

みずほマーケット・トピック(2025 年 1 月 31 日)

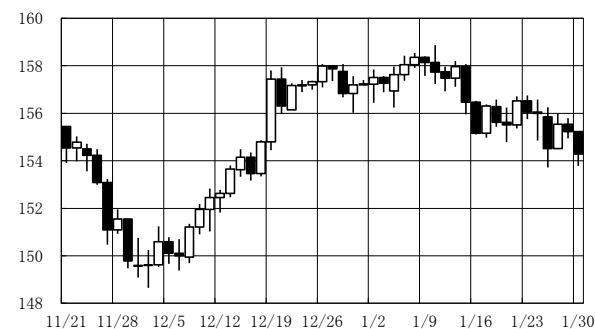
内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック:ECB 政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～	

1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円は週初に急落後、155円を挟みレンジ推移。週初27日、155.72円でオープンしたドル/円は米政権の関税政策懸念を背景に155円台前半へ軟化も、同政策撤回報道を受け156円台へ反発。海外時間は、一時週高値となる156.25円まで上伸後、半導体関連の株価急落に起因するリスク回避の動きが加速、一時週安値となる153.72円に急落。その後は、堅調な米経済指標や米金利反発を支えに154円台半ばを回復した。28日、ドル/円は本邦時間朝方のトランプ政権による関税関連報道を受けたドル買い相場の中、156円手前にじり高。海外時間は、様子見ムードの中で値動きに乏しく、155円台半ばを中心としたレンジ推移に留まった。29日、ドル/円はドル売り相場の中、一時155円ちょうどにじり安。海外時間は、FOMCは政策金利の据え置きを決定も、声明文や議長会見含め事前の市場予想並みの内容に終わる中、155円台前半を中心にレンジ推移した。30日、ドル/円は日銀高官発言への警戒感を受け円が買われ、154円台半ばに下落。海外時間は、米金利低下を背景に154円を割り込む場面もあったが、引けにかけてはトランプ氏の関税発動発言を受けて反発、154円台を回復した。本日のドル/円は、引き続き154円台前半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは、週初に急伸後、じり安推移した。週初27日、1.0466でオープンしたユーロ/ドルはじり安後、米金利低下や独1月IFO企業景況感指数の良好な結果が支えとなり、一時週高値となる1.0534まで急伸。その後は米金利反発が重しとなり1.05を割り込んだ。28日、ユーロ/ドルは米政権による関税関連発言を受けたドル高相場の中で、1.04台前半に下落した。29日、ユーロ/ドルは米独金利差拡大を受け一時週安値となる1.0383まで軟化後、独金利急伸を受け1.04台を回復。FOMC通過後には再び1.04を割り込むも、すぐに同水準を回復して引けた。30日、ユーロ/ドルはECBのハト派傾斜期待から1.04を割り込む展開。ECBは▲25bpの利下げを決定、声明文もハト派的な内容になったが、米金利低下が材料視されてか一時1.04台後半に反発。引けにかけては、トランプ氏の関税発動発言を受けて再び1.04を割り込んだ。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.03台後半で取引されている。

		前週末	今 週				
		1/24(Fri)	1/27(Mon)	1/28(Tue)	1/29(Wed)	1/30(Thu)	
ドル/円	東京9:00	156.16	155.72	154.94	155.54	155.21	
	High	156.58	156.25	155.96	155.79	155.26	
	Low	154.85	153.72	154.50	154.94	153.79	
	NY 17:00	156.02	154.52	155.53	155.24	154.30	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0414	1.0466	1.0438	1.0427	1.0425	
	High	1.0521	1.0534	1.0492	1.0443	1.0468	
	Low	1.0412	1.0454	1.0414	1.0383	1.0387	
	NY 17:00	1.0488	1.0491	1.0431	1.0422	1.0393	
ユーロ/円	東京9:00	162.65	163.04	161.65	162.34	161.56	
	High	164.05	163.39	162.70	162.43	161.79	
	Low	161.97	162.65	161.60	161.32	160.22	
	NY 17:00	163.69	163.39	162.23	161.72	160.23	
日経平均株価		39,931.98	39,565.80	39,016.87	39,414.78	39,513.97	
TOPIX		2,751.04	2,758.07	2,756.90	2,775.59	2,781.93	
NYダウ工業株30種平均		44,424.25	44,713.58	44,850.35	44,713.52	44,882.13	
NASDAQ		19,954.30	19,341.83	19,733.59	19,632.32	19,681.75	
日本10年債		1.23%	1.22%	1.19%	1.19%	1.21%	
米国10年債		4.62%	4.53%	4.53%	4.53%	4.52%	
原油価格(WTI)		74.66	73.17	73.77	72.62	72.73	
金(NY)		2,778.90	2,738.40	2,767.50	2,793.50	2,845.20	

