

みずほマーケット・トピック(2025 年 5 月 7 日)

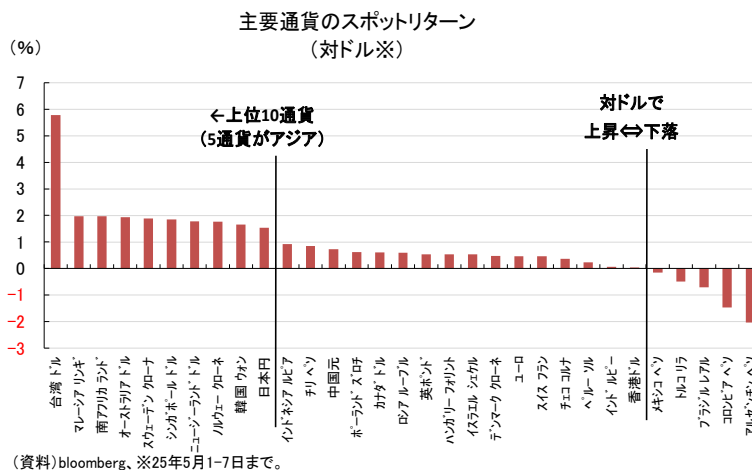
逆「アジア通貨危機」観測の考え方

本邦の連休中、為替市場では「逆アジア通貨危機」というフレーズが飛び出すほどアジア通貨の騰勢が話題に。5 月に入ってから主要通貨の動きを見ると、台湾ドルを筆頭としてアジア通貨の騰勢はやはり目立つ。「大きめの対米貿易黒字を抱えるアジア諸国は通貨切り上げを強いられる」との思惑が先行している様子が見て取れる。確かに、逆アジア通貨危機とも形容できる現象だが、多分に思惑主導であるという脆弱性も孕む。現状は関税交渉を理由にした自国通貨高相場が、日本にワンテンポ遅れて他のアジア通貨に波及している印象。当局者の確固たる発言抜きに思惑が先行した日米交渉における円相場と同様、台湾ドルやそのアジア通貨に対し切り上げ要求が公式に行われたという証跡はなく、まずは静観したいテーマ。万が一、アジア金融当局が米国と自国通貨切り上げで合意した場合、これを裏付けるためのマネーフローとして各国外貨準備を通じたドル売り・自国通貨買いが実施されることになる。この際、アジア金融当局のリザーブマネーの影響力は甚大。世界の外貨準備の半分以上はアジアが抱えている。

～逆アジア通貨危機の解釈～

本邦がゴールデンウィークで連休に入る中、為替市場では「逆アジア通貨危機」というフレーズが飛び出すほどアジア通貨の騰勢が話題を集めている。5 日の米国時間には台湾ドルが対ドルで 2022 年 4 月以来、約 3 年ぶりの高水準まで急騰したことが報じられ、1 日の変動率としては 1988 年以来で最大だったことも取りざたされた。来るべく米国との関税交渉で台湾側が台湾ドルの対ドル相場切り上げで合意したという観測が強まった結果だが、頼清徳・台湾総統は 5 日、「台湾と米国の貿易赤字の原因は為替レートとは全く関係がなく、交渉で為替レート問題が取り上げられることは当然ない」と事態鎮静化に向けて緊急の声明を公表している。その上で、台湾中央銀行からも楊金龍総裁が会見において「外国為替市場について無責任な投機を行わないよう厳粛に要請する」と述べるなど、思惑主導の台湾ドル上昇を明確にけん制している。

5 月に入ってから主要通貨の動きを見ると、台湾ドルを筆頭としてアジア通貨の騰勢はやはり目立つ(右図)。「大きめの対米貿易黒字を抱えるアジア諸国は通貨切り上げを強いられる」との思惑が先行している様子が見て取れる。確かに、逆アジア通貨危機とも形容できるような現象だが、多分に思惑主導であるという脆弱性も否めない。こうした材料や値動きは既に交渉のトップバッターとして登

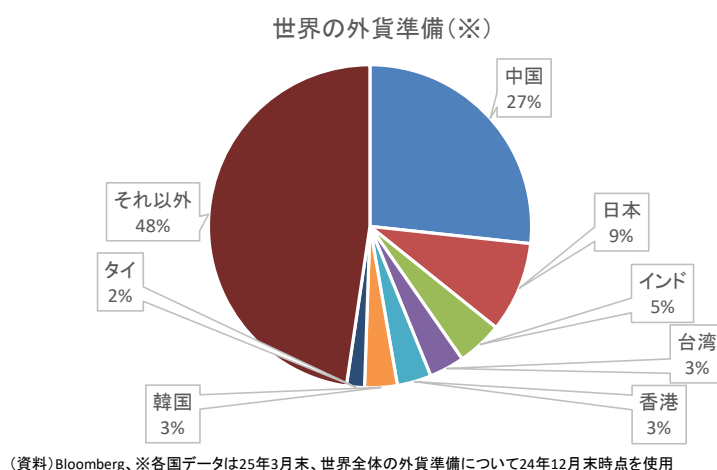


場した日本の円が4月に経験した相場と酷似している。その後、「関税交渉の中で為替は争点化していない」という事実が日米当局者から確認され、円高の流れが一応収まったことを思い返したい。

