

August 5, 2025

関税が重しもドル円は 140～150 円程度で推移か

ユーロ資産の見直しでユーロ底堅く推移する可能性＝MCP 嶋津洋樹氏

今回の FX Whisper は、MCPアセット・マネジメントのチーフストラテジスト 嶋津洋樹氏に、トランプ関税の影響を踏まえた経済およびマーケットの見通しについてうかがった。トランプ関税はドル高要因だが、米国の経済政策などへの不透明感が嫌気されやすいため、ドル円は上昇しても 150 円超えを少し試す程度でそれ以上は上値が重くなるとの見方だ。一方で、欧州財政拡張への期待や欧州株の割安感を背景にユーロ資産へのシフトが進み、ユーロドルは底堅く推移する可能性があるとしている。以下、インタビュー要旨。(為替情報部・関口宗己)

■DZH 関口:ここから年末程度までをめぐりとした経済や、為替などマーケットの見直しをお聞きしたいと思います。まずトランプ関税の影響などからうかがえますか。

■嶋津氏:貿易交渉については、一部の関税が引き下げられるものの、基本的にはどの国に対しても関税の撤廃は行わず、引き続き二桁以上の関税が適用されるというのが基本路線だと考えられる。これが実際にどのような影響を及ぼすかについては、現時点では大きな影響は見られないが、最終的には米国の財価格（モノの価格）を押し上げる要因になると予想される。つまり、その影響はアメリカのインフレとして現れるだろう。

物価が高止まりし、さらなる上昇の可能性もある環境では、当然ながら利下げは難しくなる。仮に利下げを行えば、2%のインフレ目標の達成は遠のき、イールドカーブ（年限ごとの金利の関係を示す曲線）はスティープ化（金利格差の拡大）しやすくなる。

アメリカの景気については、リセッション（景気後退）に陥ることはないと考えているが、景気の減速は徐々に顕在化するだろう。特に経済指標には、関税引き上げ前の「駆け込み需要」とその反動が表れることが予想され、これはグローバルな経済にも波及する可能性がある。例えば、自動車などの財は駆け込みとその反動によって変動が大きくなりやすく、輸出入にもそうした影響が現れるだろう。また、消費や投資においても、駆け込みとその反動の影響が出る可能性がある。

実際に景気が後退するわけではないものの、経済指標の振れが景気減速に見える局面が、今秋ごろまでに一度はあると考えられる。これはアメリカに限らず、日本や他国でも同様の経済指標の波が現れる可能性が高い。特に日本はもともと成長率がゼロ近辺で推移しているため、マイナス成長に陥るリスクもあり、仮にそれが景気動向指数の悪化と重なれば、「景気後退入り」との見方が盛り上がることもあり得る。

現在のマーケットは「解放の日」直後の波乱を乗り

越え、順調に推移しているが、とりわけ株式市場については、秋口までの間に再び比較的大きな調整局面を迎える可能性がある。その際に、物価が 2%まで低下していれば、FRB（米連邦準備制度理事会）が利下げに踏み切る可能性もあるだろう。しかし、実際には物価の高止まりが続くなかで、景気と物価のどちらを重視するかという議論が活発化しそうだ。

仮に、物価が高止まりしている中で景気に配慮し利下げに踏み切れれば、FRB は来年にかけて再び利上げを迫られる状況に陥るだろう。これは、次期 FRB 議長が誰になっても避けては通れない問題だ。トランプ大統領に配慮して利上げのタイミングが後ずれする可能性はあるにせよ、その遅れが長引けば長引くほど、将来的に高インフレという禍根を残すリスクが高まると考えられる。

債券市場については、景気減速を背景に一時的に金利が低下する局面もあるとみられるが、持続性はないだろう。むしろ、米国発のタームプレミアム（長期債を保有することによるリスクを補うために上乗せされる金利）の上昇が続く可能性が高い。特に足元では FRB の利下げ期待が高まっているため、それが裏切られたり、長期金利の低下につながらなかった場合には、株式市場に悪影響を及ぼすことが懸念される。

■関口:そのあたりを受けた為替への影響、金利上昇と景気減速で判断が難しいと思うのですが、どのようにみえていますか。

■嶋津氏:基本的には、長期的なドル安の流れが続くと考えている。次期 FRB 議長はトランプ大統領の意向に従い、物価が高止まりする中でも利下げに踏み切る可能性が高い。そのような政策はドルの信託を損ない、経済政策の不透明感からアメリカ資産の見直しが進むことで、ドル安が進みやすくなる。

