

みずほマーケット・トピック(2025年12月3日)

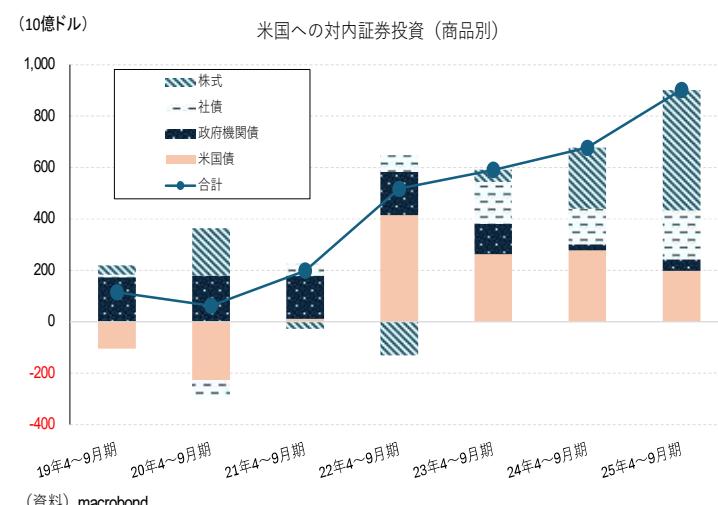
「ドル離れ」の真相～結局、どうだったのか？～

2025年は「ドル離れ」がテーマ化した年だった。4~5月の金融市場は第二次トランプ政権の一挙手一投足に翻弄される中、「ドル離れ」が新常態のように語られ、ドル/円相場に対しても円高反転を期待する機運が盛り上がった。しかし、ハードデータの裏付けが無い動きに持続性はない。「ドル離れ」を理由にドル安・円高シナリオを想定することに筆者は抵抗があった。当時より本欄では米財務省の発表する対米証券投資統計(TICデータ)を元にその真偽を注視し、客観的な議論の必要性を呼び掛けた。結局、ドル安は9月以降に反転しているが、果たして「ドル離れ」は事実だったのか。あれほど騒いだ以上、検証と今後への展望は必要。4~9月のTICデータを見る限り、「ドル離れ」と断定できるような兆候はまだない。もっとも、米国債利回りが想定以上に下がらず、これが高値警戒感を帯びる株価の足を引っ張り、逆資産効果を通じて米経済の足場を崩すという恐れはあるかもしれない。26年も「ドル離れ」の検証は続ける必要がある。

～「ドル離れ」の真相～

相互関税が発表された2025年4月2日(解放の日)以降、金融市場では「ドルの基軸通貨性」に疑義が生じ、ドル全面安が発生した。いわゆる「ドル離れ」がテーマ化され始めたわけだが、本欄では米財務省の発表する対米証券投資統計(TICデータ)を元にその真偽を注視し、客観的な議論の必要性を呼び掛けた。4~5月の金融市場は第二次トランプ政権の一挙手一投足に翻弄される中、「ドル離れ」が新常態のように語られ、ドル/円相場に対しても円高反転を期待する機運が盛り上がった。しかし、ハードデータの裏付けが無い動きに持続性はない。為替市場は自己実現的な取引が盛り上がりやすい性質があり、オーバーシュートが常だ。「ドル離れ」の永続性にベットするようにドル安・円高シナリオを想定することに筆者は抵抗があった。結局、ドル安は9月以降に反転しているが、果たして「ドル離れ」は事実だったのか。あれほど騒いだ以上、検証と今後への展望は必要だろう。結論から言えば、「ドル離れ」と断定できるような兆候はまだない。

本稿執筆時点では9月までのTICデータが明らかになっている。そこで4~9月合計の対米証券投資に関し、2025年の数字とパンデミック直前となる2019年から2024年までの数字を比較したものが右図だ。2025年は9024億ドルと大幅流入であり、傾向的にも右肩上がりが確認できる。敢えて言えば米国債への流入額(+1982億ドル)が過去4年で最小に留まっているため、この点が「ドル離れ」の兆候なのかは留保が



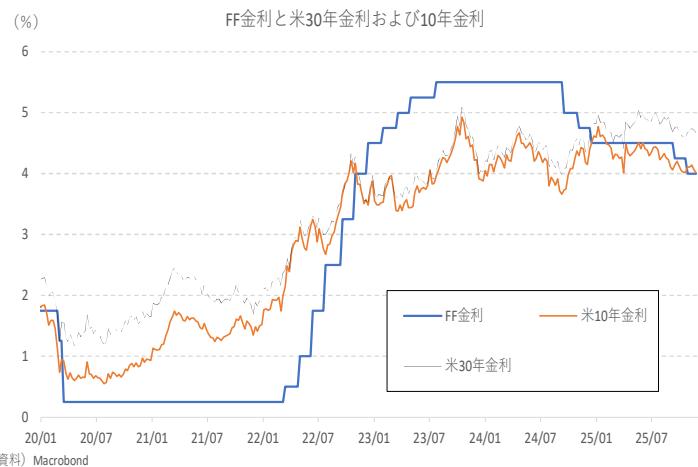
必要かもしれない。実際、米金利が思ったほど下がらっていない印象もあるため、無視できない兆候ではある。しかし、現時点の証券投資フローは明らかに「ドル離れ」を裏付けていないし、現に今年9月半ば以降、名目実効為替相場(NEER)で見たドル相場は底打ちしている。

