

みずほマーケット・トピック(2026年2月3日)

為替報告書を受けて～日本分析の読み方～

先週1月29日に米財務省より公表された為替政策報告書には多くの見どころがあった。冒頭のエグゼクティブサマリーでは今回初出となる「Symmetrical pattern of intervention(介入の対称的なパターン)」とのフレーズが登場し、ドル安であれ、ドル高であれ、過度な変動に加担する政策運営は許容しないという趣旨が明示された。邪推だが、昨年4月以降に争点化している「ドル離れ」を踏まえ、「ドル安が進み過ぎることも困る」との懸念が芽生えている可能性はある。ヘッドラインでは日本に対する利上げ要求が削除されたことに注目が集まったが、その点はさほど重要ではない。むしろ、「経常黒字にもかかわらず円安」という現状の背景に関し、米国の通貨当局が正しい認識にアップデートされたことが目を引いた。本欄や拙著で執拗に分析し、主張してきた事実が、遂に為替政策報告書に記述されるに至っている。米財務省が認識する円安の背景は①経常収支構造の変容、②家計・企業部門の対外的なリスクテイク、③公的年金運用の修正、④政治における拡張財政への志向など。このうち③や④については適宜、修正を強いていきたいというのがトランプ政権の意向か。④が明記されていることも大きな点だろう。

～ドル安もドル高も困る？～

米財務省は先週1月29日、半期に1度の為替政策報告書を公表した。後述するように、今回の報告書は見どころが多かったものの、高市首相のホクホク発言が耳目を引く中、詳細を報じる向きが乏しいようにも感じられたため、本欄で議論しておきたい。「為替操作国」に認定された貿易相手国・地域はなかったものの、為替操作の嫌疑と共に注視される「監視リスト」にはこれまでの中国、日本、韓国、台湾、シンガポール、ベトナム、ドイツ、アイルランド、スイスに加え、対米貿易黒字の大きさなどを理由にタイも加えられた。公表前から注目を集めている公的年金運用への注文については昨年6月9日の本欄「為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～」で既に着目しており、その3か月後の9月12日に日米財務大臣共同声明が公表された際にも本欄9月16日号「日米財務大臣共同声明の読み方～2つの論点～」で議論済みだ。「公的年金運用と円安」というテーマは、昨夏より米財務省が目を付けていた論点であり、今に始まった議論ではない。

ちなみに今回の報告書は今後の方針について気になる記述もあったため、各論に入る前に確認しておく必要がある。冒頭のエグゼクティブサマリーでは今回初出となる「Symmetrical pattern of intervention(介入の対称的なパターン)」とのフレーズが登場し、「貿易相手国の介入が概ね双方向であるかどうか、また、為替レートの変動を平準化することを選択した経済圏が、通貨の上昇圧力を抑制するのと同様に、下落圧力を抑制するためにもそうしているかどうかについて、より広範に監視している」とある。要するに、ドル安であれ、ドル高であれ、過度な変動に加担する政策運営は許容しないという趣旨だ。為替乱高下は全て悪という趣旨であり、これは基本的に正論ではある。

邪推だが、昨年4月以降に争点化している「ドル離れ」や、これに伴う米国債利回りの高止まりが影響しているのかもしれない。端的に、「ドル安が進み過ぎることも困る」との懸念が芽生えているの

