

新年明けましておめでとうございます。本年も質・量・スピードの三拍子が揃った情報発信を心掛けて参りたいと思います。何卒宜しくお願い致します。 唐鎌大輔

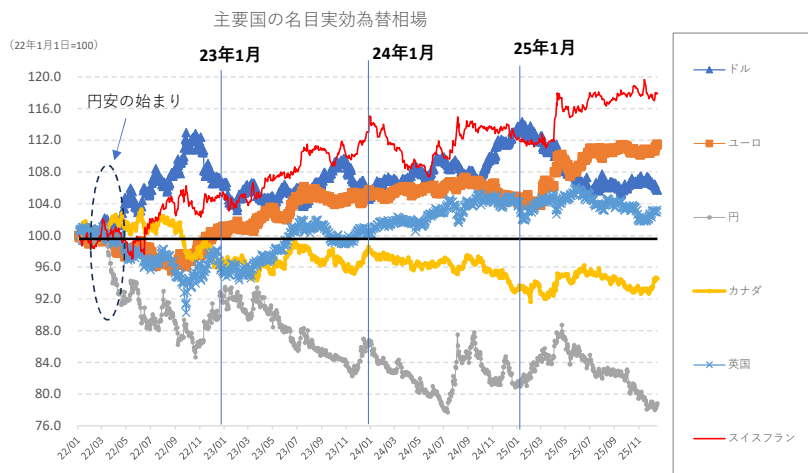
みずほマーケット・トピック(2026 年 1 月 5 日)

避けたい「5 年目の円安」～人事を尽くして天命を待つ～

2026 年、今次円安局面は 5 年目に突入する。ドル高であろうとドル安であろうと、円だけが忌避されてきたのが過去 4 年間であり、「海外情勢を分析するより、日本固有の分析に着目すべき」という筆者の問題意識は適切だったと考えている。「5 年目の円安」を回避するためには何が必要だろうか。過去 4 年間の円安の原因は 1 つではなく、時々刻々と変容してきた。22 年や 23 年は貿易赤字の膨張に象徴される需給構造の変容が円売りを駆動した。一方、24 年以降は需給構造の改善が進む中、日本の実質金利が低位安定していることの影響が大きくなってきた印象がある。昨年 10 月以降は高市政権へのリフレ期待が大きな影響を与えているが、客観的に見れば、政権発足 2 か月弱で金融政策は利上げを行い、26 年度予算編成は相応に健全な仕上がりに着地している。懸念されたほどリフレ色は濃くないのだから、「ありのまま」を市場に伝え続けることで金利上昇と円安は抑制できるのではないか。いずれにせよ日本は円安抑制に最善を尽くすしかないが、海外金利が再浮上してくれば、その努力が水泡に帰す恐れもある。

～円安局面は 5 年目～

2022 年 3 月に始まった大幅な円安局面は当初、「米国が利下げに転じれば終わる」、「日銀が利上げに転じれば終わる」と言われ、本欄や拙著で強調してきた円安の構造的性については杞憂だと考えられていた。しかし、昨年までに米国の利下げ、日本の利上げ、いずれも経験したが円安は終息せず、2026 年、今次局面は 5 年目に突入する。右図に示すように、結局、ドル安であ

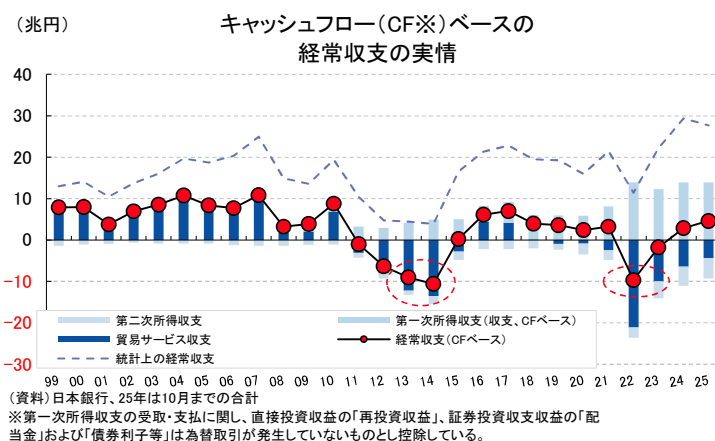


(資料) macrobond、25年12月19日時点まで。

ろうとドル高であろうと、円だけは忌避されてきたのがこの 4 年間であり、「海外情勢を分析するより、日本固有の分析に着目すべきではないのか」という本欄や拙著の問題意識は適切だったと考えている。インフレが社会問題化する今日、「5 年目の円安」を回避することは日本の政治・経済の最優先課題と言って差し支えない。「5 年目の円安」を回避するためには何が必要だろうか。

問題の回避には、その問題の原因を特定しておく必要がある。もちろん、4 年間の円安の原因は 1 つではなかったし、しかも時々刻々と変容してきた。円安局面の前半に相当する 2022 年や 2023 年は貿易赤字の膨張に象徴される需給構造の変容が円売りを駆動していたと考えて間違いないだ

