

みずほマーケット・トピック(2025 年 2 月 7 日)

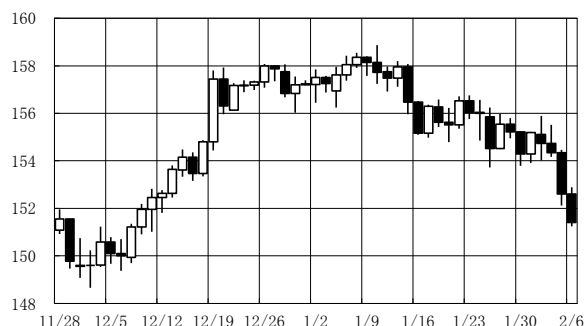
内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック:円高の背景整理～その持続性を疑う～	

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」)

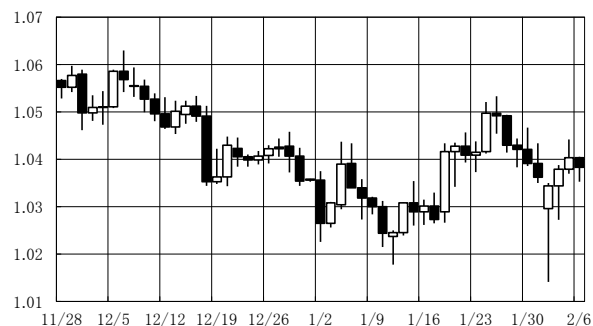
- 今週のドル/円は週を通して下落基調で推移した。週初3日、155.40円でオープンしたドル/円は上に往って来い。海外時間は、リスク回避の動きが優勢になる中で、米金利低下に連れる格好で一時154円付近に下落した。4日、ドル/円は155円台前半を中心にみ合う展開。海外時間は、米12月JOLT求人数の弱い結果が材料視され、米金利反落とともに154円台前半に下落した。5日、ドル/円は堅調な本邦賃金統計などを受け、日銀追加利上げ早期化期待の高まりから円が買われ153円台前半に下押し。海外時間は、米1月ISM非製造業景気指数の軟調な結果を受けた米金利低下が重しとなり、一時152円台前半に続落した。6日、ドル/円は日銀高官発言のタカ派的な発言を受けて円買い優勢となり152円を割り込むも、その後すぐに同水準を回復。海外時間は、複数の米労働統計の軟調な結果を受けドル売り相場となり、151.24円に下落した。本日のドル/円は、一時151円を割り込むなど、年初来最安値を更新しながら取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは、米金利低下が好感されじり高推移した。週初3日、シドニー市場のユーロ/ドルは米関税方針決定が嫌気され、年初来最安値となる1.0125を付ける。その後東京時間、1.0245でオープンしたユーロ/ドルは米関税賦課延期決定を受け市場心理が改善する中、1.03台に乗せた。4日、ユーロ/ドルは米政権による対中関税発動を受け売られる場面もあったが、軟調な米労働統計を受けた米金利低下が下支えとなり、1.03台後半に続伸した。5日、ユーロ/ドルは米金利低下が好感され一時週高値となる1.0443に上昇も、引けにかけては上値重く推移した。6日、ユーロ/ドルは独金利低下や軟調なユーロ圏経済指標が嫌気され1.03台半ばに下落も、米経済指標の弱い結果を受けドル売り優勢になる中、1.04手前まで水準を切り上げて引けた。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				
		1/31(Fri)	2/3(Mon)	2/4(Tue)	2/5(Wed)	2/6(Thu)	
ドル/円	東京9:00	154.14	155.40	155.27	154.13	152.64	
	High	155.23	155.90	155.51	154.45	152.90	
	Low	153.93	154.01	154.18	152.11	151.24	
	NY 17:00	155.22	154.76	154.34	152.62	151.48	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0397	1.0245	1.0329	1.0372	1.0399	
	High	1.0434	1.0350	1.0387	1.0443	1.0406	
	Low	1.0350	1.0125	1.0272	1.0370	1.0354	
	NY 17:00	1.0362	1.0342	1.0381	1.0403	1.0384	
ユーロ/円	東京9:00	160.40	159.26	160.35	160.01	158.75	
	High	161.50	160.12	160.70	160.16	158.80	
	Low	159.94	157.99	159.19	158.52	157.06	
	NY 17:00	160.83	160.06	160.16	158.76	157.30	
日経平均株価		39,572.49	38,520.09	38,798.37	38,831.48	39,066.53	
TOPIX		2,788.66	2,720.39	2,738.02	2,745.41	2,752.20	
NYダウ工業株30種平均		44,544.66	44,421.91	44,556.04	44,873.28	44,747.63	
NASDAQ		19,627.44	19,391.96	19,654.02	19,692.33	19,791.99	
日本10年債		1.24%	1.24%	1.27%	1.28%	1.26%	
米国10年債		4.54%	4.55%	4.51%	4.42%	4.44%	
原油価格(WTI)		72.53	73.16	72.70	71.03	70.61	
金(NY)		2,835.00	2,857.10	2,875.80	2,893.00	2,876.70	

