

# 国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

## トランプ 2.0 とドル円相場の行方

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

橋本 将司

[masashi\\_hashimoto@iima.or.jp](mailto:masashi_hashimoto@iima.or.jp)

### <要旨>

- 2025年に始動する第二次トランプ政権（トランプ 2.0）では、減税政策に加え、関税賦課を含む保護主義的な政策や移民政策の厳格化などによる米国第一主義的傾向が、第一次政権以上に先鋭化しそうな情勢である。
- ドルサイクル論でみると、大局的には 2023 年初より「リスク選好のドル高」とドル高円安が進んで来た中、9月からの FRB による中立金利へ向けた利下げ局面入りで、一定のドル安とドル安円高が進む可能性が浮上していた。
- トランプ 2.0 による米国第一主義的な政策が強力に実行されれば、米国以外の国々の景気への下押し要因になり、ドルサイクルは第一次政権時と同様に「米経済独り勝ちのドル高」への転換の可能性が高まろう。また、米経済が想定以上の底堅さを見せている中、トランプ 2.0 による追加的なインフレ圧力から FRB の利下げ幅もより限られて来よう。
- 「米経済独り勝ちのドル高」の下でも、FRB によるここ数年の異例の大幅な利上げを巻き戻す利下げに沿って、一定のドル安かつドル安円高を見込むものの、トランプ 2.0 は、そうしたドル安やドル安円高を相応に抑制する方向へ作用しよう。

## ＜本文＞

### 1. トランプ氏が米大統領に返り咲きトランプ 2.0 が現実

11月5日に実施された米大統領選では共和党のトランプ氏が勝利し、米大統領に返り咲くこととなった。しかも米議会上下両院も共和党が過半数を占めるトリプル・レッドとなり、トランプ次期大統領が掲げる政策の実現可能性がより高まることになった。

2025年に始動する第二次トランプ政権（トランプ 2.0）も、関税賦課などによる保護主義的な政策や減税政策、移民政策の厳格化など、第一次政権と同じ方向性の政策を掲げている。全体として需要刺激的（減税）かつ供給制約的（関税賦課、移民抑制）であり、インフレ圧力を高め易いとみられている。しかも、関税賦課は中国に対しては60%、中国以外の国々に対しては一律10～20%とするなど、掲げている政策には第一次政権時よりもより踏み込んだ内容が散見される。もちろん、政策を実行した結果、インフレ率が大幅に上昇したり、経済の混乱を嫌気して株価が下落するなど経済への悪影響が生じるリスクもある。そうしたことにならないように、ある程度現実的な範囲に収めるのではないかと期待もある。実際、財務長官候補としてヘッジファンド経営者のスコット・ベッセント氏を指名するなど、現実的な側面も垣間見られる。

しかし、トランプ氏にとっては、今回が大統領2期目で最後の4年となるだけでなく、2年後の中間選挙ではトリプル・レッドを失う可能性も相応にあり、政権始動後の2年間で可能な限り政策を実現させようとするとの見方が多い。これまで発表された新政権の通商・環境・移民などの分野での閣僚人事も、トランプ色の強い人選がなされている。実際にトランプ政権がどのような政策運営を行うかは今後も見極めて行かざるを得ないが、現時点では全体としては第一次政権以上に米国第一主義が先鋭化しそうな情勢である。

こうしたトランプ第二次政権誕生による政策転換は、為替市場にどのような影響を与えるのだろうか？本稿では、筆者が為替市場の分析に用いているドルサイクル論に基づき、第一次トランプ政権の際の動きとの比較を基に今後の見通しについて検証した。結論を先取りすれば、米国第一主義的な政策が強まるほど、米国におけるインフレ圧力からFRBによる利下げ余地は限定的となると共に、米国以外の国々の経済への悪影響から、ドルサイクルでは「米経済独り勝ちのドル高」となり、引き続きドル円相場の緩やかな下落を見込むものの、下落余地はより限定的となる。

