

みずほマーケット・トピック(2025年6月9日)

為替政策報告書を受けて～年金運用への注文?～

先週5日には米財務省から半期に1度の為替政策報告書が公表された。日本については為替介入に関する透明性などが評価された上で、金融政策運営と公的年金運用についての記述が注目された。前者に関しては、煎じ詰めれば「このまま利上げすることが両国の国益に資する」という主張であり、日銀利上げを支持する文言である。元々日銀が利上げ路線にある中、この指摘は現状追認以上の意味はない。新味があったのは後者。端的に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)などのポートフォリオの在り方に注文を付けたようにも見受けられる。もちろん、政府・日銀・GPIF がそのような意思表示をしたことは無い。しかし、事実として GPIF の基本ポートフォリオにおける外貨建て資産の割合は10年で倍になっている。GPIF の基本ポートフォリオにおいて外貨建て資産の割合が5%ポイント引き下げられるだけでも13兆円程度の円買い戻しが連想される。GPIF 基本ポートフォリオの変更が為替フローに大きな影響を与える可能性はある。需給を重視する本欄にとっては大きなリスクシナリオの1つと考えられる。

～関税政策の補助ツール～

米国の主要な貿易相手国と評価基準の状況

国名	①対米貿易黒字	②経常収支黒字	③為替介入	監視リスト	備考
メキシコ	✓				
カナダ					
中国	✓			○	介入情報が不透明過ぎるため為替操作国認定目前
日本	✓	✓		○	
ドイツ	✓	✓		○	
韓国	✓	✓		○	
イタリア		✓			
インド					
台湾	✓	✓	✓	○	不当な為替操作による「意図的の行為」ではないと総合判断
フランス					
スイス	✓	✓	✓	○	不当な為替操作による「意図的の行為」ではないと総合判断
ベトナム	✓		✓	○	
マレーシア					
タイ		✓			
シンガポール	✓	✓		○	
英国					
ベルギー					
ブラジル					
アイルランド	✓	✓		○	

(資料)米財務省、

※過去1年に関し①は+150億ドル以上、②はGDP比+3%以上、③は12か月中8か月以上で自国通貨売り介入が基準になる。

既報の通り、先週5日には米財務省から半期に1度の為替政策報告書が公表された。今回、「為替操作国」認定に至った国はなかったものの、「監視リスト」対象国は上表に示す9か国となり、前回からはアイルランドやスイスが新たに加えられている。なお、中国については現行の巨大な黒字を踏まえれば、為替介入情報が著しく不透明であるとの問題意識が示され、今後「為替操作国」認定に至る可能性が明記されている。もっとも、本欄では3月から議論している点だが、そもそもトランプ政権下における為替政策報告書の意味はこれまでの政権のそれとは異なる。為替政策報告書は本来、その分析を通じて「為替操作国」に認定された場合、二国間交渉を経て通貨政策や貿易慣行の見直しを迫られたり、そこで合意に達することができなければ関税が引き上げられたり、輸

出入の制限措置が取られたりすることが想定されるものだ。つまり、対米貿易において関税や非関税障壁を用いた制裁が予想されるからこそ「為替操作国」認定やその前段階としての「監視リスト」認定が注目されてきたのである。しかし、為替政策報告書の判断を待たずともトランプ政権はこうした所作が日常茶飯事となっている。その意味で報告書の重要性は明らかに落ちている。事実、中国に対する「為替操作国認定」予告は本来、一大事と受け止められても不思議ではないが、トランプ大統領と習近平国家主席の電話会談が 5 日に実施され、レアアース取引などについて歩み寄りが見られたことの方がよほど重要な材料として受け止められている。

