2025.4.30

調査レポート

月刊　為替市場の論点
2025年4月

〈要約〉
相対的な経済力から見て、足もと20%程度の円安。「特定の通貨目標は求めない」とする米当局であるが、120円程度を念頭に各種の要求を出してくるとみる。利上げ継続や資産規模圧縮など、日銀の金融政策運営に注文が付く可能性は相応に高い。一方、分野別関税が継続するならば、2026年春闘のベアは2.3%程度になると試算でき、オントラックからの脱線が視野に入る。日米交渉への配慮から、日銀は利上げ路線を維持するとみられるが、追加利上げ余地が狭まるなか、難しい舵取りを迫られよう

振り返りと今後の注目点 ・・・P1

論点①　欧州通貨がドル安の受け皿、円はやや劣後 ・・・P2
～日銀の追加利上げ観測後退～

論点②　植田総裁の会見はタカ派寄りか ・・・P3
～日米交渉への配慮からインフレ重視の発信か～

論点③　米当局の胸中は1ドル120円か ・・・P4
～日銀の政策運営に注文が付く可能性が高い～

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

関税とFRBの独立性への懸念により、ドル安に

トランプ米大統領の言動がドル安要因に

◆ドル/円概況（3/27~4/28）

・3月27日、日銀会合の主な意見にはインフレを警戒する文言が並び、追加利上げへの思惑から円買い優勢に

・4月2日に相互関税の詳細が発表されると、リスク回避が強まり、大幅な円高ドル安に。9日に上乗せ分の適用延期が発表されるも、加熱する米中間の関税合戦を嫌気してドル安基調が強まった

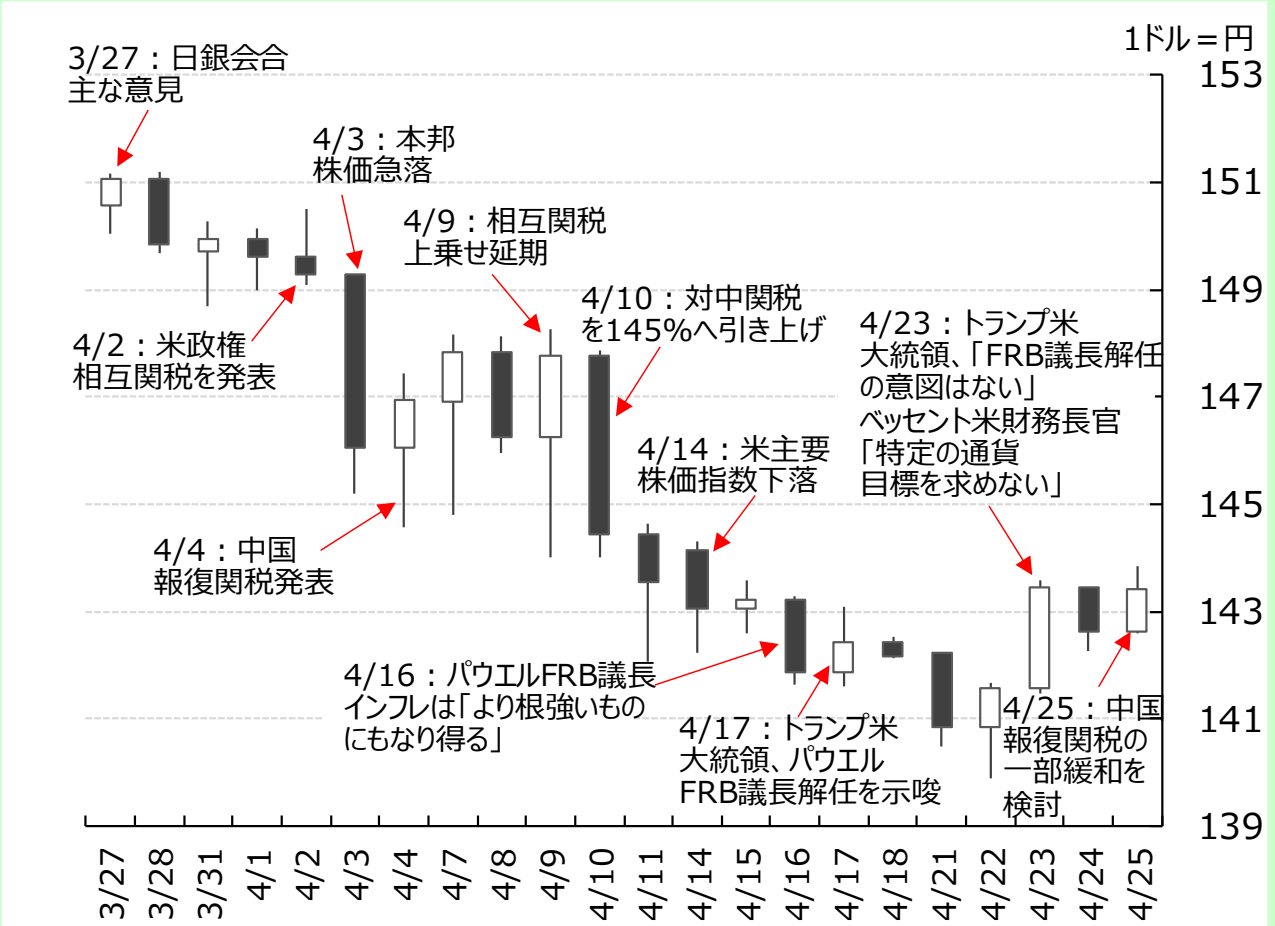
・17日、トランプ米大統領がパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の解任を示唆すると、FRBの独立性への懸念から、一段とドル安に

