2025.6.2

調査レポート

月刊　為替市場の論点
2025年5月

〈要約〉
6月中旬に開催される見込みの日米首脳会談が焦点。分野別関税の削減など前向きな成果があれば、円安になるとみるが、その場合本邦の景気見通し改善と賃上げ機運の継続などで追加利上げ観測が高まるとみられ、一方的に円が売られる展開は見込みにくい。1～3月期の経常収支を踏まえて足もとの円の実需を計測すると、改善傾向がやや強まっている。ドル/円は当面レンジ相場か

振り返りと今後の注目点
米中合意で一時円安も、本邦金利上昇などで再度円高に　・・・P1
論点①　米国と合意できた通貨が強く、円は軟調　・・・P2
～日銀のハト派姿勢と停滞する日米交渉～
論点②　修正経常収支は5四半期連続黒字、実需持ち直しへ　・・・P3
～じわりと円高要因に～
論点③　26年春闘は4%割れか、オントラックから脱線へ　・・・P4
～日米交渉が不調なら、利上げ路線頓挫も～

明治安田総合研究所
経済調査部
吉川 裕也

米中合意で一時円安も、本邦金利上昇などで再度円高に

荒れる債券市場とトランプ米大統領の奔放発言

◆ドル/円概況（4/29~5/30）

・5月1日、日銀展望レポートで成長率と物価の見通しが下方修正され、利上げ期待が後退し、円売り優勢に

・8日に米英貿易協定の合意が伝わると、貿易摩擦改善への期待から円売りが強まり、12日に米中が関税の時限的な引き下げで合意すると一段と円安に

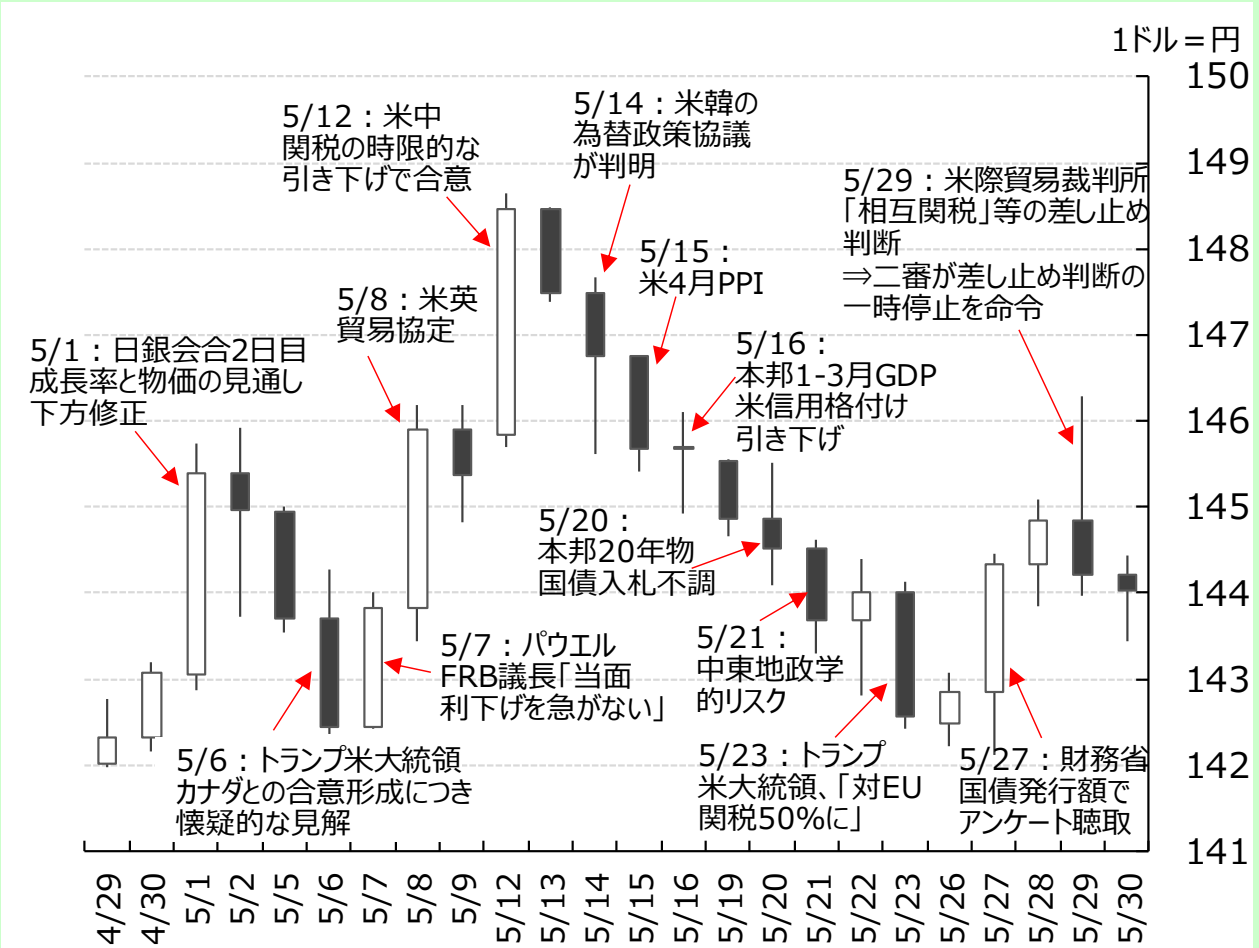
・14日、米韓の為替政策協議が判明すると、日本も通貨安是正を迫られるとの思惑から円買い優勢に。16日に大手格付け機関が米国の信用格付けを引き下げたほか、本邦20年物国債入札が歴史的な不調に終ったことで長期・超長期ゾーンの金利が上昇し、円高ドル安が進行