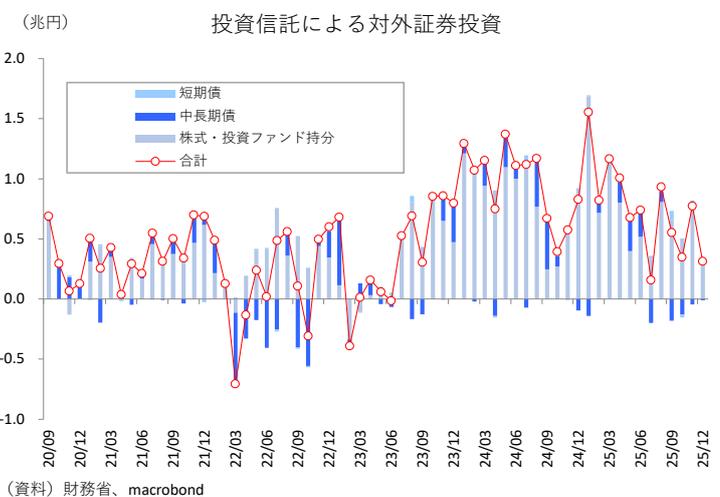
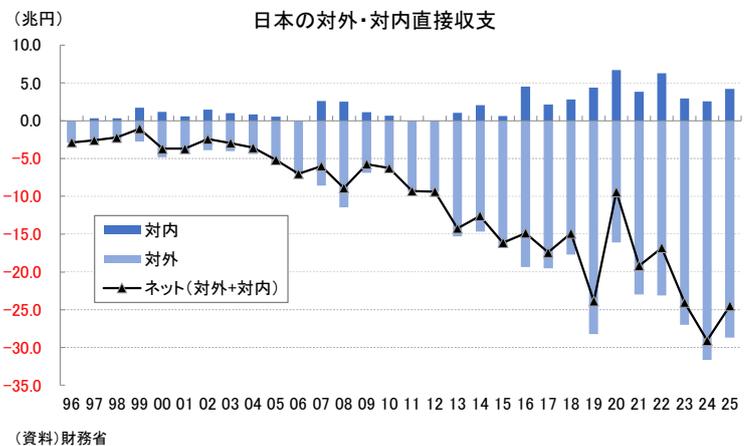
ではないか。次期 FRB 議長候補において最もタカ派的と評価されていたウォーシュ氏が選ばれたこともそのような邪推と整合的ではある。

～遂に認識がアップデートされた日本の経常黒字～

今回、ヘッドラインでは日本に対する利上げ要求が削除されたことに注目が集まっているが、実際に日銀は利上げを行い、その路線も維持されているのだから不自然な話ではない。日本の監視リスト入りは経常黒字と対米貿易黒字の大きさを理由としたものだが、経常黒字については「日本の多額の第一次所得収支黒字の副産物であり、完全に日本へ還流されているわけではないため、経常黒字による円高圧力は限定的」との事実認識が挿入されている。本欄や拙著「弱い円の正体 仮面の黒字国・日本」で執拗に分析し、主張してきた事実だが、遂に為替政策報告書に記述されるに至っている。「経常黒字にもかかわらず円安」という現状の背景について、米国の通貨当局が正しい認識にアップデートされたことは大きな進歩である。

恐らく、こうした認識のアップデートは金融収支側の詳細な記述とセットであるように思えた。「統計上の経常黒字」が円高に結びついていないのは、上述したような「戻らぬ第一次所得収支黒字問題」に加え、金融収支側で企業部門や家計部門が為替取引を伴う円投を行っているためでもある。この点、報告書では「日本の金融収支赤字は、2025年6月までの4四半期で対GDP比4.8%であり、日本の大規模で国際的に活動する機関投資家、銀行、保険会社、および海外市場での生産拠点を拡大し続ける企業コングロマリットの活動を反映している。報告期間中、日本からの純資本流出の大半は対外直接投資による」と記述され、旺盛な対外直接投資意欲を指摘している。

さらに報告書は「長期的に見れば日本国内のインフレがより高い水準で定着するため、ポートフォリオを分散し、より高い収益を得るために、日本の居住者は国内株式投資の拡大とともに、引き続き対外資産を求める可能性が高い。こうした分散投資を推進する要因の一つは、NISAを通じた家計の非課税投資枠拡大に向けた政府の取り組みである。2024年1月以降、居住者による外国株式購入の増加に寄与している」と続けている。今後、日本人の家計金融資産は国内資産への回帰が見込まれるものの、NISAを通じ



た外国有価証券に投入されるであろうとの見通しも隠していない。

これら企業や家計のフローを円安の一因として認識しつつも、対外直接投資や対外証券投資はあくまで民間の経済活動であるため、現状分析を超えて、それを咎めるような記述にはなっていない。あくまで現状分析の上、事実を提示するにとどまっている。

