

みずほマーケット・トピック(2025年1月6日)

25年、円相場見通しポイント整理

新年明けましておめでとうございます。本年も質・量・スピードの三拍子が揃った情報発信を心掛けて参りたいと思
います。何卒宜しくお願い致します。 唐鎌大輔

25年の円相場見通しに関し、改めてポイントの整理を行う。金利・需給の観点からメインシナリオ、「穏当なリスクシナリオ」、「極端なリスクシナリオ」およびドル/円相場への含意をどう考えるか。メインシナリオは「日米の金融政策運営に関する現行路線は上半期中に終息する」という想定が要点になる。もちろん、不測の事態(システミックリスクや地政学リスクの台頭など)を背景としてFRBの利下げが想定以上に長引く可能性もあるが、裏を返せば不測の事態がなければFRBの利下げ路線の持続性は相当疑わしい。むしろ、米国の中立金利水準は現状、過小評価されている可能性があり、「穏当なリスクシナリオ」ないし「極端なリスクシナリオ」としてタカ派色の強まりを警戒する筋合いにある。特に、「極端なリスクシナリオ」においては利上げ織り込みすら始まる可能性も。日銀に関しては「賃金・物価の好循環」という(日銀からすれば)真っ当な理屈で利上げできるのは1%が上限と予想。ドル/円相場の160円台定着はリスクシナリオとは言えず、極端なリスクとしての170円台も否定できない年に。

～ポイント整理:「メインシナリオ」、「穏当なリスクシナリオ」、「極端なリスクシナリオ」～

2025年のドル/円相場見通し、金利・需給のイメージ

		メインシナリオ	穏当なリスクシナリオ	極端なリスクシナリオ
金利	FRB	上半期中に2回利下げ	ノーランディングで利下げ無し	利上げ観測浮上
	日銀	上半期中に2回利上げ	政治的配慮で利上げ無し	通貨防衛で複数回利上げ
需給	経常収支	貿易収支主導でやや改善	原油急騰で悪化	輸出鈍化で悪化
	金融収支	「家計の円売り」は引き続き旺盛	「家計の円売り」に急ブレーキ	「家計の円売り」の巻き戻し
含意		押し目(円高)はQ1/Q2のみか	160円台定着シナリオ	170円台定着シナリオ

(資料) 筆者作成

2025年の円相場見通しに関しては需給・金利両面から12月の本欄で詳細な議論を展開した。年初本欄では改めてポイントだけ整理、提示しておきたい。メインシナリオ、「穏当なリスクシナリオ」、「極端なリスクシナリオ」とそれがドル/円相場に対して持つ含意をまとめたものが上表だ。表が全てを網羅しているわけではなく、最も象徴的な論点を掲げている。端的に言えば、「日米の金融政策運営に関する現行路線は上半期中に終息する」というのが要点になる。具体的には上半期中にFRBの利下げおよび日銀の利上げは停止に至るという想定である。もちろん、不測の事態(システミックリスクや地政学リスクの台頭など)を背景としてFRBの利下げが想定以上に長引く可能性もあるだろう。しかし、裏を返せば不測の事態がなければFRBの利下げ路線の持続性は相当疑わしい。後述するように、米国の中立金利水準は現状、過小評価されている可能性があり、「穏当なリスクシナリオ」ないし「極端なリスクシナリオ」としてのタカ派色の強まりを警戒する筋合いにある。

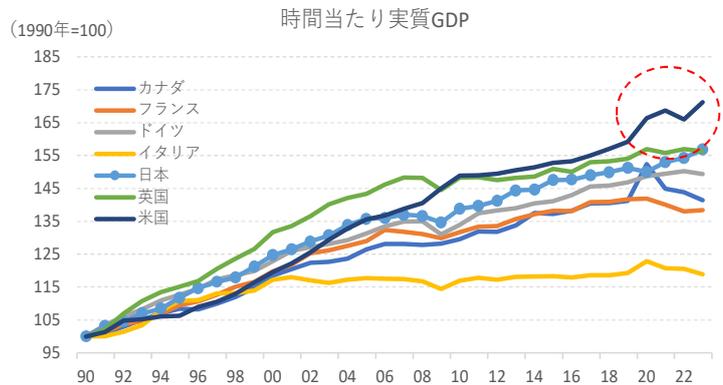
日銀に関しては「賃金・物価の好循環」という(日銀からすれば)真っ当な理屈で利上げできるのは中立金利に近いと目される1%が上限ではないかと予想している。むしろ「穏当なリスクシナリオ」

として年央に控える国政選挙に配慮して結局は利上げが見送られ、政策金利が 0.25% のままという可能性も留意したい。堅調な米国経済の状況を踏まえれば、「極端なリスクシナリオ」として通貨防衛的に複数回の利上げを強いられている可能性も視野に入れたいところだろう。そのような状況でのドル/円相場は 160 円台後半や 170 円到達も視野に入れる状況になっても不思議ではない。

