2025.3.28

調査レポート

月刊　為替市場の論点
2025年3月

〈要約〉
強めの春闘を受け、市場は日銀のターミナルレートを1.25%まで織り込む。円高材料に出尽くし感が漂うなか、米本格利下げへの思惑が後退し、ドル安要因も限られる。2024年10月以降、円相場は実質金利差から5円程度円安で推移しているが、乖離要因は実需ではなく本邦当局のコミュニケーションエラーに求められる。残存するハト派発言の余波が円高の妨げになっており、貴重な利上げカードの運用ミスとみなせる

振り返りと今後の注目点 ・・・P1
論点①　金利差からの5円乖離は実需ではなくコミュニケーションエラー ・・・P2
～起点は石破首相、貴重な利上げカードの運用ミス～
論点②　修正経常収支は4四半期連続黒字、実需持ち直しへ ・・・P3
～じわりと円高要因に～
論点③　日銀会合は円安要因、FOMCは円高要因 ・・・P4
～金利差で捕捉しにくい本邦要因～
論点④　米本格利下げ観測後退、本邦の焦点は利上げペースへ ・・・P5
～日銀のターミナルレートの織り込みは1.25%で一服か～
論点⑤　春闘は好調、製造業はやや冴えないが非製造業が下支え ・・・P6
～日銀の利上げを後押し、ターミナルレート上昇要因に～
論点⑥　欧州通貨好調、相互関税を注視 ・・・P7
～自動車関税は円安要因に～

明治安田総合研究所
経済調査部
吉川 裕也

米景気への懸念が後退し、円高一服

米本格利下げへの思惑が一時台頭も、ドル安は一服へ

◆ドル/円概況（2/26~3/26）

・2月27日、米政権が相互関税を4月2日に実施と表明、ドル買いが優勢に。3月3日、米2月ISM製造業景況感指数で、新規受注が軟調だったほか、トランプ米大統領の円安牽制発言もあり、円高ドル安へ

・6日、春闘要求集計は6.09%と前年の5.85%を上回り、日銀の追加利上げを後押しするとの見方から、一段と円高へ

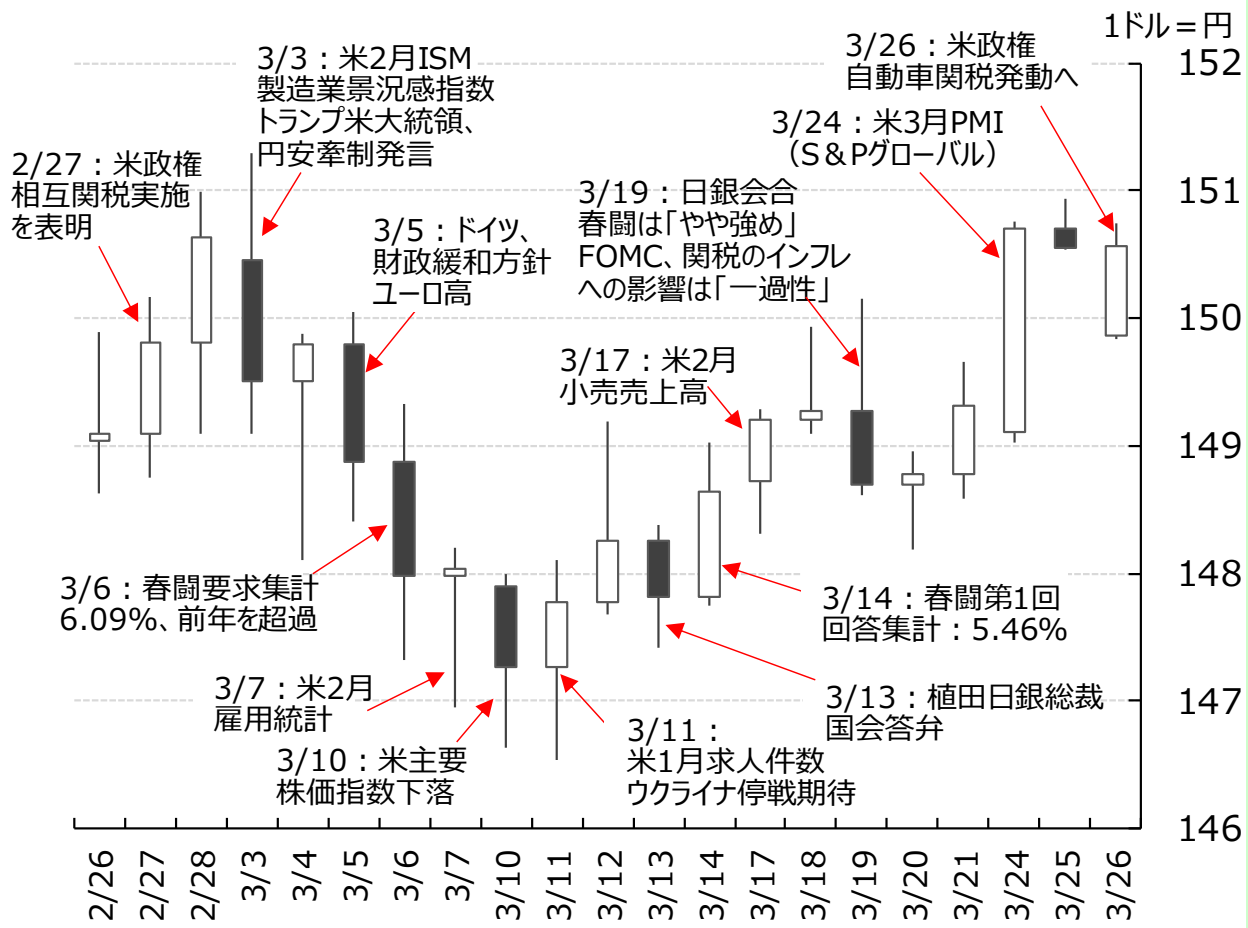
・11日、米1月求人件数が前月から増加し、一転円安ドル高へ。14日、春闘第1回回答集計は堅調も、材料出尽くし感から円売り優勢。17日発表の米2月小売売上高はGDP算出に使う項目が堅調

