

みずほマーケット・トピック(2025 年 12 月 2 日)

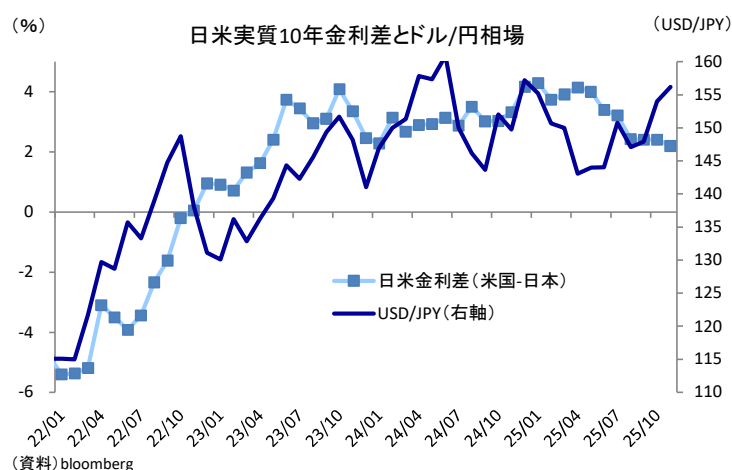
円安修正に必要な実質金利差の縮小とは？

円安を金利面から修正するためには何をなすべきか。この際、あくまで名目ベースではなく実質ベースで議論することが重要。周知の通り、日本の実質金利は依然低く、これが円安の一因になっている疑いは強い。日米実質金利差を 22 年以前の水準に戻すほどの利上げに日銀が踏み切れるのであれば、円安修正の余地はある。22 年以降、日米実質金利差は急拡大しており、円安相場と概ね安定した関係がある。24 年以降、名目ベースでの日米金利差は著しく縮小したが、両者のインフレ率に目を向ければ 24 年半ば以降は日本の方が米国よりも高い状態が続いてきた。それゆえ、実質ベースで見た日米 10 年金利差はあまり動いていない。円安解消が進まない 1 つの理由である。日本における奔放な財政・金融政策姿勢が円を忌避する一因になっているのであれば、やはり動くべきは日銀である。想定するインフレ率にも依存するが、「円の実質金利の水準を 22 年初頭に戻す」という視点に限れば、利上げは最低 2 回、可能であれば 4 回は欲しいところ。通貨安に悩むのであればその程度の利上げは行われても不思議ではない。

～実質金利差と円安～

昨日の本欄では、2026 年について「ドル安でも円安」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を見極める年になると議論した。この際、「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」とも述べた。需給構造については本欄で繰り返し論じている通りであり、近年、日本の国際収支では複数の構成項目で大きな変化が見て取れ、総じて「日本が外貨の取りにくい国になっている」という印象は強まっている。為替は最終的には需給面で決まる以上、この点は依然重要である。

とはいえ、金利面からの分析も蔑ろにできるわけではなく、ここから円安を修正できる余地も見出せる。しかし、あくまで名目ベースではなく実質ベースの話だ。インフレ率（以下総合ベースで比較）を加味した実質金利に関し、日本は依然として際立って低い。よって日米の実質金利差はまだ大きく、これが円安の一因になっているとの指摘は首肯できる。裏を返せば、実質金利差を 2022 年以前の水準に戻すほどの利上げに日銀



が踏み切れるのであれば、円安修正の余地はあるという話になる。図示されるように、2022 年以降、日米実質金利差は急拡大しており、円安相場と概ね安定した関係があるようにも見える。より具体的に見ると、2024 年初頭から足許に至るまで実質ベースで見た日米 10 年金利差はほぼ横ばい、

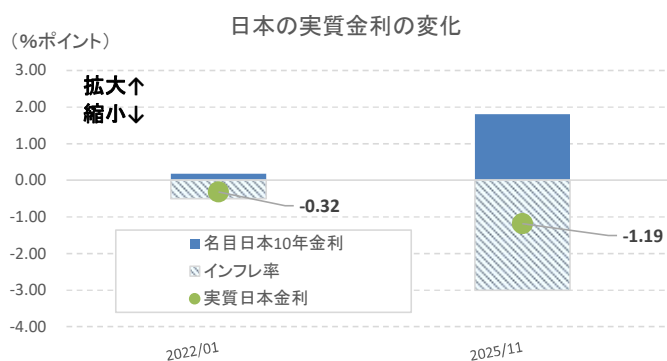
もしくは若干の縮小という印象にある。しかし、この間、2024 年 3 月に日銀がマイナス金利を解除し、同年 7 月に追加利上げ、さらに同年 9 月には FRB の利下げ局面も始まった。2025 年に入ってから 1 月に日銀が追加利上げを行い、9 月には FRB が追加利下げに踏み切っている。これに応じて、名目ベースでの日米金利差は著しく縮小したわけだが、両者のインフレ率に目を向ければ 2024 年半ば以降は日本の方が米国よりも高い状態が続いてきたため、実質ベースで見た日米 10 年金利差はあまり動いていない。円安解消が進まない 1 つの理由と考えて差し支えないだろう。

