

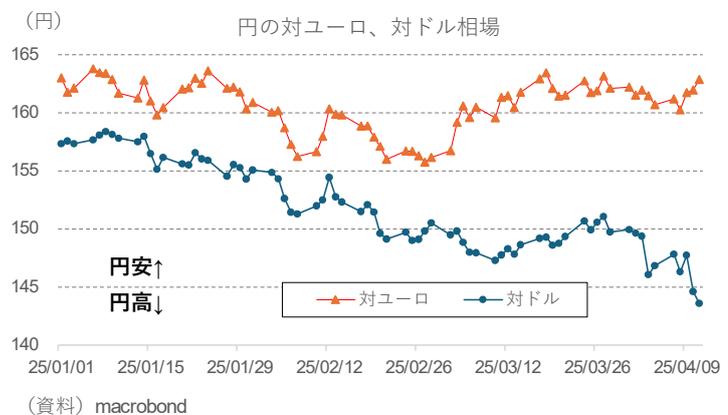
みずほマーケット・トピック(2025年4月15日)

日本の構造変化 vs. 国際金融体制の再編

足許の円高・ドル安の背景を整理したい。結論から言えば、過去3年間で全面安を強いられてきた円相場が見直されているわけではなく、ドル安という敵失の中、円を含めたあらゆる通貨が押し上げられている状況に過ぎない。本欄の基本認識は「国際収支構造の変容に象徴される円の構造変化とそれに伴う弱さ」を重視してきたが、その事実は変わっていない。しかし、為替は常に「相手がある話」だ。今起きていることはトランプ政権によるブレトンウッズ体制の再編という壮大な野望とこれに呼応した米国離れに伴うドル安である。日本の構造変化は日本国民にとって大きな話だが、国際金融体制の再編を前にすれば大事の前の小事だ。そのドル安に押されて上昇を強いられているのは円だけではなくスイスフラン、ユーロ、英ポンドなど欧州通貨も同様である。現時点のドル安は米国債利回りの急騰と表裏一体。この状況を前提にした円高に賭けることはドル凋落シナリオに賭けることに等しい。本当にそれが現実的なシナリオなのか。筆者には到底信じられない展開である。トランプ政権はドルの基軸通貨性を捨てられず。

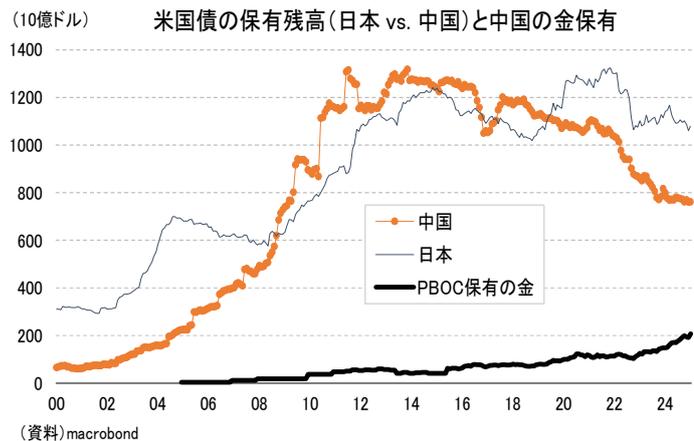
～持つべき視点は「日本の構造変化 vs. 国際金融体制の再編」～

ドル/円相場は軟調地合いが続いている。今週に迫った日米関税協議への観測も相まって円高基調に構える雰囲気は徐々に強まっている。しかし、足許で起きていることはトランプ政権の無謀な立ち回りを受けた米国離れであって、日本買いではない。例えば右図は円相場の対ドル、対ユーロの動向を年初来で見たものだ。対ドルでの下落は顕著である一方、対ユーロでは概ね横ばい



である。過去3年間で全面安を強いられてきた円相場が見直されているわけではなく、ドル安という敵失の中、円を含めたあらゆる通貨が押し上げられている状況に過ぎない。本欄の基本認識は「国際収支構造の変容に象徴される円の構造変化とそれに伴う弱さ」を重視してきたが、その事実が変わったわけではない。しかし、為替は常に「相手がある話」だ。今起きていることは、トランプ政権によるブレトンウッズ体制の再編という壮大な野望とこれに呼応した米国離れに伴うドル安である(※ベッセント財務長官はブレトンウッズ体制の再編に関与したいと大統領選中に明言している)。日本の構造変化は日本国民にとって大きな話だが、国際金融体制の再編を前にすれば大事の前の小事となってしまふ。そのドル安に押されて上昇を強いられているのは円だけではなくスイスフラン、ユーロ、英ポンドなど欧州通貨も同様であり、むしろ敵失の結果として期待がより高まっているのは日本より明らかに欧州である。繰り返しになるが、「円が見直されている」わけではない。

米国が自ら孤立主義を深めるのに伴い、ドル一極体制から距離を取ろうとする国・地域が増えており、それがドル安の真因だとすれば、日本一国の構造変化は説明力を失うのは当然である。現在、ドル建て資産から資金を引いているのがどういった経済主体なのか明確な証拠があるわけではない。しかし、中国の外貨準備運用において米国債と金の入れ替えが進んでいることは過去 15 年余りで知られてきた話であり、証拠もある(図)。関



税戦争が激化する中、中国がトリガーを引いたという可能性は十分考えられる。また、スイスフランやユーロの騰勢を見る限り、ドル建て資産から欧州通貨建て資産へローテーションが起きているという話も説得力を帯びる。今後、このままブレトンウッズ体制の再編やこれに伴うドル凋落、米金利急騰というシナリオに賭けるのであればドル安・円高は続かざるを得ない。