・19日、植田日銀総裁の会見は円高要因、パウエルFRB議長の会見はドル安要因に。その後、24日発表の米3月サービス業PMIが大幅に上昇し、ドル高に

今後の注目点

・強めの春闘（P6）を受け、日銀のターミナルレート予想は1.25%に（P5）。本邦発の円高要因があるとすれば、インフレ対応による利上げペース加速か。金利差モデルからの円安方向への乖離要因は当局のコミュニケーションエラーであり、実需ではない（P2）

◆ドル/円（日足）



（出所）ブルームバーグ、各種報道より明治安田総研作成

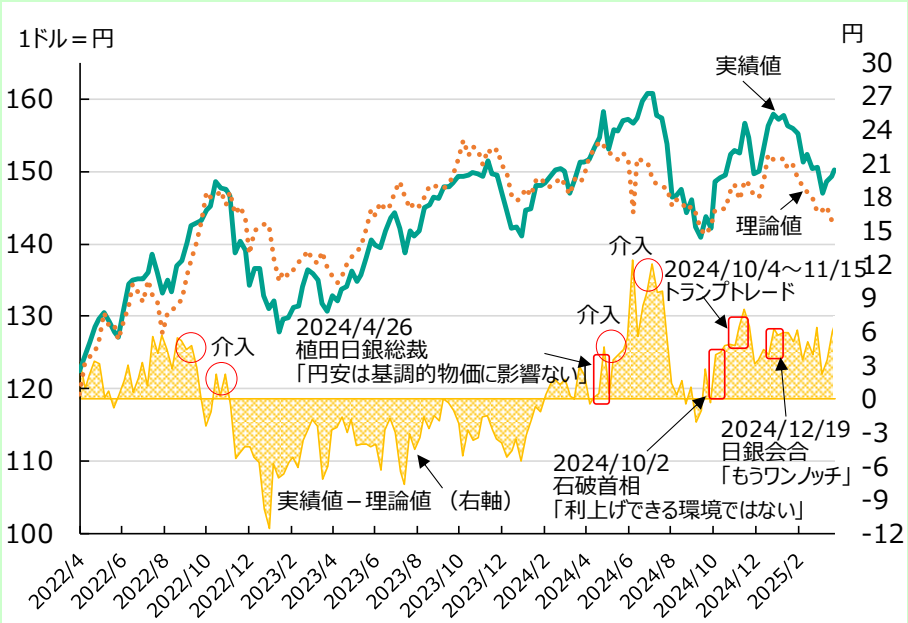
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