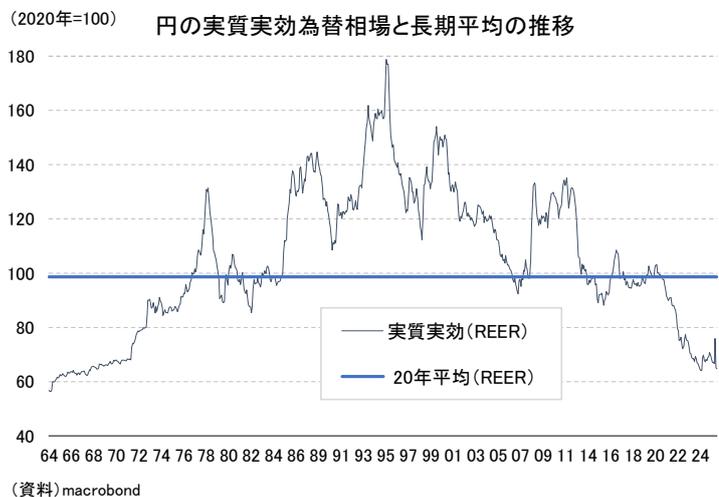
～否定しがたい公的運用への政治圧力～

対称的に、本邦の政府系金融機関の資産運用状況については物言いたげである。この点は民間の経済活動ではないため、何らかの要望を含んでいるという思惑も呼びやすい。今回、GPIF は元より、ゆうちょ銀行なども名指しでその保有外貨建て資産の大きさが指摘されている。具体的に、こうした事実が円安の背景であるとか、だからポートフォリオを修正しろとかまで踏み込まれているわけではない。例えば、2014年10月のハロウィン緩和に合わせた GPIF のポートフォリオ変更(外国債券および株式の比率を引き上げ)についても「日本からのより広範な資本流出を促し、GPIF の決定自体が円安誘導に向けた政府の広範な取り組みの一環であるという市場の憶測 (market speculation) を招いた」と書かれており、あくまで「市場の思惑」が前面に出され、米財務省の認識が示されているわけではない。しかし、「GPIF は主に年金保険料と政府拠出金により円で資金調達する。海外に投資する場合、その円を外貨に交換する」と為替取引が発生することが白々しく併記されている。それを報告書に記載する時点で、その意図するところは明らかであろう。既に一部では、改訂されたばかりの GPIF のポートフォリオ方針が修正される可能性が取り沙汰されているが、根拠のない話ではなく、政治的な圧力が断続的に増していると推測するのが普通である。

～円安の背景に拡張財政、歴史的転換との記述～

本丸となる為替相場に対する記述に目をやれば、日本と主要貿易相手国との間の大幅な政策金利差に加え、「日本の新政権下でのより拡張的な財政政策への見通しによるもの」との基本認識が明記されている。首相周辺の識者からは「拡張的な財政政策が金利上昇を招き、円高に繋がる」というマンデルフレミング・モデルに沿った主張が熱心に展開されているようだが、こうした米国の通貨当局による主張はどう受け止めるのか。過去の本欄でも論じているように、理論的な正当性をいくら訴えても、実際に資金を出し、リスクを取っている経済主体から理解を得られなかった時点でその政策は失敗と言わざるを得ない。

1月下旬にかけて直面したレートチェック騒動の顛末は「実際の介入は行われていない」という事実で終息したものの、米国が拡張的な財政政策やこれに伴う円安・円金利上昇の併発を気にかけているという観測はある程度事実である可能性は否めない。なお、いつも通り、報告書では IMF による対外セクター評価を引用しているが、今回は「2024年の日本の対外ポジションはフ



ファンダメンタルズおよび望ましい政策と概ね整合的である」との評価が下されており、円に対する評価は「実質実効ベース(REER)で 3.3%の過小評価」という分析が紹介されている。しかし、1960 年代の水準まで下落した円の REER がたった+3.3%上昇するだけでフェアバリューになるというのであれば、やはり円の実力は大分、切り下がったという印象にもなる。また、報告書は為替介入に関して「2022 年から 2024 年にかけての円安阻止を目的とした介入は、円高阻止を目的としてきた歴史的な傾向からの転換だった」と結んでいる。米財務省をして、円相場が歴史に照らして明確に違う局面に入った認識を隠していない。

報告書の日本に対する記述部分をまとめると、米財務省は①経常収支構造の変容、②家計・企業部門の対外的なリスクテイク、③公的年金運用の修正、④政治における拡張財政への志向などが円安を駆動する材料として認識しているように見受けられる。この中で①や②についてはあくまで民間の経済主体による意思決定であるため修正を迫る圧力も考えにくいが、③や④については適宜、対話と圧力を通じて修正を強いていきたいというのがトランプ政権の意向ではないか。