その一方で、受け皿として最も恩恵を受けるのは欧州通貨、特にユーロであろう。欧州の経済規模は米国に匹敵し、金融市場も成熟している。さらに、財政政策の歴史的な転換により景気が回復すると見込まれ

ていることも、ユーロにとって追い風となる。

足元では韓国にも注目が集まっている。投資家は新政権の下で企業改革が進むことで、いわゆる「 코리아・ディスカウント」の解消が期待されている。

また、世界第 2 位の経済規模を持つ中国に対しても見直し買いが進んでいる。国際投資家の多くは、習近平政権の政策運営に対する不信から中国の資産保有を一時的にほぼゼロまで引き下げ、欧米や日本へと資金をシフトさせた。しかし、トランプ大統領の登場によって、これまでの「アメリカ例外主義」が終焉したと受け止められ、アメリカ資産の再評価が進んでいる。米国資産をどの程度売却するかは不透明だが、「アメリカ例外主義」を前提として買っていた資産を一旦削減しようとする流れは確かにある。

こうした流れの恩恵は日本にも及ぶ可能性があるが、先述の通り、最も選好されるのは欧州である。日本円は韓国ウォンや人民元といったアジア通貨と競合するため、買い圧力が分散しやすく、円高に勢いがつきにくい。仮に円高が進んでも、せいぜい 140 円を一時的に割り込むかどうか程度であり、120 円や 100 円といった水準に向かう展開は考えにくい。

日銀については、足元で食品価格の上昇が見られ、それが期待インフレの上振れにつながることを警戒している模様である。ただし、トランプ関税の影響などを踏まえ、市場にサプライズを与えるような追加利上げに踏み切るとは考えにくい。状況を見極めながらタイミングを狙っているとも言える。

市場では、追加利上げは来年以降との見方が根強いですが、年内の可能性が完全に消えたわけではない。むしろ「常在戦場」の姿勢で備える必要がある。

政局に関しては、自公の過半数割れにより、マーケットは「トリプル安（株安・債券安・円安）」を懸念していたが、実際には CDS スプレッド（信用リスクを反映した保険料の差）は拡大していない。現在の長期金利の上昇は、主にアメリカ発の不透明感や関税、トランプ政権の FRB への圧力、財政政策への懸念などが背景にある。特にアメリカでは、長期金利と名目成長率の関係（ドーマー条件：名目成長率が金利を上回ることによって政府債務の安定が保たれる）が崩れつつあり、財政が悪化しやすい環境が整いつつある。

米国債は世界の安全資産の中心であり、そのタームプレミアム（長期債に求められる上乗せ利回り）の上昇は、他国の金利にも波及する。日本の長期金利上昇を「財政危機の表れ」とする見方は、過度であり実態を反映していないと考えている。

実際、異次元緩和前の日本と米国の 10 年債金利を比べると、米国が 4.5% 程度の時、日本は 1.5% 前後

だった。日本の財政が原因で長期債が売られ、金利が上昇しているという議論は、実態よりも誇張されている。

自公が大敗したことで金利が急騰するとの懸念も実現していない。仮に立憲民主党を含む連立政権に移行すれば、足元で議論されている消費税減税の撤回や、財政健全化路線への転換が進むことも想定できるだろう。政権の枠組み次第では目先の減税に対する懸念を将来的な財政再建への期待が上回ることもあり得る。

日本の景気はゼロ成長付近を行き来しており、トランプ関税による外的ショックの影響で、一時的にリセッションに見える局面もあるだろう。仮に緊縮財政が本格化すれば、デフレへの逆戻りというリスクも無視できない。実際、自動車メーカーなどはアメリカ向け輸出に対して、関税負担分をコスト削減で吸収しようとする姿勢を示しており、デフレマインドが完全に払拭されたとは言い難い。

これまで順調に進めてきたデフレ脱却の取り組みも、一度大きなショックが加われば、これまでの努力が水泡に帰す可能性がある。仮に立憲民主党が連立に加わったり、野田佳彦氏が首相として擁立されるような展開になれば、そのリスクが一段と高まると警戒している。

参院選から 1 週間以上が経過したが、自公の過半数割れにもかかわらず、「トリプル安」は現実のものとはならなかった。それどころか、長期金利の上昇により、日本国債を「魅力的な投資先」と紹介する報道もある。「悪い円安」などの例と同様に、メディア主導の一方的な議論には、冷静に距離を置いて向き合う姿勢が求められるだろう。

