へと移行。今期においても支持率・株価が低迷したタイミングで姿勢を軟化させており、前期を踏襲している。

トランプ政権1期目

強硬路線で幕を開けたトランプ政権1期目は、「ディール」を重ねながら、徐々に現実路線へ。

	政策行動	概要	
2017	TPP離脱通知	TPPからの脱退	強硬 路線
	パリ協定脱退表明	気候変動枠組みからの脱退	
	NAFTA再交渉開始	北米自由貿易協定 (NAFTA) の見直し通告	
2018	鉄鋼・アルミ関税発動	鉄鋼25%・アルミ10%関税を国家安全保障理由で発動	↓
	対中関税発動 (米中貿易戦争を開始)	相互に関税合戦。第3段までの対中関税を発動。	
	USMCA署名	新NAFTA (USMCA) に署名	
2020	米中合意署名 (米中貿易戦争は終結)	①知的財産②技術移転③食品・農産品の貿易取引など、7項目で合意	現実 路線

今期も強硬→現実路線は続く



トランプ大統領
「リセッション予想せず」
「株価は気にしていない」
ベッセント財務長官
「米経済のデトックスの期間」

トランプ大統領
「対中関税は145%から下がっていく」
「中国とは良好な合意を結ぶつもり」
ベッセント財務長官
「中国との対立は長く続かず」

出所：総務省、厚生労働省

日米の金融政策の方向性の違い

世界との金融政策の方向性の明確な違いが円高材料へ
日米金利差の縮小に伴い、ドル/円に円高圧力

日本：利上げ・米国利下げの組み合わせ

利上げの日本と利下げの主要国、双方向から金利差が縮小



新興国通貨キャリーと「有事のドル買い」

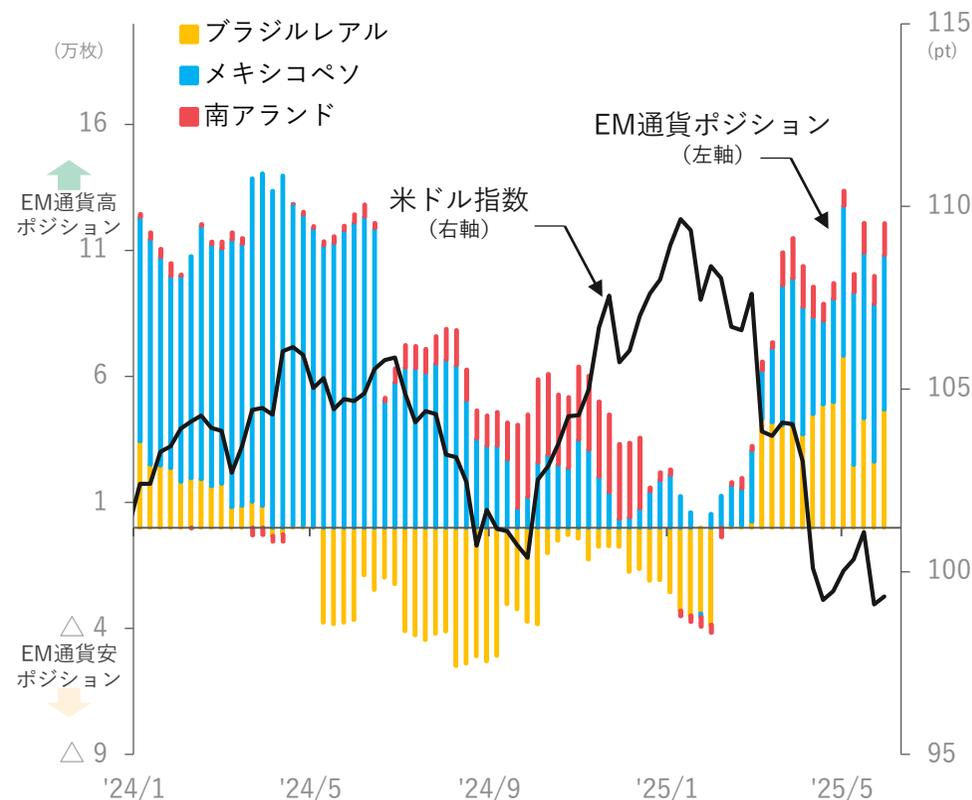
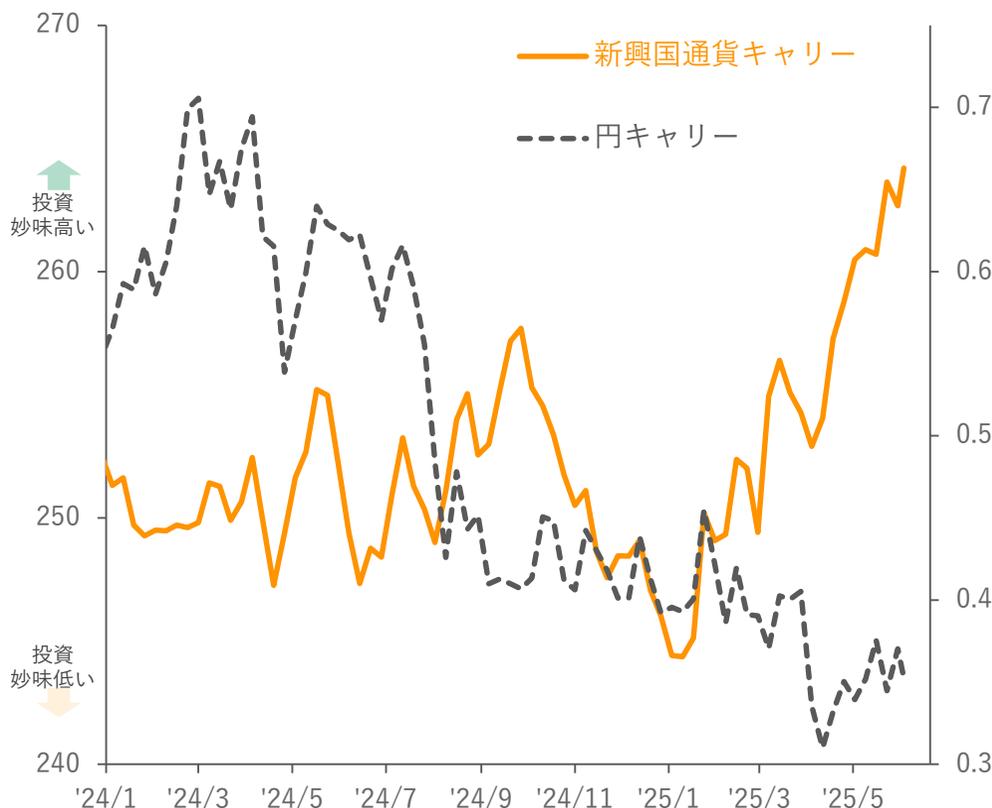
ドルの先安観や新興国の高金利、通貨ボラティリティの低下を背景に、キャリートレードが活況。新興国通貨へのポジションが積み上がる中、「有事のドル買い」が起こりやすい地合いとなっている。

キャリートレードは円から新興国通貨へ

ドル買い/円売りキャリートレードが下火になる一方で、新興国通貨買い/ドル売りのキャリートレードが盛り上がり

投機筋の新興国通貨ポジション

投機筋のEM通貨ポジションは高水準に積み上がっており、リスクオフのタイミングでは「有事のドル買い」が誘発されやすい

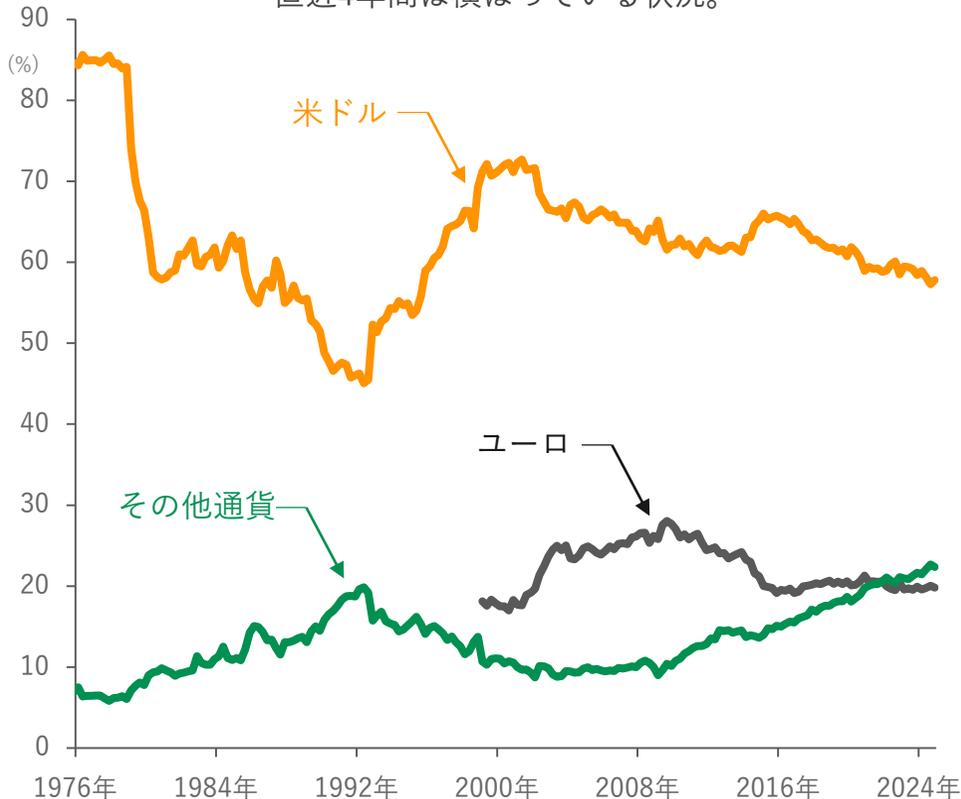


ドル離れは不可避？それでもドルが基準通貨

外貨準備に占めるドルの比率は低下傾向ながら、足元では横ばい。
米国の経済規模を背景に、ドルの基軸通貨としての地位は維持されている。

外貨準備に占める通貨の割合

ドルシェアを2000年末の70%台から低下傾向も、
直近4年間は横ばっている状況。



米国の経済規模は世界最大

従来2020年代後半とされていた中国の経済規模が
米国を上回る時期は、コロナ後の景気低迷を受けて後ろ倒し

	中国の経済規模が 米国を上回る時期
IMF	2035年以降
OECD	中国の成長鈍化が 長期化する可能性を指摘 (年は明示せず)
内閣府	2030年代後半以降
経産省	<u>2033年に中国が上回った後、 2056年に再逆転</u>
日本総合研究 センター	<u>2036年以降も 上回ることはない</u>

出所：IMF WEO2025年4月号, OECD Economic Outlook 2025, 通商白書2022, 内閣府ESRI 報告書, JCEAアジア経済中期予測2022, Bloomberg

国内成長期待低下→海外投資の加速

日本の人口・生産年齢人口の減少が進み、国内の期待成長率が低下するに伴い、収益性の高い海外投資が加速。結果的に円安要因になるものと思われる。

2020年を1とした人口の相対推移

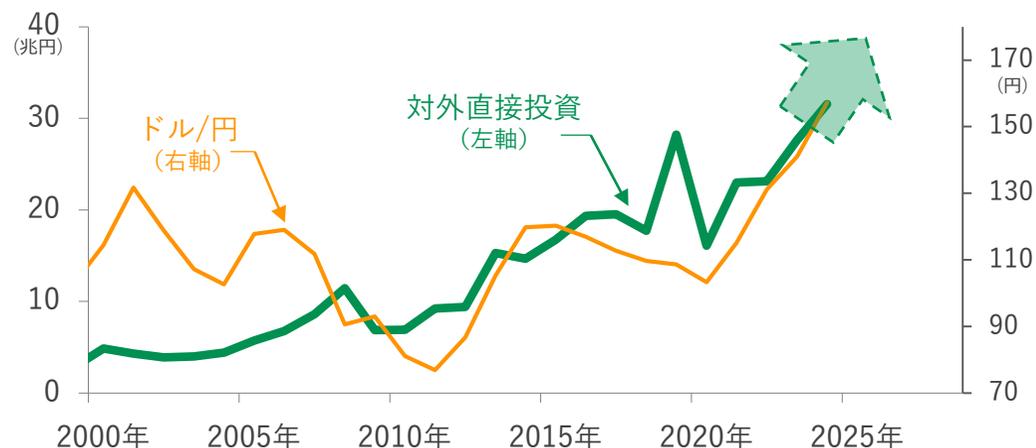
日本の人口減少率は92か国中84位に位置。
世界的に見ても人口減少の進行ペースが速い。

