

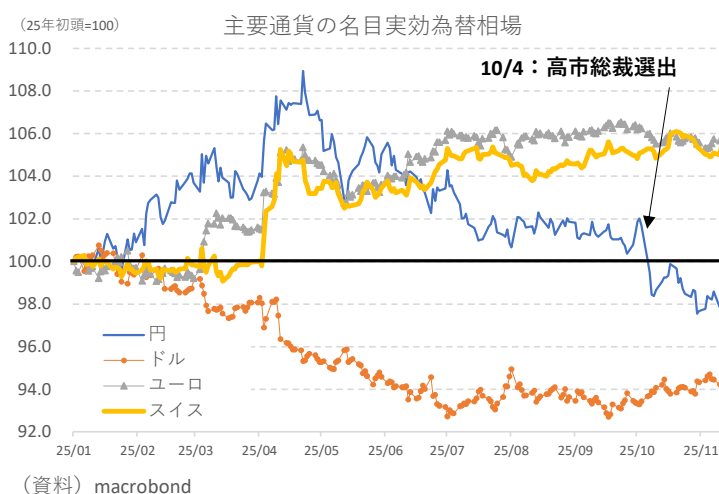
みずほマーケット・トピック(2025 年 11 月 20 日)

ドル安でもドル高でも円安だった 2025 年

円安相場が終息しない。昨日の米国時間には 157 円台へ乗せており、1 週間で約+1.5%の上昇。結局、「ドル安でもドル高でも買われなかった」というのが 25 年の円相場の総括になりそう。実は近年、筆者が強調している需給構造の脆弱性は今年、改善傾向にあった。円安を修正するだけの需給環境があったにもかかわらず、政権交代に伴って従前以上に円安リスクが意識される機運が高まってしまったのは非常に残念な展開。円安局面が 5 年目に突入する 2026 年は何がポイントになるか。円相場を考える上では、もはや日米金利差よりも円金利単体との関係に着目した方が良い。4 月以降、円金利上昇と円安が併発している状況は「日本売り」そのものであり、これが終息するのかどうかという目線で評価すべき。そのためには政府・与党の経済政策の変節がどうしても必要になる。需給面では現在の対中関係悪化がどれほど旅行収支黒字の圧縮に繋がるかに注目。今後の円相場は対ドルではなく実効相場で評価する重要性が増しており、金利差だけではなく需給、そして財政の要因まで議論しなければ実相が見えてこない。

～ドル安でもドル高でも・・・～

円安相場が終息しない。昨日の米国時間には 157 円台へ乗せており、1 週間で約+1.5%の上昇である。今年 4 月以降、第二次トランプ政権が孤立主義を深めることに伴ってドル離れがテーマとなり、実際にドル相場は歴史的な全面安を余儀なくされた。名目実効為替相場(NEER)で見ると、7 月には年初来で一時▲7%程度まで下落幅が広がっている。その後、夏場は低空飛行が続いた後、9 月半ば以降は底打ちが鮮明になり、浮揚しつつある。



この間、7 月までのドル全面安に合わせてユーロやスイスを筆頭とする欧州通貨が買われたものの、円はドルに連れて下がっていた。この背景について筆者は経済面ないし安全保障面での米国に対する依存度の高さから一蓮托生リスクが意識された結果ではないかと分析していた。

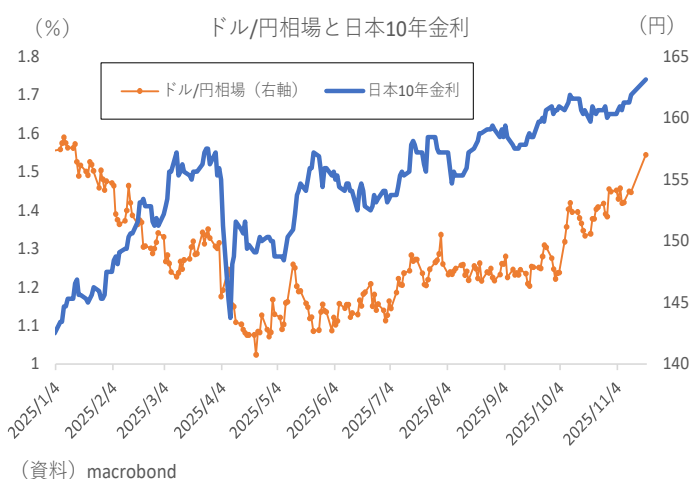
同じ期間にユーロが買われていた背景には欧州再軍備計画を通じて安全保障面での戦略的自立が図られ、しかもその資金源として共同債が採用されるとのことから安全資産としての「ユーロの基軸通貨性」も改善するとの解釈があった。4 月以降の約半年間、為替市場のテーマは明らかに「ドルの基軸通貨性」が毀損しているかどうかという点にあったため、その文脈において米国との一蓮托生が意識されやすい円が忌避され、ユーロが選好されるのは論理的な展開でもあった。

しかし、9月中旬以降、ドル相場が浮揚する過程では一蓮托生の相手として円は選ばれず、しつかり続落を強いられた。前頁図に示されるように、10月に入ってからドル相場の上昇が見られているものの、円相場はむしろ暴落に近い動きを示している。これが10月4日の高市総裁誕生と符合していることは明らかであり、拡張的な財政・金融政策が継続されることによる通貨価値の毀損が争点化していそうである。2025年度上半期はドルとの一蓮托生リスクが意識され、下半期は高市リスクが意識されたというのが円安の背景ではないか。いずれにせよ、ドル安でもドル高でも買われなかったというのが2025年の円相場の総括になる。