論点①　金利と為替

金利差からの5円乖離は実需ではなくコミュニケーションエラー 起点は石破首相、貴重な利上げカードの運用ミス

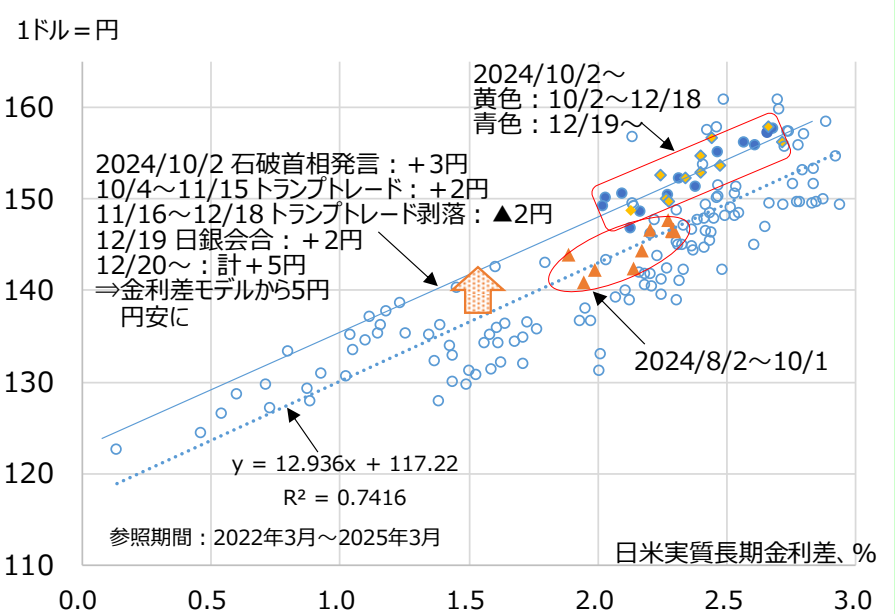
- 日米実質金利差は足もと約2%で、ドル/円の理論値は144円。2024年10月以降、実績値は5円程度円安方向に振れ続けている。金利差モデルの弱点は、日本の材料をうまく反映できない点。本邦債券市場の動きが鈍く、金融政策要因が主に為替市場で消化されてきた
- 2024年4月の日銀会合では、植田日銀総裁の円安軽視ともとれる発言に対し、債券市場が特段の反応を示さないなか、大幅に円安が進行。10月2日の石破首相による利上げけん制発言や12月19日の植田日銀総裁によるハト派発言による円安（P4）についても、金利の反応が小さいため、金利差モデルでうまく捉えられない（左図）
- 金利差モデルに沿っていた時期である2024年8～10月から、いかにして乖離が生じたかは明確。10月2日の石破首相発言（3円円安）と12月19日の植田日銀総裁会見（2円円安）の計5円がモデル外要因として残存する一方、トランプトレード要因の金利に反映されなかった部分は消化済み（右図）。実需が均衡（P3）するなか、円高への歩みが遅れた要因は本邦当局のコミュニケーションエラーに求められる

