

みずほマーケット・トピック(2025 年 3 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:ECB 政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～	

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」)

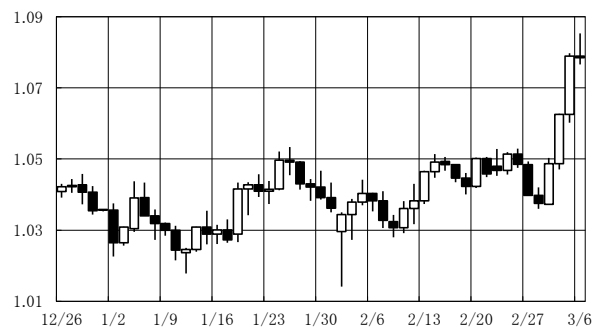
- 今週のドル/円はじりじりと値を下げ、年初来最安値を更新した。週初3日、150.88円でオープンしたドル/円は材料難の中、150円台前半へじり安。海外時間は、米金利上昇を受け151円台に乗せる場面もあったが、米2月ISM製造業景気指数の弱い結果や米関税政策を受けたリスク回避の円買いを背景に、149円台前半まで急落した。4日、ドル/円は下に往って来い。海外時間は、世界的な貿易戦争への懸念が強まり市場心理が悪化する中で、一時148円台前半に下落。ただ、米政府高官の関税軽減措置に触れた発言が意識され、149円台後半に反発して引けた。5日、ドル/円は149円台後半を中心にもみ合う展開。海外時間は、米2月ADP雇用統計の弱めな結果を受けた米金利低下が嫌気され148円台半ばに下落したものの、米2月ISM非製造業景気指数の良好な結果を受け149円付近に値を戻した。6日、ドル/円は149円台前半を中心にレンジ推移。海外時間は、春闘関連の報道に端を発する日銀早期利上げ期待の高まりや米金利低下を背景に円買いが強まり、一時2024年10月4日以来の安値となる147.31円まで急落した。その後は、米金利反発を受け148円付近に反発して引けた。本日のドル/円は、引き続き148円付近で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは急上昇、年初来最高値を更新した。週初3日、1.0412でオープンしたユーロ/ドルはユーロ圏物価指標の強い結果を受けた独金利上昇や米経済指標の弱い結果が材料視され、一時1.05台に乗せた。4日、ユーロ/ドルは独財政拡張期待を受けた独金利上昇が好感され、1.06台に乗せた。5日、ユーロ/ドルは独与野党による債務ブレーキ緩和合意を受けた独金利急騰を受け、1.08手前に急伸した。6日、ユーロ/ドルはECB政策理事会では▲25bp利下げが実施されるも、声明文で利下げ継続への慎重姿勢が示されたことが材料視され、2024年11月6日以来の高値となる1.0854まで上昇した。その後はユーロ買いが一巡し、1.08を割り込んで引けた。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.08手前で取引されている。

		前週末	今 週			
		2/28(Fri)	3/3(Mon)	3/4(Tue)	3/5(Wed)	3/6(Thu)
ドル/円	東京9:00	150.10	150.88	149.33	149.83	148.87
	High	150.99	151.30	149.87	150.18	149.31
	Low	149.10	149.11	148.10	148.40	147.31
	NY 17:00	150.63	149.50	149.82	148.90	147.99
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0395	1.0412	1.0487	1.0624	1.0794
	High	1.0420	1.0504	1.0628	1.0796	1.0854
	Low	1.0360	1.0381	1.0472	1.0602	1.0766
	NY 17:00	1.0375	1.0489	1.0627	1.0789	1.0786
ユーロ/円	東京9:00	155.97	157.07	156.76	159.00	160.78
	High	157.15	158.45	159.12	160.70	161.28
	Low	154.80	155.94	155.63	158.83	159.15
	NY 17:00	156.28	156.74	158.95	160.69	159.49
日経平均株価		37,155.50	37,785.47	37,331.18	37,418.24	37,704.93
TOPIX		2,682.09	2,729.56	2,710.18	2,718.21	2,751.41
NYダウ工業株30種平均		43,840.91	43,191.24	42,520.99	43,006.59	42,579.08
NASDAQ		18,847.28	18,350.19	18,285.16	18,552.73	19,075.26
日本10年債		1.37%	1.40%	1.42%	1.44%	1.51%
米国10年債		4.20%	4.16%	4.24%	4.28%	4.28%
原油価格(WTI)		69.76	68.37	68.26	66.31	66.36
金(NY)		2,848.50	2,901.10	2,920.60	2,926.00	2,926.60