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12日(水)に1月消費者物価指数(CPI)が公表予定となっている。前回12月の結果は+2.9%(前年比、以下同様)と市場予想に一致したものの、11月の+2.7%からは伸びが加速した。前年比での加速は3か月連続である。一方、食料品とエネルギー価格を除いたコアベースでは、+3.2%と市場予想および11月の+3.3%を下回った。非コア項目では、食料品とエネルギーの双方がヘッドライン加速に寄与したが、特にエネルギー価格の下落幅縮小(▲3.2%→▲0.5%)が目立った。コア項目では、コアサービス価格の伸び鈍化が目につく。12月の結果は+4.4%であり、これは実に34か月ぶりの低い伸びである。FRBが重視する居住費除コアサービス価格を確認しても、ブルームバーグの試算によれば+4.05%と11月の+4.25%からまとまった幅で鈍化した。ただし、かかる状況下で開催された1月FOMCは、声明文から「インフレは2%目標に向け進展」との文言を削除したことが話題になった。パウエルFRB議長は「インフレのさらなる改善を見込む」と楽観しつつも、「実際の改善を確認したい」と強調し、慎重姿勢を示した。果たしてFRBの想定通りインフレ鈍化が進むかどうか、次の利下げ時期を探る展開が当面続くだろう。なお、1月の結果に関しブルームバーグの事前予想では、総合ベースで+2.9%、コアベースで+3.2%と見込んでいる。
- 欧州では、2月14日(金)に10~12月期実質GDP成長率(改定値)が公表される予定だ。1月30日に速報値が公表されており、結果は+0.03%(前期比、以下同様)とゼロ成長を記録、市場予想の+0.1%を下回った。なお、7~9月期は各種スポーツイベントでかさ上げされた可能性が高く、+0.4%だった。10~12月期に関し需要項目別のデータは速報時点では未公表だが、PMIなどの数字を確認する限り、これまで一定の勢いが見られたサービス業の失速がGDPの伸びを抑制しているように見える。なお、国別に確認すると、スペインやポルトガルといった南欧諸国は底堅い成長率を示したものの、ドイツとフランスといった2大大国はいずれもマイナス成長を記録するなど軟調だった。ドイツのマイナス成長はもはや最近ではよくあることだが、フランスのマイナス成長は7四半期ぶりである。もちろん五輪特需の反動もあるのだろうが、政局の不安定化に伴う消費者マインド悪化が個人消費を抑制したとの指摘も多く聞こえてくる。この点、政治が不安定なことはドイツも同様であり、フランスも含め、実体経済に悪影響を及ぼす可能性とその程度には注意を払いたい。なお、10~12月期の結果(改定値)に関しブルームバーグの事前予想では、+0.0%(前期比)、+0.9%(前年比)と見込んでいる。

	本 邦	海 外
2月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)
10日(月)	12月国際収支 1月景気ウォッチャー調査	ユーロ圏2月センチックス投資家信頼感
11日(火)	_____	- 米1月NFIB中小企業楽観指数 - 米パウエルFRB議長議会証言(12日まで)
12日(水)	1月工作機械受注(速報)	- 独12月経常収支 - 米1月消費者物価指数
13日(木)	1月国内企業物価指数	- 独1月消費者物価指数(確報) - ユーロ圏12月鉱工業生産 - 米1月生産者物価指数
14日(金)	_____	- ユーロ圏10~12月期GDP(改定値) - 米1月小売売上高 - 米1月輸出/輸入物価指数 - 米1月鉱工業生産 - 米1月設備稼働率

【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. 円高の背景整理～その持続性を疑う～

早期利上げと関税回避への期待？

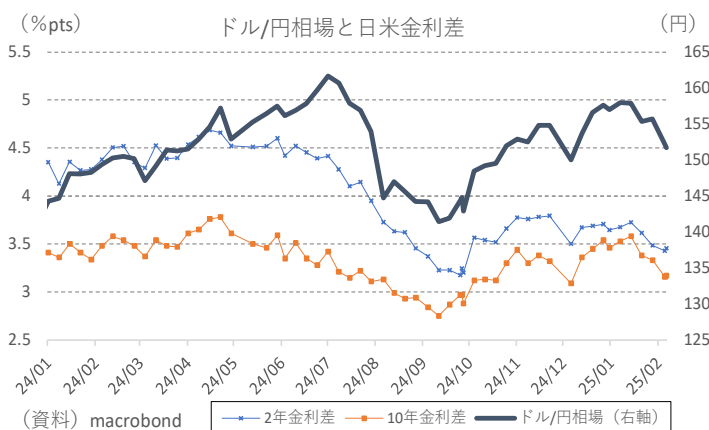
ドル/円相場が急落している。対ドル変化率に関し、年初来では約+4%と G10 通貨の中では最高であり、本稿執筆時点では 151 円を割り込む動きが見られている。背景としては①日銀早期利上げへの期待と②日本は追加関税による被害が相対的に小さそうなことへの期待という「2つの期待」が取りざたされているようだ。しかし、2つの期待共にその持続性には疑義もある。