Ranking	LocationName	2020年 人口(千人)	2020=1とした場合 の人口比	
			2070年	2100年
1	Democratic Republic of the Congo	94413	3.31	4.55
2	Angola	32921	3.23	4.54
3	Somalia	16332	3.16	4.12
4	Chad	16936	3.16	4.10
5	Niger	23328	3.07	3.89
6	United Republic of Tanzania	60051	3.06	4.36
7	Mali	21380	2.92	3.70
8	Mozambique	30324	2.77	3.43
9	Afghanistan	38430	2.67	3.38
10	Zambia	18787	2.67	3.42
83	Italy	60041	0.73	0.59
84	Japan	126575	0.72	0.61
85	Poland	38219	0.71	0.51
86	Greece	10715	0.71	0.59
87	China	1425436	0.71	0.45
88	Romania	19453	0.70	0.56
89	Cuba	11189	0.69	0.50
90	Republic of Korea	51826	0.67	0.42
91	China, Taiwan Province of China	23680	0.64	0.43
92	Ukraine	44836	0.55	0.34

2020年1月1日時点で総人口1千万以上の国・地域について。

海外投資の加速

国内市場の縮小が進む中、日本企業の海外投資が加速。
連動性の高いドル/円には中長期的な円安圧力の継続が想定される。



参考：経常収支の発展段階説

	未熟 債務国	債務国	債権国へ 移行	成熟 債権国	超成熟 債権国
特徴	経済発展初期 資本財輸入が 多い	生産力が向上、 輸出が増加	海外投資が 増加	海外資産からの 収益が主	海外資産の 取り崩しを開始

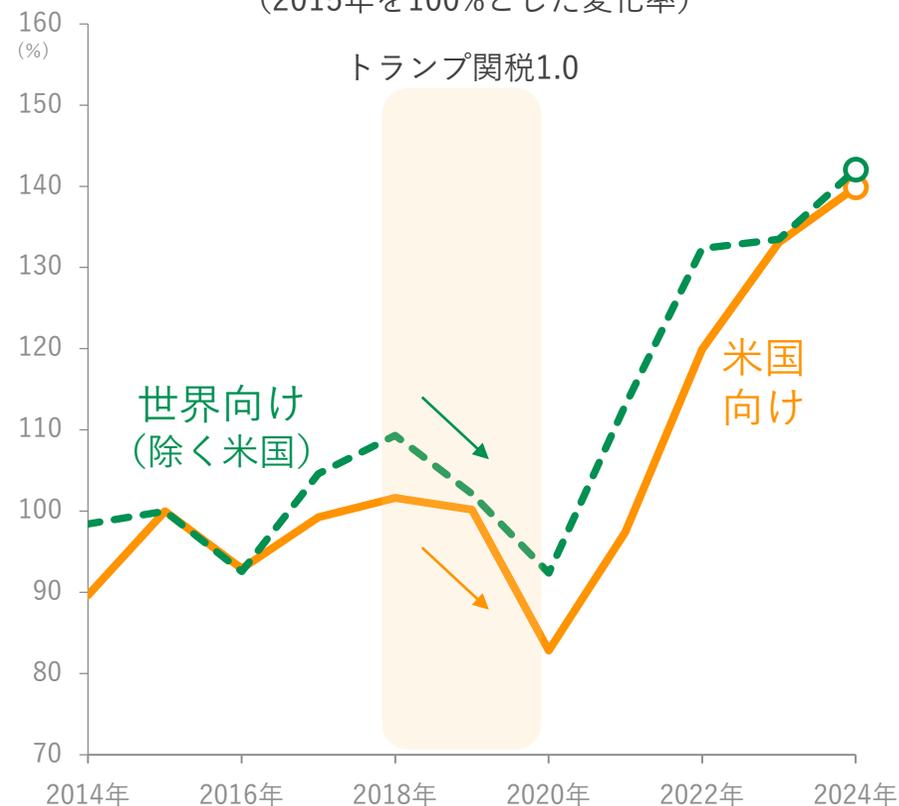
出所：United Nations, World Population Prospects 2024,財務省HP,Bloomberg

「トランプ関税1.0」の日本企業の行動

第1次トランプ政権下(18-19年)では対米輸出が低迷した一方、対米直接投資が進み、後のドル高要因に今回も関税回避策として日本企業が同様の対応をとる可能性。

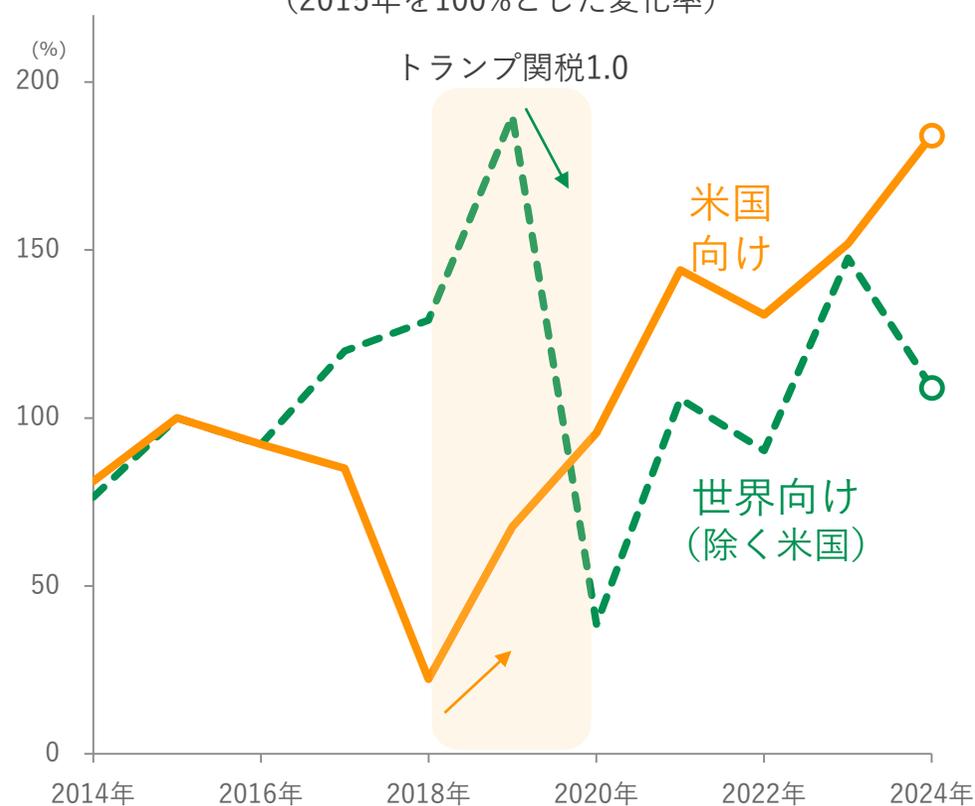
日本→対米輸出

世界的な景気の不透明感・米中貿易戦争を受け当時の輸出は頭打ち
(2015年を100%とした変化率)



日本→対米直接投資

「対米直接投資」:企業の買収や現地法人の設立などの投資のこと
(2015年を100%とした変化率)



出所: Bloomberg、各種報道

25年も続くNISAを通じた円安圧力①

新NISAを通じた個人マネーの多くは海外資産へ流入しており、恒常的に円安圧力が発生。



貯蓄から
投資へ

投信への資金流入が
過去最高

流入額:16兆円(前年比+89%)
純資産残高:246兆円(前年比+20%)

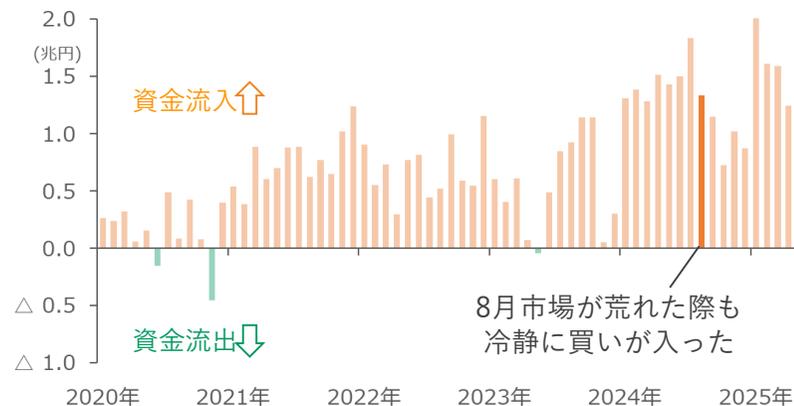


資産は
海外へ

海外資産に投資する
投信への流入額が

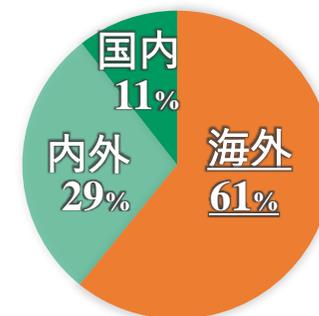
約 6 割

【株式投信(ETF除く)への資金流入推移】



【2024年資金流入内訳】

国内外へ投資する投信も踏まえると、
海外資産への投資割合は9割程度



出所：各種報道、投資信託協会、Bloomberg

25年も続くNISAを通じた円安圧力②

個人の含み益が膨らむにつれ、円高方向のエネルギーが蓄積される一方、3割を占めるつみたて投資枠の存在や貯蓄から投資への流れが続くことから、今後も円安圧力が継続する見通し。

円安圧力発生

無視できない大きさの
円安圧力

今後は…

円安圧力の
継続

含み益増加 → 利益確定・売り → 円高圧力のマグマが蓄積

しかし…

- ・ つみたて投資を継続
- ・ 貯蓄から投資へ

円安圧力は継続

【投信による海外株の取得金額とドル/円】

2024年は年間10兆円以上の海外株を買い越し



1日当たり過去最大の介入額：**5.9兆円**を超える水準
(2024/4当時は1日で**5.6円**の円高進行)