## 2. ドルサイクル論について

まずドルサイクル論について簡単に振り返ると、ドル相場（ドルの名目実効為替レート）が、米 S&P500 株価指数を MSCI 新興国株価指数で割った株価指数比率と大局的に連動性が高いことに着目してドル相場の動きを検証するものだ<sup>1</sup>。各株価指数の動きに応じて、ドル建て資産に前向きな資金が流入する「リスク選好のドル高」、非ドル建て資産に前向きな資金が流入する「リスク選好のドル安」、ドル建て資産に逃避資金が流入する「リスク回避のドル高」、そしてドル建て資産に前向きかつ逃避的な資金が流入する「米経済独り勝ちのドル高」に分類でき、ドルの動きを整理することができる（第 1 図）。また、円相場が米金利と基本的に逆相関で推移することも合わせると、ドル円相場の動きも整理することができる。

第 1 図：ドルサイクルの局面分類とドル円相場の典型的な動き

ドルサイクル		株価指数の動き	ドル円相場の典型的な動き	
局面①	リスク選好のドル高	米国株価指数上昇 > 新興国株価指数上昇	ドル高 + 円安	ドル高円安
局面②	リスク選好のドル安	米国株価指数上昇 > 新興国株価指数上昇	ドル安 > 円安	ドル安円高
		米国株価指数上昇 < 新興国株価指数上昇	ドル安 < 円安	ドル高円安
局面③	リスク回避のドル高	米国株価指数下落 < 新興国株価指数下落	ドル高 < 円高	ドル安円高
局面④	—	米国株価指数下落 > 新興国株価指数下落	—	—
局面⑤	米経済独り勝ちのドル高	米国株価指数上昇・新興国株価指数下落	ドル高 + 円安	ドル高円安
			ドル高 < 円高	ドル安円高
局面⑥	—	米国株価指数下落・新興国株価指数上昇	—	—

(注) 米株価指数が下落する場合、通常新興国株価指数はそれ以上に下落するケースが多いため、局面④と⑥はほとんど出現しない。

(資料) 筆者作成

## 3. 第一次トランプ政権における為替市場

コロナ禍直前までの第一次トランプ政権時を振り返ると、ドルサイクルは 2016 年 11 月のトランプ氏当選判明直後に「米経済独り勝ちのドル高」、政権始動後の 2017 年に「リスク選好のドル安」、そして 2018 年からコロナ禍が発生した 2020 年初までは「米経済独り勝ちのドル高」となっていた（第 2～4 図）。

まず 2016 年 11 月 8 日の米大統領選でトランプ氏が予想外の当選を果たし、米議会も共和党が過半数を占めるトリプル・レッドとなると、同氏の掲げる減税政策などが、米景気の追い風になるとの見方が急浮上。米株高・米金利上昇・ドル上昇のトリプル高となった一方、米金利急上昇を嫌気して新興国株価指数は下落し、ドルサイクルは「米経済独り勝ちのドル高」となった。円安も進んだことから、ドル円相場も大統領選挙が行

<sup>1</sup> ドルサイクル論のより詳細な内容は、[2023 年 5 月 23 日付国際経済金融論考「景気サイクルとドルサイクル・ドル円相場の変動パターン～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証（その 7）～」](#)の P3～P7 などをご参照下さい。

われた11月初旬の105円近辺から12月半ばにかけて118円台まで急上昇した。

第一次トランプ政権が始動した2017年は、ドル高が一服してドル円相場もドル安円高方向へ転換した。この時期は、中国などに対する保護主義的な動きはまだ控えめであり、トランプ氏が公約で掲げていた政策がどこまで実行されるか市場が見極めようとしている段階でもあった。一方で中国経済が2015年のチャイナショックから立ち直り、世界経済も拡大局面となっていたことから、ドルサイクルは非ドル建て資産に資金が流入する「リスク選好のドル安」となっていた。FRBも利上げ局面入りして米金利も上昇していたことを背景に、これと逆相関となり易い円相場もドル以外の通貨に対しては下落していた。もっとも、円よりもドルの方が下落していたため、ドル円相場は緩やかなドル安円高方向への推移となった。