ドル/円の実質金利差モデルと実績値からの乖離要因



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成、実質金利は10年物

金利差モデルから5円程度円安に



（出所）ブルームバーグのデータをもとに明治安田総研作成

Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

修正経常収支は4四半期連続黒字、実需持ち直しへ

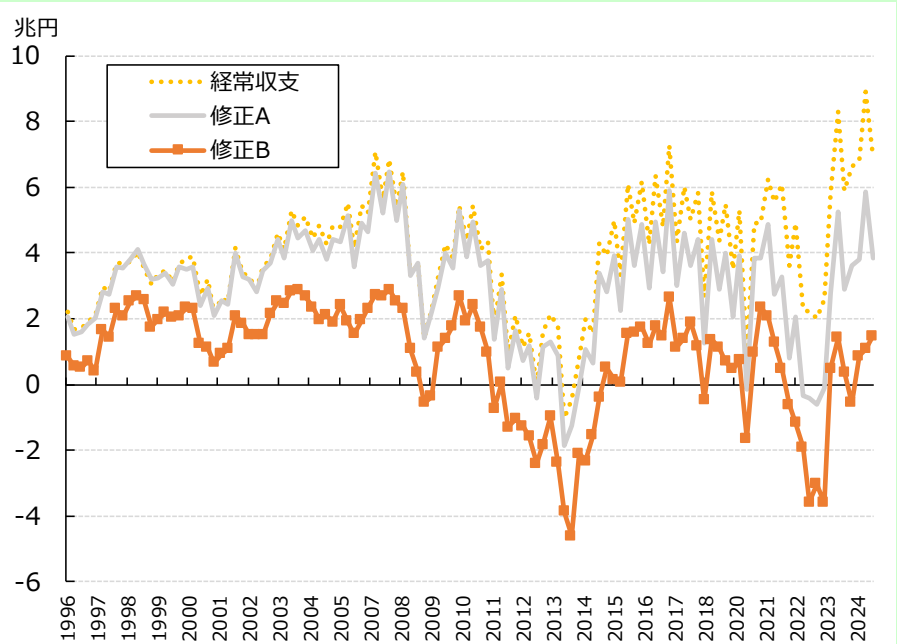
じわりと円高要因に

・10～12月期の日本の経常収支は6兆8867億円の黒字。第一次所得収支が牽引する形で改善傾向にある。もっとも、直接投資収益の再投資収益は円の実需に影響しないとみられるため、これを経常収支から除いた系列を修正Aとする（左図）

・さらに、（修正A）から債券利子などの証券投資収益を除いた系列を修正Bとする（左図）。証券投資収益の相応の部分は再投資されるとすれば、円の実需を反映する系列は（修正A）と（修正B）の間、（修正B）にごく近いところにあると考えられる

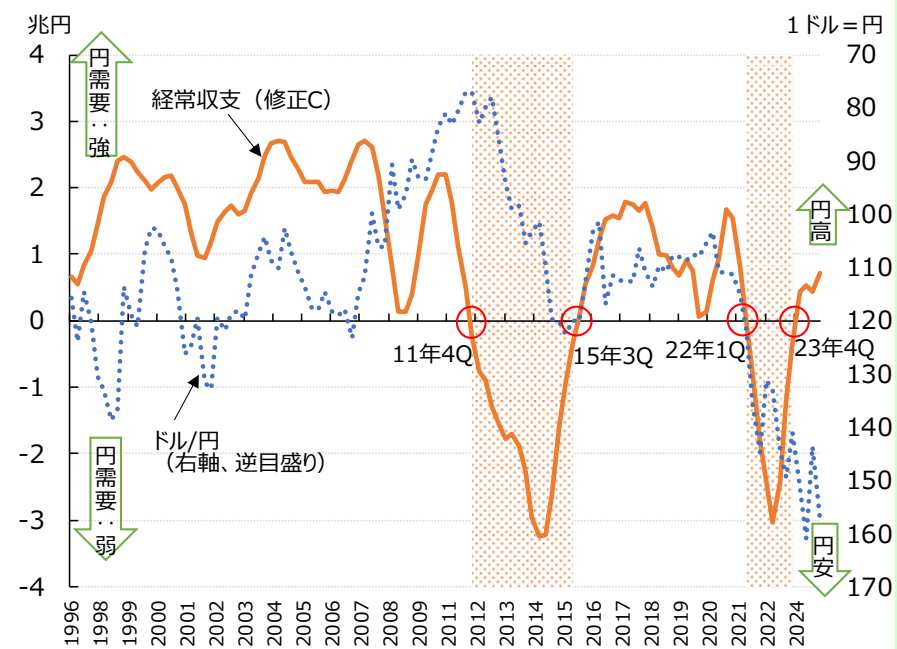
・修正Bの4四半期後方移動平均をとった系列（修正C、右図）が基調的な実需を示すとする。1996～2006年まではドル/円相場と連動するが、2007～11年の円高局面では説明力を失う。その後、2012～14年と2022～23年の円安局面では、修正Cの赤字が円相場に影響したとみる。2024年1～3月期より4四半期連続で修正Cは黒字であり、実需の改善がじわりと円相場に効いてくる可能性。自動車の輸出減少は懸念材料であるが、旅行収支の改善などで相殺され、当面実需の大きな悪化はないとみる

