

みずほマーケット・トピック(2025 年 6 月 25 日)

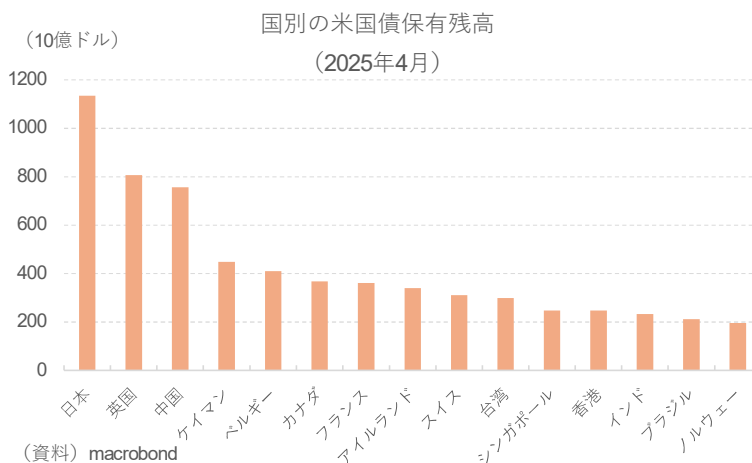
「米国離れ」は本当なのか～4 月に起きていたこと～

イスラエルとイランの緊張状態は小康を得たが、6 月 13 日以降、為替市場では明確にドル全面高の地合いが続いた。第三次世界大戦まで視野に収めた「有事のドル買い」の勢いは強く、ドル/円相場は一時 148 円台まで急騰した。4 月以降、「ドルに依存した国際金融体制は終焉を迎える」というドル凋落論が幅を利かせたものの、蓋を開けてみれば「有事のドル買い」が影響力を見せたというのが今回の総括。本欄では 4 月 2 日の「解放の日」以降に取り沙汰されてきたドル凋落相場というテーマについては一貫して距離を置いてきた。そもそも裏付けとなる資本フローの証拠がないうちに、それほど大きな話はすべきではないというのが筆者の基本姿勢。この点、6 月 18 日には米財務省から 4 月分の対内・対外証券投資(TIC データ)が公表されている。「米国離れ」は本当に起きていたのか。4 月に起きていたことを国・地域別に見ることで流行りのテーマの真贋も見極めがつく。米国から欧州へのローテーションは 4 月データから断言できるものではないが、確かにユーロ圏が米国からの純流出を進めていることは確認できる。そのような動きが仮に続くのだとすれば、ユーロ相場の騰勢と平仄が合うものとして注目される。

～「米国離れ」の検証～

イスラエルとイランの緊張状態は小康を得たが、6 月 13 日以降、為替市場では明確にドル全面高の地合いが続いた。第三次世界大戦まで視野に収めた「有事のドル買い」の勢いは強く、ドル/円相場は一時 148 円台まで急騰した。対円での動きはとりわけ大きかったものの、世界的に欧州資産へのローテーションが指摘される中でもドルは相応の底堅さを見せた。要するに、4 月以降、「ドルに依存した国際金融体制は終焉を迎える」というドル凋落論が幅を利かせたものの、蓋を開けてみれば「有事のドル買い」が影響力を見せたというのが今回の総括になるだろう。

本欄では 4 月 2 日の「解放の日」以降に取り沙汰されてきたドル凋落相場というテーマについては一貫して距離を置いてきた。その理由はいくつかあるが、そもそも裏付けとなる資本フローの証拠がないうちに、それほど大きな話はすべきではないというのが筆者の基本姿勢であった。この点、6 月 18 日には米財務省から 4 月分の対内・対外証券投資(TIC データ)が公表されている。ヘッドラインでは 4 月末時点の



