

みずほマーケット・トピック(2025 年 9 月 16 日)

## 日米財務大臣共同声明の読み方～2つの論点～

先週 12 日の日本時間午前、日米財務大臣共同声明が突然発表された。声明文の大部分は殆ど違和感が無いものであり、金融市場でも材料視されていない。しかし、この声明文には 2 つの気がかりな論点が記載されていた。それは①年金基金運用と為替レートへの影響に言及が見られたこと、②外貨準備構成通貨の公表義務化が明記されたこと、の 2 点。長い目で見れば、外国為替市場において非常に重要な話と考えられる話だ。①については今年 6 月の為替政策報告書で既に問題提起されており、これが日米合意に織り込まれた格好である。現行の GPIF 基本ポートフォリオの乖離許容幅を参考に最大限の円買いが行われた場合、30 兆円程度の円買いは想定可能。また、②については日本がこれを受け入れたことで、日本以外の巨額の外貨準備を保有するアジア諸国にも同じような要求が及ぶ可能性がある。米国債の安定消化はミラン論文で重視されてきた論点の 1 つであり、今回の合意にもそれが盛り込まれた格好。

### ～共同声明の見どころ～

先週 12 日の日本時間午前、日米財務大臣共同声明が突然発表された。日米通商協議は関税部分については赤澤経済財政・再生担当大臣、為替部分については加藤財務大臣がそれぞれ担うという建付けになっていた。声明文には「為替レートは市場において決定されるべきことで、過度の変動や無秩序な動きは経済や金融安定に悪影響を与えうることを再確認した」と為替レートに関する常套句が盛り込まれており、これ自体は G7 や G20 の財務相会合で確認されるような内容と大差はない。実際、加藤財務大臣は「これまでの G7 などでの議論をベースとしたもの」、「我々の今までのやり方に影響するものではない」との認識を示している。ゆえに、声明後に大きな相場変動も見られていない。しかし、この声明文には以下 2 つの気がかりな論点が記載されていた：

- ① 年金基金等その他の政府の投資主体による海外への投資は、引き続きリスク調整後のリターンや分散化の目的で行われ、競争上の目的のために為替レートを目標とはしないこと
- ② IMF の「外貨準備と外貨流動性に関するデータ・テンプレート」に沿って、月次で外貨準備のデータとフォワード・ポジション、年次で外貨準備の通貨構成を公表すること

双方の論点は直ぐに市場の取引材料となる性質のものではないが、長い目で見れば、外国為替市場において非常に重要な話でもあるため、ここで深掘りしておきたい。

### ～為替政策報告書の予告通り～

まず、①に関しては今年 6 月 5 日に公表された為替政策報告書で既に問題提起されていた経緯があり、当時の本欄でも大いに注目した。具体的に同報告書では「政府系投資機関(例: 公的年金基金)は為替相場を目的として投資するのではなく、リスク調整後のリターンや分散投資を目的とす

べき」と今回の声明文と類似の趣旨が明記されていた。この記述を踏まえ、当時の本欄で筆者は以下のような問題意識を示した：

- 為替介入を通じた円高誘導は露骨な米国債売りを促す可能性があり、G7 協定にも反するが、年金運用を修正させる経路ならばそのようなデメリットは回避できる。おりしも日米関税交渉が行われる中、様々な可能性に思索を巡らせてしまうのは筆者だけではないだろう。「需給面での円売り超過」をメインシナリオにおける主たる材料に据える筆者にとって、今回の為替政策報告書は日銀の利上げペースへの影響もさることながら、GPIF を筆頭とする公的年金の挙動にどのように影響するかが大きなリスクとなるように感じている。

今回の声明文に記載された①にどのような意図が込められていたのか。筆者には知る由もないが、程度の差こそあれ、「日本の公的年金運用が通貨安の一因になっている可能性がある」という思惑が無ければ、このような指摘が出てく

GPIF、基本ポートフォリオの変遷（％、全資産に占める割合）

|              | 外国債券 | 外国株式 | 外貨建て資産合計 |
|--------------|------|------|----------|
| 06～09年度      | 8    | 9    | 17       |
| 13年6月～14年10月 | 11   | 12   | 23       |
| 14年10月～15年3月 | 15   | 25   | 40       |
| 20～24年度      | 25   | 25   | 50       |

