

みずほマーケット・トピック(2025年12月15日)

本当に恐ろしい円安リスクは欧米利下げ停止

今週の日銀会合は利上げ有無よりも「あと何回利上げできそうか」という点が注目され、これが円安修正の鍵となる。中立金利推計の扱いを含めて様々な議論が交錯するが、これは円金利と円相場の関係だけに着目した議論である。26年以降、海外金利が再浮上するような展開になれば、円金利上昇で一時的に円安が修正されたとしても、直ぐに元の木阿弥だ。FRB や ECB は 26 年を通じて利下げ局面を続けるのか。現状では「日銀利上げに対して、欧米中銀は利下げ」が当然視され、日銀利上げの円安修正力に期待がかかりやすい。しかし、ECB については「次の一手」が利上げとなりそうな雰囲気も強まっており、FRB も「実はそれほど利下げできないのでは」という内情が透ける。 $+25\text{bp}$ の利上げを数か月間かけて熟慮する日銀に対し、FRB や ECB は一度舵を切ればまとまった期間、その方向で政策金利を調整し続ける。26 年に実際の利上げ転換があるとは思わないが、示唆された時点では市場参加者の中では利上げ局面は始まってしまう。次の円安相場が現行水準付近(150 円台)からスタートする可能性もある。

～じわり戻ってくる欧米中銀のインフレ警戒？～

今週は 18～19 日の日銀金融政策決定会合が最大の注目材料となるものの、0.75%への利上げは既定路線となっていることもあり、如何にして「あと何回利上げできそうか」という期待を醸成できるかが円安修正の鍵となるだろう。先週の本欄でも論じたように、そのための戦術として中立金利推計の引き上げは悪い一手ではない。しかし、「1.00～2.50%」の下限を急に 1.50%まで引き上げたとしても「推計レンジの下限」を「実務的な上限」と読み替える金融市場では「最大 4 回しかやらない」という邪推から円売りが直ぐに戻ってしまう可能性はある。とすれば、「推計レンジの上限」を意識したような情報発信が円安抑制のための本当の鍵になるのかもしれない。

もっとも、これは円金利と円相場の関係だけに着目した議論であり、海外金利が再浮上するような展開になれば、円金利上昇で一時的に円安が修正されたとしても、直ぐに元の木阿弥である。この点、先週議論したように、現在の FOMC メンバーの認識を踏まえれば、2026 年における FRB の利下げ回数は限定的になりそうなことが思い返される。トランプ派の議長と理事が新加入することでハト派陣営に求心力が戻る可能性はあるが、だとしても政治的な緩和意欲を反映した金融政策が逆にインフレ期待を焚きつける懼れもある。要らぬインフレ期待を高めるリスクを考えれば、利下げよりは現状維持が賢明な選択になるようにも思える。地区連銀総裁を中心とした雇用・賃金市場に対する潜在的なインフレ圧力が警戒される現状が、2026 年に入って早々に後退する道理はない。

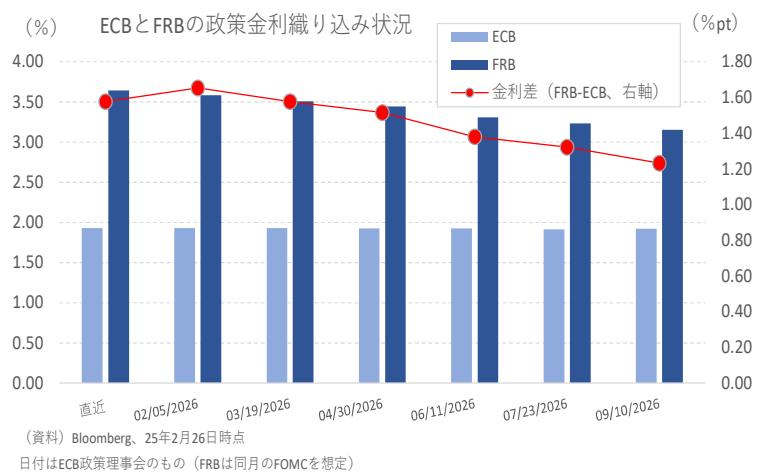
片や、利下げ停止局面に入って久しい ECB では、12 月 8 日にシュナーベル ECB 理事が「市場と調査の参加者は近いうちでないにしろ、次の金利の動きが利上げになると予想している。そうした見通しにむしろ違和感はない」と語っている。同理事は 9 月にも「世界の中央銀行が再び利上げに踏み切る時期は、多くの人が現在想定しているよりも早まる可能性がある」と述べ、「次の一手」が利上げである可能性を示唆した経緯がある。また、12 月 3 日には ECB のチーフエコノミストであるレ

ーン理事が、ユーロ圏のインフレ率が最近上振れており、2026年初めのインフレ率低下という ECB 予想に疑義が生じていると述べたことをロイターが報じている。当初予想ではエネルギー価格下落のベース効果もあって 2026 年初頭にはユーロ圏消費者物価指数(HICP)が下押しされるというのが ECB の見通しであったが、どうやら想定外の軌道に逸れている可能性もあるようだ。