～米国特有の好循環は続くのか～

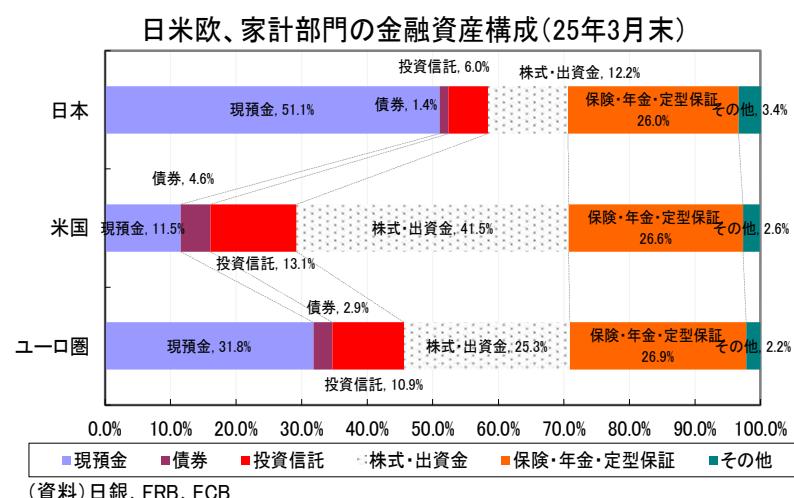
もちろん、TIC データに捕捉されないフローも相応に大きい可能性があり、「ドル離れ」を全否定するのも危うい。少なくとも起きている現象は注視する必要がある。10年金利はともかく、30年金利といった超長期金利は FF 金利の挙動と比較して下がりにくくなっている印象は否めない(図)。長期・超長期金利の構成要素は、主に①「将来の短期金利の期待値」と②「将来リスクに対する上乗せ金利(ターム・プレミアム)」に大別されるが、第二次トランプ政権の不規則な言動が②を押し上げているのは間違いないだろう。トランプ政権の象徴的な政策である関税政策は当初懸念よりは限定されているとはいえインフレ押し上げ効果を有しており、米金利高止まりに繋がる材料である。また、関税政策を巡る孤立主義的な政策運営が「ドルの基軸通貨性」に対する疑義を招いているという意味でもやはり「ドル(米国債)離れ」に伴う金利上昇材料と解釈できる。さらに言えば、関税収入により財政改善は期待できるが、インフレに応じて政策金利も高止まりするのであれば利払い費も増えるので、一方的な改善効果はあてにできない。関税政策を含め、総じて「ドルを武器に使う」ような姿勢を前にドル建て資産に愛想を尽かす動きが増えるのは自然だ。

米国経済が総じて堅調を維持してきた背景には、米国ひいては世界の経済が危ういムードに包まれても米国債への資本流入が増え、これによって米金利が低下し、国内株価が下支えされるという安定化装置があった。米国の家計部門の金融資産は既に4割強が株式であるため(図)、株高は資産効果を通じて消費・投資を後押しするという好循環が期待できる。米国経済の6割は個人消費であるため、これは重要な論点である。

仮に、「ドル離れ」が米金利の高止まりを招いているのだとすれば、この好循環が従前ほど機能しなくなっていることに恐れを抱くことになる。奇しくも米株価の高止まりは AI バブル崩壊を危惧する



日本経済が総じて堅調を維持してきた背景には、米国ひいては世界の経済が危ういムードに包まれても米国債への資本流入が増え、これによって米金利が低下し、国内株価が下支えされるという安定化装置があった。米国の家計部門の金融資産は既に4割強が株式であるため(図)、株高は資産効果を通じて消費・投資を後押しするという好循環が期待できる。米国経済の6割は個人消費であるため、これは重要な論点である。



声も散見されるようになっているが、ここに米金利も下がりにくいという逆風が重なると、株価が大崩れする中で米国の家計部門が失速するというリスクも視野に入ってくる。現時点では世界経済に際立った危うさがあるわけではないものの、足場が崩れ始めるとすれば、「下がらない米金利」に起因するかもしれない。「ドル離れ」の実情をハードデータから捕捉するのは難しいものの、金融市場で起きている現象からそのような疑いはまだ完全に晴れたわけではない。2026年も「ドル離れ」は表舞台に残されたテーマになると考えられ、定期チェックが必要な論点になりそうである。

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/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12月2日	円安修正に必要な実質金利差の縮小とは?
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	ドル安でもドル高でも円安だった2025年
2025年11月19日	ワンド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~粘着的なりフレ期待~
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~
	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年9月分)
2025年10月14日	「貧すれば多党化」~欧洲化する日本政治~
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	いまいよ終焉を迎える「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	誰が首相になんでも「変わらぬ3つの論点」
2025年9月8日	統一対米投資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9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ヶ月期、「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	対米投資利益の解説~「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	日本版トラッシュ・ア・ショック再考~脆弱性は否めず~
2025年7月15日	日本版トラッシュ・ア・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~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」は本當なのか~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~)