現状は関税交渉を理由にした自国通貨高相場が、日本にワntenポ遅れて他のアジア通貨に波及しているという解釈が妥当だろう。しかし、当局者の確固たる発言抜きに思惑が先行した日米交渉における円相場と同様、台湾ドルやそのアジア通貨に対し切り上げ要求が公式に行われたという証跡はなく、まずは静観したいテーマである。

～世界の外貨準備の半分はアジア～

万が一、市場の思惑通り、アジア金融当局が米国と自国通貨切り上げで合意しているのだとすれば、これを裏付けるためのマネーフローとして各国外貨準備を通じたドル売り・自国通貨買いが実施されることになる。これにしたがって米国債売りのオペレーションが相応の規模で想定されることになる。この際、アジア金融当局の影響力は甚大であるため、金融市場にとって強大なリスクとなる。



世界の外貨準備残高(除く金)に関し、最新のIMF-COFERデータに従えば2024年12月末時点で約12.4兆ドルであった。このうちアジア諸国が抱える外貨準備は極めて大きい。例えば2025年3月末時点で中国が約3.3兆ドル、日本が約1.1兆ドル、インドが約5700億ドル、台湾が約4400億ドル、香港が約4200億ドル、韓国が約4000億ドル、タイが約2200億ドルと非常に大きな数字が並ぶ。これら7か国合計が約6.5兆ドルで世界の外貨準備の半分強を占めている。COFERデータと3か月ずれているが、このイメージが大きく変わることはあり得ないだろう。

4月の米金利急騰は欧州の年金基金などの長期資金が離反した結果ではないかとの思惑を呼んだが、仮にアジア金融当局のリザーブマネーが離反すれば同等かそれ以上のインパクトになるだろう。為替市場の傾向だけを捉えれば確かに逆アジア通貨危機と形容するような状況にあるが、資源価格下落と通貨高が併存する現状が続けば、日本や韓国など資源輸入の海外依存度が高い国は交易条件が劇的に改善し、実質賃金が押し上げられる経路も期待できる。反面、米国は望まぬ米金利急騰が実体経済を直撃する展開の方が懸念される。

～「もう信じられない」と思われるかどうかの瀬戸際～

昨日は米国の3月貿易収支が過去最大の赤字を記録したことが話題となった。もちろん、これは関税発動を見越した駆け込み対米輸出の影響だが、過去の本欄¹でも議論した通り、米国の貿易収支はドル安時にはJカーブ効果がビビッドに働きやすいという性質がある。駆け込み対米輸出の存在を脇に置いたとしても、ドル安と米国の貿易赤字拡大は年単位で併存する可能性は想定して

¹ 本欄 2025年4月9日号「トランプ大統領はJカーブ効果に耐えられるのか」をご参照ください。

置く必要がある。それはトランプ大統領が望む結果ではないはずだが、そうなる可能性は高い。

なお、今更確認する話ではないが、そもそもなぜ米国が大きな貿易赤字を計上し続けられるのかという基本に立ち返る必要がある。言うまでもなく、基軸通貨国である米国に対して海外から絶え間ない巨額の資本流入が持続し、経常(貿易)収支が赤字でも金融収支では黒字を確保できるからである。アジア諸国が抱える米国債もその一環だ。よって、その売却を強いるような政策は、文字通り、基軸通貨の自滅と言って良い。この自傷行為が続く限り、米国債や米国株から資金を引き揚げるなどの格好でドル相場の急落と米金利急騰が併存する4月上旬のような状況が再現されかねないし、アジアのリザーブマネーを本当に巻き込むなら米国債の消化構造が根本的に変わる契機になるはずである。それがトランプ政権の望むところとは思えないが、4月以降のような混乱が立て続けば、もはや「望んでいない」と言ったところでそれを相手が信じるかどうかは別問題という次元に達するだろう。そうなると、より制御の難しいドル安、ひいては非ドル通貨の上昇が不可避となるだろう。現に日本でも台湾でも「為替は争点ではない」と当局者が連呼しているにもかかわらず、通貨高が発生してきた。「口ではそう言っているが信じられない」という空気が漫然と続くことで、自己実現的にドル凋落相場がメインシナリオに切り替わっていくのかどうか。筆者はまだそこに賭ける立場ではないが、各国関税交渉に思ったほどの進展が見られていないことで、そのリスクは確実に高まっていると言わざるを得ない。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラーゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分)
	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	インフレに適応する家計部門～「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～「円安はするい」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	ワン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	内外物価格差で感ずること～欧州を訪れて～