

経済の舞台裏

2025 年 4 月 16 日(水)

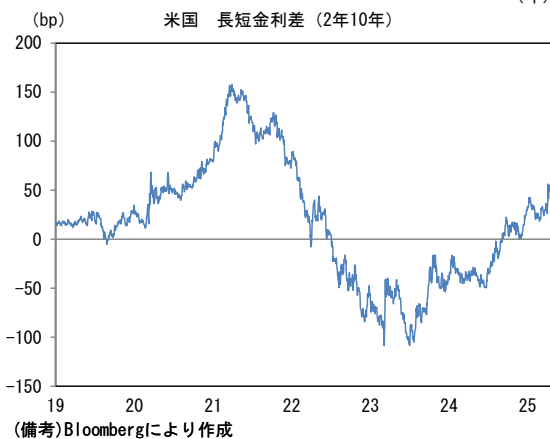
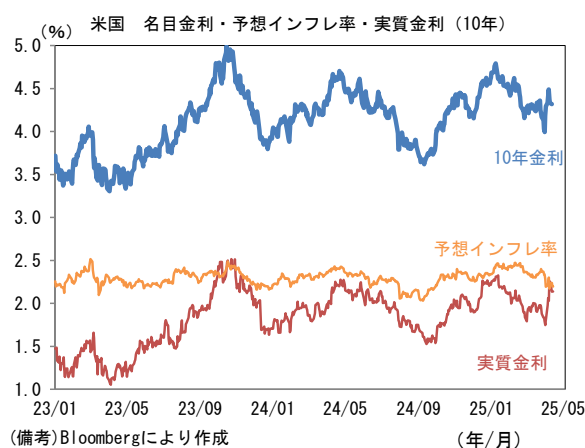
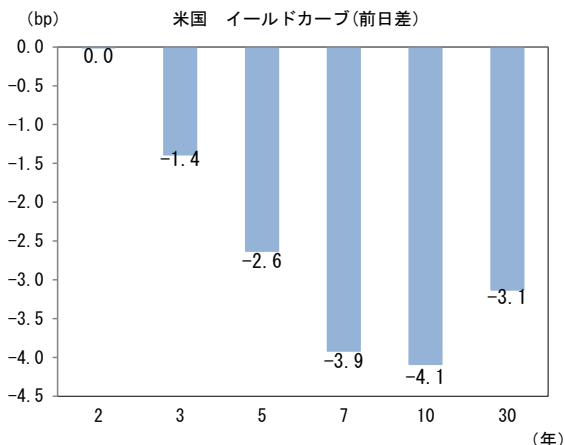
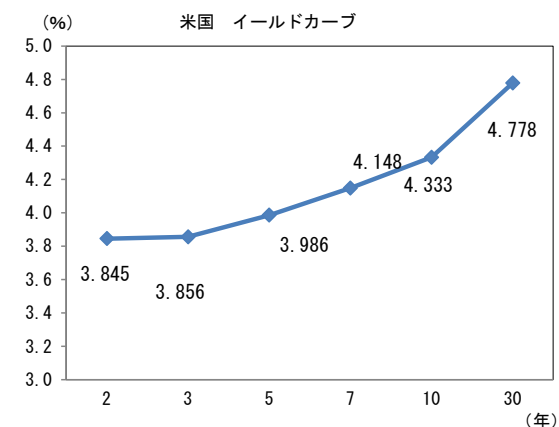
トランプ関税と円安

第一生命経済研究所経済調査部
藤代宏一 (TEL: 050-5474-6123)

- ・ 日経平均株価は先行き 12 ヶ月 43,000 円程度で推移するだろう。(修正検討中)
- ・ USD/JPY は先行き 12 ヶ月 155 円程度で推移するだろう。
- ・ 日銀は半年に一度の利上げを続け、2026 年 1 月までに政策金利は 1.0% に到達しよう。
- ・ FED は FF 金利を 25 年末までに 4.0% まで引き下げ、その後は様子見に転じるだろう。

