Forex Monthly 9月為替相場展望

三井住友信託銀行 SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

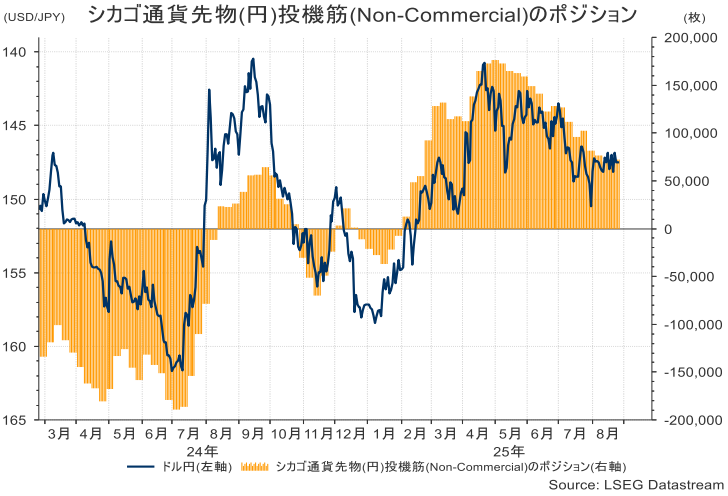
マーケットソリューション部　情報調査チーム

2025年8月29日作成

USD/JPY 9月の予想レンジ：142.00～150.00

経済指標＆イベントカレンダー（2025年9月）

Source: LSEG Datastream



Source: LSEG Datastream

■相場変動要因

①3/4:米　トランプ米大統領「日本が通貨安政策取るなら米国は不利な立場になる」

②3/20:米　3月FOMC、FRBバランスシートのランオフ、4月1日減速開始

③4/2:米　トランプ米大統領:「相互関税」に関する大統領令に署名する

④4/17:米　トランプ米大統領:「パウエルの解任は早ければ早いほど良い」

⑤5/1:日　5月日銀会合、景気先行き判断を下方修正、物価目標達成時期を延期

⑥5/8:米　中国製品への関税を90日間30%に引き下げ

⑦6/13：他　イスラエル、12日にイラン空爆を実施

⑧6/23：他　米国によるイランへの攻撃によって有事のドル買いが進行

⑨7/21：日　参議院選挙、自民・公明大敗で過半数割れ

⑩7/23：米　トランプ大統領「日本の相互関税15%、米国に5500億ドルの投資」

⑪8/22：米　ジャクソンホール会議でパウエルFRB議長が利下げを示唆

⑫8/26：米　トランプ米大統領、クックFRB理事を解任

■ジャクソンホール会議でのパウエル議長の講演

- 総じて、労働市場は均衡状態にあるように見えるが、その均衡は労働需要と供給の双方が著しく鈍化することで成り立つという奇妙なものである。この異例の状況は、**雇用に対する下方リスクが高まっていることを示唆する。そして、そのリスクが顕在化すれば、解雇の急増や失業率の上昇という形で急速に現れる可能性がある。**
- 一方で、今年前半のGDP成長率は1.2%と、2024年の2.5%の半分に落ち込み、顕著に減速した。成長減速の主因は個人消費の鈍化である。労働市場と同様に、**GDPの減速の一部も供給や潜在成長率の鈍化を反映している可能性がある。**
- しかし、関税による価格上昇圧力がより持続的なインフレのダイナミクスを誘発する可能性も否定できず、そのリスクは評価・管理しなければならない。一つの可能性は、実質所得が価格上昇で低下した労働者が賃上げを要求し、企業がそれに応じることで賃金・物価スパイラルが生じることである。ただし、**労働市場は特段逼迫しておらず、むしろ下方リスクが高まっているため、このシナリオの可能性は低い**と見られる。
- もう一つの可能性は、インフレ期待が上昇し、それが実際のインフレを引き上げるケースである。インフレは4年以上にわたり目標を上回っており、家計や企業にとって依然として大きな懸念事項である。しかし、**市場や調査に基づく長期的なインフレ期待は、依然として良好にアンカーされており、我々の長期的なインフレ目標2%と整合的**であるように見える。
- 総合すると、短期的にはインフレに対するリスクは上方に傾き、雇用に対するリスクは下方に傾いているという難しい状況にある。我々の目標がこのように緊張関係にある場合、我々の枠組みは二重の使命の双方を均衡させることを求めている。我々の政策金利は1年前より中立水準に100ベーシスポイント近づいており、失業率やその他労働市場指標の安定は、我々が慎重に対応する余地を与えている。それでも、**政策が依然として引き締め的な領域にあることを踏まえると、基調的な見通しとリスクバランスの変化は、政策スタンスの調整を正当化する可能性がある。**
- **金融政策はあらかじめ決められた経路に従うものではない。FOMCのメンバーは、データとその経済見通しやリスクバランスへの意味合いを評価することのみに基づいて判断を行う。**我々がそのアプローチから逸脱することは決してない。