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、12日(水)に2月消費者物価指数(CPI)が公表予定となっている。1月は+3.0%(前年比、以下同様)と市場予想および12月の+2.9%を上回った。一方、食料品とエネルギー価格を除いたコアベースでは+3.3%となり、市場予想の+3.1%および12月の+3.2%を上振れた。非コア項目では、エネルギー価格のプラス転換が目立った。1月には+0.97%となり、6か月ぶりにプラス寄与となっている。他方コア項目では、コア財価格が▲0.13%と13か月連続でマイナス圏において推移も、その幅は最も小さくなっている。一方で、コアサービス価格は+4.41%から+4.31%へと鈍化が継続している。中でも、FRBが重視する居住費除くコアサービス価格は、ブルームバーグの試算によれば+4.02%と13か月ぶりの低水準を記録している。ヘッドラインの数字を押し上げているのはあくまでエネルギーや財部分であって、労働市場や賃金情勢と結び付きの強い箇所は鈍化が続いていると総括できよう。翌週にFOMCを控える中で、CPIの結果次第では更新されるスタッフ経済見通しの中身は変わりえるため、警戒が必要になってくる。なお、2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。
- 本邦では、14日(金)に2025年春季労使交渉(春闘)の1回目の集計結果が日本労働組合総連合会(連合)より公表予定となっている。3月18日(火)～19日(水)に日銀金融政策決定会合を控える中、本年の賃上げ動向を占ううえで、最重要なイベントの一つとなるだろう。2024年の結果を振り返ると、定期昇給分を合わせて、+5.10%と33年ぶりの伸び率を記録した。ベア部分は+3.56%となっている。もともと、毎月勤労統計の内容を確認する限り、実質賃金の上昇が定着しているわけではない。もちろんここもと実質賃金がプラスに転じる場面もあるのだが、それはあくまで賞与の上振れが主因である。所定内給与が春闘結果に大きく劣後していること、残業時間低迷に伴って所定外給与が落ち込んでいることが全体の伸びを押し下げている。かかる環境下、連合は本年の賃上げ目標として「全体で+5.0%以上」「中小企業においては+6.0%以上」としている。既に、一部の大企業に関しては、これを上回る賃上げ実施の報道も相次いでいる状況にある。なお、6日に公表された要求集計結果においては、賃上げ要求は+6.09%となっており、これは32年ぶりの高水準となっている。もともと、春闘の集計結果に関しては、第2回公表以後じりじりと下方修正される傾向が強い。このような傾向も、ある程度は割り引いて考える必要がある。なお、2月13日に日本経済研究センター(JCER)が公表した「ESPフォーキャスト2月調査」に基づけば、エコノミストのコンセンサスは+4.92%とされている。

	本 邦	海 外
3月7日(金)	――	・独1月製造業受注 ・ユーロ圏10～12月期GDP(確報) ・米2月雇用統計
10日(月)	・1月毎月勤労統計 ・1月国際収支 ・1月景気動向指数(速報) ・2月景気ウォッチャー調査	・独1月鉱工業生産 ・独1月貿易収支 ・ユーロ圏3月センチックス投資家信頼感
11日(火)	・10～12月期GDP(確報) ・2月工作機械受注(速報) ・1月家計支出	・米2月NFIB中小企業楽観指数 ・米1月JOLT求人件数
12日(水)	・2月国内企業物価指数	・米2月消費者物価指数
13日(木)	――	・ユーロ圏1月鉱工業生産 ・米2月生産者物価指数
14日(金)	・2025年春闘 第1回集計結果公表	・独2月消費者物価指数(確報) ・独1月経常収支 ・米3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3月～)】

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)

ECB政策理事会(4月17日、6月5日、7月24日)

