2025.6.30

調査レポート

月刊　為替市場の論点
2025年6月

〈要約〉
相互関税の上乗せ停止期限である7月9日が迫るなか、日米交渉の進展に期待がかかる。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。日米実質金利差に方向感は出にくく、ドル/円は当面レンジ相場か

振り返りと今後の注目点
中東の地政学リスクと金融政策を巡る思惑　・・・P1
論点①　ドル安の受け皿は欧州通貨　・・・P2
～資源高に弱い円と通商交渉難航の加ドルが冴えない～
論点②　日銀会合は円安要因、FOMCは円高要因　・・・P3
～植田総裁就任以降、1会合で約0.8円の円安～
論点③　実質金利差に沿った値動きが継続　・・・P4
～日米中銀の次の行動はまだ先との見方～
論点④　26年春闘は4%割れか、オントラックから脱線へ　・・・P5
～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

中東の地政学リスクと金融政策を巡る思惑

原油先物価格の上昇と中銀会合により、荒い値動き

◆ドル/円概況（5/30~6/27）

・5日、米中首脳の電話会談が好感され、円安基調に。6日発表の米5月雇用統計で、雇用者数の伸びが市場予想を上回り、米景気への懸念が後退し、ドル高へ

・11－12日発表の米5月消費者物価指数と生産者物価指数はともに市場予想を下回り、関税によるインフレへの警戒感が後退。米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げ観測が強まり、ドル安に

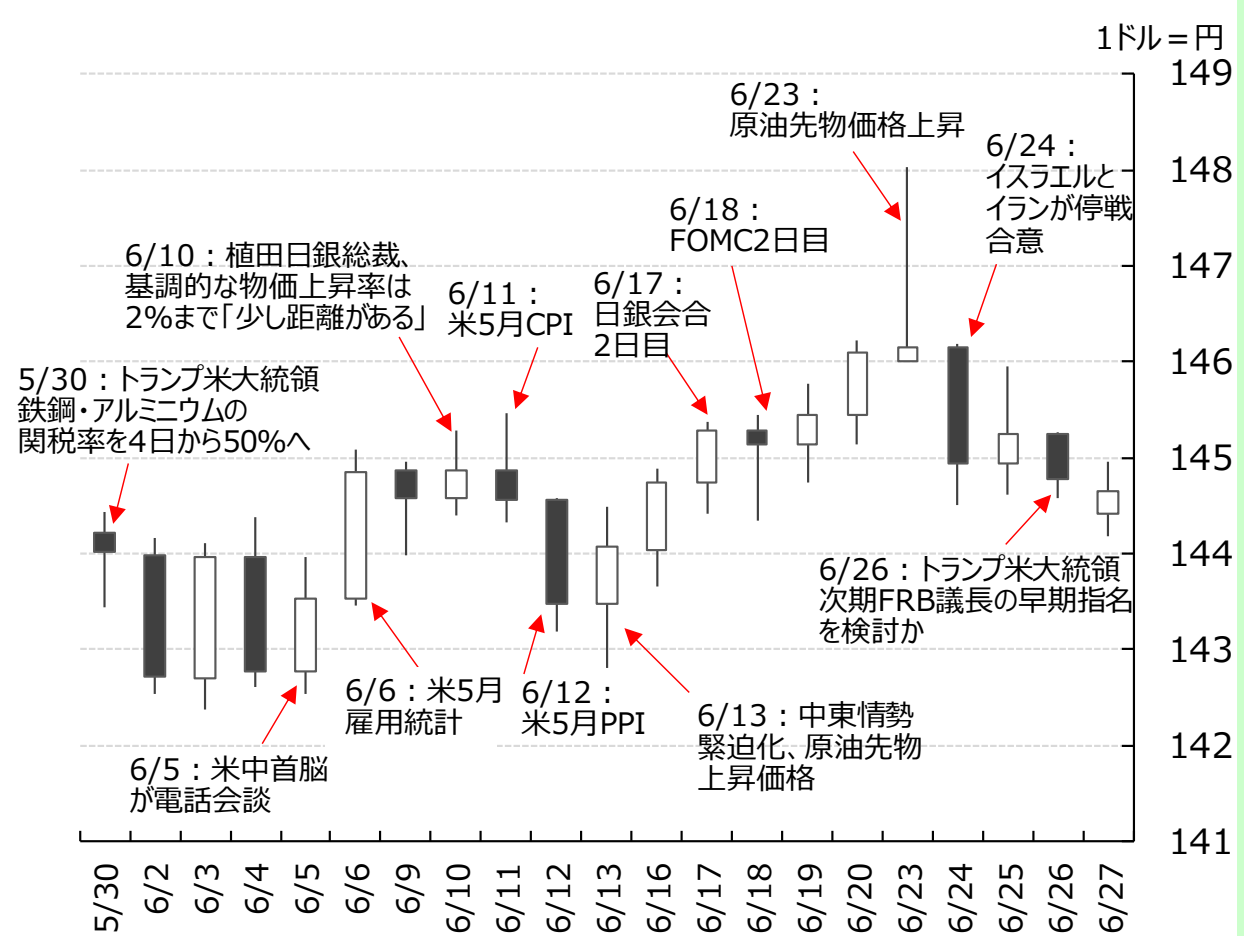
・13日、中東の地政学リスクにより原油先物価格が上昇し、再度円安へ。17日の植田日銀総裁の会見はハト派的との評価になる一方、18日米国時間発表の米連邦公開市場委員会（FOMC）の経済・金利見通しはタカ派的と受け止められ、円安ドル高に

