

みずほマーケット・トピック(2025 年 3 月 4 日)

トランプ発言を受けて～「円安はずるい」の一点張り～

トランプ大統領の通貨安誘導批判を受けて急速に円高が進んでいる。しかし、これはかなり危うい動きだ。IMM 通貨先物取引に映る「投機の円買い」は 2 月 25 日時点で実に 16 年 10 月以来の水準まで積み上がっている。日本が意図的に通貨安誘導しているという事実は全くないため、こうしたトランプ大統領の不規則発言で上乗せされた円買いポジションは剥落するのとも早いと考えたい。敢えて「日本が意図的に通貨安誘導している」というトランプ大統領の立場に立つのであれば、「日銀の利上げペースは遅過ぎる」という主張はあり得る。通貨安に悩んでいるのに実質金利がマイナスという状況は確かに説得力に欠ける。政府・日銀が世論を退けて利上げするにあたって、こうした外圧が「渡りに舟」となる可能性はある。今回の発言の真意は「円が安い分、日本の輸出品は有利になっているので追加関税を課す」ということに尽きるのだろう。ひとえに「円安はずるい」の一点張りだ。しかし、円安はファンダメンタルズに沿った事実であり、トランプ大統領が不満を覚えたところで修正には限界があるはず。

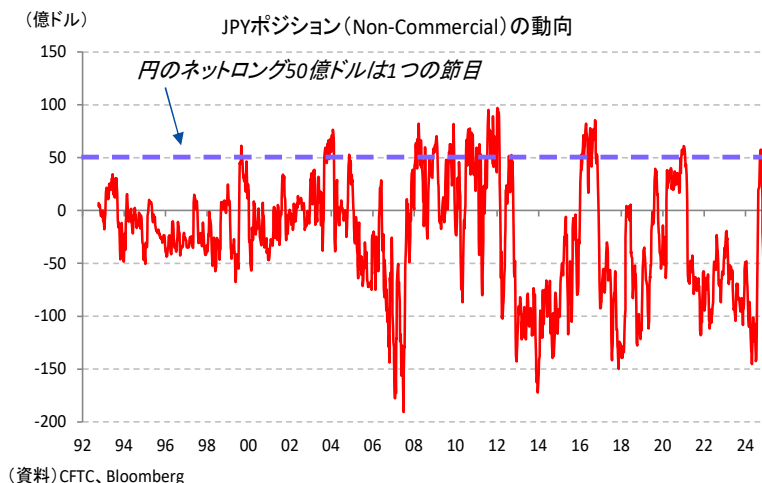
～政治的発言でさらに積み上がる投機の円買い～

昨日、トランプ米大統領はメキシコとカナダへの 25%の輸入関税を 4 日に発動する考えを改めて示した。中国からの輸入品については既存の追加関税(10%)にさらに 10%を課すことも表明済みであり、これも 4 日に発動される。これに応じて株式市場を中心に市場心理は大いに毀損している。実体経済への影響は今後試算が進むであろうが、短期的にはインフレ誘発的、長期的にはデフレ誘発的な政策と考えるべきであろう。

注目は為替市場の反応である。

トランプ大統領は関税を引き上げる理由を説明する際、中国とともに日本が通貨安を誘導してきたと批判する趣旨の発言を行っている。具体的に、トランプ大統領はホワイトハウスで記者団に対し「日本の円であれ中国の人民元であれ、彼らが通貨を下げると我々に非常に不公平な不利益をもたらす」と述べ、追加関税によって「迅速かつ効率的に公平性をもたらす」という趣旨

を強調している。ちなみに、「中国の習近平国家主席や日本の首脳たちに電話をして『通貨を切り下げ続けることはできない』と伝えてきた」とも述べているが、これが第二次政権発足後の話なのか、それとも第一次政権時代の話なのかは不明である。これらの発言を受けて、ドル/円相場は再び