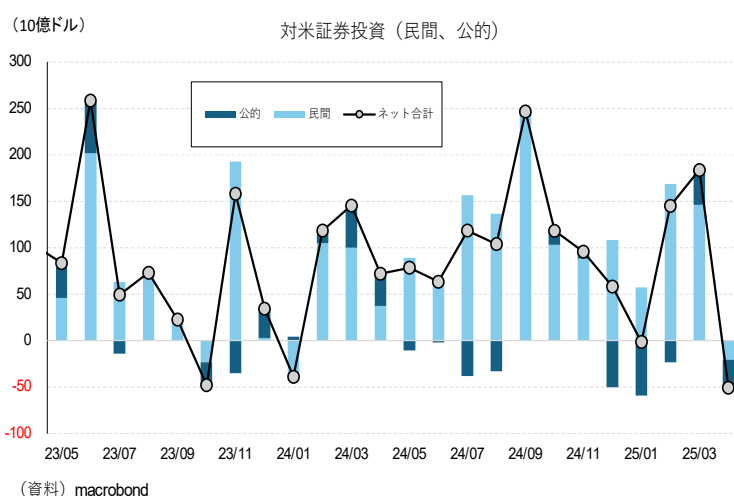
米国債保有残高に着目するものが多く、外国人による米国債保有残高が前月比▲360 億ドルの 9 兆 100 億ドルと微減にとどまり、日本が最大の保有者であることや、中国や若干ではあるが持ち高

を減らしたことが報じられるにとどまった。しかし、米国債保有者の上位国は日本と中国を除けば英国、ケイマン、ベルギーなど金融センターとして記帳された結果が反映されているような国々であり、米国債保有残高だけから得られる情報では不十分に思える。せいぜい中国保有分の増減が争点になるだろうが、これも英国やベルギーを経由して保有されている可能性もあり、やはり月次で国・地域の動きを丁寧に追うことが適切な現状把握や展望の策定に役立つだろう。

それにしても、あれほど「ドル凋落」や「米国離れ」を騒いでおきながら、いざ実際のデータが公表されてみると驚くほど市場の関心は驚くほど低い。TIC データは扱いが煩雑ゆえ理解が広まっていないというのがその一因かもしれないが、あまり報じられていない部分を中心に議論してみたい。

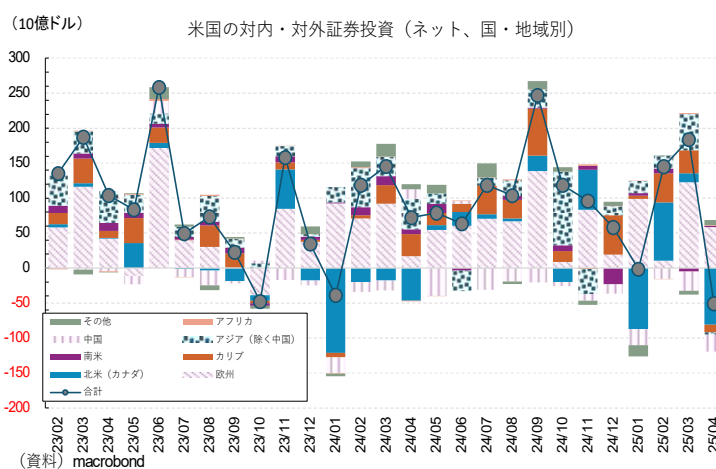
～部門別、国・地域別の動向から言えること～

例えば、右図は米国への長期有価証券投資に関し、民間部門と公的部門に分けて売買動向を見たものだ。民間部門が▲205 億ドル、公的部門が▲301 億ドル、合計▲506 億ドルの純流出だった。商品別に見ると、米国債に関するフローは民間部門が▲468 億ドルの純流出となる一方、公的部門は+60 億ドルの純流入となっていることが分かる。つまり、「海外の金融当局を中心として米国債離れが起きている」という



う事実は 4 月時点では確認されない。また、米国債が純流出を記録した民間部門も、社債については+159 億ドル、株式については+143 億ドルと純流入であり、「米国離れ」を判断するにはまだ至らないだろう。ちなみに公的部門の株式は▲332 億ドルと純流出が大きかった。いずれにせよ全体として▲506 億ドルの純流出は 2020 年 4 月のコロナショック以来の大きさであるため、震度としては相応に大きなものであったのは確かである。しかし、基軸通貨性の毀損まで議論が及ぶほどの話なのかどうかは、5 月以降のデータを継続的に確認しなければ何とも言えまい。

なお、「米国離れ」と言えば、その行先として欧州が注目されている。これを検証するには国・地域別のフローを確認することが必要になる。右図を見るように、欧州から米国はネットで+588 億ドルの純流入であり、純流出は主に北米、具体的にはカナダ（▲808 億ドル）が大きかった。なお、カナダは確かに米国債（▲577 億ドル）から大きな純流出を記録している。「解放の日」