・23日、トランプ米大統領がFRB議長解任の意図を否定したほか、ベッセント財務長官が日本に対し「特定の通貨目標を求めない」と述べたことが材料視され、円高ドル安は一服した

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。米当局は1ドル120円程度を念頭に要求を出してくるとみられ、日銀の金融政策運営に注文が付く可能性は高い

◆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.

欧州通貨がドル安の受け皿、円はやや劣後

日銀の追加利上げ観測後退

・直近1ヵ月は、ドル安が目立った（下図）。関税政策による米景気下振れ観測が高まったほか、トランプ米大統領の言動によりFRBの独立性への懸念が台頭したことが要因

・ドル安の受け皿となったのは欧州通貨。スイスフランとユーロが対ドルで大幅に上昇した

・同じ安全通貨でありながら、円（＋4.40%）の対ドル上昇率はスイスフラン（＋6.76%）に劣後。日銀の利上げ観測後退が主因か

・北米貿易協定（USMCA）に含まれる品目は引き続き関税措置の対象外と表明された（4/2～）ため、対米貿易黒字が大きいメキシコペソ（1,718億米ドル、2024年）やカナダドル（同633億米ドル）への買戻しの動きが継続

・5/3発動予定の自動車部品関税や米当局が調査中の半導体・医薬品関税など、分野別関税が賦課されていく運びとなれば、ドル安基調が継続しよう。逆に、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となろう。もっともその場合、日銀の利上げ観測が復活するとみられるため、円安圧力は幾分減殺されよう

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
	3月末	4月末（見込み）	2025年2月	2025年3月	3月末	4月末（見込み）	変化、%ポイント	3/31⇒4/28 %	24年1月－24年12月（億米ドル）
スイス	0.25	0.25	0.9	0.9	▲0.65	▲0.65	0.00	6.76	385
ユーロ圏	2.50	2.25	2.6	2.4	▲0.1	▲0.15	▲0.05	4.98	2,029
メキシコ	9.00	9.00	3.65	3.64	5.35	5.36	0.01	4.75	1,718
日本	0.50	0.50	1.5	1.6	▲1.0	▲1.1	▲0.10	4.40	685
カナダ	2.75	2.75	2.9	2.4	▲0.15	0.35	0.50	3.66	633
英国	4.50	4.50	3.8	3.5	0.70	1.00	0.30	2.88	▲119
豪州	4.10	4.10	3.6	3.6	0.50	0.50	0.50	2.16	▲179
米国	4.50	4.50	3.1	2.8	1.40	1.70	0.30	—	—
中国	3.10	3.10	▲0.1	0.5	3.20	2.60	▲0.6	▲0.53	2,954
トルコ	42.50	46.00	40.0	37.6	2.48	8.43	5.95	▲1.29	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4月28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.

