

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO みずほ銀行

中期為替相場見通し

2025年6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～「米国離れ」は本当に起きているのか～

為替市場の現状認識～「米国離れ」は本当か～	P.3
円相場の需給環境について～衰えそうにない「家計の円売り」～	P.5
日銀金融政策の現状と展望～「べき」論を超えた優しさ～	P.6
米金融政策の現状と展望～ドル/円相場への含意～	P.8
メインシナリオへのリスク点検～年金運用と円安リスク～	P.9

◆ ユーロ相場の見通し～ローテーション期待は健在～

ユーロ圏金融政策の現状と展望について～終焉が近づく利下げ局面～	P.13
欧州通貨の現状と展望について～感じられるローテーション期待～	P.16
EUの安全保障戦略について～欧州版ハミルトン・モーメント～	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

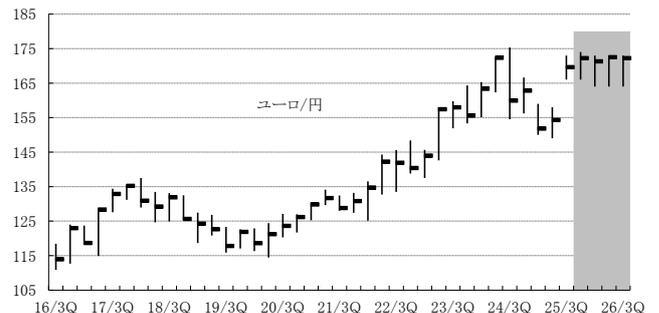
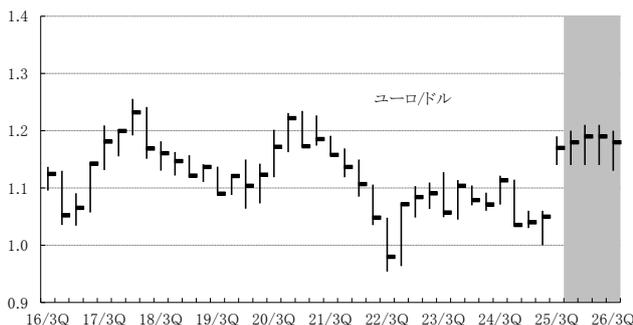
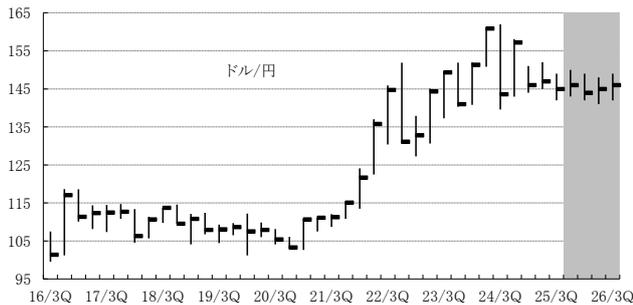
6月のドル/円相場も方向感に欠いた。中東リスクを受けた「有事のドル買い」を背景として一時的に騰勢が強まったものの、その動きも停戦報道と共に直ぐに収束している。日米中銀共に閣議協議を巡る不透明感を理由としてスタンスを明らかにしておらず、これに伴って為替相場の動きも限定されている印象だ。国際収支などから得られる円の基礎的な需給環境のイメージに照らす限り、簡単に円買いが盛り上がる雰囲気は感じられない。総じて6月は材料難であり、それゆえに方向感も乏しくなっていたと考えられるが、7月以降は閣議協議の結論が見えてくる以上、同じような展開にはなるまい。また、金融政策に関しても、経済・金融指標の弱含みを踏まえ、FRBの9月利下げに対する期待は強まっており、これがドル/円相場の重しとなっているという指摘もある。10月にかけて日銀利上げも否定できない中、日米金利差縮小という論点だけでどこまで下値攻めが可能なのかが焦点になろう。この点、「投機の円買い」が歴史的な水準まで蓄積する中、下値余地は決して大きなものではないというのが筆者の基本認識である。リスクシナリオとしては、6月公表の為替政策報告書には日本に関し、やや気になる記述が見られたので留意したい。GPIFに象徴される日本の公的年金運用が外貨建て資産に傾斜し過ぎていたとの問題意識を米財務省は示唆する。万一、これを修正するという政治的な流れに至ると大きな円高リスクとなる。

片や、6月のユーロ相場は上昇した。「有事のドル買い」の中でもユーロ相場は大崩れせず、市場心理の改善と共に大きく買い戻されている。4月以降話題となる米国から欧州への資金ローテーションについて真偽は判然としないが、4月の対米証券投資統計などを踏まえる限り、その潮流は完全には否定できない。NATO首脳会議の防衛費支出目標の引き上げ、これに付随する欧州再軍備計画は拡張財政路線に伴う域内資本ストックの蓄積を期待させる動きと考えられる。理論的には域内の潜在成長率を押し上げる話であり、域内市場では良い金利上昇と共にユーロ買いが促される筋合いにある。なお、ECBの金融政策は、7月以降、利下げ路線の凍結も想定され、この点もユーロ買いを促すだろう。もともと、4月以降に見られてきたユーロ/ドル相場の騰勢は明らかに欧米金利差から正当化されず、ドル強体制の瓦解まで織り込んだ価格形成であった。ECBの利下げ停止は確かにユーロ買いを招くとしても、仮に関税政策を中心としてトランプ政権の政策がある程度正気を取り戻すのであれば、「欧米金利差が縮小する」という理由だけでユーロ高が持続するのも難しいのではないか。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2025年 1～6月(実績)	7～9月期	10～12月期	2026年 1～3月期	4～6月期	7～9月期
ドル/円	139.89 ～ 158.88 (144.62)	142 ～ 149 (145)	143 ～ 150 (146)	142 ～ 149 (144)	141 ～ 148 (145)	142 ～ 149 (146)
ユーロ/ドル	1.0125 ～ 1.1754 (1.1718)	1.14 ～ 1.19 (1.17)	1.14 ～ 1.20 (1.18)	1.14 ～ 1.21 (1.19)	1.14 ～ 1.21 (1.19)	1.13 ～ 1.20 (1.18)
ユーロ/円	155.63 ～ 169.80 (169.46)	166 ～ 173 (170)	166 ～ 174 (172)	164 ～ 173 (171)	164 ～ 173 (173)	164 ～ 173 (172)

(注) 1. 実績の欄は6月30日までで、カッコ内は6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～「米国離れ」は本当に起きているのか～

《為替市場の現状認識～「米国離れ」は本当か～》

「米国離れ」の検証

本稿執筆時点でイスラエルとイランの緊張状態は小康を得ているが、衝突が勃発した6月13日以降、為替市場では明確にドル全面高の地合いが確認された。第三次世界大戦まで視野に収めた「有事のドル買い」の勢いは強く、ドル/円相場は一時148円台まで急騰した。対円での動きはとりわけ大きかったが、世界的に欧州資産へのローテーションが指摘される中でもドルは相応の底堅さを見せつけたのも事実である。要するに、4月以降、「ドルに依存した国際金融体制は終焉を迎える」というドル凋落論が幅を利かせたが、蓋を開けてみれば「有事のドル買い」が影響力を見せたというのが今回の総括になる。

筆者は4月2日の「解放の日」以降に取り沙汰されてきたドル凋落相場というテーマについては一貫して距離を置いてきた。その理由はいくつかあるが、そもそも裏付けとなる資本フローの証拠がないうちに、それほど大きな話はすべきではないというのが基本姿勢であった。この点、6月18日には米財務省から4月分の対米証券投資統計(TICデータ)が公表されている。ヘッドラインでは4月末時点の米国債保有残高に着



目するものが多く、外国人による米国債保有残高が前月比▲360億ドルの9兆100億ドルと微減にとどまり、日本が最大の保有者であることや、中国や若干ではあるが持ち高を減らしたことが報じられるにとどまった。しかし、米国債保有者の上位国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では不十分に思える(図)。せいぜい中国保有分の増減が争点になるだろうが、これ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り、やはり月次で国・地域の動きを丁寧に追うことが適切な現状把握や展望の策定に役立つだろう。

それにしても、あれほど「ドル凋落」や「米国離れ」を騒いでおきながら、いざ実際のデータが公表されてみると驚くほど市場の関心は驚くほど低い。TICデータは扱いが煩雑ゆえ理解が広まっていないというのがその一因かもしれないが、あまり報じられていない部分を中心に議論してみたい。

部門別、国・地域別の動向から言えること

例えば、次頁図は米国への長期有価証券投資に関し、民間部門と公的部門に分けて売買動向を見たものだ。民間部門が▲205億ドル、公的部門が▲301億ドル、合計▲506億ドルの純流出だった。商品別に見ると、米国債に関するフローは民間部門が▲468億ドルの純流出となる一方、公的部門は+60億ドルの純流入となっていることが分かる。つまり、「海外の金融当局を中心として米国債離れが起きている」とい