日本の経常収支（四半期ベース）



（出所）財務省のデータより明治安田総研作成。修正A：経常収支－再投資収益
修正B：経常収支－再投資収益－証券投資収益

実需とドル/円



（出所）財務省とブルームバーグのデータより明治安田総研作成。修正C：（経常収支－再投資収益－証券投資収益）の４四半期後方移動平均、シャドー部分は経常収支（修正C）が赤字になった時期

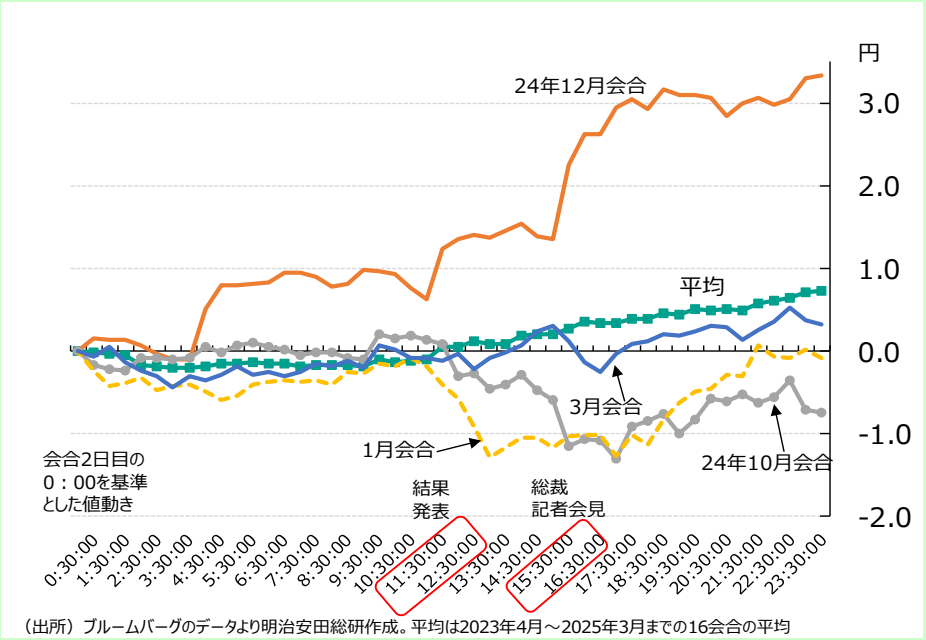
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

日銀会合は円安要因、FOMCは円高要因

金利差で捕捉しにくい本邦要因

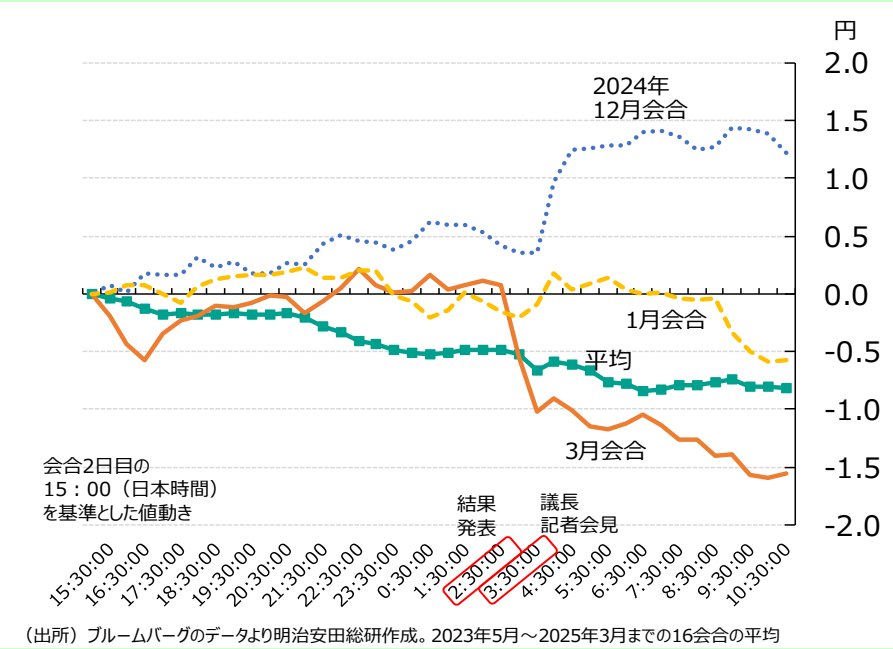
- 日銀会合2日目のドル/円は、結果発表を境に円安となり、総裁記者会見で一段安となる傾向（植田総裁就任以降の16会合平均で約0.7円の円安、左図）。もっとも、強いタカ派姿勢を示した2024年7月会合や、「時間的余裕という言葉は使わない」とした2024年10月会合、春闘の結果は「やや強め」とした2025年3月会合など、会見中円高になるケースもある
- 2024年12月会合後の会見では、追加利上げには「ワンノッチ足りない」と発言し、3円程度円安に。本邦長期金利の低下で説明されるのは1円程度であり、実質金利差モデルで捉えられない要因が2円程度残存。同様の事例が2024年10月2日の石破首相による利上げ牽制発言であり、3円程度の円安要因に。本邦債券市場が硬直的だった2024年において、当局のハト派発言は為替市場が主に吸収したとみる
- 2025年からは本邦債券市場が弾力的となり、当局の発言は本邦長期金利に素直に反映され、金利差モデルでの捕捉が可能に。一方、米連邦公開市場委員会（FOMC）では、結果発表後円高（16会合平均で約0.8円の円高、右図）に振れてきたが、米長期金利は伸縮的であり、金利差モデルでカバーされてきた