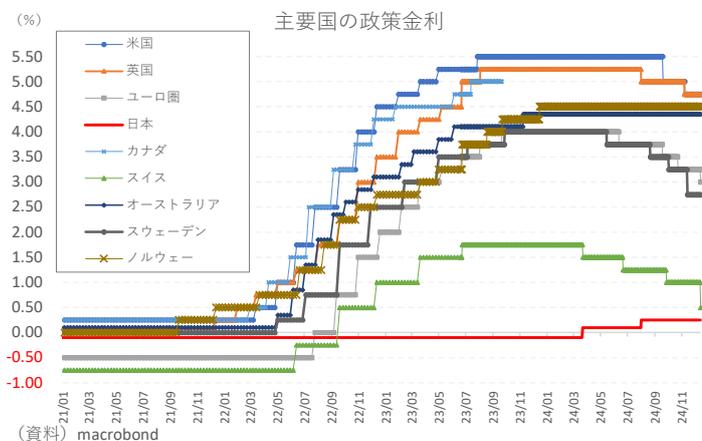
需給に関しては原油価格が前年比で▲10%以上下落することを前提として輸入減少を主軸として貿易収支赤字が縮小する展開がメインシナリオとなる。この点、円安抑止の心強い材料ではある。しかし、第二次トランプ政権が展開する保護主義政策、精彩を欠く中国経済など、輸出を抑制する材料も相応に多い。その上で旅行収支黒字の頭打ちも予見されることを踏まえれば、經常収支全体の仕上がりが大きく 2024 年と変わるとは考えられない。せいぜいキャッシュフロー (CF) ベースでみれば均衡からやや黒字といったところだろう。片や、金融収支上で注目される「家計の円売り」は月間 1 兆円規模で持続した投資信託経由の対外証券投資は鈍化すれども、相応の規模が続くことを前提としたい。そのほか金融収支においては直接投資が耳目を引きやすいが、対外フローは旺盛、対内フローは低迷という構図も恐らく簡単には変わらないだろう。結局、日本全体で見れば「円を売りたい人の方が多い」という事実は 2025 年も健在である。この見通しを覆すことがあるとすれば、原油価格が急落したり、昨年 9 月以降に見られている「家計の円売り」ペースの鈍化が恒常化したりする展開だが、メインシナリオにするほどの合理的な理由は今のところ見出しづらい。

～ドル独歩高は必然の帰結に～

円固有の弱さが続く一方、やはり特筆したいのはドル固有の強さが続く可能性だ。上述した FRB に関する「穏当なリスクシナリオ」や「極端なリスクシナリオ」は論者によってはメインシナリオに持ってきても不思議ではない論点である。過去 3 年間のドル相場を振り返れば、2023 年の横ばいを除けば基本的にドル高相場が続いた。2025 年も続伸することがあり得るのか。その可能性は高いように思える。端的に第二次トランプ政権のポリシーミックスがインフレ誘発的であるという事実も大きいが、そもそも米国経済の地力が強いという事実が無視できない。過去の本欄でも論じたように、米国の労働生産性の伸びは先進国において図抜けている (図)。これと整合的に潜在成長率ひいては中立金利の水準も高いと考えるべきであり、それは各国通貨の対米金利差が拡大しやすい未来を示唆する。日銀の利上げが上半期中に止まり、ECB や BOE が年間を通じて利



(資料) macrobond、実質GDP (PPPベース、2015年基準)



(資料) macrobond

下げを継続し、スイス中銀に至ってはマイナス金利への回帰も視野に入中、FRB は「利下げの終わり」はおろか「利上げの始まり」すら争点化しそうな雰囲気がある。主要国の政策金利を俯瞰してみれば、為替市場におけるドル独歩高が必然とも言える状況が定着する可能性がある(前頁図・下)。問題はその程度であろう。2025 年の FRB 利下げに関し、1~2 回と読むのか、ゼロ回と読むのか、それとも利上げ織り込みの進展まで読むのかでドル高の震度は変わってくる。しかし、ドル高地合いという意味では変わらない。特に日本にとっては、2025 年半ば以降は「円全面安でありドル全面高でもある」という強弱関係が予想され、それゆえに 160 円台定着はリスクシナリオとは言えない。

問題は低金利やドル安を志向する第二次トランプ政権がそうしたドル全面高をどれほど許容するのか、だ。達観すれば、ドル高相場自体はかれこれ 10 年以上も続いている。その傍らで積み上がる貿易収支赤字がトランプ支持者の土壌を作ったとの見方もある。この点は「プラザ合意 2.0」の可能性を念頭に置くリスクシナリオとして、別途明日以降に議論したい。

金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か?～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのバリエーション
2024年11月22日	週末版(史上最大の要結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期要結資金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか?
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか?～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか?
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分) 不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気になり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は?～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分) 週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか?～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は?～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分) ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わってなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かさず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分) 週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について