第2図：米S&P500株価指数とMSCI新興国株価指数



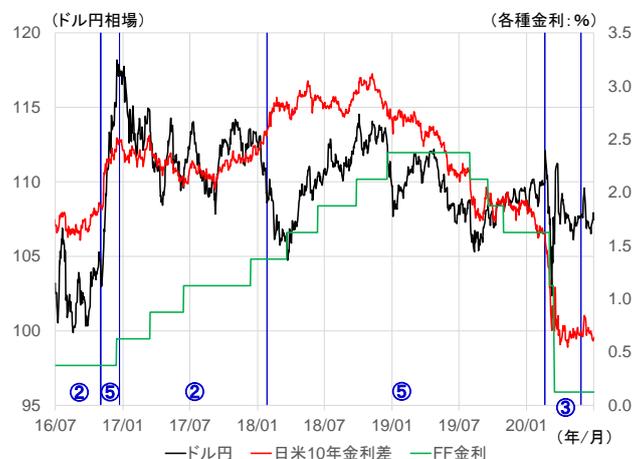
(注1)2016年7月～2020年6月 (注2)各番号はドルサイクルの局面(第1図)  
(資料)Bloombergより筆者作成

第3図：ドル名目実効為替レートと株価指数比率



(注1)2016年7月～2020年6月 (注2)各番号はドルサイクルの局面(第1図)  
(資料)Bloombergより筆者作成

第4図：ドル円相場と日米10年金利差・FF金利



(注1)2016年7月～2020年6月 (注2)各番号はドルサイクルの局面(第1図)  
(資料)Bloombergより筆者作成

その後 2018 年から 2019 年にかけては、ドル相場は再び持ち直しに転じ、ドル円相場は 110 円を挟んだレンジ色強い推移ながら、緩やかに円高方向へ推移した。こうした状況は世界的なコロナ・パンデミックが発生した 2020 年初まで続いた。2018 年以降は、トランプ政権が対中制裁関税を発動し始めるなど保護主義的な動きを顕在化させると共に、中国当局によるシャドーバンキングへの規制強化の影響が次第に顕在化して中国経済で金融面におけるデレバレッジが進行し、景気への抑制圧力がかかった。こうしたことの影響が新興国を中心に世界経済にも波及し、新興国株価指数が下落基調に転じてドルサイクルは「米経済独り勝ちのドル高」へ移行した。この間、米金利は 2018 年 11 月頃まで FRB の利上げに沿って上昇基調にあったが、それ以降は 2019 年 7 月～10 月に行われた 0.25%×3 回の調整的な利下げを織り込み始めて下落基調となっていた。ドル円相場は、2018 年はドル高>円高で緩やかなドル高円安基調、2019 年はドル高<円高で緩やかなドル安円高基調となり、全体では 110 円を挟んだレンジ相場ながら緩やかなドル安円高基調となった。

