

みずほマーケット・トピック(2025年7月1日)

## 25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～

25年上半期の為替市場をレビュー。上半期、「表の主演」は予想通りトランプ政権だったが、「裏の主演」は欧州だったと言えそう。安全保障面での台頭もさることながら、為替市場における欧州通貨の騰勢は特筆すべきものがある。為替市場の実勢が示すほど「ドルから欧州通貨へのローテーション」を裏付けるハードデータが揃っているわけではないものの、「構造的な欧州買い」が始まっている可能性は当面、留意しておきたいところ。米国が能動的にドル相場を下げることには無いが(それはナラティブである)、金融市場が欧州の相対的優位を評価し、受け身的にドル相場が下がる展開は十分あり得る。ドル全面安の中、円相場も騰勢を強めたが、過去3年間の下落幅を踏まえれば、そして日銀の金融政策が主要国の中で唯一利上げ方向にあることも考慮すれば、その上昇幅はむしろ限定的だったと言える。「この局面でもこれしか買われなかった」という意味で25年上半期は「円相場の地力」が可視化された期間だったように思える。

### ～「裏の主演」だった欧州～

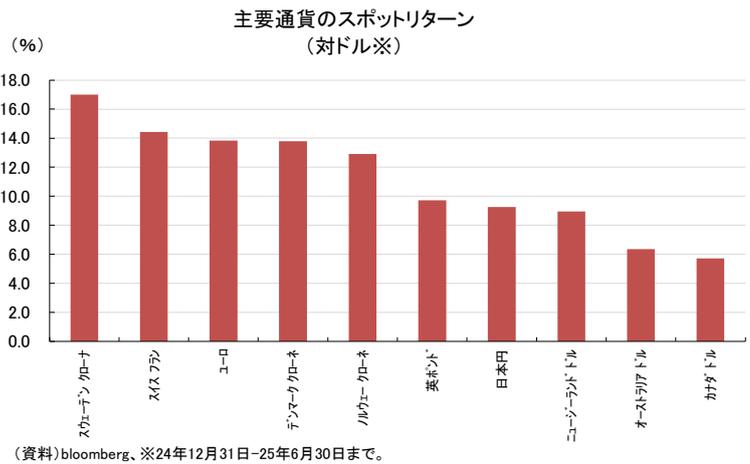
2025年も上半期を終えた。予想通り、第二次トランプ政権の一挙手一投足に振り回される期間だったが、「どうせ関税政策はブラフ(はったり)」という大方の予想に照らせば、想定外の事態に陥っているとの評価で差し支えないだろう。米国が予想以上に孤立主義へ旋回したことで金融市場では「ドル離れ」が一大テーマとなり、元より存在した第二次プラザ合意やマールアラーゴ合意と言ったレジームチェンジへの期待がにわかに高まった。この点、本欄では米国債離れの背中を押し、基軸通貨性の毀損にも繋がりがねないドル安誘導はトランプ政権の望むところではなく、「米国主導のドル安相場」という思惑はあくまでメディアのナラティブとして距離を置く姿勢を示してきた。現時点で入手可能な続報を踏まえる限り、この考え方は概ね正しかったのではないかと思われる。

なお、トランプ政権が相場の主演となることは事前に予想されていた展開だが、その余波で意外にも上半期に注目度を高めたのが欧州だった。トランプ政権の孤立主義が安全保障面における欧州の戦略的自律を促したという事実が歴史的には特筆されそうだが、為替市場でも欧州の相対的な高評価が際立った期間であった。その意味で「表の主演」は予想通りトランプ政権だったが、「裏の主演」は欧州だったというのが2025年上半期の注目点と言えそうである。

### ～ローテーション期待は半信半疑が実情～

例えばG10通貨の動きを具体的に見てみよう(次頁図)。上半期の対ドル変化率を見ると、上位陣はスイスフランが+14.4%、ユーロが+13.8%、英ポンドが+9.7%といった主要欧州通貨が居並ぶ。これら3通貨以外でもスウェーデンクローナが+17.0%、デンマーククローネが+13.8%、ノルウェークローネが+12.9%と軒並み二桁上昇率を実現している。G10通貨最大の上昇率を示したスウェーデンクローナは地政学リスクの高まりを背景として同国軍事産業に特需を期待するようなムードもあり、しばしば金融市場でも名前が挙がっている。この点は下半期も持続しそうな材料だろう。

このような値動きだけを踏まえれば、相互関税が公表された「解放の日」以降から熾る「ドルから欧州通貨へのローテーション」への期待はどうしても膨らむところだろう。実際、先週の本欄でも確認したように、4月時点の対米証券投資統計(TIC データ)では米国からユーロ圏への資金純流出が確認されているため、今後も検証を要する論点と筆者は考えている。とはいえ、4月時点の TIC データに限れば、ユーロ圏の資金引き



