

みずほマーケット・トピック(2025 年 7 月 29 日)

「米国離れ」の検証～5 月は過去最大の資本流入～

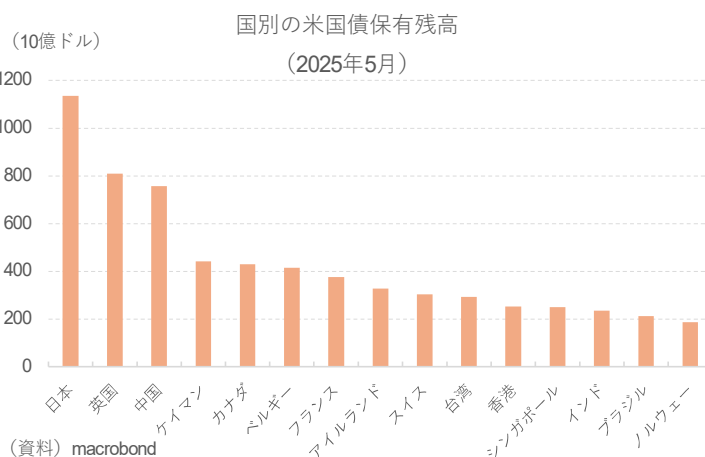
依然、金融市場ではトランプ政権下でのドルの基軸通貨性に疑義を唱える論調が多く、これがドル相場や米国債相場を押し下げている印象が拭えない。先月に続き、「ドル離れ」の実相に迫る意味から米財務省の対米証券投資統計(TIC データ)を精査する。結論から言えば、4 月から一変して5 月は米国への資本流入が大幅に回復しており、その額は+3185 億ドルと過去最大だった。商品別に見ると米国債への資本流入は+1463 億ドルに達し、これは過去 2 番目に大きな流入額だった。ちなみに株式も過去 4 番目に大きな流入を記録している。もっとも、これほど米国債への純流入が回復しても5 月の米金利は上昇しており、ドル相場も大して上昇していない。TIC データでは捕捉しきれない米国から欧州、アジアへというローテーションが寄与している疑いは残る。ちなみに G10 通貨に関し、5 月対ドルで下落したのは円だけ。「ドル全面安の下でもさほど円高が進まない(逆に円安が進む)」という可能性を示唆した期間だったと言えるだろう。ドルの基軸通貨性が毀損したからと言って、円の構造的弱さが克服されるわけではない。

～「米国離れ」の検証～

依然、金融市場ではトランプ政権下でのドルの基軸通貨性に疑義を唱える論調が多く、これがドル相場や米国債相場を押し下げている印象が拭えない。この点、先月の本欄ではこうした国際的な資本フローを捕捉するハードデータとして米財務省の公表する対米証券投資統計(TIC データ)を継続ウォッチする重要性を訴えた。7 月 18 日には5 月分のデータが明らかになっているため定点チェックしておきたい。TIC データ

に関しては相変わらず米国債保有残高に着目する報道が多く、海外勢の米国債保有残高が 9 兆 450 億ドルと、4 月から増加したことが報じられた。国ベースでは中国が 2009 年 2 月以来の低水準となる 7563 億ドルまで保有残高を減らす一方、日本は過去最高の 1 兆 1350 億ドルと過去最高の残高であったことくらいしか報じられていない。

4 月にあれほど「米国離れ」が騒がれ、実際に海外勢の米国債保有残高が減ったわけだが、5 月に買い戻しが起きていることについての報道は殆ど見られていない。なお、前月も論じたように、米国債保有者の上位国・地域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そうな国々であり、米国債保有残高だけから得られる情報は限定的である。また、この点も論じた通りだが、メディアが注目する中国保有分の増減についても、英



国やベルギーを経由して保有されている可能性もあるため、やはり後述するような月次での国・地域別のフローを押さえることで、「米国離れ」の実相に迫ることができると考えられる。「ドル凋落」や「米国離れ」を騒ぐ以上、その後ろで実際に起きていることに目を向ける努力は続けたいところだ。

～5月は過去最大の資本流入～

右図(上)は米国への長期有価証券投資に関し、商品別に売買動向を見たものだ。一瞥して分かるように、4月に純流出となった以上に5月は純流入が復活し、全ての商品に対して純流入が確認できる。合計では+3185億ドルと過去最大の資本流入だった。注目される米国債は+1463億ドルと過去2番目に大きな流入額を記録している。ちなみに過去最大は2022年8月の+1752億ドル。同年3月以降、大幅な利上げ局面の開始に伴って米国債利回りも押し上げられ、米国債の投資妙味が増していた時期だ。また、株式についても+1143億ドルでこれは過去4番目の大きさだった。4月の相互関税ショックで「陰の極み」とも言える状況に振れた後、徐々にTACO(Trump Always Chickens Out:トランプはいつもビビって逃げる)相場が支配的となる中、5月以降から7月の足許に至るまで米国の主要株価指数は過去最高値を断続的に更新する状況に戻っている。4月、5月のTICデータはこの実情をはっきり映し出していると言えるだろう。

