

みずほマーケット・トピック(2025 年 2 月 14 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: 窮屈になりそうな ECB の政策環境～追加関税とユーロ安～	

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/円は週半ばにかけ上昇も、その後は値を下げた。週初10日、151.89円でオープンしたドル/円は米政権による関税関連報道を背景に、リスク回避の動きでドル買いと円買いが交錯し、上に往って来い。海外時間は、米金利の動向に振らされる展開になるも値動きは乏しく、152円を挟んでレンジ推移した。11日、ドル/円は本邦休場で薄商いの中、152円付近で小動き。海外時間は、パウエルFRB議長のタカ派的な議会証言が材料視され、米金利上昇とともに152円台半ばに上伸した。12日、ドル/円は実需のドル買いや米金利上昇を受け153円台後半に上昇。海外時間は、米1月消費者物価指数(CPI)の予想を上回る結果を受け、米金利続伸とともに一時週高値となる154.80円まで上値を伸ばした。13日、ドル/円は米金利上昇の一服を受け154円付近にじり安。海外時間は、ウクライナ戦争終結期待を受けたディスインフレの思惑や米金利低下などを受け、153円を割り込んだ。本日のドル/円は、引き続き152円台後半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルはじり高推移した。週初10日、ユーロ/ドルは米政権による関税賦課報道を受け一時週安値となる1.0279に下押し。その後、東京時間は1.0310でオープン。海外時間においては、ユーロ圏2月センチックス投資家信頼感が予想ほど悪化しなかったことや米株上昇などが好感され、1.03台前半で底堅く推移した。11日、ユーロ/ドルは独金利上昇が支援材料となり、1.03台後半に上昇した。12日、ユーロ/ドルは米経済指標の強い結果を受けた米金利上昇を嫌気し1.03台前半へ急落も、関税問題解決に向けて欧州連合と米政権の主要メンバーが電話会談を行ったとの報道が好感され、一時1.04台に乗せるなど急反発した。13日、ユーロ/ドルはウクライナ戦争終結期待を背景に1.04台前半へじり高後、独金利低下を嫌気し1.04を割り込む展開。引けにかけては、米政権による相互関税の即時発動見送りを好感し、1.0468まで再び上値を伸ばした。本日のユーロ/ドルは、週高値を更新しながら取引されている。

		前週末	今 週				
		2/7(Fri)	2/10(Mon)	2/11(Tue)	2/12(Wed)	2/13(Thu)	
ドル/円	東京9:00	151.19	151.89	151.76	152.75	154.23	
	High	152.42	152.52	152.61	154.80	154.66	
	Low	150.93	151.21	151.65	152.45	152.70	
	NY 17:00	151.40	152.00	152.49	154.43	152.80	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0386	1.0310	1.0301	1.0363	1.0393	
	High	1.0414	1.0336	1.0381	1.0430	1.0468	
	Low	1.0305	1.0279	1.0293	1.0317	1.0374	
	NY 17:00	1.0327	1.0307	1.0361	1.0384	1.0465	
ユーロ/円	東京9:00	157.08	156.61	156.30	158.32	160.22	
	High	158.00	157.40	158.20	160.94	161.16	
	Low	155.89	155.73	156.27	158.26	159.10	
	NY 17:00	156.34	156.64	157.97	160.38	159.89	
日経平均株価		38,787.02	38,801.17	-	38,963.70	39,461.47	
TOPIX		2,737.23	2,733.01	-	2,733.33	2,765.59	
NYダウ工業株30種平均		44,303.40	44,470.41	44,593.65	44,368.56	44,711.43	
NASDAQ		19,523.40	19,714.27	19,643.86	19,649.95	19,945.64	
日本10年債		1.30%	1.31%	-	1.34%	1.35%	
米国10年債		4.49%	4.50%	4.54%	4.62%	4.53%	
原油価格(WTI)		71.00	72.32	73.32	71.37	71.29	
金(NY)		2,887.60	2,934.40	2,932.60	2,928.70	2,945.40	

