

みずほマーケット・トピック(2025 年 4 月 11 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: リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～	

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」)

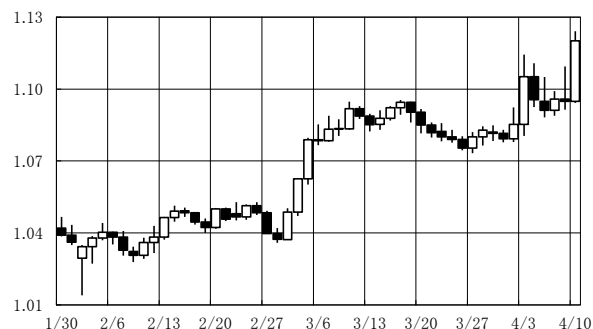
- 今週のドル/円は米関税政策に振り回され荒い値動きの中で、年初来最安値を更新した。週初7日、145.44円でオープンしたドル/円は日本株の持ち直しに合わせ146円台後半へじり高後、リスク回避の動きが再燃し、145円台半ばに値を下げる。海外時間は、欧州株安を受け145円付近に続落後、主要国間の関税交渉に向けた動きなどが好感され市場心理が改善すると、148円付近に反発した。8日、ドル/円はドル売り相場を受けて147円台前半にじり安。海外時間は、米国の対中関税案報道を受け、米国株急反落とともに一時146円を割り込んだ。9日、ドル/円はリスク回避ムードが継続し144円台半ばに下押し。海外時間は、中国による対米追加関税公表が嫌気され143.99円に続落も、米相互関税における上乗せ部分の一時停止発表を受け株価急騰と共に一時週高値となる148.26円まで急反発した。10日、ドル/円は米関税政策への不透明感を背景に円買いが進み147円を割り込む展開。海外時間は、ドル売りが続く中で、米3月消費者物価指数(CPI)の弱い結果も相まって一時144円ちょうどに下落した。本日のドル/円は、ドル売りが急速に進んで一時143円を割り込み、2024年9月以来の安値を更新しながら取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは週後半に急伸、年初来最高値を更新した。週初7日、1.0984でオープンしたユーロ/ドルは米金利の上下に振られるも、1.09台半ばを中心としたレンジ推移に終始した。8日、ユーロ/ドルは材料難の中で、米金利の動向を横目に1.09台半ばを中心とした値動きが継続した。9日、ユーロ/ドルはドル売り相場を受け1.11手前に上昇も、その後は米相互関税における上乗せ部分の一時停止発表を受けたドルの買い戻しが重しになり、1.09台前半に反落した。10日、ユーロ/ドルは米関税政策を背景としたドル安地合いの中で、一気に1.1241まで上値を切り上げた。本日のユーロ/ドルは、ドル売りが急速に進んで一時1.13台後半に急伸し、2022年2月以来の高値を更新しながら取引されている。

		前週末	今 週				
		4/4(Fri)	4/7(Mon)	4/8(Tue)	4/9(Wed)	4/10(Thu)	
ドル/円	東京9:00	146.25	145.44	147.79	145.87	147.41	
	High	147.42	148.15	148.12	148.26	147.71	
	Low	144.55	144.82	145.97	143.99	144.00	
	NY 17:00	146.88	147.81	146.26	147.75	144.43	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1046	1.0984	1.0918	1.0980	1.0953	
	High	1.1107	1.1050	1.0992	1.1095	1.1241	
	Low	1.0925	1.0880	1.0888	1.0913	1.0943	
	NY 17:00	1.0965	1.0903	1.0957	1.0950	1.1200	
ユーロ/円	東京9:00	161.66	159.61	161.27	160.15	161.49	
	High	162.00	162.42	162.14	162.20	162.56	
	Low	159.10	158.40	160.02	159.50	161.02	
	NY 17:00	160.67	161.19	160.22	161.72	161.95	
日経平均株価		33,780.58	31,136.58	33,012.58	31,714.03	34,609.00	
TOPIX		2,482.06	2,288.66	2,432.02	2,349.33	2,539.40	
NYダウ工業株30種平均		38,314.86	37,965.60	37,645.59	40,608.45	39,593.66	
NASDAQ		15,587.79	15,603.26	15,267.91	17,124.97	16,387.31	
日本10年債		1.16%	1.11%	1.26%	1.27%	1.37%	
米国10年債		4.00%	4.20%	4.29%	4.32%	4.42%	
原油価格(WTI)		61.99	60.70	59.58	62.35	60.07	
金(NY)		3,035.40	2,973.60	2,990.20	3,079.40	3,177.50	