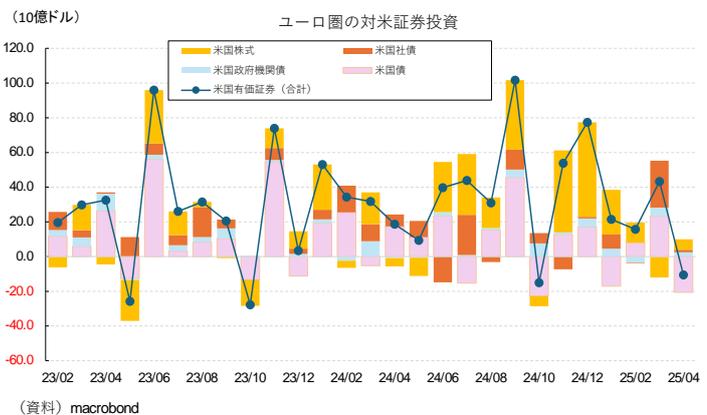
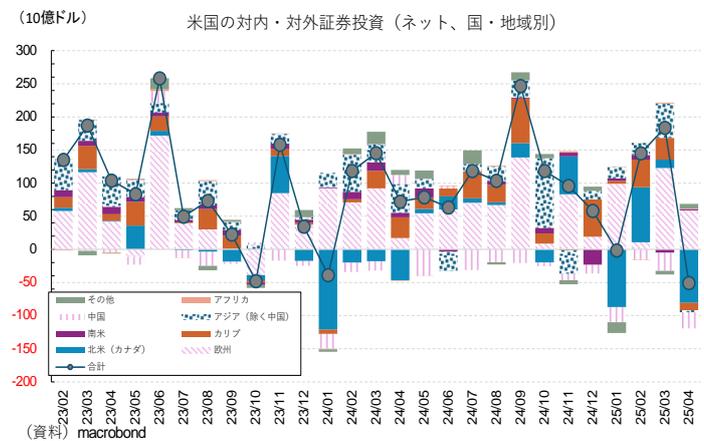
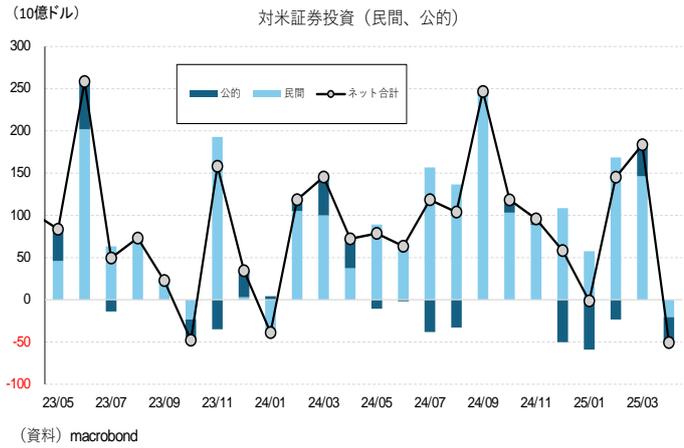
う事実は4月時点では確認されない。また、米国債が純流出を記録した民間部門も、社債は+159億ドル、株式は+143億ドルと純流入であり、「米国離れ」を判断するにはまだ至らないだろう。ちなみに公的部門の株式は▲332億ドルと純流出が大きかった。いずれにせよ全体として▲506億ドルの純流出は2020年4月のコロナショック以来の大きさであるため、相応に大きな規模であったのは確かだ。とはいえ、基軸通貨性の毀損まで議論しなければならないのか。5月以降のデータを継続的に確認しなければ何とも言えまい。

なお、「米国離れ」と言えば、その行先として欧州が注目されている。これを検証するには国・地域別のフローを確認することが必要になる。右図を見るように、欧州から米国はネットで+588億ドルの純流入であり、純流出は主に北米、具体的にはカナダ(▲808億ドル)が大きかった。なお、カナダは確かに米国債(▲577億ドル)から大きな純流出を記録している。「解放の日」以前の第二次トランプ政権発足当初から両国関係は緊張が高まっていたため、その余波などが推測されるだろう。いずれにせよ4月において欧州から多額の資金引き揚げが行われたという形跡は見られず、もっぱらカナダの動きが大きかったという総括になる。

受け皿としての欧州の読み方

しかし、深読みすれば欧州は確かに+588億ドルと純流入を記録しているものの、その中でユーロ圏は▲106億ドルと米国債を中心に純流出を記録していた(図)。商品別に見れば米国債だけで言えば▲206億ドルと相応に大きい。それでも欧州全体として純流入が記録されたのはあくまで英国が+676億ドルと全ての商品(米国債、政府機関債、社債、株式)について純流入を記録したからである。上述したように、英国の動向

は国際金融センターとしてのフローを大きく反映していると思われるため、「欧州が米国の受け皿になっている」という論点を検証するためには英国とそれ以外は切り分けて考えるべきかもしれない。ちなみに、4月はノルウェークローナの急騰から同国の年金基金が大規模な巻き戻し(米国売り)に踏み切った



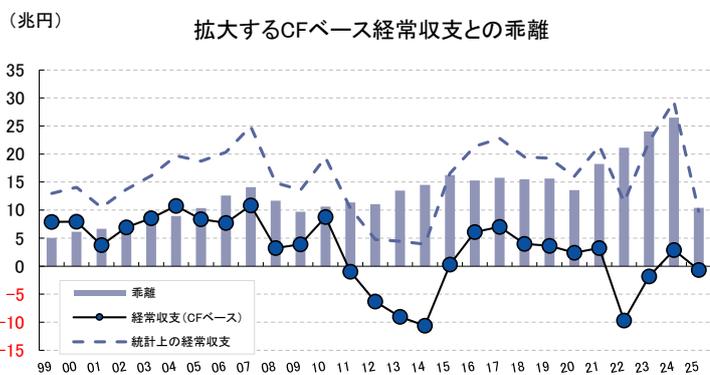
可能性も指摘された。確かに、4月、ノルウェーは▲49億ドルと純流出だが（前頁図）、3月には米国債を中心として+260億ドルの純流入を記録していたため、単にその反動が出ただけという可能性もある。この辺りの動きも5月以降、継続的に注目したい。

現実問題として「解放の日」以降でユーロ相場がとりわけ強い動きを見せているため、上述したような「ユーロ圏が米国から資金を純流出させている」という事実は「米国から欧州への資金ローテーション」を裏付ける証拠として重要性を秘めている可能性がある。いずれにせよ「解放の日」以降、米国から資本流出が相次ぎ、基軸通貨性まで失われるという議論が盛り上がり、現在でもそれは燻っている。しかし、そこまで大きな話をするのであれば、TICデータなど、捕捉可能な資本フローの統計を地道に監視し、そこで現れる変化の兆候を捉えていく分析姿勢が重要になるはずである。

《円相場の需給環境について～衰えそうにない「家計の円売り」～》

CF、「統計上の黒字」との乖離は依然大きく

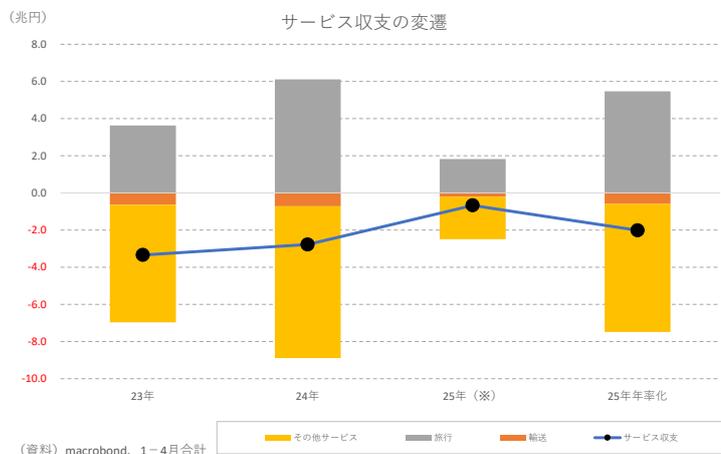
6月のドル/円相場も乱高下を強いられしたが、円の基礎的需給環境を見れば、円売り超過の状況はさほど変わっていないことが分かる。1～4月合計の経常収支は+9兆7487億円の黒字で、過去最高ペースが持続している。このうち貿易収支が▲1兆7143億円、サービス収支が▲1兆4394億円の赤字である一方、第一次所得収支黒字が+15兆29億円の巨額の黒字を記録することで全体としての黒字が維持される構図だ。



(資料) 日本銀行、25年は4月までの合計
※第一次所得収支の受取・支払に關し、直接投資収益の「再投資収益」、証券投資収益の「配当金」および「債券利子等」は為替取引が発生していないものとし控除している。

しかし、第一次所得収支黒字のうち国内還流が見込めないであろう再投資収益と証券投資収益を控除したキャッシュフロー (CF) ベースの経常収支は▲6720億円の赤字であり、やはり「統計上の黒字」と「CFベースの赤字」という対称性は健在である。実際、2月以降を振り返ってみても「投機の円買い」が歴史的な水準にまで蓄積する過程でドル/円相場が140円台を安定的に割り込むことはなかった。その背景にはやはり「円を売りたい人の方が多い」というごく基本的な事実があったのではないかと思える。

ちなみに旅行収支黒字とデジタル赤字という2つの旬な論点を含むサービス収支は上述した通り、1～4月合計で▲1兆4394億円の赤字だが、内訳に目をやると旅行収支黒字が+1兆8243億円と1～4月合計としては過去最大の黒字を記録しているものの、デジタル赤字の▲2兆4852億円を相殺しきれず、サービス収支全体ではわずかに赤字が残る格好である。やはりデジタル取引から漏出する外貨は無視できないものがある。過去の本欄でも述べたように、中長期的にはサービス収支赤字がCFベース経常収支の構図



(資料) macrobond、1～4月合計

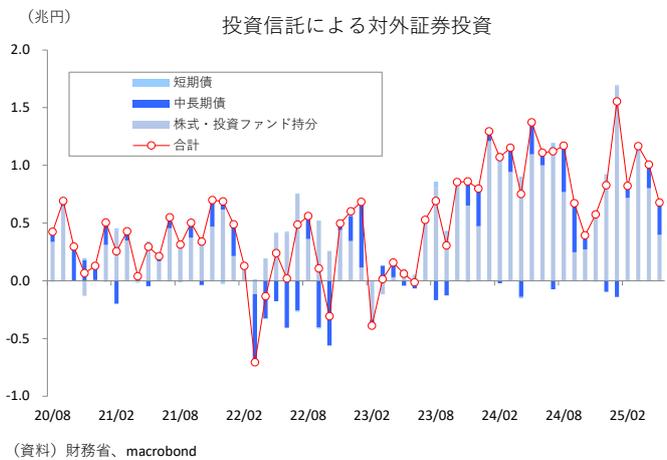
を規定する展開は予見せざるを得ない。

「家計の円売り」は昨年と同様の挙動

同時に公表された指定報告機関ベースの対内・対外証券投資はいつも通り、「家計の円売り」の代理変数として投資信託委託会社（投信）経由の対外証券投資の趨勢に注目しておきたい。リーマンショック級とも形容された4月の相互関税ショックを受けて5月の家計部門はどう動いたのか。結論から言えば、投資意欲の衰えは確認されたものの、潮流の変化を断言するには至っていない。投信経由の対外証券投資は+6780億円と昨年11月以来、6か月ぶりの低水準に沈んでいる。株式・投資ファンド持ち分が+3987億円と前月の+8014億円から半減しており、2か月前の+1兆1098億円と比較すれば4割以下である。関税政策は企業部門の減益要因でしかないことから、株式の取得意欲が衰えるのは合理的な判断である。

