

みずほマーケット・トピック(2025年4月4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: 正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～	

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」)

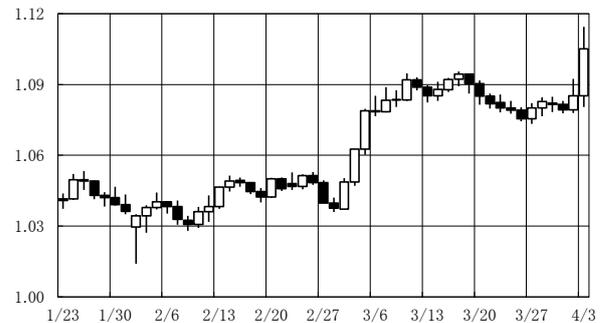
- 今週のドル/円は米関税政策に振り回され週後半に急落、年初来最安値を更新した。週初31日、149.63円でオープンしたドル/円は米景気後退懸念を背景としたリスク回避の動きから、日本株の大幅安に連れて149円を割り込んだ。海外時間は、米金利や米株の持ち直しを好感し、150円台前半へ反発した。4月1日、ドル/円は様子見ムードが広がる中、149円台後半でレンジ推移。海外時間は、米2月JOLT求人数や米3月ISM製造業景気指数の冴えない結果を受け一時149円割れとなるも、米株の持ち直しを支えに149円台後半に値を戻した。2日、ドル/円は材料難の中で、149円台後半で小動き。海外時間は、米金利低下と共に149円台前半まで続落。その後、想定以上の米関税政策詳細発表を受けて荒い値動きとなり一時週高値となる150.49円を付けた後、米株急落などが重しになり149円台前半に水準を切り下げた。3日、ドル/円は前日引けから続くドル売りの動きが加速し、株式市場の大幅下落と共に147円を割り込む展開。海外時間は、ドル安が一段と進行する中で、米3月ISM非製造業景気指数の弱い結果も材料視され、2024年10月2日以来半年ぶりの安値となる145.19円まで下げ幅を拡大。その後引けにかけては、146円台を回復した。本日のドル/円は、引き続き146円台前半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは週後半に急伸、年初来最高値を更新した。週初31日、1.0825でオープンしたユーロ/ドルは米金利の動向に振られる展開になるも、一日を通じて1.08を挟んだ小動きにとどまった。4月1日、ユーロ/ドルは独金利低下と共に一時週安値となる1.0779まで軟化したものの、その後は米経済指標の弱い結果や米金利低下が支えとなり、1.08を挟みレンジ推移した。2日、ユーロ/ドルは欧州連合(EU)が米関税に際し緊急支援措置を計画しているとの報道を好感し、1.08台後半へ上昇。その後、米相互関税公表後は上下に乱高下したものの、米株安が重しになってか1.08台半ばで引けた。3日、ユーロ/ドルは米関税政策による米経済悪化懸念を背景にドル売りが加速し、2024年10月1日以来半年ぶりの高値となる1.1147まで急伸した。本日のユーロ/ドルは、ドル売り相場の一服を受け、1.10台半ばで取引されている。

