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

February 4, 2025

日米金利差縮小で 8 円ほどでドル安・円高に

米利下げ打ち止め、ないし利上げとなるかは年央以降に判断へ＝MRA フェロー 深谷幸司氏

今回はマーケット・リスク・アドバイザリー（MRA）フェロー 深谷幸司氏に、今年に入ってからのトランプ政権下マーケット動向・見通しについて話をうかがった。日米金利差の縮小を後押しに 8 円ほどドル安・円高が進むとの見方。マーケットが期待や懸念しているような米利下げ打ち止め、ないし利上げという形になるかどうかは年央以降の状況で判断することになりそうだとういう。以下、インタビュー要旨。（為替情報部・関口宗己）

■DZH 関口：トランプ相場の様相ですが、今年に入ってからの為替の状況・見通しなどについてうかがえますか。

■深谷氏： 足もとでドル高一服感もあるが、まだドル高値圏といえる。金融政策が焦点となるなか日銀は今回 0.25%の利上げに加えて年内あと 1 回の利上げが見込まれる。先進国の中銀のなかで日銀が唯一利上げを進めることになる。その他、欧州、オセアニアなどは利下げ基調。欧州について景気悪化懸念から年内は合計 1 %の利下げをすべきとの見解をスタッフが示している。

問題はアメリカで、読みにくいところ。昨年末の FOMC におけるメンバー予測では、今年 2 回の利下げが想定され、来年も 2 回の利下げとの予測が示された。しかしマーケットは利下げ打ち止め、ないし年内せいぜい 1 回、あるいは次の一手は利上げとの思惑が浮上している。

ここがどうなるかだが、トランプ政権の政策次第。財政支出を伴う景気刺激策、関税や移民規制強化によるインフレ懸念が高まっている。実際にインフレ圧力が高まるようなら、FRB（米連邦準備理事会）は利下げできないとの思惑が一段と強まる。

こうした懸念が先行して強まったことで、ここまでは金利面から支えられドルは堅調だった。しかしここからは不透明だ。大統領に就任後、意外に関税引き上げや移民の送還などについて、事前の懸念ほど性急な対処となっていない。様々な状況を踏まえて現実的な政策をとっているようにもいえる。これにともなって市場は、思惑から現実を見極めるフェーズに入ってきている感がある。

トランプ政権下のアメリカ景気は堅調に推移するとの見方が基本で、ドルは底堅いと思われる。しかし、利下げを否定するまでの状況ではないとみている。昨年 12 月の FOMC で、今年の利下げ幅の予想が 1.0%から 0.5%に見直されたが、次の一手が利上げというのは、今の段階では行き過ぎた考え方だと思う。

こうしたことから、基本的には日米政策金利差は緩やかに縮小、日米長期金利差はそれより小幅の縮小となるが、いずれにしても緩慢なドル安・円高とみている。米債との金利差でみた場合、0.5%ほど縮まると 8 円ぐらい円高になると考えている。

今年 FRB が 0.5%利下げし、日銀が 0.5%利上げをして、日米政策金利が 1%縮んで、債券利回り差が 0.5%ほどの縮小にとどまると考えると、年間で 8 円ぐらい円高・ドル安になる程度。現状の 155 円前後からみると 145 円に届かない計算となる。10 円は下がらないぐらいの極めてゆるやかなペースのドル安・円高といったところが、金利動向からみたベースシナリオになると思っている。

ただ、マーケットが期待や懸念しているとおり、米利下げ打ち止め、ないし利上げという形になるかどうかだが、ここは年央以降にならないとわからないところもある。

アメリカの景気が強さを維持していけるか。インフレ懸念で長期金利が高止まりすれば、景気にはマイナス要因となる。マーケットの米国景気に対するバラ色な見方はいき過ぎている懸念もある。政策次第ながら FRB が年内利下げを 2 回ないしそれ以上行うシナリオも全く皆無ではない。

年後半にアメリカ景気が加速するなら、ドル円が 160 円といったこともリスクシナリオとしてありうる。実際にトランプ政権の政策が実行されて景気刺激的になり、あるいはインフレをもたらし、利下げが止まる、ないしは次の一手が確実に利上げとなれば、その可能性が高まろう。ただ今のところマーケットの思惑だけにとどまっている。メインシナリオはあくまでも緩やかなドル安円高基調とみている。

