

みずほマーケット・トピック(2025 年 10 月 27 日)

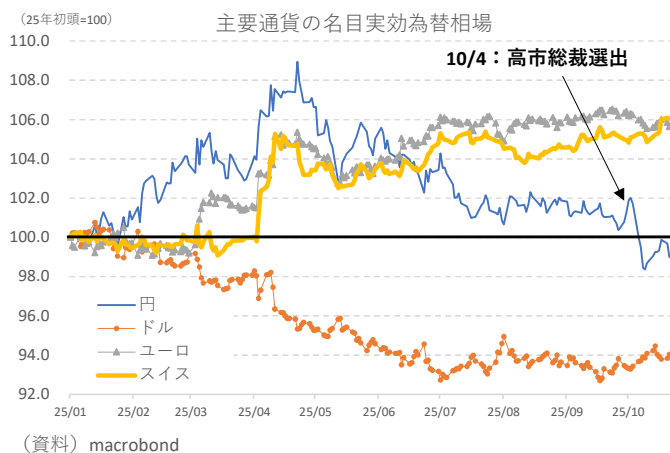
下落に転じた円の実効相場～「米国と一蓮托生」の弱み～

ドル/円相場は年初の 159 円付近と比較して円高・ドル安水準にある。しかし、名目実効為替相場(NEER)で見た場合、円は遂に年初来で下落に転じている。主要通貨の NEER に目を向けると、ドルは年初来で▲6%近くと大幅な下落に晒されている一方、ユーロやスイスフランは欧米資金ローテーションという大義によって値が押し上げられてきた。円と欧州通貨はドル安相場に「乗れなかった通貨」と「乗れた通貨」という意味で対照的。この違いは何に起因しているのか。それは例えば「対米依存度への向き合い方の違い」なのかもしれない。「米国と一蓮托生を決め込んでいる」という事実はドル売りの相手方として買われにくいどころか、ドルとセットで売られる理由になり得る。ドル/円相場の議論に終始しがちであるものの、本当に重要な現象として「ドルとセットで円も避けられている」という視点も併せ持ちたいところだ。

～遂に NEER は年初来下落～

高市総裁誕生以降に始まった株高・円安・金利上昇の流れは継続しているものの、ドル/円相場に関して言えば昨年 7 月につけた 162 円付近、年初の 159 円付近と比較して円高・ドル安水準にある。よって、大きな円高地合いにはなっていないものの「2022 年 3 月に始まった円安局面は一服している」という印象を持つ向きもあるかもしれない。しかし、これは全くの誤りである。確かに、本稿執筆時点のドル/円相場は 153 円付近であり、これは年初来で見れば円高・ドル安ということになる。

しかし、名目実効為替相場(NEER)で見た場合、円は 10 月 4 日の自民党総裁選を境として年初来で下落に転じている。もっとも、下落に転じたのは 10 月に入ってからだが、ピークは 4 月につけており、それ以降は下落基調が続いてきた。図示するように、「解放の日」を受けたドル全面安が始まった直後の 4 月下旬にかけては円の NEER も急騰しており、この際、「いよいよ過去 3 年にわたる円安局面の巻き戻しが始まる」という期待感にはわかに強まっ



いたと記憶する。筆者が従前唱えてきた構造的な円安という見立てに対し、疑義を含め多くの照会を頂戴したのもこの時期だ。しかし、その後、トランプ関税を巡る各種摩擦が終息する流れにしたがって(≡いわゆる TACO 相場が強まるのに従って)円の NEER は下落に転じ、今夏を通じてほぼ年初来で横ばいで推移した。ここで注意すべき事実がある。確かに、TACO 相場によりドル安が反転した(ドル高へ振れた)という側面はあったかもしれないが、4 月以降の日本では円金利の上昇も注目を集めてきた。円安相場が再起動した背景として「TACO 相場によって元の円安地合いに戻った」

という米国側の視点だけでは不十分であり、「日本の財政リスクが意識されるようになった」という日本側の視点に立った解釈も一定程度気にしたいところだ。真偽や緊急性は脇に置いたとしても、海外市場参加者を中心にそのような思惑が円売りを駆動した疑いを完全に否定することは難しい。

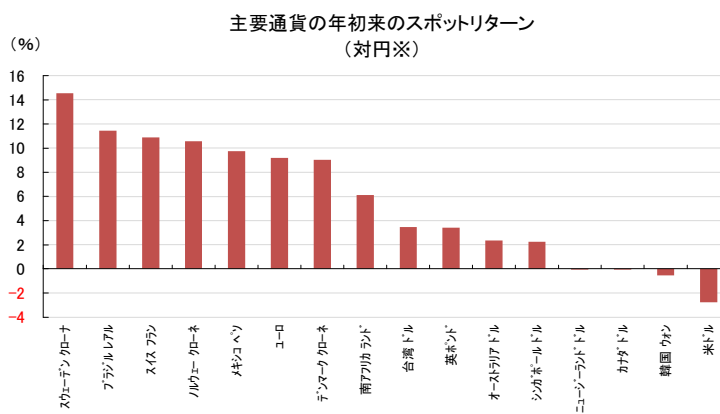
～「米国と一蓮托生を決め込んでいる」～

前頁図に示すように、ドルの NEER は年初来で▲6%近くと大幅な下落に晒されている。こうした動きが「ドルの基軸通貨性」が動揺した結果であることは過去の本欄でも繰り返し議論してきた。片や、ユーロやスイスフランはその論点を逆手に取った欧米資金ローテーションという大義によって値が押し上げられてきたこともやはり繰り返し論じてきた通りだ。円と欧州通貨はドル安相場に「乗れなかった通貨」と「乗れた通貨」という意味で対照的である。この違いは何に起因しているのだろうか。

