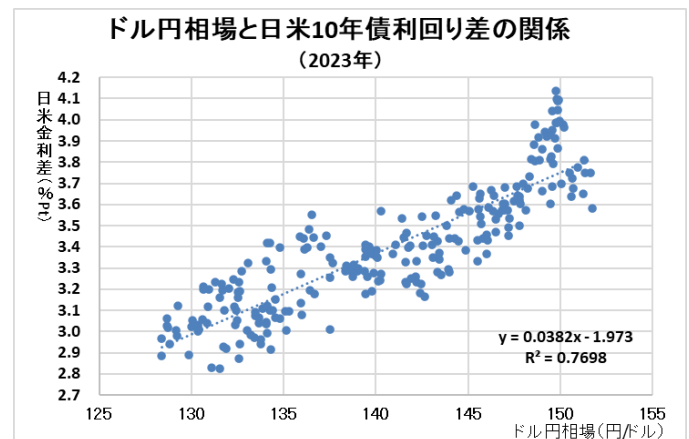


中東情勢の改善がもたらす大幅な円安修正の可能性

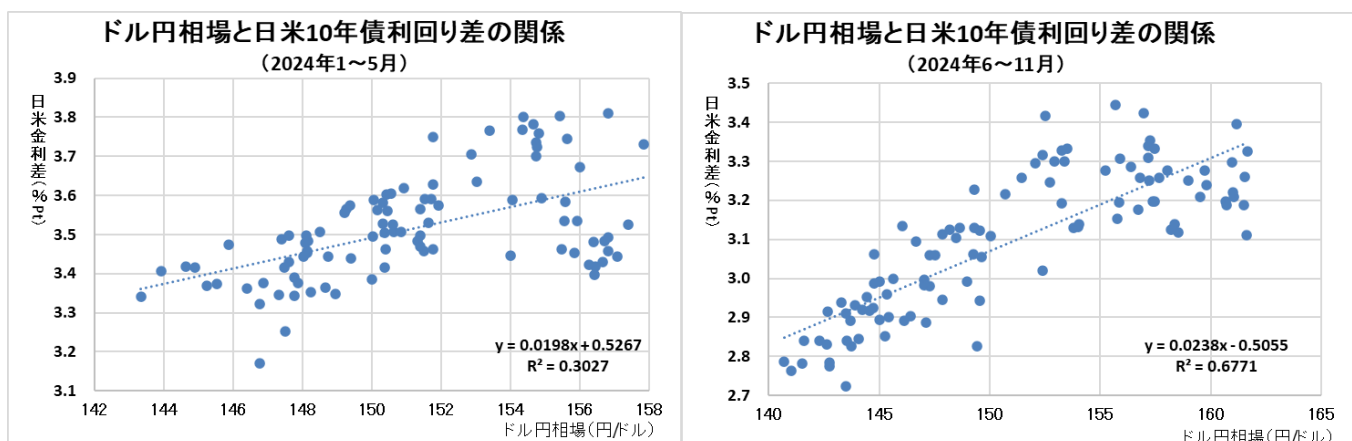
米国とイランの合意が報じられ、日銀が利上げを決めたにもかかわらず、ドル円相場の反応は限定的であり、ドル円相場と日米金利差の相関関係が喪失したようにも見える。ただ、イラン情勢悪化のほか、高市政権の金融緩和志向や拡張的な財政政策、トランプ関税による影響を取り除いた計量的な分析では、日米の金利動向が足元までドル円相場に有意な影響を与えていることを確認。また、この結果からは、中東情勢の鎮静化により、年末には1ドル=140円程度まで円安修正が進む可能性が示唆された。

ドル円相場と日米金利差の相関が喪失

米国とイランの合意が報じられ、日銀が利上げを決めたにもかかわらず、ドル円相場の反応は限定的であったが、一般的にドル円相場の変動要因とされるものとして挙げられる筆頭が日米の金利差であることは間違いがない。例えば、2023年の日次データでドル円相場と日米の国債10年物利回り差（名目）との関係を見ると（右図）、日米の金利差が大きいほど円安となる傾向が確認できる。また、その相関の強さを表す決定係数（ R^2 ）は0.7698と高く、日米の長期金利差とドル円相場との間に比較的強い相関関係があったことがわかる。