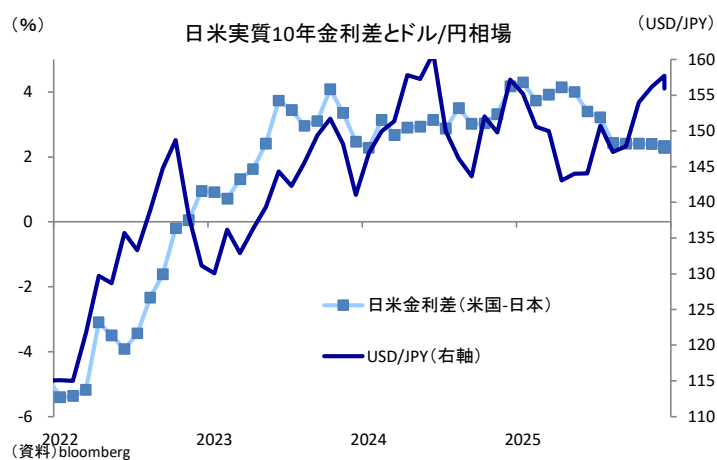
ろう。2022 年は過去最大の貿易赤字（約▲20 兆円）、2023 年は過去 3 番目の貿易赤字（約▲9.5 兆円）であり、筆者試算のキャッシュフロー（CF）ベースで見ると経常収支は赤字に転落していた疑いもあった（図）。この状況で円安を警戒するのは実に自然な話であったと言わざるを得ない。2024 年以降は貿易赤字縮小に伴って CF ベース経常収支は黒字に復活した一方、2023 年から 2024 年にかけては日米実質金利差の



拡大・高止まりが円安を支えたと見られる（後述）。2025 年も貿易赤字は一段と縮小が続き、CF ベース経常収支も一段と黒字幅が改善したが、日米実質金利差という意味では縮小しつつも相応の幅が残り、やはりこれが円安相場の支えた疑いが強い。なお、2025 年に限って言えば、前半は「ドル離れ」相場の中、対米依存度の大きい円も一蓮托生で避けられ、10 月以降は高市政権に対するリフレ懸念で円や日本国債の売りが強まったという特殊な側面もあった。

～やはり実質金利の修正が必要～

需給構造の変容は円高を示唆しているわけではないものの、円安加速を示しているわけでもなく、2026 年は中立的な要因に留まる公算が大きい。とすれば、やはりカギを握るのは日米実質金利差であり、とりわけ日本側の実質金利である。皮肉な事実だが、正常化を託された植田体制の方が黒田体制よりも緩和度合いが強まっている以上、この修正なしに円安の修正も実現しない。12 月 29 日に公表された同 19 日の日銀金融政策決定会合「主な意見」では日本の実質金利について「群を抜いて世界最低水準」との意見が見られ、中立金利については「まだかなりの距離がある」との認識が示された。その上で同じ委員が「当面は数か月に一回のペースを念頭に」利上げすべきと主張したことが明らかになっている。恐らくは高田審議委員か田村審議委員と思われるこうしたタカ派色の強い意見を政策委員会の総意と読み替えることはできないが、「半年に 1 回」という保守的な金融市場の利上げ織り込みが円安を駆動しているのは間違いない。裏を返せば、この保守的な織り込みを打破することが円安修正の近道となる。



意見」では日本の実質金利について「群を抜いて世界最低水準」との意見が見られ、中立金利については「まだかなりの距離がある」との認識が示された。その上で同じ委員が「当面は数か月に一回のペースを念頭に」利上げすべきと主張したことが明らかになっている。恐らくは高田審議委員か田村審議委員と思われるこうしたタカ派色の強い意見を政策委員会の総意と読み替えることはできないが、「半年に 1 回」という保守的な金融市場の利上げ織り込みが円安を駆動しているのは間違いない。裏を返せば、この保守的な織り込みを打破することが円安修正の近道となる。

～高市政権、「ありのまま」を伝えれば良い～

この点、厄介なことは、保守的な利上げ織り込みは金融市場が政治的な思惑を付度した結果でも

あるということだろう。要は、「どの道、高市政権下では連続的な利上げは容認されない」と金融市場が高を括っている状況と見受けられる。この点、後述するように、2026 年度の予算編成は一応「責任ある」建付けになっているのだから、堂々と現実の運営を「ありのまま」伝えるのが良いと思われる。客観的に見れば、政権発足 2 か月弱で金融政策は利上げを行い、2026 年度予算編成は相応に健全な仕上がりに着地している。過去の本欄でも「高市政権の良い意味での変節を市場にアピールすること」が円安や金利上昇を抑制することに繋がると論じてきたが、昨年 10 月以降の行き過ぎた懸念を誤解だと説くことについて理はある。前頁図に見るように、実質金利差は確かに相応に拡大しているものの、円安加速はこれに対してやや行き過ぎているようにも見受けられる。

