

ともに挑む。ともに実る。



中期為替相場見通し

2025 年 5 月 30 日

みずほ銀行
国際為替部

目次

【見通しの概要】	P.2
----------	-----

◆ ドル/円相場の見通し～ドル安ナラティブの終焉～

日米関税交渉の現状と展望～懲りないドル安ナラティブ～	P.3
円相場の需給環境について～円売りの強さは基本的に変わらず～	P.6
補論: デジタル赤字の展望について～経産省モデルの示す未来～	P.8
メインシナリオへのリスク点検～怖いアジアの米国債離れ～	P.13

◆ ユーロ相場の見通し～堅調の持続性には疑義～

ユーロ相場の現状と展望について～金利差から乖離するユーロ相場～	P.17
ユーロ圏の関税交渉について～懸念通りの状況に～	P.18

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

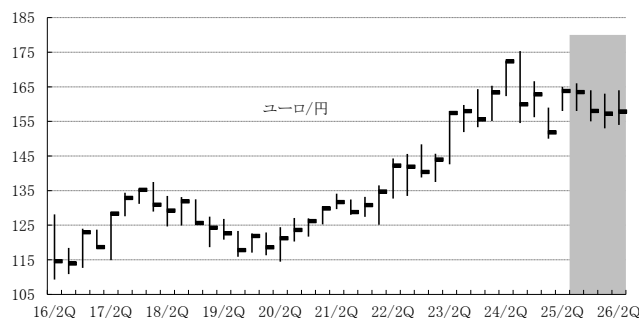
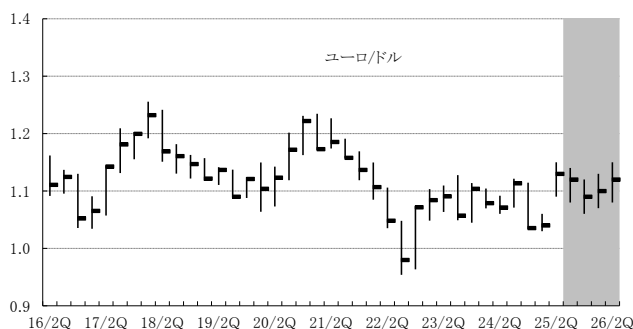
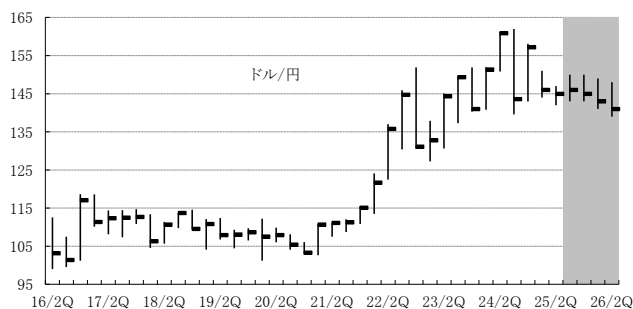
5月のドル/円相場は方向感に欠いた。関税協議については、英国や中国の合意が報じられる中で市場心理が改善する一方、EUとの対立は先鋭化しており、依然予断を許さない。また、関税協議の混乱が小康を得る中、今度は米政府の財政状態が争点化し、米金利の高止まりが懸念材料として浮上している。楽観と悲観を行き来する中、ドル相場もこれに応じて上昇と下落を繰り返しており、ファンダメンタルズ分析が報われにくい雰囲気非常に強い。しかし、4～5月を通じて「トランプ政権はドル安を求めている」というナラティブがようやく終焉を迎えようとしていることは大きな変化だ。4月の円に続き、5月は台湾ドルや韓国ウォンもこのナラティブに巻き込まれたが、結局は公式発言で打ち消されている。ドル/円相場に至っては加藤・ベッセント会談を通じて、現状がファンダメンタルズを反映した相場であることが確認された。少なくとも日米協議の争点はあくまで自動車であり、為替ではなく、4月のような理不尽な円高は生じにくいように思える。第二次プラザ合意的な思惑でドル安が進んだ際、押し目として淡々と対応すれば良いだろう。金融政策に関しては、年明け以降、ポスト・パウエル体制を睨んだハト派期待が高まりやすいのは避けられないだろう。しかし、年内に限って言えば、米利下げに賭けてドル安が進むという展開は難しくなっているように思える。足許の「投機円買い」の大きさを踏まえれば、尚のこと、その思いは強まる。

片や、5月はユーロ相場も方向感に乏しい時間帯が続いた。ドルの信認喪失を受けた「敵失のユーロ高」は基本的に続いているが、関税騒動にある程度の目途がつく中、一方的な売買も控えられつつある。もっとも、中国や英国と折り合いをつける米国だが、EUに対しては手厳しい言動が続いており、当分落ち着きそうな雰囲気はない。トランプ政権を懐柔しようとする主要国と異なり、EUは正面から戦う姿勢を崩しておらず、直感的に両者の相性はかなり悪そうだ。域内の経済・金融情勢に目をやると、インフレ率は+2%近傍で安定しているが、当面の賃金鈍化を前提としてECBの利下げ路線は持続しそうである。4月以降のユーロ/ドル相場の騰勢は明らかに欧米金利差から正当化されないものであり、ドル強体制の瓦解を視野に入れた地合いと考えられる。予測期間中にそのシナリオが実現するとは思えないが、米国から欧州へのローテーションを指摘する声もあり、だとすれば、ユーロ相場の底堅さは予想せざるを得ない(これはドル/円の上値の重さにも繋がる)。毀損した米国への信頼が直ぐに復元する雰囲気もなく、利下げにもかかわらずユーロ/ドル相場の堅調は続きやすいだろう。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2025年 1～5月(実績)	6月	7～9月期	10～12月期	2026年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	139.89 ～ 158.88 (143.74)	142 ～ 147 (145)	143 ～ 150 (146)	143 ～ 150 (145)	141 ～ 149 (143)	139 ～ 148 (141)
ユーロ/ドル	1.0125 ～ 1.1575 (1.1374)	1.09 ～ 1.15 (1.13)	1.08 ～ 1.14 (1.12)	1.06 ～ 1.12 (1.09)	1.07 ～ 1.13 (1.10)	1.08 ～ 1.15 (1.12)
ユーロ/円	155.63 ～ 165.20 (163.48)	158 ～ 165 (164)	158 ～ 166 (164)	155 ～ 164 (158)	153 ～ 163 (157)	154 ～ 164 (158)

(注) 1. 実績の欄は5月30日までで、カッコ内は5月30日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。



◆ ドル/円相場の見通し～ドル安ナラティブの終焉～

《日米関税交渉の現状と展望～懲りないドル安ナラティブ～》

3 度目の光景

4 月に続き 5 月も「米国が対米黒字国通貨の切り上げを求める」との観測からドル安が進み、とりわけアジア通貨が騰勢を強める場面が見られた。厳密には 4 月の円、5 月ゴールデンウィーク（GW）中の台湾ドルが急騰した。また、韓国ウォンにも騰勢の波は及んだ。例えば、韓国ウォン急騰時のきっかけはブルームバーグ報道であったが、ここでは関係者談として韓国企画財政省の崔志栄・国際経済管理官と米財務省のカプロス次官補（国際金融担当）が 5 月 5 日にミラノで会談した事実に触れ、為替市場に関する見解、具体的には韓国ウォンの対ドル相場を切り上げる方向で両国の調整が進んでいるとの思惑を報じた。しかし、当該記事¹を何度読んでも「いつ、だれが、どのような形で為替に関する公式合意を議論し、発表したのか」という点に言及はなかった。せいぜい「今後の米韓貿易協議では為替が議論されるとの見方を投資家は強めた」という程度だ。もちろん、その投資家が誰かは分からない。

さらに同記事は「この連想から円にも買いが入り・・・」と続け、円高も米国のドル安誘導観測の一環であると報じた。公式発言すら見られていない中、無関係の通貨にまで連想買いが入るという極めて直情的な相場である。しかし、そもそも当該報道があったから連想が働いているわけで、マッチポンプの感も否めない。円や台湾ドルが急騰した際も同様であったが、米国側がドル安誘導を要請したという公式発言は結局一度もなく、3 度目の光景であった。そうした記事では複数のアナリストの見解が紹介され、すべからく「トランプ政権はドル安誘導を行う“だろう”」という憶測に満ちていることが多い。

第二次プラザ合意論の終焉

従前論じてきたように、筆者は関税協議に伴う米国のドル安誘導は基本的にメディアと市場参加者が作り出したナラティブと考えている。確かに、トランプ大統領は断続的にドル安志向を露わにするが、それは第一次政権で就任する前からの話だ。今に始まったものではない。今回、関税政策や通貨政策、果ては安全保障政策や米国債の取り扱いまでを包括的にパッケージ化したと言われるマールアラーゴ合意（下表）の提唱者であるスティーブ・ミラン大統領経済諮問委員会（CEA）委員長ですら、4 月 17 日に報じられた読売新聞との単独インタビューで「この構想（≡マールアラーゴ合意）は政府の方針を反映したものではない」と説明し、関税交渉で為替問題は中心的な議題にならないとの考えを明示している。ベッセント財務長官も 4 月 23 日、ワシントンで記者団に対し「（日本に対する）為替目標は絶対はない」