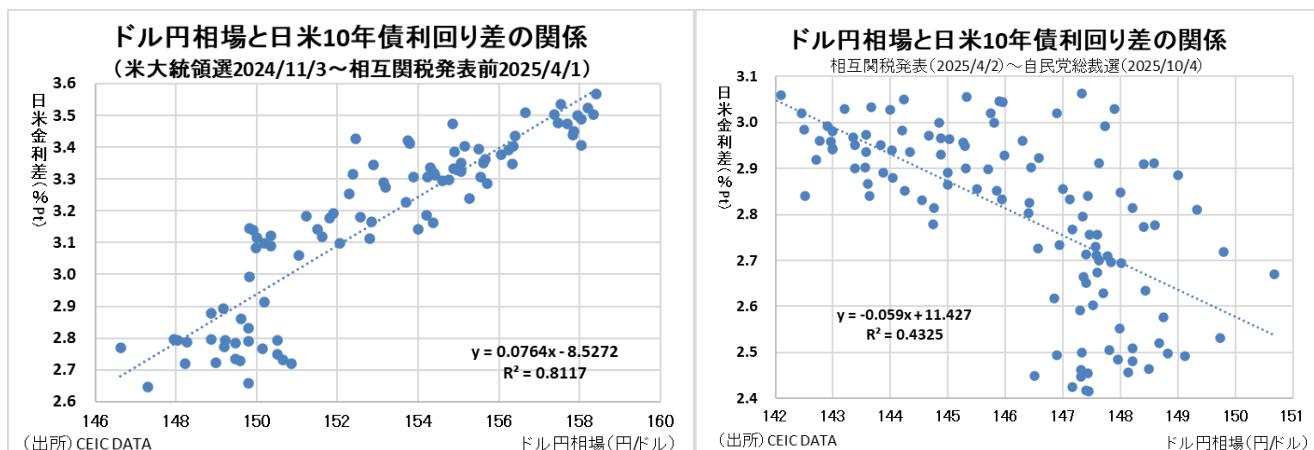
ただ、両者の関係は必ずしも安定していない。翌2024年の1月から5月においては、ドル円相場と日米金利差の分布にバラつきが見られ（下左図）、決定係数は0.3027に低下、両者の相関関係が弱まった様子が窺える。しかしながら、6月初から米国大統領選が行われた11月3日までの間では決定係数は0.6771へ上昇（下右図）、再びドル円相場と日米金利差との間の相関関係が明確となった。



さらに、米国大統領選から翌年1月のトランプ大統領就任を経て、2025年4月2日の米国による相互関税発表の前日までの間の関係を見ると（次ページ上左図）、決定係数は0.8117へ上昇し、ドル円相場と日

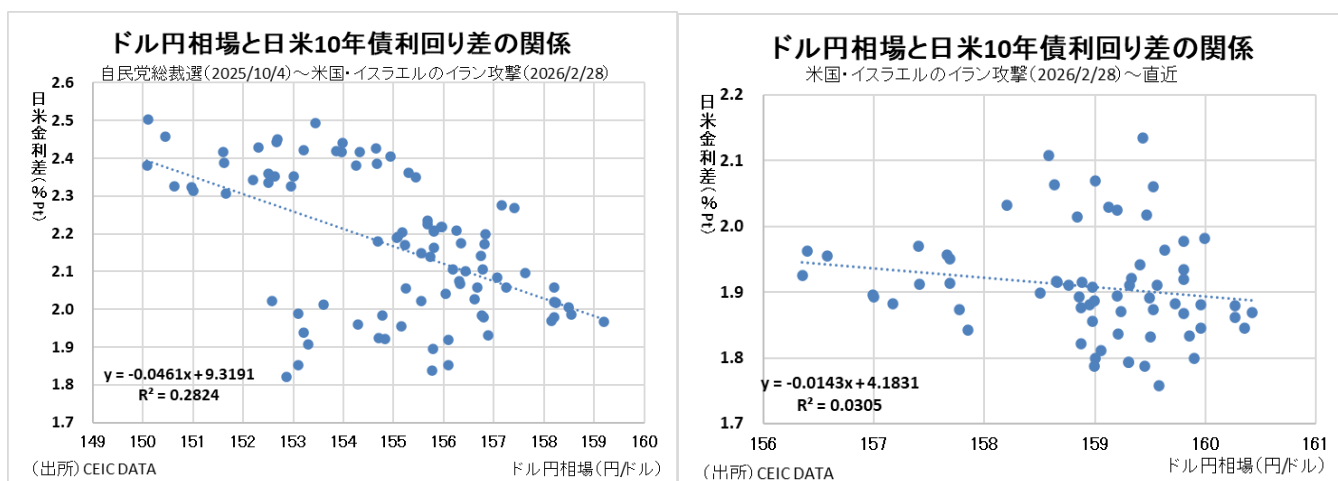
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

米金利差の相関関係はより鮮明になった。



ところが、相互関税発表後は、両者の相関関係が大きく崩れている。その様子を、ドル円相場に大きな影響を与えたと考えられる高市政権の誕生（自民党総裁選）と、米国・イスラエルによるイラン攻撃の前後に期間を分けて確認すると、2025年4月2日の相互関税発表から10月4日の自民党総裁選までの間については（右上図）、決定係数を確認する以前に、経済理論に反して日米金利差が拡大するほど円安が進む傾向となっている。このことは、日米金利差とドル円相場との相関関係が低下ないしは消滅した可能性のほか、それ以外の要因の影響が強過ぎて金利差の影響が埋没していた可能性を示している。