まず、①に関しては昨日、田村日銀審議委

員が 2025 年度後半を念頭に「少なくとも 1% 程度まで短期金利を引き上げておくことが、物価上振れリスクを抑え、物価目標達成のうえで必要」との考えを示したことが大きく取りざたされている。田村審議委員は昨夏に同じ発言をしており、新味があるわけではないが、その際は「26 年度までの見通し期間の後半」に 1% 到達という発言であった。つまり、予想のタカ派傾斜であり、これを市場は材料

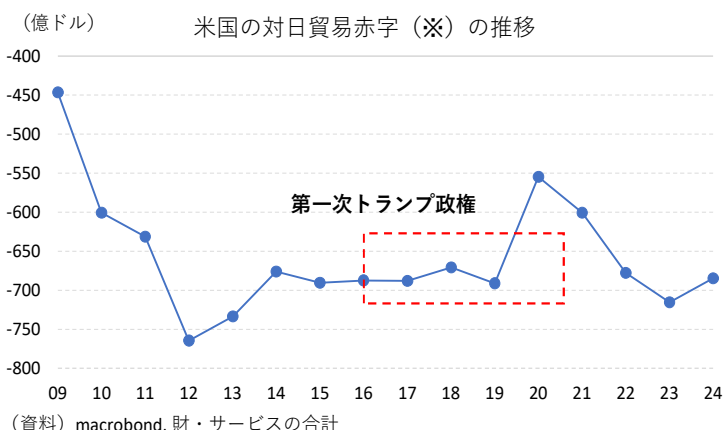
視したことになる。しかし、その発言後も日銀の次回利上げは 9 月会合まで織り込まれていない。これは週初（2 月 3 日）対比で 1 会合早まっただけであり、発言を受けて市場予想の中心が大きく変わったとは言えない。金利差縮小が示すほど、市場は追加利上げに対して自信を深めているわけではない。

また、一昨日に厚生労働省から発表された 2024 年 12 月の毎月勤労統計調査において実質賃金が前年比+0.6%と 2 か月連続で増勢が維持されたことも、利上げ期待の高まりを招いた。こうした騒ぎは昨年 6～7 月にも一時的なボーナスを反映して見られたものであり、「きまって支給する給与」については未だ減少が続いている。賃金・物価の好循環に対する確信を促すような材料とは考えられまい。繰り返しになるが、今週確認された一連の材料を受けて日銀利上げに対する期待が大きく変わっているわけではなく、「早期利上げ期待に依存した円買い」の持続力は決して大きいものではないように思える。



「敵失の円高」は続くのか

片や、トランプ政権による追加関税の被害が相対的に小さそうという期待は妥当だろうか。確かに、北中米（カナダ・メキシコ）や欧州そして中国に対して容赦なくトランプ大統領の関税政策が繰り返される中、日本に対してはまだ無風の状態が続いている。厳密に言えば、北中米への関税は拠点を構える日本の自動車会社も影響を被るのだが、日本に限定した直接的な関税措置は今のところ、控えられている。しかし、まさに米国時間 7 日から開催される日米首脳会談を前にそのアクションが控えら



れているだけという可能性もあり、そもそも対米貿易黒字が大きい順にトランプ政権の対応が始まっているのだと考えれば、「日本はこれから」という考え方もあり得る。昨年 11 月に公表された為替政策報告書には 2024 年 6 月までの過去 4 四半期合計の対米貿易黒字が記載されているが、これに従うと、日本は中国、メキシコ、ベトナム、ドイツに次ぐ 5 番目の大きさとなる。これは 2024 年通年で見ても同じであり、日本の次にはカナダが位置している。この並びにあつて「日本だけ無風」ということがあり得るのか。なお、ベトナムについては中国からの迂回輸出で漁夫の利を得ていることで知られ、トランプ大統領が野放しにすることはまず考えられず、2020 年には為替操作国認定を行った経緯もある。同じく無風で済むことは考えにくいだろう。

もちろん、日本の対米貿易黒字は拡大傾向にあるわけでもないため、結果的に無風で終わるというシナリオも期待はできる。しかし、日本以外の国・地域は関税措置に対して折衝を重ねている段階であり、結果的に軽傷で済む可能性はあるし、現にカナダやメキシコに対する関税措置はまず 1 か月間、その執行が見送られている。また、日本以外の国・地域が関税措置で負担を被っているという「敵失の円買い」が生じているのだとしたら、それらの関税交渉が小康を得てくれば、その円買いも消えていく筋合いにある。いつまでも関税交渉が続くわけではないため、「敵失の円買い」を中期見通し上の重要な動きとして取り込むのは難しいだろう。いずれにせよ、まずは日米首脳会談におけるトランプ大統領の立ち回りを見る前に、「相対的に被害が小さい」と決め打ちするのはリスクがあるように思える。

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2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
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、パ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「プラザ合意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/ドルのパリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結資金を受けて～)
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に～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」は当面お預け～「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～)
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