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
2026年2月2日	高市演説を受けて～危うい現状認識～
2026年1月30日	週末版
2026年1月28日	ユーロ高とECB政策理事会議事要旨
2026年1月27日	ナラティブの賞味期限～「米国も協力」はどこまで～
2026年1月26日	日銀会合を受けて～円安に対しビハインドザカーブ～
2026年1月23日	週末版
2026年1月21日	最近の円相場の需給環境について
2026年1月20日	アジア有事通貨という解釈はあり得るのか
2026年1月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年12月分) 日銀金融政策決定会合プレビュー～強まる通貨政策色～
2026年1月16日	週末版
2026年1月15日	衆院解散総選挙、利上げ、160円の関係性
2026年1月14日	「ドル離れ」は再び起きるのか～パウエル訴追～
2026年1月13日	やはり選ばれそうな解散総選挙
2026年1月9日	週末版
2026年1月8日	中国による輸出規制強化と今後の考え方
2026年1月7日	「日本の緩衝地帯化」という円売り材料
2026年1月6日	「円高のマグマ」への理解～キャリー取引の理解～
2026年1月5日	避けたい「5年目の円安」～人事を尽くして天命を待つ～
2025年12月25日	インフレ適応を強める家計部門の近況
2025年12月22日	日銀金融政策決定会合を受けて～待たれるリフレの変節～
2025年12月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～中立金利の引き上げ?2月も3月も目が離せず～)
2025年12月17日	ECB政策理事会プレビュー～利上げ転換はいつ?～
2025年12月16日	未成年NISAの現状と展望～新しい変数に～
2025年12月15日	本当に恐ろしい円安リスクは欧米利下げ停止
2025年12月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年11月分) 週末版(企業物価指数に透ける円安インフレの足音～高市政権への気づき～)
2025年12月11日	FOMCを受けて～連続利下げは終了へ～
2025年12月10日	改めて痛感する「国際金融のトリレンマ」
2025年12月9日	「ヒトvs.デジタル」の均衡が崩れそうな2026年
2025年12月8日	新たな中立金利推計を公表する意味
2025年12月5日	週末版
2025年12月4日	フリーフォールのドイツ経済が意味するもの
2025年12月3日	「ドル離れ」の真相～結局、どうだったのか?～
2025年12月2日	円安修正に必要な実質金利差の縮小とは?
2025年12月1日	2026年も「ドル安下での円安」になるのか?
2025年11月28日	週末版(ちょっと良過ぎるECBの立ち位置～「中立金利でインフレ+2%」という理想～)
2025年11月25日	決して遠くはないユーロ/円200円台
2025年11月21日	週末版
2025年11月20日	ドル安でもドル高でも円安だった2025年
2025年11月19日	ワンボイス化すべき金利・為替の方向感
2025年11月18日	インバウンド消費と利上げの先行きについて
2025年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年10月分) サナ活の功罪～世論がインフレを乗り越える時～
2025年11月14日	週末版(戻らぬ「家計の円売り」～新NISA2年目、失速の背景～)
2025年11月12日	円の需給環境～25年度上期国際収支を受けて～
2025年11月11日	リフレ政策を巡る「本音」と「建前」の読み筋
2025年11月10日	欧州で感じた日本エンタメ・コンテンツの威力
2025年11月7日	週末版
2025年10月31日	週末版
2025年10月28日	日米首脳会談の見どころ～防衛費と円安～
2025年10月27日	下落に転じた円の実効相場～「米国と一蓮托生」の弱み～
2025年10月24日	週末版
2025年10月23日	世界の為替市場の現在地～BIS調査を受けて～
2025年10月22日	高市政権発足をを受けて～粘着的なリフレ期待～
2025年10月20日	自民・維新連立政権～しぶとい円安・円金利上昇～
2025年10月17日	週末版
2025年10月16日	2025年、サービス赤字はまだ決壊せず
2025年10月15日	スピードアップするデカップリング～トランプ関税分析～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年9月分)
2025年10月14日	「貧すれば多党化」～欧州化する日本政治～
2025年10月10日	週末版
2025年10月9日	フランスリスクはユーロリスクに発展するか?
2025年10月8日	利上げを助ける高市トレード
2025年10月7日	史上最高値を更新したユーロ/円相場
2025年10月6日	高市政権誕生と今後の論点整理
2025年10月3日	週末版(外貨準備構成通貨の近況について(2025年6月末時点))
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～
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	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年8月分) 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?～)