

みずほマーケット・トピック(2025年4月1日)

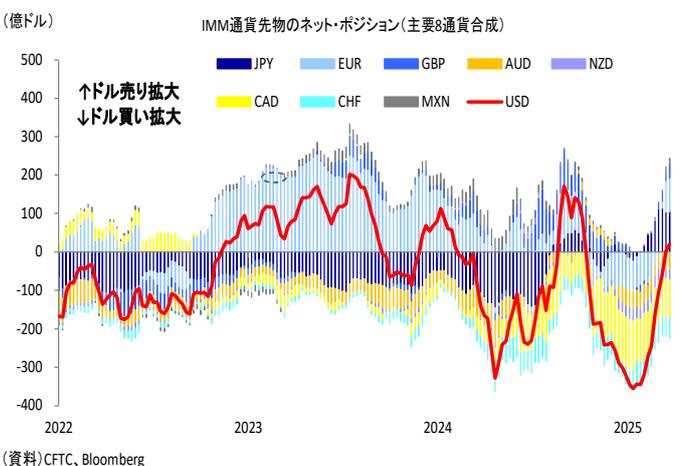
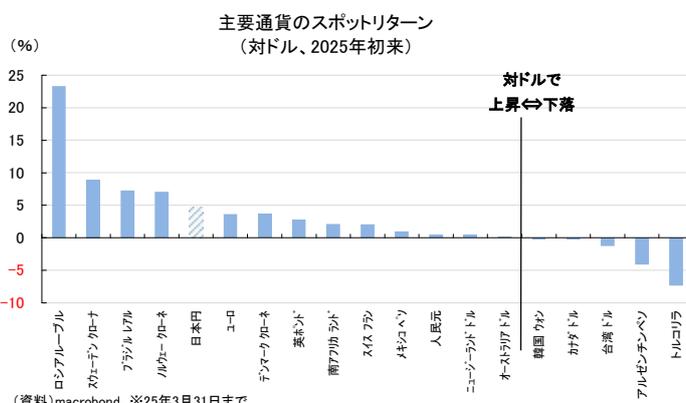
1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～

25年も最初の四半期を終えた。為替市場の展開を一言で言えばドル安である。G20通貨に関し、対ドルでの年初来変化率を取るとほぼ全ての通貨が対ドルで上昇しており、トルコリラ、アルゼンチンペソと共にG20通貨における最弱3通貨としての地位を確立していた円も+4.7%と上昇しており、これはG7通貨の中では最高のパフォーマンスとなる。もっとも、過去3年間における凋落を考えると、年初来3か月間の円の上昇は自律反発の域を出ない動き。この程度の円高を実現するために為替市場では大きなポジションの偏り(投機的な円ロング)が発生していることを警戒したい。なお、円安それ自体は日本経済の実質成長率を下押しするという意味では悪材料だが、現在争点となっている追加関税の悪影響を緩和するという意味では日本にとって好材料とも言える。半面、苦しい状況に陥っているのがユーロ圏。元より高いエネルギーコストを背景に国内産業空洞化がテーマ化していたドイツ産業界に「関税」と「ユーロ高」という新しい足枷が嵌められた状態であり、文字通り、「泣き面に蜂」と表現できそう。

～円買い・ユーロ買いに支えられたドル売り～

2025年も最初の四半期を終えた。為替市場の展開を一言で言えばドル安である。G20通貨に関し、対ドルでの年初来変化率を取るとほぼ全ての通貨が対ドルで上昇している(右図・上)。ロシアルーブルの突出した上昇は停戦期待から買い優勢になっているためとされるが、基本的に対ドルでの取引制限が課されているため、あくまでロシア中央銀行が銀行間の為替取引をベースに決定した仮の相場である。全体としてドル売り優勢を決定づけているのは言うまでもなく「関税政策を受けた米経済の失速懸念」であり、長期的に見た関税政策のデフレ誘発的側面に着目し、米金利が押し下げられた結果である。

こうした中、2022年以降、トルコリラ、アルゼンチンペソと共にG20通貨における最弱3通貨としての地位を確立していた円も+4.7%と上昇しており、これはG7通貨の中