マールアラーゴ合意の要点

	具体策	備考
①	ドル相場の意図的な減価	ドル高是正による米国の輸出競争力向上
②	米国債の超長期化	外国政府が保有する米国債を 100 年物の超長期債に転換。これにより短期的な資金流出リスクを抑制。
③	安全保障と経済政策の連携	米国の安全保障の傘にある国々に対し防衛費の応分負担や米国債の長期保有を要請。
④	関税の戦略的活用	関税を通じた貿易相手国の政策修正を促進

（資料）「A User's Guide to Restructuring the Global Trading System」より筆者作成

¹ ブルームバーグ「米韓高官が為替政策を協議、ウォン急伸＝円も連想買いで上昇」25 年 5 月 14 日

と述べ、米国が日本に対し一定の水準を設定して円高・ドル安を求めることはないと言明している。もちろん、「これらは全て建前であり本音は違う」という読み筋はあるだろう。しかし、現時点で CEA 委員長や財務長官が否定しているものを、市場参加者やメディアがどこまで疑う必要があるのかという根本的な疑問は抱かれる。憶測に憶測を重ねても単なる床屋談義にしかない。

なお、5月21日には加藤財務大臣とベッセント財務長官が会談を行い、公式声明では「為替レートは市場で決定されるべきであり、ドル・円相場は現時点でファンダメンタルズを反映しているとの共通の認識を再確認」との趣旨が示された。ドル安ナラティブ、言い換えれば第二次プラザ合意論争はこれで終結したのではないか。半ば陰謀論に勤しんできた有識者達やメディアには猛省を促したいものである。

ドル安は単なる手段も、類似の光景は続く

筆者は第二次トランプ政権の目的は軍事産業復活を企図した「製造業の復活」にあると考え、それを別の言い方によると「貿易赤字の縮小」ということになるのだと理解している。その目的を実現するための手段が為替（ドル安）であり、関税であり、非関税障壁であり、「安全保障の傘」の応分負担であったりするであろう。しかし、ドル安に関しては、これを煽れば煽るほど米国債売り（≒米金利上昇）が付いてくる状況にあるため、手段の中では忌避したい一手というのが台所事情なのではないかと推測する。もちろん、基本的には1980年代の発想で動くトランプ大統領だけに本心からドル安を渴望している可能性がないわけではないが、現状ではその本気度を確信させるだけの材料はない。

とはいえ、状況証拠としてトランプ政権がドル安を求めているというストーリーは市場の信認を得やすく、メディアもそのナラティブに乗っかりやすい状況は当面続いてしまう恐れがある。その際は「いつ、だれが、どのような形で為替に関する公式合意を議論し、発表したのか」という点に配慮しながら、当該ニュースの影響力が持つ持続可能性を見極めることに心掛けたい。

なお、後述するが、今回そうだったようにドル安ナラティブの影響を最も被りやすいのが対米貿易黒字の大きいアジア諸国の通貨であり、5月には逆アジア通貨危機というフレーズまで飛び出した。しかし、本当にアジア諸国が米国債を手放し、ドル売りに尽くすという展開に至った場合、そのダメージが深いのは確実に米国経済になるはずである。この点はリスクシナリオとして詳述する。

トップバッターの悲哀

5月、関税協議で最も耳目を引いたのは米中協議であった。5月12日、米国と中国はジュネーブでの閣僚級協議を経て相互に関税を引き下げることで合意し、米国が中国からの輸入品に課していた関税を145%から30%に、中国は米国からの輸入品に対する関税を125%から10%に、それぞれ90日間引き下げる事が決定している。両者が115%ポイントの引き下げで相打ちというヘッドラインのインパクトは非常に大きく、4月2日以降続いていた関税相場は一旦幕を閉じた格好である。米国側の課税が30%と高いのは「相互関税の一律10%」に加えて「合成麻薬への対応措置として20%」が乗っているためだ。

もっとも、このような合意に至った経緯はよく分からない。100%超えの関税を掛け合うという「全力の殴り合い」は長期的に続けられるものではない。その間に失うものの大きさを踏まえれば、「まずは更地に戻して90日間で考えましょう」ということではないだろうか。その理解に立てば、トランプ大統領のリセットという言葉とも平仄が合う。翻って米中協議にまつわる不安がどこかのタイミングで再度浮上してくる可能性は依然として警戒を要する。

それにしても交渉のトップバッターとして華々しく登場した同盟国の日本よりも、最大の敵国である中国との合意が優先され、それ以前には英国との合意も行われたという意味を日本としてどう考えるべきか。後から交渉が始まった国々に追い抜かされているあたり、交渉はあまり上手くいっていないのではないかと懸念はどうしても抱かれる。日本がトップバッターに選ばれたのは米国にとって最も対応しやすく、トランプ政権の功績を誇示するにはうってつけの大国だったからではないのか。筆者は少なくともそう考えていた。しかし、日本政府のレッドライン（自動車関税 25%の撤廃）が思ったよりも強硬だったことで長引いているというのが現状なのかもしれない。対米貿易赤字国で最初から相互関税の上乗せ部分がなかった英国はともかく、最大の対米貿易黒字国である中国が相互関税の一律 10%部分だけでなぜ許されるのかは判然としない。やはり 1980 年代から 1990 年代の発想にとりつかれているトランプ大統領にとって「自動車輸出で対米黒字を稼ぐ」という事実アレルギーはあるのだろう。

5 月 23 日、赤澤大臣が 3 度目の渡米を行っているものの、交渉がどれほど進展しているのかは漏れ伝わってくる報道だけからではよく分からない。しかし、石破首相や赤澤大臣から再三強調されている通り、自動車関税を抜きにした暫定合意は断固拒否するとの姿勢は明言されている。これに対し、米国はあくまで「これは相互関税の交渉であり、自動車関税 25%は相互関税ではないので無関係」との主張である。この溝が埋まらないゆえに複数の交渉が必要になっていると見受けられる。争点は明らかにメディアや市場参加者が散々囃し立てたドル安ではなく、日本車の対米輸出の取り扱いである。

日本車逆輸入という奇策

一足先に発表された米英合意では自動車関税 25%について「英国車の対米輸出に関し、年間 10 万台を上限として 10%とする特例枠」が設けられた。トランプ大統領は同じような特例を他国に適用することは無いと述べるが、このようなアプローチは日本が目指すべき着地点の 1 つではあるだろう。なお、「特例枠でも 10%が残るのは損失」という声も当然であろうが、中国も英国も 10%部分の撤廃にまでは至っていない。普通に考えれば、その 10%部分がトランプ政権のレッドラインということなのだろう。

もちろん、10%の撤廃まで至れば 100 点満点の回答ではある。しかし、100 点満点を狙って交渉決裂に至り、相互関税 24%まで被れば 0 点である。どのみち、4 年後にトランプ政権ではなくなっているとすれば 70 点や 80 点で妥協するという戦略はあり得る（もっとも、ポスト・トランプ政権が現トランプ政権の色合いを汲んだものになる恐れは十分あるが）。10%のコストアップは当然痛手に違いないものの、計算根拠の怪しい相互関税を丸ごと飲まされるよりはましに思える。

一部報道では米国で製造した日本車を日本へ逆輸入することで、米国からの自動車輸入額を増やすという観測報道もある。奇策であり愚策と言わざるを得ない。周知の通り、日本車には日本から輸出された自動車部品も使われているが、その自動車部品にも 5 月 3 日から 25%関税が課されている。「日本から輸出されてくる 25%関税が賦課された日本製の自動車部品を使って、日本企業が日本車を作り、それを日本へ輸出する」というのか。円安・ドル高も相まって、当然、逆輸入された日本車は非常に高価になるだろう。それを日本在住の日本人が買う理由はどこにもない。ではどうなるかと言えば、逆輸入された日本車が既存の日本車価格にサヤ寄せされるはずである。その差額は当然、日本企業の持ち出しだ。

こうした逆輸入政策の結果、米国で生産されている日本車が増産に至るほど売れるだろうか。確かに、米国の雇用・賃金情勢にとっては追い風かもしれない。しかし、売れば売れるほど日本企業は赤字であり、しかも米国車が売れているわけではないではないのでトランプ大統領に刺さるのかも不透明である。

日本の対米貿易黒字の縮小には寄与するだろうが、基本的には実りの薄い奇策だ。もちろん、それでも表面上の貿易収支改善効果にトランプ大統領が満足するならば、一案として考慮される可能性もあるが。