もちろん、だから報告書に意味がないという話にはならない。2015 年に制定された貿易円滑化・貿易執行法(Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015, 通称 TFTEA)は、米財務省が米議会に対して為替政策報告書を年 2 回報告することを義務づけている。この報告をもって経済・金融情勢に関わり合いの無いステークホルダー(特に政治家)は(米国の主張する)不公正貿易の存在を認知することになる。不規則かつ不明瞭なトランプ大統領の言動とは異なり、為替政策報告書では定量的な材料に基づいて相手国の立ち位置を評価する。それでも粗い尺度ではあるが、デタラメな相互関税の数字よりは納得感はある。そのような報告書自体、トランプ政権の関税政策にとって補助的な役割にはなるだろう。少なくとも各国が対米交渉を展開する上で、為替政策報告書で指摘されるような論点は確実に突かれている部分だろう。

トランプ政権の通商政策において補助的なツールとしての為替政策報告書は無意味ではない。報告書の公表に際し、ベッセント米財務長官からは「不公正な通貨慣行に対して強力な対抗措置を実施するために、あらゆる手段を駆使して対応する」と強調され、為替操作と思しき動きは厳格に対処する姿勢が強調されている。相場の材料としては依然無視することができないものだろう。

～対日要求の読み方～

こうした中、日本については為替介入に関する透明性などが評価された上で、以下 2 点にまつわる指摘が注目されている。前者は金融政策運営について、後者は公的年金運用についてだ：

- BOJ policy tightening should continue to proceed in response to domestic economic fundamentals including growth and inflation, supporting a normalization of the yen's weakness against the dollar and a much-needed structural rebalancing of bilateral trade
- Treasury also stresses that government investment vehicles, such as large public pension funds, should invest abroad for risk-adjusted return and diversification purposes, and not to target the exchange rate for competitive purposes

前者は直訳すれば「日銀の金融引き締め政策は成長と物価上昇を含む国内経済の基礎的条件に対応して継続すべきで、それはドルに対する円安の正常化と二国間貿易の構造的リバランスを後押しする」となる。要するに「このまま利上げすることが両国の国益に資する」という主張であり、日銀利上げを支持する文言だ。本欄では何度も繰り返している点だが、第二次トランプ政権が積極的にドル安・円高誘導を図っているというのはメディアが作り出したナラティブに思える。トランプ大統領はともかく、ベッセント財務長官を筆頭として通商交渉の当事者からそのような情報発信が

見られたことは 1 度もない。少なくともドル/円相場に限って言えば、現行水準がファンダメンタルズに沿っていることを日米財務相で確認済みゆえ、もはや賞味期限が終わった話である。

しかし、それらが全て建前であり、今後、急転直下、米国から円高誘導を求められたとしても、日本ができることは①金融政策(利上げ)、②通貨政策(円買い・ドル売り為替介入)、③資本規制の3つしかない。③は論外であり、米国債売りを伴う②も米国の望むところではないだろう。そもそも報告書には「日本は G7 の一員として国内政策で為替を操作しない強いコミットメントを有している」との事実が肯定的に記述されている。とすれば、結局①の金融政策、端的には利上げを軸とした議論しか残らない。これは報告書で指摘されるまでもなく、分かっていた話である。こと日本に関して言えば、「実質金利が極めて低く、円安が修正されず、インフレ率の高止まりに難儀している」という現状があるわけで、「そうであれば利上げして通貨安を是正すべき」というのはそもそも正論である。何より言われる前から日銀がやっていることでもある。今回の報告書の記述を陰謀論混じりに解釈する向きは今後もあるが、筆者の認識ではこれらの記述は現状追認でしかない。

～年金運用への注文?～

後者は「政府系投資機関(例: 公的年金基金)は為替相場を目的として投資するのではなく、リスク調整後のリターンや分散投資を目的とすべき」という指摘だ。むしろ、こちらの指摘の方が新味はあった。端的に年金積立金管

GPIF、基本ポートフォリオの変遷 (%、全資産に占める割合)

	外国債券	外国株式	外貨建て資産合計
06～09年度	8	9	17
13年6月～14年10月	11	12	23
14年10月～15年3月	15	25	40
20～24年度	25	25	50