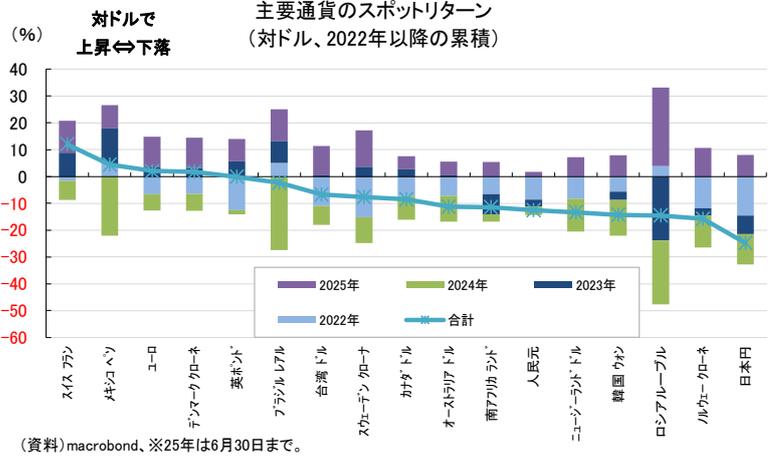
揚げは目立ったものの、政府年金基金による米国からの資金引き揚げが話題になったノルウェーは純流出が限定的であったし、英国から米国に至っては大きな純流入が確認されていた。為替市場の実勢が示すほど「ドルから欧州通貨へのローテーション」を裏付けるハードデータが揃っていないわけではない。「そうかもしれないし、そうではないかもしれない」程度の認識にとどめるべきである。

欧州へのローテーション期待については現時点で半信半疑という姿勢を保ちつつ、「構造的な欧州買い」が始まっている可能性は当面、留意して置いた方が良い。その上で米国が能動的にドル相場を下げることは無いが、金融市場が欧州の相対的優位を評価し、受け身的にドル相場が下がる展開は十分あり得るため、今後の見通し策定においても考慮すべき論点と考える。

～可視化された「円相場の地力」～

こうした中、円も対ドルで+9.3%と近年では例外的に大きな上昇幅を実現しているものの、欧州通貨には劣後している。為替市場は常に「相手がある話」だ。ドル全面安が発生すれば、その裏側で誰かが通貨高の按分を引き受けることになる。上述の通り、その多くは欧州が引き受け、日本、オセアニア、カナダには回ってきていないという印象が強い。既報の通り、2025 年上半期のドル相場はプラザ合意時に匹敵するほどの下落に直面しており、その中で非ドル通貨がまとまった幅で押し上げられるのは必然である。それは構造的な脆弱性が指摘されてきた円も例外ではない。

問題はその程度だ。過去3年間の下落幅を踏まえれば、そして日銀の金融政策が主要国の中で唯一利上げ方向にあることも考慮すれば、円の上昇幅はむしろ限定的だった。右図は 2022 年以降の主要通貨(G20)について、各年の騰落率を積み上げて比較したものだ。2025 年初来の円の上昇率をもってしても 2024 年の下落率(▲11.3%)を相殺しきれていないわけではない。2023 年以前の下落



局面も踏まえれば、この程度の円高では全く帳尻が合わない。ドルの基軸通貨性にまで疑義が及んだ 2025 年上半期は円を含めた非ドル通貨が買い戻される最大の好機であったはずであるから、「この局面でもこれしか買われなかった」という評価が実態に近いのではないだろうか。さらに言えば、方々で繰り返し論じられているように、IMM 通貨先物取引に象徴される「投機の円買い」は歴史的な高水準まで積み上げられているが、そこまでポジションが傾斜してもこの半年間程度の円高だったという認識も持ちたいところである。

2025 年上半期はドルの(大幅な)敵失によって構造的な脆弱性が認知されつつある円が浮揚できる貴重な期間だったように思えるし、言い換えれば「円相場の地力」が可視化された期間だった。もちろん、下半期以降もトランプ政権の挙動は不透明感が大きく、敵失によるさらなる円高も期待できるところだが、上半期の挙動から判断する限り、ドル/円相場の下値余地はさほど大きくないと考えておくのが妥当ではないかと思われる。パウエル体制下での FRB の連続利下げ、日銀の連続利上げ、相互関税の当初案通りの発動などが重なることで 140 円割れも視野に入る可能性はあるが、少なくともメインシナリオではあるまい。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuohobank.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27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
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～
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	買かれなかった「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	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～デュアルマニートの拮抗～
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～