

みずほマーケット・トピック(2025年12月1日)

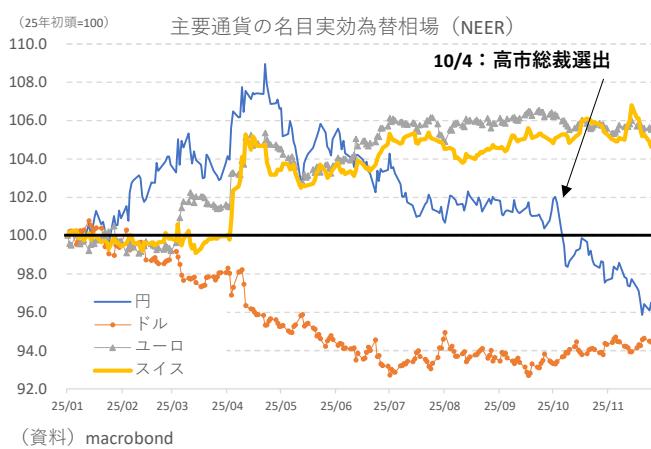
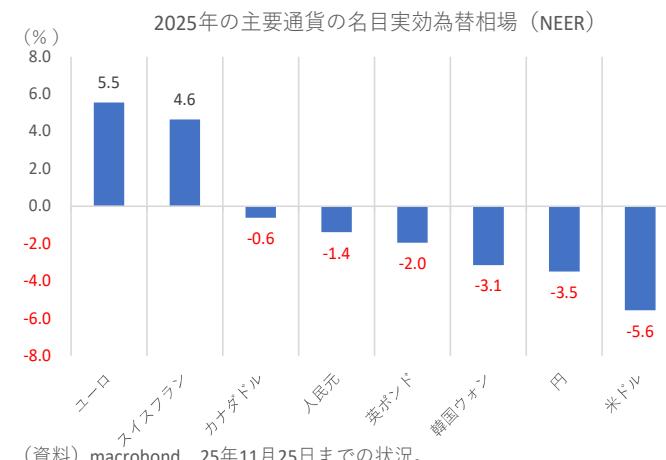
2026年も「ドル安下での円安」になるのか？

25年の為替市場は欧米資金ローテーションの言葉が示す通りの展開が見られた。これほどはつきりしたドル全面安であれば、濃淡はあれども主要通貨は概ね強含みが期待されるところであったが、大きな幅を持って上昇したのはユーロとスイスフランであり、円を含むその他主要通貨は下落した。とりわけ円安の程度は大きく、「ドル安下での円安」が鮮明だった。気づけば円のNEERは22年3月に始まった今次円安局面の最安値に接近している。結局、FRBの政策運営にかかわらず、円売りは收まらなかったということ。この事実を踏まえ、分析者が検討すべき論点は米国の経済統計の強弱やそれに伴うFF金利の調整ではなく、日本の経済・金融情勢にほかならないはず。25年は「ドル安下での円安」という稀有な年になったが、これは26年も続いてしまう恐れがある。円安の背景が異常に低い実質金利や外貨が流出しやすい需給構造だとすれば、FRBの利下げだけで円安相場が終わる可能性は低い。「ドル安下での円安」が一過性の現象なのか。それとも為替市場に現れた新常態なのか。26年はそれを見極める年になる。

～「ドル離れ」の全盛期は半年間程度～

今年も残すところ1か月を切った。第二次トランプ政権による相互関税が華々しく公開された「解放の日」(4月2日)以降、金融市場では「ドル離れ」が争点化し、為替市場は大幅なドル安に直面した。本来、ドル全面安の下では、濃淡はあれども主要通貨は概ね強含みが期待されるが、明確に上昇したのはユーロとスイスフランくらいであり、円を含むその他主要通貨は下落した(図)。4月以降、欧米資金ローテーションが金融市場においてフレーズとなっていたが、為替相場で起きたことはそのフレーズ通りの動きであった。

