

みずほマーケット・トピック(2025年5月22日)

## 円金利上昇と為替相場についての所感

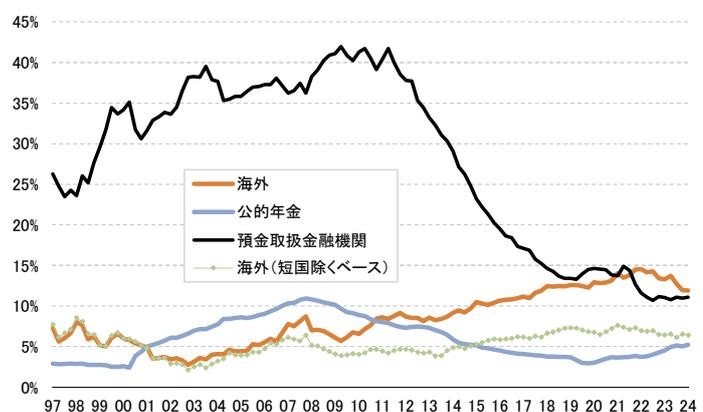
ストレスがかかり続ける本邦の超長期債市場において金利の騰勢が見られ、これを材料視した円買いが進んでいるという解説が散見される。筆者はまったく同意できない。仮に長年指摘されていた政府債務への懸念が表現されている状況だとすれば、その主たるプレーヤーである海外投資家の存在を念頭に置けば、「日本売りゆえの円金利上昇」と解釈するのが当然。その意味するところは円売りだろう。長年、円金利の低位安定には「日本は世界最大の対外純資産国であること」と「世界有数の経常黒字大国であること」の2点がアンカーとして理解されてきた。これは要するに「日本の外貨稼得能力は高いゆえ、海外からの資本流入に頼るようなことはない」という安心感があり、それゆえに「日本国債は内国債ゆえに格付けなど国外からの評価に無関心でいられる」という話である。しかし、近年確認されている日本の対外経済部門の構造変化を踏まえれば、これらのアンカーがこれまで通り機能していると考えるのは危うい側面もあるはず。安易に危機感を煽ることも正しくないが、楽観的な状況ではない。

## ～円金利上昇で円買いの浅はかさ～

昨日のドル/円相場は143円台まで下落した。ストレスがかかり続ける本邦の超長期債市場において金利の騰勢が見られ、これを材料視した円買いだという解説が散見されるが、筆者はまったく同意できない。その後、日米財務相会談で案の定、為替水準については一切問題にならないことが確認され円買いが進んでいるものの、現状において「円金利上がっているから円買い」というのはあまりにも浅薄な反応と言わざるを得ない。仮に長年指摘されていた政府債務への懸念が日本の超長期債市場で表現されているのだとすれば、その主たるプレーヤーである海外投資家の存在を念頭に置けば、「日本売りゆえの円金利上昇」と解釈するのが自然だ(既報の通り、2～4月と超長期債の買い越しに関し、海外投資家は3か月連続で過去最大を更新中である)。その意味するところはどう考えても円買いではなく円売りだろう。

そもそも「政府債務への懸念で金利が上がっている状況で当該国通貨が買われる」という矛盾した構図はあり得ないため、「政府債務懸念を受けた円金利上昇」か「円金利上昇を受けた円買い」か、いずれかの解釈が本質的に間違っているはずである。現状、前者の論点は米国を筆頭にグローバルなテーマになっているため、ごく目先の話をすれば、前者は正しく、後者は正しくない、と解釈したいところだ。もっとも、だからと言って日本の