しかし、中長期債は+2514億円と昨年9月以来、8か月ぶりの買い越し水準をつけている。

昨年9月と言えば、令和版ブラックマンデー（2024年8月5日）を受けた大暴落の翌月であり、当時の本欄では対外投資に関して「株式を減らし、債券を増やす」という機動的な運用に踏み込んだ家計部門の動向に注目した。やはり大暴落の翌月となる今回も同様の挙動を示しているのは興味深い。投信経由の対外証券投資については「暴落時に売り越しが見られるわけではなく、株から債券へのシフトが進みやすい」ということだろうか。相応の金融リテラシーを感じるところである。昨年のパターンを踏襲するのであれば、暴落後の3か月間（9～11月）は低空飛行を挟み、12月から復調傾向が見られた。今回、そうなるかどうかは7月9日の相互関税をめぐるトランプ政権の結論次第だが、国内環境において円安・物価高が解消されない中、海外に目を向けた「家計の円売り」が途絶する雰囲気はあまり感じられない。



《日銀金融政策の現状と展望～「べき」論を超えた優しさ～》

「べき」論を超えた優しさ

6月16～17日の日銀金融政策決定会合は政策金利（無担保コール翌日物レート）を0.5%で据え置く一方、注目された2026年4月からの国債買い入れの減額ペースについて減速させる方針を決定した。市場予想通り、従前の「四半期ごとに4000億円」から「四半期ごとに2000億円」へとペースを緩めることになる。植田日銀総裁は「減額ペースの減速」を決断した理由として「あまりに早めに減額を進めて国債金利が異常な変動率を示せば経済にマイナスの影響を与える。大規模緩和の副作用が表れないよう注意深く進めている」と説明している。率直に4月以降、注目される超長期債市場の混乱に相応の配慮を示した格好だ。額面通り受け止めれば、4月以降に直面した超長期金利の急騰は「異常な変動率」だったということになるだろうか。元々参加者が限られている超長期債市場のボラティリティの高さは商品性の一環であるように思えるが、日銀はそこまで割り切れなかった。

従前から日銀が論じている通り、購入額の段階的縮小（量的引き締め、以下QT）の狙いはあくまで毀

損した債券市場機能の復元にあり、「べき論」を貫くのであれば「減額ペースの減速」は不要だった。「四半期ごとに 4000 億円」と示された従前の QT ペースを遵守して債券市場が荒れるのだとすれば、それは発行計画が市場実勢に対して無理があると解釈するのが本筋だろう。少なくとも、市場機能の復元を企図するのであれば肅々と「四半期ごとに 4000 億円」を継続すべきであったように思う。実際、植田総裁も「なぜ 2000 億円という減額幅にするか」と問われ、「予見可能性の意味では 4000 億円のまま続けることに利点があったが、市場の安定性に配慮した」と述べている。超長期金利急騰に伴う地銀経営や政府の国債発行計画への悪影響が優先的に配慮されたと言える。

今回の決定は「べき」論を超えて債券市場への優しさを提示したと言ったところだろうか。もっとも、日銀がこうした決断をした背景には、昨年 8 月のように日銀が市場予想に反した決定に踏み込み、市場崩壊の引き金を引いたとの嫌疑をかけられることを回避したかったという思惑もあろう。7 月に国政選挙を控える以上、植田ショック 2.0 はどうしても避けなければならない。

優しさの代償

もちろん、▲2000 億円の減額となっても、日銀の長期国債保有額が減少路線にあることは変わらないため、債券市場への優しさもまだ節度を保っている。今後の順次償還を踏まえれば、新計画がこのまま継続した場合、長期国債保有残高は現在の 577 兆円から 2027 年 3 月には 500 兆円程度の着地になると見込まれる。QT が開始した 2024 年 6 月が 592 兆円であったため、そこから▲16%程度の削減になる。これにより QT 開始時点で 6 兆円弱だった月間の国債購入額は 2027 年 1~3 月期には 2 兆円程度まで減少することになる。これに伴って中央銀行が国債を大量保有することで生じる恒常的な長期金利の低下圧力（いわゆるストック効果）も漸減することになるため、4 月以降に見たようなボラティリティの高まりは引き続き現れやすい。問題は、そのたびに今回のような対応を期待されると QT 停止への期待が必然的に出やすくなるということだ。実際、今回も「2027 年 1~3 月期の月間購入ペースを 2 兆円程度まで落とした上で QT 停止を示唆する」との期待はあった。実際は同 4~6 月期以降の方針は明かされず、その点だけを捉えてタカ派的だと論じる向きもある。しかし、今回の前例がある限り、今後の債券市場の挙動次第では「減額ペースの減速」や QT 停止を催促するような気運はどうしても高まりやすくなる。

金利が上昇するたびに「異常な変動率」との解釈が跋扈し、QT 修正が期待されやすいという構図は円安が起きるたびに利上げが期待されていた構図と似ている。いみじくも植田総裁が述べるように、何もせずに現状維持を貫く方が金融市場における予見可能性は高まったように思える。

重要な変数となる 26 年 6 月「中間評価」

今後の注目は減額ペースではなく QT 停止時期になる。今回は 1 年後の 2026 年 6 月に再び QT を巡って中間評価が実施される方針が示されている。その時には月間購入額の下限についてより解像度の高いイメージが共有されることになるはずだ。この点、5 月に開かれた「債券市場参加者会合」の議事録を見ると、QT 停止に至る月間購入額については 1 兆円から 3 兆円まで 5000 億円刻みで多様な意見が交錯しており、現時点でコンセンサスがあるとは言えない。今からその予想を検討する必要はないが、各種資産価格の中期予想を検討するにあたっては 2026 年 6 月に判断される QT の処遇は 1 つの重要な変数となってきそうである。リスクシナリオとしては「中間評価まで債券市場は持つのか」という視点も必要かもしれない。今回はたまたま超長期債市場の混乱直後に中間評価のタイミングが一致したため、「減額ペース

の減速」への期待が奏功したが、類似の混乱が年内に生じた場合、より対処は難しくなるように思える。

金利上昇か、円安か

もちろん、QTに際しては「長期金利が急激に上昇する場合には、機動的に、買入れ額の増額、指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施」とのヘッジ文言があるため、次回中間評価までの緊急事態ではそうしたアドホックな対応で乗り切る用意はある。しかし、そのようなリアクションには必ず円安がセットで付いて回るはずである。金利上昇か。円安か。いずれかを受け入れなければならない現状に対して、今回は「債券市場への優しさ」、すなわち金利上昇を抑制する方策を取ったわけだが、幸いこの程度の決定であれば円安は限定的なもので済んだ。しかし、今後、買入れ増額や指値オペの類が発動された場合、為替市場が黙ってみているとは思えない。債券市場が荒れるたびに相応のアクション（債券市場への優しさ）を求められ、円安が解消されない、もしくは進展するという懸念は多分に残されている。

《米金融政策の現状と展望～ドル/円相場への含意～》

「ドル凋落相場に賭けたドル売り」と「利下げ期待後退ゆえのドル買い」

6月17、18日に開催されたFOMCは予想通り、政策金利を4会合連続で据え置き、FF金利誘導目標のレンジを4.25～4.50%で維持することを全会一致で決定した。声明文では依然見通しの不確実性の大きさが指摘されつつも、事態が改善に向かっているとの見方も示されている。トランプ政権の「次の一手」が誰にも読めない以上、客観的にはスタッフ経済見通し（SEP）の動向からFRBの「次の一手」を探るしかない（図）。この点、今回は成長率見通しが引き下げられる一方、インフレ率見通しは引き上げられており、パウエルFRB議長からも関税引き上げの影響について一過性で終わる可能性と、ある程度の持続性を伴う可能性の双方に言及が見られている。メンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2025年6月時点

	2025	2026	2027	長期見通し
実質GDP成長率 (3月時点)	1.4 (1.7)	1.6 (1.8)	1.8 (1.8)	1.8 (1.8)
失業率 (3月時点)	4.5 (4.4)	4.5 (4.3)	4.4 (4.3)	4.2 (4.2)
PCEインフレ率 (3月時点)	3.0 (2.7)	2.4 (2.2)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (3月時点)	3.1 (2.8)	2.4 (2.2)	2.1 (2.0)	

(資料)FRB

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2025	2026	2027	Longer run
Dec-23	3.625%	2.875%	—	2.500%
Mar-24	3.875%	3.125%	—	2.5625%
Jun-24	4.125%	3.125%	—	2.7500%
Sep-24	3.375%	2.875%	2.875%	2.8750%
Dec-24	3.875%	3.375%	3.125%	3.0000%
Mar-25	3.875%	3.375%	3.125%	3.0000%
Jun-25	3.875%	3.625%	3.375%	3.0000%

(資料)FRB

は2025～27年の各年末の政策金利について「3.875%→3.625%→3.375%」とされ、前回（3月）対比では2026年と2027年がそれぞれ+25bpずつ上方修正されている。なお、2025年末の中央値こそ前回から不変だが、現状維持を予想するメンバーが7名と前回の4名から増加していることも特筆される。全体としてドットチャートは若干タカ派的な内容に修正されたと言えるだろう。なお、中立金利は相変わらず3.00%であるため、予測期間において政策金利がこれを上回る構図が続くことになる。

次回利下げは9月以降に

もっとも、確かにドットチャートだけを見ればタカ派的な修正だが、これにドル/円相場が上昇で反応したわけではなかった。これは投機的な円の買い持ちが歴史的な水準に達している現状を踏まえると意外な印象も受けたが、結局、パウエル議長も言及しているように、2025年中の現状維持を予想するメンバーも2026年に関しては数回の利下げを想定しているため、「次の一手」が利下げであることは変わらないという事実が重視されているのかもしれない。次の展開が「FRBの利下げ」と「日銀の利上げ」である以上、ドル/円相場の上値の重さは確かに理解できる。当面は「ドル凋落相場に賭けたドル売り」と「利下げ期待後退ゆえのドル買い」が拮抗するというイメージになるだろうか。