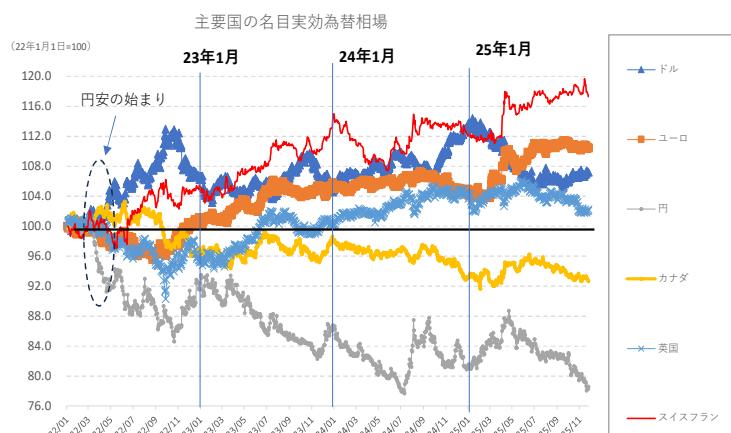
もっとも、ドル全面安とも言える相場は9月半ば以降に収束し、既に底打ちしている(図)。もちろん、2026年に入ればトランプ派のFRB議長の下、大胆な緩和路線が展開され、ドル売りが活発化するとの期待が蔓延しそうだが、現時点では「ドル離れ」に駆動されたドル安は停止している。振り



返ってみれば、「ドルの基軸通貨性」の毀損やこれに伴うドル安相場は概ね 4~10 月の半年間が全盛期だったと言えるだろう。もっとも、テーマの全盛期がその半年間だったというだけであり、ドル一極体制から多極体制へと為替市場の潮流が変化しているという事実には留意が必要である。事実、世界の外貨準備に占めるドル比率は過去最低を断続的に更新し、利下げが視野に入っている割に米国債利回りもさほど下がらない現状がある。短期的な相場解説として「ドル離れ」は賞味期限が切れているとしても、国際金融を語る大テーマとしては 2026 年以降も目が離せないものだ。

～円の NEER、今次局面の最安値へ～

ドル相場はとりあえず息を吹き返しているものの、問題は円の近況だ。右図に示す通り、円の名目実効為替相場 (NEER)は 2022 年 3 月に始まった今次円安局面の最安値に接近している。結果、FRB が金利を上げようと下げようと円売りは收まらなかったということである。本欄では常々議論してきた通り、名目金利差から円相場の強弱を解釈できるような状況ではない（実質金利差からは明確に解釈できるので、この点は別の機会に論じる）。図を概観すれば、過去 3



(資料) macrobond、25年11月25日時点まで。

年半は「欧州通貨上昇、円下落、ドル横ばい」という事実が見て取れる。とりわけ、スイスフランの約 +20% 上昇、円の約 ▲20% 下落という対照性は目に付く。少なくとも、こうした円相場の現況を踏まえ、分析者が検討すべき論点は米国の経済統計の強弱やそれに伴う FF 金利の調整ではなく、日本の経済・金融情勢に違いない。米国の経済・金融情勢、ひいてはドル相場の上下動と合わせ鏡のように円相場が上下動しているのであればまだしも、そのような兆候は殆ど見て取れない。まずは円固有、ひいては日本経済固有の事情を検討すべきである。

この点、今年の円安は NEER で見ても 10 月以降に一段加速しており、これが高市政権のマクロ経済政策に対する思惑を映じた動きであることは疑いようがない。「拡張財政が金利上昇を介して通貨高を招く」というマンデルフレミングモデルの部分的な解釈を持ち出した経済アドバイザーの見解が耳目を引いているが、現実に起きていることは拡張財政路線と円安の併存である。理論に忠実であることは尊重するとしても、起きている現実に対し「教科書的な正しさ」を訴えかけても何の慰めにもならない。実際にリスクをとって資金を出している市場参加者が円を明確に忌避しているのは否めない現実であり、政策担当者だからこそ、ままならない現実を直視して欲しいと思う。