～懸念との乖離を突くべし～

2026 年度予算案を巡る報道は(当初予算案としては)過去最大に膨らんだ 122.3 兆円という規模感に焦点を当てたものが多い一方、新規国債発行額は 20 兆円台が維持され、公債依存度(24.2%)も 2025 年度より抑制されるなど、当初懸念とは良い意味で乖離した側面もあった。予算規模の拡大は積極的な財政拡張の結果というよりも、国債費の上昇、いわゆる積算根拠となる金利を引き上げた結果である。現時点のスナップショットだけを撮れば、リフレ思想からイメージされるような拡張財政への変容があったわけではない。もちろん、一般会計から特別会計に繰り入れる額を特例で圧縮したことで見かけ上、公債依存度が抑制されただけであるし、そもそも税収が増えているのに新規国債発行額が増えている時点で規律は維持されていないという見方もある。とはいえ、10 月以降、総じて野放図な財政運営を警戒していた市場の思惑とは異なっているのも事実だろう。

にもかかわらず、債券・為替市場の猜疑心は晴れていないのだから、実態をありのまま、効果的に伝えることができれば、市場期待を覆す目はある。リフレ政策を喧伝してきた以上、「ありのまま」を伝えてしまうと、従前の情報発信と齟齬が生まれると考えているかもしれないが、そもそも消費者物価指数(CPI)は総合ベースで見て 44 か月連続で+2%を超えている。こうした状況下、デフレ脱却を宣言し、それと整合的に財政・金融政策運営が従前対比で引き締めの的になっても全くおかしい話ではない。社会から物価高対策を要求されながら現状をデフレ的と表現し続けることの方がよほど不可思議である。堂々とデフレ脱却宣言をした上で、「財政政策は『責任ある』編成にしており、金融政策も引き締めの的になっている」と強弁すれば良い。支持率 70% 超えの高市政権にそれができなければ、今後、デフレ脱却宣言は半永久的に封印されてしまうだろう。

同時に、繰り返し述べている点だが、首相周辺の経済アドバイザーから矢継ぎ早に放たれる拡張的な財政・金融政策を支持する発信も当面、抑制した方が良い。結局、そうしたノイズがある限り、高市政権がいくら良好な旋回を見せても効果が減殺されかねない。現実には、拡張財政でもなければ、金融緩和もしていないのだから、粛々とその事実だけを強調すれば良い。

ところで、素朴な疑問だが、あれほど拡張的な財政・金融政策を声高に叫んで政権を支持していた識者にとって、最近 2 か月間の利上げや予算編成はどう映るのだろうか。率直に興味深い。

～人事を尽くして天命を待つ～

財政政策については当初予算案が健全性を保ち、日銀も比較的短いインターバルで利上げを実施しそうだという現実が上手く伝われば、債券・為替市場のヒステリーは収まるだろう。既述の通り、

需給構造も徐々に改善に向かっているのだから、2022～2023 年よりは円売りを制しやすいはずだ。

しかし、である。これらは全て日本国内の事情に関わる議論だ。為替市場において「健全な財政政策とタカ派的な金融政策で円安は修正される」という想定がまかり通るのは「米国を筆頭とする海外金利が現状維持もしくは低下する」という大前提があるためだ。FRB や ECB が 2026 年中に利上げする可能性は極めて低いとしても、利下げ局面の持続可能性はかなり怪しいものになってきているのは事実だろう。市場は極端なシナリオしか想像しない。「利下げ停止」と「利上げ開始」は同一視されやすく、少なくとも利下げ停止後の市中金利は上振れが前提となる。昨年の本欄で述べた通り、既にオセアニアの 2 中銀（オーストラリア、ニュージーランド）が利上げに舵を切り、ECB は利下げ局面の停止を半ば宣言している。FOMC でも 3 分の 1 近くのメンバーが追加利下げに難色を示し始めている中、FRB が 2026 年下期にタカ派方向に旋回する展開が無いとは言えない。

「5 年目の円安」を回避するために必要な事実を総括すれば、日銀が少なくとも中立金利の下限と思しき 1.25～1.50% までの利上げを行い、高市政権がリフレ色に染まっていない経済政策運営について「ありのまま」を強調することがまず求められる。その上で海外中央銀行がハト派でいてくれることを祈る・・・ということになるだろう。人事を尽くして天命を待つ、という様相である。為替はどこまで行っても「相手がある話」であるため、他力本願になってしまうこと自体は致し方ない。円安抑制を望む日本の政治ができることは円高反転が難しくとも、円安抑制に最善を尽くすことである。

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25日	インフレ適応を強める家計部門の近況
2025年12月22日	日銀金融政策決定会合を受けて～待たれるリフレの変節～
2025年12月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～中立金利の引き上げ?2月も3月も目が離せず～)
2025年12月17日	ECB政策理事会プレビュー～利上げ転換はいつ?～
2025年12月16日	未成年NISAの現状と展望～新しい変数に～
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
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)
	週末版(企業物価指数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11日	FOMCを受けて～連続利下げは終了へ～
2025年12月10日	改めて痛感する「国際金融のトリレンマ」
2025年12月9日	「ヒトvs.デジタル」の均衡が崩れそうな2026年
2025年12月8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～「海外一国内」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～