今後については、利下げ再開時期に注目が集まるものの、FRBのインフレ評価がどちらかと言えばアップサイドに傾斜していることも踏まえれば、「年内なし」となる可能性も無視できなくなっている。日米欧いずれの中央銀行も同様だが、「関税政策の見通しが鮮明になるまで現状維持が適切」が基本姿勢であり、パウエル議長は「夏の間には多くのことが明らかになる」との見立ても披露している。仮に、その期待通り、9月以降の不透明感払拭を前提とした場合、満を持して9月に利下げ再開となる可能性はある。もちろん、その間に雇用統計を含めハードデータの悪化が付いてくるとするのが大前提として、だ。

本稿執筆時点では先行きのFOMCにおける利下げに関し、7月は20%弱、9月はほぼ100%織り込まれているが、事態は流動的であり、現時点の数字は何の参考にもなるまい。折に触れて言及するように、既に投機の円買いが歴史的な水準に蓄積する中、日米金利差縮小を理由とする下値余地は決して大きなものではないというのが筆者の基本認識だ。

《メインシナリオへのリスク点検～年金運用と円安リスク～》

関税政策の補助ツール

上述したように、金融政策は大きな混乱なく運営されている一方、通貨政策についてはやや動きが見られた。6月5日、米財務省は半期に1度の為替政策報告書が公表している。今回、「為替操作国」認定に至った国はなかったものの、「監視リスト」対象国は次頁表に示す9か国となり、前回からはアイルランドやスイスが新たに加えられた。台湾やスイスは3条件全てに抵触するが総合判断として「為替操作国」認定は見送りという評価であった。片や、中国については1条件しか抵触していないものの、現行の巨大な黒字を踏まえれば、為替介入情報が著しく不透明であるとの問題意識が示され、今後「為替操作国」認定に至る可能性が明記された。過去の本欄でも論じたが、トランプ政権下における為替政策報告書の意味はこれまでの政権のそれとは異なる。為替政策報告書は本来、その分析を通じて「為替操作国」に認定された場合、二国間交渉を経て通貨政策や貿易慣行の見直しを迫られたり、そこで合意に達することができなければ関税が引き上げられたり、輸出入の制限措置が取られたりすることが想定されるものだ。つまり、対米貿易において関税や非関税障壁を用いた制裁が予想されるからこそ「為替操作国」認定やその前段階としての「監視リスト」認定が注目されてきたのである。

しかし、為替政策報告書の判断を待たずともトランプ政権はこうした所作が日常茶飯事である。報告書の重要性は明らかに落ちていると言えるだろう。事実、今回示された中国に対する「為替操作国認定」予告は本来、一大事と受け止められても不思議ではないはずだが、報告書公表と同時に行われたトランプ大統領と習近平国家主席の電話会談においてレアアース取引などについて歩み寄りが見られたことの方が大きな材料として受け止められ、市場には安堵感が広がっている。

もちろん、だから報告書に意味がないという話ではない。2015年に制定された貿易円滑化・貿易執行法（Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015, 通称 TFTEA）は、米財務省が米議会に対して為替政策報告書を年2回報告することを義務づける。この報告をもって経済・金融情勢に関わり合いの無いステークホルダー（特に政治家）は（米国の主張する）不公正貿易の存在を認知することになる。不規則かつ不明瞭なトランプ大統領の言動とは異なり、為替政策報告書では定量的な材料に基づいて相手国の立ち位置を評価する。それでも粗い尺度だが、デタラメな相互関税の数字よりは納得感はある。そのような報告書自体、トランプ政権の関税政策にとって補助的な役割にはなるだろう。少なくとも各国が対米交渉を展開する上で、為替政策報告書で指摘されるような論点は確実に突かれている部分だ。

トランプ政権の通商政策において補助的なツールとしての為替政策報告書は無意味ではない。報告書の公表に際し、ベッセント米財務長官からは「不公正な通貨慣行に対して強力な対抗措置を実施するために、あらゆる手段を駆使して対応する」と強調され、為替操作と思しき動きは厳格に対処する姿勢が強調されている。相場の材料としては依然無視することができないものだろう。

米国の主要な貿易相手国・地域と評価基準の状況

国名	①対米貿易黒字	②経常収支黒字	③為替介入	監視リスト	備考
メキシコ	✓				
カナダ					
中国	✓			○	介入情報が不透明過ぎるため為替操作国認定目前
日本	✓	✓		○	
ドイツ	✓	✓		○	
韓国	✓	✓		○	
イタリア		✓			
インド					
台湾	✓	✓	✓	○	不当な為替操作による「意図的の行為」ではないと総合判断
フランス					
スイス	✓	✓	✓	○	不当な為替操作による「意図的の行為」ではないと総合判断
ベトナム	✓		✓	○	
マレーシア					
タイ		✓			
シンガポール	✓	✓		○	
英国					
ベルギー					
ブラジル					
アイルランド	✓	✓		○	

（資料）米財務省、

※過去1年に関し①は+150億ドル以上、②はGDP比+3%以上、③は12か月中8か月以上で自国通貨売り介入が基準になる。

対日要求の読み方

こうした中、日本については為替介入に関する透明性などが評価された上で、以下2点の指摘が注目される。前者は金融政策運営について、後者は公的年金運用についてだ：

- **BOJ policy tightening should continue to proceed in response to domestic economic fundamentals including growth and inflation, supporting a normalization of the yen's weakness against the dollar and a much-needed structural rebalancing of bilateral trade**
- **Treasury also stresses that government investment vehicles, such as large public pension funds, should invest abroad for risk-adjusted return and diversification purposes, and not to target the exchange rate for competitive purposes**

前者は直訳すれば「日銀の金融引き締め政策は成長と物価上昇を含む国内経済の基礎的条件に対応して継続すべきで、それはドルに対する円安の正常化と二国間貿易の構造的リバランスを後押しする」となる。要するに「このまま利上げすることが両国の国益に資する」という主張であり、日銀利上げを支持する文言だ。しかし、第二次トランプ政権が積極的にドル安・円高誘導を凶っているというのはメディアが作り出したナラティブである。トランプ大統領はともかく、ベッセント財務長官を筆頭として通商交渉の当事者からそのような情報発信が見られたことは1度もない。少なくともドル/円相場に限って言えば、「現行水準がファンダメンタルズに沿っている」という事実が日米財務相の間で確認されており、もはや賞味期限が過ぎた話である。

しかし、百歩譲ってそれらが全て建前であり、今後、急転直下、米国から円高誘導を求められたとしても、そもそも日本ができることは①金融政策（利上げ）、②通貨政策（円買い・ドル売り為替介入）、③資本規制の3つしかない。③は論外であり、米国債売りを伴う②も米国の望むところではない。なお、報告書には「日本はG7の一員として国内政策で為替を操作しない強いコミットメントを有している」との事実が肯定的に記述されている。とすれば、結局①の金融政策、端的には利上げを軸とした議論しか残らない。これは報告書で指摘されるまでもなく、分かっていた話である。

とりわけ日本に関して言えば、「実質金利が極めて低く、円安が修正されず、インフレ率の高止まりに難儀している」という現状があるわけで、「そうであれば利上げして通貨安を是正すべき」というのはそもそも正論である。何より言われる前から日銀がやっていることでもある。今回の報告書の記述を陰謀論混じりに解釈する向きは今後もあるだろうが、筆者の認識ではこれらの記述は現状追認でしかない。

年金運用への注文？

後者は「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」という指摘だ。むしろ、こちらの指摘の方が新味はあった。端的に年金積立金管理運用独立行政法人

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

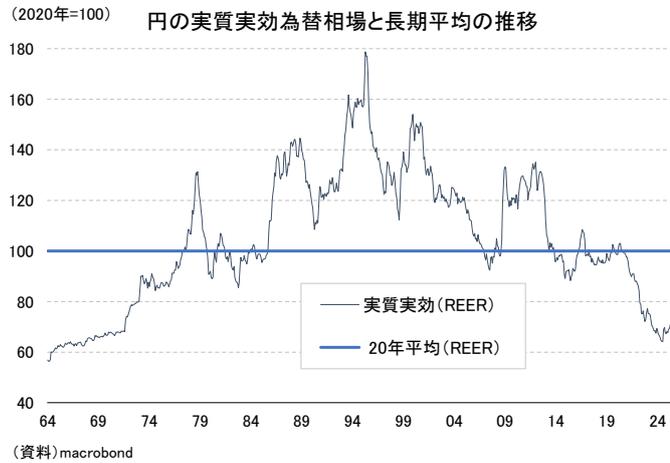
（GPIF）などのポートフォリオの在り方に注文を付けたようにも見受けられる。報告書は「為替レートを操作する目的で投資すべきではない」と指摘するものの、当然だが、政府・日銀・GPIFがそのような意思表示をしたことは無い。しかし、事実としてGPIFの基本ポートフォリオにおける外貨建て資産の割合は10年で倍になっている（図）。これは確かに目立つ。

過去10年間を振り返ってみれば、2014年10月31日にはそのような疑惑がかなり高まった。この日はハロウィン緩和とGPIFのポートフォリオ変更発表が重なった日である。この際、GPIFの基本ポートフォリオでは外貨建て資産が23%から40%へ大きく引き上げられ、その分、国債が60%から35%へ引き下げられた。この際、日銀は年間の国債購入額を10～20兆円引き上げることを決定している。日銀が国債購入を増やすタイミングでGPIFが国債購入を減らす判断を下した以上、とりわけ海外市場参加者からは年金基金を活用した相場誘導に映った可能性は高い。

もちろん、追加緩和による円金利低下とGPIFによる外貨建て資産購入の増加が重なったことで急速

に円安・ドル高が進んだことは言うまでもない。当時の三谷 GPIF 理事長は「同じ日になったのは全くの偶然」と述べ、安倍首相も GPIF 改革について「株価を上げるため（の見直し）ではない」と述べたが、当時隆盛を極めていたリフレ政策の状況を思えば、猜疑心はどうしても残ったのは事実である。