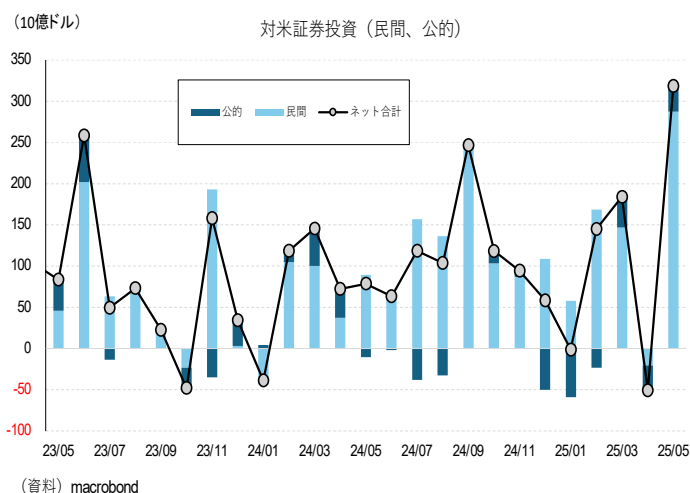
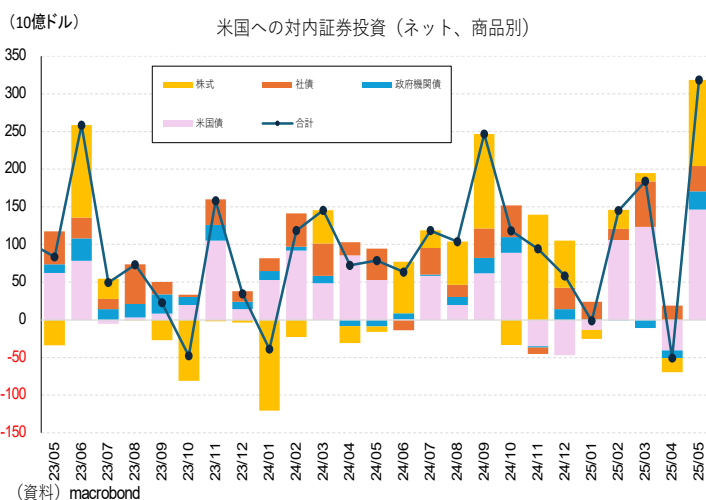
もともと、これほど米国債への純流入が回復しても5月の米金利が顕著に低下したわけではなく、例えば2年金利は3.6%程度から3.9%程度、10年金利は4.2%程度から4.4%程度へ、それぞれ上昇している。この辺りはTICデータでは捕捉しきれない米国から欧州、アジアへというローテーションが寄与している疑いは残る。ちなみに公的・民間部門の別に見れば(図・下)、公的部門が+311億ドル、民間部門が+2875億ドルと圧倒的に民間部門による米国投資がけん引したことも分かる。ちなみに民間部門の資本流入としてはこれも過去最大であった。

に反っている。4月、5月のTICデータはこの実情をはっきり映し出していると言えるだろう。

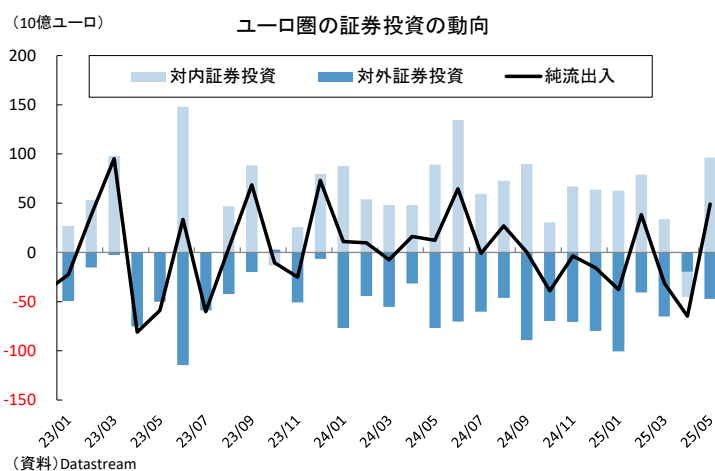
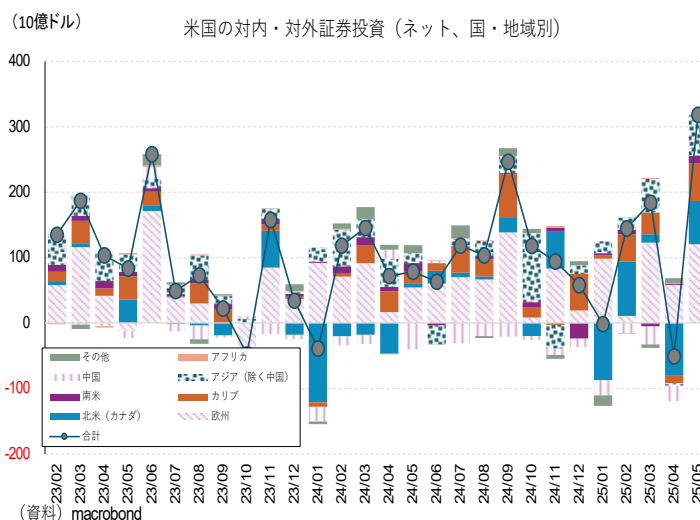
もともと、これほど米国債への純流入が回復しても5月の米金利が顕著に低下したわけではなく、例えば2年金利は3.6%程度から3.9%程度、10年金利は4.2%程度から4.4%程度へ、それぞれ上昇している。この辺りはTICデータでは捕捉しきれない米国から欧州、アジアへというローテーションが寄与している疑いは残る。ちなみに公的・民間部門の別に見れば(図・下)、公的部門が+311億ドル、民間部門が+2875億ドルと圧倒的に民間部門による米国投資がけん引したことも分かる。ちなみに民間部門の資本流入としてはこれも過去最大であった。