・23日、中東情勢緊迫化により大幅に円安が進む場面があったが、イスラエルとイランが停戦合意と伝わると、円の買戻しが優勢に

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、その場合には日銀の利上げ観測復活で円安圧力が幾分減殺されよう。日米中銀の次の行動はまだ先との見方から、当面レンジ相場か

◆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.

ドル安の受け皿は欧州通貨

資源高に弱い円と通商交渉難航の加ドルが冴えない

・直近1ヵ月は、米ドルと円が弱い（下図）。弱めの物価指標や次期FRB議長の早期任命観測などで米ドルが安い。中東の地政学リスクの影響で原油先物価格が上昇し、本邦貿易収支の悪化観測もあって円が軟調に（▲0.50%）

・ドル安の受け皿になったのは、財政出動観測に支えられたユーロ（＋2.94%）と、リスク回避先として選好されやすいスイスフラン（＋2.35%）

・インフレ加速により今後の利下げ幅縮小を示唆したメキシコペソ（＋2.81%）と、慎重に利下げを進める方針を示す英ポンド（＋1.79%）も堅調。トランプ米大統領が通商協議打ち切りを示唆したカナダドル（＋0.15%）は冴えない

・相互関税の上乗せ停止期限である7月9日が迫るなか、日米交渉の進展に期待がかかる。自動車などの分野別関税の削減や撤廃で合意できれば円安要因となろう。もっとも、その場合には日銀の追加利上げ観測の高まりが想定され、ドル/円に方向感は出にくいとみられる

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
	5月末	6月末	2025年4月	2025年5月	5月末	6月末	変化、%ポイント	5/30⇒6/26 %	24年1月－24年12月（億米ドル）
ユーロ圏	2.25	2.00	2.7	2.3	▲0.45	▲0.30	0.15	2.94	2,029
メキシコ	8.50	8.00	3.93	4.06	4.57	3.94	▲0.63	2.81	1,718
スイス	0.25	0.00	0.6	0.5	▲0.35	▲0.50	▲0.15	2.35	385
英国	4.25	4.25	3.9	3.7	0.35	0.55	0.20	1.79	▲119
豪州	3.85	3.85	2.4	2.4	1.45	1.45	0.00	1.43	▲179
中国	3.00	3.00	0.5	0.6	2.50	2.40	▲0.10	0.47	2,954
カナダ	2.75	2.75	2.6	2.6	0.15	0.15	0.00	0.15	633
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	▲0.50	685
トルコ	46.00	46.00	38.2	35.9	7.80	10.10	2.30	▲1.08	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6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.

