

みずほマーケット・トピック(2025 年 6 月 24 日)

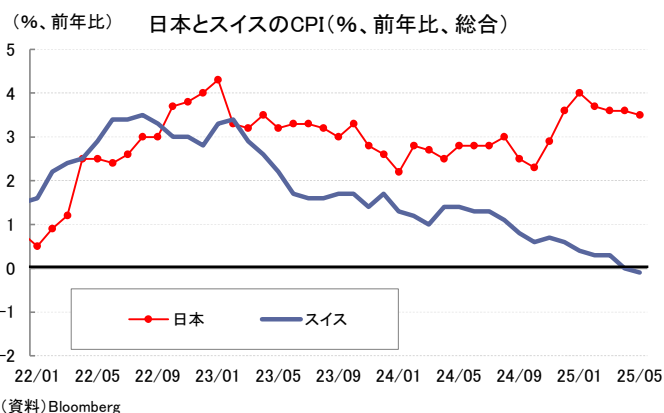
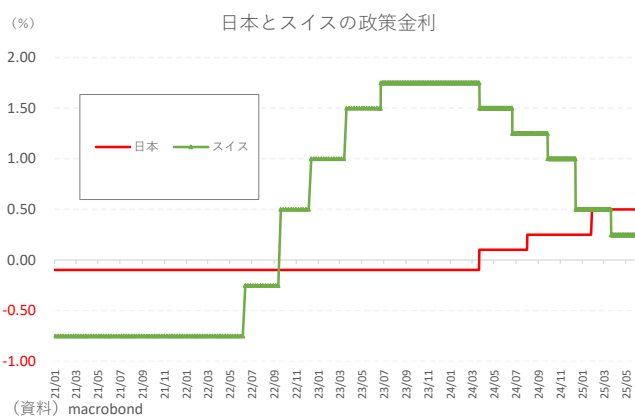
衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～

過去 2 週間、中東リスクの高まりが意識される中、為替市場では安全資産としてドルが選好された。昨日はイスラエルとイランの停戦報道から巻き戻しが進んでいるものの、衝突が勃発した 6 月 13 日からの 5 営業日に関し、G10 通貨の対ドル変化率を比較すると「有事のドル買い」が優勢の中で欧州通貨の健闘も目立ち、従前から指摘される欧州資産へのローテーションを感じさせた。欧州の主要中銀は軒並み利下げ局面にあり、現時点では金融政策や金利水準が相場のドライバーとなっていないことがよく分かる。特に、SNB は約 3 年ぶりのゼロ金利へ復帰したばかり。米国が「能動的なドル相場の切り下げ」を望むとは思えないが、第二次トランプ政権の挙動を嫌気してドル離れが進むという「受身的なドル相場の切り下げ」は依然懸念される。今回の「有事のドル買い」はその懸念を多少和らげるものであったが、欧州通貨の堅調さは別途認める必要はあったと言える。今後、データの蓄積を待って調査・分析することを課題としたい。

～強いスイス、薄れる金利の重要性～

過去 2 週間を振り返ると、中東リスクの高まりが意識される中、為替市場では安全資産としてドルが選好された。昨日はイスラエルとイランの停戦報道から巻き戻しが進んでいるものの、衝突が勃発した 6 月 13 日からの 5 営業日(6 月 20 日まで)に関し、G10 通貨の対ドル変化率を比較すると、上から順にユーロが▲0.23%、デンマーククローネが▲0.24%、豪ドルが▲0.54%、スイスフランが▲0.78%、英ポンドが▲0.88%と欧州通貨の健闘が目立つ。「有事のドル買い」は未だ健在であるものの、欧州資産へのローテーションが存在する可能性を窺わせる値動きである。ECB もデンマーク中央銀行もスイス国立銀行(SNB)も皆、利下げ局面にあり、現時点では金融政策や金利水準が相場のドライバーとなっていないことがよく分かる。特に、SNB に関して言えば、先週 19 日に▲25bp の追加利下げを行い、約 3 年ぶりにゼロ金利へ復帰

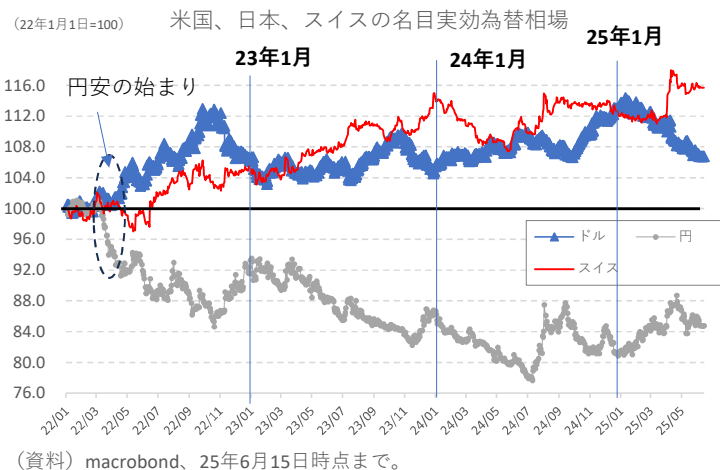
したばかりだ(図・上)。「次の一手」としてマイナス金利復活への思惑も燃る中、スイスフランを求める動きが止まらないのは、やはり累積する貿易黒字や安定した政府債務状況、抑制されているイン