(資料) GPIF

理運用独立行政法人(GPIF)などのポートフォリオの在り方に注文を付けたようにも見受けられる。報告書は「為替レートを操作する目的で投資すべきではない」と指摘するものの、当然だが、政府・日銀・GPIF がそのような意思表示をしたことは無い。しかし、事実として GPIF の基本ポートフォリオにおける外貨建て資産の割合は 10 年で倍になっている。これは確かに目立つ。

過去 10 年間に振り返ってみれば、2014 年 10 月 31 日にはそのような疑惑がかなり高まった。この日はハロウィン緩和と GPIF のポートフォリオ変更発表が重なった日である。この際、GPIF の基本ポートフォリオでは外貨建て資産が 23%から 40%へ大きく引き上げられ、その分、国債が 60%から 35%へ引き下げられた。この際、日銀は年間の国債購入額を 10～20 兆円引き上げることを決定している。日銀が国債購入を増やすタイミングで GPIF が国債購入を減らす判断を下した以上、とりわけ海外市場参加者からは年金基金を活用した相場誘導に映った可能性は高い。

もちろん、追加緩和による円金利低下と GPIF による外貨建て資産購入の増加が重なったことで急速に円安・ドル高が進んだことは言うまでもない。当時の三谷 GPIF 理事長は「同じ日になったのは全くの偶然」と述べ、安倍首相も GPIF 改革について「株価を上げるため(の見直し)ではない」と述べたが、2013 年 4 月以降、隆盛を極めていたリフレ政策の状況を思えば、猜疑心はどうしても残ったのは事実である。

もっとも、当時の安倍首相はそれらの決定が下される以前から「将来の安定的な年金給付に向け、デフレ脱却後の経済・運用環境に対応して、基本ポートフォリオも機動的に見直すことが必要

(2014年10月30日)」と述べていた経緯もある。ハロウィン緩和から丸10年が経過し、日本経済は明らかにデフレとは言い難い状況になったが、当時はそうではなかった。デフレを前提とすれば自国通貨上昇が理論的に正当化されるが、インフレを前提とすれば自国通貨下落(外貨上昇)が理論的に正当化される。結果論だが、その後の経済・金融情勢を踏まえれば、当時の基本ポートフォリオ変更はある程度は賢明なものだったと言える。しかし、円安が実質実効為替相場(REER)で「半世紀ぶりの安値」にまで至った今、同じペースでの外貨建て資産への投資が報われるかどうかは定かではない(図)。その意味で報告書の指摘も傾聴に値する部分あるだろう(他国の年金資産運用方針に干渉される筋合いはないという論点はさておき)。



～仮に修正となれば、円需給への影響は甚大～

ちなみに2024年12月末時点でGPIFの運用残高は約260兆円だ。外貨建て資産の運用比率を5%ポイント引き下げれば13兆円の円買い戻しが連想される。これは巷間話題の「家計の円売り」(2024年で11.5兆円)を打ち消す規模である。周知の通り、GPIFの基本ポートフォリオはGPIFとセットで注目されやすい主要3共済(国家公務員共済、地方公務員共済、私学共済)を筆頭に他の運用主体にとっても事実上のベンチマークとして機能する側面がある。ちなみに主要3共済の運用残高は約30兆円であり、GPIFのそれと合わせれば300兆円に肉薄する。GPIF基本ポートフォリオの変更が為替フローに大きな影響を与える可能性は否定できない。

ここからは邪推になるが、為替介入を通じた円高誘導は露骨な米国債売りを促す可能性があり、G7協定にも反するが、年金運用を修正させる経路ならばそのようなデメリットは回避できる。おりしも日米関税交渉が行われる中、様々な可能性に思索を巡らせてしまうのは筆者だけではないだろう。「需給面での円売り超過」をメインシナリオにおける主たる材料に据える筆者にとって、今回の為替政策報告書は日銀の利上げペースへの影響もさることながら、GPIFを筆頭とする公的年金の挙動にどのように影響するかが大きなリスクとなるように感じている。

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.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
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
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	米国債格下げの影響～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～デュアルマંデートの拮抗～
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	最強通貨の地位が續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月期の為替相場外観～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「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～