もっとも、当時の安倍首相はそれらの決定が下される以前から「将来の安定的な年金給付に向け、デフレ脱却後の経済・運用環境に対応して、基本ポートフォリオも機動的に見直すことが必要（2014年10月30日）」と述べていた経緯もある。ハロウィン緩和から丸10年が経過し、日本経済は明らかにデフレとは言い難い状況になったが、当時はそうではなかった。デフレを前提とすれば自国通貨上昇が理論的に正当化されるが、インフレを前提とすれば自国通貨下落（外貨上昇）が理論的に正当化される。結果論だが、その後の経済・金融情勢を踏まえれば、当時の基本ポートフォリオ変更は実現されたリターンを見る限り、賢明なものだったと言える。しかし、円安が実質実効為替相場（REER）で「半世紀ぶりの安値」にまで至った今、同じペースでの外貨建て資産への投資が報われるかどうかは定かではない（図）。その意味で報告書の指摘も傾聴に値する部分あるだろう（他国の年金資産運用方針に干渉される筋合いはないという論点はさておき）。



仮に修正となれば、円需給への影響は甚大

ちなみに2024年12月末時点でGPIFの運用残高は約260兆円だ。外貨建て資産の運用比率を▲5%ポイント引き下げれば13兆円の円買い戻しが連想される。これは巷間話題の「家計の円売り」（2024年で11.5兆円）を打ち消す規模である。周知の通り、GPIFの基本ポートフォリオはGPIFとセットで注目されやすい主要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30兆円であり、GPIFのそれと合わせれば300兆円に肉薄する。GPIF基本ポートフォリオの変更が為替フローに大きな影響を与える可能性がある。

ここからは邪推になるが、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られる。

◆ ユーロ相場の見通し～ローテーション期待は健在～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望について～終焉が近づく利下げ局面～》

利下げ局面の終わり

6月のECB政策理事会は預金ファシリティ金利を▲25bp引き下げ、2.00%とした。利下げは7会合連続となる（2024年6月に始まった利下げ局面としてみれば8回目）。しかし、後述するように、域内の経済・物価環境を踏まえる限り、今後連続利下げを必要とするほど域内の経済・金融情勢が弱っているのかどうかは判断がつかない。物価情勢は+2%近傍で安定しており、4月2日の「解放の日」以前は利下げ打ち止めが検討されていた経緯を踏まえれば、「6月利下げはあったとしても7月会合以降の連続性は不透明」というのが6月会合に対する筆者の予想であった。この点、ラガルドECB総裁は「中立金利に達したと思うか」との質問に対し、「パンデミック、ウクライナ戦争、エネルギー危機といった一連のショックに対処した金融政策のサイクルが概ね終了したところであり、私たちはそれをうまくやり遂げたと考えている」と比較的是っきりと利下げ局面の終わりを示唆している。また、繰り返し、今回の利下げを経てECBが「良い立ち位置（a good position）」にあることも強調されており、利下げの連続性は排除されたと考えるべきだろう。もっとも、後述するように、スタッフ見通しが1本に定まらない以上、政策理事会の判断はいつ、いかようにでも柔軟な判断に移行することができると考えておくべきだろう。

スタッフ見通しの読み方

スタッフ見通し改定では、まず基本シナリオとして実質GDP成長率が2025年について+0.9%、2026年について+1.1%、2027年について+1.3%と示された。前回（3月）との比較では2026年について▲0.1%ポイント引き下げられているものの、予測期間を通じて概ね横ばいである。結局、トランプ関税が7月9日以降にどう転ぶかが分からない限り、4月会合と

ECBスタッフ見通し(2025年6月時点)

	2025年6月時点 (%、前年比)			前回予測からの変化 (%ポイント)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
2025年6月時点の基本シナリオ						
実質GDP	0.9	1.1	1.3	0	-0.1	0
ユーロ圏消費者物価指数 (HICP)	2	1.6	2	-0.3	-0.3	0
コアHICP	2.4	1.9	1.9	0.2	-0.1	0
リスクシナリオ (mild)						
実質GDP	1.2	1.5	1.4	0.3	0.3	0.1
ユーロ圏消費者物価指数 (HICP)	2	1.7	2.1	-0.3	-0.2	0.1
リスクシナリオ (severe)						
実質GDP	0.5	0.7	1.1	-0.4	-0.5	-0.2
ユーロ圏消費者物価指数 (HICP)	2	1.5	1.8	-0.3	-0.4	-0.2

(資料)ECB

大きな違いは出しにくいということだろう。一方、インフレ率（消費者物価指数、HICP）見通しは2025年が+2.0%、2026年が+1.6%とそれぞれ▲0.3%ポイントずつ引き下げられ、2027年は+2.0%へ戻るパスが示されている。2025～26年の下方修正はエネルギー価格下落に加え、年初来で進むユーロ高傾向がデイスインフレ的に作用していることが分かる。これは6月利下げを決断する材料になっただろう。

もっとも、今回はそうした基本シナリオに加え、上下双方向のリスクシナリオも示され、合計3本の見通しが示されたことも興味深い情報であった。リスクシナリオ (mild) とリスクシナリオ (severe) が示されており、前者のシナリオでは米EU交渉の結果、二国間関税が撤廃され、EUの求めてきた「ゼロ・フォー・ゼロ」関税が採用、貿易政策の不確実性が2018年以前の水準まで急速に低下することが前提とされている。このシナリオが実現した場合、2025～26年の実質GDP成長率は基本シナリオから+0.3～0.4%ポイント、2026～2027年のインフレ率は基本シナリオから+0.1%ポイント上振れると予測され

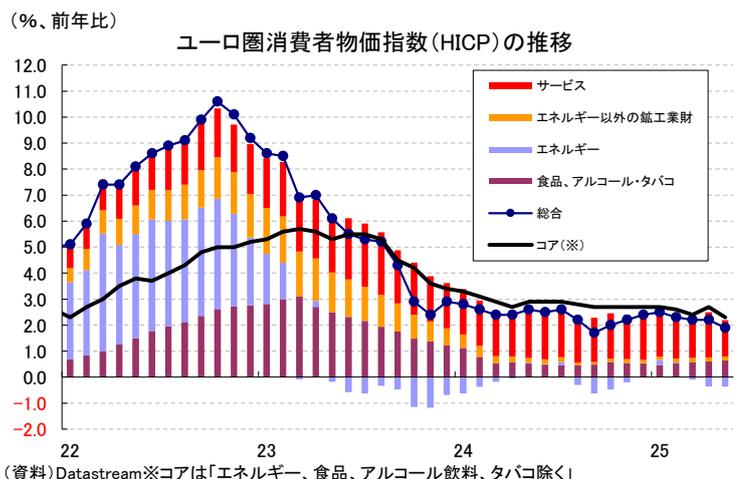
ている。もっとも、これでもインフレ率の見通しはさほど大きく変わらなそうであることから、利上げ局面への転換を期待するまでには至らない。

片や、リスクシナリオ (severe) は端的に「解放の日」に発表された高関税が適用され、EU も報復として米国製品への輸入関税を課す展開を想定している。また、米国の対中関税についても 5 月 12 日の一時停止前の高水準 (約 120%) にとどまることが想定されている。この場合、成長率もインフレ率も予測機関全般を通じて基本シナリオから大幅に切り下げられることになる。このシナリオに至った場合は明確に「1.75~2.25%」と目される中立金利未満の政策金利が必要とされるはずであり、あと複数回の利下げが正当化されることになるだろう。どちらかと言えば、リスクシナリオは severe の可能性が高そうだ。

ちなみに基本シナリオの想定は米国の物品輸入関税は 2025 年 3 月時点の予測よりも高くなるものの、予測期間後半においても現在見られているような関税一時停止はすべて継続することを想定している。この際、米国の物品輸入関税は、中国を除くすべての国でほぼゼロから+10%ポイント上昇することが想定されており、要するに相互関税の一律 10%部分はやはり撤廃されないとの前提である。EU に限らず、現時点ではどの国も「10%は甘受する」というのが基本シナリオとならざるを得ない状況である。

一時的な上昇・下落を見極めるべき

足許の物価・経済動向を踏まえれば利下げ停止は理解できる判断である。例えば域内インフレ率を簡単に整理しておくと、5 月 HICP は+1.9%と前月の+2.2%から▲0.3%ポイント減速し、昨年 9 月以来、8 か月ぶりに+2%を割り込んでいる。端的にはエネルギーの続落とサービスの急減速が重なったことに起因した動きであった。項目別に見ると、エネルギーが 2 か月連続で▲3.6%と続落しており、これが総合ベースを押し下げる姿が最近の定番である。5 月の動きで特筆すべきはサービスが+4.0%から+3.2%へ▲0.8%ポイントも鈍化したことであり、これを受けて食品とエネルギーを除いたコアベースも+2.7%から+2.3%へ急低下している。5 月まではコア HICP の高止まりが利下げの障害の 1 つとも考えられていたため、こうしたインフレ圧力の緩和が 6 月会合の利下げを促したのは確かだろう。とはいえ、前月 (4 月) のサービスはイースター休暇の時期が例年とずれており、旅行需要に伴って宿泊価格や航空運賃などが一時的に騰勢を強めていたという事情もある。その意味で前月のサービスの伸び (+4.0%) が特殊であり、4~5 月平均で見た+3.6%がフェアな評価になる。だとすれば、今年 1~3 月平均が+3.7%だったので、実はサービス、ひいてはその背景にある雇用・賃金環境の逼迫度合いは大して変わっていないと見ることもできる。6 月会合で利下げの打ち止めが示唆されたのは結局、まだインフレの粘着性を疑っているからではないか。