何ができるのか？

では日本は何ができるのか。上述した通り、「相互関税の一律 10%」部分を撤廃させるのは難しいはずである。7 月 20 日投開票と目される参議院選挙を念頭に置けば、「相互関税の一律 10%」部分にプラスして何かしらの「お土産」も欲しいところだろう。厳しい政府・与党の支持率を踏まえれば尚更である。この点、英国的なアプローチの再現はないとトランプ大統領が述べているため望みは薄いが、対米自動車輸出に課せられる関税率に濃淡をつけるやり方はやはり想起される。25%部分、10%部分、5%部分、無関税部分と切り分けることで痛み分けにはなる。もちろん、こうした案は机上の空論であり、実務上は大変な煩雑さを伴うものだろう。よって軽々に論じることは控えたいが、トランプ大統領として自動車関税 25%が譲れないのだとすれば、その建前を残した上で飲めるような案を提供するしかない。関税率に階層を設けるやり方は 1 つの妥協点になりやすいように思える。

過去に議論したように、現時点では米国産液化天然ガス（LNG）や米国産農産品、そして防衛装備品の輸入拡大については既に差し出されており、そのほか日本企業による直接投資も表明されている。その交換条件として得られるものが「相互関税上乗せ部分の撤廃」だけという着地は日本政府としては飲めないだろう（そもそも相互関税自体が事実無根の因縁ゆえ取引になっていない）。「相互関税上乗せ部分の撤廃」に加え「自動車関税 25%の撤廃」も要求するというのが日本政府のレッドラインと言える。本稿執筆時点では赤澤大臣による 4 度目の渡米も検討されているという報道があり、合意は 6 月中が望ましいという赤澤大臣の発言も聞かれている。ベッセント財務長官も似たような発言をしているため、まずは 6 月中に日米合意が決着する期待を持ちたいところだ。

しかし、最悪の場合でも、トランプ政権との交渉で従前行われてきた通り、「交渉継続中は課税しない」というのが 7 月 9 日に期待される 1 つの着地点になるのではないかと。例えば、現時点で対米直接投資を検討している日本企業も存在すると思われるが、「7 月 9 日までに決めろ」という要求は無理筋である。交渉継続を盾に執行猶予を勝ち取るというのが最もありそうなシナリオではないか。ディール成立のために必要な期間を延伸するのであれば、トランプ大統領の格好もつくというものだろう。

《円相場の需給環境について～円売りの強さは基本的に変わらず～》

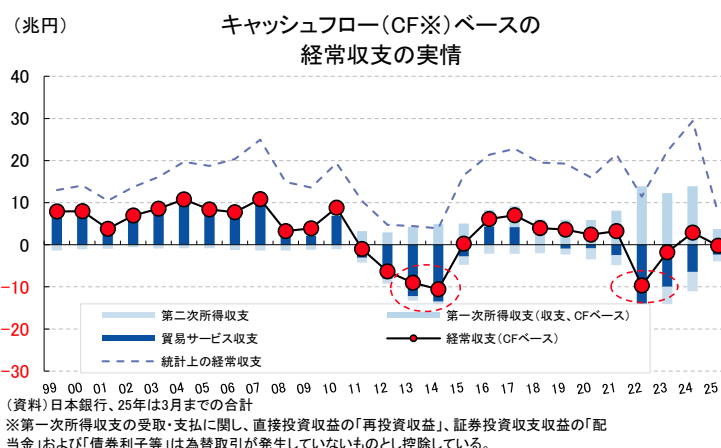
円の需給に偏りなし

5 月のドル/円相場は 1 か月ぶりに 148 円台を回復する場面も見られたが、その後、軟化しており、142 ～148 円のレンジで膠着感を強めている。ただ、円高方向の値動きに関して言えば、従前から注目してきた「史上最大の円ロング」が巻き戻される中で円安が進みやすい側面が残されており、そう簡単に底割れしないと思われる。また、常々述べているように、基礎的需給環境は基本的に円売り超過であることは押さえておきたい。5 月 12 日には本邦 3 月国際収支統計が公表されており、2025 年 1～3 月期の需給環境を捕捉することができるになっているので、定点チェックをしておきたい。1～3 月期に関し、統計上の経常収支は+7 兆 4907 億円であった。これは現行統計開始以来、1～3 月期としては最も大きな黒字である。しかし、筆者が定期的にチェックしているキャッシュフロー（CF）ベースの経常収支は▲2000 億円と概ね均衡水準を示唆している。

なお、CF ベース経常収支の考え方はもう詳述は避けるが、改めて簡単におさらいしておく。日本の経常黒字のほぼ全ては過去の「投資のあがり」である第一次所得収支黒字から構成されている。しかし、この第一次所得収支黒字の中身である日本企業の海外子会社が稼いだ収益や米国債・米国株などの海外有価証券から生み出された利子・配当金は統計上でこそ黒字として記帳されたとしても、実務上は「外貨で稼いで外貨のまま再投資される」という部分も相当大きいと推測される。この「外貨で稼いで外貨のまま再投資される」は為替の需給分析をする上では控除する必要があるので、これを調整することで CF ベースの第一次所得収支、ひいてはそれから構成される CF ベースの経常収支が算出される。

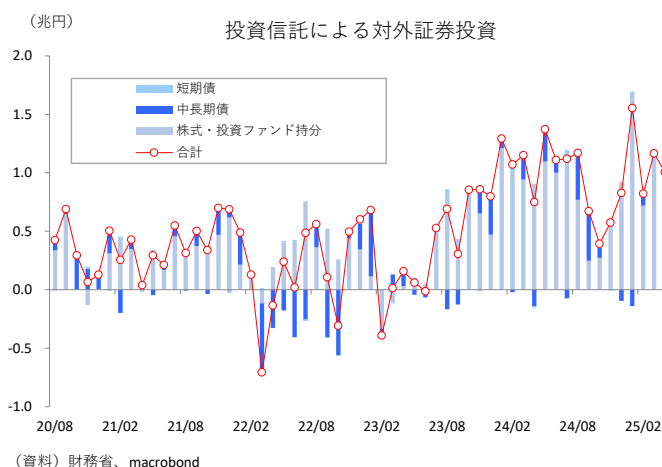
今年 1～3 月期で見た場合、CF ベースで見ても第一次所得収支は約+3.7 兆円（統計上は約+11.4 兆円）と相応に大きな黒字を確保している一方、貿易サービス収支が約▲2.4 兆円とほぼ相殺しており、これに第二次所得収支の約▲1.5 兆円が加わり、概ね均衡水準に至っている。相変わらず円の基礎的需給環境は統計上の黒字が示すほどではない。4 月はリーマンショックと比較さ

れるほどのリスク回避ムードの高まりが生じ、日米協議で円高誘導が行われるという観測まで浮上したが、結局、140 円割れは一瞬の出来事であった。何度も述べている論点だが、短期的には政治的材料の影響は不可避であるものの、需給構造に支えられない値動きは持続性に乏しいと筆者は考える。



4 月時点では折れていない「家計の円売り」

3 月分の国際収支統計と同時に発表された 4 月分の対内・対外証券投資動向を見ても、円売りの底堅さは確認できる。新 NISA が稼働した昨年以降、「家計の円売り」の代理変数として注目される投資信託委託会社経由の対外証券投資は 4 月、+1 兆 67 億円の買い越しであった。3 月の+1 兆 1658 億円に続く動きであり、2 か月連続の+1 兆円台は 2024 年 7～8 月以来の勢いとなる。年初来 1～4 月合計の買い越し額は+4 兆 5486 億円に達しており、これは昨年同期 (+4 兆 2670 億円)



を超えて過去最高ペースだ。相互関税発表に伴う相場混乱は 4 月 1 週目に到来していることを踏まえれば、家計部門の投資意欲はそれほど毀損されなかったという理解になろうか。昨年 8 月の相場混乱を振り返れば当月ではなくその後 1～2 か月間で失速が確認された。当月の積み立て設定などを機動的に修正するのは難しいであろうから、多少のラグを伴って買い越し額に影響してくるのだと思われる。5 月や 6 月の「家計の円売り」がどれほど後退しているのかという目線は持っておきたいところだ。もっとも、5

月以降の株高を踏まえる限り、株式・投資ファンド持ち分を主軸とする買い越し傾向が大きな曲がり角を迎えるような雰囲気は殆ど感じられない。

現在入手可能な統計情報を踏まえれば、円相場の基礎的需給環境が円売り超過の状況から完全に脱却したかのような雰囲気は殆ど確認できない。もちろん、今後もトランプ政権の暴挙を受けてドル凋落相場がテーマ化し、ドル全面安の中での円高が起きる可能性は否めない。しかし、それは一時的な「ドルの弱さ」で「円の弱さ」が糊塗されているだけであり、本質的に円の売り需要が強そうな構造は健在であることは覚えておきたい。

《補論: デジタル赤字の展望について～経産省モデルの示す未来～》

新推計モデルが示すデジタル赤字の未来

本欄では円の需給環境を検討する上でサービス収支赤字の拡大可能性、とりわけデジタル赤字の存在に着目してきた。この点、2025年4月30日、経済産業省大臣官房「若手新政策プロジェクト PIVOT」から「デジタル経済レポート～データに飲み込まれる世界、聖域なきデジタル市場の生存戦略～」と題した報告書が公表されている。筆者も校閲者としてドラフト段階から参加しているレポートであり、相応に照会も頂くため、この場を借りて問題意識を共有したいと思う。