フレ状況、もしくは地政学的には中立国としての確立されたポジションなどが評価されているのだろう¹。また、前頁図(下)にも示すように、スイスの消費者物価指数(CPI)は断続的にマイナス圏に沈んでいる。「デフレ通貨は上昇する」という事実は円の歴史が証明してきたものだが、今やスイスフランが率先してこれを体現している。

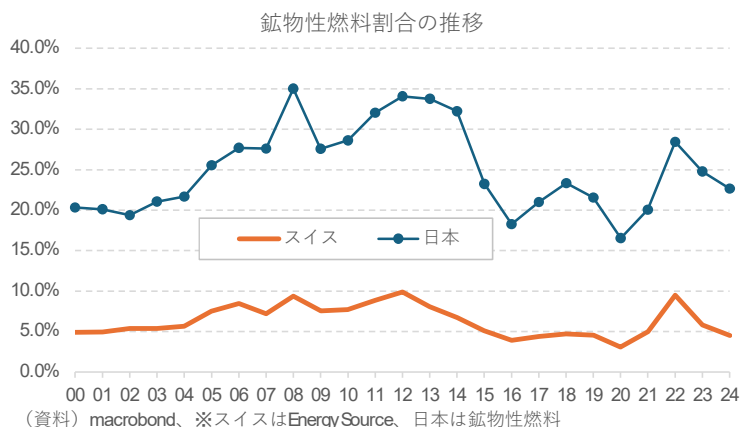
～円との対比はより鮮明～

かねて本欄でも論じている点だが、かつて安全通貨ペアとして挙げられることの多かったスイスフランと円の彼我の差は、極めて大きい。図示するように、名目実効為替相場(NEER)で見れば、スイスフランはドルと比較しても強含みが続き、その傍らで円が忌避される傾向も鮮明だった。昨日の本欄でも見たように、日本のCPIは欧米対比で見ても高止まりしているが、この点を踏まえれば、スイスフラン/円は「デフレ通貨」と「インフレ通貨」の組



み合わせであり、その急騰は物価尺度(購買力平価、PPP)に照らせば必然の帰結と言える。当面の金融政策に目をやれば、「日銀のタカ派姿勢」と「SNB のハト派姿勢」は併存しそうなことは明白だ。それは既に 50bp まで拡大した政策金利差に表れるが、円がスイスフランに対して高い金利を誇ったとしても、対スイスフラン相場の軟調が解消される雰囲気はない。結局、物価面ではインフレとデフレという対称性が、需給面では貿易黒字と貿易赤字という対称性が円安・スイスフラン高を促しており、巷説取りざたされやすい内外金利差は相場の主役になりにくい。どうしても金利面からの解説を望むなら、インフレ率を加味した実質金利(名目金利－インフレ率)の水準が明確に「スイス > 日本」であることを踏まえ、現状を理解すると分かりやすいだろう(これは PPP の議論と同根であるため詳述は避ける)。また、上述したように緩衝地帯としての地位を確立しているスイスは地政学リスクが意識されにくい。この点も台湾有事の当事者になりかねない日本との差が意識されるだろう。

ちなみにこの点も昨日の本欄で論じた点だが、とりあえずは小康を得たものの、地政学リスクが原油価格を押し上げる状況について日本とスイスでは耐久力が全く異なる。2022年3月以降がそうだったように、資源価格の上昇は日本の貿易赤字膨張を促し、円売り圧力を増大させることになる。日本の輸入全体に占める燃料割合は約 25%にも達している。この点、同割合が 5%程度のスイスではこのリ



¹ 詳しくは本欄 2025 年 4 月 23 日号「最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓」をご参照ください。

スクイメントに対する耐久性が全く異なる。どのような要素に照らしてもスイスフランが日本円に劣後している要素を見出すのは難しいのが実情である。

～欧州資産へのローテーション～

なお、改めて別の機会に議論したいテーマだが、6月13日以降、最も強いパフォーマンスを見せたのは基軸通貨性の毀損や通貨の切り下げ合意(第二次プラザ合意)が取りざたされていたドルだった。いわゆる「有事のドル買い」である。結局、戦争リスクが高まれば腕力のありそうな通貨が買われるという単純な理屈であり、だとすればドルが好まれるのは昔から変わらぬ為替市場における摂理のような展開である。本欄では繰り返し論じている点だが、米国が能動的にドル相場を切り下げたとしてもデメリットの方が明らかに大きいのは自明であり、「第二次トランプ政権がドル安誘導を望んでいる」という懸念は、やはりメディアが中心となって作り上げたナラティブだったと言わざるを得ない。

一方、米国が「能動的なドル相場の切り下げ」を望まないとしても、第二次トランプ政権の挙動を嫌気して米国以外の国々がドルを手放すという「受身的なドル相場の切り下げ」は依然懸念されるが、今回の「有事のドル買い」はその懸念を多少和らげるものであった。第三次世界大戦が懸念される状況下でも、スイスフランを中心とする欧州通貨は6月13日のドル相場対比(以下同)で▲1%未満の下げに収まっていた。停戦合意がなされた本日に至っては、ユーロは対ドルで+0.42%と上昇に転じている。欧州資産へのローテーションについては今後、データの蓄積を待って調査・分析することを課題としたい。

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6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貫かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分)
	週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直投目標の読み方～「骨太の方針」～
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	IEPA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