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、2月7日(金)に1月雇用統計が公表予定となっている。前回12月分の結果は、非農業部門雇用者数が+25.6万人(前月比、以下同様)と、11月(修正後:+21.2万人)および市場予想(+16.5万人)を大きく上回った。他方で失業率は4.1%となり、市場予想および11月の4.2%を下振れた。加えて、平均時給は+0.3%と市場予想に一致し、11月の+0.4%を下回った。賃金の緩やかな鈍化は継続しているものの、失業率の改善や雇用者数増加のペースなどに鑑みれば、労働市場は未だに堅調と考えられる。今週開催の1月FOMCは今次利下げ局面で初めて政策金利の据え置きを決定したが、足許までに公表されているデータはこの決定を支持するものが非常に多い。なお、1月の結果に関しブルームバーグの事前予想では、非農業部門雇用者数を+15.0万人、失業率を4.1%、平均時給を+0.3%と見込んでいる。

なお、今回の雇用統計では、年次基準改定が反映されることにも留意したい。2024年8月に示された推計値を前提とすれば、過去の雇用者増加は大幅に下方修正されることが濃厚である。あくまで過去のデータのため足許の米経済にとって大きな意味合いはないものの、場合によっては市場が神経質に材料視する可能性があり、警戒を払うべきだろう。

- 本邦では、2月3日(月)に日銀金融政策決定会合の主な意見(1月会合分)が公表される。1月会合は、市場予想通り+25bpの利上げを決定した。中村委員は反対票を投じたものの、「次回会合で政策変更を判断すべき」としており、利上げそのものに反対という印象はない。公表された展望リポートでは、物価見通しの大幅上方修正が話題を集めたが、主因はコメ価格上昇や円安に伴う輸入物価上振れとのことであり、基調的物価とは関連付いていない模様だ。植田日銀総裁も、日銀がビハインドザカーブに陥ってはいないと明言している。かくして政策金利は0.50%と17年ぶりの高水準に達したものの、金利先物市場を確認する限り、1月会合前後でも市場が意識するターミナルレートは1.00%で変わっていないようだ。即ち、ある程度前向きに行える利上げはあとせいぜい2回、というのが市場予想であり、日銀発の円高余地が狭いことを意識せざるを得ない。結局、今後も緩やかな利上げ路線は基本線としつつも、そのタイミングは米経済動向、および為替市場に大きく左右されることになるだろう。

	本 邦	海 外
1月31日(金)	・12月失業率/有効求人倍率 ・1月東京消費者物価指数 ・12月小売売上高	・米10~12月期雇用コスト指数 ・米12月個人所得/支出 ・米12月個人消費支出デフレーター
2月3日(月)	・1月製造業PMI(確報) ・日銀金融政策決定会合 主な意見(1月会合分)	・ユーロ圏1月製造業PMI(確報) ・ユーロ圏1月消費者物価指数(速報) ・米1月ISM製造業景気指数
4日(火)	—————	・米12月JOLT求人件数 ・米12月製造業受注
5日(水)	・12月毎月勤労統計 ・1月非製造業PMI(確報)	・ユーロ圏1月非製造業PMI(確報) ・ユーロ圏12月生産者物価指数 ・ユーロ圏ECB賃金トラッカー ・米1月ADP雇用統計 ・米1月ISM非製造業景気指数
6日(木)	—————	・独12月製造業受注 ・ユーロ圏12月小売売上高 ・米10~12月期単位人件費(速報)
7日(金)	・12月家計支出 ・12月景気動向指数(速報)	・独12月鉱工業生産 ・独12月貿易収支 ・米1月雇用統計 ・米2月ミシガン大学消費者マインド(速報)

【当面の主要行事日程(2025年2月~)】

ECB 政策理事会 (3月6日、4月17日、6月5日)

