2025.1.30

調査レポート

月刊　為替市場の論点
2025年1月

〈要約〉
米政権が関税賦課に積極的になるならば、円安ドル高が進もう。トランプ第一次政権1年目のドル/円平均ボラティリティーを踏まえれば、キャリートレード再燃リスクは低いが、次の日銀利上げは当分先とみられ、じわりと円安が進む可能性には留意したい。12月に前年比プラス圏に浮上した輸入物価には引き続き注視が必要。1ドル160円台定着なら、上期にマイナス推移が濃厚な実質賃金は、下期に至ってもマイナス継続と試算できる。160円に近付くことがあれば、実弾介入の可能性も

振り返りと今後の注目点 ・・・P1
論点①　関税発言によるドル高と円高の綱引きは、ドルに軍配 ・・・P2
～関税に積極的なら1円円安、消極的なら1円円高～
論点②　160円台定着なら実質賃金はマイナス継続へ ・・・P3
～粘着性を強める「第一の力」と足踏みする好循環～
論点③　いったんしぼむ介入への機運、警戒ラインは引き続き160円 ・・・P4
～水準防衛への意欲はなお健在か～
論点④　キャリートレード再燃リスクは低い ・・・P5
～トランプ米大統領の不規則発言と逆方向を歩む日米中銀～
論点⑤　冬季賞与支給を前倒す動き、夏季に続く積極性 ・・・P6
～ただ、安定的な実質賃金プラスは見通せない～

明治安田総合研究所
経済調査部
吉川 裕也

揺れ動く米関税への思惑と日銀の利上げ

二転三転する米関税方針
日銀の利上げは円高要因に

◆ドル/円概況（12/31~1/29）

・底堅い米経済を背景に米連邦準備制度理事会（FRB）は追加利下げを急がない構えをみせ、年初から円安ドル高が進行

・介入警戒感で相場が膠着するなか、9日の日銀支店長会議で賃上げへの手ごたえが示され、円高へ。15日に植田日銀総裁が利上げに前向きな姿勢を見せたほか、米インフレ指標が鈍化し、円高ドル安に