日銀会合は円安要因、FOMCは円高要因

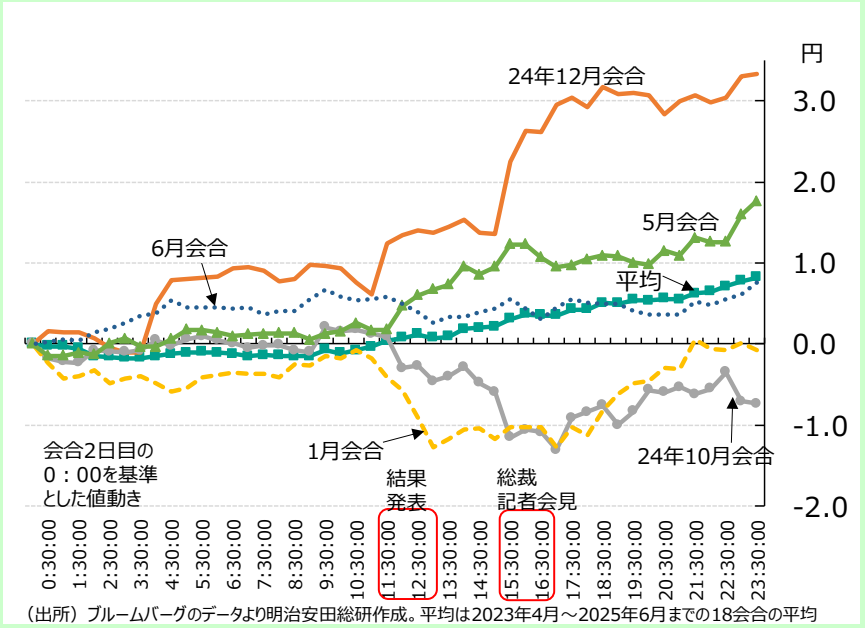
植田総裁就任以降、1会合で約0.8円の円安

・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18会合平均で約0.8円の円安、左図）。「時間的余裕という言葉は使わない」とした2024年10月会合と、春闘の結果に「期待できる」とした2025年3月会合で円高に

・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。2025年5月会合では、展望レポートにおける成長率と物価の見通しの下方修正を受け、円安が進行。6月会合では、資産買い入れ方針などが概ね事前予想通りだったことで、ドル/円は小動きに。7月会合は、展望レポートの経済見通し改善となれば、円高材料となろう

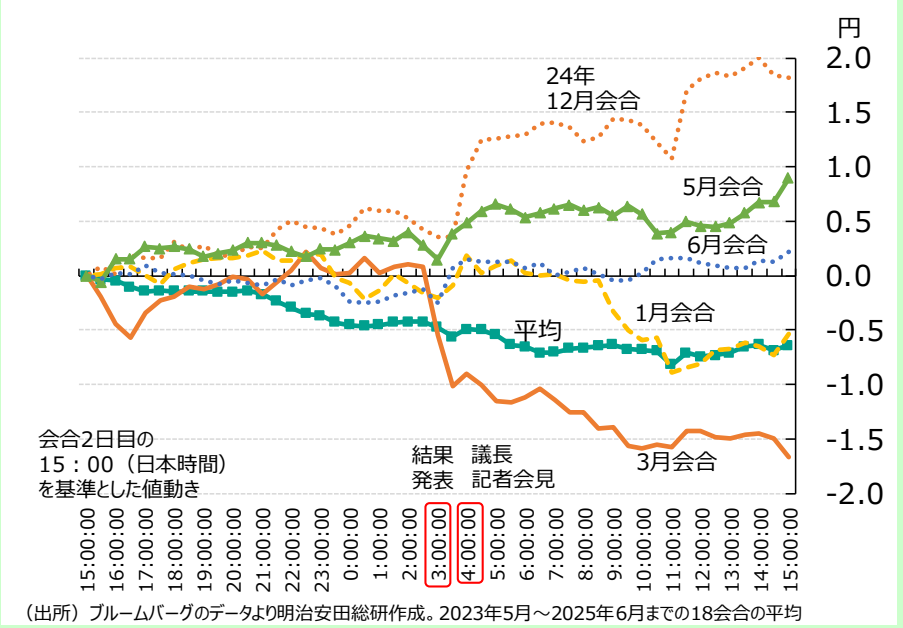
・一方、米連邦公開市場委員会（FOMC）では、結果発表後円高（18会合平均で約0.6円の円高、右図）に振れてきた。しかし、直近2回の会合では、パウエルFRB議長が追加利下げに慎重な姿勢を示すなか、ドル買いがやや優勢に。7月会合では、次期議長の早期任命を示唆しつつ、利下げ圧力を強めるトランプ米大統領に対し、パウエルFRB議長が毅然とした姿勢を継続できるかが焦点