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、19日(火)にFOMC議事要旨(1月会合分)が公表される予定となっている。1月会合は、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。もとより前回12月会合時点で「新たな段階」に入ったことが示唆されており、市場も据え置きを織り込んでいた。議長会見でも利下げを急ぐ段階にないことが明言されており、足許でも金利先物市場は目先の数会合での利下げを織り込めていない。むしろ、一部のFRB高官からは利下げ再開の必要性を疑問視する声も出てきているのが現状である。もともと、FRB高官の中心的立場は、あくまで「次の一手」が利下げである可能性が高いもののその時期は急げない、というものに見える。よって、「年内利下げなし」という向きはコンセンサスとは言えないが、足許の好調な賃金・物価情勢が長引けば、FOMCメンバーのスタンスもおそらく変化がみられるのだろう。かかる中、追加利下げの有無とその時期に関して探るうえで、FOMCメンバーの意見の相違や温度感を議事要旨から確認したい。
- 本邦では、17日(月)に10～12月期GDP(速報)が公表予定となっている。7～9月期の結果は、前期比で+0.3%、前期比年率で+1.2%となり、2四半期連続でプラス成長を記録した。前期比の数字を寄与度ベースで確認すると、内需の要たる民間最終消費は+0.4%ポイントとなった。6四半期ぶりの伸びになっており、これは同期間に行われた定額減税に伴う支出活発化が背景にあるのだろう。10～12月期の基礎的経済指標を踏まえる限り、個人消費がGDPの伸びを抑制する半面、輸入減少がGDPの押し上げに寄与する公算が大きい。ただし、既報の通り2024年冬の賞与は予想以上に堅調だったので、個人消費が想定ほど落ち込んでいない可能性もあろう。ただ、7～9月期との比較で最もインパクトがあると推察されるのは、輸入の落ち込みに伴うGDP押し上げ効果になる可能性が高い。全体としてはプラス成長を維持できる可能性が高いものの、必ずしも前向きな評価にはならないであろうことは、頭に入れておきたい。ブルームバーグの事前予想では、10～12月期の結果(速報)に関し前期比で+0.3%、前期比年率で+1.1%と見込んでいる。

	本 邦	海 外
2月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
17日(月)	・10～12月期GDP(速報) ・12月鉱工業生産(確報) ・12月設備稼働率 ・12月第3次産業活動指数	・ユーロ圏12月貿易収支
18日(火)	—————	・独2月ZEW景気期待指数 ・米2月NY連銀製造業景気指数 ・米2月NAHB住宅市場指数
19日(水)	・1月貿易収支 ・12月コア機械受注	・ユーロ圏12月ECB経常収支 ・米1月住宅着工/建設許可件数 ・米FOMC議事要旨(1月会合分)
20日(木)	—————	・独1月生産者物価指数 ・ユーロ圏2月消費者信頼感(速報)
21日(金)	・1月消費者物価指数 ・2月製造業/非製造業PMI(速報)	・ユーロ圏2月製造業/非製造業PMI(速報) ・米2月製造業/非製造業PMI(速報) ・米2月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・米1月中古住宅販売件数

【当面の主要行事日程(2025年2月～)】

ドイツ連邦議会解散総選挙(2月23日)

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)

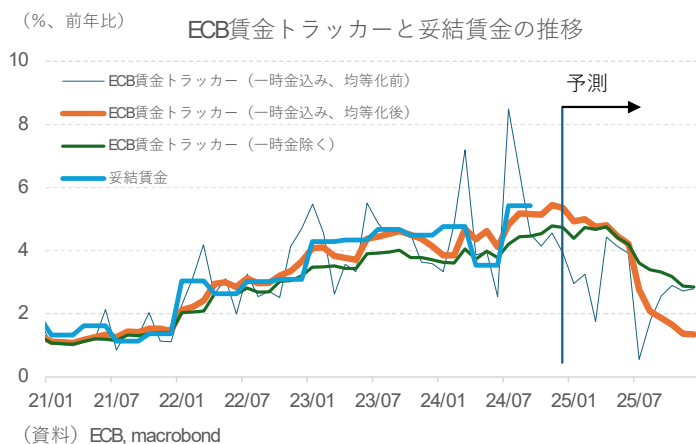
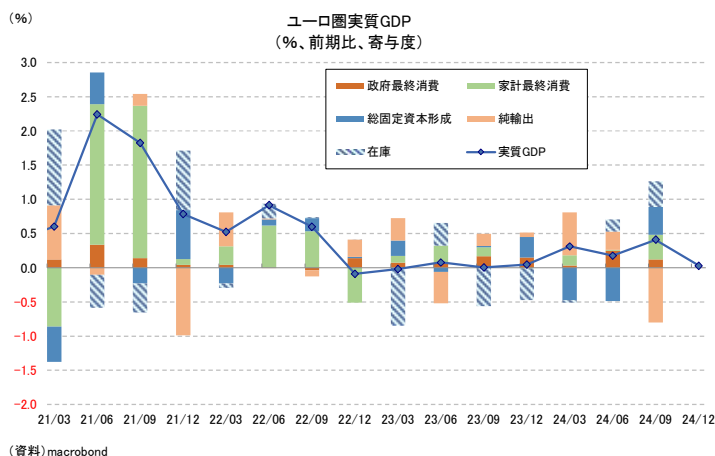
3. 窮屈になりそうな ECB の政策環境～追加関税とユーロ安～