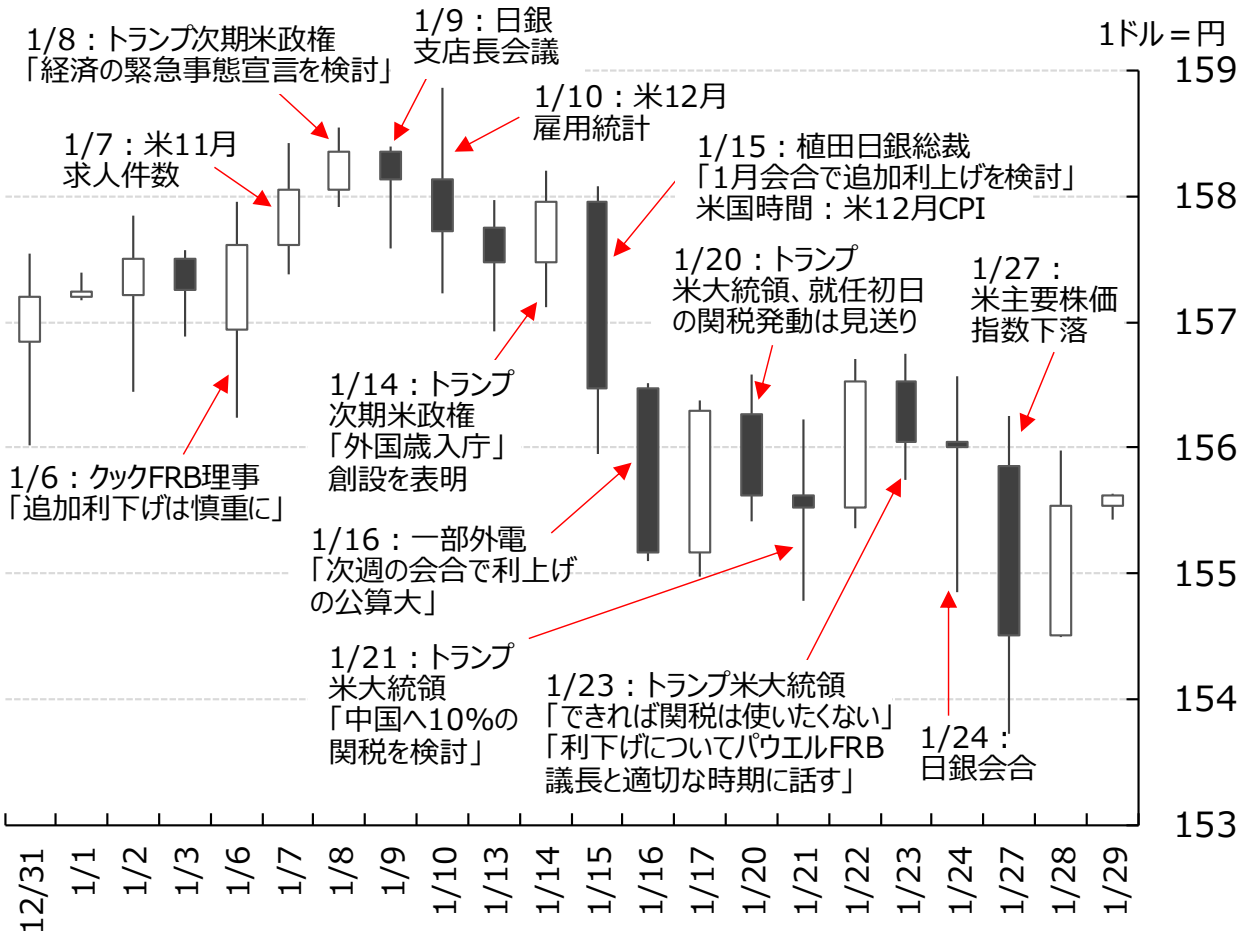
・20日、トランプ米大統領が就任初日の関税発動を見送ると、ドル売りが優勢に。翌日に対中関税への言及がドル買いにつながる場面もあったが、23日に関税に対する消極的な発言が伝わって再度ドル安に

・24日、利上げに加え、物価見通し上方修正がタカ派的と受け止められ、円買いが進むも、植田総裁は利上げペースについて慎重な物言いに終始したため、円売り優勢に

今後の注目点

・米政権が関税賦課に積極的になるならば、円安ドル高が進もう。キャリートレード再燃リスクは低いが、次の日銀利上げは当分先とみられ、じわりと円安が進む可能性には留意したい。160円に近付くことがあれば、実弾介入の可能性も

◆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.

関税発言によるドル高と円高の綱引きは、ドルに軍配

関税に積極的なら1円円安、消極的なら1円円高

・直近1ヵ月は円の強さが目立った（下図）。利上げにより、実質政策金利のマイナス幅が縮小（＋0.35%ポイント）したことが主因

・トランプ米大統領の関税についての発言に対する反応は、日銀関連の材料と切り分けられる5回のタイミングについて、積極的な3回（1/8、1/14、1/21、P1参照）の平均が1円の円安ドル高、消極的な2回（1/20、1/23）の平均が1円の円高ドル安。米関税はドル高要因

・米関税への過度な懸念が後退し、対米貿易黒字が大きい元（2925億米ドル）やメキシコペソ（1700億米ドル）、ユーロ（1997億米ドル）に買戻しの動き。豪ドルは元に連れ高。カナダドル、トルコリラは実質政策金利低下で軟調。財政リスクが意識される英ポンドも冴えない

・トランプ米大統領は2月1日より、カナダ・メキシコ・中国に追加関税を賦課すると述べており、実行されれば、元やメキシコペソなどは売られる可能性が高い。海外現地生産への懸念から生じるリスク回避の円買い圧力が出るとともに、インフレ懸念再燃による米利下げの先送りが意識され、米ドルも強含むとみられる。直近1ヵ月の相場動向から、ドル高圧力に軍配があがる（円安ドル高）とみておきたい