日銀会合2日目のドル/円



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。平均は2023年4月～2025年3月までの16会合の平均

FOMC2日目のドル/円



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。2023年5月～2025年3月までの16会合の平均

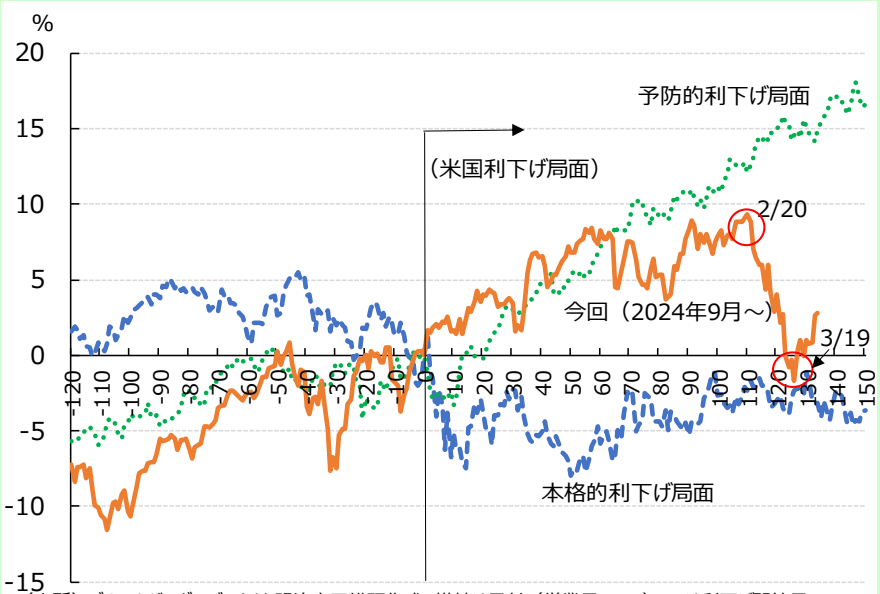
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

