

みずほマーケット・トピック(2025 年 10 月 2 日)

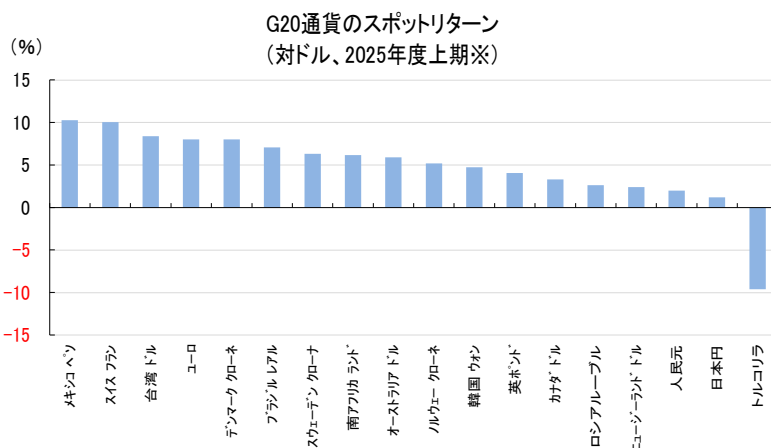
25 年度上半期レビュー～主役の欧州通貨、悲惨な円～

25 年度上期の為替市場動向を簡単にレビュー。G20 通貨について対ドルでの変化率を並べると、やはり主要通貨では欧州通貨の騰勢が目立った。周知の通り、25 年度上期は概ね「解放の日(4 月 2 日)」と同時に始まっており、ドルの基軸通貨性に疑義が生じ、「ドル離れ」が為替市場で争点化し始めた時期と重なる。上位 10 通貨のうち、5 通貨が欧州通貨であり、米国から欧州への資金ローテーションというテーマには一応の状況証拠と説得力を見出すことができる。もっとも、ハードデータからそうした動きに確証を持つには至っていないことに注意。なお、これほどのドル全面安でも円に資金は戻らなかったことの意味は小さくない。円は過去 3 年間、これほど全面安を強いられていたにもかかわらず、年初来の強烈なドル安相場には入れて貰えなかった。結局、「ドルは危ないが、円も危ない」という市場の思惑を読み取るほかない。

～ローテーションに 1 つの状況証拠～

2025 年度上期の為替市場動向を簡単にレビューしておきたい。

G20 通貨について対ドルでの変化率を並べると、やはり主要通貨では欧州通貨の騰勢が目立つ局面だった。右図では視認性の観点から G20 通貨のうちアルゼンチンペソ(▲27.9%)だけは除外しているが、トルコリラとアルゼンチンペソ以外の通貨は対ドルで上昇しており、文字通りドル全面安であった。周知の通り、2025 年度上期は概ね「解放の日(4 月 2 日)」と同時に始まっており、ドルの基軸通貨性に疑義が生じ、「ドル離れ」が為替市場で争点化し始めた時期と重なっている。上位 10 通貨のうち、5 通貨(スイスフラン、ユーロ、デンマーククローネ、スウェーデンクローナ、ノルウェークローネ)が欧州通貨であり、米国から欧州への資金ローテーションというテーマには一応の状況証拠と説得力を見出すことができる。



(資料) macrobond、※25年3月31日～25年9月30日、アルゼンチンペソは除く

～「ドル離れ」、ハードデータからの確証はまだ～

もっとも、米財務省が公表する対米証券投資統計(TIC データ)のようなハードデータを踏まえる限り、欧米間のローテーションに確証が持てる状況ではない。本稿執筆時点では7月分までが明らかになっているものの、今年4～7月分が例年と比べてユニークな動きをしていたわけではない(次頁図)。4月以降、本欄では「ドル離れ」というテーマが多分にナラティブである可能性を論じてきた

が、やはりその疑いは今も消えていない。メディアのヘッドラインやこれに感化される金融市場では「ドルの軸通貨性」について「継続」か「崩壊」かの2択でしか考えようとしないが、現実には「動揺」という中間にあるというのが筆者の基本認識である。しかし、「崩壊」でなければストーリー性を帯びず、有力なナラティブにもならないので、どうしても中間という判断が真摯に受け止められることはない。「崩壊」