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
	24年末	25年1月末	2024年11月	2024年12月	24年末	25年1月末	変化、%ポイント	12/30⇒1/29 %	23年12月－24年11月（億米ドル）
日本	0.25	0.50	1.7	1.6	▲1.45	▲1.1	0.35	1.1	679
中国	3.10	3.10	0.3	0.4	2.80	2.70	▲0.1	0.8	2925
メキシコ	10.00	10.00	3.6	3.7	6.42	6.35	▲0.07	0.6	1700
豪州	4.35	4.35	3.6	3.6	0.75	0.75	0	0.4	▲194
ユーロ圏	3.00	3.00	2.7	2.7	0.30	0.30	0	0.3	1997
スイス	0.50	0.50	0.9	0.7	▲0.4	▲0.2	0.20	0	277
米国	4.50	4.50	3.3	3.2	1.20	1.30	0.10	—	—
カナダ	3.25	3.25	1.9	2.1	1.35	1.15	▲0.2	▲0.3	604
英国	4.75	4.75	3.6	3.2	1.15	1.55	0.40	▲0.75	▲118
トルコ	47.50	45.00	45.7	43.8	1.79	1.21	▲0.58	▲1.2	13

（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1月29日時点、インフレ率は食料品とエネルギーを除くCPI

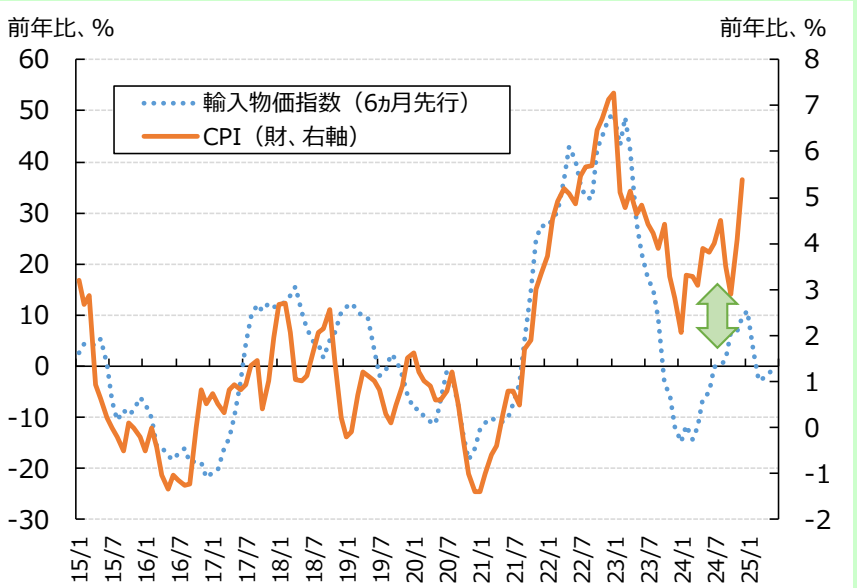
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

160円台定着なら実質賃金はマイナス継続へ

粘着性を強める「第一の力」と足踏みする好循環

- 輸入物価指数と約6ヵ月後のモノの消費者物価指数（以後CPI（財））との相関は高いが、2024年は乖離が大きい（左図）。輸入物価の伸び鈍化が小売価格に反映される時期（4－6月）に急速な円安に見舞われ、近い将来に再値上げを強いられる蓋然性から、川下では、値段をすえ置く事例や値上げをする事例が多かった可能性
- 資源価格の安定により、契約通貨ベースの輸入物価は横ばい推移であり、円ベースの輸入物価の変動はほぼ為替要因である。直近4年間の相関から、2025年上期のドル/円相場が輸入物価とCPI（財）を経由して下期の総合CPIに与える影響は（ベースライン：150円）、1ドル160円で＋0.2%ﾎﾟｲﾝﾄ、165円で＋0.3%ﾎﾟｲﾝﾄ（右図）と推計できる
- 2025年春闘が5%程度の賃上げとなる場合、2025年の現金給与総額の伸びは2024年8－11月（前年比＋2.5%程度）と大差ないとみる。実質賃金算出には、総合CPIよりも＋0%台半ば程度上振れる、「持家の帰属家賃を除くCPI」が適用される。160円超の円安環境下では、2025年上期にマイナス推移が濃厚な実質賃金は、下期に至ってもマイナス継続と試算できる（右図）