3. ECB 政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～

利下げ路線に節目

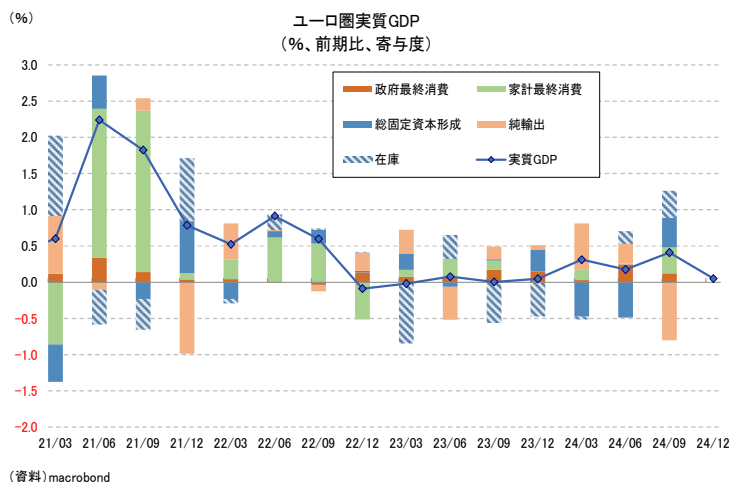
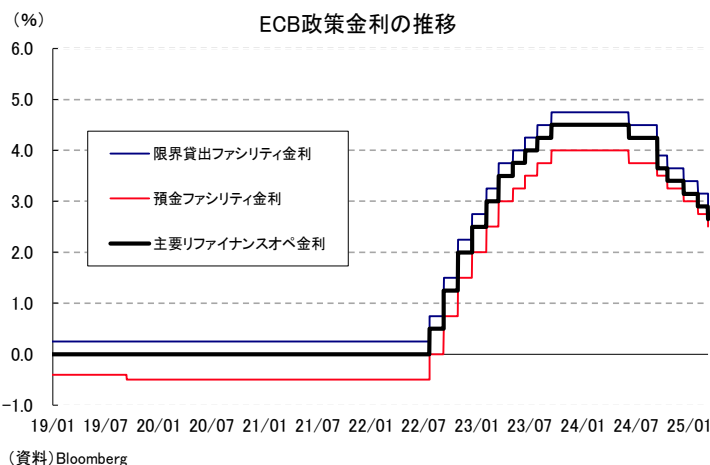
昨日開催された ECB 政策理事会は 5 会合連続で各種政策金利を▲25bp ずつ引き下げることを決定した。これで市場の注目する預金ファシリティ金利は 2.50% となり、次回利下げ以降は「1.75-2.25%」と推計される中立金利のレンジに入ってくることになる。実際、情報発信もこれを意識したトーンに修正されつつあり、これまで声明文でキーフレーズとして使われていた景気に対し「restrictive (抑制的)」という評価は「Our monetary policy is

becoming meaningfully less restrictive (金融政策は実質的に抑制的でなくなりつつある)」との表現に修正されている。「抑制的ではない」と言っているわけではないため、まだ利下げ余地に含みを残すが、その確度が落ちてきたという意図はよく伝わる。後述するように、ラガルド ECB 総裁も今回の会合における最大のポイントがこの変更であったことを示唆しており、昨年 6 月より進められてきた利下げ路線について (図)、節目が訪れつつあるのは間違いない。

こうした修正の背景を筆者なりに整理すると①域内経済が十分減速しつつあること、②「敵失のユーロ高」でインフレ輸入が抑制されていること、③域内全体に財政支出増の期待があることなどが挙げられる。特に、③は第二次トランプ政権発足に伴って事態が進展しており、今回の総裁会見でもやはり 1 つの争点となっている (後述する)。理論的に考えれば拡張財政路線に入る分、金融政策は引き締めの調整され、インフレ加熱に配慮するモードに入ることが正当化されるため、今回のようなトーン修正は論理的である。ラガルド総裁が明示的に認めたわけではないが、今後、現実がついてくる可能性はある。

「暖かい水」と「冷たい水」

声明文の上記文言に関しては、1 人目の記者がその真意を質している。具体的には「(新しい文言は)4 月に一時停止する可能性を意味しているのか」と質問しており、ラガルド総裁はこの質問を受けて「よくご指摘いただきました」、「これは単なる無害で小さな変更ではなく、一定の意味を持つ変更です (it's not just an innocuous little change, it's a change that has a certain meaning)」とかなり率直にその重要性を認めている。その上で数週間前に開催された南アフリカ G20 になぞらえて「喜望峰にはインド洋からの暖かい水 (warm water) と大西洋からの冷



たい水（cold water）があります」と述べた上で、それがまさに今のユーロ圏だと例えている。急速な利下げの影響により「暖かい水」が域内経済に流れ込んでいるものの、依然として利上げの影響による「冷たい水」もまだ残っている、との趣旨だ。この状況を表現した一文が「Our monetary policy is becoming meaningfully less restrictive」であり、引き締め効果の減退を示すと述べている。

しかし、「4月に一時停止するのか」との問いには「データ次第」と述べ言質を与えることを避けている。実は2番目の記者も4月会合で停止する可能性を質しているが、やはりお茶を濁されている。こうした決断できない状況についてラガルド総裁は「イライラする人もいるかもしれない。その点は申し訳ないと思うが、あくまでデータ依存だ」と突き返している。会見で使われた気の利いた表現は後日、再登場することも多い。利下げ停止が判断されるタイミングに合わせてラガルド総裁は「水は暖かくなった」といったような表現を交え、局面の変化を伝えてくるのではないか。