・27日、国債発行額減額への思惑から本邦金利が低下。その後、米関税を巡る法的判断に振らされる展開に

今後の注目点

・日米交渉が進展し、分野別関税の削減や撤廃が決まれば円安か。もっともその場合、日銀の利上げ観測復活で円安圧力は幾分減殺されよう。円の実需動向は改善傾向を保っており、じわりと円高要因に

◆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.

米国と合意できた通貨が強く、円は軟調

日銀のハト派姿勢と停滞する日米交渉

・直近1ヵ月は、米ドルと円が弱い（下図）。時限的とはいえ米中貿易摩擦が緩和し、他国においても対米交渉の進展期待が出てきたことでリスク選好の動きとなった

・米国との合意が伝わった人民元（＋1.00%）と英ポンド（＋0.98%）が堅調

・ユーロ買いの動きが鈍いのは、トランプ米大統領が50%関税を仄めかしたこと（後に撤回）や利下げ継続が見込まれることが要因か

・同じ安全通貨でありながら、スイスフラン（＋0.40%）と円（▲0.67%）は明暗が分かれた。両国とも米国との通商交渉に目立った進展がないなか、日銀の成長率と物価の見通し下方修正や日銀会合後のハト派的な植田日銀総裁の会見が響いている

・6月中旬にカナダで開かれる先進7か国首脳会議（G7サミット）に合わせて設定される見込みの日米首脳会談が焦点。分野別関税の削減など前向きな成果があれば、大幅な円安の可能性も

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
	4月末	5月末	2025年3月	2025年4月	4月末	5月末	変化、%ポイント	4/30⇒5/30 %	24年1月－24年12月（億米ドル）
中国	3.10	3.00	0.5	0.5	2.60	2.50	▲0.10	1.00	2,954
英国	4.50	4.25	3.5	3.9	1.00	0.35	▲0.65	0.98	▲119
メキシコ	9.00	8.50	3.64	3.93	5.36	4.57	▲0.79	0.92	1,718
豪州	4.10	3.85	3.6	2.4	0.50	1.45	0.95	0.45	▲179
カナダ	2.75	2.75	2.4	2.6	0.35	0.15	▲0.20	0.44	633
スイス	0.25	0.25	0.9	0.6	▲0.65	▲0.35	0.30	0.40	385
ユーロ圏	2.25	2.25	2.4	2.7	▲0.15	▲0.45	▲0.30	0.17	2,029
米国	4.50	4.50	2.8	2.8	1.70	1.70	0.00	—	—
日本	0.50	0.50	1.6	1.6	▲1.10	▲1.10	0.00	▲0.67	685
トルコ	46.00	46.00	37.6	38.2	8.43	7.80	▲0.63	▲1.80	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5月30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25年1-3月期