報告書は現在を「聖域なきデジタル市場」時代と定義した上で「サービスの付加価値を規定するソフトウェアが売れないとハードウェアも売れない」という核心に言及するところから始まる。要するに、「モノ（ハード）を売る前提としてサービス（ソフト）が必要」という考え方である。その上でソフトウェアを生み出すためにはデータが必要であるため、「データに全てが飲み込まれる世界」こそ「聖域なきデジタル市場」時代が直面する現実だと説いている。

特筆すべき部分は多いが、過去の本欄におけるデジタル赤字関連の議論とオーバーラップする部分として第2章の「デジタル赤字が示唆する現状の構造問題」は非常に興味深い分析が展開されている。デジタル赤字の議論は2023年8月の日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」で示された手法に倣って進められることが多く、拙著「弱い円の正体 仮面の黒字国・日本」ではこれを日銀分類と呼び、やはりこれに基づいてきた。しかし、あくまで日銀分類は外為法に基づき提出された企業の送金情報を元に行っているため、企業によって反映実態が異なっているという問題を孕む（例えば同種の取引でも企業Aと企業Bで違う費目に計上されている可能性が排除されない）。

また、この点は筆者も問題と考えてきた部分だが、日銀分類が定義するデジタル関連収支にはデジタル取引とは必ずしも関係がない取引も計上されてしまう。典型的には専門・経営コンサルティングサービスだ。この項目は文字通り、経営コンサルティングサービスの対価が含まれるが、統計の制約上、それを切り分けることはできない。また、極めてデジタル赤字の実態に近い項目と考えられる通信・コンピューター・情報サービスですら、コンピューターサービスには「ハードウェアのコンサルティング・維持修理」、情報サービスには「図書館・公文書館サービス、アーカイブサービスの利用代金の受払」などが計上されており、非デジタル関連取引ではない要素が混入する。

今回の報告書では、これらの課題を乗り越えるため、主要な企業の財務情報（有価証券報告書）などを元に「PIVOT デジタル赤字推計モデル」を構築した上で試算を展開しており、その現状分析や将来予測については非常に興味深い結果が示されている。同推計モデルではデジタル関連収支を構成する国際収支項目（専門・経営コンサルティング、コンピューターサービス、著作権等使用料）の3項目を8つの事

業区分（経営コンサルティング、SI、アプリケーション、ミドルウェア、計算資源インフラストラクチャ、デジタル広告、デジタル取引、エンタメ関連）に再分類し、推計を実施している。

これらの分類および推計は日銀分析よりは「デジタル取引の純度が高い」という意味で注目に値するだろう。以下で主要な論点を整理してみたい。

2035 年のデジタル赤字は・・・

特に今回注目されるのは「聖域なきデジタル市場におけるデジタル赤字推定シナリオ」として示された 2035 年までのデジタル赤字予測だろう。結論から言えば、ベースシナリオでは約▲18 兆円、悲観シナリオでは約▲28 兆円という赤字額が示されている。報告書ではベースシナリオとして「アプリケーションやデジタル広告、デジタル取引など外資企業の国内シェアが大きい領域で更に赤字が拡大する」との記述がみられる一方、悲観シナリオは現在日本企業が辛うじて困っている分野（SI 事業の受取/支払や海外における日系プラットフォーム事業など）で外資系企業にシェアを奪われる展開が想定されている。

非常に巨額の赤字ではあるが、従前より示してきた筆者の長期予測では 2030 年のデジタル関連収支について約▲17 兆円と仮定していたので、さほど意外感を覚えていない。従前より筆者は「2030 年にはサービス赤字▲10 兆円時代が到来する」という長期予測を示し、その円売り需給に与える影響は看過できないと論じてきた。しかし、報告書で示されたデジタル関連収支赤字の悲観シナリオ（約▲28 兆円）が実現した場合、「サービス赤字▲10 兆円時代」どころか「サービス赤字▲20 兆円時代」もあり得るというイメージになる。

「隠れデジタル赤字」問題

なお、上記試算に続けて報告書は「聖域なきデジタル市場では貿易収支も対岸の火事ではない」と論じ、貿易収支への波及を懸念している。この点も従前の議論ではあまり配慮されてこなかった重要な論点と言える。冒頭言及した通り、また、日常生活でも実感するだろう通り、我々が手にする多くの「モノ」にはデジタル「サービス」が付帯している。しかし、「モノ」に「サービス」が組み込まれた状態で輸入されれば、デジタル赤字としては認識されないケースも出てくる。報告書ではこれを「隠れデジタル赤字」と形容している。具体的に、報告書は「デバイス特有のソフトウェア（≒隠れデジタル赤字）」と「SDX(Software-Defined Everything)化による既存デバイスの売上減退（=SDX 赤字）」の 2 点に目を向けるべきと論じる。周知の通り、車両の機能や性能がソフトウェアで定義され、アップデート可能な自動車は SDV (Software-Defined Vehicle) と呼ばれ、日本の自動車産業にとって脅威と認識されている。ここで「デバイス特有のソフトウェア」は「モノ」の一部として貿易収支に計上されており、自動車に組み込まれるファームウェアや専用 OS・ミドルウェアなどの対価が想定される。

例えば Google (Alphabet) の Android Automotive OS は自動車向けの地図やナビを駆動する。整備工場に持ち込まずとも車両ソフトウェアがリモート更新されるのがもはや当たり前になっているが（OTA : Over-the-Air 更新と呼ぶ）、これも Microsoft のクラウド (Azure) を通じたサービスであったりする。このような取引は原則としてサービス収支における研究開発サービスや知的財産権等使用料に計上される筋合いにあるが、車両に組み込まれた状態で取得された場合、貿易赤字に隠れるケースも考えられ、その意味で「隠れデジタル赤字」と報告書では形容している。

「製造業のサービス化」がもたらす「最大▲45 兆円赤字」

また、上記試算に続け報告書はデータひいてはソフトウェアを押さえられることでハードウェアも抑えられるため、モノの輸出まで抑制され、貿易収支赤字が拡大することへの懸念も示す。これが 2 点目の「SDX 化による既存デバイスの売上減退 (=SDX 赤字)」だ。実際、近年頻繁に懸念されている事象であり、自動車を例に取れば、SDV が今後台頭することで「伝統的な内燃機関の車両のシェアまで奪われてしまい、貿易赤字が拡大する」という展開である。卑近な例で言えば、テスラや BYD が多く販売され、日本の自動車の販売数量が抑制されるような展開である。この点、報告書では自動車・産業機器・通信機器分野のソフトウェア・データについて「隠れデジタル赤字」として最大約▲3.8 兆円、「SDX 赤字」として最大約▲13.5 兆円程度、合計最大約▲17.3 兆円が上乘せされ、これを考慮した広義のデジタル赤字では最大約▲45 兆円（▲28 兆円+▲17.3 兆円）という考え方も提示されている。文字通り、「聖域なきデジタル市場」では日本経済の屋台骨である自動車産業が大きなダメージを被る展開が想定される。

報告書では「隠れデジタル赤字」と「SDX 赤字」を区別して議論しているものの、結局、データを握られることでデジタルサービスを外資系企業に制圧され、日本経済の外貨獲得能力が低下し、赤字が拡大するという意味では、これら 2 つの概念の総称として「隠れデジタル赤字」と表現しても差し支えあるまい。ちなみに、2025 年 4 月 22 日に公表された産業構造審議会「経済産業政策新機軸部会」の第 4 次中間整理資料でも「デジタル化・サービス化により、物量勝負だけでなく高付加価値化で世界と勝負できる事業環境を整備（製造業 X（エックス）化等）」という記述が見られている。これも「隠れデジタル赤字」と関連する議論であり、「製造業のサービス化」という表現も腑に落ちる。

日本はどこを目指すべきなのか

こうした現状認識を踏まえ、各国政府にはどのような取り組みが見られ、相対的に遅れている（≒相対的にデジタル赤字が大きい）日本はどのような国の先例に倣えば良いのか。問題は国際比較に照らした場合、日本の現在地がどこにあるのかという論点であろう。この点、報告書では第 4 章の「各国政府の動向と戦略実行の施策的示唆」と題し、デジタル貿易を巡る日本の現在地と展望を議論している。調査対象とした全 91 か国中 40 か国のデジタル関連収支が赤字に陥っており、デジタル赤字自体は全世界的な問題であることを指摘している。だが同時に、91 か国中、特に GDP が 1000 億ドル以上の国（53 か国）に限定し、デジタル関連収支の対 GDP 比を見ると、日本は知的財産権等を含まない場合において全 53 か国中 49 位に位置で低迷している²。あくまで「デジタル赤字は確かに日本だけの問題ではないが、日本は特に劣後している」という事実は受け止める必要がある。