～全ての国・地域から資本流入～

この点、国・地域別の動きを見ると、欧州が+1210億ドル、北米(≡カナダ)が+660億ドル、カリブ

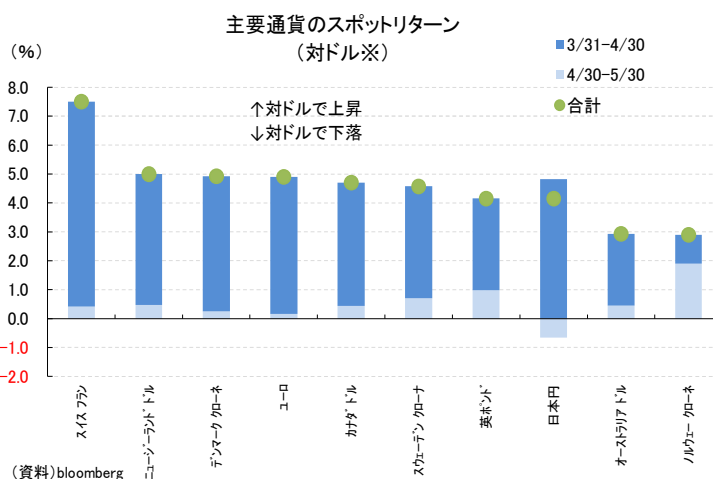


が+580 億ドル、アジア(除く中国)が+560 億ドルなど、全地域から米国への投資が確認できる。中国ですら+32 億ドルと 11 か月ぶりの純流入である。「米国離れ」と言えば、その行先として欧州、特にユーロ圏への資金回帰が注目されやすいが、5 月はユーロ圏から米国への+530 億ドルの純流入を記録している。もっとも、5 月分の EU の国際収支に目をやると、域外から域内への対内証券投資が+960 億ユーロと 2024 年 6 月以来、11 か月ぶりの大きさを記録している。欧州全体が米国から継続的な資金の引き揚げを行っているかどうかは断言できないものの、国際資本フローが欧州に惹きつけられている可能性は確かに感じられる。現に、4 月から 5 月にかけてユーロもポンドも著しく上昇しており、こうして資本フローの裏付けも確認できている。このような動きが半年、1 年と継続的に見られた場合、「ドルの基軸通貨性が毀損している」という大きな話が信憑性を帯びることになる。現状、「米国離れ」はテーマとして若いものであり、その容疑は依然かかっているものの、その確証を得るまでには至っていないというのが現状であろう。



～為替市場の動きと齟齬～

4 月から 5 月までの 2 か月間について G10 通貨の動き(対ドル)を一覧にしたものが右図だ。全ての通貨が 4 月に大幅上昇した後、5 月は横ばいのイメージに落ち着いていることが分かる。見方を変えれば、4 月に高まった悲観ムードは 5 月に巻き戻されておらず、据え置かれているとも読める。TIC データが示すように 4 月と 5 月で資本フローが相殺し合っているわけではない。直情的な為替市場ではテーマ性に応じて期待が先行しやす



いため、「ドルの基軸通貨性が毀損している」という思惑が取引を増幅しやすいのだろう(ドルを売るのに実際にドルを持っている必要はない)。なお、余談だが、図示されるように、G10 通貨に関し、5 月対ドルで下落したのは円だけであった。この流れは 6 月、7 月と引き継がれており、その背景に政局流動化とそれに伴う財政懸念があることは周知の通りである。本欄では繰り返し論じている趣旨だが、「ドルの基軸通貨性に疑義が生じる」という事実は過去 3 年間で注目されてきた「円の構造的な弱さ」という事実と両立する。言い換えればドル全面安の下でもさほど円高が進まない(あるいは逆に円安が進む)という可能性は十分考えられる。

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.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7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分)
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
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/円相場への合意～)
2025年6月18日	貰けなかった「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	新しい対内直接投資目標の読み方～「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GFSCR～
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「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)