拡張財政路線の影響

目下、ユーロ圏で最も旬なテーマは防衛費を中心とする拡張財政路線へ舵が切られようとしていることである。既に域内金利に大きな影響が出ている以上、中央銀行としての挙動は当然問われる筋合いにある。1人目の記者は4月利下げ停止の可能性に加えて、「防衛費の大幅な増額、ドイツのケースではインフラ整備の計画なども含め、かなり劇的な変化が起ころうとしており、市場も大きく反応している。政策理事会は、これが経済見通しと金融政策にどのような変化をもたらすと予想しているのか」と問うている。これに対しラガルド総裁は「私は、ここ数時間、数日間の最近の展開から逃れられなかったと言わざるを得ない」と述べている。これはドイツの財政運営が大きく変更されそうなこと、また政策理事会同日に開催されていたEU特別首脳会議で欧州の軍備計画が決断されそうなことの影響が大きいことを認めた発言である（※総裁会見時点では首脳会議が実施中だった）。もっとも、インフラや軍備にかかる購入行為がいつ、どこで、どういった資金調達を通じて行われるのかなどは不明であり、現時点でその影響は詳らかになってはいない。ラガルド総裁は重要性を認めつつも、その影響はこれから理解するものだと言位置づけており、今回のECBスタッフ見通しには織り込まれていないと見受けられる。

今回、改定されているスタッフ見通しもユーロ圏の実質GDP成長率に関し、2025年が0.9%、2026年が1.2%とそれぞれ前回（2024年12月時点）から▲0.2%ポイントずつ下方修正されており、拡張財政路線の押し上げは織り込まれていないように見える	ECBのスタッフ見通し（2025年3月）			
		2025	2026	2027
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2024年12月)		2.3	1.9	2.0
		2.1	1.9	2.1
コアHICP (前回:2024年12月)		2.2	2.0	1.9
		2.3	1.9	1.9
実質GDP (前回:2024年12月)		0.9	1.2	1.3
		1.1	1.4	1.3

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2025-27年にかけて1.04。

※コアはエネルギー・食品を除く

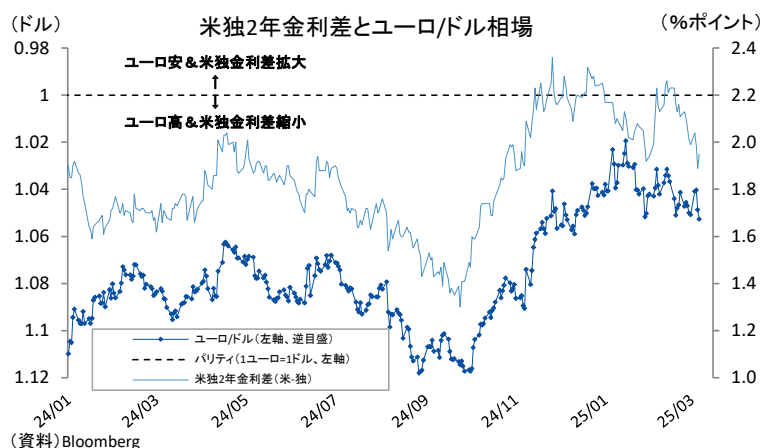
る(図)。ラガルド総裁は依然として不透明な部分が多いものの、これらの論点について言えることは「欧州全体の成長を支え、欧州経済を後押しすることになるということ」と論じており、今後、スタッフ見通しの上方修正やそれに応じた利下げ路線の減速・停止が模索されそうなことを予感させる。

「敵失のユーロ高」の持続性

従前より熾っていた欧米景気格差に応じた欧米金利差の拡大、結果としてのユーロ安経由のインフレ高進という懸念はここにきて急速に小さくなっている。ユーロ圏の経済・金融情勢が実際に改善しているわけではないのだが、米国経済への停滞懸念が米金利とドルを押し下げており「敵失のユーロ高」が発生している。そこへ域内で拡張財政路線がにわかに展開される見通しが強まっているため、域内金利も押し上げ

られ、欧米金利差が縮小、ユーロ相場が支えられているのが現状である（図）。冒頭、②の論点として述べたように、思わぬユーロ高によりインフレ輸入が抑えられていることも利下げの必要性を減じることになっていそうである。もっとも、米国経済への「停滞懸念」は短期的には追加関税を主因とする「スタグフレーション懸念」でもあり、米金利低下の持続性については大いに議論の余地があるようにも思われる。本当にスタグフレーションが現実的な脅威であれば米金利は上昇を懸念する筋合いにある。

現状、「中期為替相場見通し」に照らしてユーロ相場は上振れしているものの、このままユーロ相場の騰勢が続くかどうかはドルの敵失が続くかどうか依存している面が相当に大きいだろう。見通し上、水準の上方修正は検討せざるを得ないとしても、パスの修正まで必要とは現状考えにくい。



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3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はするい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
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	ワシントンでは解消されたのか～日銀レビュー～
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「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/ドルのパリティ割れ
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～