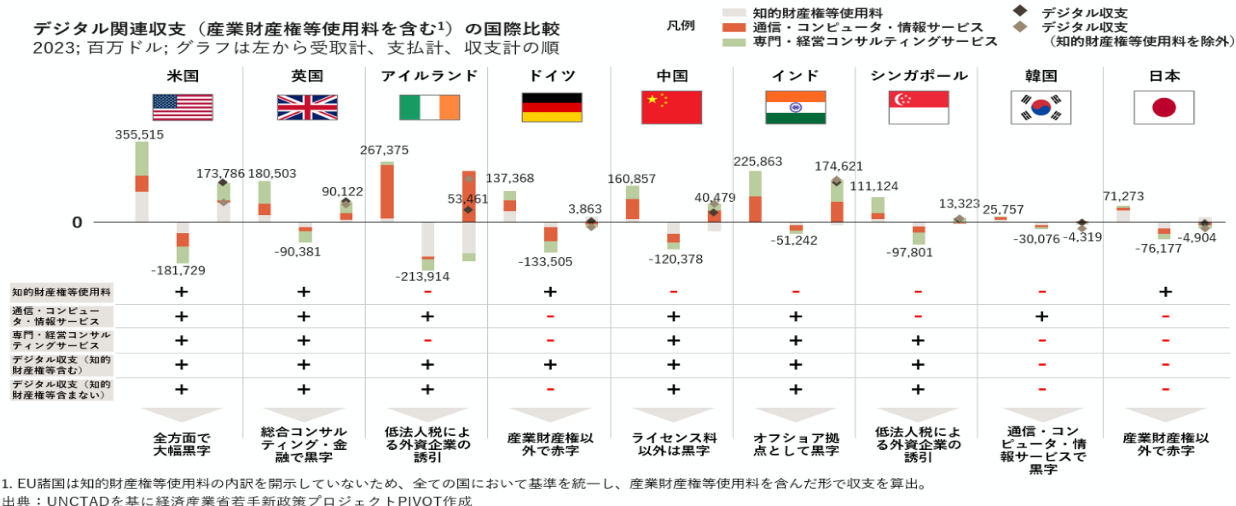
報告書では特にデジタル関連収支において、黒字もしくは小幅な赤字に留まっている主要国として米国、英国、アイルランド、ドイツ、中国、インド、シンガポールの 8 か国に着目し、当該国の収支を開発要因と市場要因に基づいて 4 分類し、その上で取るべき戦略を提示している。

この分類全てを詳述することは控えるが、4 分類としては(イ) 先進大市場型（例:米国、中国）、(ロ) 国際市場進出型（例:英国、韓国）、(ハ) 外資誘致型（例:アイルランド、シンガポール）、(ニ) 低コストオフショア型（例:インド）の 4 つが示され、日本が目指すべきは、(ロ) 国際市場進出型だと指摘されてい

² 本来、知的財産権等は産業財産権を含むため入れるべきではないが、EU の統計制約があるため、知的財産権等を入れて比較するか、全く入れないか、しか国際比較においては選択肢が無い。日本の知的財産権等が黒字なのは産業財産権の受取、端的には自動車の海外生産に伴う親子間のロイヤリティ受払の結果であり、デジタル分野での優勢を示すものではない。

る。国際市場進出型は「大学や公的研究機関によるデジタル分野での先端的な研究開発が行われ、自国の比較優位産業を軸にデジタル関連産業と掛け合わせて競争力を育み、自国市場の小ささから、国際市場に積極的に進出することで、デジタル関連収支を構成する各項目において収益を上げていくモデル」と定義される。日本であれば自動車や工作機械が貿易黒字項目ゆえ、ここに「デジタル関連産業との掛け合わせ」が期待されるという理解になる。

表 11 主要国デジタル関連収支（産業財産権等使用料を含む）の国際比較



例えば隣国の韓国は国際市場進出型であるとされ、知的財産権等使用料や専門・経営コンサルティングサービスで赤字を計上する一方、通信・コンピュータ・情報サービスでは小幅な黒字を計上することで、デジタル赤字は微小にとどまっている。この背景としては同国の NAVER 社や Kakao 社をはじめとした自国企業のインターネットサービスが国内で高いシェアを誇っているため、アプリケーションやミドルウェア、デジタル広告事業に関して海外への支払超過が抑制されやすいとの分析が見られている。要するに、「国内企業が強いため、外資系企業が入れない」という構図だ。

同じく国際市場進出型として紹介されている英国はデジタル黒字国である。これは統計上、専門・経営コンサルティングサービスがデジタル関連収支に計上され、ロンドンにグローバルコンサルティングファームの本社が多く存在するというデジタル分野とは必ずしも関係がない事情もあるが、「同国が誇る金融・会計領域の強みを生かしたアプリケーション事業が発展し、受取超過が発生している」との指摘もある。この点から、自国の比較優位産業を活かした国際市場進出型の特徴が出ていると言えるだろう。

このほかイスラエルやフィンランドも「比較優位産業×デジタル」の戦略が奏功している国際市場進出型の国だと紹介されている。イスラエルなら軍事技術、フィンランドならノキアを中核とする通信インフラ技術に優位を備えており、外貨の受取超過が発生しているとの状況が指摘されている。日本であれば自動車産業を基軸として、こうした国に倣えるかどうかが問われているだろう。

「中途半端な大国」の悲哀

もちろん、こうした国々の例など紹介せずとも「人口減を背景として国内市場の減退が既定路線となっている日本は海外市場に打って出るしかない」というだけの話ではある。しかし、厄介なことに人口が減少しているとはいえ、依然 1 億人以上の国内市場は大きい市場ではある。これが日本企業の戦略ミスを招いてきた可能性を報告書は指摘する。具体的には日本企業が「日本市場の規模で十分満足できてしま

うので、全国展開は考えてもそもそも海外展開は目指さない。海外市場に展開するよりも、国内市場で自社サービスやプロダクトの多角化を行い、シナジー効果の創出を狙う方がバリュエーションも上がるため、資金調達の観点でも投資家の意向に沿える」といった状況に甘んじてきたことを指摘している。裏を返せば、韓国やイスラエルやフィンランドは、最初から海外を見据えなければ生き残れないという危機感があったとも言える。このような論点は日本の民生家電業界を含め、長年指摘されてきたものだろう。

そうした日本企業と相対する投資家の立場に照らせば、国内投資家では「海外市場を最初から織り込んでいないビジネスモデルの海外進出は ROE リスクが高く、国内で多角化してくれた方が手堅くイグジットできる」といった思惑が働きやすく、海外投資家では「レッドオーシャンの米国市場において日本企業の Right to Win(勝ち筋)が分からない。わざわざ投資する必要性を感じない」と手厳しい思惑が持たれやすいことを指摘している。要するに、日本が「中途半端な大国」であったことが、国内経営者と国内外の投資家にジレンマを与える状況があると報告書は指摘している。これも多分に説得力のある主張だ。

イスラエルから学ぶ処方箋

こうした日本の状況を打破するために提示されている処方箋は数多いが、韓国や英国における国内企業の海外展開支援やイスラエルのスタートアップ支援プログラムであるヨズマ・プログラム（Yozma Program）などが紹介されている。全ての施策を紹介することは難しいため、ここではヨズマ・プログラムの概要を紹介しておきたい。同プログラムは 1993 年から稼働しているイスラエル政府がハイテク企業創出のエコシステム整備を目的として用意した枠組みであり、海外のベンチャーキャピタル（VC）を引き込むことに成功した施策の一例として紹介されている。

同プログラムの総枠は 1 億ドルで、2000 万ドルはスタートアップ企業への政府による直接投資だが、残り 8000 万ドルは海外の民間 VC と共に 10 個のファンドを創設、共同投資という形態を取っていることが特徴となる。その上で運営から 5 年経過したファンドの政府出資分は初期投資額に 5～7%の金利を上乗せした金額で民間 VC が買い取り可能としており、政府の関与が上手くフェードアウトできるインセンティブ設計もされている。投資対象はイスラエル国内のハイテクかつスタートアップ企業とされており、その決定は政府ではなく、あくまでファンドマネージャーに委ねられている。政府が主導する産業政策が奏功するケースは少ないため、これも非常に有益な仕組みであろう。

実際、ヨズマ・プログラムを契機として同国の VC 調達額は大きく増加し、2024 年には「Yozma Fund 2.0」と称した新プログラムも稼働している。なお、2013 年以降は韓国もヨズマ・プログラムを参考にした海外 VC を呼び込むための取組として Foreign VC Investment Fund（FVCIF）プログラムが開始され、韓国におけるスタートアップエコシステムの創出に寄与した実績が確認されている。

これら国々の動きは当然、日本も参考にしたいところではある。報告書では日本の企業、投資家、政府は国際市場進出型モデルを構築するにあたって①資金、②人材、③データを欠いていると指摘するが、ヨズマ・プログラムは①の問題を解決するヒントになるのだろう。同時に、そもそも給与水準が低過ぎることが②の劣後にも繋がっているのだから、先立つものとしての①を解決するヨズマ・プログラムや FVCIF の紹介はやはり日本のデジタル赤字縮小を検討する上での突破口となっていくのではないだろうか。