植田総裁の会見はタカ派寄りか

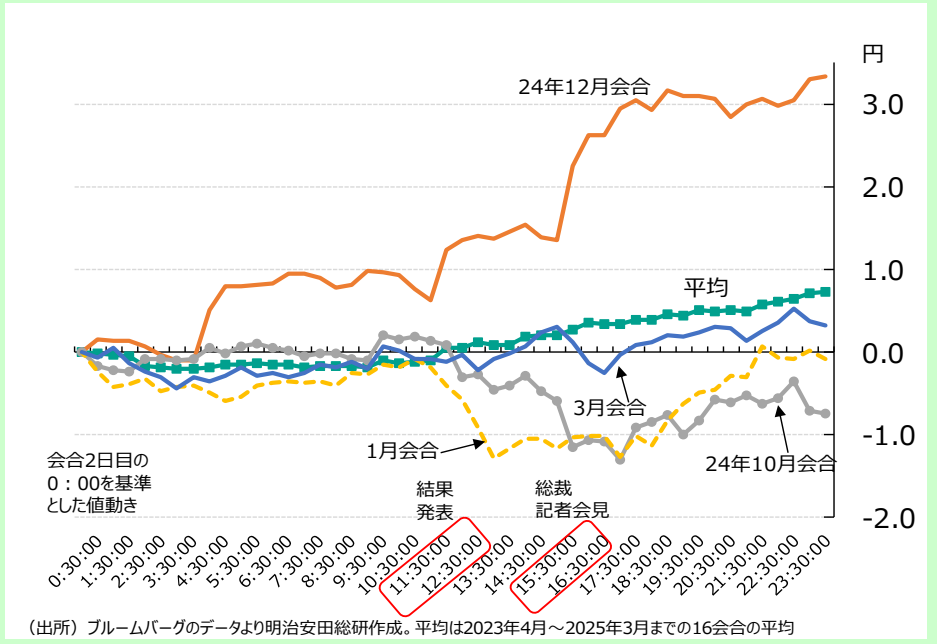
**日米交渉への配慮から
インフレ重視の発信か**

・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）。「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、春闘の結果は「やや強め」とした2025年3月会合で会見中に円高に。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

・4月2日の相互関税発表以降、日銀の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、ターミナルレートを示すとみられる3年後の政策金利予想は約0.75%と、あと一回の利上げが精一杯との見立て。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

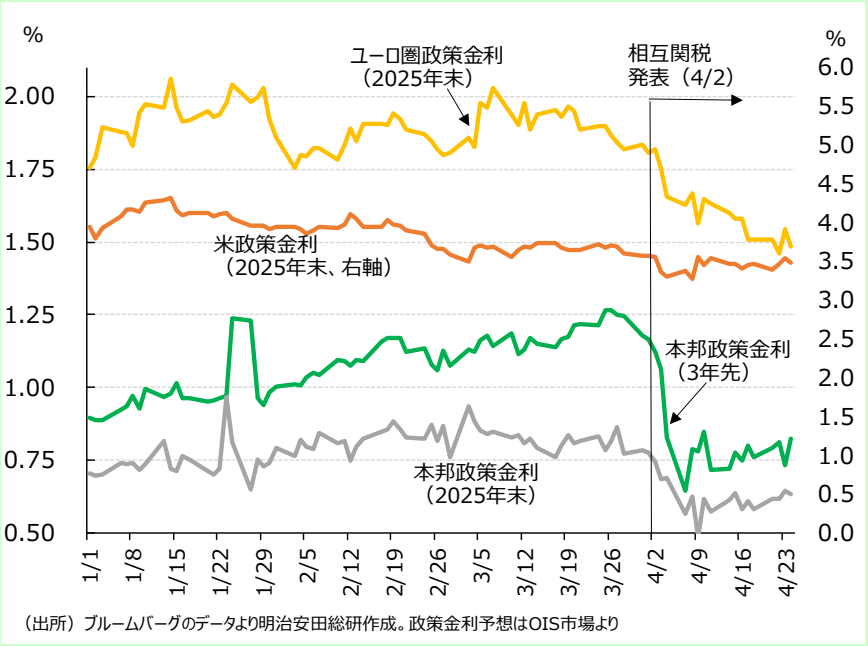
・4月会合後の植田日銀総裁の会見では、景気への配慮を示しつつ追加利上げ観測を維持する微妙な駆け引きが求められよう。日米交渉の最中、ハト派とみなされて円安が進む事態を避けようとするとみられ、足もとの強めのインフレ動向を踏まえたタカ派寄りの発信となる可能性も