(出所):FRBのウェブサイトに掲載されている講演原稿を弊社が日本語訳したもの

■今月の市場分析と展望

① IMM通貨先物ポジション(左上図)

8/19時点の円先物ポジションはネット後79,882枚の円ロング。7月末の日銀会合を受けて、日銀の早期利上げ観測が後退し、円ロングポジションは小幅に縮小したが、依然として円ロングは高い水準で推移している。

② ジャクソンホール会議でのパウエル議長の講演(左欄)

パウエル議長はジャクソンホール会議で雇用の下方リスクとGDP成長の減速に言及し、利下げを示唆した。一方でパウエル議長は、「金融政策はあらかじめ決められた経路に従うものではない」とも発言し、9月利下げが確定的であるかのような表現は避けた。このようなトーンから、9月会合では0.25%の利下げをすると予想する。

③来月のドル/円は下落を予想

ドル円相場の見通しについては「年内は緩やかな円高、年明け以降は再び円安へ向かう」というものである。これは、米国の景気減速に伴う利下げと、それに対して日本の金利が緩やかに上昇するという前提に基づいている。米国では、年内に0.25%ずつの利下げを最大3回（9月・11月・12月）実施し、政策金利は年末にかけて3.5～3.75%程度まで下がるというのが当方の基本シナリオである。中立金利は3.5%前後と見られるため、現行の政策金利はやや高すぎる水準にある。ドル円の相場変動は、基本的には日米金利差に強く連動している。過去4年間においてはこの関係性が顕著であり、金利差の拡大は円安、縮小は円高を導いてきた。2024年以降、やや構造的な円安傾向が強まり、実際の相場が金利差モデルによる水準より円安に乖離する場面も増えているが、金利差そのものの動向が為替の大きな方向性を決定するという基本構造は変わっていない。

足元の米国経済には減速の兆しが見られる。また、家計債務の延滞率（とりわけ新規延滞率）は依然として高止まりしており、住宅市場でも高金利の影響から販売が低調である。こうした状況を踏まえれば、FRBが慎重に利下げを進める必要性は強まっていると言える。米国の労働市場では、平均時給の伸びがやや鈍化しつつあり、労働需給の逼迫感もピークを過ぎた印象がある。平均時給に先行する関係がある離職率は低下傾向にあり、従来の「景気拡大→転職活発化」の連鎖とは逆の動きが確認されている。トランプ大統領の関税政策によって、2025年後半は一時的な物価上昇が避けられない見通しである。関税がインフレ率を1%程度押し上げるとの試算もあるが、これはあくまで「一過性の水準上昇」にとどまる見通しである。さらに、原油価格は中東リスクがあったにもかかわらず、OPEC+の増産、トランプ政権のエネルギー政策などを背景に高騰せず、インフレ加速の主要因にはなっていない。今後も原油がWTIで60ドル台にとどまれば、供給制約や物流コストの高騰が再燃する可能性は限定的である。

