

みずほマーケット・トピック(2025 年 3 月 28 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: 世界に広がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～	

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」)

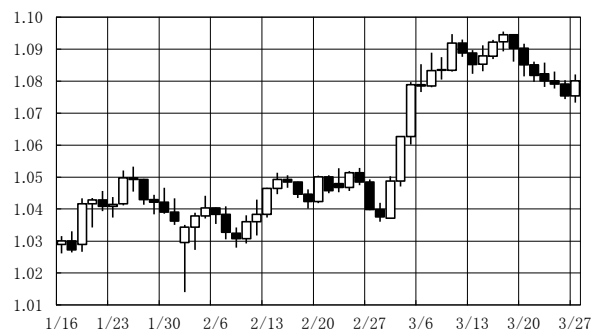
- 今週のドル/円はじりじりと値を上げる展開になった。週初24日、149.68円でオープンしたドル/円は米政権による相互関税絡みの報道を好感し、一時150円手前に上昇。海外時間は、米3月非製造業PMI(速報)の強い結果を受けて米金利が上昇幅を拡げる中、米株の大幅高も相まって150円台後半に続伸した。25日、ドル/円は151円手前まで続伸も、新規材料に欠ける中で150円台半ばに反落。海外時間は、米住宅関連指標や米3月コンファレンスボード消費者信頼感の予想を下回る結果を受けた米金利低下が重しとなり、149円台半ばに続落した。26日、ドル/円は植田日銀総裁のハト派的な発言を受け、150円台半ばへじり高。海外時間は、米金利低下を背景に150円付近に下押す場面もあったが、米金利反発や堅調な米経済指標を受けて150円台半ばを回復した。27日、ドル/円は米自動車関税公表を受けた市場心理悪化とともに一時150円付近に下落も、その後は150円台前半でじり高。海外時間は、一連の米経済指標はまちまちの結果となるも、米金利が高止まりする中で151円台に乗せた。本日のドル/円は、151円台前半で週高値を更新しながら取引されている。
- 今週のユーロ/ドルはじり安の展開になった。週初24日、1.0836でオープンしたユーロ/ドルは米相互関税報道を受けた市場心理改善が支えとなり一時週高値となる1.0858を付けたものの、米経済指標の強い結果を受けた米金利上昇が重しとなり一時1.08を割り込んだ。25日、ユーロ/ドルは材料難の中で米金利動向に振らされるも、一日を通して1.08を挟んだレンジ推移にとどまった。26日、ユーロ/ドルは米経済指標の良好な結果やトランプ米大統領による自動車関税を巡る発言が材料視されドル高となり、1.07台半ばに軟化した。27日、ユーロ/ドルは一時週安値となる1.0733を付けた後、ユーロの買い戻しが優勢となる中で1.08付近に反発して引けた。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.08付近で取引されている。

		前週末	今 週				
		3/21(Fri)	3/24(Mon)	3/25(Tue)	3/26(Wed)	3/27(Thu)	
ドル/円	東京9:00	148.62	149.68	150.80	149.95	150.46	
	High	149.66	150.76	150.95	150.75	151.16	
	Low	148.59	149.30	149.55	149.87	150.07	
	NY 17:00	149.32	150.71	149.92	150.60	151.06	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0856	1.0836	1.0801	1.0789	1.0741	
	High	1.0861	1.0858	1.0830	1.0802	1.0820	
	Low	1.0795	1.0782	1.0777	1.0744	1.0733	
	NY 17:00	1.0810	1.0801	1.0793	1.0753	1.0802	
ユーロ/円	東京9:00	161.40	162.21	162.97	161.78	161.70	
	High	162.02	162.83	163.00	162.60	163.35	
	Low	160.73	161.89	161.65	161.69	161.49	
	NY 17:00	161.39	162.83	161.78	161.71	163.10	
日経平均株価		37,677.06	37,608.49	37,780.54	38,027.29	37,799.97	
TOPIX		2,804.16	2,790.88	2,797.52	2,812.89	2,815.47	
NYダウ工業株30種平均		41,985.35	42,583.32	42,587.50	42,454.79	42,299.70	
NASDAQ		17,784.05	18,188.59	18,271.86	17,899.02	17,804.03	
日本10年債		1.52%	1.54%	1.57%	1.58%	1.59%	
米国10年債		4.25%	4.34%	4.32%	4.35%	4.36%	
原油価格(WTI)		68.28	69.11	69.00	69.65	69.92	
金(NY)		3,021.40	3,015.60	3,025.90	3,022.50	3,061.00	