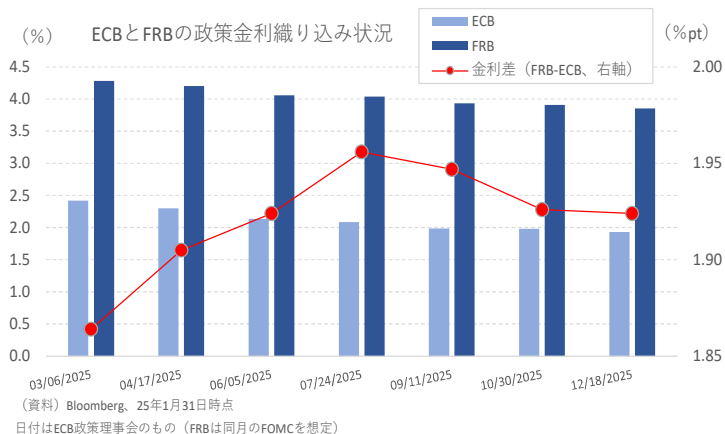
FOMC (3月18~19日、5月6~7日、6月17~18日)

日銀金融政策決定会合 (3月18~19日、4月30日~5月1日、6月16~17日)

3. ECB 政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～

進む ECB、止まる FRB、彼我の差は大きく

30 日に開催された ECB 政策理事会は主要政策金利を▲25bp ずつ引き下げることを決定した。利下げは 4 会合連続となり、4 会合ぶりの利下げ停止に踏み切った FRB と対照的な局面に入っている。昨日の本欄でも見たように、FRB に関しては年央までの利下げ停止が見込まれる一方、ECB はラガルド総裁が利下げ停止について「時期尚早」と述べるなど、政策金利の当面の推移も大きな違いが出そうである。現状、市場では ECB について

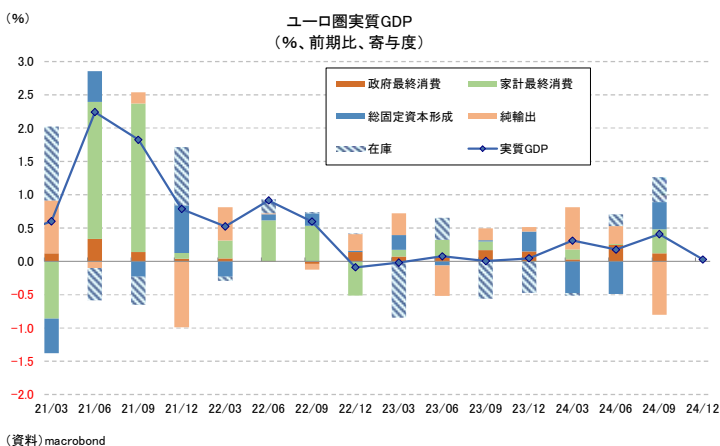


あと 3 回強、FRB についてあと 2 回弱を織り込む状況にあり、彼我の差はかなり大きい (図)。記者会見では「Fed が金利引き下げを停止しているのに、利下げを続けることに抵抗はないか」という質問が見られたくらいである。ユーロ/ドル相場の軟化はこうした格差をそのまま反映したものであり、同方向の動きが当面続いた上でパリティを割り込むというのが引き続き本欄のメインシナリオである。

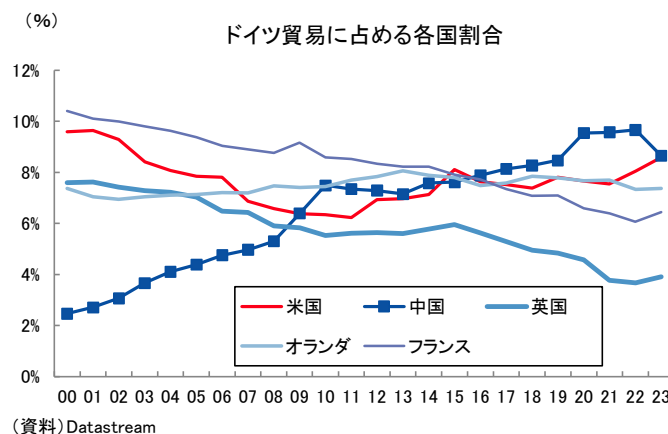
沈む独仏 2 大国とトランプ関税

また、昨日はユーロ圏 10～12 月期 GDP

(1 次速報値) も公表されており、実質 GDP 成長率は前期比ゼロ%と横ばい、年率換算ではわずか+0.1%にとどまるという結果に落ち着いた (以下前期比で特に明記しない限り前期比で議論)。国別に見ればドイツが▲0.2%、フランスが▲0.1%と 2 大国が揃ってマイナス成長に陥っており、ドイツは元より五輪特需を失ったフランスの失速も全体感を規定した格好である。 スペイン