出所：各種報道、投資信託協会、Bloomberg

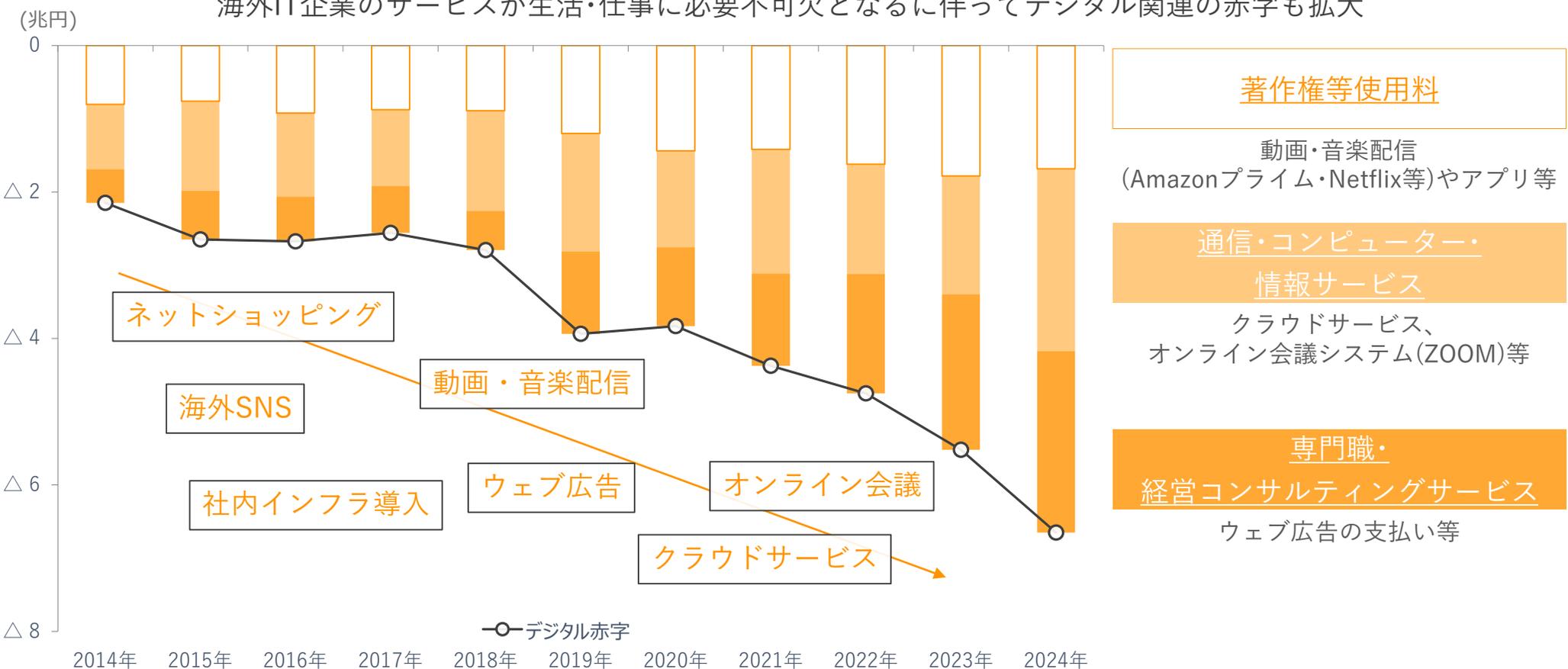
「デジタル赤字」 拡大中（円安要因）

デジタル技術・サービスに関し海外に支払う「デジタル赤字」※が拡大（主要国で日本のデジタル赤字は最大）
人口減少・少子高齢化が進む中、生産性の向上にはAIの活用・システム化が必須であり、今後も拡大が続く見通し

※日銀レビュー内の分類に基づく

デジタル赤字の推移

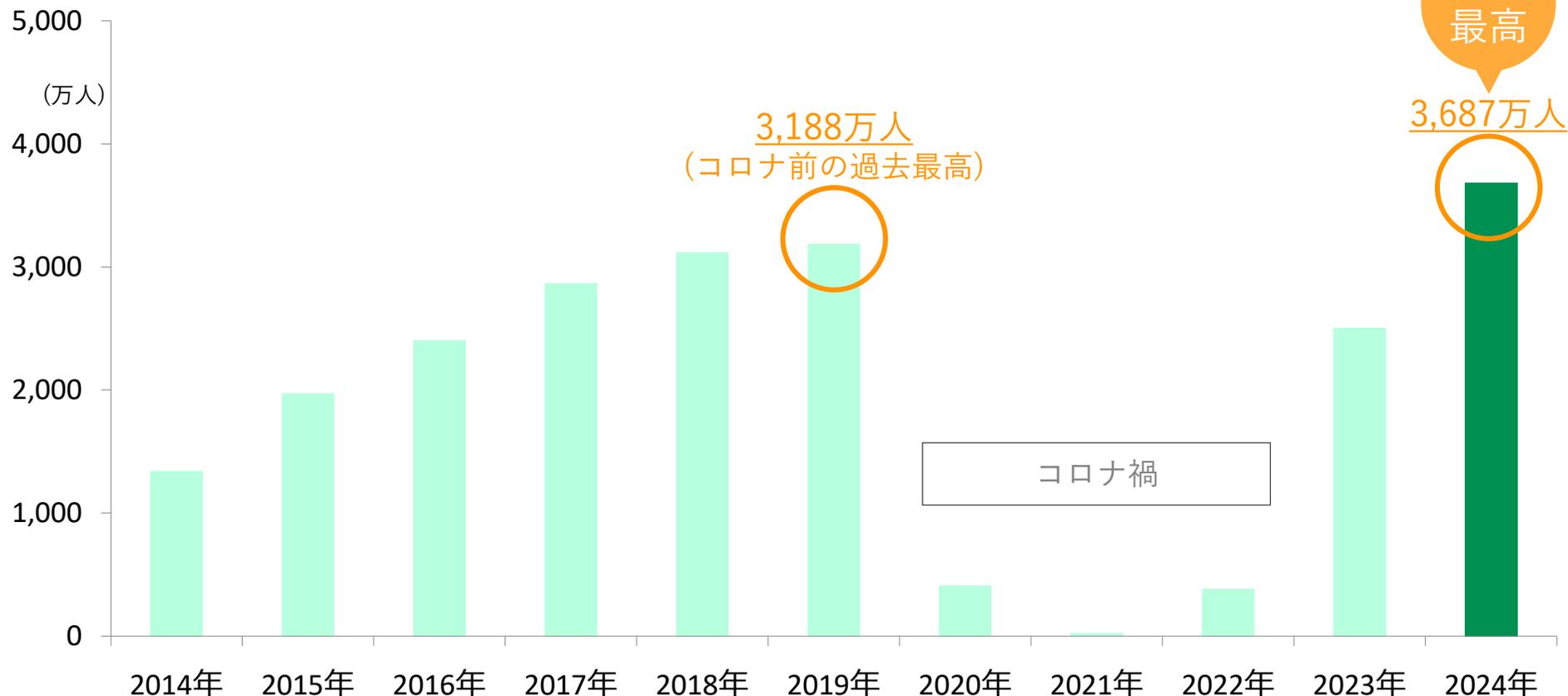
海外IT企業のサービスが生活・仕事に必要不可欠となるに伴ってデジタル関連の赤字も拡大



訪日外客数は過去最高を更新（円高要因）

2024年の訪日外客数は過去最高を更新、旅行収支の黒字が拡大し、為替市場には円高要因。
先行きは既に問題視されているオーバーツーリズムや人手不足により、徐々に伸び率が鈍化すると予想。