■ 関口：株式市場にはどのような影響が出てきそうでしょうか。

■ 嶋津氏：株式市場は、債券市場で懸念材料とされている積極的な財政政策や景気対策を、むしろ好感する可能性が高い。株式市場にとってネガティブな材料となるのは、景気減速やトランプ関税による企業収益の圧迫だろう。また、米国と各国との関税交渉において「合意」の詳細が不透明なことから、実務面に悪影響を及ぼす可能性もある。株式市場はすでにベストシナリオを織り込んでいるように見えるため、わずかでもネガティブな材料があれば調整が生じるリスクには注意が必要だ。

さらに、アメリカ株はすでに割高感が強く、仮に金利が市場の想定通りに低下しなければ、調整リスクが高まる。その際に景気減速が重なれば、一段と大きな調整が起きても不思議ではない。アメリカ株の過熱感

は他国と比べて特に強く、最も大きな影響を受けやすいと見ている。

株式市場の調整は、日本の政治情勢やそれに伴う積極財政への懸念が直接の引き金になるというよりも、アメリカ発の材料による可能性が高い。

その場合、当初は比較的大きな調整が起こると考えられるが、日本の積極財政は、むしろ株式市場で前向きに評価される可能性がある。結果として、米国よりも日本の株式市場の調整が相対的に軽微であり、回復も早いというシナリオも十分に考えられる。

■関口: 与党敗北による政局の不安定化で円売りとの見方も聞かれますが、それよりも米国要因の影響によるドル安に動きやすいと考えますか。

■嶋津氏: 短期的には、米国が関税を引き上げた影響が続き、仮に今後の交渉で一部が引き下げられたとしても、関税水準が約 100 年ぶりの高さにあるという事実は変わらない。そのため、当面はこれがドルの下支え要因となるだろう。具体的には、日本円に対ドルで下落圧力が加わりやすい。

政局の不安定化は、確かに円売りの材料となり得るが、先ほど述べたように、それは政権の枠組みによって左右される部分も大きく、現段階ではその影響を具体的に見通すのは難しい。それよりも、トランプ政権による FRB への圧力など、政策運営に対する不信感のほうが、ドル高圧力を抑制する可能性が高いと考えられる。ドル円相場は、年末にかけて 140~150 円のレンジ内で推移するのではないかな。

一方で、より長期的な視点、たとえば 2027 年や 2028 年、あるいは今後 3 年から 5 年を展望すると、アメリカ資産の見直しを通じて、ドルに対する下押し圧力が強まっていく可能性が高い。現時点でも、アメリカの資産を売却して他国の資産へとシフトする動きは一部で見られるが、それが明確に「アメリカ株が上がりにくい」という形で顕在化しているわけではない。

このような恒常的な変化が本格化するのはいま少し先だと見ているが、資産シフトの兆しは、今後徐々に可視化されていくと考えられる。

■関口: 3-5 年タームでマーケットが圧迫される始まりのところに差し掛かっているのですね。資産をシフトし始めているところではアメリカ株にまだ底堅さも感じられますが、やがてショックのような状況が色濃く出てくるといったところでしょうか。

■嶋津氏: アメリカ資産の見直しは、短期的なショックというよりも、中長期的な構造変化として表面化してくるだろう。現時点ではそれほど意識されていないが、将来的に振り返ったとき、「2025 年がドルの凋落にとってのターニングポイントだった」と評価される

可能性が高い。

ドル円は依然として金利差に連動しているものの、ユーロドルはすでに金利差から乖離しつつあり、アメリカから欧州への資金シフト、すなわち「アメリカ例外主義」の修正が進んでいる兆しがうかがえる。現時点ではまだ「アメリカの没落」とまでは言えないが、超大国アメリカが、長い時間をかけて「普通の国」に変わるイメージに近い。

一方、欧州は、特にリーマン・ショック以降、域内の足並みの乱れや近隣地域における地政学的リスクの高まりなどを背景に、投資先としては敬遠されがちだった。しかし近年、ドイツが緊縮財政から積極財政へと政策転換を進め、ロシアや中国との対抗上、EU 域内の結束も強まっている。

さらに、欧州の株式がもともと割安であったこともあり、アメリカ資産のリバランス（資産配分の見直し）による恩恵を受けている状況だと考えられる。（了）