短期的には円高が進行すると見ているものの、中長期的には日本からの資本流出による「構造的な円安圧力」が継続すると考えている。特に注目すべきは次の2点である。まず、2024年から新NISA制度が拡充され、非課税枠が120万円から360万円に大幅に引き上げられた。これにより、個人による外国株式投信への投資が急増しており、月ベースでは1兆円規模の資金が海外に流出していると見られる。日本の家計金融資産のうち半分が現預金という保守的なポートフォリオ構成を踏まえると、今後もこの流出トレンドは継続する公算が大きい。次に、インバウンド需要によって旅行収支は黒字化しているが、海外プラットフォーマーへの支払いが「その他サービス収支」の赤字要因となっている。とりわけ、AI関連サービスの利用拡大により、この赤字は今後も拡大傾向が続くとみられる。これらの支払いは為替相場と無関係に恒常的に発生するため、円安圧力の一因となっている。以上の分析を踏まえると、2025年末のドル円相場は140円前後が妥当な中心値と考えている。（文責：島津）

【ドル高・円安 要因】

- **関税収入の上振れによる米財政改善（ドル高）**
- **各国の関税引き下げと引き換えに巨額米国投資への合意（ドル高）**
- **減税を志向する首相就任や政党の台頭による日本の財政拡大への観測（円安）**

【ドル安・円高 要因】

- **トランプ政権のFRBへの介入による独立性の揺らぎ（ドル安）**
- **大型減税による米財政リスクの高まり（ドル安）**
- **石破政権継続、現在の与党と立憲民主党との大連立（円高）**