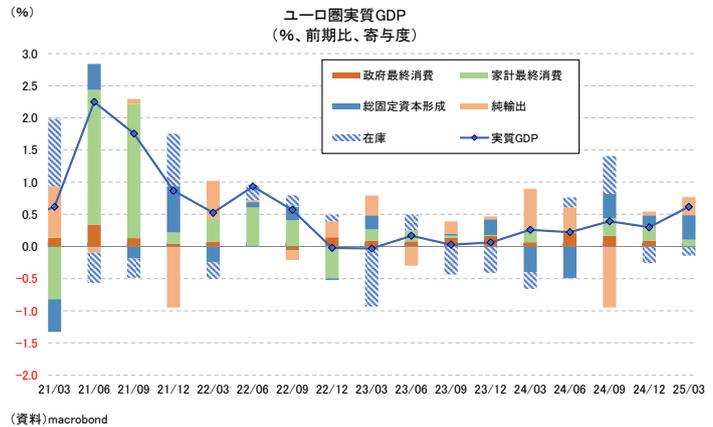


インフレ期待は安定、ユーロ高の効果は限定的

ECB が伝統的に重視する市場ベースのインフレ期待 (5 年先 5 年物インフレスワップフォワード、5

年先 5 年物 BEI) は+2%で安定しており、デysinフレ回避のために利下げを迫られるような雰囲気はない。確かに、年初来でユーロ相場の騰勢が続いていることはデysinフレ的な効果をもたらさだろうが、それはさほど大きくないことでも知られている。例えば、ユーロ相場は対ドルで年初来+13%以上、NEER では年初来+5%以上、上昇している。ECB が 2020 年 4 月に発表したペーパー¹によれば、ユーロ相場が NEER ベースで 1%変化すると、HICP を 0.04%ポイント変動させると推計されている。+5%であれば、HICP は約▲0.20%ポイントほど押し下げられる計算だ。決して大きな話ではない。

そもそも ECB は 4 月会合で利下げ停止を検討するはずだったが、相互関税発表により後ずれしたという経緯があった。なぜ、利下げ停止を検討していたかと言えば、域内経済の堅調が確認されていたからだ。この点、2025 年 1~3 月期のユーロ圏実質 GDP は前期比+0.6%と前期 (+0.3%) から 2 倍以上のペースへ加速している。もっとも、年後半のトランプ関税を見越して、ドイツやアイルランドからの対米輸出が急増したことを受け



た動きであり、域内経済の基調的な強さを示す動きとは言えない。4~6 月期以降の関税政策の影響などにより成長鈍化はある程度不可避の展開であろう。既に現在の預金ファシリティ金利の水準 (2.00%) は ECB の推計する中立金利 (1.75~2.25%) の中央値に位置している。あと 1 回の利下げまでは推計範囲に照らして「中立的な状態」と主張できるが、それ以上は緩和的な状態に突入する。それほど域内の経済・物価情勢が軟化しているわけではあるまい。ECB による利下げは残り 1 回と考えたいところだ。

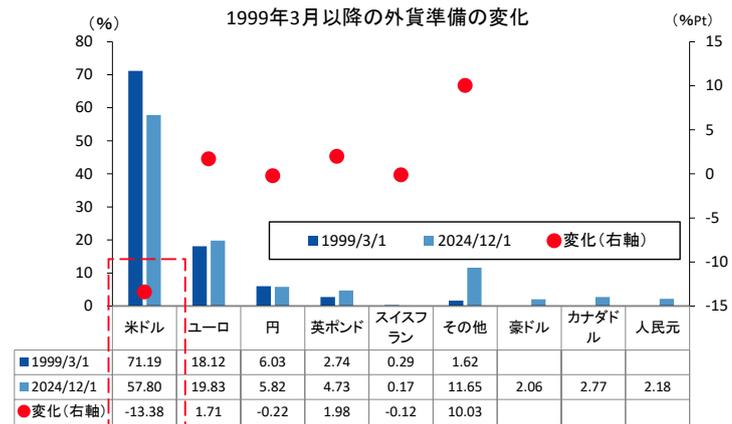
ドル凋落はユーロの存在を押し上げるのか？

話を 6 月の総裁会見に戻すと、今年 4 月以降、金融市場でテーマ化しているドル強体制の変化についても質問が見られた。ユーロの役割 (the role of the euro) について尋ねた記者は「ドルの現状について、どのように考えるか。また、それはユーロ、もしくはユーロ建て安全資産の役割にとってどのような影響を与えるか」と踏み込んだ質問をしている。これは 5 月 30 日の講演でパネッタ伊中銀総裁が「最近のドル下落は、国際通貨システムの将来の構造、そして準備通貨・貿易決済通貨としてのドルの支配的な役割について重要な問題を提起している」と警告した経緯を踏まえての質問だ。ラガルド総裁も 5 月 26 日、自身の講演でドルが自滅する現状を捉えて「ユーロの国際的な役割を強化する『絶好の機会』であり、これまで米国だけに許されていた特権をユーロ圏も享受できる可能性がある」との見解を吐露した経緯がある。ドル強体制の瓦解とユーロの浮上は現在、ECB 高官が最も質問を受ける論点だろう。

もっとも、事態は「ドルが落ちればユーロが選ばれる」というほど単純ではない。ラガルド総裁も「ユーロが国際通貨としての役割を強化し準備通貨として選ばれる可能性を高めることは可能だが、それは当然に与えられた機会ではなく、資本市場同盟などを中心として相応の努力が必要」と述べている。これは極めて真つ当な認識である。次頁図に示されるように、確かに世界の外貨準備においてドル比率は過

¹ ECB “Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries” April 2020

去四半世紀で劇的に低下しているものの、その按分がユーロ比率に傾斜したわけでは全くない(図)。統計制約上、確かなことは言えないが、ユーロではなくカナダドル、人民元、豪ドルといった通貨へ分散された可能性が高い。ラガルド総裁は「加盟国、欧州委員会、そして欧州理事会が、ヨーロッパの経済的・地政学的役割の強化に関わる、非常に実質的な決定を下すことが求められる」と論じているが、直情的な実勢相場の動きから理解されるような「ドル



※豪ドル・カナダドル・元は99年3月時点で未公表。表中の「その他」はこれら3通貨を含む。
(資料)IMF, Datastream

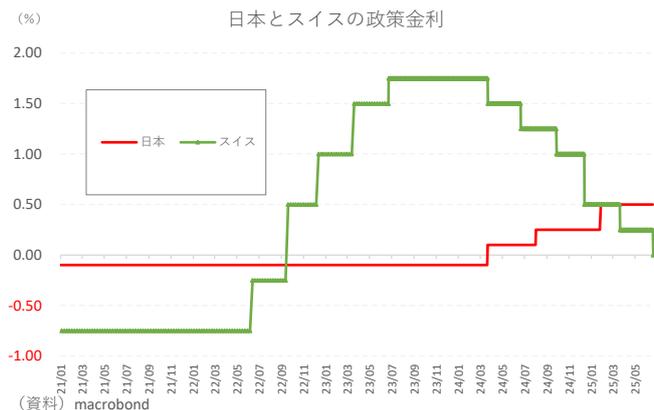
が駄目だからユーロが買われる」というほど準備通貨の世界は単純ではないのである。準備通貨で相応の地位を取れない限りは基軸通貨性が強まることもない。

実は、ユーロが導入されて 10 周年の節目の 2008 年には欧州委員会が「EMU@10 Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union」と題した周年記念論文を公表している。筆者もその執筆陣の 1 人だ。その時点での結論は「ユーロは基軸通貨にチャレンジする野心はなく、巨大なローカル通貨に留まる」といった趣旨であった。しかし、当時はまだ新自由主義が隆盛を迎えていた時代であり、それゆえに現状のような米国の挙動など想像する由もなかった。しかし、米国が孤立性を深め、EU がその価値観に正面からチャレンジする存在となった今、かつては持ちえなかった野心を持ち始めるのかどうかは非常に興味深い点である。この辺りは別の機会に論じたい。

《欧州通貨の現状と展望について～感じられるローテーション期待～》

強いスイス、薄れる金利の重要性

6 月を振り返ると、中東リスクの高まりが意識される中、為替市場では安全資産としてドルが選好された。6 月 23 日はイスラエルのイランの停戦報道から巻き戻しが進んでいるものの、衝突が勃発した 6 月 13 日からの 5 営業日 (6 月 20 日まで) に関し、G10 通貨の対ドル変化率を比較すると、上から順にユーロが▲0.23%、デンマーククローネが▲0.24%、豪ドルが▲0.54%、スイスフランが▲0.78%、英ポンドが▲0.88%と欧州通貨の健闘が目立った。「有事の



ドル買い」は健在であるものの、欧州資産へのローテーションが存在する可能性を窺わせる値動きであったと言えるだろう。ECB もデンマーク中央銀行もスイス国立銀行 (SNB) も皆、利下げ局面にあり、現時点では金融政策や金利水準が相場のドライバーとなっていないことがよく分かる。特に、SNB に関して言えば、先週 19 日に▲25bp の追加利下げを行い、約 3 年ぶりにゼロ金利へ復帰したばかりだ(図)。「次の一手」としてマイナス金利復活への思惑も燦る中、スイスフランを求める動きがとまらないのは、

やはり累積する貿易黒字や安定した政府債務状況、抑制されているインフレ状況、もしくは地政学的には中立国としての確立されたポジションなどが評価されているのだろう²。また、スイスの消費者物価指数（CPI）は断続的にマイナス圏に沈んでいる。「デフレ通貨は上昇する」という事実は円の歴史が証明してきたものだが、今やスイスフランが率先してこれを体現している。

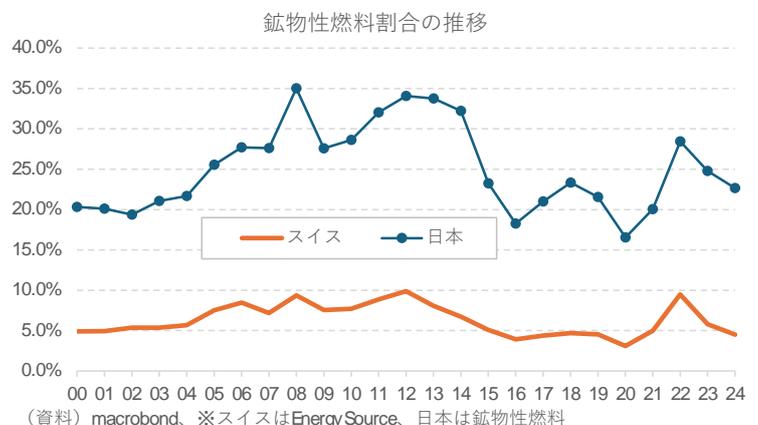
円との対比はより鮮明

かねて本欄でも論じている点だが、かつて安全通貨ペアとしてならしたスイスフランと円の彼我の差は極めて大きい。図示するように、名目実効為替相場（NEER）で見れば、スイスフランはドルと比較しても強含みが続き、その傍らで円が忌避される傾向も鮮明だった。既に述べた通り、日本のCPIは欧米対比で見ても高止まりしているが、この点を踏まえれば、スイスフラン/円は「デフレ通貨」と「インフレ通貨」の組み合わせ