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、4月4日(金)に3月雇用統計が公表予定となっている。前回2月分の結果は、非農業部門雇用者数が+15.1万人(前月比、以下同様)と、1月(修正後:+12.5万人)を上回ったものの、市場予想(+16.0万人)は下回った。他方で失業率は4.1%となり、市場予想および1月の4.0%を上回った。加えて、平均時給は+0.3%と市場予想に一致し、1月の+0.4%を下回った。総じて、労働市場の緩やかな軟化を示す内容が多かった。実際、3月FOMCでパウエルFRB議長は、「労働市場はインフレ圧力の源ではない」との認識を改めて示している。確かに、賃金との連関性が強いコアサービス価格は足許で伸びが確りと鈍化してきており、FRBの判断は妥当と考えられる。現在のFRBのスタンスは大きな不確実性を前にした様子見姿勢、と表現できそうだが、これは労働市場の秩序だった鈍化が前提になっている。もし雇用環境の急速な悪化がみられた場合、様子見姿勢にも変化がみられる可能性が高い。なお、3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+13.5万人、失業率を4.1%、平均時給を+0.3%と見込んでいる。
- 欧州では、4月3日(木)にECB政策理事会議事要旨(3月会合分)が公表予定だ。3月会合は▲25bpの利下げを決定。預金ファシリティ金利は、2.75%から2.50%に引き下げられた。利下げは5会合連続。声明文においては、今までキープレーズとして使われていた景気に対し「restrictive(抑制的)」という評価が「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たことが注目を集めた。ラガルドECB総裁も会見でこの変更に関し、「小さな変更ではない」「一定の意味を持つ」とその重要性を強調した。昨年6月から行われてきた利下げ局面に節目が訪れていることは間違いないだろう。連続利下げの継続性が低下していることは明白であり、実際に市場の利下げ織り込みもそれを支持しているように見える。3月会合後のECB高官発言に目を移しても、一部高官は利下げ休止だけでなく再利上げにまで言及している。これはメインシナリオではないにしても、その要因として挙げられているのは言うまでもなく政府支出増大であり、このテーマに関し3月会合で議論があったかも確認する必要があるだろう。

	本 邦	海 外
3月28日(金)	・3月東京消費者物価指数 ・日銀金融政策決定会合 主な意見(3月会合分)	・独4月GfK消費者信頼感 ・ユーロ圏3月消費者信頼感(確報) ・米2月個人所得/支出 ・米2月個人消費支出デフレーター ・米3月ミシガン大学消費者マインド(確報)
31日(月)	・2月鉱工業生産(速報) ・2月小売売上高 ・2月住宅着工件数	・独3月消費者物価指数(速報)
4月1日(火)	・2月失業率/有効求人倍率 ・1~3月期日銀短観 ・3月製造業PMI(確報)	・ユーロ圏3月製造業PMI(確報) ・ユーロ圏3月消費者物価指数(速報) ・ユーロ圏2月失業率 ・米2月JOLT求人件数 ・米3月ISM製造業景気指数
2日(水)	—————	・米3月ADP雇用統計 ・米2月製造業受注
3日(木)	・3月非製造業PMI(確報)	・ユーロ圏3月非製造業PMI(確報) ・ユーロ圏2月生産者物価指数 ・ユーロ圏ECB政策理事会議事要旨(3月会合分) ・米2月貿易収支 ・米3月ISM非製造業景気指数
4日(金)	・2月家計支出	・独2月製造業受注 ・米3月雇用統計

【当面の主要行事日程(2025年4月~)】

ECB政策理事会(4月17日、6月5日、7月24日)

IMF世銀・年次総会(4月21日~26日)

日銀金融政策決定会合(4月30日~5月1日、6月16~17日、7月30~31日)

FOMC(5月6~7日、6月17~18日、7月29~30日)

3. 世界に拡がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～

勝者無き関税政策の始まり

3月26日、トランプ大統領は日本を含むすべての国から輸入する自動車に25%の関税を課することを命じる大統領令に署名した。2.5%の関税に対する上乗せ措置とされているため、現行の11倍に相当する27.5%が自動車に賦課されることになる。24日時点でトランプ大統領は「数日中に自動車や自動車に関連するものを、将来的には木材や半導体関連の追加関税を発表する予定」とアナウンスしており、今回はさしずめ「トランプ関税第一弾」といった位置づけになる。自動車関税の発効は4月2日とされ、徴収は翌3日から始まる。その影響が経済指標などで確認され、評価が固まってくるのは1～2四半期後になるだろう。ちなみに従前注目されていた4月2日は、引き続き米国製品に対して高い関税を課す国や非関税障壁の存在が認められる国からの輸入品について高い関税を課す「相互関税」が発表される予定だ。

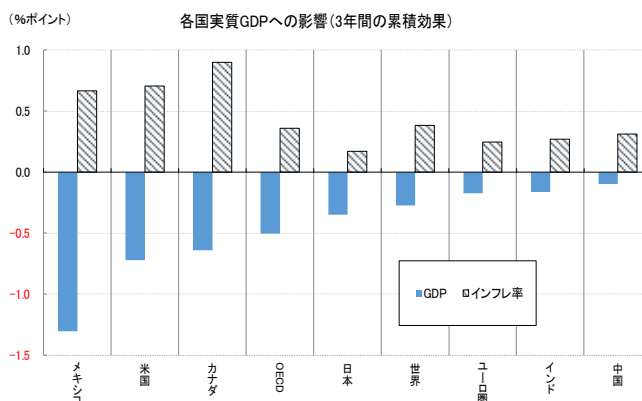
なお、事前にはベッセント財務長官が相互関税については「一部の国にとっては非常に低いかもしれないし、非常に高いかもしれない」とのコメントを発していたが、今回の自動車関税に関しトランプ大統領はこの措置は恒久的なものであり、「例外措置について交渉することに興味はない」と断言している。つまり、ディールのためのカードではないという宣言である。トランプ大統領が就任演説で「次の4年間で米国を製造業の超大国にする」と述べた事実が本心ならば、米国国内における生産や雇用を数量的に押し上げるために今後もこのような方策が連続的に打ち出されてくるだろう。