Forex Monthly　9月為替相場展望

三井住友信託銀行 SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

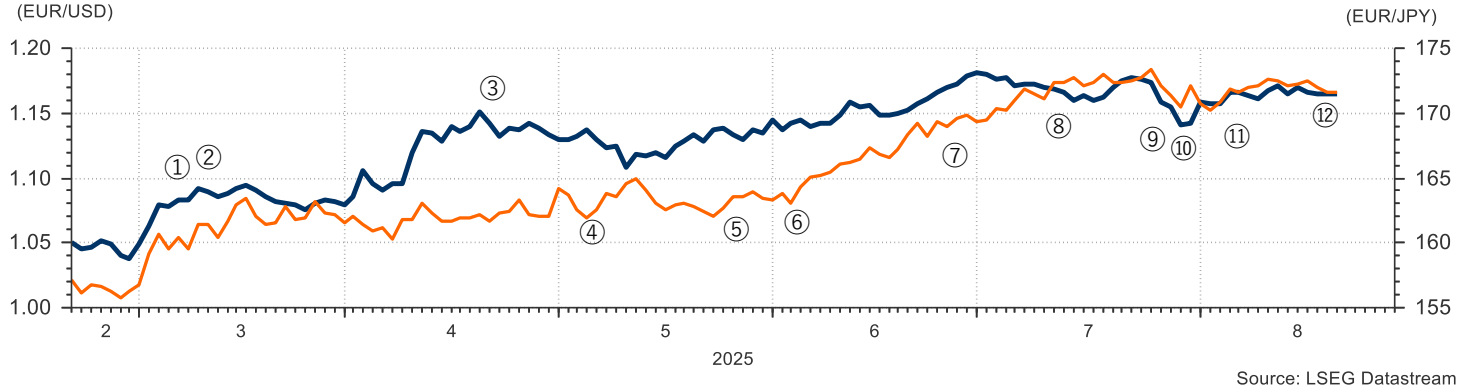
マーケットソリューション部　情報調査チーム

2025年8月29日作成

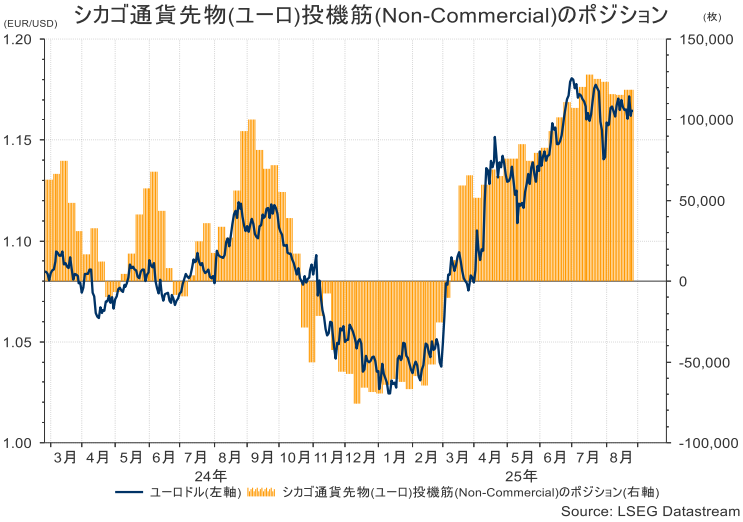
EUR/USD 9月の予想レンジ：1.140～1.190

EUR/JPY　9月の予想レンジ：160.00～175.00

経済指標＆イベントカレンダー（2025年9月）



Source: LSEG Datastream
（ 出所：Bloomberg ）



Source: LSEG Datastream

■相場変動要因

①3/13：他　米鉄鋼・アルミ関税、ＥＵとカナダが対抗措置－貿易戦争激化の恐れ

②3/14：独　保守系陣営と緑の党が債務パッケージで合意

③4/17：欧　4月ECB理事会：25bp利下げを決定、声明文から景気抑制的の文言削除

④5/23：米　トランプ大統領、6月1日からEUに対し50%の関税賦課

⑤5/26：米　トランプ大統領、7月9日までEUに対する関税発動を延長

⑥6/5：欧　ラガルドECB総裁：ECB,本日の利下げでサイクル終了に到達へ

⑦6/25：欧　NATO加盟国、防衛支出をGDP5%とする新目標で合意

⑧7/16：米　トランプ大統領：パウエルFRB議長解任は計画していない

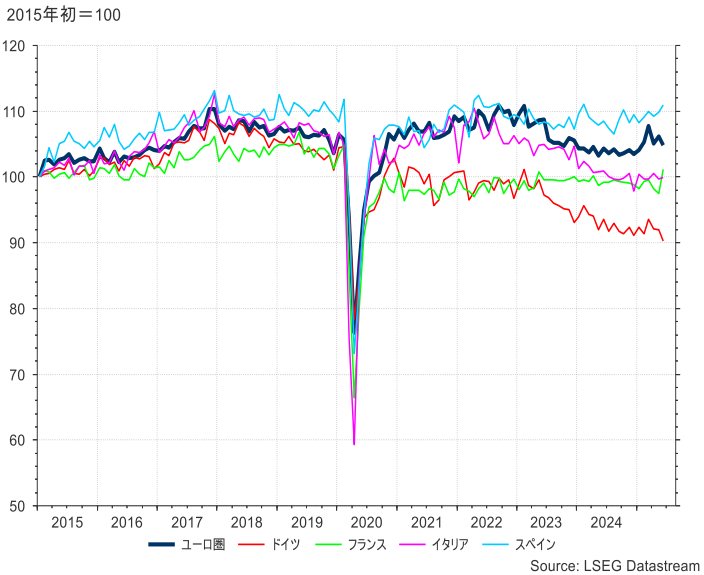
⑨7/24：欧　ラガルドECB総裁：2%のインフレ達成へ好位置にある

⑩7/27：米　トランプ大統領：EUと追加関税15%・対米追加投資6,000億ドルに合意

⑪8/5：欧　対米報復措置を6ヶ月間停止すると発表

⑫8/22：米　ジャクソンホール会議でパウエルFRB議長が利下げを示唆

■ユーロ圏各国の鉱工業生産



Source: LSEG Datastream

■今月の市場分析と展望

①IMM通貨先物ポジション(左上図)

8/19時点のユーロ先物ポジションはネット後118,745枚のユーロロング。ドル売りの受け皿として選好されたユーロだが、米欧通商協議の進展により、トランプ関税を発端として売られたドルの巻き戻しでユーロロングが剥落するかに注目されている。

②ユーロ圏の鉱工業生産の推移（左下図）

ユーロ圏の中核であるドイツ経済は、現在深刻な停滞に直面している。鉱工業生産の推移を見ると、6月時点で前年同月比▲7.3%、前月比▲1.9%と大幅な減少が続いている。この背景には、ドイツを取り巻く地政学的および経済構造の変化がある。