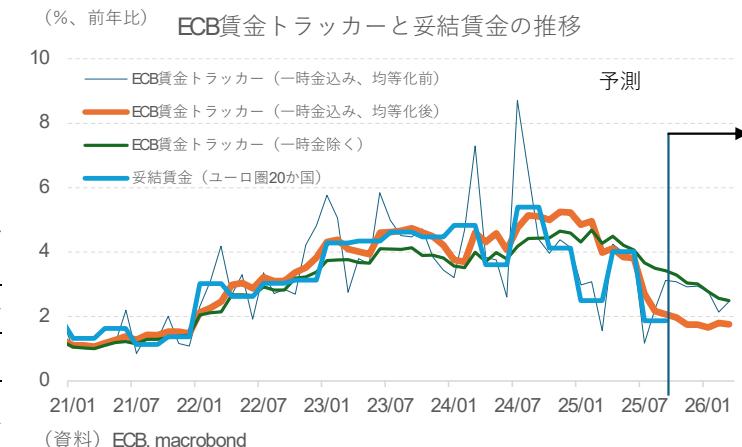
こうした最近の FRB、ECB の情報発信を踏まえる限り、まだ「警戒」というフレーズを明示的に使うほどではないものの、盲目的に利下げを当然視するような状況ではないことを感じさせる。

～欧米中銀は舵を切った後が早い～

以上のような状況を踏まえると、2026 年の FRB や ECB の争点は「何回利下げできるか」というよりも、「利下げが停止されるか」もしくは「利上げ示唆に転じるかどうか」になるかも気になった方が良いのではないか。2026 年 9 月まで見通した場合、利下げ回数に関し、ECB はゼロ回、FRB でも 2 回程度しか織り込まれていない(右図・上)。この程度なら容易に覆るはずである。また、2 回だったとしても恐らくトランプ大統領(やミラン理事)の希望とは乖離した利下げ回数であるだけに、政府・FRB の摩擦は 2026 年も大きな注目点となりそうである。



一方、シュナーベル理事が利上げ可能性を口にした ECB に関して言えば、当面は賃金上昇ペースの鈍化が確認されそうであるため(右図・下)、2026 年中の利上げは流石に現実的ではなさそうだが、それでも追加利下げを織り込むまでには至っていない。賃金トラッカーの一部系列(図で言えば一時金込み・均等化後)は賃金下げ止まりを示唆しているようにも見受けられることに注意したい。レーン理事は上で紹介した発言の 1



週間前となる 11 月 26 日に、インフレの減速について「確信している。なぜなら、あらゆる指標が賃金動向のさらなる減速を示しているからだ」と述べていたが、12 月初頭の発言も合わせ見れば、賃金を巡る情勢は判断の難しい時期に差し掛かっている可能性もある。

いざれにせよ+25bp の利上げを数か月間かけて熟慮する日銀に対し、FRB や ECB は一度舵を切ればまとまった期間、その方向で政策金利を調整し続ける傾向が強い。2026 年中に FRB や ECB が実際に利上げ転換することは難しいだろうが(それはリスクシナリオである)、それを示唆した

時点で市場参加者にとっての利上げ局面が事実上スタートすることは現実的なリスクである。市場は最も極端な展開しか織り込まないため、中銀から利上げ転換の可能性が提示された時点で「1回目の利上げ」を予想するゲームは始まってしまうだろう。2026年後半には警戒すべき状況である。

日銀が利上げを逡巡している間に FRB や ECB が利下げ局面を終えてしまうのだとしたら、これほど恐ろしい展開はない。その時のドル/円相場の水準が現在正確に分かるわけではないが、次の円安相場が現行水準付近(150 円台)からスタートしてしまう可能性もあるということだ。もちろん、円金利が順次引き上げられていくのであればその限りではないが、欧米の利上げ局面と同じペースで利上げできるほど政府・日銀に胆力は無いだろうし、そこまでむきになって円安修正に尽くすのはいよいよ金融政策ではない。先週の本欄では 2026 年の日本経済について「国際金融のトリレンマ」の中で「為替相場の安定」を希求することの痛みを知る年になりそうだと議論したが、欧米中銀の利下げ停止が鮮明になれば、その痛みは一段と強まらざるを得ない。

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12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年11月分)
2025年12月11日	週末版(企業物価指標に透ける円安インフレの足音~高市政権への気づき~)
2025年12月10日	FOMCを受けて~連続利下げは終了へ~
2025年12月9日	改めて痛感する「国際金融のトリレンマ」
2025年12月8日	「ヒトvs.デジタル」の均衡が崩れそうな2026年
2025年12月7日	新たな中立金利推計を公表する意味
2025年12月5日	週末版
2025年12月4日	フリーフォールのドイツ経済が意味するもの
2025年12月3日	「ドル離れ」の真相~結局、どうだったのか?~
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~主役の欧洲通貨、悲惨な円~
2025年10月1日	いいよい終焉を迎える「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	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」~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「霸権国の管理コスト」~
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	日本版トランプショック再考~脆弱性は否めず~
2025年7月15日	日本版トランプショック再考~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