訪日外客数の推移 （年間）

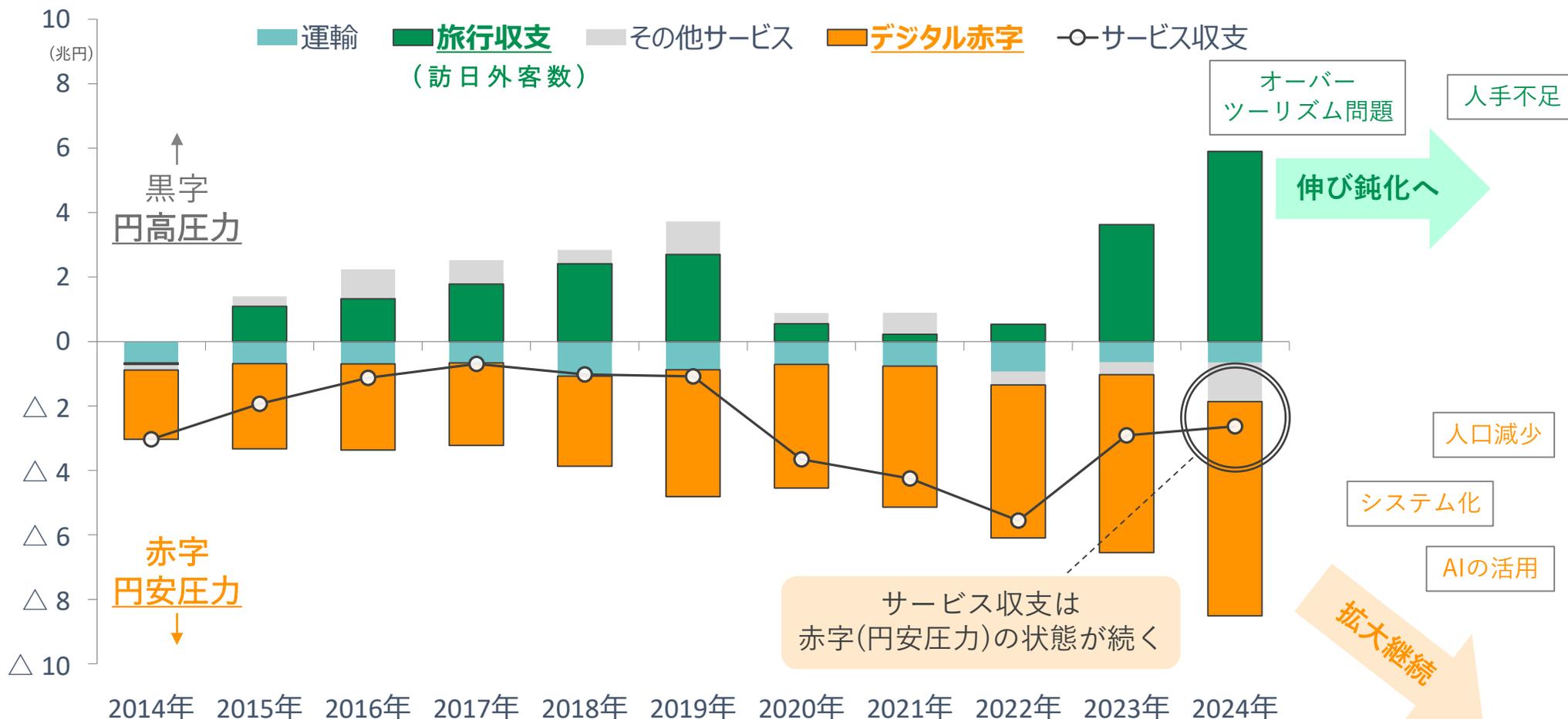


出所:日本政府観光局（JNTO）

訪日外客数の回復 < 「デジタル赤字」

訪日外客数増加を受けた旅行収支よりも、「デジタル赤字」の定着が大きく、サービス収支は赤字の状況

サービス収支の推移

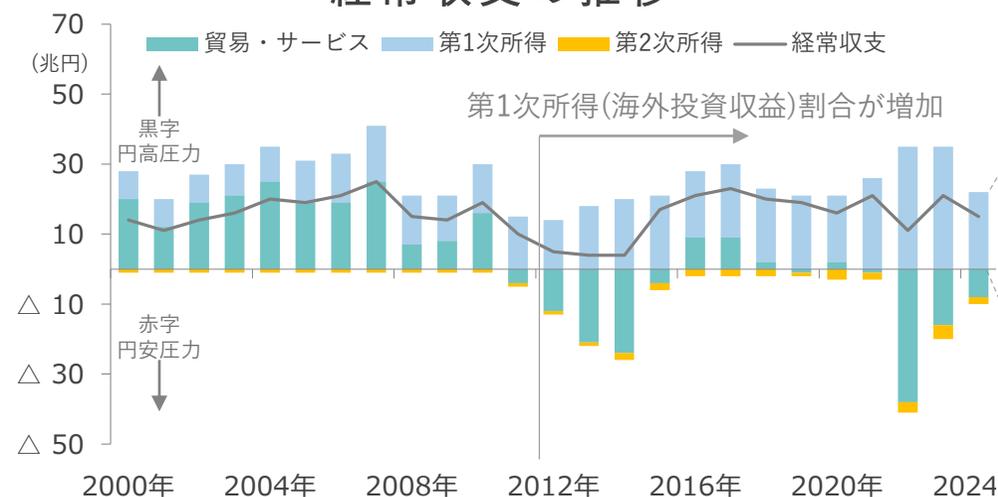


出所:日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」より当社作成,Bloomberg

経常収支にみる日本の「稼ぎ方」の変化

2022年以降の円安の大きな要因は日本からの円の流出
経常黒字の中身は円に還流されにくい収益の割合が大きい

経常収支の推移



第1次所得23.6兆円

証券投資
収益
8.6兆円

再投資収益
6.2兆円

海外の有価証券に
投資して得た収益

子会社等が
配当として還元しない収益

第1次所得の

約6割が必ずしも円転しない黒字
円高要因になりにくく、
実質は円安圧力の可能性

海外現地法人の内部留保残高

海外での収益の多くは現地に滞留、国内に還流しづらい状況

2012年

2022年

第一次所得

14兆円

+1.5倍

22兆円

現地法人の
内部留保

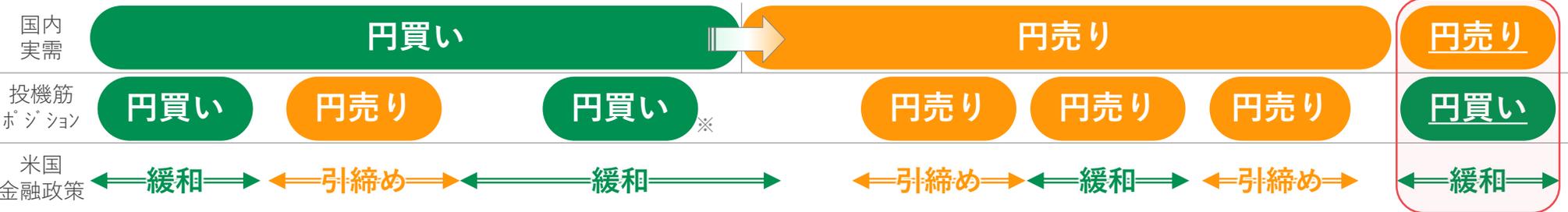
28兆円

+1.9倍

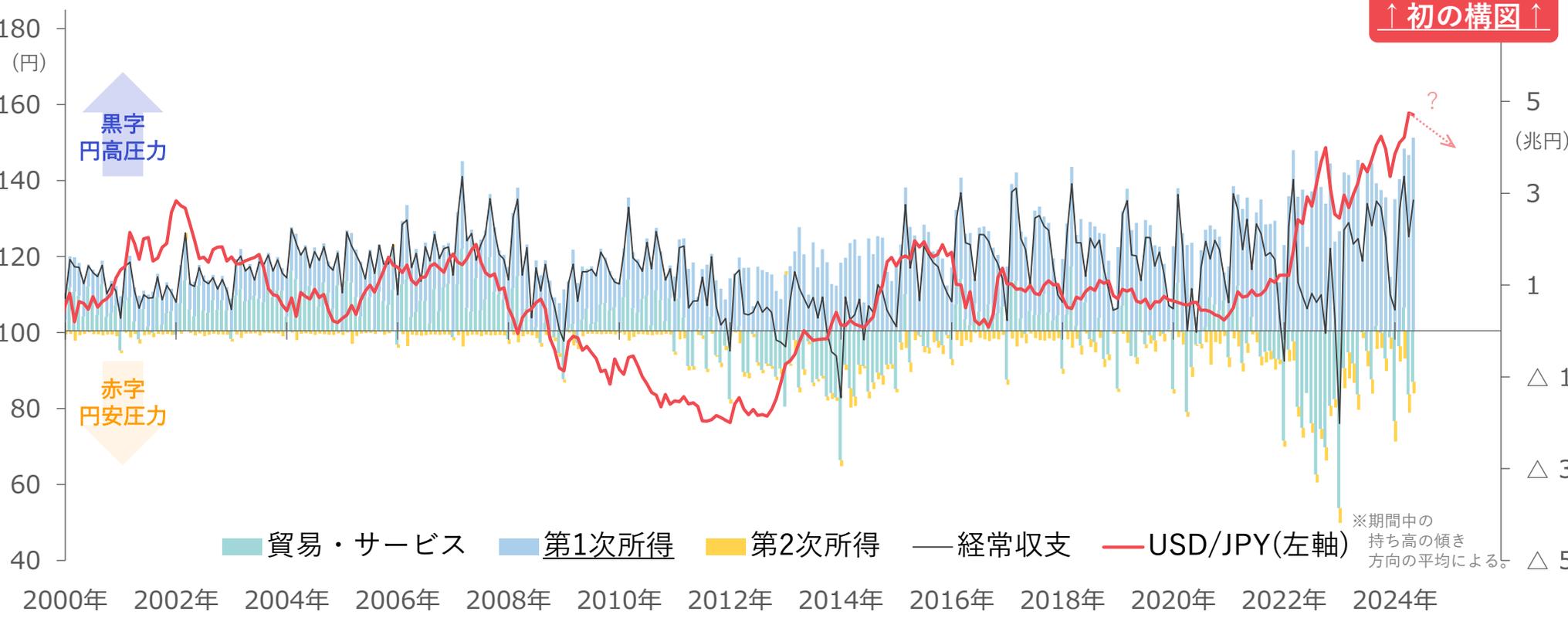
55兆円

出所:経済産業省HP、Bloomberg

初の構図: 投機筋「円買い」 vs 実需「円売り」



↑ 初の構図 ↑



※期間中の持ち高の傾き方向の平均による。

出所: Bloomberg

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、当社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされますようお願いいたします。



～トピック集～

中東情勢

ウクライナ戦争

米関税の影響

トランプ関税2.0

米中貿易戦争を受けたドル/円の反応

大型減税の実現は年末に駆け込み？

「セクション899」が懸念される

マールアラゴ合意

為替に振り回されるのは日本の特色？

各国の利下げ予想

円キャリーは下火/投機筋は円高予想へ

欧州

中国

今気になる トピック集

中東情勢

イスラエルイラン核施設空爆は地政学リスクを高めるが、米国の参戦により戦力差は明白
イランによるホルムズ海峡の封鎖が世界的なリスクシナリオ

イスラエル

VS

イラン

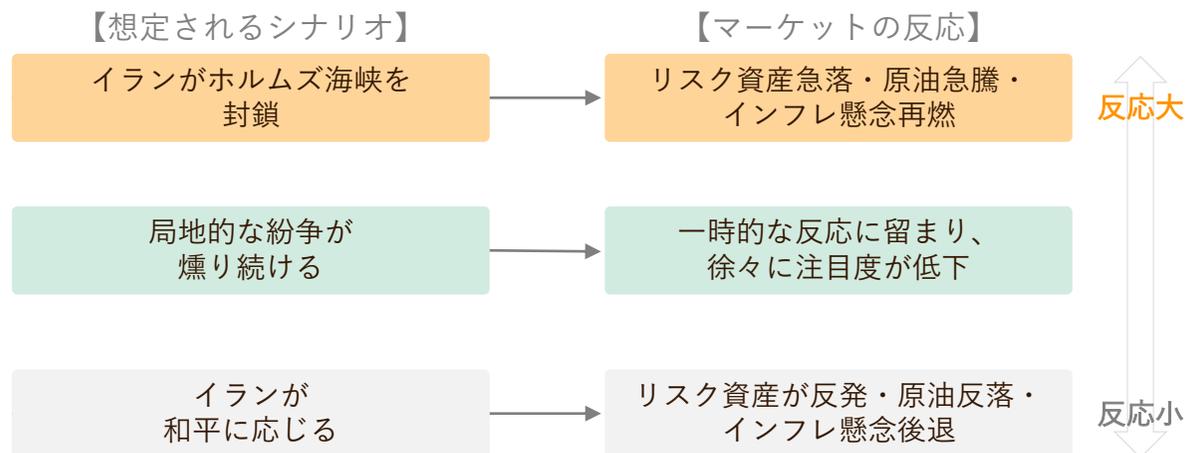
常備軍17万人、予備役45万人	戦力	常備軍52万人、予備役35万人
高性能（F35等）	兵器	数が多いが旧式が大半
米国など	支持する国	立気味

懸念は原油価格

世界の原油輸送量の20%を占める
ホルムズ海峡の封鎖が懸念される



想定されるシナリオ



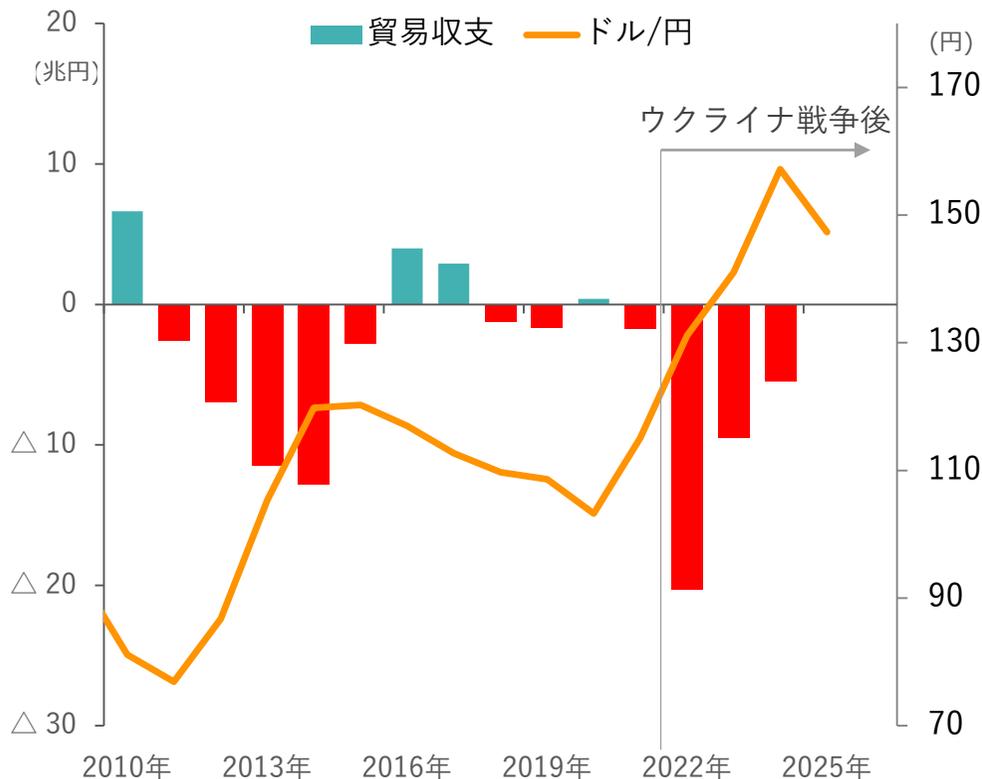
出所：Bloomberg,各種報道

ウクライナ戦争

2022年のウクライナ戦争から、貿易収支の拡大に伴い円安が一段と進行
同戦争が終結した場合にはインフレ懸念・地政学リスクが後退しよう

一段の貿易赤字・円安の一因に

ウクライナ戦争を機に急騰した商品価格を背景に
貿易赤字が拡大、円安が一段と進行した



終結した場合

商品価格の下落によるインフレ懸念後退と、地政学リスクが後退。
特に欧州通貨の支援材料になろう

リスクプレミアムの縮小	<ul style="list-style-type: none"> 地政学的リスクの低下により、株価の上昇要因に 債券市場では安全資産への需要が減少し、利回りが上昇の可能性
エネルギー・食料価格の安定	<ul style="list-style-type: none"> ウクライナの穀物と、ロシアのエネルギー供給が徐々に再開 価格が安定し、インフレ懸念が後退
復興需要による経済刺激	<ul style="list-style-type: none"> ウクライナのインフラ復興に向けた国際的な投資が活発化 建設・資材・エネルギー関連企業にとっては追い風。
為替市場の反応	<ul style="list-style-type: none"> 安定通貨（米ドル・円）への逃避が減少 地理的にも近い地政学リスクが後退することから、欧州通貨が上昇