		前週末	今 週			
		3/28(Fri)	3/31(Mon)	4/1(Tue)	4/2(Wed)	4/3(Thu)
ドル/円	東京9:00	150.87	149.63	149.95	149.75	147.91
	High	151.21	150.25	150.13	150.49	148.63
	Low	149.69	148.70	148.98	149.10	145.19
	NY 17:00	149.83	149.98	149.62	149.35	146.10
ユーロ/ドル	東京9:00	1.0797	1.0825	1.0818	1.0795	1.0904
	High	1.0844	1.0849	1.0830	1.0924	1.1147
	Low	1.0764	1.0784	1.0779	1.0780	1.0805
	NY 17:00	1.0834	1.0817	1.0792	1.0848	1.1053
ユーロ/円	東京9:00	162.88	161.62	162.18	161.72	161.31
	High	163.16	162.47	162.25	164.09	163.03
	Low	162.11	161.12	160.79	161.17	160.16
	NY 17:00	162.42	162.17	161.50	162.15	161.24
日経平均株価	37,120.33	35,617.56	35,624.48	35,725.87	34,735.93	
TOPIX	2,757.25	2,658.73	2,661.73	2,650.29	2,568.61	
NYダウ工業株30種平均	41,583.90	42,001.76	41,989.96	42,225.32	40,545.93	
NASDAQ	17,322.99	17,299.29	17,449.89	17,601.05	16,550.61	
日本10年債	1.55%	1.48%	1.50%	1.47%	1.34%	
米国10年債	4.25%	4.21%	4.16%	4.13%	4.04%	
原油価格(WTI)	69.36	71.48	71.20	71.71	66.95	
金(NY)	3,114.30	3,150.30	3,146.00	3,166.20	3,121.70	

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、10日(木)に3月消費者物価指数(CPI)が公表予定となっている。2月は+2.8%(前年比、以下同様)と市場予想の+2.9%および1月の+3.0%を下回った。一方、食料品とエネルギー価格を除いたコアベースでは+3.1%となり、こちらも市場予想の+3.2%および1月の+3.3%を下回っている。非コア項目では、エネルギー価格が2か月ぶりにマイナス寄与に転じたことが目立った。他方コア項目では、コア財価格が▲0.12%と14か月連続でマイナス圏において推移しているものの、その幅は最も小さくなっている。米製造業関連のソフトデータを確認する限りにおいては、近い将来にプラス寄与へ転じる可能性が高い。一方で、コアサービス価格は+4.31%から+4.11%へと鈍化が継続している。これは、約3年ぶりの低水準である。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+3.78%と16か月ぶりの低水準を記録している。ヘッドラインや非コア項目ではエネルギー価格がかく乱要因になっているものの、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。なお、3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+2.6%、コアベースで+3.0%と見込んでいる。

金融政策関連では、9日(水)にFOMC議事要旨(3月会合分)が公表される予定だ。3月会合は、1月に続き政策金利の据え置きを決定した。もとより政策変更は見込まれておらず、ドットチャートやスタッフ経済見通し(SEP)に加え、議長会見に注目が集まっていた。なお、3月会合で決定された量的引き締め(QT)減速に関しては、前回1月会合議事要旨で言及があったため、こちらも全くのサプライズというわけではなかった。更新されたドットチャートは昨年12月時点から大きな変更はなかったものの、翻ってSEPを見る限り、インフレ見通し上方修正と成長率見通し下方修正が併存しており、これはスタグフレーションを意識せざるを得ないだろう。これらの背景にトランプ政権の関税政策があることが言うまでもなく、それはSEPにおける不確実性DIの顕著な上昇からも感じ取れた。つまり、「スタグフレーション的な雰囲気強いものの、不確実性が大きいため、今は確信がないため動けない」というのがFRBの基本認識となるのだろう。なお、消費者のインフレ期待に関してはパウエルFRB議長会見でも想定通り質問があったが、あくまでインフレ期待上昇は「一時的」であって、むしろ長期のインフレ期待は落ち着いている、というのがパウエル議長の弁であった。ただ、一部の長期の期待インフレ率が急騰していることは事実であって、やや苦しい言葉でもあった。この点、11日(金)には4月ミシガン大学消費者マインド(速報)が公表される。前回3月分では、マインドの急低下や期待インフレ率急騰が市場で取りざたされただけに、これらの変化にも着目したい。