ちなみに報告書では日本のデジタル人材の現況に関し、政策・産業両サイドにおいて優秀な人材が存在しないわけではなく、「給与水準が低すぎるデジタルシフトの進まない政府・企業ではなく、ロビイングサイドの一部デジタル企業に雇用が偏っているだけ」、「政策的にも産業的にも直接的な関与を行なわな

「いことがデジタル人材の構造的な最適戦略となってしまう」と興味深い分析も披露している。そうだとすれば、ヨズマ・プログラムや FVCIF のような資金面での突破口を与えることが、現状打開の鍵になってくる期待は必然的に抱かれるところだ。

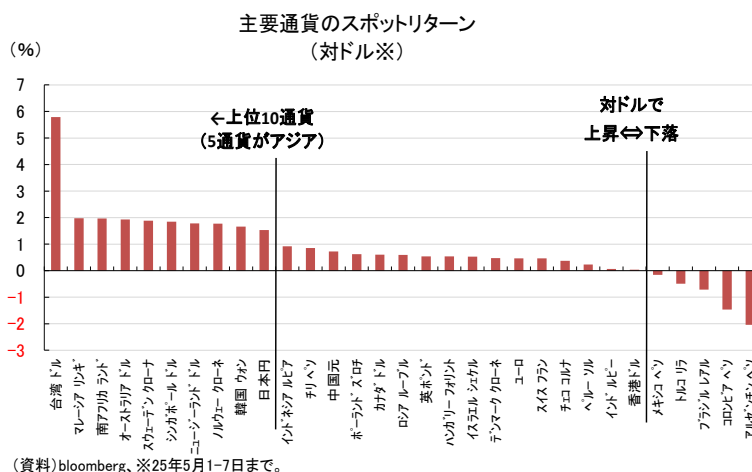
他にも取り上げるべき重要な論点は多いが、デジタル赤字に関して巷説見られがちな「赤字自体が悪いわけではなく、それを活かして他の分野で高付加価値な財・サービスを創出すべき」といった敗北主義的な楽観論にとどまっていないのがこの報告書の良い部分だろう。分析全体を通じ「このままでは飲み込まれてしまう」という危機感を良い意味で喚起し、その危機感を打開するための諸事例も他国から学ぼうとしている。筆者の今後の分析にも活かしたいところである。

《メインシナリオへのリスク点検～怖いアジアの米国債離れ～》

逆アジア通貨危機の解釈

記述の通り、本邦が 5 月のゴールデンウィークに連休となる中、為替市場では「逆アジア通貨危機」というフレーズが飛び出すほどアジア通貨の騰勢が話題を集める時間帯があった。5 月 5 日の米国時間には台湾ドルが対ドルで 2022 年 4 月以来、約 3 年ぶりの高水準まで急騰したことが報じられ、1 日の変動率としては 1988 年以来で最大だったことも取りざたされた。来るべく米国との関税交渉で台湾側が台湾ドルの対ドル相場切り上げで合意したという観測が強まった結果だが、頼清徳・台湾総統は 5 日、「台湾と米国の貿易赤字の原因は為替レートとは全く関係がなく、交渉で為替レート問題が取り上げられることは当然ない」と事態鎮静化に向けて緊急の声明を公表している。その上で、台湾中央銀行からも楊金龍総裁が会見において「外国為替市場について無責任な投機を行わないよう厳粛に要請する」と述べるなど、思惑主導の台湾ドル上昇を明確にけん制している。

5 月初頭の主要通貨の動きを見ると、台湾ドルを筆頭としてアジア通貨の騰勢はやはり目立った（右図）。「大きめの対米貿易黒字を抱えるアジア諸国は通貨切り上げを強られる」との思惑が先行している様子が見て取れる。確かに、逆アジア通貨危機とも形容できるような現象だが、多分に思惑主導であるという脆弱性も否めない。こうした材料や値動きは既に交渉のトップバッターとして登場した日本の円が 4 月に経験した

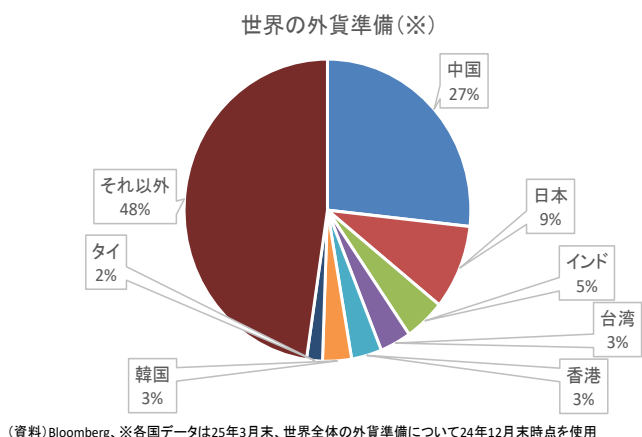


相場と酷似している。その後、「関税交渉の中で為替は争点化していない」という事実が日米当局者から確認され、円高の流れが一応収まったことを忘れるべきではないだろう。しかし、当局者の確固たる発言抜きに思惑が先行した日米交渉における円相場と同様、台湾ドルやそのアジア通貨に対し切り上げ要求が公式に行われたという証跡はなく、結局その後はやはり収束していった。

世界の外貨準備の半分はアジア

万が一、市場の思惑通り、アジア金融当局が米国と自国通貨切り上げで合意しているのだとすれば、こ

これを裏付けるためのマネーフローとして各国外貨準備を通じたドル売り・自国通貨買いが実施されることになる。これにしたがって米国債売りのオペレーションが相応の規模で想定されることになる。この際、アジア金融当局の影響力は甚大であるため、金融市場にとって強大なリスクとなる。世界の外貨準備残高（除く金）に関し、最新の IMF-COFER データに従えば 2024 年 12 月末時点で約 12.4 兆ドルであった。このうちアジア諸国が抱える外貨準備は極めて大きい。例えば 2025 年 3 月末時点で中国が約 3.3 兆ドル、日本が約 1.1 兆ドル、インドが約 5700 億ドル、台湾が約 4400 億ドル、香港が約 4200 億ドル、韓国が約 4000 億ドル、タイが約 2200 億ドルと非常に大きな数字が並ぶ。これら 7 か国合計が約 6.5 兆ドルで世界の外貨準備の半分強を占めている。COFER データと 3 か月ずれるが、このイメージは大きく変わらないだろう。



4 月の米金利急騰は欧州の年金基金などの長期資金が離反した結果ではないかとの思惑を呼んだが、仮にアジア金融当局のリザーブマネーが離反すれば同等かそれ以上のインパクトになるだろう。為替市場の傾向だけを捉えれば確かに逆アジア通貨危機と形容するような状況にあるが、資源価格下落と通貨高が併存する現状が続けば、日本や韓国など資源輸入の海外依存度が高い国は交易条件が劇的に改善し、実質賃金が押し上げられる経路も期待できる。反面、米国は望まぬ米金利急騰が実体経済を直撃する展開の方が懸念される。

「もう信じられない」と思われるかどうかの瀬戸際

5 月には米国の 3 月貿易収支が過去最大の赤字を記録したことが話題となった。もちろん、これは関税発動を見越した駆け込み対米輸出の影響だが、前月の本欄でも議論した通り、米国の貿易収支はドル安時には J カーブ効果がビビッドに働きやすいという性質がある。駆け込み対米輸出の存在を脇に置いたとしても、ドル安と米国の貿易赤字拡大は年単位で併存する可能性は想定して置く必要がある。それはトランプ大統領が望む結果ではないはずだが、そうなる可能性は高い。

なお、今更確認する話ではないが、そもそもなぜ米国が大きな貿易赤字を計上し続けられるのかという基本に立ち返る必要がある。言うまでもなく、基軸通貨国である米国に対して海外から絶え間ない巨額の資本流入が持続し、経常（貿易）収支が赤字でも金融収支では黒字を確保できるからである。アジア諸国の抱える米国債もその一環だ。よって、その売却を強いるような政策は、文字通り、基軸通貨の自滅と言って良い。この自傷行為が続く限り、米国債や米国株から資金を引き揚げるなどの格好でドル相場の急落と米金利の急騰が併存する 4 月上旬のような状況が再現されかねないし、アジアのリザーブマネーを本当に巻き込むなら米国債の消化構造が根本的に変わる契機になるはずである。それがトランプ政権の望むところだとは思えないが、4 月以降のような混乱が立て続けば、もはや「望んでいない」と言ったところでそれを相手が信じるかどうかは別問題という次元に達するだろう。

そうすると、より制御の難しいドル安、ひいては非ドル通貨の上昇が不可避となってしまう。現に日本、台湾、韓国と「為替は争点ではない」と当局者が連呼しているにもかかわらず、通貨高が発生してき

た。「口ではそう言っているが信じられない」という空気が漫然と続くことで、自己実現的にドル凋落相場がメインシナリオに切り替わっていくのかどうか。筆者はまだそこに賭ける立場ではないが、各国関税交渉に思ったほどの進展が見られなければ、そのリスクは現実化する恐れがある。

