

みずほマーケット・トピック(2025 年 5 月 15 日)

懲りないドル安ナラティブ～3 度目の光景～

昨日の為替市場ではドル相場が一時急落した。またも米国が対米黒字国通貨の切り上げを求めるのではないかと観測が発端。4 月の円、5 月連休中の台湾ドルに続いて今度は韓国ウォンだ。ブルームバーグ報道が契機になった模様だが、「いつ、だれが、どのような形で為替に関する公式合意を議論し、発表したのか」という点は不明。円や台湾ドルが急騰した際、米国側がドル安を押し付けてきたという公式発言は 1 つも見当たらなかった。今回も同様である。記事では複数のアナリストの見解が紹介されているが、すべからく「トランプ政権はドル安誘導を行う“だろう”」という憶測に満ちている。現状、関税協議に伴う米国のドル安誘導は基本的にメディアと市場参加者が作り出したナラティブであるケースが殆ど。もちろん、トランプ大統領が本気でそう考えている可能性はあるが、現時点で CEA 委員長や財務長官が否定しているものを、市場参加者やメディアがどこまで疑う必要があるのか。実際に NY 時間には、貿易合意の一部としてのドル安誘導を否定する米当局者談が報道されている。憶測に憶測を重ねるのは無意味だ。

～3 度目の光景～

昨日の為替市場ではドル相場が一時急落した。またも米国が対米黒字国通貨の切り上げを求めるのではないかと観測が発端だ。4 月の円、5 月連休中の台湾ドルに続いて今度は韓国ウォンだ。ブルームバーグは関係者談として韓国企画財政省の崔志栄・国際経済管理官と米財務省のカプロス次官補(国際金融担当)が 5 月 5 日にミラノで会談した事実に触れ、為替市場に関する見解、具体的には韓国ウォンの対ドル相場を切り上げる方向で両国の調整が進んでいるとの思惑を報じている。しかし、記事¹を何度読んでも「いつ、だれが、どのような形で為替に関する公式合意を議論し、発表したのか」という点は触れられていない。せいぜい「今後の米韓貿易協議では為替が議論されとの見方を投資家は強めた」という程度である。もちろん、その投資家が誰かは分からない。

さらに同記事は「この連想から円にも買いが入り・・・」とも結んでいる。公式発言すら見られていない中、無関係の通貨にまで連想買いが入るという極めて直情的な相場である。しかし、そもそも当該報道があったから連想が働いているわけで、マッチポンプの感も否めない。円や台湾ドルが急騰した際、米国側がドル安を押し付けてきたという公式発言は 1 つも見当たらなかった。今回も同様である。記事では複数のアナリストの見解が紹介されているが、すべからく「トランプ政権はドル安誘導を行う“だろう”」という憶測に満ちており、肝心の協議内容について公式情報は一切見当たらない。強いて言えば、「韓国企画財政省の報道官は会談が行われたことを認めたが、詳細を明らかにすることは控えた」という部分に関し、会談の有無についての事実確認はなされている。その後 NY 時間には、貿易合意の一部としてのドル安誘導を否定する米当局者談が報道されている。

～メディアと市場参加者の作ったナラティブ～

¹ ブルームバーグ「米韓高官が為替政策を協議、ウォン急伸＝円も連想買いで上昇」25 年 5 月 14 日

現状、関税協議に伴う米国のドル安誘導は基本的にメディアと市場参加者が作り出したナラティブである。確かに、トランプ大統領は断続的にドル安志向を露わにするが、それは第一次政権で就任する前からの話だ。今に始まったものではない。今回、関税政策や通貨政策、果ては安全保障政策や米国債の取り扱いまでを包括的にパッケージ化したと言われるマールアラーゴ合意(下表)の提唱者であるスティーブン・ミラン大統領経済諮問委員会(CEA)委員長ですら、4月17日に報じられた読売新聞との単独インタビューで「この構想(≡マールアラーゴ合意)は政府の方針を反映したものではない」と説明し、関税交渉で為替問題は中心的な議題にならないとの考えを明示している。ベッセント財務長官も4月23日、ワシントンで記者団に対し「(日本に対する)為替目標は絶対はない」と述べ、米国が日本に対し一定の水準を設定して円高・ドル安を求めることはないと明言している。もちろん、「これらは全て建前であり本音は違う」という読み筋はあるだろう。しかし、現時点で CEA 委員長や財務長官が否定しているものを、市場参加者やメディアがどこまで疑う必要があるのかという根本的な疑問は抱かれる。憶測に憶測を重ねても単なる床屋談義にしかならない。

マールアラーゴ合意の要点

	具体策	備考
①	ドル相場の意図的な減価	ドル高是正による米国の輸出競争力向上
②	米国債の超長期化	外国政府が保有する米国債を100年物の超長期債に転換。これにより短期的な資金流出リスクを抑制。
③	安全保障と経済政策の連携	米国の安全保障の傘にある国々に対し防衛費の応分負担や米国債の長期保有を要請。
④	関税の戦略的活用	関税を通じた貿易相手国の政策修正を促進

(資料) 「A User's Guide to Restructuring the Global Trading System」より筆者作成

～ドル安は単なる手段も、類似の光景は続く～

筆者は第二次トランプ政権の目的は軍事産業復活を企図した「製造業の復活」にあると考え、それを別の言い方にすると「貿易赤字の縮小」ということになるのだと理解している。その目的を実現するための手段が為替(ドル安)であり、関税であり、非関税障壁であり、「安全保障の傘」の応分負担であったりするのであろう。しかし、ドル安に関しては、これを煽れば煽るほど米国債売り(≡米金利上昇)が付いてくる状況にあるため、手段の中では忌避したい一手というのが台所事情なのではないかと推測する。もちろん、基本的には1980年代の発想で動くトランプ大統領だけに本心からドル安を渴望している可能性がないわけではない。しかし、現状ではその本気度を確信させるだけの材料はない。とはいえ、状況証拠としてトランプ政権がドル安を求めているというストーリーは市場の信認を得やすく、メディアもそのナラティブに乗っかりやすい状況が当面続くことは想定せざるを得ない。その際は「いつ、だれが、どのような形で為替に関する公式合意を議論し、発表したのか」という点に配慮しながら、当該ニュースの影響力が持つ持続可能性を見極めることに心掛けたい。

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.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14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンドートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
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	ワシントンでは解消されたのか～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