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6月までの18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6月までの18会合の平均

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

実質金利差に沿った値動きが継続

日米中銀の次の行動はまだ先との見方

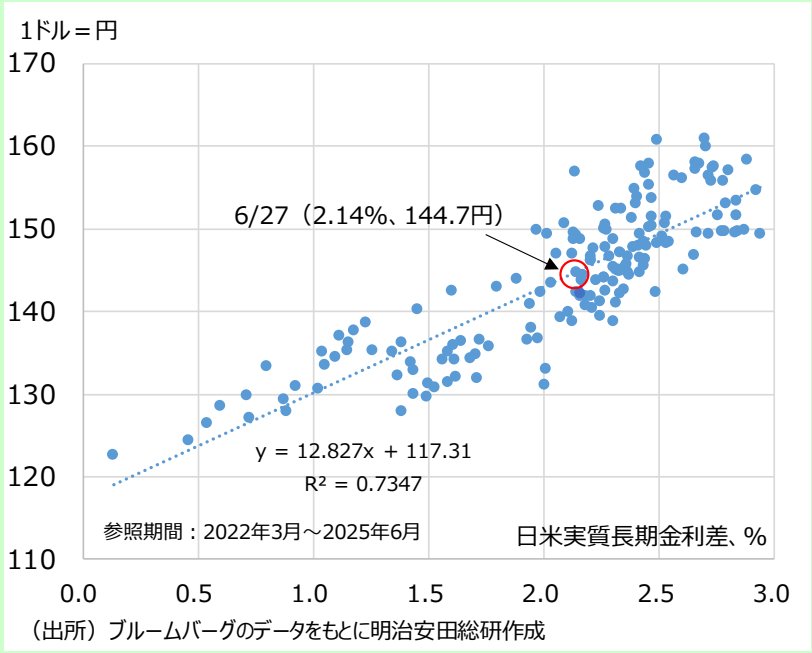
・日米実質金利差は足もと2%程度であり、金利差にもとづく理論値は約144円。ここ2ヵ月ほどは金利差に概ね沿った値動きとなっている

・4月2日の相互関税発表以降、日銀の年内追加利上げ観測は大きく後退（右図）。OIS市場によれば、年内の追加利上げの可能性は6割程度である。もっとも、5月12日の米中合意により、景気の腰折れが回避されて利上げ路線自体は継続するとの見方が優勢に。3年後の政策金利予想は約1%にまで回復、あと2回の利上げが見込まれている