理由は1つではないだろうが、対米依存度への向き合い方の違いと見ることもできないだろうか。本欄では繰り返し論じているように、欧州は米国からの軍事的自立に向けて歩みを始め、その原資として新たな安全資産である EU 共同債の発行にも積極性を見せ始めている。本当に「ドル離れ」が世界で起きているのだとすれば、「米国から緩やかな離脱を志向している」という事実はドル売りの相手方として当該通貨が買われる理由になり得る。同時に、「米国と一蓮托生を決め込んでいる」という事実はドル売りの相手方として買われないどころか、ドルとセットで売られる理由になり得る。ほぼ米国政府の意思通りに巨額の対米投資を行うことに合意し、安全保障面で米国と不可分である日本の円はドルと一緒に避けたい存在になっても不思議ではない。近年、東アジアの地政学的な不安定と共に「米国と一蓮托生にならざるを得ない」という日本の立場は鮮明である。

前頁図の NEER を見る限り、欧米ロー

テーションという解釈で欧州通貨が押し上げられる一方、「米国と一蓮托生を決め込んでいる」という解釈で円が押し下げられているという読み方は不可能ではない。右図に示す通り、円がまとまった幅で年初来の上昇幅を確保できている通貨はドルだけであり、基本的には全面安である。言うまでもなく NEER は主要貿易相手国の通貨に対する加重平均であるから、これが下落している以上、円建て輸入物価指数も必然的に押し上げられやすい。日本では為替と言えばドル/円相場の議論に終始しがちであるものの、本当に重要な現象として「ドルとセットで円も避けられている」という視点も併せ持つべきではないか。



(資料) bloomberg、※25年10月24日まで。

国際為替部

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.mizuhobank.co.jp/forex/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年10月24日	週末版
2025年10月23日	世界の為替市場の現在地～BIS調査を受けて～
2025年10月22日	高市政権発足を受けて～粘着的なリフレ期待～
2025年10月20日	自民・維新連立政権～しぶとい円安・円金利上昇～
2025年10月17日	週末版
2025年10月16日	2025年、サービス赤字はまだ決壊せず
2025年10月15日	スピードアップするデカップリング～トランプ関税分析～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年9月分)
2025年10月14日	「貸すれば多党化」～欧州化する日本政治～
2025年10月10日	週末版
2025年10月9日	フランスリスクはユーロリスクに発展するか？
2025年10月8日	利上げを助ける高市トレード
2025年10月7日	史上最高値を更新したユーロ/円相場
2025年10月6日	高市政権誕生と今後の論点整理
2025年10月3日	週末版(外貨準備構成通貨の近況について(2025年6月末時点))
2025年10月2日	25年度上半期レビュー～主役の欧州通貨、悲惨な円～
2025年10月1日	いよいよ終焉を迎える「現預金50%」時代
2025年9月26日	週末版
2025年9月24日	ユーロの基軸通貨性を再考する～global euro～
2025年9月22日	日銀金融政策決定会合～10月利上げは堅いのか？～
2025年9月19日	週末版
2025年9月18日	FOMCを終えて～可視化される独立性毀損～
2025年9月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～自動車、読めず～
2025年9月16日	日米財務大臣共同声明の読み方～2つの論点～
2025年9月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～基本は現状維持、利上げの機を窺う～)
2025年9月11日	警戒すべき「貴い事故」～海外からの財政リスク相場～
2025年9月10日	円相場の需給環境について～頭打ちとなるヒト関連～
2025年9月9日	誰が首相になっても「変わらぬ3つの論点」
2025年9月8日	続・対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年9月5日	週末版
2025年9月4日	遂に「利上げ再開」の兆しも出始めたECB
2025年9月3日	対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年8月28日	週末版
2025年8月27日	円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～
2025年8月25日	ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方
2025年8月22日	週末版(「ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか？～「需要不足」への問題意識は高止まり～)
2025年8月20日	4～6月期、「米国離れ」の真相～TICデータ～
2025年8月19日	上半期の円の需給環境について～改善傾向～
2025年8月18日	欧州の外交成果が垣間見えた米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年7月分)
	週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～「海外＝国内」のローテーションはあるか？～)
2025年8月14日	ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～
2025年8月13日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響力
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分)
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貰けなかった「べき」論～優しさの代償は？～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分)
	週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直投目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～