続く自民党総裁選から米国・イスラエルによるイラン攻撃（2026年2月28日）までの間について見ると（下左図）、ドル円相場と日米金利差との関係は引き続き理論とは反対の関係が、弱いながらも確認される。さらに、イラン攻撃以降、直近（6月10日）までの関係を見ると（下右図）、決定係数はゼロに近づいており、ドル円相場と日米金利差はほぼ無相関となった可能性を示すに至っている。



日本の金融財政政策やイラン戦争が円安圧力に

そこで、この結果の通りドル円相場と金利差との関係が消滅したのかどうかを確認するため、ドル円相場に強い影響を与えたとと思われる①トランプ関税の導入、②高市政権が志向する緩和的な金融政策と拡張的な財政政策、③イラン情勢の悪化、という要因を取り除きつつ、ドル円相場の月平均を日米長期金利や日本の貿易収支といった代表的な変数で説明する関数を推計した。

具体的には、2022年1月から2026年5月までのドル円相場を日本の10年国債利回り（実質¹）、米国の10年国債利回り（実質）、中東情勢ダミー²、高市政権ダミー³、日本の貿易収支（3か月移動平均、兆円）、トランプ関税ダミーで説明する関数を最小二乗法（OLS）で推計した。

結果を見ると（右表）、この間も日本の長期金利はドル円相場と有意な負の相関があったことが確認でき、その影響度合いは1%Ptの金利上昇で4円弱円高である。米国の長期金利も有意な正の相関で、1%Ptの金利上昇で6円近い円安となる。つまり、日米の金利差は引き続きドル円相場に明確な影響を与えていることが確認されたことになる。

また、日本の貿易収支も有意に負の相関があり、1兆円の改善（赤字縮小ないしは黒字拡大）で12円程度の円高圧力だったことが示された。中東情勢の影響については、有意な正の相関が確認でき、「有事のドル買い」に代表される不確実性の高まりが15円近い円安要因となっていることが示された。高市政権においても有意な正の相関が確認でき、その拡張的な財政政策や金融緩和を志向する姿勢が11円強の円安圧力となっている可能性が示された。

中東情勢の鎮静化などから大きく円安修正が進む可能性

この結果に従うと、今後のドル円相場は円高へ、言い換えれば行き過ぎた円安が修正される可能性が高い。まず、日米の金利は、日本の政策金利が現状の1%から、現時点で1%台後半程度とみられる中立金利まで引き上げられる一方、米国の政策金利は今般の米国とイランの合意を受けて引き上げが見送られる可能性もあり、両者の差は縮小、円高圧力となることが見込まれる。

さらに、上記の通りイラン情勢の改善自体が円安圧力を緩和、円高を進める要因となる。加えて、原油価格の下落が日本の貿易収支を改善させるため、これも円高要因となる。トランプ関税は、違法とされた相互関税や通称フェンタミル関税の代わりに導入された通商法122条関税が失効するが、後継として通商法301条関税が検討されており、影響は維持される。

残る日本の財政金融政策に関しては、今のところ方向性の変更がみられないが、以上のようなイラン情勢や日米金利差、日本の貿易収支の先行きを踏まえれば、今後のドル円相場に対する円安修正圧力は徐々に強まっていこう。そのインパクトは、上記の分析結果をそのまま当てはめると、中東情勢の改善で約15円、日本の貿易収支が月5千億円改善するとして約6円、日本の長期金利が0.5%上昇すれば2円程度、合計で20円を超える円安修正となる。こうした計量的な分析は、ある程度幅を持って解釈すべきであることは言うまでもないが、このまま中東情勢が沈静化し、ホルムズ海峡の交通が正常化すれば、年末に1ドル=140円程度まで円安が修正される可能性があることは念頭に入れておきたい。

ドル円相場の推計モデル

	係数	t値
定数項	132.5	74.997 ***
日本10年国債利回り(実質)	-3.687	-5.590 ***
米国10年国債利回り(実質)	5.876	14.017 ***
日本の貿易収支	-11.80	-7.487 ***
中東情勢ダミー	14.86	4.598 ***
高市政権ダミー	11.49	5.117 ***
トランプ関税ダミー	-3.763	-2.079 *
自由度調整済み決定係数	0.893	

(注)1. 推計期間は2022年1月～2026年5月。

2. ***は0.1%有意水準、*は5%有意水準。

¹ 消費者物価指数（総合）の前年同月比を差し引くことで実質化。米国についても同様。

² 2026年3月は影響が完全に出ていないとして0.5、4月以降を1とした。

³ 2025年10月21日の高市政権誕生（自民党総裁選）以降を1とする。そのため、2025年10月は日数を考慮して0.87、11月以降は1とした。