輸入物価とモノの物価



（出所）ブルームバーグより明治安田総研作成

2025年上期の平均ドル/円相場が下期の物価指標と実質賃金に与える影響

	為替（1ドル=円）	輸入物価	CPI（財）	押し上げ効果	持家の帰属家賃を除く総合CPI	実質賃金
25年下期（25年上期の為替による影響）	150	▲1.3	1.8	ベース	2.3	0.2
	155	1.0	2.0	0.1	2.4	0.1
	160	3.2	2.3	0.2	2.5	0.0
	165	5.5	2.5	0.3	2.6	▲0.1
	170	7.7	2.7	0.4	2.7	▲0.2

（出所）ブルームバーグなどのデータより明治安田総研作成、輸入物価は6か月前
輸入物価、CPI（財）、持家の帰属家賃を除く総合CPI、実質賃金は前年比伸び率（%）
押し上げ効果は総合CPIへの影響、対ベースライン（%ﾎﾟｲﾝﾄ、CPI（財）の上振れ幅の半分に相当）
現金給与総額の伸びは2.5%とする

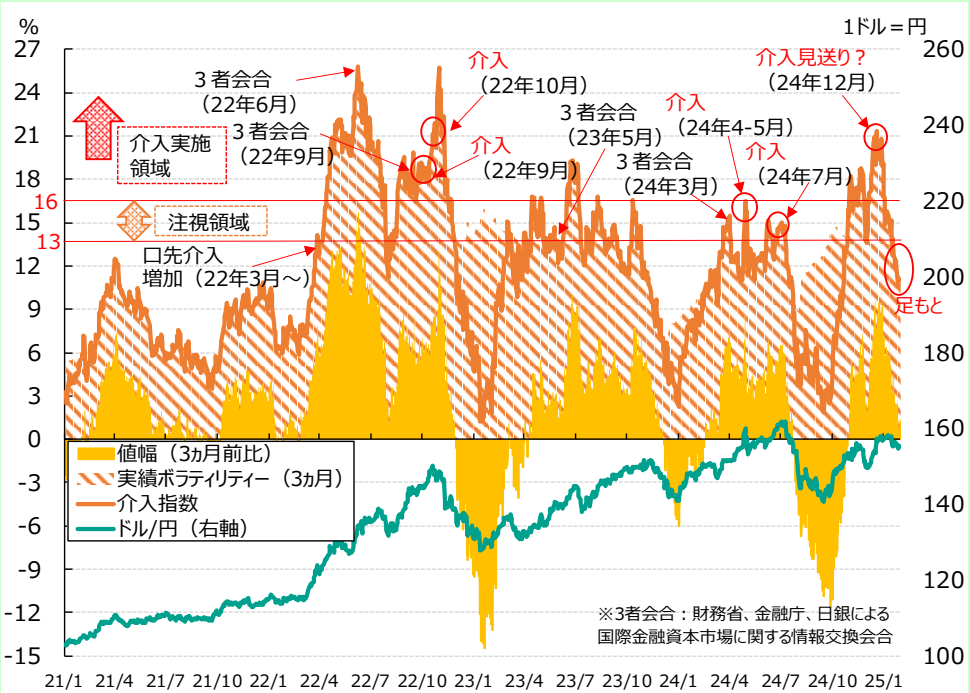
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