（資料）GPIF

る理由はない。過去の本欄でも確認したように、GPIF の基本ポートフォリオにおける外貨建て資産の割合は 10 年で倍以上に膨らんでいる(表)。結果的に見れば、この修正は運用面からは大きな成功を納めているが、理論的に偏った印象を与える構成であることも事実だろう。改めて簡単にその経緯を振り返っておくと、2014 年 10 月 31 日、黒田体制下の日銀はハロウィン緩和と呼ばれた大規模な追加緩和に踏み切り、年間の国債購入額を 10～20 兆円引き上げることを選定した。これと同日に GPIF のポートフォリオ変更が発表され、基本ポートフォリオにおける外貨建て資産比率が 23%から 40%へ大きく引き上げられ、国債は 60%から 35%へ引き下げられた。

日銀が国債購入を増やすタイミングで GPIF が国債購入を減らし、その代わりに外貨建て資産の購入が増えた以上、米国に限らずとも海外市場参加者が「年金基金を活用した相場誘導」と解釈しても不思議はない。この点、トランプ大統領のドル安志向も相まって「それはもう容認できない」というのが米国側の本音なのかもしれない。表立って米国債売りを伴う円買い・ドル売り介入を催促するとその影響が伝播する可能性はあるが、偏っている年金運用を修正する過程で生じるドル売りならば大騒ぎにもなりにくいという考え方はある(もっとも他国の年金運用に干渉する権利はないが)。

## ～30 兆円の円買い？～

既に GPIF の基本ポートフォリオは 2025 年度から 2029 年度の 5 年間について確定したばかりなので、次回の基本方針変更は 2030 年度以降になる。その時、もうトランプ政権は任期を終えている。しかし、日米関税協議の中で①のような指摘が明文化されたことに絡めて何らかの動きを想定するならば、「基本ポートフォリオからの乖離許容幅」を上限とする調整はあり得る。例えば、現行計画では「外国債券は±5%ポイント、外国株式は±6%ポイント」の乖離が許容されている(それぞ

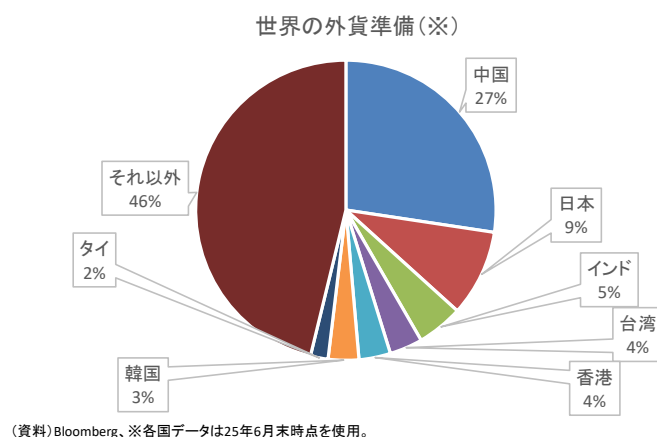
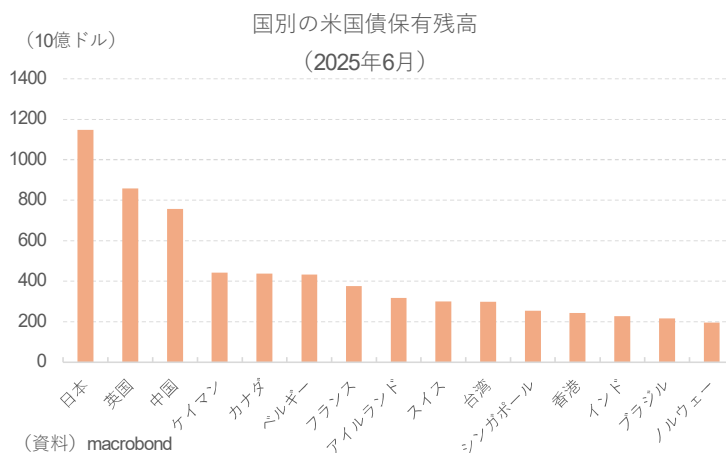
れターゲットは 25%)。例えば、外貨建て資産の割合を約▲10%ポイント引き下げるとした場合、現行の総資産(260 兆 243 億円、2025 年度第 1 四半期末現在)を前提とすると約 26 兆円の円買いが誘発されるイメージになる。