	本 邦	海 外
4月4日(金)	・2月家計支出	・独2月製造業受注 ・米3月雇用統計
7日(月)	・2月毎月勤労統計 ・2月景気動向指数(速報)	・独2月鉱工業生産 ・独2月貿易収支 ・ユーロ圏4月センチックス投資家信頼感 ・ユーロ圏2月小売売上高
8日(火)	・2月国際収支 ・3月景気ウォッチャー調査	・米3月NFIB 中小企業楽観指数
9日(水)	・3月消費者態度指数 ・3月工作機械受注(速報)	・米FOMC議事要旨(3月会合分)
10日(木)	・3月国内企業物価指数	・米3月消費者物価指数
11日(金)	—————	・独2月経常収支 ・独3月消費者物価指数(確報) ・米3月生産者物価指数 ・米4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. 正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～

勝者無き関税政策の始まり

国内外金融市場は米相互関税の余波を受け大荒れが続いている。相互関税の算出根拠とされている「非関税障壁も考慮した実質的な関税率」は精緻な積み上げ試算の結果と思いきや「当該国に対する貿易赤字額÷当該国からの輸入額」という極めてラフな計算で算出されていることが判明し物議を醸している。2日時点でホワイトハウス高官からは記者団に対し「この数字は米大統領経済諮問委員会（CEA）が国際貿易の経済文献や政策実務から非常によく確立された方法論を使って算出したもの」と説明されていた経緯がある。議論の余地もないが、貿易赤字の水準を関税率の根拠として用いるのはデタラメが過ぎる。

第一に、この計算方法には「米国が被った貿易赤字は全て不正行為（関税および非関税障壁）の結果」という誤った前提がある。しかし、貿易赤字は各国が比較優位を持つ産業で分業した資源配分の結果であり、本質的には企業の黒字・赤字とは異なる。もっと言えば、損得の次元で語るものでもない。「自分の赤字全てが相手の不正」という理屈はあまりにも片務的である。第二に、2024年という単年度のスナップショットだけで恒久的な関税率を決めようとしている危うさもある。もち

為替政策報告書の定める3基準

基準	判定基準
① 対米貿易黒字	年間200億ドル超
② 経常収支黒字	GDP比3%超
③ 外貨の一方的・継続的な買い越し	12か月間でGDP比2%超の外貨購入（継続的）

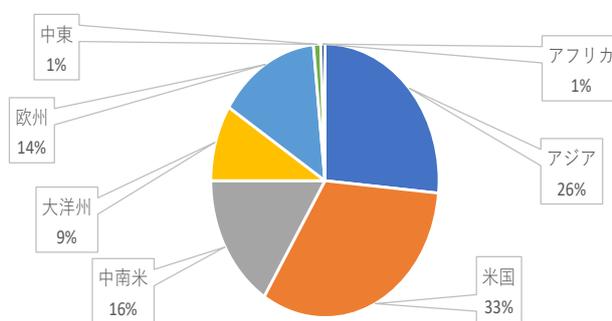
（資料）米財務省から筆者作成

ろん、程度問題として過剰な対外不均衡が問題視される状況はあり得る。この点、米財務省の公表する為替政策報告書では3つの基準（対米貿易黒字、経常黒字、為替介入額）について直近12か月間を対象として判断が示され、為替介入額についてはその継続性（repeatedlyに行われているかどうか）も問われる。しかも、それを半年ごとに精査して決めるため、時宜を得た判断ということにもなる。

もはや為替政策報告書が待たれる状況

一昨日の本欄で議論したように、制裁的な通商措置が日常茶飯事と化してしまったトランプ政権において半年に1度の為替政策報告書が何か意味を持つとすれば、「客観性の提供」という補完的な役割になるだろう。本来、為替政策報告書は日本を含め対象となりそうな国々にとって畏怖すべき対象だが、もはやここまでデタラメな通商交渉を仕掛けられている以上、客観基準を擁する同報告書の存在は逆に助けになるようにすら感じる。そもそも日本の場合、経常黒字は全て第一次所得収

日本の第一次所得収支黒字（国・地域別、23年）



（資料）財務省

支黒字で構成され、その最大の収益源は米国である（図）。つまり、米国に大きな投資をしているからこそその経常黒字であり感謝こそされ、批判される筋合いはない。また、為替介入は昨年実施されているもの