いったんしぼむ介入への機運、警戒ラインは引き続き160円

水準防衛への意欲はなお健在か

- 当局の行動をみると、介入指数（3ヵ月前比の値幅＋3ヵ月実績ボラティリティー）が13を上回れば、財務省、金融庁、日銀による3者会合がいつ開かれてもおかしくない状況(注視領域）となり、16程度で実弾介入となっている（介入実施領域、左図）
- 2024年12月20日の介入指数は19.4と非常に高いものの、政権移行期にある米国への配慮から実弾介入が見送られたと推察する
- 介入指数は、トランプ米大統領就任演説があった1月20日に急低下（13.9⇒12.6）。注視領域を外れたことで、本邦当局による口先介入はみられない。足もとの介入指数は11.0（値幅：1.3、ボラ：9.7）とさらに低下。米関税への懸念後退などが要因
- もっとも、仮に1ドル160円となれば、介入指数は、円のじり安に対しても果断な対応がなされた2024年7月の介入時と同水準となる。160円を超える円安は経済厚生の観点から許容されないとみられ、水準防衛の観点から、実弾介入が実行される可能性は高い

ドル/円と介入実績



（出所）ブルームバーグのデータと財務省、各種報道をもとに明治安田総研作成、介入指数＝値幅＋実績ボラティリティー

介入を巡る節目

日付	出来事	介入指数	値幅（%）	ボラ（%）	注
2022年3月29日	神田財務官、米財務次官と会談	13.7	7.0	6.7	口先介入増加の契機
6月10日	3者会合	24.6	14.6	10.0	2016年の開始以降初めて声明文を発表
9月8日	3者会合	18.0	7.3	10.8	—
9月22日	円買い介入	17.7	5.5	12.2	スムージング（2.8兆円）
10月21日	円買い介入	21.1	8.5	12.6	スムージング（5.6兆円）
10月24日	円買い介入	21.8	8.9	12.9	スムージング（0.7兆円）
2023年5月30日	3者会合	13.3	2.7	10.7	8ヵ月ぶり
10月25日	150円台	10.3	7.1	7.3	1年ぶり
2024年3月27日	3者会合	14.7	6.7	8.0	10ヵ月ぶり
4月15日	154円台	12.9	5.9	7.0	約34年ぶり
4月29日	円買い介入	16.5	8.6	7.9	水準防衛（5.9兆円）
5月1日	円買い介入	15.8	7.6	8.2	水準防衛（3.9兆円）
7月10日	161円台後半	14.0	5.6	8.4	水準防衛（3.2兆円）
7月11日	158円台後半	13.1	4.0	9.1	水準防衛（2.4兆円）
11月7日	口先介入増加	15.9	3.9	12.0	ボラが高水準
12月20日	日銀利上げ見送り	19.4	8.7	10.8	介入見送りか
2025年1月29日	足もと	11.0	1.3	9.7	ボラ・水準ともに低い

（出所）財務省、ブルームバーグ、各種報道をもとに明治安田総研作成。値幅5%、ボラ10%、介入指数16以上に赤の着色、値幅5%、ボラ10%、介入指数13未満に青の着色、介入指数13以上16未満に橙の着色、スムージング、水準防衛の判定は筆者