部門別国債保有比率(※)の推移



(資料)日本銀行、※短期国債含むベース

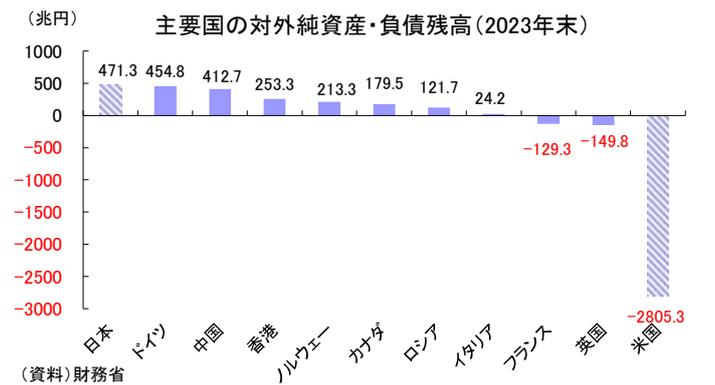
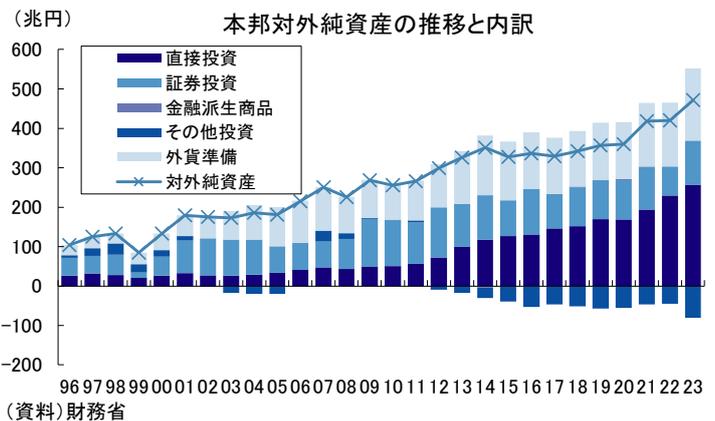
債務危機を煽るような言説からも距離を取るべきであろう。図示するように、海外投資家の日本国債保有比率は短期国債を含めれば 2024 年 12 月末時点で約 12% であり、過去四半世紀で明確に上昇傾向にあるものの、短期国債を含めないベースで見れば約 6% で横ばいである。日本とギリシャの財政状態を重ねた石破首相の発言が話題だが、欧州債務危機時のギリシャのように海外投資家に自国金利の生殺与奪を握られるような状況は今の日本には当てはまらない。とはいえ、今次円金利の上昇を円買い材料と解釈するのはいくら何でも安直すぎるだろう。現状は「日本の超長期債市場に需給の不安がある。それは財政状態への懸念を映す恐れがある。この状況を額面通り反映するとしたら円は売られるはず」という程度がフェアな解釈ではないか。

ちなみに石破首相の発言は 2009 年以降に勃発した欧州債務危機時のギリシャを念頭に置いた発言と思われるが、2025 年時点で 3 大格付け会社のギリシャに対する格付けは財政健全化の進展が評価されたことで全て投資適格級まで改善しており、もはや「財政の落第生」としてギリシャを持ち出すことは適切な例ではないことは知っておきたい。

### ～円金利を支えてきた 2 つのアンカー～

長年、円金利の低位安定には「日本は世界最大の対外純資産国であること」と「世界有数の経常黒字大国であること」の 2 点がアンカーとして理解されてきた。後者が累積した結果が前者なので、2 点といっても、同じ事実を指している。これは要するに「日本の外貨稼得能力は高いゆえ、海外からの資本流入に頼るようなことはない」という安心感があり、それゆえに「日本国債は内国債ゆえに格付けなど国外からの評価に無関心でいられる」という話である。しかし、執拗に本欄では議論してきた通りだが、経常黒字大国ゆえに世界最大の対外純資産国という対外経済部門の事実は今も不変であるものの、それはあくまで表面的事実であって、内実はかなり変容している。例えば 2023 年末時点の対外純資産残高は約 471 兆円と 33 年連続で世界最大の地位を維持している。にもかかわらず 2022 年以降に日本が経験したことは未曾有の円安局面だった。

