

みずほマーケット・トピック(2025年8月18日)

欧州の外交成果が垣間見えた米露首脳会談

米露首脳会談は大方の予想通り、進展なく幕を閉じた。リスクシナリオと見られていた「欧州やウクライナの頭越しに米国が勝手にロシアと手打ちにしてしまう」という展開が回避されたことは朗報。これは EU を主軸とする外交成果とも考えられる。過去の本欄でも確認したように、米 EU 関税交渉はあからさまに米国有利な内容で着地しており、これが安全保障面について米国の関与を約束させた見返りだったという読み筋が濃厚。今回の会談結果はその文脈から理解したいところ。本件が材料視されたとは言い切れないが、会合後のユーロ相場は堅調。今後の分析上、「グローバルな資金ローテーション」と「欧米の安全保障関係」は互いに切り離せない論点になるはず。もっとも、目先のユーロ相場については欧米金利差の縮小という卑近なテーマに依存したユーロ高にそれほど持続可能性があるかは疑問。時間軸を分けた評価が必要。

～米露首脳会談から見えるもの～

先週 15 日にアラスカ州で行われた米露首脳会談は大きな進展なく幕を閉じた。「進展なし」は大方の予想通りであり、リスクシナリオと見られていた「欧州やウクライナの頭越しに米国が勝手にロシアと手打ちにしてしまう」という展開は回避された。トランプ大統領は「多くの点で合意した。まだ完全に合意に至っていない大きな問題がいくつかある」と述べており、合意した「多くの点」が何だったのかは明かされていないものの、これは EU を主軸とする外交成果だと筆者は捉えている。過去の本欄でも確認したように、米 EU 関税交渉はあからさまに米国有利な内容で着地しており、これが安全保障面について米国の関与を約束させた見返りだったという読み筋が濃厚である。今回の首脳会談の帰結はそうした文脈も絡めて理解する必要があるだろう。

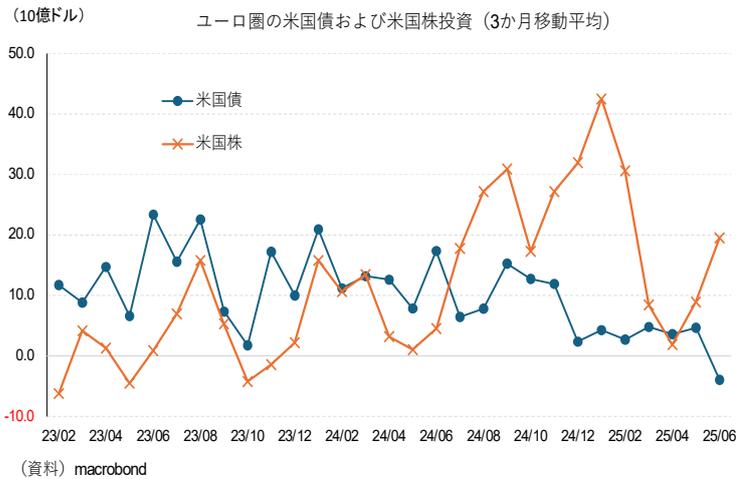
一方、ロシアにとっては上々の仕上がりだったのではないかと。プーチン大統領には仰々しい赤絨毯が用意され、送迎車はトランプ大統領と同じ専用車に同乗が許されるなど、ロシアが国際的に孤立しておらず、依然重要な存在であることがしっかり示されたという解釈は多い。少なくとも「欧米」と呼べるほど米国と欧州の距離は近いものでは無く、また 2022 年 3 月の SWIFT 遮断時に想定されたほどロシアが孤立していないということをよく示す会談だったように思える。

～米国債投資は漸減傾向～

本件が材料視されたとは言い切れないが、会合後のユーロ相場は堅調である。長い目で見れば、安全保障面の材料とユーロ高を結び付けるような解釈は相応の説得性を帯びる可能性はある。過去の本欄でも繰り返し確認した通りだが、米国がこれからも覇権国であり続けるためには中国という新しい覇権国に対峙するための戦略・戦術に資源を割く必要がある。結果的に対ロシアに関しては資源を割けなくなり、周知の通り、欧州への負担が増している。当然、欧州における安全保障面での米国への信頼度は下がることになる。安全保障面で絶対的な力を行使できるからこそ覇権国であり、覇権国であるからこそドルが基軸通貨足り得たのだから、現在のように米国が欧州とロシア