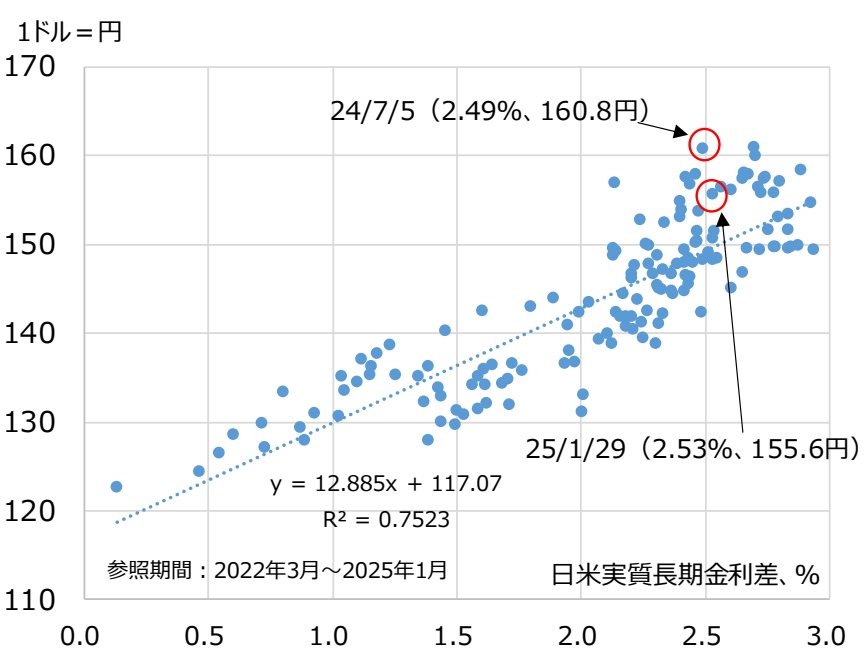
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

キャリートレード再燃リスクは低い

トランプ米大統領の不規則発言と逆方向を歩む日米中銀

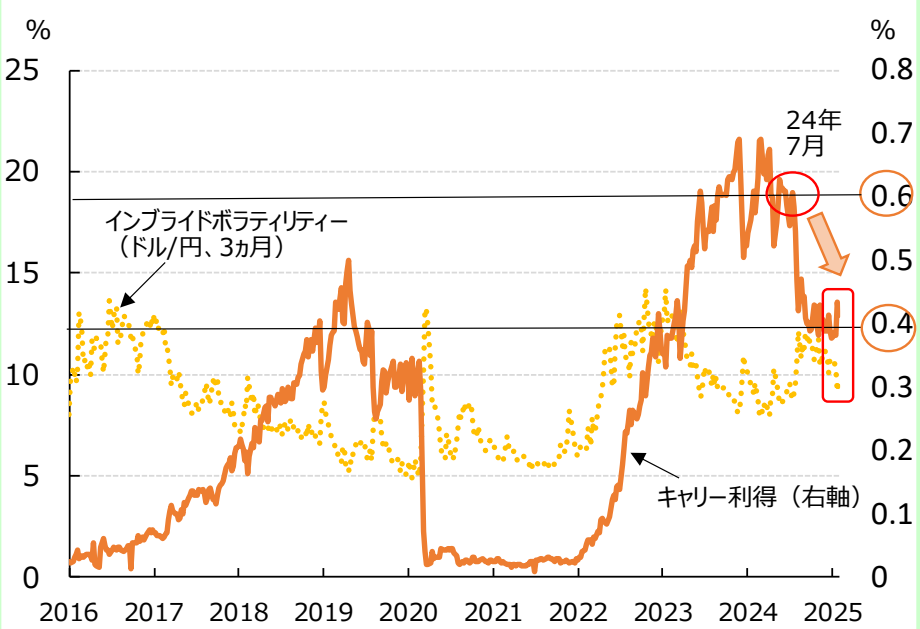
- 日米実質長期金利差は足もと2.5%付近であり、ドル/円は金利差に見合った水準（150円程度）よりもなお円安水準にある（左図）。もっとも、キャリートレード主導で160円超の円安となった2024年7月と金利差は同じであるため、円は持ちこたえているとも評価できる
- キャリートレードの単位リスク当たりの利得（日米3ヵ月国債利回り差/3ヵ月インプライドボラティリティー）は足もと0.4%付近と、前回の米利上げ局面の水準まで低下（右図）。日銀の利上げとFRBの利下げにより、日米3ヵ月国債利回り差が着実に縮まっていることが主因であり、キャリーのうまみは無くなっていく方向。投機筋が参入しにくい環境といえよう
- トランプ米大統領就任演説後、3ヵ月インプライドボラティリティーの低下（10.3%⇒9.1%）によりキャリー利得が上昇しているが、第一次政権1年目の平均ボラ（9.3%）を踏まえれば、ボラ低下主導でのキャリー利得上昇余地は限定的。キャリートレード再燃リスクは低い