要するに、日銀が早いペースで利上げしなければ実質金利差が縮小しない状況下、その可否が今まさに問われている状況にある。もちろん、FRB が早いペースで利下げできるのであれば、やはり実質金利差は縮小するため円安が修正される余地はある。しかし、2025 年に直面した「ドル安下での円安」を踏まえると、米金利低下に応じてドル安が進んだとしても、果たして本当に円高に繋がるのだろうか。日本における奔放な財政・金融政策姿勢が円を忌避する一因になっているのであれば、やはり動くべきは日銀である。

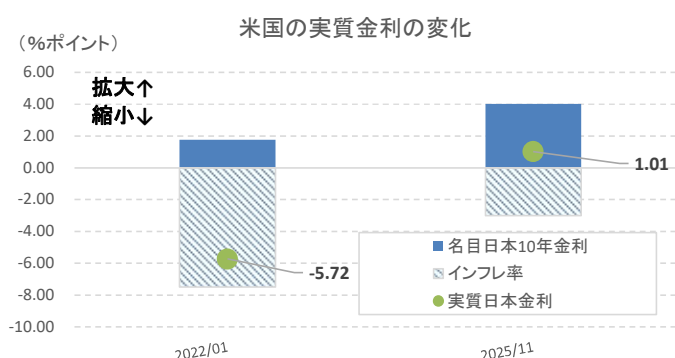
～「2～3 回の利上げ」で円安は止まるのか～

具体的な実質金利水準と円安の間に確固たる関係があるわけではない。しかし、イメージ作りのために確認しておく、円安が勢いづく前の 2022 年 1 月時点における実質 10 年金利に関し、日本は▲0.3%、米国は▲5.7%だった。しかし、2025 年 11 月時点では日本は▲1.2%まで低下した一方、米国は+1.0%まで上昇している(右図)。結果、実質金利差は著しく拡大し、これが円安を駆動した疑いは強い。なお、2022 年は過去最大の貿易赤字(約▲20 兆円)も重なっているため、需給構造にも大きな歪みが急激に生じた。ちなみに 2023 年は過去 4 番目、2024 年は過去 6 番目に大きな貿易赤字であり、この 3 年間の円売り規模は史上稀に見るものであったと言える。

当面の動きに関して言えば、インフレ率が現在の+3%から▲1%ポイント下がり+2%程度で落ち着けば、10 年債利回りが現在の 1.7～1.8%程度であったとしても 2022 年 1 月時点の実質金利水準である▲0.3%程度まで上昇する。もしくは、インフレ率が+3%で続いたとしても、10 年債利回りが+2.7%まで上昇すれば、やはり 2022 年 1 月時点の水準まで戻る。現在の政策金利(0.50%)とのスプレッド(130bp 程度)を前提とした場合、10 年債利回りの+2.7%は政策金利 1.50%程度までの引き上げをイメージすることになる。もしくはインフレ率が+2.5%まで下がると考えた場合、10 年債利回りが 2.2%程度まで上昇すれば、2022 年 1 月時点の水準まで戻る。これは政



(資料) Bloomberg



(資料) Bloomberg

策金利 1.00% 程度までの引き上げをイメージすることになる。政策金利 1.00% や 1.50% はあと 2～4 回の利上げで到達する水準である。「円の実質金利の水準を 2022 年初頭に戻す」だけで円安が修正されるのであればそれほど難しい話ではない。

～現実はいくらも複雑のはず～

とはいえ、現実はいくらも複雑だ。実際は日本の実質金利だけ上がっても、①米国の実質金利は高いままの可能性があり、高市政権発足に伴いインフレ期待が高まっていることを踏まえれば、②市場参加者が想定する日本の実質金利は容易には上昇しない可能性もある。特に、後者に関しては足許で現実味を帯びる。現に日米実質 10 年金利差は今春に約 400bp まで拡大していたものが足許では約 200bp まで縮小しているが、円安は収まっていない。高市政権の志向するポリシーミックスでは予測可能な将来においてインフレは収まらないという潜在意識が寄与していないだろうか。

もちろん、それでも 2022 年 1 月時点の実質 10 年金利差まで潰されていけば、いずれかのタイミングで非線形に円安が修正される可能性もある。しかし、2025 年の「ドル安下での円安」は 4～9 月は米国との一蓮托生リスクで円安、10 月以降は高市政権へのリフレ期待で円安というのが筆者のラフな解釈である。現時点で前者は落ち着いたものの後者はまだ収まっていない。恐らく、高市政権へのリフレ期待が根強い状態が温存されたまま日銀が利上げに踏み切っても「これで終わりか」という打ち止め感の下、円売りが優勢になりやすいのではないか。

2026 年の円相場を金利面から展望した場合、まずは日銀が最低 2 回、望むらくは 4 回の利上げまで踏み込めるのかどうか反転のための必要条件と見ることもできるだろう。裏を返せば、諸外国からすれば、「通貨安に悩むのであれば最低限、それくらいの利上げはすべき」というのが率直な目線になるのではないかと思われる。国際収支に現れるような需給面での変化は一朝一夕には起きないが、金利面での変化は中央銀行に裁量が委ねられている。

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12月1日	2026年も「ドル安下での円安」になるのか？
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	決して速くはないユーロ/円200円台
2025年11月21日	週末版
2025年11月20日	ドル安でもドル高でも円安だった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「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	貰かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～