「利上げの始まり」に構えるのが合理的な状況

金融市場は引き続きトランプ政権の関税政策に振り回される展開が続いている。昨日はトランプ大統領が「相互関税」の導入を指示する覚書に署名するという動きがあったものの、まずは対米貿易黒字が大きい国や、深刻な問題を抱える国の調査に着手するとの方針が示され、その結論は 4 月以降になるとの方針も示された。関税の即時実行に構えていた金融市場では米金利低下と共にドルも売られ、ドル/円相場も幅をもって下落している。まさにヘッドライン「だけ」に集中した値動きが繰り返されており、深い解説を要する動きではない。現実に見えていることは「米国経済は大幅利下げを要するほど弱くなさそう」という事実であり、それゆえに米金利低下が持続性を伴う可能性は高くない。12 日の議会証言でパウエル FRB 議長が「引き続き経済に制約的な政策を維持したい」と述べている通り、徐々にしかし確実に「利下げの終わり」は迫っており、その先にある「利上げの始まり」に構えるのが合理的な状況である。

トランプ関税、EU は報復を明言

なお、米国の「相互関税」の動きに対して、EU ははっきりと報復の意を唱えている。フォンデアライエン欧州委員長は 11 日、トランプ米政権による鉄鋼、アルミニウムへの関税措置について「EU への不当な関税が放置されることはない。断固とした、相応の対抗措置が発動される」と言明している。右図（上）に示されるように、ユーロ圏経済は基本的に外需に主導される性格が強く、追加関税の影響は色濃く出やすい。ただでさえドイツの低迷が域内経済の足かせになっているところへ、これ以上のノイズは受け入れ難いという胸中は理解できる。しかし、フォンデアライエン委員長が述べるように、域内輸入に関税を課すことになれば、当然、域内のインフレ率を短期的に押し上げることになる。元よりスタグフレーション的な状況への対処に苦慮している ECB の立場は一段と難しくなるはずである。先週 5 日に更新された ECB 賃金トラッカー（右図・下）では 2025 年 10～12 月期の賃金上昇率が前年比+1.5%まで落ち込むことが示されている。域内経済は内需主導で確実に賃金・物価情勢が落ち込みつつあり、この点から ECB の利下げ路線が正当化されているのが現状である。このまま実体経済と共に物価も失速するというのが ECB の予想（希望）するメインシナリオである。しかし、追加関税の応酬によって域内経済は外需主導で下押しされる上にインフレも輸入することになる。一言で



言えば、スタグフレーションを輸入するような効果が懸念されるだろう。従前本欄で述べてきたように、FRB が「利下げの終わり」を模索する状況下、欧米金利差拡大でユーロ安が焚きつけられ、ここからもインフレが輸入されてしまうという観点から ECB は景気刺激のための大幅利下げができない状況にある。米国との追加関税合戦はその状況は一段と悪化させる材料と考えられる。

4 月以降、本当にユーロ圏に対して大幅な関税が賦課されていくのであれば、ECB の「利下げしたくてもできない」という状況は一段と悪化していくだろう。その際、ECB が利下げに躊躇する状況にあっても為替市場では「いずれ大幅利下げが必要になる」との期待が膨らみ、ユーロ売りが優勢になる可能性が高いと筆者は考えている。年内に断続的なパリティ割れに直面する可能性は、引き続き否めない。

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13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
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～近づぐ「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～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～