ドル/円の実質金利差モデル



（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

キャリー利得の動向



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。
キャリー利得＝日米3ヵ月国債利回り差 / インプライドボラティリティー（ドル/円、3ヵ月）

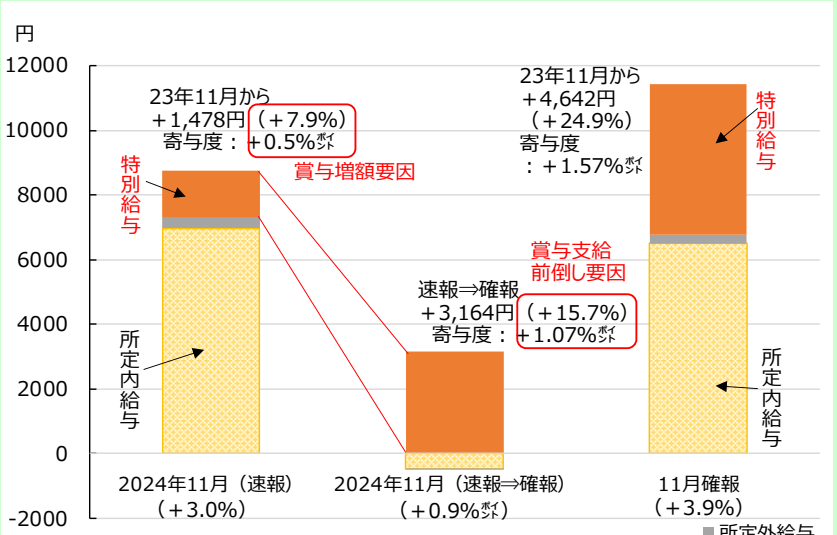
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

冬季賞与支給を前倒す動き、夏季に続く積極性

ただ、安定的な実質賃金プラスは見通せない

- 11月の実質賃金プラスの主因は冬季賞与支給の前倒し。6月の夏季賞与支給前倒しに続く積極的な賃上げ行動であり、日銀の正常化路線にとって追い風に
- 現金給与総額の速報値からの上振れ分（0.9%ポイント）のうち、特別給与の寄与が1.07ポイント（全規模でプラス寄与）、所定内給与の寄与が▲0.16ポイント（中堅企業など）である（右図）。結果、現金給与総額の伸び（3.9%）の4割（1.57%ポイント、1.07%ポイント＋速報での寄与度：0.50%ポイント）を特別給与が占める
- 前倒しに動いた企業の割合は1%程度か。11月下旬に賞与を出す企業は、23年は3%程度だったため、1%程度の変化でも大きなインパクト
- 物価高による生活面への配慮も賞与支給前倒しの背景か。実質賃金は24年12月もプラスとなった後、1月に再度マイナスへ（下図）

現金給与総額の変動要因



（出所）厚労省のデータより明治安田総研作成、23年の数値は令和６年前年比算定のための参考値を使用

先行きの賃金のシミュレーション（本系列）

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月（予想）	2025年1月（予想）	2～4月（予想）
特別給与	2.2	0.1	7.8	6.6	12.0	12.4	▲2.2	24.9	7.4	▲3.1	4.3
所定内給与	1.8	2.1	2.2	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6
総額	1.6	2.0	4.5	3.4	2.8	2.5	2.2	3.9	4.9	2.5	2.8
物価	2.9	3.3	3.3	3.2	3.5	2.9	2.6	3.4	4.2	3.9	3.7
実質賃金	▲1.2	▲1.3	1.1	0.3	▲0.8	▲0.4	▲0.4	0.5	0.7	▲1.4	▲1.1

（出所）厚労省のデータをもとに明治安田総研作成、予想は明治安田総研。数値の単位は前年比%、物価は消費者物価指数（持家の帰属家賃を除く総合）

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.