・米国では、景気減速への懸念とインフレへの警戒感が綱引きすることで、利下げの織り込みは横ばい推移。ユーロ圏では、年内にあと1回の利下げが見込まれている

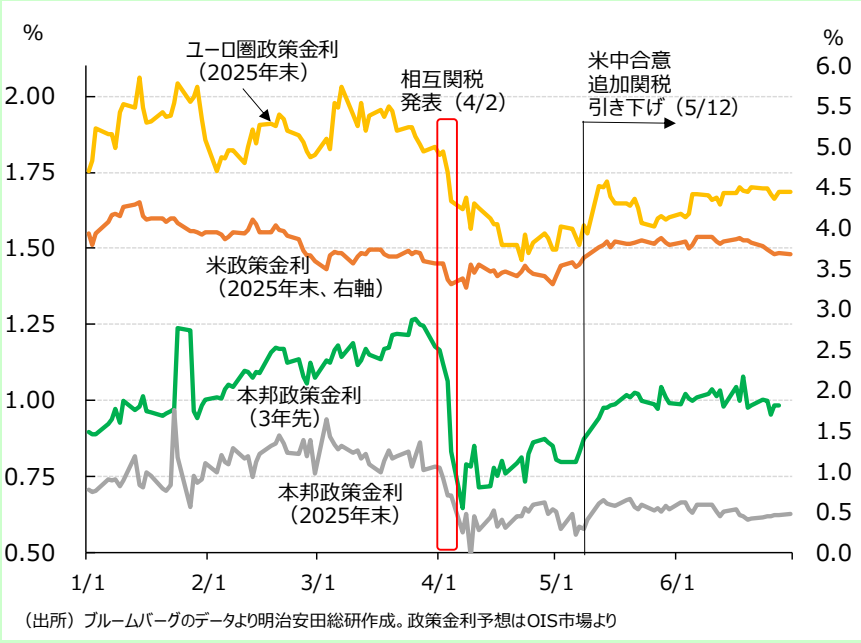
・日米中銀の次の行動はまだ先との見方から、日米実質金利差に方向感は出にくく、ドル/円は当面レンジ相場か。米関税政策は日本企業の収益や賃上げ行動に大きな影響を与えるとみられ、日米交渉の進捗は展望レポートの内容を左右しよう

実質金利差モデル



（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

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.

論点④　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

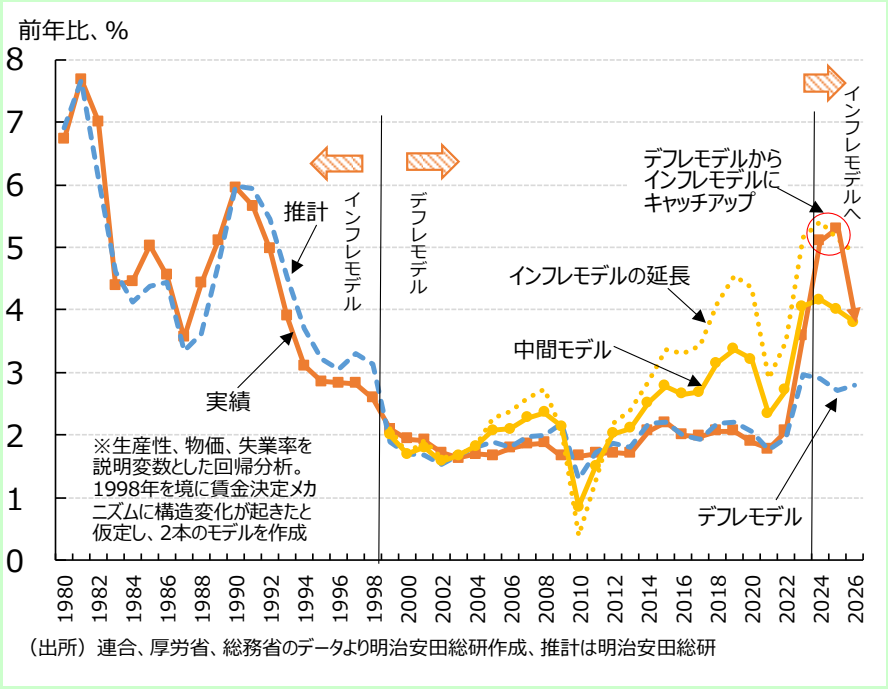
日米交渉が不調なら、利上げ路線頓挫も

・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.