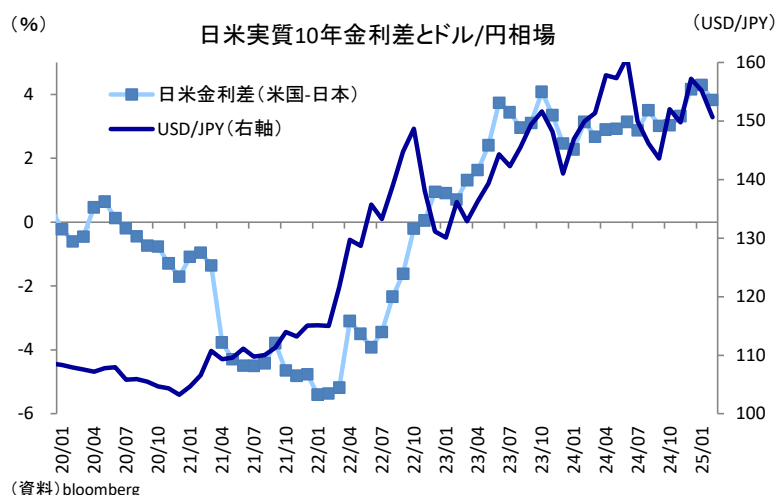
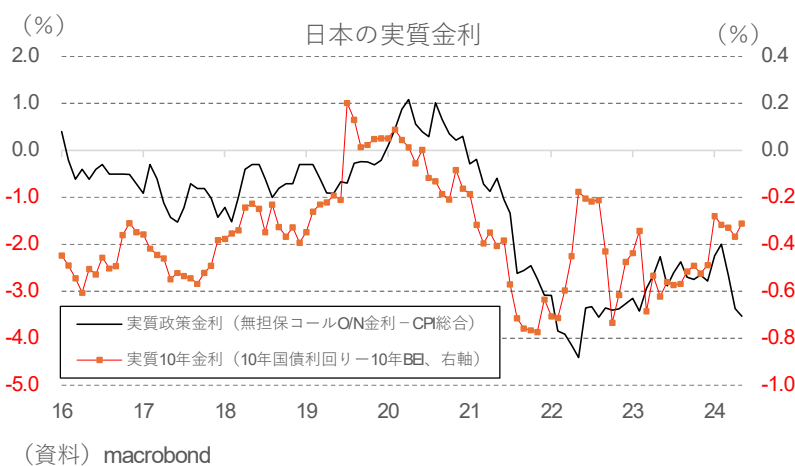
150 円割れまで急落しているが、かなり危うい動きと言わざるを得ない。IMM 通貨先物取引に映る「投機の円買い」は 2 月 25 日時点で実に 2016 年 10 月以来の水準まで積み上がっている。日本が意図的に通貨安誘導しているという事実は全くないため、こうしたトランプ大統領の不規則発言で上乗せされた円買いポジションは剥落するの早いと考えるべきであろう。

そもそも 2022 年以降、円買い・ドル売り為替介入を行っている政府・財務省の姿勢に対し、米当局者は、通貨安誘導とは真逆の対応につき問題視しない意向を断続的に吐露している。例えば 2024 年 7 月 26 日、イエレン財務長官(当時)が日本経済新聞のインタビューに対し「米国やほかの国を犠牲にして貿易黒字を達成しようと通貨を操作する国」を問題視してきたと説明し、日本の状況はそれとは異なるという趣旨の発言をしている。多くの説明を要しない。当然の話である。

～結局、「円安はずい」の一点張り～

敢えて「日本が意図的に通貨安誘導している」という立場に立つのであれば、「日銀の利上げペースは遅過ぎる」という主張を放つことになるだろう。事実、1 年前はまだマイナス金利政策を採用しており、現時点でも利上げが始まったとはいえ実質マイナス金利の環境を謳歌している(右図・上)。長引く円安相場については、むしろ政府・日銀が「私たちが困っている」と主張したい立場にあるが、「通貨安に困っているならば実質マイナス金利の環境は修正すべき」と米国から言われれば反論の余地は小さい。事実として実質ベースの日米金利差とドル/円相場の挙動は非常に安定した関係があるようにも見えるため(右図・下)、米国がそのように主張したとしても一理ある話だ。そうであれば、日本は利上げを行えば良いではないかという話になるが、周知の通り、低金利が常態化してきた日本では、連続利上げのハードルが政治・経済的に高く見積もられやすい。とりわけ実質ベースでの国内成長が滞る現状を踏まえれば、今夏に国政選挙を控える環境ではどうしても躊躇されやすい状況はある。この点、「米国からの外圧」という材料が加わったことは世論を懐柔するという意味では「渡りに舟」という考え方もある。

また、今回の発言の真意は「円が安い分、日本の輸出品は有利になっているので追加関税を課



す」ということに尽きるだろう。端的に言えば、「円安はずるい」の一点張りである。それが通貨安誘導の結果かどうかはさておき、円が安いことは事実であり、これを非関税障壁と見なして関税適用の根拠と化すという発想である。一応の理屈が通っているようにも感じられるが、円が安いのはあくまでファンダメンタルズに沿った事実であるため、トランプ大統領が不満を覚えたところで修正には限界がある。少なくとも冒頭で言及したような「投機の円買い」の蓄積に関してはその持続性を疑っておくことが短・中期的には報われやすいというのが筆者の基本認識である。

金融市場部
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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀レビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分)
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、バリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのバリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分)
	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)