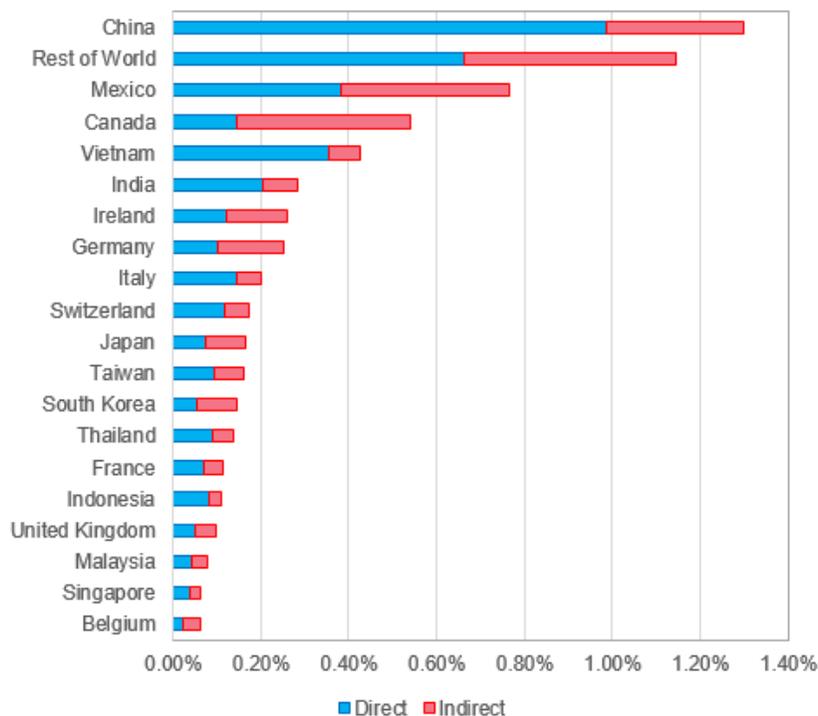
→ユーロ買い/円買い/ドル売り材料となるも、
クロス円の底堅さがドル/円の下値を支える。

出所：Bloomberg,各種報道

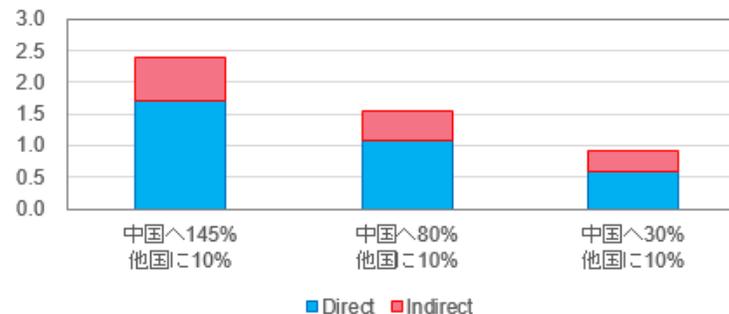
米国関税の影響： 関税による米国インフレ押し上げ効果は+0.6%pt程度と推計

- コアPCEに対する直接輸入と間接輸入の寄与度を、国別に確認した。この数値をもとに、関税率をかけると、簡易的ではあるが、PCEコアインフレ率への影響が試算できる。なお、企業のマークアップ率(商品のコストに対して、販売業者が上乘せする利益)考慮に当たって、関税は米輸入業者が負担すると仮定した。これは2018年に課された関税の引き上げで観察されたものと一致する (Fajgelbaum et al. 2019; Amiti, Redding, and Weinstein, 2019; Cavallo et al. 2021)
- 「中国に60%の関税を課し、その他の国に10%の関税を課す」シナリオでは、インフレ押し上げ効果は0.6%pt~1.0%ptと見積もられた
- 関税がインフレ率に及ぼす第1ラウンドの影響を、数量を一定に保ったままにしている(つまり、部分均衡の下での影響を計算している)点に注意されたい。言い換えれば、価格が変動しても需要は一定であり、消費者は異なる製品や異なる国の類似製品に置き換えることはないと仮定している。また、報復措置、国内外の金融政策、為替レートに関連するものを含む一般均衡効果は、経済やインフレに抑制的とみられるものの、影響は考慮されていない。すなわち、これらの試算結果はあくまで、短期的な効果で、しかも上値目途として意識すべきであるということである

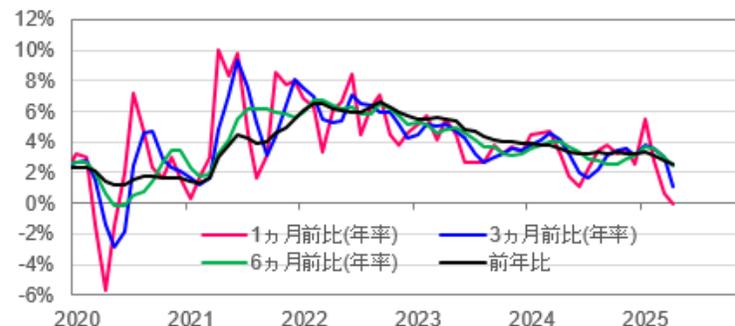
図表：コアPCEに対する直接輸入と間接輸入の寄与度(国別)



図表：米インフレ率の押し上げ効果

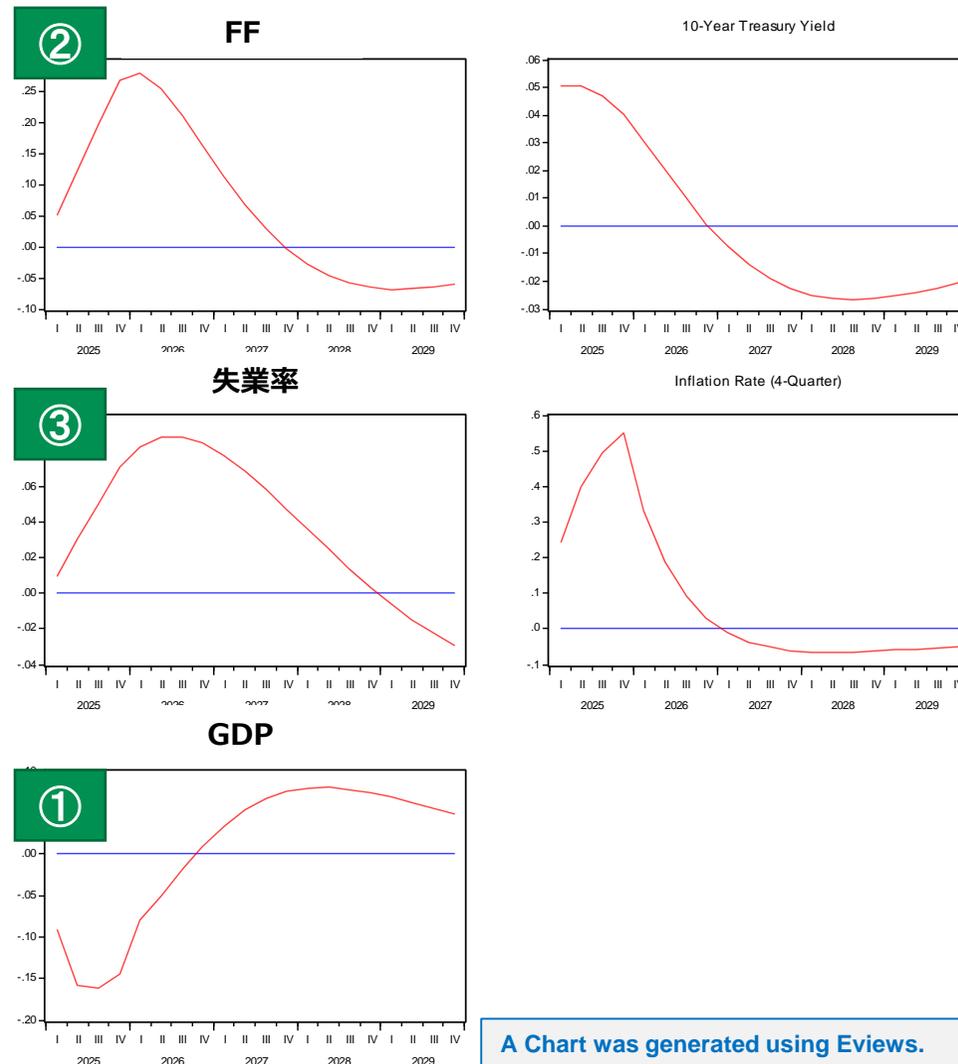


図表：コアCPIのトレンド



米国関税の影響： 関税による米国GDP押下げ効果は+0.15%pt程度と推計

Macroeconomic Effects of Tariff Shock



A Chart was generated using Eviews.

■本稿で行った分析の概要

前頁の試算をもとに、FRB/USモデルを使用して、インフレ率が0.6%pt上昇するショックが生じた際の影響をシミュレートした。要点を述べると、次の3つにまとめられよう(右表)

- ① 景気の底は2025年Q2～Q3とみられる。GDP成長率は0.15%pt程度落ち込む
- ② FRBは2026年Q1にかけて1回～1.5回の利上げを行う
- ③ 失業率は2026年Q2～Q3にかけて0.1%pt程度上昇する

■留意点

- ① 関税がインフレ率に及ぼす第1ラウンドの影響を、数量を一定に保ったままにしている(つまり、部分均衡の下での影響を計算している)点に注意されたい。言い換えれば、価格が変動しても需要は一定であり、消費者は異なる製品や異なる国の類似製品に置き換えることはないと仮定している。また、報復措置、国内外の金融政策、為替レートに関連するものを含む一般均衡効果は、経済やインフレに抑制的とみられるものの、影響は考慮されていない。すなわち、これらの試算結果はあくまで、短期的な効果で、しかも上値目途として意識すべきであるということである
- ② 労働市場が減速する中、インフレ抑制に主眼を置き、FRBが利上げを行うか否かという点である。この点は現時点では判断が難しいため、あくまでワーストケースと認識しておくべきであろう

■結論

- ① 上述②で議論しているFRBが利上げ実施というようなワーストケースの場合でも、GDP成長率は0.15%pt程度しか悪化しないことを考えると、米経済は減速基調となるも、ソフトランディングするシナリオが妥当であろう

米国関税の影響： 日銀利上げタイミングの摸索は日米政府の関税交渉次第

日銀は「見通しどおりであれば利上げ」との姿勢を維持しているが、公表した景気見通しからは慎重になっていることが明らか
トランプ大統領は交渉の焦点は上乗せ関税分の削減であるとのスタンスであり、関税の全面的な回避は困難
短観（7月1日）、GDP（8月15日）の他にも、米国向け輸出を含めた貿易動向の詳細を注視していく必要

大きく下方修正された日銀の景気見通し

米政府間交渉は厳しい結果になる可能性

単位：%	2025年度の見通し			2026年度の見通し			2027年度の見通し		
	実質GDP	コアCPI	コアコアCPI	実質GDP	コアCPI	コアコアCPI	実質GDP	コアCPI	コアコアCPI
展望レポート									
2024年1月	1.0	1.8	1.9						
2024年4月	1.0	1.9	1.9	1.0	1.9	2.1			
2024年7月	1.0	2.1	1.9	1.0	1.9	2.1			
2024年10月	1.1	1.9	1.9	1.0	1.9	2.1			
2025年1月	1.1	2.4	2.1	1.0	2.0	2.1			
2025年5月	0.5	2.2	2.3	0.7	1.7	1.8	1.0	1.9	2.0

- 25年度と26年度の成長を下方修正
- 26年度にはインフレが目標以下

ベストシナリオ：
金融市場の混乱などでトランプ大統領が相互関税政策を翻意し、少なくとも上乗せ分の関税を撤回
⇒ 経済・金融市場が正常化へ

次善シナリオ：
各国が利害関係各所を調整し、米国のデールを部分的に受け入れ、米国産品の輸入拡大と貿易赤字の縮小を約束し、上乗せ分の関税を縮小・撤回
⇒ 関税交渉が再開されるリスクを残しながらも、経済・金融市場は徐々に正常化へ

ワーストシナリオ：
各国の利害関係各所の調整がまとまらず、交渉が決裂し、各国に対する上乗せ関税が発動
⇒ 中間選挙（26年11月）で共和党の議会独占が解消されるまでは混乱が長期化