もっとも、国内外の自動車メーカーは、関税引き上げが生産コストの増加や販売価格の上昇に繋がる結果、最終的には販売減少に至るとの懸念を抱いており、恐らくその認識は正しい。米国において輸入車が支持を得ている理由は価格ではなく、単に製品自体の競争力の問題というのが一般的理解であるため、真っ当に考えれば、今回の措置は勝者無き関税政策になる可能性は高い。

OECD 想定を上回る下押し圧力

関税政策の影響は今月17日に公表されたOECDの世界経済見通しが端的に物語っている。ここでは既にトランプ政権の関税政策を織り込んだ上で2025年の世界経済の成長率見通しについて、前回(2024年12月)の+3.3%から+3.1%へ▲0.2%ポイント下方修正されている。この際、先んじて25%の関税が課されていたメキシコおよびカナダの見通しはそれぞれ▲2.5%ポイント(+1.2%→▲1.3%)、▲1.3%ポイント(+2.0%→+0.7%)と大きく切り下げられている。なお、鉄鋼・アルミについて25%の関税を課されることになった日本も▲0.4%ポイント(+1.5%→+1.1%)も下方修正された。

また今回、OECDは今後の世界が10%関税の掛け合いに至った場合、各国GDPおよびインフレ率にどれほどの影響があるのかという試算も行っており、その結果が右図だ。一瞥して分かるように「インフレは上振れ、成長率は下振れ」であり、スタグフレーションの様相が強まるとの示唆である。なお、本稿執筆時点で判明している関税状況は中国に対して20%の一律関税、メキシコとカナダに対して25%の一律関税、すべての国に対して鉄鋼・アルミおよび自動車に25%



(資料)OECD、※10%の関税掛け合いが発生した場合、ベースラインシナリオからの乖離

の関税である。つまり、「10%」はもはや穏当な想定であり、OECD 試算で示されたよりも遥かに大きな下押し圧力を想定すべき事態に至っている。とりわけ日本にとって自動車は文字通り本丸であり、対米輸出の3割がここに由来する。今までの11倍の関税が賦課される結果、対米輸出の収益性は削がれるため、採算が合わない車種などでは対米輸出の抑制・停止などが検討される可能性はあるだろう。当然、日本経済のハードデータ（生産や雇用等）に直結する話である。

日銀利上げに黄信号

今回の決定に関し、本当に交渉の余地がないのか。現在入手可能な情報に基づく限り、

再交渉は困難に思えるが、朝令暮改も珍しくないトランプ政権だけに事態は流動的と見ておいた方が良い。しかし、間違いなく言えることは、日銀の政策運営が一段と窮屈になったという事実だ。本当に自動車関税が恒久措置であるとすれば、日本経済にとってはこの上なく下押し圧力であり、追加利上げを踏みとどまらせる材料になりかねない。しかし、

上述の OECD 見通しでも示唆されている通り、トランプ政権の関税政策は当面のインフレを押し上げる材料でもある。関税政策は短期ではインフレ誘発的、長期ではデフレ誘発的であることは過去の本欄でも論じた通りであり、今や欧米を凌ぐ消費者物価指数（CPI）の伸びに直面している日本経済の現状を踏まえれば（図）、基本的には半年に1度程度の利上げペースに影響はないと考えるのがメインシナリオになる。しかし、今年後半から2026年にかけて、自動車関税の影響が特に日米経済のハードデータを毀損する姿が確認されるようになってきた場合、日銀は利上げ路線を続けられるだろうか。

もちろん、トランプ政権とて、他国はともかく、米国民からの不満が大きそうな政策を持続できる可能性が高いとは思えないため、現在アナウンスされている関税政策が一部撤回されてくる期待もある。その意味で日銀の利上げ路線はまだ赤信号に直面しているわけではないが、黄信号に直面している程度の印象は持ちたいところだ。あまりにも不透明ゆえ、見通し作成上、多くの仮定を置かねばならない状況だが、今のところ、関税政策それ自体が短期的に有するインフレ効果と現行の日銀利上げ路線は幸い整合的であるため、円金利面から円相場見通しに大きな修正が必要な状況ではない。片や、OECD 試算が示す通り、輸入関税を支払う当事国である米国は短期的に大きなインフレ圧力に見舞われるため、FRB 利下げが進まず、米金利面からドル/円相場が支えられる公算は大きくなる。この点は4～6月期の押し目を期待している本欄や「中期為替相場見通し」にとってリスクが大きくなっていると言わざるを得ない。

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3月25日	インフレに適應する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合レビュー～現状維持が基本に～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
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	ワンノッチは解消されたのか～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(史上最大の要結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期要結賃金を受けて～)
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	内外物価格差で感ずること～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