あり、その急騰は物価尺度（購買力平価、PPP）に照らせば必然の帰結と言える。当面の金融政策に目をやれば、「日銀のタカ派姿勢」と「SNBのハト派姿勢」は併存しそうなことは明白である。それは既に50bpまで拡大した政策金利差に表れるが、円がスイスフランに対して高い金利を誇ったとしても、対スイスフラン相場の軟調が解消される雰囲気はない。結局、物価面ではインフレとデフレという対称性が、需給面では貿易黒字と貿易赤字という対称性が円安・スイスフラン高を促しており、巷説取りざたされやすい内外金利差は相場の主役になりにくい。どうしても金利面からの解説を望むのであれば、インフレ率を加味した実質金利（名目金利－インフレ率）の水準が明確に「スイス>日本」であることを踏まえ、現状を理解すると分かりやすいだろう（これはPPPの議論と同根であるため詳述は避ける）。また、上述したように緩衝地帯としての地位を確立しているスイスは地政学リスクが意識されにくい。この点も台湾有事の当事者になりかねない日本との差が意識されそうである。

ちなみにこの点も上述した通りだが、本稿執筆時点ではとりあえず小康を得ているものの、地政学リスクが原油価格を押し上げる状況に関し、日本とスイスでは耐久力が全く異なる。2022年3月以降がそうだったように、資源価格の上昇は日本の貿易赤字膨張を促し、円売り圧力を増大させることになる。日本の輸入全体に占める燃料割合は約25%にも達している。この点、同割合が5%程度のスイスではこのリスクイベ



² 詳しくはみずほマーケット・トピック 2025年4月23日号「最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓」をご参照ください。

ントに対する耐久性が全く異なる。どのような要素に照らしてもスイスフランが日本円に劣後している要素を見出すのは難しいのが実情である。

欧州資産へのローテーション

なお、改めて別の機会に議論したいテーマだが、6月13日以降、最も強いパフォーマンスを見せたのは基軸通貨性の毀損や通貨の切り下げ合意（第二次プラザ合意）が取りざたされていたドルだった。いわゆる「有事のドル買い」である。結局、戦争リスクが高まれば腕力のありそうな通貨が買われるという単純な理屈であり、だとすればドルが好まれるのは昔から変わらぬ為替市場における摂理のような展開である。本欄では繰り返し論じて点だが、米国が能動的にドル相場を切り下げたとしてもデメリットの方が明らかに大きいのは自明であり、「第二次トランプ政権がドル安誘導を望んでいる」という懸念はやはりメディアが中心となって作り上げたナラティブだったと言わざるを得ない。

一方、米国が「能動的なドル相場の切り下げ」を望まないとしても、第二次トランプ政権の挙動を嫌気して米国以外の国々がドルを手放すという「受身的なドル相場の切り下げ」は否めない話だ。冒頭述べたように、「有事のドル買い」が猛威を振るう中でも欧州通貨は堅調に推移した。本稿執筆時点（6月30日時点）の対ドルでの年初来変化率に関し、ユーロは+13.3%、スイスフランは+13.6%と上昇している。とりわけユーロ相場は解放の日以降で騰勢が強まっており、4月2日から本稿執筆時点までに+8%上昇している。これはスイスフランの+10%に次ぐ上昇幅であり、英ポンドも+5.5%と強かった。前述の通り、米財務省のTICデータなどを通じて、このような動きの意味を理解する努力を重ねていきたい。

《EUの安全保障戦略について～欧州版ハミルトン・モーメント～》

動き出した欧州再軍備

5月27日、欧州委員会は総額1500億ユーロ規模の再軍備計画である「欧州安全保障行動（SAFE：the Security Action For Europe (SAFE) instrument）」を承認した。一部報道では武器基金とも表現されるが、防衛体制の強化全般に資する制度ゆえ、「武器」と限定するのは違和感がある。本欄ではかねて確認している通りだが、これは今年3月のEU特別首脳会議で合意した総額8000億ユーロの「欧州再軍備計画（ReArm Europe Plan）」の一部であり、当初から8000億ユーロのうち1500億ユーロは共同債として欧州委員会が背負い、残る6500億ユーロは加盟国の予算増強で対応されることになっていた。今回はその実行が法的に可能になるための手続きが完了したという話だ。後述するNATO首脳会議を見据えた政治対応であり、EUレベルでの再軍備について金融面での支援体制を整ったことになる。

今後、欧州委員会は共同債で調達した低金利かつ長期の資金をSAFEの規定に沿って共同防衛プロジェクトに融資していくことになる。SAFEの目指すところは欧州防衛産業基盤（EDTIB：the European Defence Technological and Industrial Base）の強化であり、具体的には「欧州における防衛産業の生産能力を向上させ、必要な装備品を迅速に供給できる体制を整えること」、端的には「防衛力の強化」である。もちろん、SAFEは欧州委員会が加盟国の信用力を源泉として資金調達を行うため、その使用条件も厳格である。あくまで加盟国が共同で防衛装備品を調達する際に適用されることになっており、具体的条件としては「少なくとも2つの加盟国が関与し、調達品の65%以上がEU、欧州経済領域（EEA）、またはウクライナから供給される必要」などが明記されている。

つまり、SAFEとして調達された資金はEU域内で拠出されるという共同調達のコンセプトが貫かれ

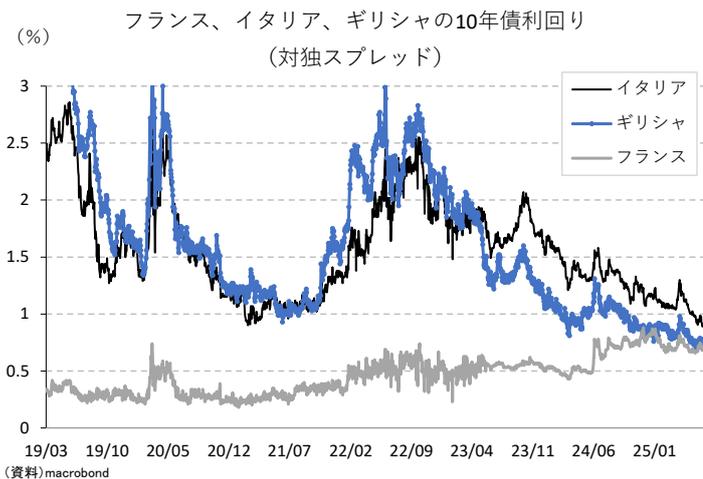
ており、経済効果としては当然、域内経済の押し上げに直結する話でもある。厳密には EU として安全保障・防衛パートナーシップを締結した加盟国、他の候補国及び潜在的な候補国、その他の第三国にも可能性は開かれているが、基本的には域内で使用される防衛支出が拡大するという話である。これまで安定・成長協定 (SGP) の制約下で拡張財政路線が温存されていた経緯を踏まえれば、EU の潜在成長率が SAFE で押し上げられる期待は当然ある。

欧州版ハミルトン・モーメント

米国の初代財務長官であるアレキサンダー・ハミルトンが各州の債務共通化 (財政統合) に奔走し、今日の米ドルの礎を作ったことにちなんで、財政統合による合衆国誕生の瞬間を「ハミルトン・モーメント」と呼ぶことがある。周知の通り、2021 年 5 月、EU 経済・財務相理事会を経て、EU では総額 7500 億ユーロの共同債券 (以下 NGEU 債) 発行を通じた資金調達が決定的に可能となった。この NGEU 債が、欧州版のハミルトン・モーメントに発展するのか。当時の本欄では大いに注目した経緯がある。もちろん、NGEU 債の初回発行からまだ 4 年程度しか経過しておらず、発行計画は 2026 年まで続くため、それが EU 統合をもたらす触媒になったのかどうかはまだ判断できない。

しかし、パンデミックがそうした大きな歩みを可能にしたのと同様、今回の再軍備も同じような効果が期待される場所である。過去の本欄でも論じたように、EU は大きな危機を乗り越えるたびに共同体としての性能を高めてきた経緯がある。2009 年以降の債務危機で欧州委員会と ECB は各種セーフティネットを整え、パンデミックでは共同債の前例が生まれた。今回は戦争への懸念がさらに共同債の常用を促そうとしている。もちろん、共同債が米国債に並ぶような安全資産として成長するまでにはまだ長い時間が必要だとしても、米国が欧州の戦略的自立性を促すという流れは第二次トランプ政権後も続くものと仮定すれば、SAFE の想定する規模が 1500 億ユーロに留まる保証はない。ロシアと中国という 2 大国同時に戦争を構える余裕がない以上、「ロシアは欧州に任せたい」という米国の希望は本質的なものである。

片や、欧州もド・ゴール時代から続くフランス外交の特徴とも言える戦略的自立への欲求が EU 全域で共有されそうな雰囲気はある (欧州再軍備というフレーズが過剰だという一部加盟国からのクレームはあるが)。ちなみに、約 8 年前となる 2017 年 5 月 28 日、メルケル前首相はミュンヘンで「我々は欧州人として、自分たち自身の未来と運命のために戦う必要があると認識しなければならない」と欧州の自立性が今後必要になると予言したが、現実はその通りになった。ドイツも再軍備を基軸とする拡張財政路線の手を止めることはないだろう。米国依存が難しくなった今、防衛支出を中心に EU 全体として資金調達を重ね、拡張財政路線へ舵を切っていくという流れはある程度、不可逆な展開に見受けられる。例えば、パンデミック終息後、ユーロ圏債券市場では対独スプレッドは明らかに解消しており、今やフランスとギリシャがほぼ同一、イタリアもこれに肉薄する (図)。もちろん、一過性の動きと



いう見方もできるが、このような状況が続けば、「為替リスクも財政リスクも均等化される世界」が形成されつつあるという解釈もできる。 NGEU 債や SAFE が欧州版ハミルトン・モーメントを促す触媒として作用しつつあるという気の早い評価もあり得る。