冷戦終結後、ドイツ経済は長期的な成長を享受してきた。これは、東欧諸国や旧東ドイツの安価な労働力を活用できたこと、ロシアからパイプライン経由で安価な天然ガスを安定的に輸入できたこと、中国との良好な関係を背景に輸出を拡大できたこと、さらにユーロ導入によって本来ならマルク高となるところを回避し、輸出競争力を維持できたことが要因である。

しかし、こうした優位性はすべて逆風に変わった。ウクライナ戦争を契機にロシア産エネルギー供給は途絶し、ドイツの産業は高コスト構造に転換した。脱原発政策の継続により電力供給の柔軟性は低下し、エネルギー価格の高騰が製造業を直撃している。さらに、中国との関係も逆風に変わり、中国はEVをはじめとする安価で高性能な製品を大量に輸出し、ドイツの自動車産業を圧迫している。2023年にはドイツのBEV輸入の約3割を中国製が占め、2024年にはEUが中国製EVに最大35%の追加関税を導入する事態となったが、競争環境の厳しさは変わらない。

加えて、移民政策の制約や社会的摩擦により、過去のように安価な労働力を大量に受け入れることは難しくなっている。むしろ現在は深刻な労働力不足が構造的課題となっており、ドイツ政府は高度技能人材の受け入れを強化しているが、即効性は乏しい。こうした逆風の中、ドイツの基幹産業である自動車業界では、大規模な人員削減や工場閉鎖計画が浮上し、2024年末には6年ぶりの大規模ストライキが発生した。最終的に工場閉鎖は回避されたものの、2030年までに3.5万人の削減で合意するなど、構造改革は避けられない状況である。

総じて、ドイツ経済を支えてきた「安価なエネルギー」「安価な労働力」「中国市場」「ユーロ安」という四つの柱はすべて崩れ、産業競争力の再構築が急務となっている。

③来月のユーロは対ドル・対円共に下落を予想

2025年初以降、ユーロは対ドル・対円で大きく上昇した。背景には、ドイツの財政規律緩和による財政拡大期待、米国による関税引き上げ、さらにドル資産回避の受け皿としてのユーロ需要があった。ドイツでは憲法改正により「債務ブレーキ」が緩和され、防衛費や公共投資の増額が可能となったことが市場心理を押し上げた。

しかし、ここまでのユーロ高は期待先行であり、実体経済は力強さを欠く。ユーロ圏の成長率は2025年0.9%にとどまる見通しで、ECBは6月までに政策金利を2.0%まで引き下げた後、7月会合で利下げを停止した。一方、日本銀行は7月末の会合で政策金利を0.5%に据え置きつつ、物価見通しを上方修正し、将来的な追加利上げの可能性を示唆している。

今後は日欧金利差縮小を背景に円高・ユーロ安圧力が強まるとみる。対ドルでも、米国の景気減速とFRBの利下げが進む中でも、ユーロ圏の成長鈍化が重石となり、ユーロ高の持続性は乏しい。総じて、ユーロは過大評価されており、今後は対ドル・対円ともに調整局面入りする可能性が高い。(文責：島津)

【 ユーロ高・ドル安 要因 】

- **米関税引き上げを受けた世界経済悪化懸念（ドル安）**
- 米労働市場の減速によるFRB早期利下げ期待（ドル安）
- 防衛費増額を背景とした各国の財政出動（ユーロ高）

