

2025 年 5 月 13 日

 りそなホールディングス 市場企画部
 チーフストラテジスト 梶田伸介

為替:米中90日間の関税引き下げを受けたドル円見通し

ファンダメンタルズ、金融政策面からの円高圧力が残存

要約

- 米中の 90 日間の大幅関税引き下げで合意したのはサプライズであったが、現行水準からであれば、ファンダメンタルズ面、金融政策面から円高圧力が残る
- 投機筋による円買いポジションの巻き戻しからの反発は想定されるもののテクニカルな戻りのめどは 149 円台。基調としてドル円は 140 円台水準を中心とした下方シフトが見込まれる

米中が 90 日間の大幅関税引き下げで合意

週末のスイスでの米中協議を受け、14 日から 90 日間の暫定措置として、米国は中国製品への関税を 145% から 30%に、中国は米国製品への関税を 125%から 10%に引き下げた。先週までのリスクオンマーケットは、米中交渉の進展を部分的に織り込んでいたが、このタイミングでの大幅な関税引き下げは市場の予想を上回るサプライズであった。ドル円は一気に 148 円台を回復している。以下、1.ファンダメンタルズ、2.金融政策、3.投資家動向の観点から今後の見通しを分析する。

1. ファンダメンタルズ

関税についてのシナリオで明確なコンセンサスはないものの、米国が中国に 40~50%、他国に 10%の関税を課すという一つの見方であった。今回の米中合意は、ベースラインよりポジティブな進展と言える。特に、米中が「チキンレース」を続け高関税を維持するテールリスクが後退した点は大きい。ドル円の直近の動きはボラティリティと緩やかな逆相関を持っており、突発的な円高リスクが低下している(図表1)。

しかし、楽観は時期尚早である。第一に、EU や日本など他の主要国との交渉は未決着であり、トランプ関税の全体像は不透明。第二に、関税は本質的に増税であり、減税措置がなければ景気への下押し圧力となる。議論の進展がない中で景気の不透明感は強く、ドル円の上値を抑える要因となろう。

図 1：突発的なボラティリティ上昇リスクが緩和し
円高リスクが後退



図 2：日本は利上げ見通し高まり、米国は利下げ見通しが後退



出所：Bloomberg

◎注意事項

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にかかわらず、弊社がその正確性、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、金融商品等の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るようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

2. 金融政策

先週の FOMC でパウエル FRB 議長は、現状は物価・雇用のバランスが取れており、様子見姿勢を強調した。今回の米中合意を受けた FRB 高官のコメントは慎重であり、金融政策に与える影響は限定的と見られる。クグラー理事は「関税が 30%前後で推移しても、物価上昇圧力は無視できない」(出所:ブルームバーク)、シカゴ連銀のゲールズビー総裁は「スタグフレーションリスクは低下したが、依然警戒が必要」(出所:NY タイムズ)と述べている。

市場の利下げ期待は、米中合意を受けて先週末の年 2.5 回から 2.2 回に低下。一方、日銀の年内利上げ期待は 0.5 回から 0.7 回に上昇。また中期的な金融政策見通しを示唆する 2 年後の 3 か月金利については米国が 3.51%→3.66%、日本が 0.68%→0.75%になっている(図表 2)。通商交渉に対する楽観的な見方を通じて日米ともに金融政策についてはタカ方向にシフトしているが、中期的な日米の政策金利見通しについて米国は 3.5%程度、日本は 1.0%程度とみており、現状の織り込みを勘案すると米国金利は低下余地、日本金利には上昇余地があり、ドル円に円高圧力があると言える。

3. 投資家動向

投資家動向の観点で注目されるのは IMM の投機筋ポジションの動向である。先週 5/6 時点で円の買い持ちが 17.7 万枚と 4/29 時点の 17.9 万枚から減少しているものの依然過去ピーク圏にある(図表 3)。2000 年以降で見た場合、標準的には投機筋のピークは 5 万枚程度となっている。仮に直近のピーク圏である 5 万枚に減少した場合、直近の相関を用いると 153 円程度まで円安が進むことになる(図表 3)。

一方、今年に入ってからドル売りの動きは単に投機筋要因によって引き起こされているわけではない。トランプ政権によってもたらされた不透明感がドル資産からのリバランスの動きを引き起こしている面もあろう。これは構造的なドル売りの流れであり、今回の関税交渉を受けて大きく変化することもないであろう。

当面のドル円見通し

上述のファンダメンタルズや金融政策の観点からは現状水準よりドル円には下方圧力がかかる展開が見込まれる。今回の米中合意を受けて、どの程度の投機筋の巻き戻しがあるかが焦点であるが、基調的なドル売り圧力がある中で、一方向にドル円が戻していく展開は見込んでいない。

テクニカルには米国が 4/2 に中国に対する関税を 34%に引き上げた直前のレベルが 149 円台。直近の高値と安値の半値戻しレベルが 149.38 円であり、戻り目途であろう。上述の通り、ファンダメンタルズや金融政策の観点からは現状レベルより円高水準にある。現状レベルはレンジ上限であり、引き続き関税や経済指標ヘッドラインで右往左往しながらも、基調としてドル円は 140 円台水準を中心とした下方シフトが見込まれる。(図表 4)

図 3：円買いポジションが円安を誘発する可能性



図 4：テクニカルな戻りの目途 149.38 円



出所: Bloomberg