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

論点②　実需と円相場

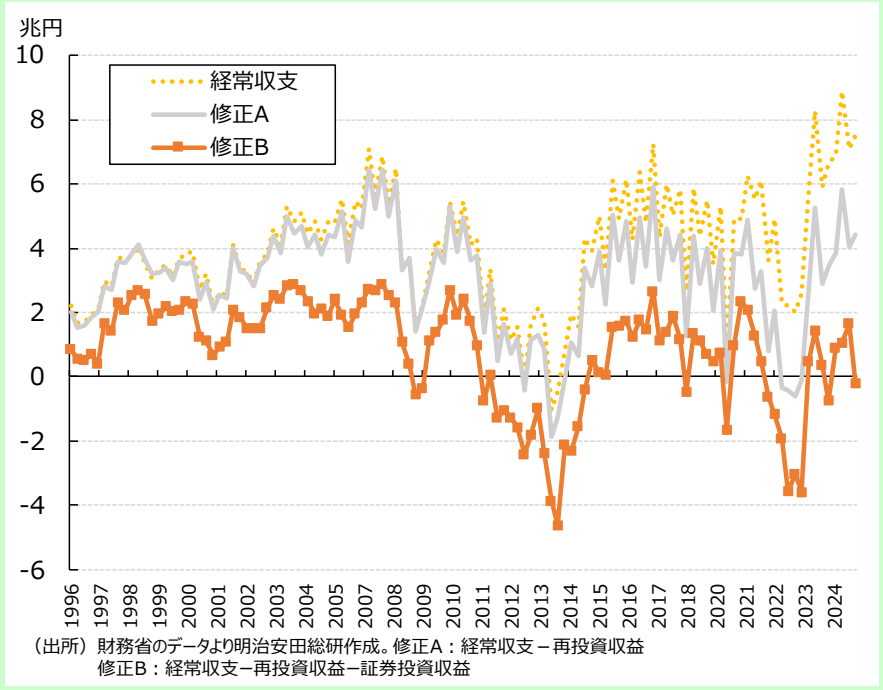
修正経常収支は5四半期連続黒字、実需持ち直しへ　じわりと円高要因に

・1～3月期の日本の経常収支は7兆4907億円。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（修正A、左図）をつくる

・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（修正B、左図）を導入する。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

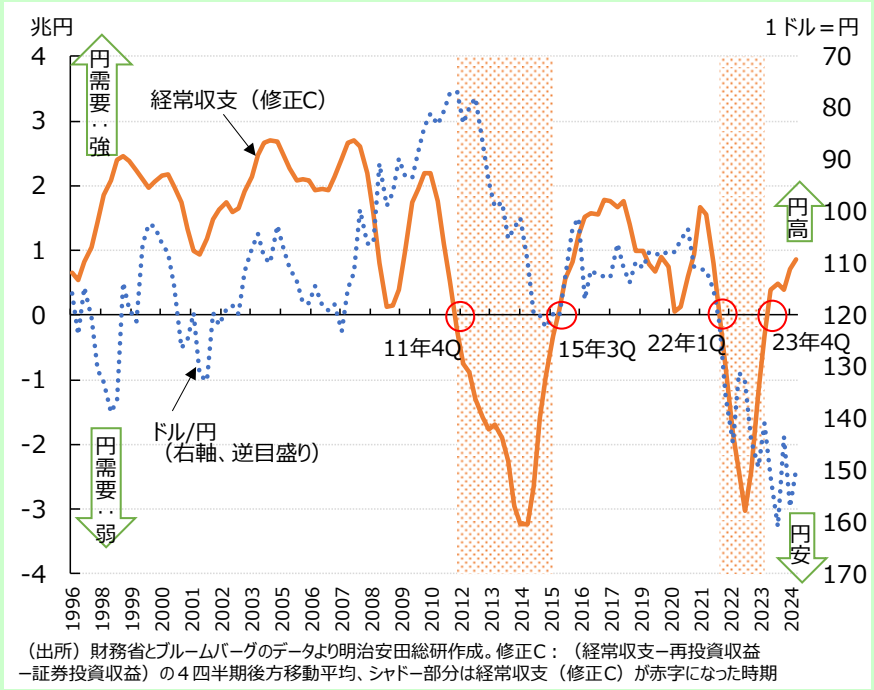
・修正Bの4四半期後方移動平均をとった系列（修正C、右図）が基調的な実需を示すとする。1996～2006年まではドル/円相場と連動するが、2007～11年の円高局面では説明力を失う。その後、2012～14年と2022～23年の円安局面では、修正Cの赤字が円相場に影響したとみる。2024年1～3月期より5四半期連続で修正Cは黒字であり、実需の改善がじわりと円相場に効いてくる可能性。自動車の輸出減少などは懸念材料であるが、旅行収支の改善などで相殺され、当面実需の大きな悪化はないとみる

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.