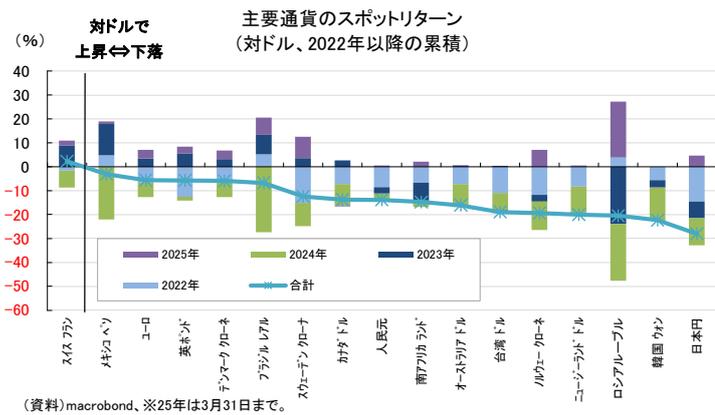
の中では最高のパフォーマンスとなる。もっとも、常々本欄で論じているように、円高は投機筋による

「史上最大の円ロング」がもたらした結果でもあり、この動き自体が「日銀利上げ 1 点買い」という不安定な動機に突き動かされているため持続可能性には疑義のある円高と言わざるを得ない。3 月中旬には遂に IMM 通貨先物取引における 8 通貨の合成ポジションに対しドルはネットショートに陥っている(前頁図・下)。これを駆動しているのが円とユーロのロングであり、双方の国・地域が抱える経済の脆弱性を考えれば、本当にこうしたドルショート積み上げが維持可能なのか不透明と言わざるを得ない。ドイツによる巨額の貿易黒字を抱えるユーロ圏はともかく、貿易赤字が恒常化し、実質成長率も低空飛行が続く日本について通貨高が慢性化するの難しいように思える。

～自律反発の域を出ず～

もともと、過去 3 年間ににおける凋落を考えると、年初来 3 か月間の円の上昇は自律反発の域を出ない動きだ。右図(上)は 2022 年以降の各通貨の対ドル変化率を年ごとに累積したものだ(2025 年は 3 月 31 日時点までの変化率とする)。ほとんどの通貨は 2022 年と 2024 年に経験した対ドルでの下落幅が大きく、過去 3 年間、対ドルで大きく売られたとの印象が根強いままだ。なお、図示されるように、G7 通貨に限った話をすると、2023 年は 2022 年のドル高の反動からある程度買戻しが見られたものの、円だけは 2023 年も対ドルで大きく下がっていた。2023 年の円は対ドルで▲6.9% 下落している。この下落幅はアルゼンチンペソ(▲356.0%)、トルコリラ(▲57.4%)、ロシアルーブル(▲23.9%)、南アフリカランド(▲7.5%)に次ぐ大きさであった。異質な動きだったと言わざるを得ない。少なくとも「米金利が高く、ドル全面高の裏返しとして円安が起きている」という巷説指摘されそうなロジックは通じそうにない(そうであれば、他の G7 通貨も対ドルで軟化していなければおかしい)。こうした構図は名目実効為替相場(NEER)で見ても明らかであり、円は主要貿易相手国の通貨に対して広く、あまねく売られたのがこの 3 年間だった。年初来 3 か月間の上昇では全く取り戻せない下落である。

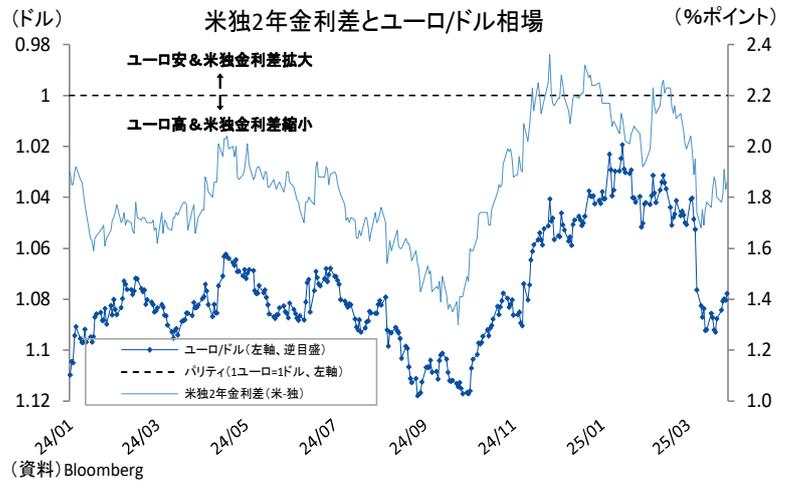
しかも、しつこいようだが、この程度の円高を実現するために為替市場では大きなポジションの偏り(投機的な円ロング)が発生している。今後、日銀の利上げが難しいとの観測が強まってきた場合、円売り戻しは相応の規模で発生する可能性が高い。「金融資本市場が不安定な状況で利上げをすることはない」という内田副総裁の言葉を踏まえれば、現在のような市況が続く限り、利上げ観測は高まりようがない。となると、「株が売られるほど、(投機の巻き戻しが誘発され)円売りになる」とい