GPIF の基本ポートフォリオは GPIF とセットで注目される主要 3 共済(国家公務員共済、地方公務員共済、私学共済)を筆頭に他の運用主体にとっても事実上のベンチマークとして機能する側面がある。ちなみに主要 3 共済の運用残高は約 30 兆円であるため、ここから▲10%ポイント分の外貨建て資産の売却を想定すれば約 3 兆円の円買いになる。つまり、GPIF と主要 3 共済で 29 兆円程度の円買いというイメージになる。直感的に言えば、こうした 30 兆円に肉薄する円買いは、今次円安局面(2022～24 年の 3 年間と仮定)を駆動してきたであろう貿易サービス赤字の累積(▲37.4 兆円)を 8 割方飲み込む巨額のフローということになる。もちろん、短期間のうちにこうしたフローが実現するわけではないが、中長期的な円相場を分析する上で、無視できない論点である。

### ～外貨準備構成通貨の公表を求める意味～

次に②の外貨準備構成通貨の公表も興味深い論点だ。これは日本に限った話ではなく、今後、日本を筆頭とするアジア諸国に要求される可能性があるという意味で注目したい。かねて本欄で論じているように、外貨準備構成通貨におけるドル比率は低下傾向にある。せめて親米国に関してはこのような動きに歯止めをかけたいと米国が考えたとすれば、「定期的に外貨準備構成通貨を公表させる」ことでけん制になると考えた可能性はある。

こうした思惑を念頭に置いた場合、世界の外貨準備の 6 割が集中するアジア諸国が当然、要求の対象となりやすいはずである。米財務省の証券投資統計(TIC データ)を踏まえれば、日本は既に世界最大の米国債保有国であるため(図)、公表義務化によりその状態を定着させ、安定消化に繋げたい考えは当然あるだろう。しかし、それ以上に要求しやすい日本を皮切りにして、そのほかの巨額の外貨準備を保有するアジア諸国(インド、台湾、香港、韓国など)も定期公表に持ち込みたいという狙いはあるかもしれない。そもそもスティーブ・ミラン大統領経済諮問委員会(CEA)委員長(次期 FRB 理事)の論文には「海外保有の米国債満期の長期化(具体的には短期債の長期化、究極的には 100 年債への置き換え)」という戦略項目があった。今回、日米合意に



において、日本の外貨準備構成通貨の公表が義務化される流れは、関税同様、またもミラン論文に沿った立ち回りだったと理解して良さそうだ。実は、より厳密には「米国は 100 年債で高金利を払う傍らで、海外保有の米国債に課税する」というのがミラン論文の目論見でもあった。今後、そうしたびっくりするような提案が出てくる可能性にも一応、構えておくべきなのだろう。

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](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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](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9月12日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～基本は現状維持、利上げの機を窺う～)           |
| 2025年9月11日 | 警戒すべき「貰い事故」～海外からの財政リスク相場～                     |
| 2025年9月10日 | 円相場の需給環境について～頭打ちとなるヒト関連～                      |
| 2025年9月9日  | 誰が首相になっても「変わらぬ3つの論点」                          |
| 2025年9月8日  | 続・対米投資5500億ドル合意の現在地                           |
| 2025年9月5日  | 週末版                                           |
| 2025年9月4日  | 遂に「利上げ再開」の兆しも出始めたECB                          |
| 2025年9月3日  | 対米投資5500億ドル合意の現在地                             |
| 2025年8月28日 | 週末版                                           |
| 2025年8月27日 | 円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～                          |
| 2025年8月25日 | ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方                          |
| 2025年8月22日 | 週末版(「ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか?～「需要不足」への問題意識は高止まり～) |
| 2025年8月20日 | 4～6月期、「米国離れ」の真相～TICデータ～                       |
| 2025年8月19日 | 上半期の円の需給環境について～改善傾向～                          |
| 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                           |
| 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→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人事の影響力                          |
| 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/円相場への合意～)                     |
| 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～デュアルマં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?                            |