



米ドル安への架け橋



ガウタム・カラニ
エマージング通貨ストラテジスト/
ポートフォリオ・マネジャー

2025年9月

「目的地へとつながる
架け橋の比喻を用
いると、この場合、
『目的地』は中期的
な米ドル安です。」

ポイント

- 今後の追加金融緩和を促す米労働市場における指標の軟化や、ネガティブな構造要因（米連邦準備制度理事会(FRB)の独立性への懸念等）に対する「リスク・プレミアム」が相まって、米ドル取引に対する弱気なセンチメントが戻ってきています。
- これは米ドルを空売りする非対称な投資機会を生み出し、中期的な米ドル安につながる循環的な要因も見られています。

今年の米ドルに対する当社の見方を振り返る上で、目的地につながる橋の比喻を用いてきました。「目的地」は中期的な米ドル安で、米連邦準備制度理事会（FRB）の独立性に対する懸念や、米国の政策決定をめぐる不確実性、海外投資家が保有する多くの米国資産に対するヘッジ・ポジション等の構造的な要因に影響されます。「架け橋」とは、目的地への道筋を指し、労働市場の動向や金利差など、米ドルに影響のある短期的な循環的な要因です。一方、市場参加者のポジションは、その旅路における追い風または向かい風となり得ます。

進化する米ドルを取り巻く環境

「米国解放の日」を迎えるにあたり、米ドル安に備えたポジションは非常に魅力的で、それを支える主たる要因が揃っていました。同通貨に対する懸念の高まりや、米国の政策立案に対する不安、米国のエクスポージャーに対する海外投資家からのヘッジなど、中期的な変動要因が存在していました。また、関税が米国の成長に与える悪影響や、短期金利の低下など、「架け橋」である要因も揃っていました。結果としてこれは、米ドル安への完璧な道筋を生み出し、今年を迎えるにあたって市場参加者のポジションが米ドルのロングに大きく傾いていたという事実も、その追い風となりました。

6月までに、その環境は完全に異なる様相を呈しました。中期的な懸念の多くは解消されつつあり、米ドル安に対する「マール・ア・ラ・ゴ合意」や、外国資本流入に対する「内国歳入法899条」の課税はなく、関税関連の政策の不確実性も後退していました。同様に、「架け橋」はもはや存在していませんでした。米経済指標は回復し、市場に織り込まれていた景気後退の可能性も後退したほか、金利差も米ドル有利に働きました。さらに、投機筋は既に米ドルを大量に空売りしていたため、投資家のポジションも（米ドル安基調に）逆風要因となりました。このため、私たちは6月初旬には米ドルのポジションを中立に移行しました。

材料が再び揃いつつあります

しかし、現在、当社の見解では、米ドル安に向けての材料が再び揃いつつあります。FRBの独立性への懸念は著しく高まっており、クックFRB理事の解任要請や、2026年2月に予定されている地区連銀総裁の承認プロセスを通じて、現政権がFRBへの影響力を強める可能性が高まっているとの観測が広がっています。これにより、中期的な米ドル安という投資テーマに再び焦点が当てられています。

「架け橋」もまた、再度出現しており、労働市場は明確に弱含んでいます。これは、必ずしも米国経済の大幅な景気減速や、差し迫った成長鈍化を示唆するものではありませんが、FRBが明らかにそのための対応の準備を整えていることは、米ドル安に説得力のある循環的な要因をもたらしています。

同時に、一部の指標では米ドルのショート・ポジションが6月のピーク時から少なくとも半減したことが示されているなど、投資家のポジションによる(米ドル安への)向かい風は弱まっています。