米本格利下げ観測後退、本邦の焦点は利上げペースへ

日銀のターミナルレートの織り込みは1.25%で一服か

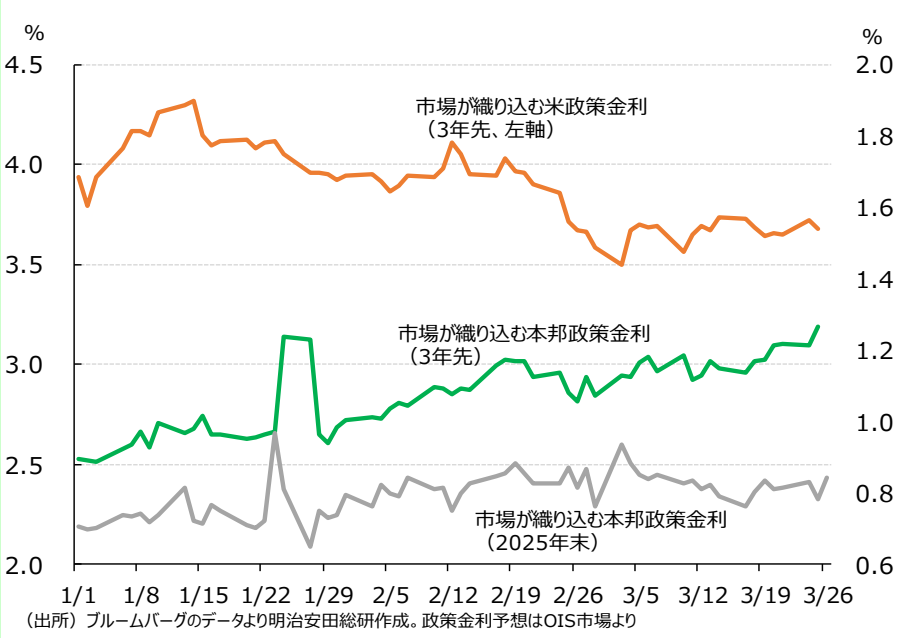
- 米連邦準備制度理事会（FRB）は2024年9月から利下げ局面に入り、政策金利は1%ポイント低下。利下げペースは緩やかであり、米S＆P500種株価指数は、2月中旬まで過去の予防的利下げ局面（1995、1998、2019年：左図緑線）をなぞる動き
- 2月下旬以降、米政権の関税政策がもたらすインフレへの懸念などを背景に消費者マインドが悪化したほか、報復関税への警戒感も台頭し、米S＆P500種株価指数は下落傾向に。過去の本格的利下げ局面（2001、2007、2020年：左図青線）の値動きに接近
- 米長期金利は低下しドル安が進むも、3月19日にパウエルFRB議長が成長リスクに否定的な見解を示すと米S＆P500種株価指数は反発。ターミナルレートを示すとみられる3年後の米政策金利予想は下げ止まり（右図）、本格的利下げへの思惑は後退し、ドル安圧力は緩和
- 3年後の本邦政策金利予想は強めの春闘を受け、1.25%に上昇。ターミナルレートの切り上がりが一服する場合、本邦側から作用できる円高要因としては、0.8%付近にとどまる2025年末の政策金利予想の上昇余地（利上げペース加速）が注目されよう

米S＆P500種株価指数の推移（利下げ局面）



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。横軸は日付（営業日ベース）、0は利下げ開始日。
予防的利下げの集計対象は1995年、1998年、2019年、本格的利下げは2001年、2007年、2020年。
S&P500の著作権はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックス社（S&P Dow Jones Indices, LLC）に帰属

政策金利予想の推移



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。政策金利予想はOIS市場より

Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

春闘は好調、製造業はやや冴えないが非製造業が下支え

日銀の利上げを後押し、ターミナルレート上昇要因に

- 春闘第2回回答集計の平均賃金方式における賃上げ率は5.40%と、前年（5.25%）を上回った。7月に発表される最終回答では5.3%程度で着地しよう
- 中小企業の賃上げ率は4.92%と、前年（4.50%）を上回った。最終回答では4.8%程度での着地を予想
- 賃上げの裾野拡大を示す内容で、日銀の利上げの追い風に。植田日銀総裁は、春闘の動向を「やや強め」と評価
- 代表銘柄の回答状況を記載した「回答速報 No.10」をもとに、3/25時点の賃上げ動向を集計した表が右図
- 自動車総連と基幹労連（鉄鋼等）が冴えず、金属共闘で昨年の賃上げ額を上回った割合は56%にとどまる。海外売り上げ減少による業績悪化や米関税政策による不透明感が重荷に
- もっとも、化学・食品・製造等共闘では73%の組合が昨年の賃上げ額を上回る。製造業全体では60%が昨年の賃上げ額を上回っており、昨年並みか、昨年を若干上回る賃上げ率が期待できよう
- 非製造業でも、産業によって明暗。流通・サービス・金融共闘では、昨年の賃上げ額を上回った割合は37%にとどまる。インフレによる消費者の節約志向を背景が要因か
- 一方、JP労連と情報労連が牽引し、インフラ・公益共闘が好調。インバウンドの恩恵を受ける交通・運輸共闘も89%が昨年の賃上げ額を超過。非製造業全体で81%が昨年の賃上げ額を超過、昨年以上の賃上げ率に期待