自動車が対米輸出の主要品目であり、日米の交渉が英国のように次善シナリオに近い結果になるかは予断を許さない

「トランプ関税2.0」

トランプ関税2.0は減税政策の「財源」に充てる為、ある程度の発動は避けられない公算
懸念されるのは自動車関税や相互関税で、米インフレ再燃やグローバルな景気下押しが懸念される

主なトランプ関税2.0

1月の大統領就任以降、関税を順次発動・公表

2月	<ul style="list-style-type: none"> カナダ・メキシコに関税を発表後、1か月間の延期を表明 中国に10%追加関税を発動
3月	<ul style="list-style-type: none"> カナダ・メキシコに25%の追加関税を発動 中国に10%の追加関税を発動 アルミ・鉄鋼関税を発動
4月	<ul style="list-style-type: none"> 自動車関税の発動 相互関税の導入

「財源」としての関税

トランプ大統領「関税で多額のお金が入ってくる」
ナバロ上級顧問「関税は減税議論の重要な部分」
ハセットNEC委員長「対中関税は10年間で5,000億~1兆ドルを生み出す」

減税政策には今後10年間で7~16兆ドルの追加の財政負担増
→減税のための安定財源として、関税収入を充てる方針

懸念される関税

自動車関税・一律関税の導入がリスク

自動車関税

・ 前は発動を見送り
・ 圧力を受けた日本等が貿易交渉を迫られた

相互関税

全ての国に非関税障壁(補助金や為替レート等)を含めた関税率の引上げ

交渉材料として使用？
発動されれば、日本・EU等を中心に景気下押し

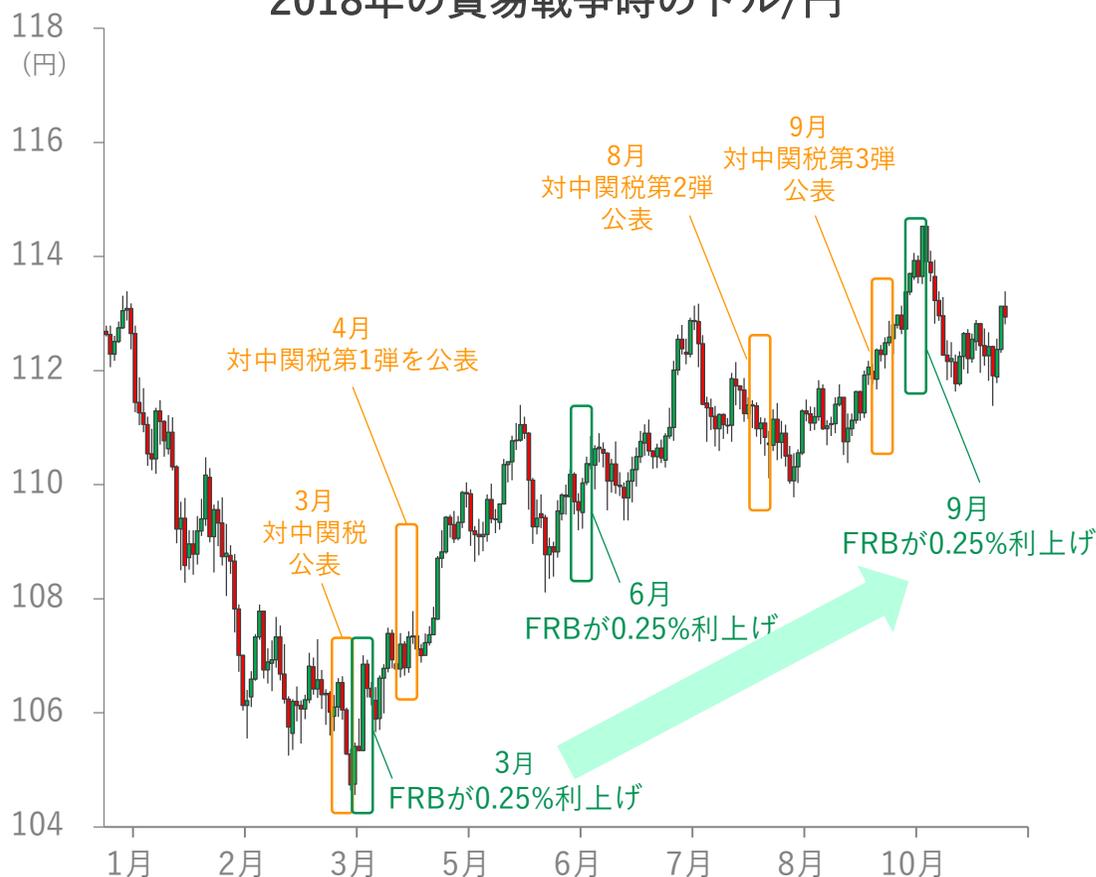
全品目への課税には法的・事務手続きに壁。
実際の発動規模は縮小？

出所: Bloomberg、各種報道

前回の米中貿易戦争を受けたドル/円の反応

トランプ政権1期目の貿易戦争の激化を受け、為替相場はリスクオフの円高で反応
しかしながら、ドル/円の大きな方向性は金融政策によって決定づけられてきた

2018年の貿易戦争時のドル/円



2019年の貿易戦争時のドル/円



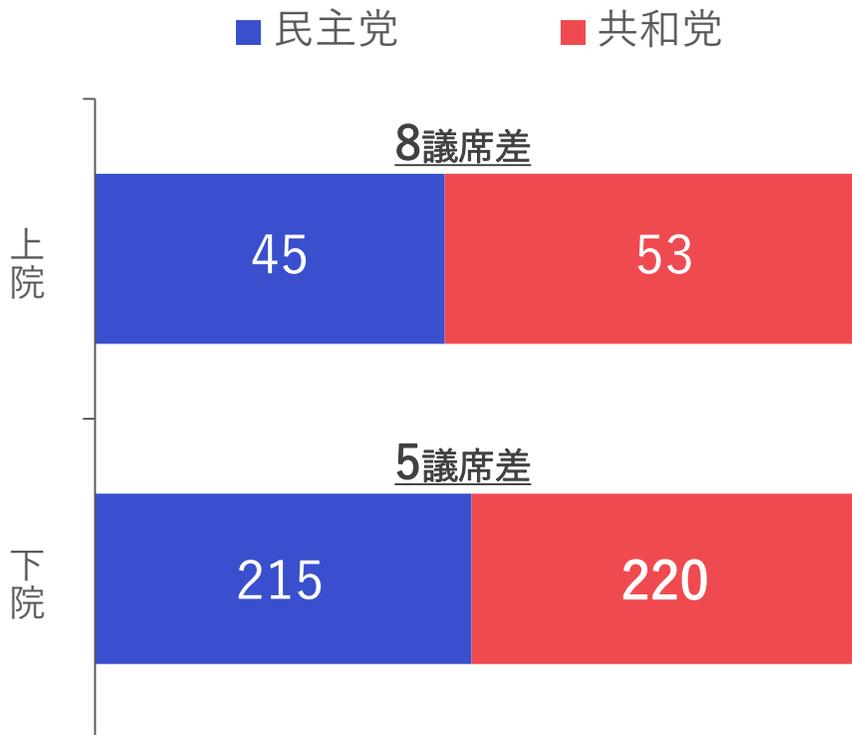
出所：Bloomberg

大型減税の実現は年末に駆け込み？

影響が非常に大きいとの試算のトランプ減税が成立した場合、ドル高要因となろうが、実際の成立には共和党の議席数や党内調整にハードルがあり、早期成立は困難

現状の議席数

トリプルレッドとなったものの、過半数の議席数は僅差
共和党も一枚岩でない中、法案の成立には協議が必要



大型減税による影響

影響	影響の試算
GDP 押し上げ	移民政策など他の政策とともに実現した場合、2028年までにGDPを最大9.7%押し上げるとの試算
インフレ 押し上げ	上記の条件に基づく2026年までにインフレを最大7.4%押し上げる
財政赤字	今後10年間で財政赤字は最大7兆ドル増加、国債増発の公算

2月上下院を通過した法案

上院	0.34兆ドル (減税政策含まず後回し)	・ 国境対策 ・ 国防費の増額 など
下院	4.5兆ドル	・ 移民・国境対策 ・ 大型減税政策 など

→実現すればドル高材料も、早期成立は困難

出所：ピーターソン国際経済研究所（PIIE）、各種報道

「セクション899」が懸念される

セクション899は、米国外の投資家による米国内所得（配当・利子など）に対し、報復的に追加課税できる仕組み。デジタル課税など、米国に不利な課税を行う国への対抗措置として提案されています。

「セクション899」とは？

- ・米国議会で現在審議中の法案。
- ・外国の投資家が米国で得る配当金や利子などに対し、最大30%の追加課税を可能にする仕組み

制度の概要

対象者	米国外の政府・法人・個人が米国で得る配当・利子などの所得
税率	段階的に最大+20%ポイント上乘せ。 ※キャピタルゲイン（株の売却益）は対象外
日本も対象？	日本が2026/4より導入予定のUTPR（軽課税所得ルール）が問題視される可能性
米国の判断基準	財務省（Treasury Department）が四半期ごとに対象国を見直し、リスト化する

対象となる可能性のある国

（既にDSTやUTPRを導入済み、または導入予定）

フランス、イタリア、スペイン、イギリス、ドイツ、オランダ、カナダ、韓国、インド等

市場への影響

影響	影響の試算
米国からの資金流出	株・債券等からの資金流出に伴い <u>ドル安圧力が発生</u>
市場心理悪化	リスク資産が下落、安全通貨とされる <u>円が先行され、円高圧力が発生</u>
為替介入余地に影響？	日銀・政府の保有する米国債が課税され、 <u>為替介入余地が低下？</u>
企業業績の悪化	グローバル企業の企業業績が悪化。 株価の下落とともに、 <u>リスクオフの円買い。</u>
他国との報復措置の応酬	課税対象の国との間で報復措置の応酬へ発展、 <u>リスクオフの円買い</u>

出所：各種報道

マールアラーゴ合意？

各国がドルの価値を下げるため協調で為替介入を行う「マールアラーゴ合意」が論文に示され話題になった。政治的な側面や各国の中銀の独立性からも実現性は低く、あくまでもテールリスクとしての位置づけ。

論文で示されたロードマップ

トランプ政権高官スティーブン・ミラン氏が2024年11月に発表した論文したロードマップ。

ドル安	ドルの価値を下げて アメリカ製品の輸出を促進
イマココ？ 関税の導入	輸入品に対する関税を 段階的に引き上げ、国内産業を保護
国債の再編	短期の国債を長期の割引国債に交換し、 利子負担を軽減
多国間協力	関税を交渉材料にして、 他国にドル安政策への協力を求める 「マールアラーゴ合意」