ここ最近の米雇用関連指標の弱点

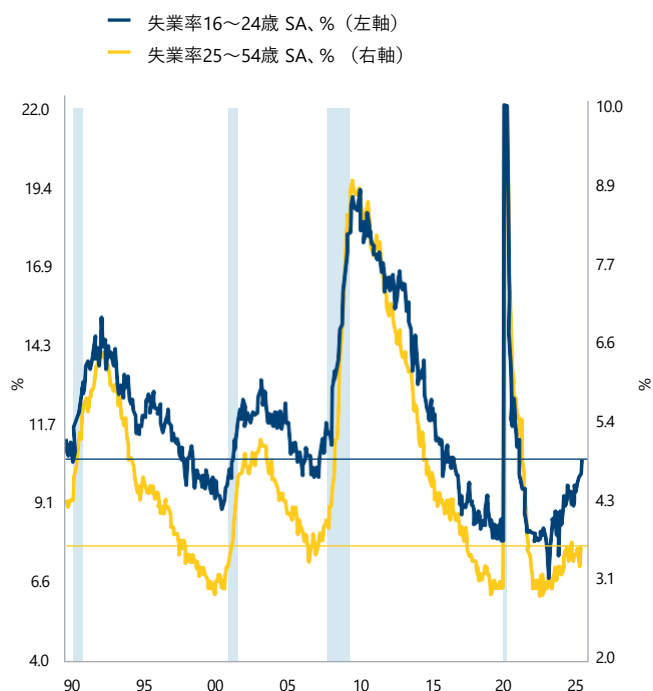
最新の米雇用関連指標を深く掘り下げ、移民の取り締まりによる労働供給の減少を念頭に置くと、弱含みの兆しが数多く見られており、これが今後の金融政策の緩和につながるはずで、発表された非農業部門雇用者数（NFP）、米労働省雇用動態調査（JOLTS）求人件数、ADP米国雇用統計はいずれも弱く、特にNFPは、2.7標準偏差の下振れというサプライズ¹をもたらしましたが、これは非常に大きく、ほとんどの景気敏感セクターが雇用のマイナス成長をもたらしました。8月のチャレンジャー人員削減数は、2020年(それ以前は2008年²)以来最悪の数字となりました。そして、2021年以来初めて、求人件数当たりの失業者数の比率が1を上回っており、特に若年層の失業率の上昇が懸念されています（図表1）。

米ドル・ショートに非対称な投資機会

金利差が逆方向に動いたにもかかわらず、ここ数カ月間で米ドルが横ばいで推移していたため、（FRBの独立性などの）ネガティブな構造要因に対する「リスク・プレミアム」は完全に減少しました。図表2が示すように、リスク・プレミアムは5月にピークを迎えていました。上記の要因と相まって、当社では米ドルのショート・ポジションに、非対称な投資機会が存在すると考えています。

実際、中期的な目的地への「架け橋」となる循環的な要因は揃っており、風もかなり穏やかです。

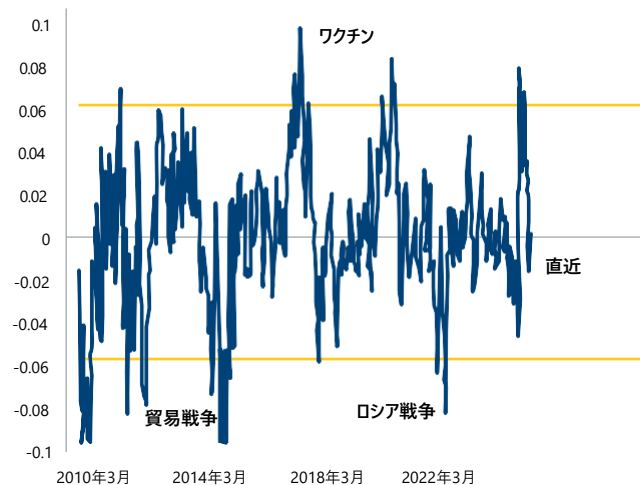
図表1: 若年層の失業率が上昇



出所: ゴールドマン・サックス、2025年

図表2: 米ドルに織り込まれたリスク・プレミアムはゼロ近辺

実質金利と名目金利の差によるEUR/USDの偏差、
1年のローリング回帰分析



出所: ドイツ銀行、ブルームバーグ、2025年9月時点

¹ 全従業員、非農業部門合計(PAYEMS) | FRED | セントルイス連邦準備銀行 ([Link](#))

² ChallengerReportAugust-2025.pdf ([Link](#))

ディスクレマー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等
当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることになります。

（年率、税抜き）	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。
この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク
投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。
価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク
なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。
本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上