う現象が一時的に発生しやすくなるのではないかと。

～苦しいのは欧州、とりわけドイツの自動車業界か～

なお、円安は日本経済の実質成長率を下押しするという意味では悪材料だが、現在争点となっている追加関税の悪影響を緩和するという意味では日本にとって好材料とも言える。半面、苦しい状況に陥っているのがユーロ圏だ。上で見たように、年初来3か月間で見ても、過去3年間で見てもユーロ相場は相応に堅調であり、円と違ってユーロは足許のドル安の影響を露骨に受けそうである。追加



関税に加えてユーロ高基調も定着するとなれば、ドイツやイタリアなど対米国で大きな自動車輸出を抱えている加盟国は大きな打撃を被る。実際のところ、ユーロ高が当面続いてしまいそうな雰囲気はある。既報の通り、3月初旬の欧州再軍備報道を受けてユーロ圏の経済・金融情勢については前向きな受け止めが拡がりつつあり、米欧金利差(米国-欧州)は縮小、ユーロ/ドル相場は3月に入ってから急伸している(図)。元より高いエネルギーコストを背景に国内産業空洞化がテーマ化していたドイツ産業界に「関税」と「ユーロ高」という新しい足枷が嵌められた状態であり、文字通り、「泣き面に蜂」と表現できる状況が仕上がりつつある。

復調が確認され始めたユーロ圏経済が今回の自動車関税の影響をどれほど被るのか。現時点で言えることは多くないが、利下げ停止を示唆し始めた ECB からすれば、ユーロ高抑制の観点から今一度、利下げ路線の復活を検討するような展開もないとは言えない。もちろん、ドイツ車を追加関税で競争上不利にしたところで、米国内で米国車の代替需要が増えるとは考えにくい。逆に、欲しい自動車が満足に買えないという状況が定着する中、自動車購入という選択肢を放棄する消費者層が増え始め、業界自体の沈没に繋がるという悲痛な展開も懸念されたいだろうか。文字通り、「勝者無き関税政策」が幕を開けてしまったと言える。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.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28日 | 週末版(世界に広がるスタグフレーションシナリオ~25%自動車関税の行方~) |
| 2025年3月25日 | インフレに適應する家計部門~「貯蓄」から「逃避」~ |
| 2025年3月24日 | インフレか、デフレか~FOMCを終えて~ |
| 2025年3月21日 | 週末版(日銀会合を終えて~「史上最大の円ロング」、2つの先行き~) |
| 2025年3月18日 | 「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について |
| 2025年3月17日 | 日銀会合プレビュー~現状維持が基本に~ |
| | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分) |
| 2025年3月14日 | 週末版(史上最大だった対外直接投資~厚くなる日本の「仮面」~) |
| 2025年3月12日 | 過去最大の円ロングに勝算はあるのか? |
| 2025年3月11日 | テーマ化する「欧州の再軍備」~EUの場合~ |
| 2025年3月10日 | テーマ化する「欧州の再軍備」~ドイツの場合~ |
| 2025年3月7日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて~拡張財政路線の足音~) |
| 2025年3月5日 | ロウ開戦後3年間の円相場を振り返る~後編~ |
| 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~ |
| 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 | ワノツチは解消されたのか~日銀プレビュー~ |
| 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、バリエーション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「プラザ合意2.0」を考える |
| 2025年1月6日 | 25年、円相場見直しポイント整理 |
| 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/ドルのバリエーション |
| 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~ |