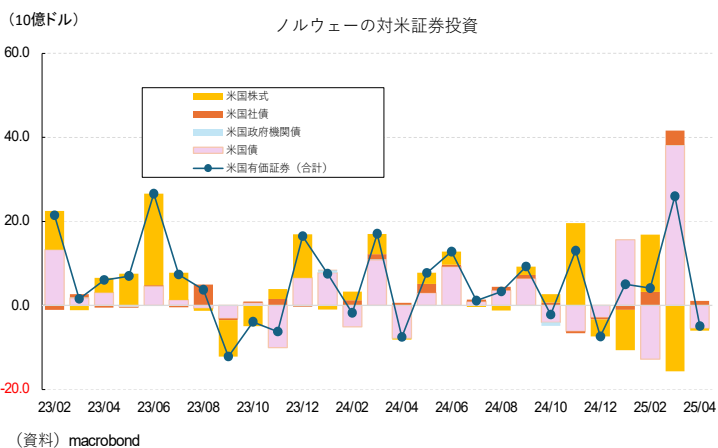
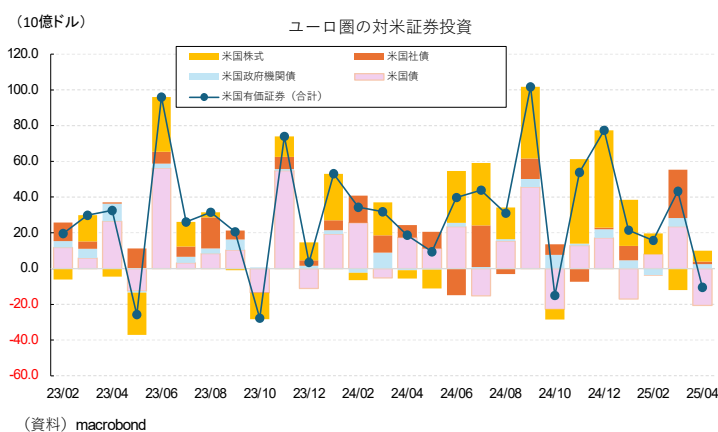
以前の第二次トランプ政権発足当初から両国関係は緊張が高まっていたため、その余波などが推

測されるだろう。いずれにせよ 4 月に限って言えば、欧州から多額の資金引き揚げが行われたという形跡は見られず、もっぱらカナダの動きが大きかったという総括になる。

～受け皿としての欧州の読み方～

しかし、深読みすれば欧州は確かに +588 億ドルと純流入を記録しているものの、その中でユーロ圏は▲106 億ドルと米国債を中心に純流出を記録していた。米国債だけで言えば▲206 億ドルと相応に大きいものであった。それでも欧州全体として純流入が記録されたのはあくまで英国が+676 億ドルと全ての商品(米国債、政府機関債、社債、株式)について純流入を記録したからだ。上述したように、英国の動向は国際金融センターとしてのフローを多分に反映していると思われるため、「欧州が米国の受け皿になっている」という論点を検証するためには英国とそれ以外は切り分けて考えるべきかもしれない。ちなみに、4 月はノルウェークローナの急騰から同国の年金基金が大規模な巻き戻し(米国売り)に踏み切った可能性も指摘された。確かに、4 月、ノルウェーは▲49 億ドルと純流出だが(図・下)、3 月には米国債を中心として+260 億ドルの純流入を記録していたため、単にその反動が出ただけという可能性もある。この辺りの動きも 5 月以降、継続的に注目したい。

現実問題として「解放の日」以降でユーロ相場がとりわけ強い動きを見せているため、上述したようなユーロ圏が米国から資金を純流出させているという事実は「米国から欧州への資金ローテーション」を裏付ける証拠として重要性を秘めている可能性は否めない。いずれにせよ「解放の日」以降、米国から資本流出が相次ぎ、基軸通貨性まで失われるという議論が盛り上がり、現在でもそれは燦々している。しかし、そこまで大きな話をするにあたっては、TIC データなどに現れる変化の兆候をしっかり捉えていく分析姿勢が重要になるだろう。



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～
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	貰かれなかった「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	新しい対内直接目標の読み方～「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	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	懲りないドルアナラティブ～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	マールアラウゴ合意の読み方～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？～