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

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③　円安と日米交渉

米当局の胸中は1ドル120円か

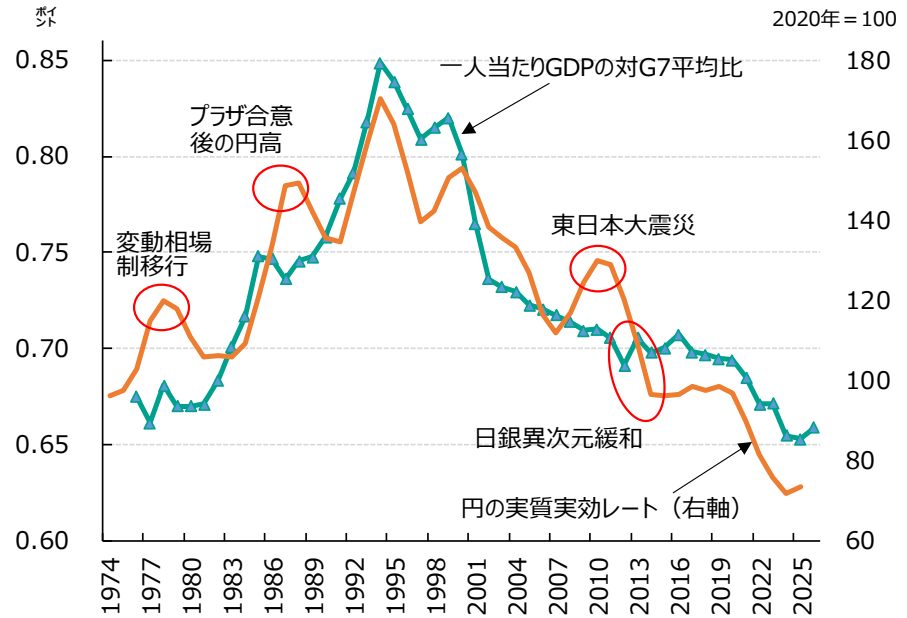
日銀の政策運営に注文が付く可能性が高い

・ドル/円の名目値について、金利差や国際収支との間で長期的に安定した相関関係はない。一方、円の実質実効レートについては、日本の相対的な経済力と長期的に強い相関関係を有することから（左図）、円のフェアバリューを探るうえで指針となりえる

・日本の一人当たり実質GDPの対G7平均比は足もと0.65であり、円の実質実効レートの理論値は91.5。3月の実績値は73.5であり、理論値から約20%円安である。現状では「特定の通貨目標は求めない」とする米当局であるが、ドル/円の3月実績（149.3円）から2割円高の水準である120円程度を念頭に、各種の要求を出してくる可能性も