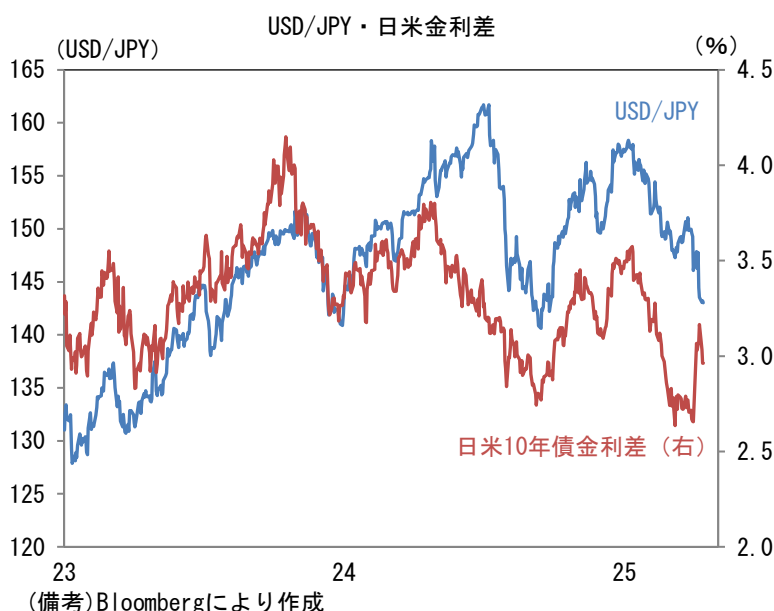
< 金融市場 >

- ・ 前営業日の米国市場は、S&P500が▲0.2%、NASDAQが▲0.0%で引け。VIXは30.1へと低下。
- ・ 米金利はカーブ全体で金利低下。予想インフレ率(10年BEI)は2.195%(▲4.3bp)へと低下。実質金利は2.137%(+0.3bp)へと上昇。長短金利差(2年10年)は+48.4bpへとプラス幅縮小。
- ・ 為替はUSDが堅調。USD/JPYは143前半へと上昇。コモディティはWTI原油が61.3ドル(▲0.2ドル)へと低下。銅は9164.0ドル(▲23.0ドル)へと低下。金は3218.7ドル(+13.9ドル)へと上昇。



<注目点>

- USD/JPYは相互関税が発表される直前の150円近傍から143円近傍まで円高が進行。日米通商交渉において通貨問題が論点になると伝わる中、米国側から円安是正を要求されるとの見方もあり、円買いが促されている。ただし、現在のUSD/JPY下落は日本固有の円高要因というよりも、ドルの全面安という色彩が強い。米国の通商政策が「第2のプラザ合意」を意識させているのは事実であるが、為替介入や日銀の利上げを強いられる事態が本当に到来するかといえ、やはり俄かには信じがたい。
- 金融市場が混乱する中、各資産間で通常観察される相関は崩壊しており、米金利上昇とドル安が併存したが、ここ数日は、金融市場の緊張がやや緩和したことでドルが主要通貨に対して買い戻されている。最近のドル安傾向は必ずしも「米国離れ」を意味していた訳ではなさそうだ。
- 為替が日米金利差と貿易サービス収支によって決まるとの前提に立つと、先行きは再び円安方向への推移が予想される。日米中銀の政策態度から判断すると、日米金利差はどちらかというところ拡大方向にあるように思える。



- まず日銀については3月末時点で1%近傍まで高まっていた1年先1ヶ月金利は現在0.68%程度まで低下しており、日銀の利上げ観測は大幅に後退した状態にある。もっとも、通商政策の不透明感後退に伴って、今後、利上げ織り込み度合いは高まっていく可能性が高いとみている。下表にまとめた通り、日銀の利上げを正当化する要素は多い。この点は日米金利差縮小に寄与し、円高要因として作用すると判断している。