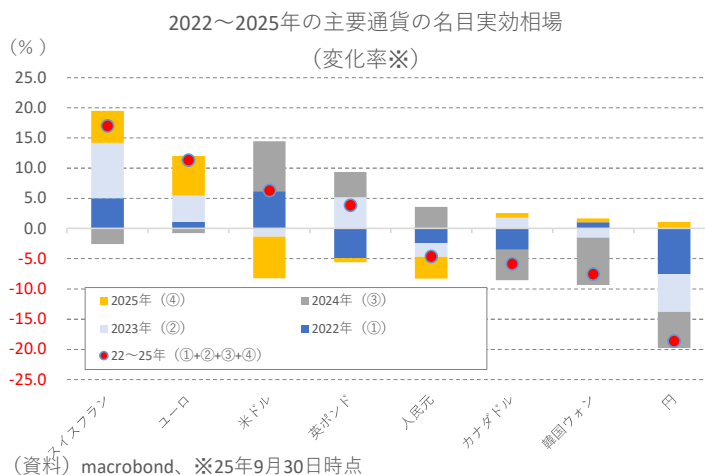
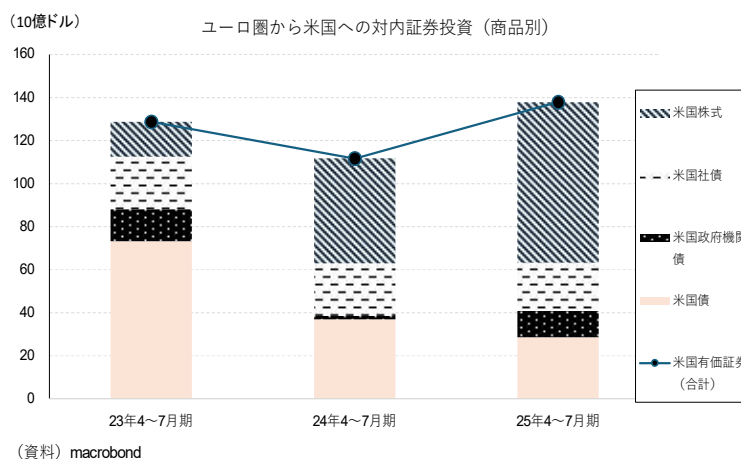
への期待が投機的な思惑を扇動し、欧州通貨買いが優勢になっているのだからと思われるが、現実の資本フローに関してはまだそれほど裏付けが取れていないのが現状である。むしろ4～7月合計の対米証券投資としては過去3年間で最も大きな規模であり、「ドル離れ」が喫緊に迫った相場現象とは言えない。米国債への投資に限れば、過去3年間で最小という指摘も可能であるため、その点で「ドル離れ」を完全否定するものでもないが、総じて買い越しが維持されていることには変わりなく、やはり現時点で欧米間のローテーションには確証は持てない。

～「ドルは危ないが、円も危ない」ということ～

なお、図示されるように、トルコリラとアルゼンチンペソ以外の全ての通貨は対ドルで上昇しているが、その中で円は+1.2%と上昇通貨の中では最低だったことも特筆される。2022年以降、一方的に下落を強いられてきたこと、しかもG7通貨の一角であることを踏まえると、これほどのドル全面安の中でも円に資金が戻らなかったことの意味は小さくない。名目実効為替相場(NEER)で見ても、年初来で明確に下落しているのはドルと人民元くらい

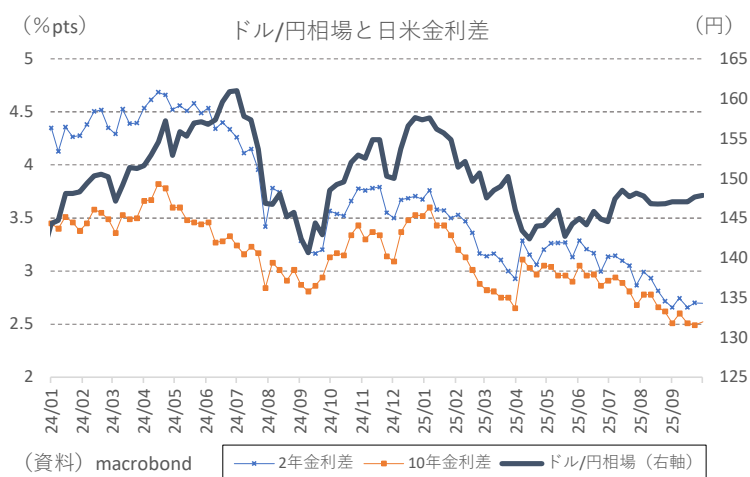
であるが、その通貨高の按分は基本的に欧州通貨に配分されている(図)。円は過去3年間、これほど全面安を強いられていたにもかかわらず、年初来の強烈なドル安相場には全く入れて貰えなかった。結局、「ドルは危ないが、円も危ない」という市場の思惑を読み取るほかない。

繰り返し論じているように、今年5月以降、日米金利差は円金利上昇が主導する格好で顕著に



縮小しているが、ドル/円相場は期待とは裏腹に上昇してきた(図)。もはや円金利上昇(と結果としての日米金利差縮小)は円売り要因になっているようにすら見える。この点、日銀の利上げ観測だけではなく、本邦政局不安とこれに付随する拡張財政への不安が円金利上昇の背景にあるのだとすれば、ある程度納得感を覚えるところだろう。9 月日銀金融政策決定会合の「主な意見」を踏まえ、10 月利上げ観測がにわかに高まっている現状で円もじり高になりつつあるが、「145～150 円」というレンジで一進一退という印象を脱却できているわけではない。

直近 3 年間、「円安はあくまで日本固有の要因に根差した動き」というのが筆者の一貫した姿勢であった。2025 年度上期における円の弱さを踏まえる限り、金融政策環境に拘らず、需給環境(象徴的には国際収支統計など)や政治環境、そしてこれに伴う財政環境などを丁寧にウォッチすることが、迂遠に見えつつ真相に迫る上での近道なのではないかと思わずにはいられない。



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

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10月1日	いよいよ終焉を迎える「現預金50%」時代
2025年9月26日	週末版
2025年9月24日	ユーロの基軸通貨性を再考する～global euro～
2025年9月22日	日銀金融政策決定会合～10月利上げは堅いのか？～
2025年9月19日	週末版
2025年9月18日	FOMCを終えて～可視化される独立性毀損～
2025年9月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～自動車、読めず～
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～
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「貫い事故」～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/円相場への含意～)
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	密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？