の間で浮遊しているような状況では、基軸通貨としてのドルに対する信頼は動揺して当然である。

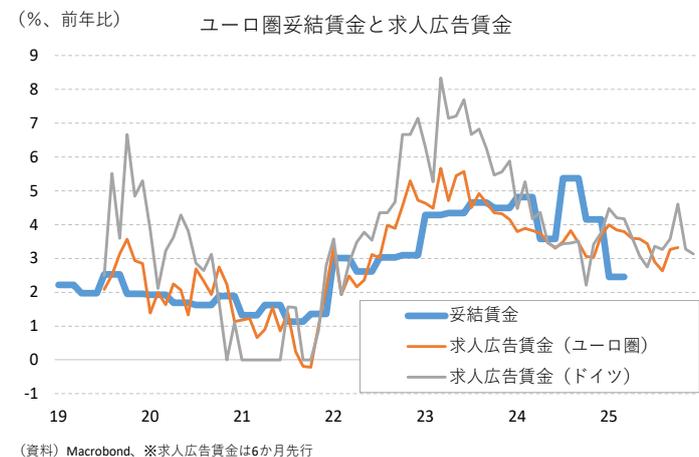
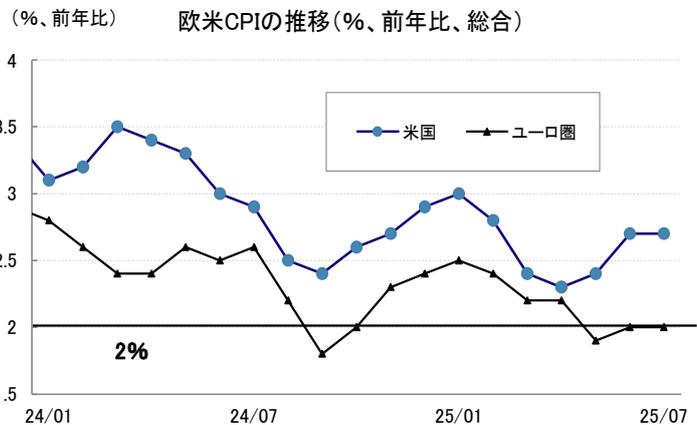
右図に示すように、米財務省の対米証券投資統計(TICデータ)を見ると、ユーロ圏から米国への証券投資は株式については依然旺盛であるものの、米国債については失速が顕著である。片や、EU側の国際収支統計を見れば、域外から域内への対内証券投資が足許で好調であるため、「ユーロ圏→米国」の投資が巻き戻されていることに加え、「主要国→ユーロ圏」というユーロ圏にとっては



新規資金も流入している可能性はある。但し、TICデータは6月まで、EUの国際収支は5月までの数字しか揃っていないため、これらが新しい時代の潮流と言える動きにまで発展するかはまだ分からない。このような動きが持続すれば、最終的には外貨準備構成通貨(COFERデータ)などにも反映されてくる可能性がある。いずれにせよ、分析上、「グローバルな資金ローテーション」と「欧米の安全保障関係」は互いに切り離せない論点になるだろう。

～金融政策由来のユーロ高シナリオは盤石ではない～

もっとも、そうした長期的な議論から離れ、目先の金融政策運営について論点整理をしておく、やや勝手が変わる。利下げ打ち止めが見えているECBに対し、連続利下げへの期待が高まるFRBという格差からユーロ相場が押し上げられるのは必然にも思われるが、現実はまだ複雑かもしれない。例えば物価面で言えば、「2%への収束がほぼ完了している感のあるユーロ圏」と「2%からの上方乖離が依然目立つ米国」という状況にある。先行性のある求人広告賃金の動きを前提とすればユーロ圏消費者物価指数(HICP)は足許から若干押し下げられる可能性もあり(右図・下)、その際、「恒常的な2%割れを前にECBが本当に利下げを停止できるのか」という疑義は浮上する。これに対し、FRBは「関税によるインフレ押し上げが視野に入っている中、連続的な利下げができるの



か」という疑義が残る。年内 1～2 回の利下げは行われたとしても、新体制での連続的な利下げに蓋然性があるのか定かではない。

長期的には「グローバルな資金ローテーション」という壮大なテーマによりユーロ相場は支えられそうだが、目先の相場については欧米金利差の縮小という卑近なテーマに依存したユーロ高はそれほど盤石ではないというのが現時点でのユーロ相場に対する整理になるだろう。

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.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8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年7月分)
	週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～「海外一国内」のローテーションはあるか?～)
2025年8月14日	ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～
2025年8月13日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
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～
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(変わるドル下落相場の背景～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～