#### 4. 最近の為替市場の動きとトランプ 2.0 の影響

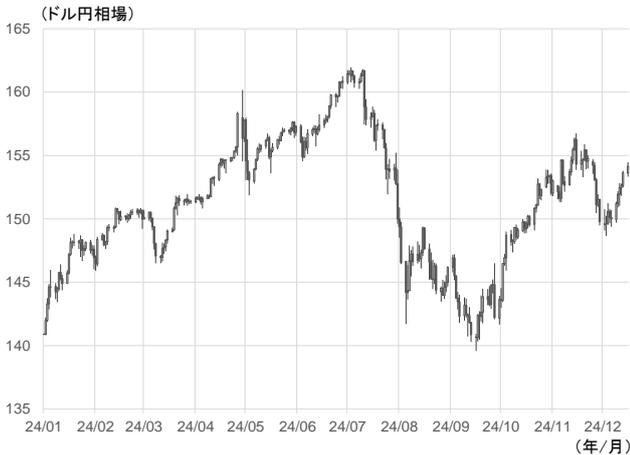
##### (1) 最近の為替市場の動向

足元のドル円相場は、7 月につけた 1986 年以来約 38 年ぶりの高値となる 1 ドル＝161 円台から、9 月 16 日には一時 139 円台までドル安円高が進んだが、その後は再びドル高円安方向へ反転。11 月半ばには 156 円台まで戻すなど、再び 150 円の大台を中心とした推移となっている（第 5 図）。139 円台まで下落した局面では、FRB が 9 月 FOMC で異例の 0.5%幅で利下げを開始するとの見方が俄かに浮上するなど、米景気急減速への警戒感が高まっていた（その後実際に 0.5%の利下げを実施）。市場では 2024 年内合計で 1.25%の利下げが織り込まれ（第 6 図）、米 10 年金利も 3.6%台まで下落していた。

もともと、9 月後半以降は米景気の底堅さを示す経済指標の発表が目立ち始め、FRB による利下げペースの減速期待が台頭し、米 10 年金利も上昇に転じたため、ドル相場やドル円相場も持ち直しに転じた。さらに 10 月以降は、米大統領選でトランプ氏が優勢との見方が浮上。同氏の掲げる政策がドル高を促すとの見方から、いわゆるトランプ・ラリーによりドル高の流れが後押しされる形となった。実際に 11 月 5 日の米大統領選でトランプ氏が当選し、米議会も共和党が過半数を占めてトリプル・レッドとなったことで、米大統領選以降もさらなるドル高円安が進んで来た。その後 11 月 22 日に次期政権の財務長官候補としてヘッジファンド経営者のスコット・ベッセント氏が指名される

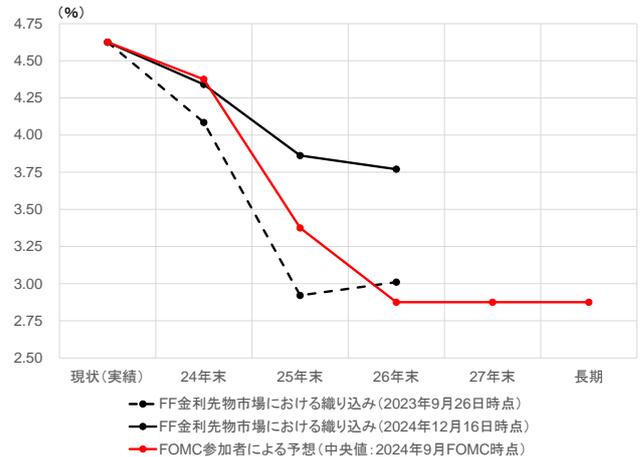
と、金融市場を熟知している同氏が過激な政策への抑え役になるとの期待もあり、トランプ・ラリーやドル高円安には一旦一服感がみられている。市場は今後のトランプ政権の運営を見極めるべく様子見スタンスに入ったように見える。

第5図：ドル円相場(2024年～)



(資料) Bloomberg より筆者作成

第6図：FOMC参加者及び市場のFF金利見通し



(資料) Bloomberg より筆者作成

## (2) ドルサイクルからみるトランプ 2.0 の影響

より大局的にみると、2024年9月9日付国際通貨研レポート「FRB 利下げ転換後のドルサイクルとドル円相場の行方」<sup>2</sup>でも指摘したように、ドルサイクルは2023年初から「リスク選好のドル高」が続き、これに沿ってドル円相場もドル高円安基調が続いて来た(第7～9図)。こうした中で、FRBは9月より利下げ局面入りしているが、過去の「リスク選好のドル高」局面では、FRBの利下げがあった場合でも3回程度の調整的なものに止まり、大局的にはドル高及びドル高円安が継続して来た。

もっとも2022年以降、数十年來のインフレ高騰を抑制するためのFRBによる異例の急速な利上げにより、FF金利水準は高水準まで引き上げられており、ドル相場も米金利と非常に相関高く推移して来た。今回のFRBによる利下げについては、この急激な利上げを巻き戻し、基本的に中立金利水準を目途に引き下げが行われ、調整的な利下げよりも幾分大きな利下げ幅になると見込まれている。こうした観点からは、今回は「リスク選好のドル高」局面であっても、一定のドル安とドル安円高が進む可能性がある。