のあくまで自国通貨買い介入であり、この点は為替政策報告書が想定する介入（自国通貨売り介入）とは逆方向である。実際、この点はイエレン前財務長官からもお咎めなしの言質を得ている。結局、対米貿易赤字以外、本質的に抵触する項目が存在しないため、本来は「監視リスト」（3条件中2条件で掲載）の対象外であるはずだ。為替政策報告書の公表を通じ、日本の潔白を主張できる部分はあるだろう。

いずれにせよ背後にあるロジックがあまりにも杜撰であるため、現在提示されている相互関税の水準がそのまま通り通るとは思えず、ベッセント財務長官が示唆していたように、現在が上限であり起点ということになるだろう。株式市場の大混乱の最中、昨日のトランプ大統領は早速、「もし誰かが、何か驚くべきものを提示すると言って、彼らが何か良いものを与えてくれる限り」と条件を添えた上で、譲歩の可能性も示唆している。今後出てくる材料は基本的に緩和方向の話と考えるのが妥当に思える。

とはいえ、元に戻る望みも薄い

もともと、為替政策報告書などを通じていくら正論を吐いたところで元の姿には戻らない、という心構えも必要である。歴史上、世界経済は「小さな政府（自由市場重視）」と「大きな政府（国家介入重視）」の間で振り子が揺れてきた（図）。現在は明らかに「大きな政府」に振り子が揺れ始めている途上にある。振り子の「振れ幅」を抑えることは

「小さな政府」と「大きな政府」の振り子

時代	支配的思想	キーワード
1870年代～1920年代	小さな政府	レッセフェール、産業革命、新大陸発見など
1930年代～1970年代	大きな政府	ケインズ主義、福祉国家など
1980年代～2000年代	小さな政府	新自由主義、グローバリズムなど
2008年以降～現在	小さな政府からの移行過程	危機対応、国家資本主義、ブロック経済化、経済安全保障など

（資料）筆者作成

できても、その動きを止めるのは困難と考えた方が良いでしょう。時代の区切りをどこで付けるかという厳密な議論はここでは避けるが、やはりリーマンショック以降、危機対応に乗じた国家介入は断続的に必要とされており、これは2016年の英国EU離脱やトランプ大統領の一期目当選などで弾みが付き、2020年以降のパンデミック、そして2022年以降のウクライナ戦争で確かな潮流と化している。

現状に目を戻せば、関税率の「幅」を縮小させることはできても、その動き自体は止められないと考えた上で投資行動に移す必要がある。長い歴史を踏まえれば「関税引き上げは始まったばかり」という見方もできなくはない（図・下）。世界経済は今までもよりも「カネ」と「時間」がかかる非効率な方向へ変容しており、それ自体はスタグフレーション的な変化である。目下、世界的に起きている金利低下は不況を織り込んでい



（資料）macrobond

ると思われるが、果たして各国中銀が柔軟に利下げできるほど単純な経済・金融情勢なのか。むしろ「望まぬ金利高に苦しむ」というのが目先待ち受ける展開であり、だからこそ株価の動揺も激しいものになっていると読むべきではないか。ドル/円相場に関して言えば、日米金利差縮小を織り込み過ぎているのが筆者の印象である。FRBの利下げ織り込みがにわかに増え始めているものの、それは果たして実

現するのか。また、日銀利上げに賭けてきた円ロングはどう始末するのだろうか。現状の金融市場を踏まえれば、もはや年内利上げの可能性すら疑わしいという声も出始めている。思ったほど縮小しない日米金利差を踏まえ、ドル円相場が目先の反発を強いられる展開を警戒したいところである。

国際為替部
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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(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～)
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～「円安はずるい」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、バリエーション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、円相場見直しポイント整理
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/ドルのバリエーション
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」