～ドル全面安の軌道修正がメインシナリオ～

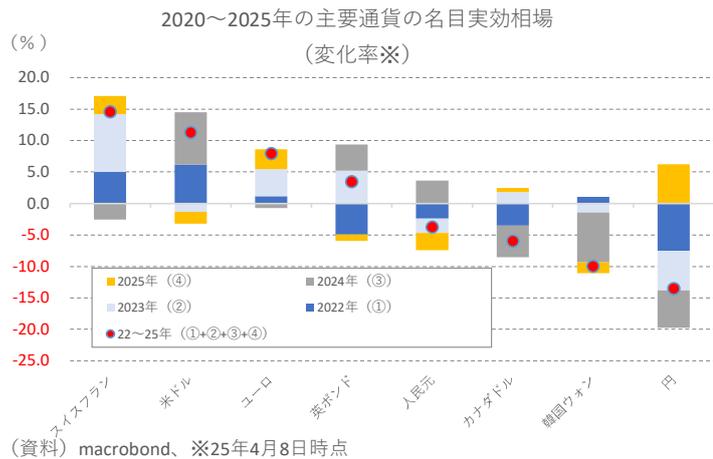
だが、それはトランプ政権とて望むところではあるまい。既報の通り、相互関税の 90 日間停止の判断は米国債利回りの急騰(米国債価格の急落)に促されたと解釈されている。安全保障面で米国に全面依存する日本は世界最大の米国債保有国として今後も安定的な投資家と見込めるだろうが、上述したように中国を含めた投資家はそこまで従順ではない。トランプ政権の面子を保ちながら関税政策の軌道修正が図られるというのがメインシナリオになるだろう。その結果、ドル全面安相場が際限なく続くことは考えにくい。もちろん、ここまで騒ぎが大きくなった以上、米金利が落ち着きを取り戻すまでには時間を要するかもしれないが、どうしても収拾がつかなくなれば「インフレ抑制の政策姿勢に変化はない」という点を強調した上でFRBが国債購入に乗り出すだろう。システミックなリスクに対応するのも中銀の役目であり、過去 1 週間でその動きがなかったことが意外ですらある。

世界中が米国債を保有し、経済取引にドルが必要な状況があり、有事の際にはFRBとの無制限スワップに依存せざるを得ないという状況こそドルの基軸通貨性を担保している。端的には「困ったらドルが必要」という状況がドルを基軸通貨足らしめているのである。しかし、トランプ政権においては外国人の米国債保有に関し、課税や年限長期化を検討しているという説も取りざたされている。「困ったらドルが必要」どころか、「ドルを持つと困る」という状況である。保有にコストがかかり、用途が限られてしまうような通貨を基軸通貨として使うことはできない。トランプ大統領もベッセント財務長官も基軸通貨性の放棄までは考えていまい。このような案が日の目を見ることは無いだろう。

～NEERで見る円の現在地～

円に話を戻そう。名目実効相場(NEER)で過去 3 年間の相場を整理してみると、円は 2024 年分の下落を打ち返したような状況にある(次頁図)。言い換えれば、2022～23 年に下落した部分はまだ大きく残されており、これは他通貨と比べても非常に大きい。この点、本欄では内外金利差に即

した円売りも寄与しているとしても、それだけで説明できるものではないという立場をとってきた。引き続き第二次プラザ合意やこれに付随する円相場の急騰に対する観測は根強いが、そもそも恒常的に+10兆円以上の貿易黒字を記録していた1980年代と恒常的に貿易赤字を記録している現在とでは「円の強さ」を裏付ける需給環境が違い過ぎる。関税協議を経て円高誘導を図るとしても、当時のような大きな値幅を期待することができるのか。そもそも昨日の本欄でも整理したように、今回の関税協議の結末は対米輸入が各方面から増えるという着地になる可能性が高い。それは日本全体の貿易赤字がさらに拡大することを意味する。「通商協議を経て円高誘導が図られる」という発想それ自体が、「過去の日本の強さ」に捉われているのではないか。今後、短い時間軸の中で円相場が急伸する可能性があるとするれば、円の実質金利が明確に上昇する展開だろう。昨日から論じているように、この展開は絶対に無いとは言えない。しかし、対米での実質金利差を埋めるほどの急騰に日本経済は耐えられるのか。恐らく弱体化を強いる話になるだろう。それで円高になるのだろうか。



～ドル凋落シナリオに賭けるのか?～

最後に、日々強まる第二次プラザ合意観測について簡単な所感を示しておきたい。この点は別の機会に詳しく論じるが、第二次プラザ合意のようなフレーズは派手で使われやすいものの、実現可能性は考えれば考えるほど低いものだ。1985年当時の状況と比較して、外為市場の取引量、プレイヤーの多様性、国際関係の在り方、日本経済のファンダメンタルズなど、あらゆる面が違い過ぎる。端的に言えば、「今の時代に国際協調による為替誘導は不可能」という認識は持たたい。

現時点のドル安は米国債利回りの急騰と表裏一体だが、ここからさらにドル安を進めるといことはさらに米国債利回りの急騰を米国が受け入れるということに等しい。その際は130円台、120円台の円高は否定できないだろう。だが、その状況を前提にした円高に賭ける行為はドル凋落シナリオに賭ける行為に等しい。本当にそれが現実的なシナリオなのか。強い米国復活を目論むトランプ政権が、基軸通貨という途方もない特権を捨てるだろうか。筆者には到底信じられない展開である。ドル凋落ムードに押された円高の持続可能性には限界があると考えておきたい。

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
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分)
2025年4月14日	日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領は「カーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か?
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか?
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
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～
2025年3月28日	週末版(世界に拡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	ドイツ総選挙プレビュー～「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らガルドECB総裁
2025年1月22日	ワノッ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、パ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/ドルのパリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結資金を受けて～)
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～