FRB 内でもトランプ政策への警戒感、インフレリスクを懸念する見方が以前に比べれば出てきてはいる。しかし現時点ではなおもインフレは鈍化基調との認識なので、利下げを拒むものではない。

■DZH 関口：緩やかな円高・ドル安が進みそうとのことですが、日米政策金利の縮小が 1%になるとの見方に対して、感応度からすれば長期債など債券利回りの縮小は 0.5%程度で、結果としてドル安・円高は 8 円ぐらいにとど

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.

まるとの見立てでよろしいでしょうか。

■深谷氏：長期金利差が 1%ほど縮まれば 15-16 円の円高・ドル安だろうが、そこまで金利差が縮小する可能性は今のところ低いのではないか。

■DZH 関口：先行きの不透明感も織り込む長期金利の動向からすれば、縮小は 0.5%程度とみておくのが妥当なのですね。

他の中銀なども利下げに動くなか、クロス円への影響もあり、円相場の見方を難しくする可能性もありますね。

■深谷氏：ユーロは今年年央まで、あるいは年末までに 1%利下げが確実となればユーロ安は不可避だろう。ユーロドル相場はパリティ（等価、1 ユーロ＝1 ドル）を割り込む可能性が高い。そうなるとユーロ円相場は年内に 150 円を割り込んでいくのではないか。

■DZH 関口：そうした節目を抜けていくと、それによって加速感が増すようなイメージもありますね。

■深谷氏：日本の株価動向が国内投資家の外貨投資意欲を支えて円安効果をもたらしてきた面もある。グローバルな株価堅調、リスク選好が支えとなり円安を促す面もあった。そうした効果が今後は剥げ落ちてくる可能性がある。とくに米国株の調整リスクが高まり、現実となればユーロ円相場などクロス円相場が円高を加速する可能性もある。

■DZH 関口：その他、米国も含めて気になる点などあるでしょうか。

■深谷氏：米長期金利の高止まりによって弊害が出てくるのではないかといった面で、景気もそうだが株価にプレッシャーになるのではないか気掛かりだ。また金融市場全体のストレスとなる可能性があるので波乱には気を付けたいところ。

■DZH 関口：トランプ大統領の出方で注意する点、気がかりな点は何かありますか。

■深谷氏：トランプ大統領のドルに対するスタンス。ドル安が望ましいとの考え方だとは思うので、ドル高抑制の具体的な手段を持ち合わせていないとは思うが、どのようなスタンス、ニュアンスで意思を示してくるのか。市場が反応するか。

　あとは FRB の政策に対する介入。景気刺激のため金利は低い方が望ましいので、政策金利に対する横やり、口先での介入などあるのか、あるいは人事を通じて緩和的なスタンスに誘導する姿勢がみられるか、といったところ。

■DZH 関口：前回のトランプ政権下でも前例がありますね。全体的としても不透明感があり、それが年央にかけて段々明らかになってくるだろう、といったことを念頭に置いて臨むのがよさそうですね。

■深谷氏：ドルが高く、米長期金利が高止まりしていることは市場にも経済にも好ましくない。先ほど触れた株式動向にとっても逆風となる。マーケットはやや楽観的だったところがあるため、リスクオフに振れる可能性は気になる。

■DZH 関口：調整が少し荒っぽい動きにつながることは考えられますね。

■深谷氏：ドル円相場は緩やかなドル安・円高というのがメインシナリオだが、一方で値動きが荒っぽくなる、不安定な相場展開となる可能性はある。

■DZH 関口：期待先行でドルが底堅くなっているところがあるので、安心感が剥落するような場面での動きには注意が必要ですね。方向性以上に荒っぽく振れるリスクを意識していた方が良いかもしれませんね。

■深谷氏：ボラティリティが非常に高い年になる可能性はある。

■DZH 関口：日中にトランプ氏の発言や関連報道で振れる場面もありますね。トレンドは変わらなくても、今度さらに振れ幅を大きくするようなこともあるかもしれないですね。（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.