こうした中、既述の通り米景気はこれまで想定以上の底堅さを見せており、米国の中立金利が過去よりも幾分か上昇しているとの見方も増えつつある。さらにトランプ次期政権が公約している減税政策や移民抑制策、新たな関税賦課などは追加的なインフレ圧

<sup>2</sup> [2024年9月9日付国際通貨研レポート「FRB利下げ転換後のドルサイクルとドル円相場の行方」](#)

力となり得る。米国のインフレ率が高止まりし、FRBの利下げ幅もより限られたものになれば、米金利低下によるドル安圧力やドル安円高圧力もより限定的となろう。市場が織り込むFF金利の先行き利下げ幅は9月中旬を底に後退しており、足元は12月のFOMCを含めて、2025年末までに0.25%×3回程度の織り込みとなっている（前掲第6図）。この場合、FOMCが9月時点で見込んでいた長期のFF金利（≒中立金利）である2.875%まで引き下げられないことになる。

第7図：米S&P500株価指数とMSCI新興国株価指数



(注1)2023年1月～現在 (注2)各番号はドルサイクルの局面(第1図)  
(資料) Bloombergより筆者作成

第8図：ドル名目実効為替レートと株価指数比率



(注1)2023年1月～現在 (注2)各番号はドルサイクルの局面(第1図)  
(資料) Bloombergより筆者作成

第9図：ドル円相場と日米10年金利差・FF金利



(注1)2023年1月～現在 (注2)各番号はドルサイクルの局面(第1図)  
(資料) Bloombergより筆者作成

また、トランプ次期政権による関税賦課など米国第一主義的な政策は、米国以外の国々の景気への下押し要因にもなる。こうした政策が実現へ動き出せば、前回2018年～2019年と同様にドルサイクルは「米経済独り勝ちのドル高」への転換の可能性が高

まろう。実はトランプ・トレードが開始された10月初旬以降、MSCI新興国株価指数は下落基調に転換し、既に限界的な「米経済独り勝ちのドル高」がみられている。先にみたように第一次トランプ政権では、大統領選直後の「米経済独り勝ちのドル高」を経て、1年目の2017年は「リスク選好のドル安」でスタートした。第二次政権でスタートから一気にトランプ色が強まれば、現状の「リスク選好のドル高」から「米経済独り勝ちのドル高」への転換が視野に入ろう。FRBは緩やかながらも中立水準を視野に利下げ局面にあり、ドル相場は下落方向にあるものの、トランプ色が強まるほど、以上の要因（追加的インフレ圧力・他国への悪影響）からドル相場下落余地は限定的となりそうだ。

ドル円相場については、先にみたように2018年～2019年の「米経済独り勝ちのドル高」の際は、FRBによる調整的な利下げによる米金利低下を受けて、ドル高く円高となつてごく緩やかにドル安円高となった。今回はFRBのさらなる利下げに加え、今後1年で6ヵ月に1回程度の日銀による利上げも見込まれ、基本的にはドル安円高が進もう。但し、米金利の絶対水準が当時と比べて高いことが一定の円安圧力となるため、やはりレンジ色強い推移でごく緩やかな範囲のドル安円高にとどまりそうだ。特にトランプ色が強まるほど、ドル安円高余地は限定的となろう。

尚、第二次トランプ政権の政策が想定よりも大幅に穏健な内容に止まった場合は、ドルサイクルは現状の「リスク選好のドル高」が続くことになろう。FRBは相応に利下げを進め、一定のドル安とドル安円高が進みそうだ。また、米経済が予想外に減速して「リスク回避のドル高」となった場合は、FRBの大幅利下げで円高圧力が強まり、ドル高く円高でドル円相場は相応にドル安円高が進もう。可能性は小さいとみられるが、景気支援策が奏功するなどして中国経済が予想以上に回復した場合は、米経済独り勝ちの構図を相殺する形となり、ドル高が弱まると共に、円のような低金利通貨に下落圧力がかかり易くなると考えられる。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2024 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋2-13-12 日本生命日本橋ビル8階

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>