Fx Whisper

株式会社 DZH フィナンシャルリサーチ
東京都中央区明石町 8 番 1 号　聖路加タワー32 階

March 31, 2025

強弱を織り込み米長期金利は 4.4%付近で均衡か

日本の長期金利上昇で為替は円安修正に＝ニッセイ基礎研究所・窪谷浩氏

今回はニッセイ基礎研究所 経済研究部の主任研究員・窪谷浩氏に、米トランプ政権の政策がアメリカほか世界経済・金融市場へ与える影響について伺った。トランプ大統領の経済政策は減税や規制緩和といった経済にとってプラスの政策と、関税や移民政策などマイナスになる政策が入り混じっている。これらを織り込み米長期金利は現状より少し揺り戻しが入って 4.4%付近で均衡するとの見方。為替については、長期金利は均衡しつつもアメリカが利下げするなか、日本の長期金利上昇圧力を踏まえれば円高になりやすいとしている。以下、インタビュー要旨。（為替情報部・関口宗己）

■DZH 関口：米新政権の政策が経済へ与える影響について伺いたいと思います。

■窪谷氏：トランプ大統領が掲げている経済政策は減税とか規制緩和といった経済にとってプラスの政策と、マイナスになる政策が入り混じっている。株式市場は大統領選挙以降に値を上げたが、減税や規制緩和を優先して、経済にとってネガティブということがわかりきっている関税政策や移民政策、特に関税についてはあくまでブラフ（はったり、脅し）で、通商交渉の手段と位置付けているのではないかとマーケットは誤解していた。実際にトランプ政権の経済閣僚もそのようなことをいっていたが、彼らとトランプ氏の考えていたことは違っていた。

ここもとはっきりしてきたのは、関税はブラフではなく、一定程度関税を引き上げるということが政策目標になっているという点。それにより株式市場などが経済への悪影響を織り込み始めている状況だと考えている。

関税政策については減税する時の財源になるというようなこともいっていたため、私もまったく関税をかけてこないとは思っていなかった。しかしここまで関税をかけようとしてくるとは想定していなかった。アメリカ経済や世界経済に当初予想していたよりも、悪影響があるのではないかと考えている。

アメリカ経済に関しては、まだ景気後退をメインシナリオにしていないが、今後の動向次第では景気後退リスクが上がってしまうことは不可避とみている。

■DZH 関口：そのあたりを受けて、ずっと上がっていた米金利にも調整が入り、それがさらに進んでいくのか、ドル円相場や他の為替相場についてもどのように影響を及ぼしていくかといったところについて、どのように予測していますか。

■窪谷氏：米長期金利は、いったん 4%台後半まで上がっていた。その局面から、リスク回避的な動きで一時 4.1%台まで低下したところから若干戻してきている感じだが、金利についても金利上昇要因と低下要因双方が存在する状態だと思う。

今後、関税を一定程度かけていくことによってインフレは上がらざるを得ないだろう。

一方、関税をかけることによって間違いなくネガティブな影響がある。景気減速やリスク回避的な反応、加えてまだ不透明だがトランプ政権が DOGE（政府効率化省）などにより目指す歳出削減が想定を上回るような規模となれば、当初思っていたより財政赤字が抑えられることになり金利低下要因となり得る。

金利上昇圧力と低下圧力が均衡する形となり、いまより若干高い 4.4%ぐらいを中心として、今年はどちらかの方向へいきにくく、年末の予想ではおおむね横ばい、多少変動はあるだろうが均してみれば方向感が出にくい状況ということになると考えている。

■DZH 関口：ドル相場への影響については、どのようにみていますか。

■窪谷氏：アメリカの長期金利が横ばいのなか、今後の日本の経済動向によってどうなるか流動的だが、金融政策の方向としてはアメリカが利下げをするなか日本が次の利上げのタイミングを計っていくということで、日本の長期金利への上昇圧力が引き続きかかりやすい。今年後半から来年にかけては円高になりやすいとみる。