恩恵は防衛費支出以外にも

「為替リスクも財政リスクも均等化される世界」が定着すれば、従前より低金利で資金調達が可能になる加盟国も増える。 結果、防衛支出以外でも加盟国は拡張財政路線に舵を切りやすくなる可能性もある。ユーロ誕生初期は「為替リスクも財政リスクも均等化される世界」への期待が先走りし過ぎた結果、南欧諸国のような放漫財政の国々がドイツやフランスのようなコア国の信用力に乗った上で暴走し、その結果として欧州債務危機が起きた。当時は欧州委員会も ECB も危機を收拾するセーフティネットを持ち合わせず、これが混乱を長期化かつ深刻化させた。しかし、現状、欧州委員会は欧州安定メカニズム (ESM) を備え、ECB は短・中期債の無制限買い入れプログラム (OMT) を筆頭に数多くのツールを抱える。それ以前に欧州債務危機を経て、加盟国予算を監視する段取りも厳格かつ充実している。欧州債務危機の再現はまずありえないだろう。

今後、EU 全体で拡張財政路線が進む中、例えばドイツはこれまでよりも高めの金利を強いられるかもしれないが、南欧諸国はこれまでよりも低めの金利を享受できる余地がある。そもそもドイツの均衡財政主義が過剰だと言われていたのだから、ドイツにおける金利上昇は大きな問題にはなるまい。本来、ドイツは「実力よりも安い共通通貨」を持つというメリットを与えられる一方で財政統合に伴うある程度の金利上昇というデメリットは甘受する必要があった。片や、南欧諸国は「実力よりも強い共通通貨」を持たされるというデメリットの引き換えとして、ある程度の金利低下というメリットを享受する権利があった。これが共通通貨圏を創設するにあたって期待される 1 つの理想像でもあったはずである。 欧州の戦略的自立が促され、結果として欧州の財政統合が前進する中、どれくらいその理想に接近できるのが今、問われている。SAFE はその一里塚として期待される枠組みだろう。

名実共に動き出した欧州の戦略的自律

ちなみに安全保障面では 6 月 25 日に開催された NATO 首脳会議も重要だった。同会議は新たな国防費支出目標として国防費や関連投資に充てる予算として「名目 GDP 比 5%」を掲げ、その期限を 2035 年までと設定した。2%とされていた NATO 目標の引き上げは第一次政権時代からトランプ大統領が強調してきた論点である。結局、当時は具体的なアクションが見られなかったものの、ウクライナ戦争の勃発と中国の軍事的拡大が重なる中、欧州が無関心でいることも難しくなった。かねて論じてきたように、軍事費に限って言えば、トランプ政権の欧州への要求は理屈が通っている。今回の目標引き上げは、まさに時代が要請し、正当化した動きと言って良いだろう。中国の軍事力が増大するのに伴い、米国の軍事資源は必然的にアジア地域の安全保障、象徴的には台湾有事の抑止などに割かれる。

別の言い方をすれば「ロシアは欧州に任せた」ということでもあり、そのために EU が「欧州再軍備計画 (ReArm Europe Plan)」を練り上げたことは上述してきた通りである。いずれにせよ長年、フランスを中心に叫ばれてきた欧州の戦略的自律は名実共に動き出したと言って良いだろう。

欧米共に満足の成果

今回の会合は欧米共に満足の行く成果を遂げられたと考えて良いだろう。図示する通り、10年前は殆どの NATO 加盟国 2% 目標ですら全く届かない状況にあった。しかし、2024 年時点では実現していない加盟国の方が少ない。2035 年までに「名目 GDP 比 5%」は米国を含め全ての NATO 加盟国にとって野心的な目標だが、時代の流れは明らかにそちらへ傾いている。欧州が自前の軍事的資源を充実させることで米国の軍事的資源は一段とアジア地域に分配できるようになる。会合後、トランプ大統領は「我々は最後まで (NATO と) ともにある」、「会議は大成功だった」とそれまで NATO を全否定してきたスタンスを一転させ、手放しで評価している。現時点では推測に過ぎないものの、軍事費を巡る問題意識はトランプ政権の中で最も優先度が高そうであるから、未だ着地点が見えない米 EU 交渉にも前向きな影響があることを期待したい。

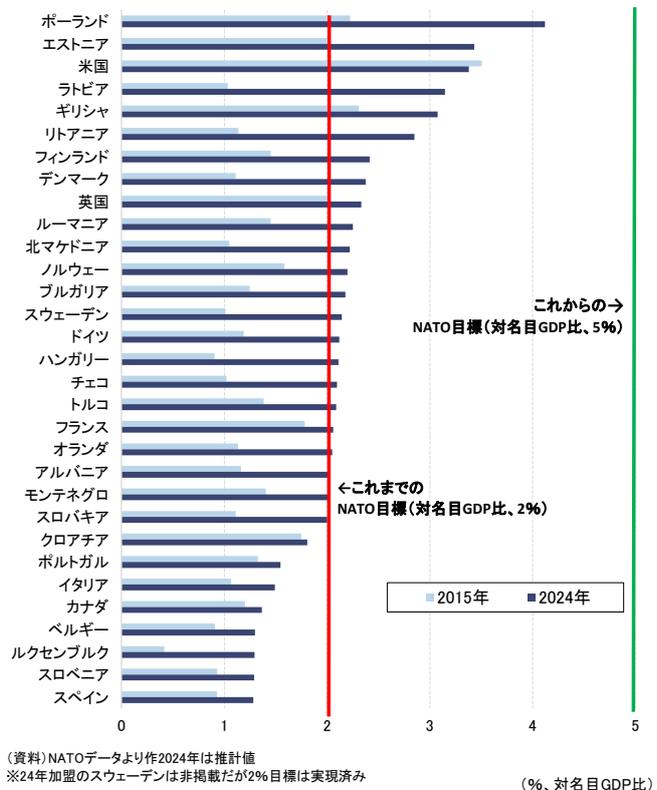
片や、欧州としても、第一次政権時は集団的自衛権の放棄と NATO 脱退までちらつかせていたトランプ大統領をここまで軟化させ、NATO に繋ぎとめたという意味で大きな成果だったと言える。今回の首脳宣言には「(北大西洋条約) 第 5 条で定めた集団防衛への確固たるコミットメント (関与) を再確認する」と明記されている。今年 3 月以降、EU を中心として練り上げてきた再軍備戦略はひとまず所期の成果を上げたと言って差し支えあるまい。

10 年後も危機を共有できるか

唯一、懸念があるとすればスペインが「2.1%でも防衛義務を果たせる」と主張したことで米国との摩擦が残されたことだろうか。元より社会保障に大きな資源が割かれ防衛費拡大が難しい同国は少数与党政権の下で超党派での合意形成が難しくなっている。これによりスペインだけは「柔軟適用」が許容され 2.1%で合意し、2029 年の中間レビューを待って見直しが入る予定だ。当然、トランプ大統領は納得せず、貿易交渉でスペインに 2 倍のコストを負担させると息巻いている。基本的に米 EU 交渉の枠内にとどまるはずの米スペインの貿易関係が今回の一件を受けて、報復的な扱いを受ける可能性が出てきている。

こうした両国の軋轢が EU 全体にフィードバックされてくることは考えられないが、スペインの態度は、同じ EU の中でも問題意識に大きな差があることの証左でもある。バルト三国、ポーランドそして北欧といったロシアに近接する加盟国では自国が「次のウクライナ」になることへの危機感を抱えており、ポーランドやエストニアは既に名目 GDP 比で見れば米国以上の軍事費を編成している。EU 加盟国間での温度差が非常に大きい中、2035 年までという 10 年にわたる長期目標を果たして域内で共有し続けることが可能なのか。米国との関係は元より、共同債発行を含め域内での足並みが揃い続けることも

NATO加盟国の国防費(対名目GDP比)(2015年・2024年比較)



中長期的には課題となってくるだろう。

もっとも、筆者はこうした軍事費問題を理由として域内に亀裂が生まれる可能性は低いと考えている。今回の 5% 目標は厳密に言えば、「国防費で 3.5%」、「有事に必要な道路などインフラ整備を含む広義の安全保障分野への支出に 1.5%」で合計 5% という建付けである。ということは、NATO 目標のお墨付きがある中、EU の財政支出への規制を超えてインフラ支出を拡張できる余地が出てきているわけで、これは域内経済を押し上げるだろう。既に、今年 3 月、ドイツが 5000 億ユーロのインフラ投資基金を作り、債務ブレーキ法の適用除外とするなど動きが報じられているが、長い目で見れば EU 経済の資本ストックが積み上がり、潜在成長率が押し上げられる流れと考えられるだろう。

無関係では済まない日本

最後に日本への影響も検討する必要があるだろう。日本は 2022 年に策定された国家安全保障戦略の下、2027 年度に名目 GDP 比 2% を目標として掲げている。しかし、米国の安全保障戦略において最大の関心事である台湾有事の当事者となりかねず、しかもその抑止のための軍事的拠点にもなりそうな日本の防衛費目標が 2% で評価されることは難しいだろう。そもそも円安が進んでいるため、「2% という数字を実現しても当初想定していた戦力増強が実現するわけではない」という至極もったもな指摘も見られており、目標引き上げは不可避の流れになりそうである。事実、今年 3 月、コルビー国防次官は「日本はできるだけ早く防衛費を GDP 比 3% 以上にすべき」と米議会で証言している。

断続的に報じられているように、日米関税交渉において日本側が差し出すカードの 1 つが「在日米軍の駐留経費増加」や「日本の防衛費拡大」となる可能性はあるし、今回の NATO による決定はその決定打になる可能性を秘める。筆者は今回、そのような情報発信も見られるのではないかと注目していたが、石破首相の出席見送りもあって叶わなかった。この点はやや残念なことに感じられた。防衛費拡大は恒常的な国債増発圧力となり、目下注目される超長期の円金利を押し上げる話でもある。内外からの諸要因を受けて金利上昇圧力が高まる中、日銀はこれをどう制御し、為替市場はこれをどう評価するのか。各種資産価格の展望を検討する上で安全保障問題への適切な理解が必要な時代に入ってきている。

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。