この状況を開拓する方法は 1 つではないが、まず金融市場は①高市政権からの情報発信においてリフレ政策の変節が相応に確認されることを望むだろう。その上で②円の実質金利が 2022 年以前の水準に回帰するほど大きな日銀利上げが行われ、③貿易収支赤字も現在の改善傾向が続いていることなどが求められる。③に関しては相応の期待が持てるとしても、拡張的なマクロ経済政策運営を志向する現政権に対し、①や②は確度の高いシナリオにはならない。

～「ドル安下での円安」は新常態なのか～

2026 年も「ドル安下での円安」という現象は継続するのだろうか。「ドル離れ」という極めて強力なドル売り材料が注目される状況でも円高相場は定着しなかったため、直感的に円安の反転は一段と難しくなったようにも感じられる。為替市場にはトルコリラやアルゼンチンペソなど、ドル相場の動向にかかるわらず常に脆弱な通貨は存在するため、一定の不安は抱いて然るべきだろう。

もちろん、2025 年の円が経験した「ドル安下での円安」は「ドル離れ」という特殊な理由に駆動されたドル安相場だったからこそ起きたという考え方もある。「安全保障面・経済面で米国と強固な結びつきにある日本の円だからこそ一蓮托生で連れ安になった」という解釈だ。むしろ、このタイプのドル安・円安は稀であり、FRB が利下げを重ね、米金利とドルの相互連関的な下落が始まれば円高は定石通り期待できるという考えも一理あるだろう。トランプ色の強い新たな FRB 議長が誕生する 2026 年だからこそ、そのようなシナリオに賭ける市場参加者も多いかもしれない。

しかし、本当にそうだろうか。周知の通り、10 月以降の円安を駆動しているのは高市政権発足を受けたリフレトレードである。FRB の挙動がどうあれ、それは高市政権に対するリフレトレードを止める理由にならない。この期に及んで拡張財政と金融緩和が継続されれば、ドル相場の動きはさておき、「円はやめておこう」という話にならないだろうか。そもそも 2022 年 3 月に始まった円安局面においては「FRB の利下げが始まれば…」もしくは「日銀の利上げが始まれば…」という日米金利差縮小への期待が円高反転の契機になると言われ続けてきた。しかし、結局円安は収まっていない。過去 2 年弱で日銀は利上げ局面に、FRB は利下げ局面に入ったのにもかかわらず、だ。

我々が直面している円安の背景が異常に低い実質金利や外貨の流出しやすい需給構造だとすれば、FRB の利下げだけで円安相場が終わる可能性は低い。特に、日本の実質金利については高市政権下で「修正される望みは薄い」というのが市場予想の中心となっているので、FRB の利下げがもたらす円高効果も減殺されやすいのではないか。「ドル安下での円安」が一過性の現象なのか。それとも為替市場に現れた新常態なのか。2026 年はそれを見極める年になる。

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に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/econ.html_\(Archives\)](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html_(Archives)) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年11月28日	週末版(ちょうど良過ぎるECBの立ち位置～「中立金利でインフレ+2%」という理想～)
2025年11月25日	決して遠くはないユーロ/円200円台
2025年11月21日	週末版
2025年11月20日	ドル安でも円安だった2025年
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	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(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	欧洲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～しづとい円安・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～
	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年9月分)
2025年10月14日	「貰すれば多党化」～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～主役の欧洲通貨、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	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(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	シ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	欧洲の外交成果が垣間見えた米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(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～恐れるべき結果～
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	日本版トランシッシュ再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トランシッシュ再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(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に～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～「欧洲の強さ」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～動き出した欧洲の戦略的自律～
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	衰えないイスラエル～欧洲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	貴かれなかった「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～