【 ユーロ安・ドル高 要因 】

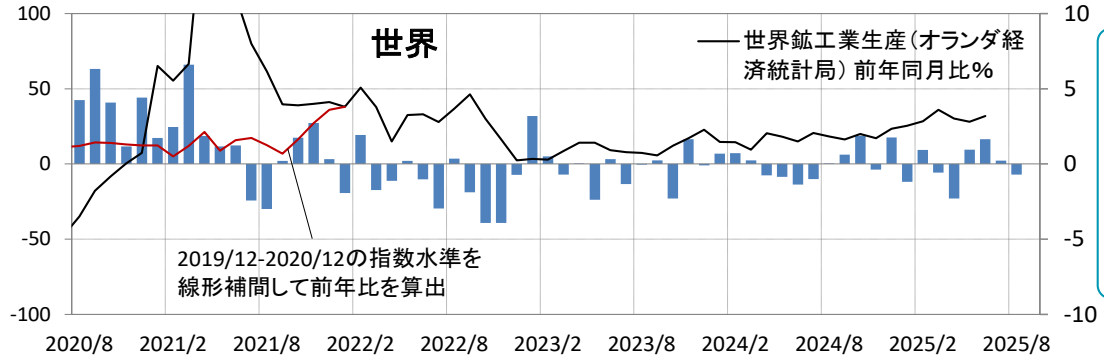
- **鉄鋼アルミ関税による欧米対立激化（ユーロ安）**
- ECBの利下げ期待が再燃（ユーロ安）
- トランプ政権の関税政策転換による米景況感改善（ドル高）

三井住友信託銀行
マーケットソリューション部　情報調査チーム

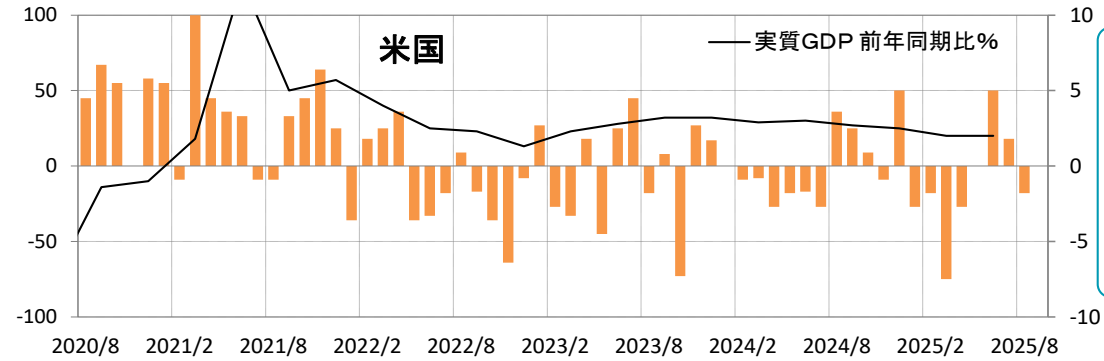
2025年8月29日作成

星取ＤＩ 推移グラフ

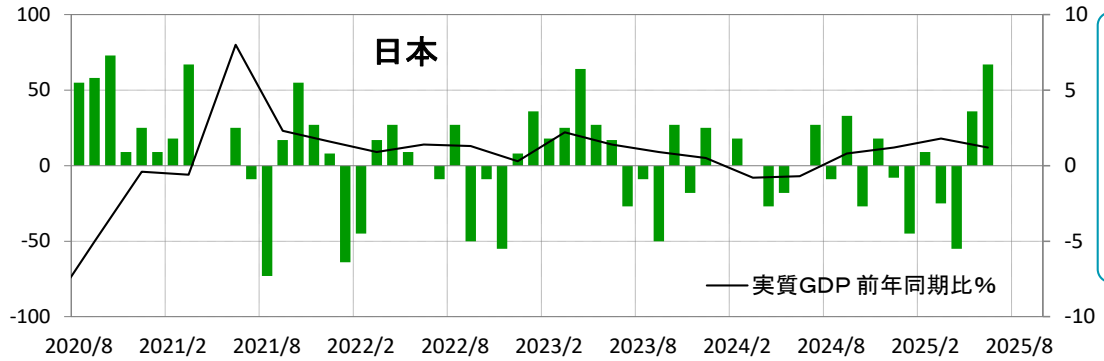
星取DIは、インフレ指標・対外収支を除く経済指標について、経済活動上向きの指標の数の比率から、経済活動下向きの指標の数の比率を差し引いたもの。DIは、「+100～-100」のレンジで推移し、数値が大きいほど、経済活動上向きの指標が多い。「0」は、経済活動上向き・下向きの指標数が拮抗していることを示す。