こうした中、近年、筆者が強調している需給構造の脆弱性は2025年に入ってから改善傾向にあった。日本にとっては円安を修正するだけの需給環境があったにもかかわらず、政権交代に伴って従前以上に円安リスクが意識される機運が高まってしまったのは非常に残念な展開と言える。

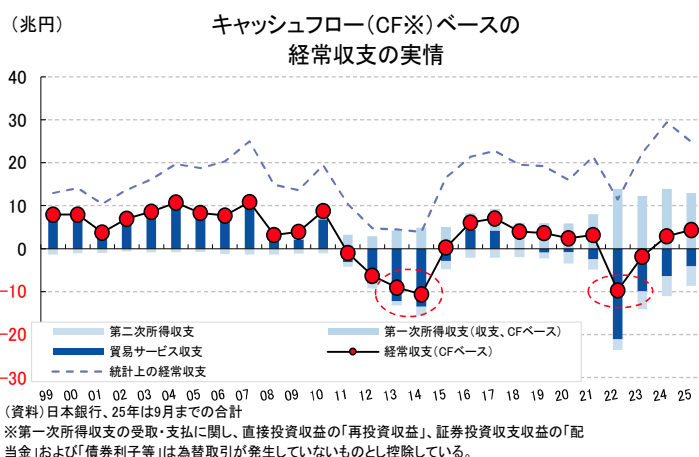
～2026年展望のポイント～

2026年展望は改めて行うが、簡単にポイントを示しておきたい。金利面では日銀が最低2回の利上げ、FRBが最低3回の利下げが見込まれる。もっとも、円相場を考える上では、もはや日米金利差よりも円金利単体との関係に着目した方が良いでしょう。4月以降、円金利上昇と円安が併発している状況は「日本売り」そのものであり、これが終息するのかどうかという目線で評価すべきである(図)。日銀がフォワードルーキングに利上げカードをテンポよく差



し出せるかが鍵となりそうだが、高市政権にこれを望むのは酷な想定だろう。片や、FRBは新体制でのFOMCが稼働する2026年6月以降、「トランプ派議長になっても大して利下げされない」という事前の大きなハト派期待との乖離が意識されるのではないかな。現状を見ても分かるように、米国のインフレ率は大して下がっておらず利下げ期待は後退している。連続的な利下げの可否も念頭に、米金利とドルが再び上昇に転じる展開もないわけではない。日銀が利上げに踏み切ったとしても、FRBが利下げに消極的ならば、結局円安地合いは大きく変わるまい。現状、金利面からは、日銀が利上げに及び腰となる一方、FRBの利下げもさほど期待できないという状況が予想され、リスクは円安方向に傾斜しているように思える。

需給面ではパンデミックや戦争を受けた異常な状態が概ね解消され、2025年はキャッシュフロー(CF)ベースで見ても2019年以前と遜色ない黒字が確保



されそうである(前頁図)。原油価格の暴騰などが無い限り、2026 年も+3~4 兆円の CF ベース経常黒字は確保可能と考える。敢えて現時点で可視化されている需給面に関わるリスクを挙げるとすれば、対中関係悪化により旅行収支黒字がどれほど圧縮されるのかだろう。年々拡大するデジタル赤字を旅行収支黒字が打ち返していたため、サービス収支全体の赤字拡大が抑制されていたのである。元よりインバウンド需要のピークアウトを指摘する声が多い中で今回の騒動が重なっていることも気がかりである。貿易収支赤字拡大の落ち着きと入れ代わるように、サービス赤字拡大に直面すれば、結局、需給環境は 2025 年と大きく変わらないか、もしくは悪化する可能性もある。

～多面的な分析が必須～

2022 年に始まった円安相場も 2026 年で 5 年目を迎える。もはや一時的とは言えなくなったこの相場現象を解き明かすにあたっては、多面的な分析が必要である。それは円相場の動向を対ドルに限定してみるのではなく、あくまで実効相場の動きを追うということでもあるし、単純に内外金利差の動きばかりを見るのではなく、需給や財政といった要因も十分考慮することが必要ということでもある。未だに日米金利差とドル/円相場を同じ図表にプロットしてその相関を比較するという浅はかな議論に終始する向きもあるが、それが報われていたのは円金利が動かなかった時代に「米金利が上がればドルも上がる」という関係性があったからに過ぎない。

日本が「金利のある時代」に復帰した以上、その金利上昇の背景にある経済・金融情勢の変化が何を意味するのかまで吟味する必要がある。現時点で起きている円金利上昇と円安の併発はある程度、財政リスクプレミアムが要求されている可能性まで考慮した上で分析を出発させることが必要だろう。まずは政府・与党から経済政策運営について大きな変節が見られるのかどうかに注視することになる。それがなければ、現在の潮流が転換する可能性も低いだろう。

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11月19日	ワンボイス化すべき金利・為替の方向感
2025年11月18日	インバウンド消費と利上げの先行きについて
2025年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年10月分)
	サナ活の功罪～世論がインフレを乗り越える時～
2025年11月14日	週末版(戻らぬ「家計の円売り」～新NISA2年目、失速の背景～)
2025年11月12日	円の需給環境～25年度上期国際収支を受けて～
2025年11月11日	リフレ政策を巡る「本音」と「建前」の読み筋
2025年11月10日	欧州で感じた日本エンタメ・コンテンツの威力
2025年11月7日	週末版
2025年10月31日	週末版
2025年10月28日	日米首脳会談の見どころ～防衛費と円安～
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～
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	「貧すれば多党化」～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、悲慘な円～
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「貰い事故」～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
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	貰いかなかった「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～