春闘の産業別賃上げ動向（回答速報No.10を集計）

		回答進捗率	昨年を上回った割合			回答進捗率	昨年を上回った割合
金属共闘	自動車総連	100%	61%	インフラ・公益共闘	JP労連	100%	100%
	電機連合	100%	92%		電力総連	100%	54%
	JAM	96%	60%		情報労連	100%	92%
	基幹労連	100%	2%		全国ガス	0%	0%
	全電線	100%	100%		計	98%	91%
	計	99%	56%	交通・運輸共闘	自治労	0%	0%
化学・食品・製造等共闘	UAゼンセン（化学・食品・製造等）	95%	93%		運輸労連	97%	97%
	JEC連合	57%	97%		私鉄総連	100%	80%
	フード連合	71%	71%		JR連合	100%	90%
	ゴム連合	72%	4%		航空連合	100%	58%
	紙パ連合	98%	98%		海員組合	0%	0%
	セラミックス連合	60%	0%		交通労連	62%	48%
	計	75%	73%		計	84%	89%
	製造業計	92%	**60%**		**非製造業計**	89%	**81%**
流通・サービス・金融共闘	UAゼンセン（流通・サービス・金融）	87%	46%		**総計**	90%	**69%**
	損保労連	43%	17%				
	全労金	0%	0%				
	計	65%	37%				

出所：連合資料から明治安田総研作成、3/25時点、昨年を上回った割合は賃上げ額（組合員ベース）
組合員数は2024年、組合員数や賃上げ額の開示のない組合は集計から除外

Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

欧州通貨好調、相互関税を注視

自動車関税は円安要因に

・直近1ヵ月は、欧州通貨の強さが目立つ。防衛・インフラ分野での財政出動期待が大きく、米関税政策への懸念が打ち消された恰好。利下げしたスイスフラン（▲0.25%ﾎﾟｲﾝﾄ）は相対的に出遅れ気味（下図）

・貿易協定に含まれる品目が関税措置の対象から外れた（～4/2の予定）ため、対米貿易黒字が大きいメキシコペソ（1,718億米ドル）やカナダドル（633億米ドル）への買戻しの動きが継続。利下げ（メキシコペソ：▲0.5%ﾎﾟｲﾝﾄ、カナダドル：▲0.25%ﾎﾟｲﾝﾄ）により、対ドル上昇幅は一定程度抑制された形

・4月3日に発動される予定の自動車関税への警戒感から、円は軟調

・4月2日に公表される予定の相互関税については、米インフレへの懸念により米長期金利が上昇することで、初動はドル高か。もっとも、EUなどが報復関税に動けば、米景気への懸念が再燃しよう。ドル高は失速する可能性が高い

通貨パフォーマンス

	政策金利　%		インフレ　前年比、%		実質政策金利　%			対米ドル騰落率	対米貿易黒字
	2月末	3月末（見込み）	2025年1月	2025年2月	2月末	3月末（見込み）	変化、%ﾎﾟｲﾝﾄ	2/28⇒3/27 %	24年1月－24年12月（億米ドル）
ユーロ圏	2.75	2.50	2.7	2.6	0.05	▲0.1	▲0.15	4.02	2,029
英国	4.50	4.50	3.8	3.8	0.70	0.70	0.00	2.89	▲119
スイス	0.50	0.25	0.9	0.9	▲0.4	▲0.65	▲0.25	2.29	385
豪州	4.10	4.10	3.6	3.6	0.50	0.50	0.00	1.43	▲179
メキシコ	9.50	9.00	3.66	3.65	5.84	5.35	▲0.49	1.23	1,718
カナダ	3.00	2.75	2.2	2.9	0.80	▲0.15	▲0.95	1.03	633
中国	3.10	3.10	0.6	▲0.1	2.50	3.20	0.70	0.23	2,954
米国	4.50	4.50	3.3	3.1	1.20	1.40	0.20	—	—
日本	0.50	0.50	1.5	1.5	▲1.0	▲1.0	0.00	▲0.3	685
トルコ	45.00	42.50	42.2	40.0	2.85	2.48	▲0.37	▲4.06	15

（出所）ブルームバーグのデータをもとに明治安田総研作成。2025年3月27日時点、インフレ率は食料品とエネルギーを除くCPI、豪州は24年10-12月期

Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。
●発行元●　株式会社 明治安田総合研究所　　〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 エコノミスト 吉川 裕也
電話番号：03-6261-7947
e-mail：yu-kikkawa@myri.co.jp

Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.