(+0.8%) やポルトガル (+1.5%) といった南欧勢が気を吐いているものの、相殺するには至っていない。これでユーロ圏の実質GDP 成長率は 2024 年に関して+0.7%という仕上がりになる。ECB や IMF の予想に従えばドイツがプラス成長に復帰するに伴って 2025 年は+1.0%台まで復調する見通しだが、そのためには政策金利の順当な引き下げが必要になるだろう。果たして、ユーロ安を引き受けることになったとしても、そのよう

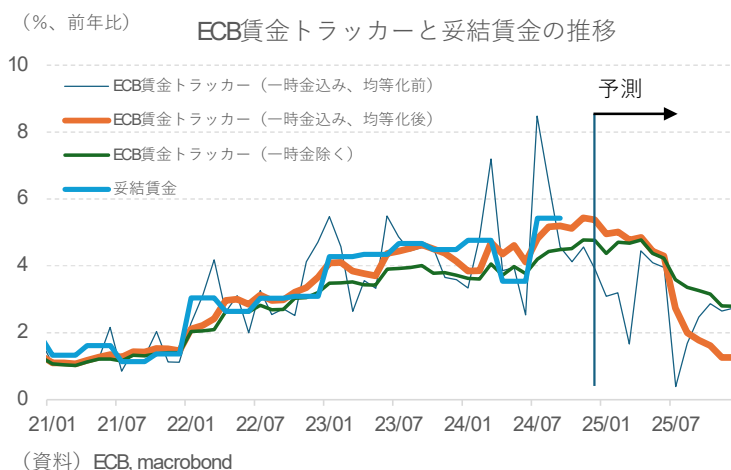


な決定を続けられるのだろうか。今回、ラガルド総裁の会見でもトランプ関税への言及が当然見られたが、「摩擦の増大はユーロ圏の成長にとって重荷」とやはり警戒感を明言している。特にドイツに関しては中国との関係が変容を迫られる中、今や最大の輸出先が米国へシフトしつつあり、追加関税が持つ域内経済の押し下げ効果はかつてよりも深刻な可能性に至ることが推測される（前頁図）。内外の経済環境が芳しくない中、中央銀行として求められることは利下げ一択という状況である。

中立金利の考え方

引き続き注目は中立金利の水準をどこに置くかであり、1人目の質問者がこれを尋ねている。具体的には「ダボス会議では ECB 政策理事会後の会見とは若干異なる中立金利の予測範囲を示した。変更したのか。この変更の意味があるとすれば、どのような意味があるのか」と質している。過去の本欄でも紹介したように、ダボス会議においてラガルド総裁は域内の中立金利に関し「**1.75%～2.25%**」と言及した。それまでは 2023 年の示されたスタッフ分析に倣って「**1.75%～2.50%**」と紹介されることが確かに多かった。この点、ラガルド総裁は修正の理由については回答を避けたが、「**r-star（自然利子率）**については、8 日後の 2 月 7 日にスタッフが自然利子率の修正について発表する予定だ。これは私たち（政策理事会）が議論したことではない。あくまで範囲であり、ガイドラインや目的地を示すものではない」と回答している。おそらく 2 月 7 日に出てくる数字が概ね「**1.75%～2.25%**」という範囲に収まるものと推測される。なお、同じ質問者は「どこまで金利を下げるつもりか」といったやはり中立金利に関連した論点を尋ねているがラガルド総裁は「**it would be premature at this point in time about the point where we have to stop**」と述べ、利下げ停止議論が時期尚早であることを強調している。

利下げの行き先は引き続き賃金動向に依存するわけだが、この点ラガルド総裁は「現在我々が持っている指標は全て下降傾向にあり、2025 年には賃金が下がるという我々の確信を裏付けている」と述べ、「2025 年中に賃金は必ず下がる」という前提の下で政策調整が行われている実情が透ける。サービス物価が前年比+4%で高止まりする中、この点はまだ予断を許さないが、ECB はこの点に関する自身の分析に自信を持っているように見受けられ



る。この点、来週 5 日に更新される ECB 賃金トラッカーと合わせ見ながら、会見を評価すべきだが、「賃金は下がる。だからフォワードルッキングに金利も下げておく」という基本姿勢は 3 月も不変だろう。

金融市場部
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1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分) 就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、バリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分) 週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのバリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分) 日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分) 不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面も預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分) 週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)