マールアラーゴ合意

1985年の「プラザ合意」※と
トランプ氏の別荘「マールアラーゴ」を組み合わせたもの。

※先進国5か国(日・米・英・西独・仏)がドル売り協調介入。
ドル/円は1日で30円程度急落、その後も下落トレンドが続いた。

【プラザ合意の際のドル/円】



米国が「プラザ合意」のように
“ドル売り協調介入”を要請するのはとの観測

出所:各種報道、論文「A User's Guide to Restructuring the Global Trading System」

為替に振り回されるのは日本の特色？

日本は輸出依存度が高いことや想定為替レートを前提に業績予想を立てていることから、海外企業対比で為替に振り回されやすいといえる。

海外企業は日本ほど敏感でない

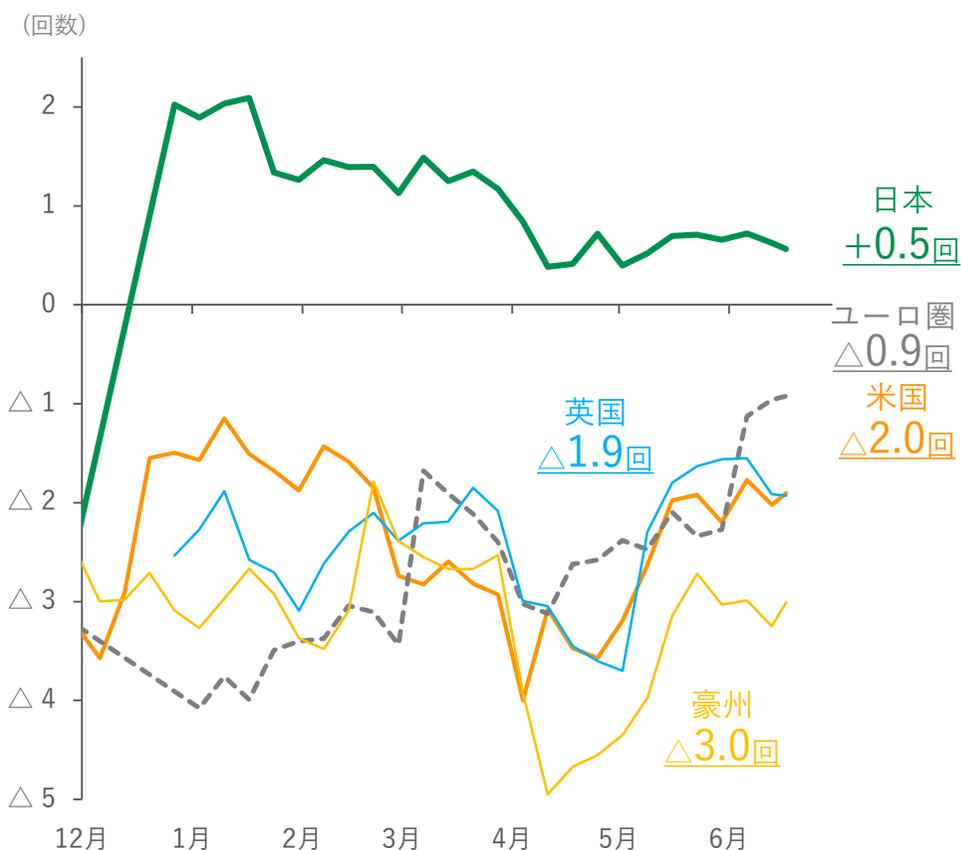
業種や地域によって異なるものの、一般的には日本ほど敏感ではない

	日本	海外
想定為替レート	「決算短信」や「有価証券報告」にて開示	<u>明示的に開示する文化なし</u> 公表するなら Annual Report
為替への感度	輸出入企業で高い	相対的に低い
為替による影響の開示	想定為替レートと 実勢レートの差で開示	「FX IMPACT Disclosure」として 過去実績ベースでの影響分析で開示
為替ヘッジ方針	一部企業が公表	多くの企業が詳細に記載

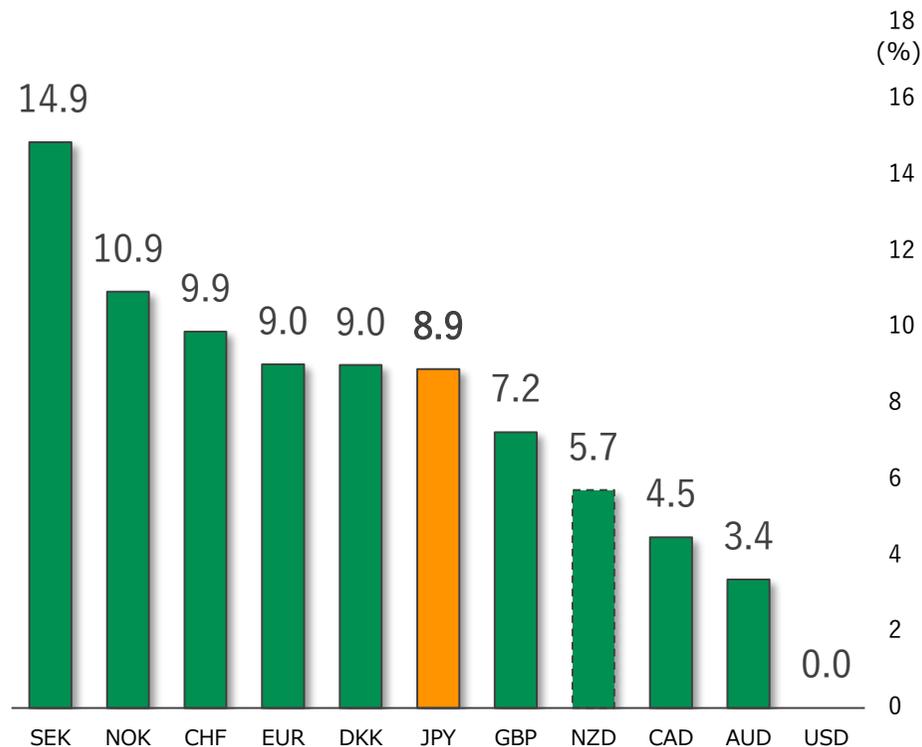
各国の利下げ予想

通貨の強さと連動性が高い市場の利下げ織り込みを鑑みると、ユーロ・円・ポンドが強く、オセアニア通貨、米ドルの順番で強くなるとみられる

年末までの利下げ回数予想



各種通貨の騰落率 (対ドル)

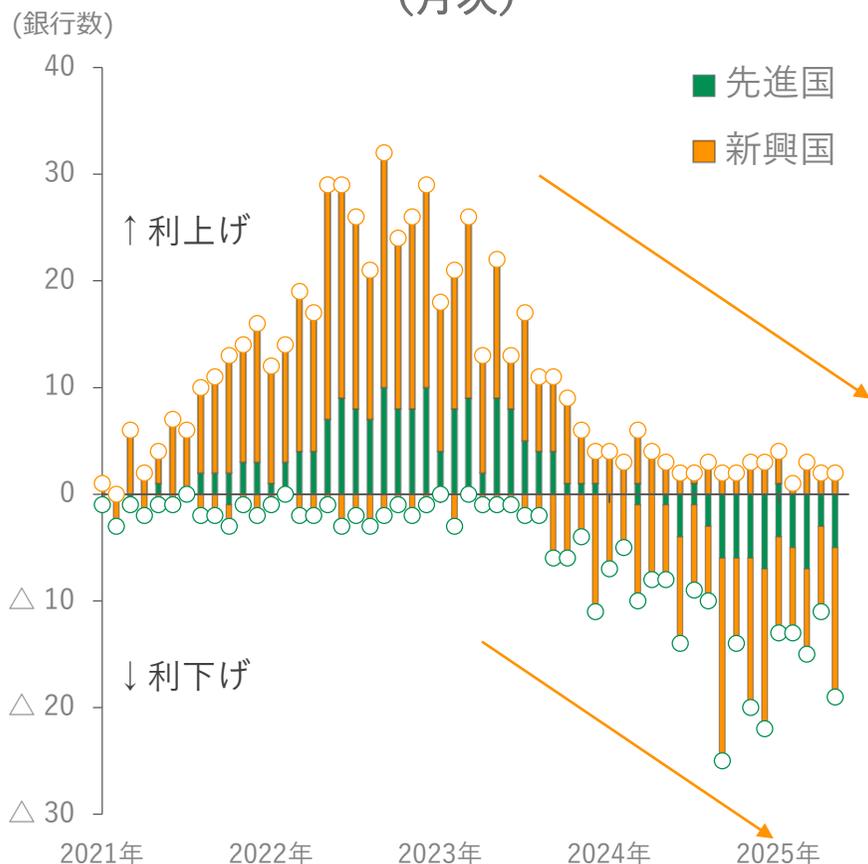


出所：Bloomberg

世界的な利下げ局面の中、日米は様子見姿勢

世界的な利下げ局面に転換してから1年が経過し、ユーロ圏など一部の中銀は終盤戦に突入

世界50中銀の利上げ・利下げ銀行数 (月次)



各国の利下げ予想 (月次)

	利下げ 着手時期	2024年以降 利下げ実施回数
米国	2024/9	3回 (1.00%pt)
ユーロ圏	2024/6	8回 (2.35%pt)
英国	2024/8	4回 (1.00%pt)
カナダ	2024/6	7回 (2.25%pt)
豪州	2025/2	2回 (0.5%pt)