最高位喪失の米国債

米国自らドルの価値を貶めなくとも、その評価が危うくなっている雰囲気はある。5月16日、米格付け会社ムーディーズは、米国の長期発行体格付けと無担保優先債格付けを最上位の「AAA（トリプル相当）」から「Aa1（ダブルA相当）」に1段階引き下げることを発表した。既にフィッチとS&Pグローバルに関しては最上位格付けを喪失していたため、これで主な格付け会社から米国債の最高位格付けが消滅したことになる。過去2回直面した米国債格下げにおいては、現実問題として米国債の代替資産は存在しないという事実が尊重された結果、格下げは儀式的なアクションと受け取られ、金融市場において争点化することは無かった。

具体的に過去の事例を振り返っておくと2011年8月8日にS&Pグローバル、2023年8月1日にフィッチがそれぞれ格下げを行っている。前者の格下げ時、同日のNYダウ平均株価は約▲5.5%下落し、当時としては史上6番目の下げ幅を記録したが、後者の格下げ時は小幅下落に留まっている。長期金利に関しても、双方共に米金利は一時的に押し上げられたものの、持続的な上昇には至っていない。後者の格下げ直後は確かに米10年金利のまとまった幅の上昇が注目されたが、同じタイミングで強い米経済指標（具体的には米7月ADP雇用報告）の発表が重なり、FRBの利上げ観測が強まったという事情があった。繰り返しになるが、過去2回の事例において、米国債への根本的な信認、言い換えればドルという基軸通貨への信認が揺らぐことはなかった。

封じられた好材料として減税

しかし、である。周知の通り、時悪くも、4月2日の「解放の日」以降、金融市場では「ドルの基軸通貨性」が一大テーマと化している。現時点で格下げを受けた金融市場の反応は限定的だが、今回の動きが米金利急騰を促すトリガーになりかねないと不安を抱いたのは筆者だけではないだろう。

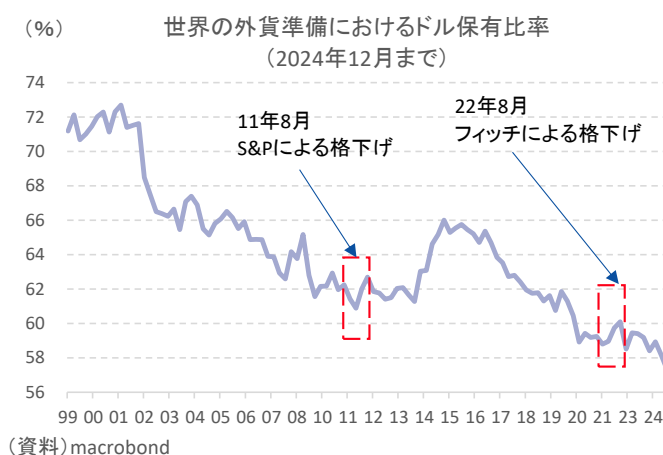
元々、米中関税協議が軟着陸したことで関税相場は小康を得ていたが、それと入れ替わるように財政懸念を理由とする米金利上昇がテーマ性を帯びつつあった。皮肉なことだが、関税政策への懸念が下火になったことで（関税を通じた）税収が減少し、米金利の上昇が促されるという解釈まで見られ始めている。こうした状況下、一時期は市場心理を好転させる切り札のように期待されていた減税措置も「財政懸念の高まり→米金利上昇→株安」を呼び込む悪材料として解釈されやすい雰囲気があった。そこへ今回のムーディーズの格下げである。現時点では「拡張財政路線による米景気浮揚」というシナリオは事実上、封印されたと考えるべきだろう。

今回、ムーディーズが格下げに踏み切った理由としては財政赤字の拡大傾向、金利上昇による利払い負担の増勢といったスタンダードな論点のほか、「2017年に導入されたトランプ減税が延長された場合、今後10年間で連邦政府の基礎的財政赤字（利払いを除く）が約4兆ドル増加する」との試算も紹介されている。つまり、減税延長は次なる格下げを検討する材料になり得るため、市場はやはり金利上昇で反応することになるだろう。ちなみに、日本では現在、消費減税の可能性が争点化しているが、日本国債の格付けが巨額の政府債務と低成長にもかかわらず投資適格級を維持できているのは諸外国対比で抑制され

ている消費税について引き上げ余地があるからだという見方も存在する。だとすれば、現在の野党を中心とする議論の方向性は非常に危ういものである。

影響は急性的というより慢性的

なお、冒頭で過去 2 回の格下げでは「ドルという基軸通貨への信認が揺らいだという様子はほぼ感じられなかった」と述べた。「ほぼ」と含みを残したのは、不安な兆候もあるためだ。今後、基軸通貨の立場が本当に喪失するとしたら、それは急性的に一夜で発生するものではないだろう。それまでの慣性 (inertia) を引きずりつつ慢性的な喪失が進むはずである。この点、過去の本欄でも議論したように、貨幣の 3 機能 (価値保蔵・価値尺度・交換) に照らす



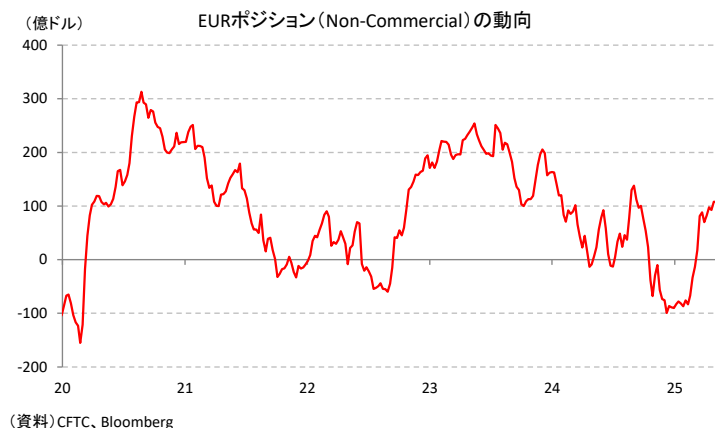
と、価値保蔵の代理変数となる世界の外貨準備におけるドル比率は慢性的な低下傾向にある (図)。少なくとも 10 年前まで、ドル比率の 60% 割れが常態化すると考える向きは多くなかったはずだ。これが水面下で起きている「基軸通貨性の喪失」の兆候だとすれば、次は原油取引のドル建て表示などに BRICS 首脳会議が切り込み、価値尺度機能が毀損される展開などは警戒される。元よりこうした懸念が漂うところに今回の格下げが重なっているため、過去 2 回に比べてドル安や米金利上昇の併発を伴いやすい状況が持続する可能性はある。とはいえ、過去にそうだった通り、ドルの代替資産が存在するわけではなく、地政学リスクの高まりに応じて軍事力を背景とした米国、ひいてはドルへの評価が高まるという古典的なロジックが戻ってくると筆者は考えている。

◆ ユーロ相場の見通し～堅調の持続性には疑義～

《ユーロ相場の現状と展望について～金利差から乖離するユーロ相場～》

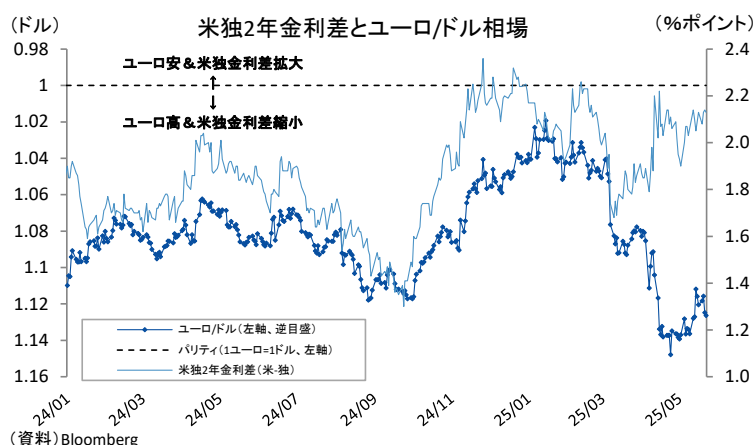
ユーロ相場の堅調について

日米の超長期債市場が大荒れとなる中、ユーロ圏金融市場の動きは比較的落ち着いていた。とりわけ為替市場におけるユーロ相場の堅調が続いている。年初は欧米金利差に対する拡大期待から対ドル相場のパリティ割れを見込む声も珍しくなかったが、3月に決断された EU としての再軍備計画は拡張財政路線に基づく域内景気の下支えを期待させるものであり、4月以降に乱発されているトランプ政権の暴



挙も相まって、ユーロに相対的な投資妙味を見出す雰囲気は強い。この点は IMM 通貨先物取引における投機ポジションにも表れており (図)、5月13日時点ではユーロのネット買い持ちは+119億ドルと2024年9月3日以来、約8か月ぶりの水準まで積み上がっている。5月20日時点ではやや巻き戻しが進んでいるものの (+105.0億ドル)、依然、買い持ち高は大きい。