とはいえまだ金利差もあり水準としては 140 円台で、来年末にかけても 140 円台前半までの円高にとどまると考えている。大幅な円高というより、円安傾向が修正される程度の動きになるのではないかと思う。

■DZH 関口：ウクライナなど地政学・軍事問題なども影響した米欧分断化も深まりそうですね。

■窪谷氏：長期的にみて欧州とアメリカの関係はこれまでに比べて距離が出てきてしまうと考えている。欧州とアメリカの間のビジネスはいまに比べて限定的になってくるのではないか。グローバルサプライチェーンがアメリカを含まずに欧州の中で完結するサプ

本レポートはお客様への情報提供のみを目的として作成したもので、売買の勧誘を目的としたものではありません。実際に投資をなさる場合の最終ご判断は、お客様ご自身でご判断なさるようお願い致します。本レポートを原因とするお客様の直接あるいは間接的損失および損害については一切補償には応じません。 Copyright DZH Financial Research, Inc.

ライチェーンになり、アメリカのサプライチェーンも欧州を含まない形のサプライチェーンになるといったように分かれていくのではないかと思う。

貿易量が減ってくると思うので、欧州・世界経済などにもネガティブだろうし、ビジネスが減ってくるという以前に、目先のところでいえばアメリカは EU などに 4 月 2 日にも 25%の追加関税をかける可能性があり、トランプ氏は相互関税とは別に個別でも関税をかけるといっている。もしかしたら自動車にプラス 25%の関税がかかるという以外に EU へさらに 25%関税がかかる可能性もなきにしもあらずといったところ。

関税の影響はビビットに出て、アメリカ経済にも欧州経済にもネガティブに効いてくる。中長期的にビジネスの関係が薄れていくという以前に、関税の応酬で双方の経済とも相当痛む可能性がある

■DZH 関口：世界経済全般に圧力がかかるとなれば、金融市場もこれまでのような活況になりにくいでしょうね。すでに調整が進み始めている局面も出てきている感はありますが。株式は重い動きになるなどが考えられますが、関税の影響によるインフレ面からすれば米金利には上昇圧力もかかりやすいのでしょうか。

■窪谷氏：上昇しやすいかもしれないが、先ほども申し上げたようにリスク回避的な債券の買いなども考えれば、トランプ政権になってから一時期 4.8%とかになっていたが、そのようなところまではいかないといった上昇度合いになるとみている。

■DZH 関口：ここまで 4.8%付近から 4.1%ほどまで進んだ調整幅に揺り戻しが入るといった感じでしょうか。

■窪谷氏：今よりも少し高い水準で均衡しやすいと思う。

■DZH 関口：おっしゃっていたように強弱の材料が入り混じって上下した市場がだんだん均されて均衡水準へ収れんしていくといったところですね。

■窪谷氏：トランプ大統領が就任して 2 カ月ほどになるが、このドタバタが仮にあと 46 カ月続くと考えると大変なこと。しかし、だんだん弾が出尽くしてきて落ち着き、さすがにこのペースで 4 年は続かないということが見えてくれば、相場も居所のような水準で落ち着きを取り戻す可能性がある。もしこのドタバタがあと 46 カ月続くということになれば、政策の予見性が数年単位で見通せないということになり、世界経済への悪影響はかなり大きい。

■DZH 関口：ベースとしてはだんだん均衡していく見方だとしても、リスクシナリオとしてその可能性を念頭に置いて臨まなければなりませんね。（了）

本レポートはお客様への情報提供のみを目的として作成したもので、売買の勧誘を目的としたものではありません。実際に投資をなさる場合の最終ご判断は、お客様ご自身でご判断なさるようお願い致します。本レポートを原因とするお客様の直接あるいは間接的損失および損害については一切補償には応じません。　Copyright DZH Financial Research, Inc.