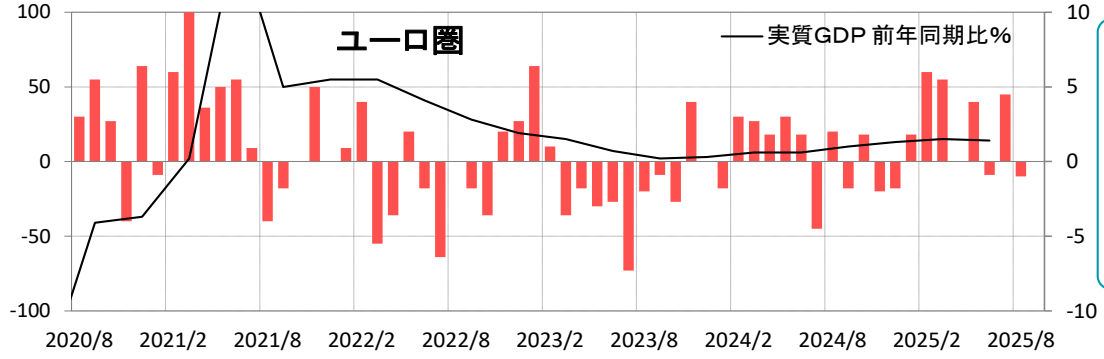
8月の星取DIは、若干のマイナスに転じた。GDPが好調であった日本を除いてすべての国・地域で、マイナスに転じた。



8月は製造業・サービス業とも景況感が軟調で、ソフトデータも悪化したことで、星取DIはマイナスに転じた。



8月は7月に引き続き、星取DIはゼロと強弱まちまち。8月の公表済みPMIは、製造業は小幅に改善し、サービス業はやや悪化。



8月の星取DIは、景況感が堅調に推移するも、ハード・ソフトともに悪化し、マイナスに転じた。

（出所：Bloomberg・Datastreamのデータをもとに三井住友信託銀行が算出）

三井住友信託銀行 SUMITOMO MITSUI TRUST BANK
マーケットソリューション部　情報調査チーム
2025年8月29日作成

経済指標&イベントカレンダー（2025年9月）

月	火	水	木	金	土	日
1	2 米上･下院再開 自民党参院選総括	3 東方経済ﾌｫｰﾗﾑ－－－－→9/6まで ﾎﾟｰﾗﾝﾄﾞ金融政策公表	4 ﾏﾚｰｼｱ金融政策公表	5 米　雇用統計	6	7
8 ﾉﾙｳｪｰ総選挙 仏 内閣信任投票実施の可能性 自民総裁選意思確認	9 ﾁﾘ金融政策公表	10 一帯一路ｻﾐｯﾄ－－－－→	11 ECB金融政策会合 ﾄﾙｺ金融政策公表 ﾍﾟﾙｰ金融政策公表 米CPI	12 ﾛｼｱ金融政策公表	13	14 ﾏｶｵ立法会選挙 ﾛｼｱ議会補欠選挙
15 独連邦議会　招集日	16 FOMC(経済見通し公表)－－－－→ ﾏﾗｳｲ大統領･議会選挙 ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ金融政策公表	17 ｶﾅﾀﾞ金融政策公表	18 日銀政策決定会合－－－－→ BOE金融政策委員会 台湾金融政策公表 南ｱﾌﾘｶ金融政策公表 ﾌﾞﾗｼﾞﾙ金融政策公表	19	20	21
22 中国LPR公表	23 第80回国連総会一般討論開会	24	25 ﾒｷｼｺ金融政策公表 G20 外相会合	26	27 ｵｰｽﾄﾗﾘｱ総選挙 実施期限 ｾｲｼｪﾙ大統領･ 議会選挙	28 ﾓﾙﾄﾞｳﾞｧ議会選挙
29	30 自民党役員人事決定 2026財政年度予算成立期限 豪州政策金利公表 ｺﾛﾝﾋﾞｱ金融政策公表					

(その他のイベント)
･ｼﾞｬﾏｲｶ総選挙
･韓国予算案提出
･ﾛｼｱ予算案提出

本資料は当マーケットソリューション部 情報調査チームの見解を記したものであり、当社としての見通しとは必ずしも一致しません。本資料のデータは各種の情報源から入手したものですが、正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。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にお願い申し上げます。