もっとも、金融政策の「次の一手」ということで言えば、現状の ECB は「6月見直し改定を踏まえ7月会合でどうするかを決める」というステータスにある。二部メンバーから▲50bpの提案すら見られた4月会合を踏まえれば、6月以降も利下げ続行の方針が取られる可能性は高そうだが、当時は「解放の日」の混乱を引きずった会合でもあった。そもそも関税協議の帰趨が明らかになる7月9日までは何も決められず、6月5日会合は現状維持として趨勢が明らかになるであろう7月24日会合で利下げ停止の可否を判断することになる可能性は高い。ひとえにユーロ相場の堅調を駆動しているのは金利差ではなく「ドル相場の凋落」に賭けるムードである。



物価は+2%近傍で高止まり

肝心の域内の物価情勢は非常に堅調であり、ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) は総合では+2%近傍で落ち着いているものの、コアベースは2%台後半で高止まりしている。インフレ高進が問題視される状況ではないが、粘着的なインフレ圧力も気になるところだろう。既にエネルギー価格の騰勢を通じたインフレ圧力は消失しており、現状は殆どサービスの押し上げが寄与している状況にある。つまり、堅調な雇用・賃金情勢が域内物価を支えている状況にあり、ECBとしては最も警戒を要する説明変数である。この点、ECBが開発した賃金トラッカーによれば、依然として「年末にかけて賃金の伸びは鈍化する」こ

とが可視化されているため、フォワードルッキングな利下げが主張しやすい雰囲気もある。冒頭述べたように、ユーロ相場の堅調は

「ドル相場の凋落」という極端なシナリオに賭けた結果であり、ユーロ圏経済が復調傾向にあるとはいえ、ECB の政策金利が上げ基調にあるわけでもないことは注意すべきだろう。前頁図にも示す通り、米独金利差から推察される水準からユーロ/ドル相場の実勢が大きく乖離しているのも事実であり、投機ポジションの偏りも相まって、米 EU 交渉が

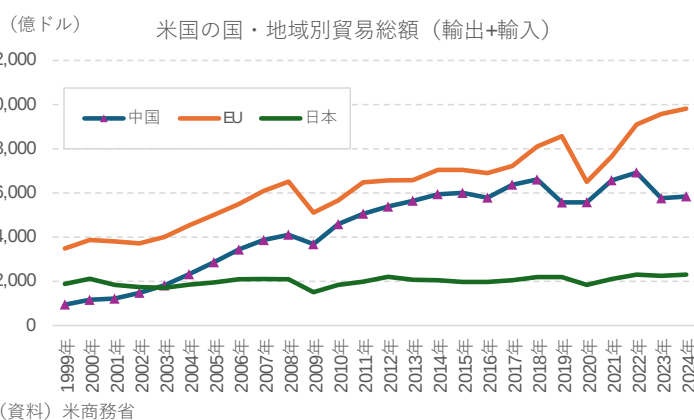
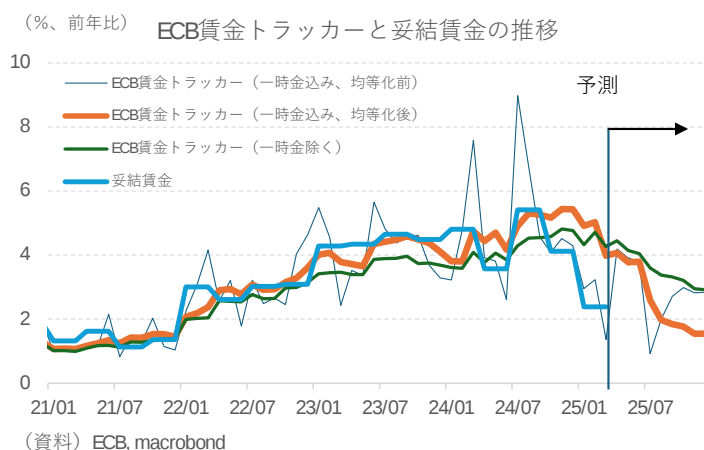
軟着陸した暁にはまとまった幅のユーロ売りを誘発する恐れは否めない。もちろん、トランプ政権は中国以上に EU を敵視している雰囲気も強く、「米 EU 交渉が軟着陸する」という可能性が高いわけではない。しかし、だからこそ期待が一方に傾斜し、それがユーロ相場を利しているというのが現状と見受けられる。堅調なユーロ相場を裏付けるだけの投資妙味が果たして域内の経済・金融環境として認められるのか。現状では疑義が残ると言わざるを得ない。

《ユーロ圏の関税交渉について～懸念通りの状況に～》

懸念通りの米 EU 交渉

5 月 23 日、トランプ大統領は EU からの全ての輸入品に対して 50% の関税を課す意向を表明した。具体的にトランプ大統領はホワイトハウスで記者団に対し「(EU と) 取引は求めている。50% の関税は準備した」と述べ、6 月 1 日からの発動を宣言した。しかし、その後、フォンデアライエン欧州委員長がトランプ大統領と電話会談を行い、関税発動の延期を要請したことで、この判断は 7 月 9 日まで延期されることに落ち着いている。もっとも、相互関税の基本税率である 10% に 10% が上乗せされて「20%」とされていたものが「50%」に引き上げられたという事実は不変であり、事態は総じて悪い方向に向かっている。厳密に言えば、「焦る米国、押す EU」というのが実態かもしれない。

こうした動きはかねて筆者が予想してきた通りの展開である³。米国が潜在的な脅威ゆえに先鋭的な態度に出やすい交渉相手は中国よりも EU だと筆者は論じてきた。横暴な米国に対して主要国は基本的には恭順姿勢を示し、報復ではなく対話での解決策を模索している。最終合意に至った英国やそこに近い場所にいると言われる日本がまさにその典型例だ(中国に関しては互いの「返り血」が大きいゆえの休



³ みずほマーケット・トピック 2025 年 4 月 28 日号「EU の対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～」や同年 5 月 9 日号「米英合意を受けて～むしろ心配になる米 EU 交渉～」をご参照ください。

戦という側面が大きいだろう)。こうした国々は米国の要求に対して、何らかのカードを用意して懐柔しようとするが、EU はあくまで正面から応戦する姿勢を崩さず、しかも交渉分野によって欧州委員会と加盟国が入れ替わるように現れる。交渉上、極めて面倒な相手である。しかし、米国にとっては最大の貿易相手であるためトランプ大統領としては放置するわけにもいかない(前頁図)。厳密には EU も米国産液化天然ガス(LNG)の輸入拡大など対案を出したり、互いの工業製品への関税をゼロにする「ゼロ・ゼロ提案」を出したりしており、合意に向けた努力を示していないわけではないが、報復姿勢自体がトランプ大統領を刺激し、交渉を遅延させるという当初心配された通りの展開に至っているように見受けられる。

EU の真似はできない

5月25日時点でトランプ大統領はフォンデアライエン欧州委員長との会談後、記者団に対し「非常に良い電話会談だった」と期限延長に合意した心境を明かしている。フォンデアライエン欧州委員長は「良い合意」をしたければ「7月9日まで時間が必要」と主張したという。結局、功を焦ったトランプ大統領が思うように進まない交渉を急かすために50%への引き上げを持ち出したというのが実情ではないかと推測する。様々な見方があるものの、全体として EU が米国と伍している姿が透ける。

なお、日本も横暴な意見は跳ねつけ、EU に倣うべきだという意見を一部見聞きする。気持ちは分かるが、全く話にならない比較である。日本と EU は安全保障戦略上、米国との関わり合い方が根本的に異なる。現状、米国の安全保障上、最大の問題意識は台湾有事の抑止にあり、そのためにリソースを東アジアに傾斜しようとしている。トランプ政権がウクライナ戦争から手を引こうとしているのもその一環だ。もはや米国は戦略分散しながら中国に対処する力はない。結果、軍事的自立を促された EU はこれまでほど米国による「安全保障の傘」の恩恵を受けないので、その分、物申せるようになる。

金融市場で材料視されているわけではないが、5月22日、ドイツは第二次世界大戦以降初となる国外への恒久的な軍隊駐留をリトアニアで開始した。このような動きが進むほど、EU の対米交渉力は増すはずである。NATO 内部での役割が再構築される中、米国と EU のパワーバランスも拮抗するわけで、米国抜きに周辺有事に対処できない日本と比較すべきではない(英国はそもそも対米貿易赤字国なので争点に乏しいため、別の意味で比較にならない)。もちろん、パワーバランスの拮抗ゆえに報復合戦に至っているわけで、それで対米交渉が上手くいくという保証は全くない。あくまで「攻め方は異なって当然」という話であって、EU と日本、交渉の結果、いずれの得失が大きいのかは終わってみなければ分からないだろう。例えば今後、EU が対米国で計上するデジタル赤字を問題視したからと言って、日本も全く同じカードを切れるというほど事態はシンプルではないことは留意すべきである。

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。