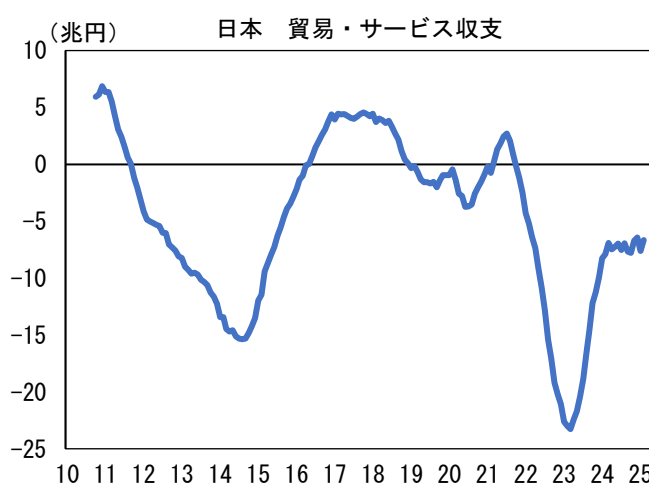
利上げ要因	背景
高止まりする物価上昇率	米価・生鮮食品の高騰、労働コスト増加により消費者物価は2%超が常態化
人手不足・賃金上昇圧力	対面型サービス、建設など人手不足が深刻な業種で内生インフレは強まっている。2025年春闘はかなり強めの結果だった
円安対策①	円高方向の推移によって輸入物価上昇に歯止めがかかれば、景気にネットプラスの影響を与える可能性もある
円安対策②	米インフレ率加速に対する懸念からFRBが引締め的な金融政策を講じれば日米金利差が拡大し円安が加速しかねない
家計の金利収支好転	家計は豊富な「純」金融資産を保有しているため、利子収入の増加が期待され、個人消費の拡大もあり得る。必ずしも景気にマイナスではない
トランプ対策	ドル安を好むトランプ大統領は日銀の利上げを歓迎か。関税交渉にも一定の役割

出所：第一生命経済研究所作成

- ・次にF e dの政策金利見通しは4月入り後に大きく動いたものの、現在は相互関税発表前とさして変わらず、年内3.4回の利下げが織り込まれた状態にある。トランプ関税それ自体の行方が不透明な上、関税が米国経済に与える衝撃については極めて不確実性が高く、良くも悪くもF e dの金融政策に関する市場参加者の予想は一方向に傾かない。ただし、トランプ関税が穏健になれば、F e dが「インフレ警戒」と「景気減速」の板挟み状態から解放され、政策の予見可能性は高まる。現在想定されているよりも、関税ショックが弱くなるのであれば、F e dが景気を下支えする必要性は低下し、避難措置的な利下げは想定しにくくなる。トランプ大統領から苛烈な外圧を受ける可能性も低下するのではないか。そう考えると、米長期金利の低下は限定的、或いは緩やかな上昇基調を辿ると考えられる。

論点	背景
インフレ率	財物価は一部に加速の兆候もサービス物価は鈍化傾向。高止まりしていた家賃も低下傾向にある
労働需給 賃金上昇圧力	失業者は微増、求人件数は減少傾向にあるなど労働需給は弛む方向にあり、賃金インフレは落ち着く方向にある。移民抑制に伴う人手不足は現時点で限定的
関税インフレは一時的？	最大の焦点。1発の関税なら1年後にインフレ率は低下。ただしサプライチェーン再構築となれば、賃金スパイラルを巻き起こし持続的なインフレに発展する公算大。なお債券市場参加者の予想インフレ率は、上昇するどころかむしろ低下している
トランプ大統領からの圧力	大統領は関税引き上げに伴う景気の下押し圧力をF e dの緩和によって相殺しようとしている。F e dの独立性を脅かすには至らないが、今後も利下げを要求する見込み
景気下支え	関税ショックを下下げて吸収。ウォーラー理事は「もし景気減速が深刻化し、景気後退の脅威さえある場合には、政策金利を従来想定より早く、かつ大幅に引き下げる方向を支持することになる」と発言

- これらを踏まえると、日米金利差はやや拡大方向にあるように思える。為替が日米金利差に従順ならば、円高方向への動きは長続きしないと想定される。また実需面での需給については、日本の自動車輸出が減少すれば、貿易サービス収支は一段と赤字幅が拡大する公算が大きく、これは円安要因となる。経常収支でみれば、現地生産の切り替えによって販売台数が維持され、黒字幅が減少しない可能性はあるものの、その全てが海外子会社から配当として還流する訳ではないため、キャッシュフローベースでみるとやはり実需要因のドル買いは拡大する蓋然性が高い。



(備考) 日本銀行より作成 直近12ヶ月累積値

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