論点③　賃上げと日銀

26年春闘は4%割れか、オントラックから脱線へ

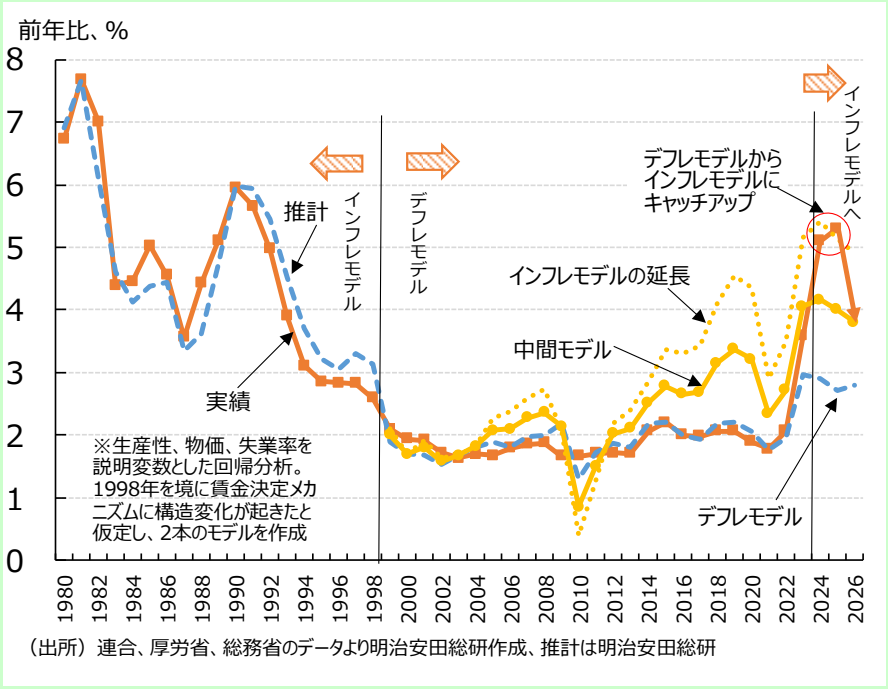
日米交渉が不調なら、利上げ路線頓挫も

・春闘賃上げ率の推移は、生産性と物価と人手不足感で概ね再現できる（左図）。日本で金融危機があった1998年以前の推計式（インフレモデル）と1999年以降の推計式（デフレモデル）は大きく異なるが、どちらが説明力を持つかは時々の企業マインド次第

・一律関税10%と分野別関税が継続するならば、製造業のマインドが萎縮することで、2026年春闘においては賃上げに積極的な業種と消極的な業種はおおよそ半分ずつとみる。平均賃上げ率はインフレモデルとデフレモデルの中間である3.8%（ベア：2.3%）と予測できる（右図、詳細は4/24発行の『26年春闘は 4%割れか、カギを握る日米交渉』）。2025年見込みである5.3%（同：3.7%）からの大幅減速となり、賃上げ動向は「オントラック」と言い切れない状況になってこよう。日銀の利上げ路線が頓挫する可能性も

・一方、日米交渉が進展し、分野別関税の削減・撤廃に漕ぎつけられれば、状況は一変しよう。製造業の賃上げマインドが維持され、5.0%（ベア3.5%）の賃上げが期待できる。逆に、交渉が不調に終わり、相互関税の上乗せ分が発動されると、デフレマインドが非製造業にも波及し、2.8%（ベア1.3%）まで賃上げ率が下がる可能性が浮上する。2026年春闘は米関税政策の動向にかかっている

春闘賃上げ率の実績と推計結果



（出所）連合、厚労省、総務省のデータより明治安田総研作成、推計は明治安田総研

2026年春闘の賃上げ率予想（%）

		一律10%、対日分野別関税削減・撤廃	一律10%、分野別関税25%	相互関税24%、分野別関税25%
賃上げマインド	積極的（インフレマインド）	**5.0**	4.9	4.7
	中間	3.9	**3.8**	3.7
	消極的（デフレマインド）	2.9	2.8	**2.8**

（出所）各種資料より明治安田総研作成、分野別関税は鉄鋼・アルミニウム、自動車への25%関税に加え、5月初旬に適用予定の自動車部品と米当局が調査中の半導体関税を含む

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.