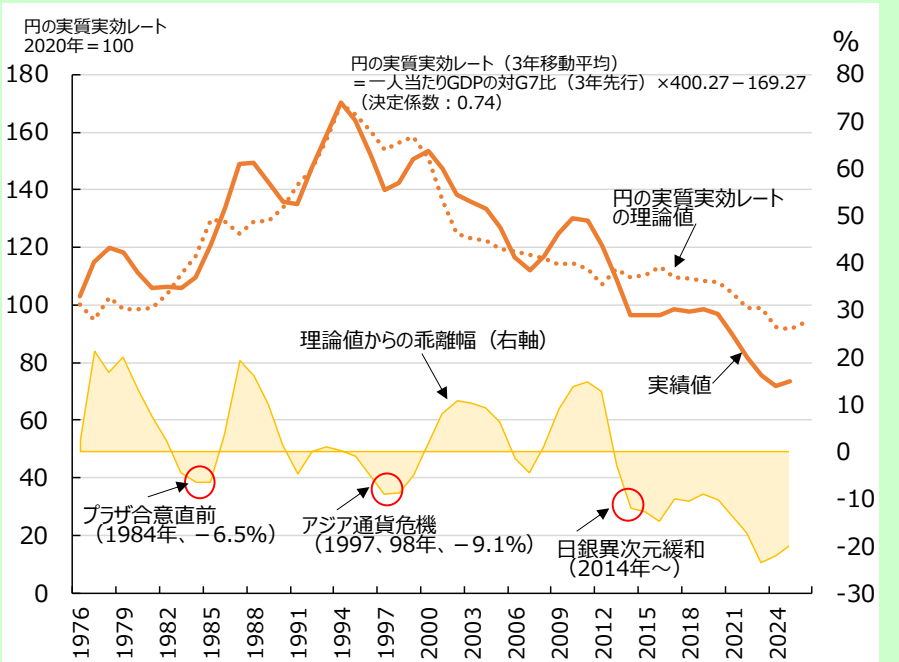
・過去、理論値から5%以上円安だった局面はプラザ合意直前とアジア通貨危機と日銀の異次元緩和開始後の3回（右図）。1985年のプラザ合意と1998年の日米協調介入により、円安は是正された。今回の円安局面は、理論値からの乖離の規模がはるかに大きく、日銀の異次元緩和が発端となっている。このため、利上げ継続や資産規模圧縮など、日銀の金融政策運営に注文が付く可能性は相応に高いとみる

円の実力と日本のプレゼンス



（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、円の実質実効レートは３年移動平均、一人当たりGDPの対G7比は3年先行

過去2回の円安局面では、米国が是正に乗り出した



（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、円の実質実効レートは３年移動平均、一人当たりGDPの対G7比は3年先行

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

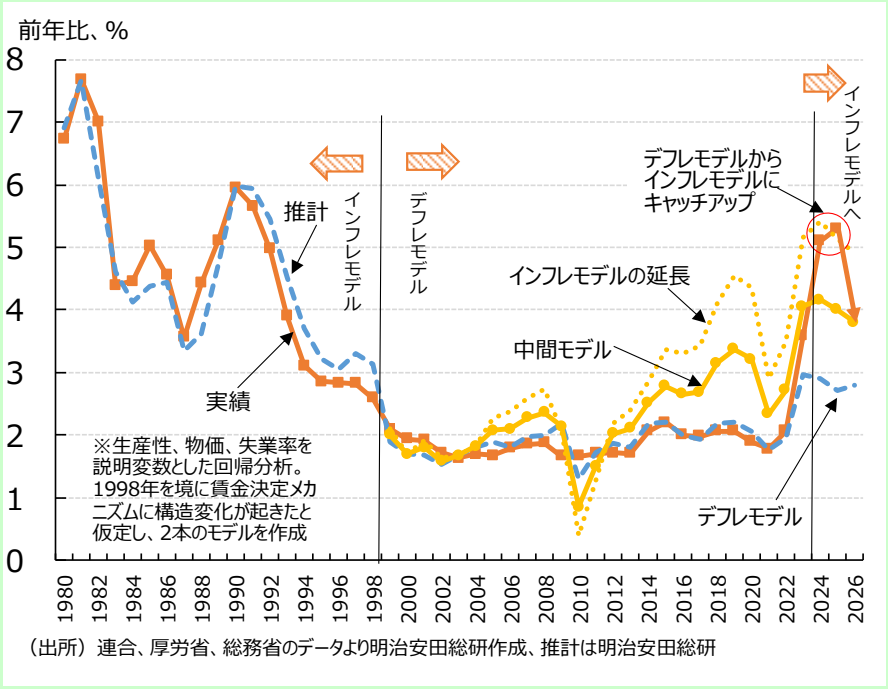
日米交渉が不調なら、利上げ路線頓挫も

・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%（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.