出所：Bloomberg

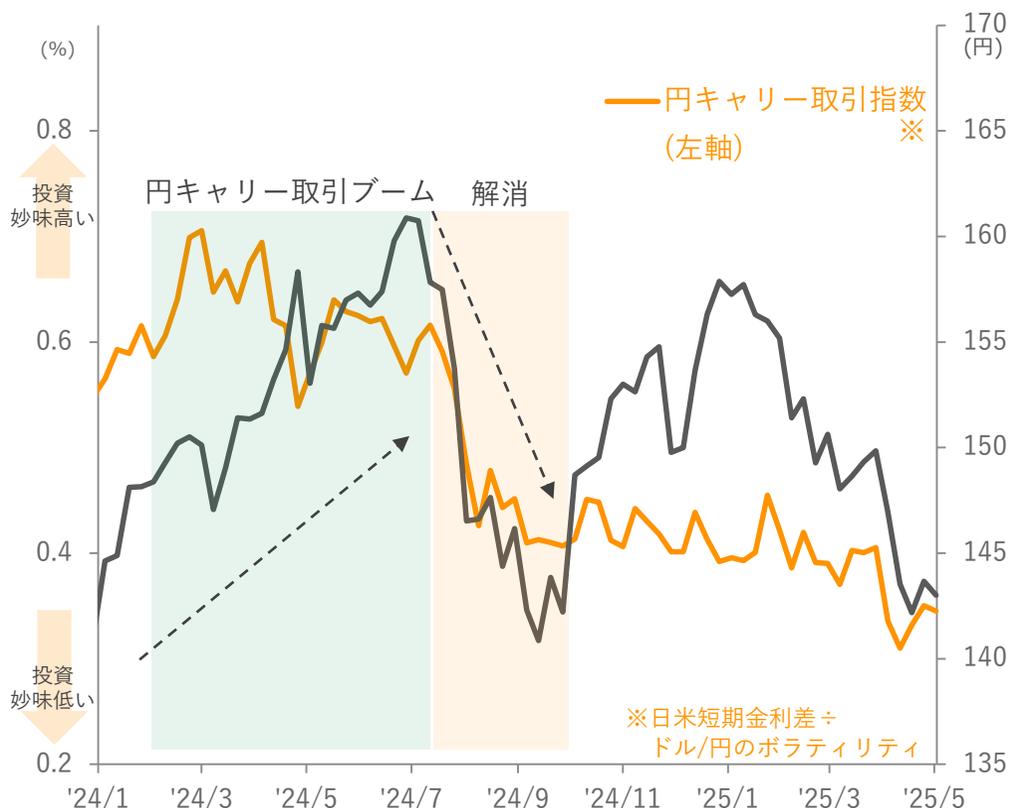
円キャリー※は下火/投機筋は円高予想へ

昨年前半にブームとなった円キャリー取引は解消後、下火の状況。
投機筋は過去最高水準の円高方向のポジションを構築。

※低金利の円を借りて
高金利の外貨で運用
する取引

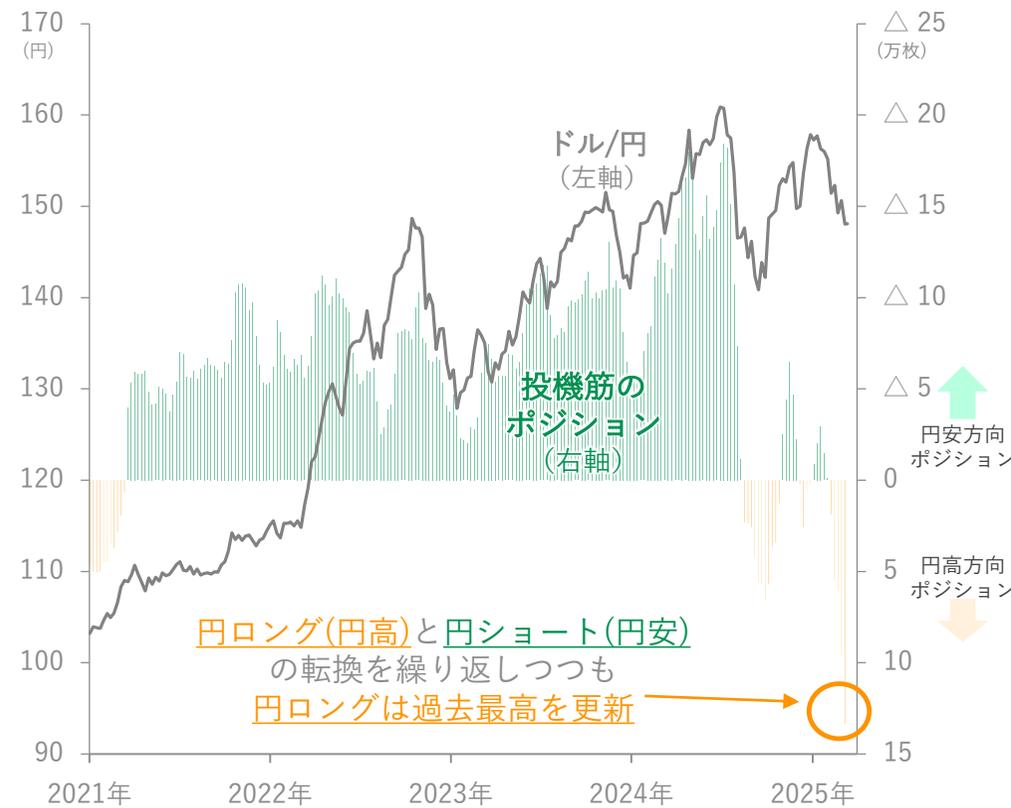
円キャリー指数とドル/円

円キャリーの要件 = 「低ボラティリティ」 + 「金利差」
金利差の縮小が続く中、円キャリー取引の妙味は低下



投機筋の日本円のポジション

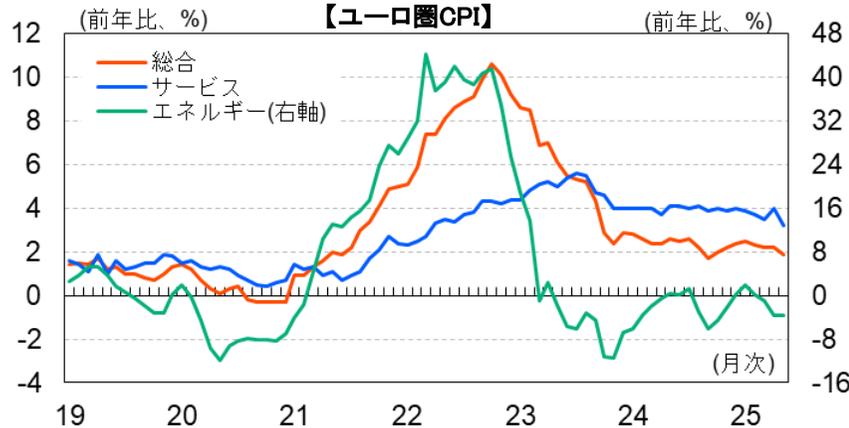
投機筋の円高ポジションは過去最高を更新



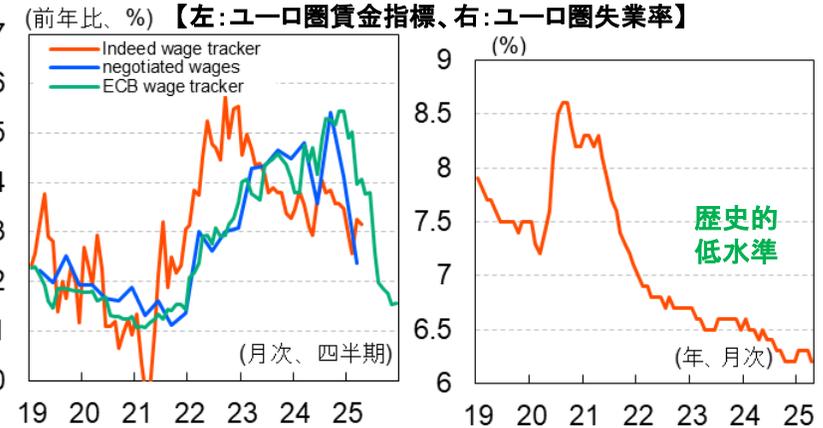
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、当社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

- ① サービスインフレは漸く減速局面へ。総合インフレはエネルギー物価下落やユーロ高を背景に、2%未満に減速の可能性。
- ② 失業率は雇用逼迫した状態の継続を示唆も、賃金上昇率は足元で大きく減速。年末にかけては更なる減速を示唆。
- ③ 4月以来、米相互関税を受けた資産逃避先としてのユーロ買いの地合いが足元まで継続。
- ④ 製造業景況感の持ち直しが継続。また、5日の理事会で利下げサイクル終了の示唆あり市場の織り込みはやや巻き戻るも、対米関税交渉が不調となる場合は経済への影響が大きくなることから、依然緩和水準までの追加利下げも視野。

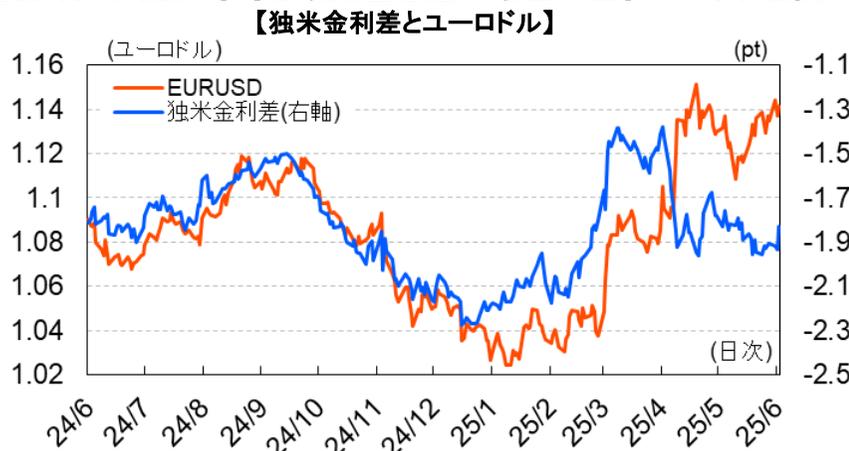
① サービス物価は漸く減速局面入りへ



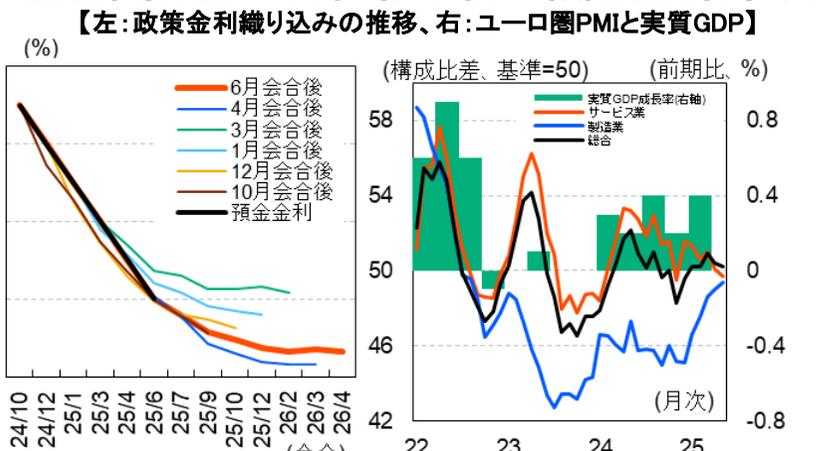
② 足元は雇用逼迫も、先行きは賃金の急激な減速を示唆



③ 独財政出動・米景気後退懸念からユーロドル上昇継続



④ 製造業景況感改善も、依然もう一段階追加利下げ視野

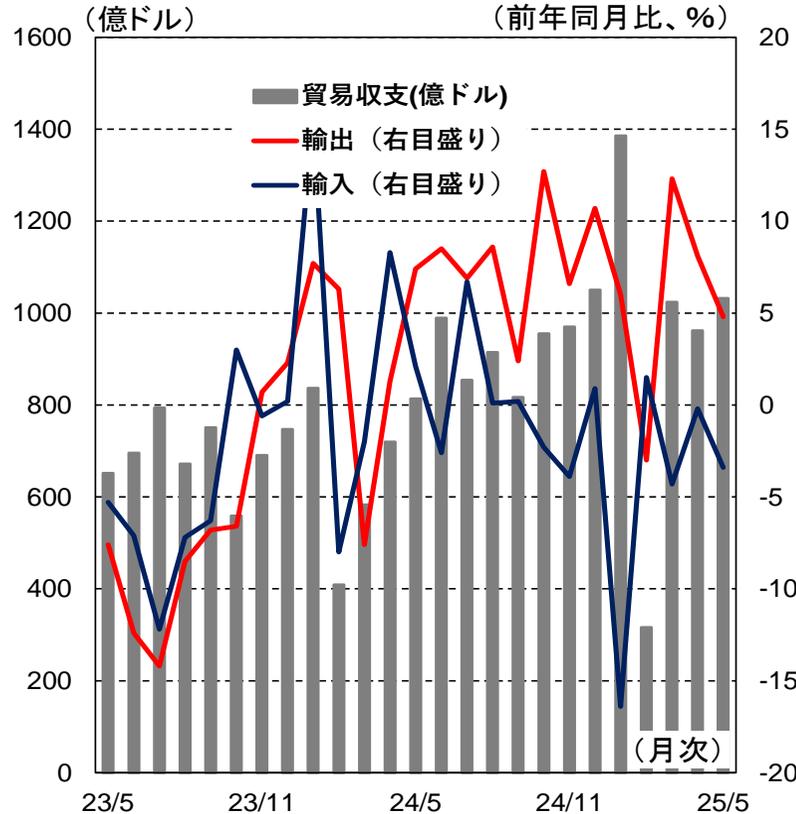


- 5月の貿易収支は+1,302億ドル。輸出は前年比+4.8%、輸入は同▲3.4%。それぞれ市場予測を下回った。
- 米国の保護主義的な政策に対して、EUやASEAN（東南アジア）などに貿易相手国を移行する動きが継続。

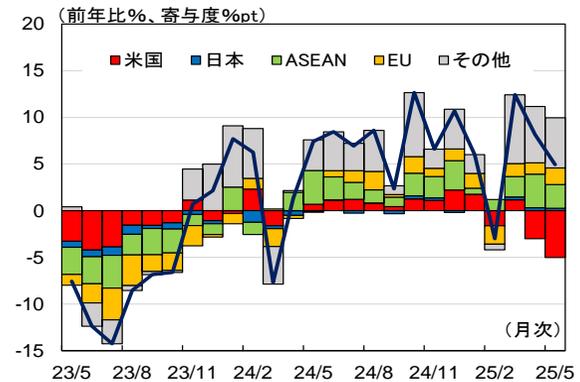
【貿易収支】対米輸出入は大幅に減少（輸出：前年比▲34.4%、輸入：同▲17.6%）

4月から続く、対米輸出入の減少はさらに拡大。対米貿易の穴を、EU・ASEANなどで埋めようとするも賸いきれず。先行きは、トランプ関税の影響により、輸出は伸び悩み、実質GDP成長率へのプラス寄与は剥落する見通しであった。しかし、茲許の米中貿易協議の進展から、輸出減の下押し圧力は限定的となった可能性。政府目標の5%成長には届かない見方が大勢だが、過度な悲観的な見方は後退した。

<貿易収支>



<輸出>



<輸入>