これまでも繰り返し論じてきたように、世界最大の対外純資産残高といっても、流動性の高い海外有価証券(対外証券投資)が過半を占めていた 2000 年代初頭とは異なり、現在は対外直接投資(端的には海外企業買収など)が過半を占めるという姿に変わっている。海外有価証券、例えば米国債や米国株であれば「リスク許容度が毀損したときに売却して円に戻す」といういわゆる「リスクオフの円買い」の源泉となることが期待されるが、日本企業が経営判断の結果として購入した海外



企業を軽々に売り飛ばすわけにはいかない。筆者は「リスクオフの円買い」が迫力を失った背景には、こうしたストック面での対外経済部門の構造変化が寄与しているという仮説を持っている。

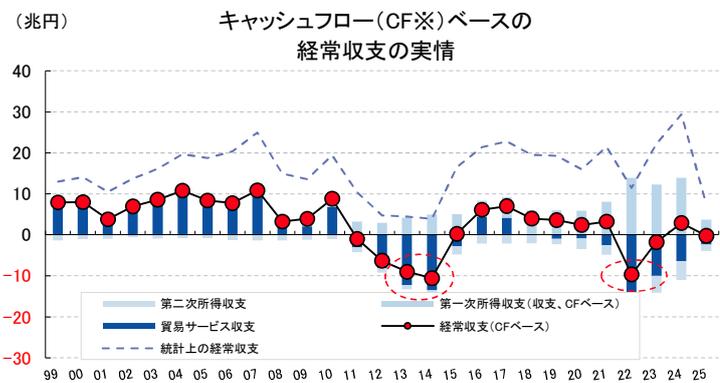
話を円金利に戻せば、結局、日本という国が多くの外貨建て資産を保有しているのは事実だとしても、それを円に還流させる経路が途絶しているのであれば、結果的に円の価値や日本国債の価値(円金利の水準)は劣後する方に動きやすいということではないか。

### ～円金利上昇と対外経済部門の変化はセットで理解を～

もう 1 つのアンカーである「世界有数の経常黒字大国であること」についてはもはや多くの議論を要さない。過去 2 年、あらゆる場所で主張を重ねてきた通り、日本の経常黒字は極めて巨額だが、それは「統計上の黒字」であって「実務上のキャッシュフロー」と同義ではない。上述したように、日本企業が対外直接投資を重ねてきた結果、経常黒字は第一次所得収支黒字で支えられるようになった。その受取の 20%前後が今や直接投資収益の内数である再投資収益である。統計上の定義としてこの部分は円に還流せず、外貨のまま再投資される部分となる。

例えば 2024 年であれば、再投資収益の受取部分だけで約 14 兆円存在した。その上で海外有価証券から生み出される利子や配当金などの証券投資収益も依然、第一次所得収支黒字の受取部分の 4 割前後を占めており、恐らくこの大部分も複利の効果を企図して外貨のまま再投資されている可能性が高い。ちなみに 2024 年、証券投資収益の受取は約 25 兆円存在した。この両者の合計である約 40 兆円は経常黒字から除外して考えた方が為替市場に対する影響をフェアに評価できるというのが筆者の提唱してきたキャッシュフロー(CF)ベース経常収支の要諦である(厳密には日本からの支払部分についても明確にし、受取とネットアウトする必要がある)。

この点、2022 年以降、日本の CF ベース経常収支が大きな赤字であり、2024 年以降も概ねゼロ近傍だったというのが筆者の仮説である。報道上は過去最大と騒がれる「統計上の黒字」とは大分異なっている。経常黒字だからと言って、外貨稼得能力が高いわけではなく、それゆえに円建て資産への流入が細る事態にも陥りやすいという可能性はある。今回の円金利上昇を前に、日本の対外経済部門が過去 10 余年で経験している構造変化の事実も合わせて理解したいところである。安易に危機感を煽ることも正しくないが、決して楽観的な状況とは言えない。



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](mailto: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](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5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国価格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分)
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
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J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ラガルド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、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