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

- ・ 欧州では、17日(木)にECB政策理事会が開催される。前回3月会合は▲25bpの利下げを決定した。ただし声明文では、それまで使用されていた「金融政策は抑制的」がタカ派方向に修正されたことが話題を集めた。ラガルドECB総裁も記者会見においてこの点を強調しており、利下げ路線の変化が感じ取れる会合であった。この点は、3日に公表された議事要旨でも詳細に確認できる。例えば、2.50%という政策金利水準を景気抑制的と主張するメンバーもいた一方で、「景気抑制的と確信するのはもはや不可能」とするメンバーもいたことが判明している。これだけで、利下げ終着点に関してかなり意見が割れていることがわかるだろう。もっとも、理事会全体としての判断は、いわゆる中立金利のレンジは「1.75%～2.25%」であり、2.50%は依然景気抑制的、とまとめられている。本稿執筆時点で判明している3月分までの物価動向、およびグローバルな関税合戦に伴う景気下振れのリスクを踏まえれば、利下げ余地そのものはある、というのが現状だろう。実際、4月会合における利下げ織り込みは本稿執筆時点で約90%であり、利下げ実施をほぼフルで織り込んでいる。
- ・ 本邦では、18日(金)に3月消費者物価指数(CPI)が公表予定になっている。コアCPI(生鮮食品除く)に関し、前回2月の結果は+3.0%(前年比、以下同様)と市場予想の+2.9%を僅かに上回ったものの、1月の+3.2%からは伸びが鈍化した。伸びが鈍化するのとは5か月ぶりである。なおエネルギー要因も除外したコアコアCPIは+2.6%となっており、2月の+2.5%から伸びが加速している。水準としても、11か月ぶりの伸び率を記録した。その一方、サービス価格は+1.3%とむしろ伸び率が鈍化している。現時点では、強さを見せる賃金情勢が物価に十分に波及しているとは判断できない。しかしながら、物価全体としての伸びは順調そのものであり、日銀の利上げ路線を妨げるものではないだろう。なお、全国の結果に先立ち発表された東京都区部の3月CPIはコア、コアコアいずれも市場予想を大きく上回るなど非常に強い結果であった。なお、3月の結果(全国)に関しブルームバーグの事前予想では、コアベースで+3.2%と見込んでいる。

	本 邦	海 外
4月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)
14日(月)	・2月鉱工業生産(確報) ・2月設備稼働率	_____
15日(火)	_____	・独4月ZEW景気期待指数 ・独3月生産者物価指数 ・ユーロ圏2月鉱工業生産 ・米4月NY連銀製造業景気指数 ・米3月輸出/輸入物価指数
16日(水)	・2月コア機械受注	・ユーロ圏2月ECB経常収支 ・ユーロ圏3月消費者物価指数(確報) ・米3月小売売上高 ・米3月鉱工業生産 ・米3月設備稼働率 ・米4月NAHB住宅市場指数
17日(木)	・3月貿易収支	・ユーロ圏4月ECB政策理事会 ・米3月住宅着工/建設許可件数
18日(金)	・3月消費者物価指数	_____

【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. リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～

米債市場の不安は放置

国内外金融市場は相互関税の上乗せ分が90日間一時停止されるとの報道を受けて安定感を取り戻したのも束の間、依然不安定な状況が続いている。従前のトランプ政権の言動を踏まえれば、この「90日間」が突如短縮される可能性も否めず、また短縮されなかったとしても90日後に同じ緊張感が戻ってくることになる。文字通り、問題の先送りである。また、既報の通りだが、今回、トランプ大統領を翻意させた米債利回りの急騰に関しては中国資本の不在に原因を求める説が濃厚である。中国との間では関税戦争が続行されている中、米国債市場が神経質な機運に包まれている状況は変わらないどころか、強まっています。米国債市場に対する不安が放置された状況で株式市場などに平穏に戻ることは考えにくい。金利上昇に対して政策金利の引き下げを敢行しようにも関税のもとらすインフレ誘発的な側面を踏まえれば、FRBは動くに動けない。極めて閉塞感が強い状況である。現状では米中貿易戦争が何らかの形で小康を得ない限り、小康状態に行きつくのは難しそうです。

不穏なベッセント発言

本欄や『中期為替相場見通し』では円相場の需給構造は円売りに傾斜しており、基本的に円安の時代が続くと考えている。しかし、年初来のリスクシナリオとして極端な円高が起きるとすればプラザ合意2.0のような政治ゲームに巻き込まれた場合だという議論も再三行ってきた¹。円安の「時代」であっても、円安の「局面」が出現することはある。政治色を帯びた通貨政策が「局面」を変えることもあるだろう。

プラザ合意2.0のようなリスクに関し、筆者はあくまで生起確率が極めて低いブラックスワンだと考えてきた。しかし、現況を踏まえる限り、ブラックスワンから通常のリスクシナリオ程度への格上げは検討する必要があるように思う。既報の通り、日本は対米通商交渉のトップバッターに指名されており、相手はベッセント財務長官とされている。これに際し、ベッセント財務長官は「日本は引き続き緊密な同盟国であり、関税、非関税障壁、通貨問題（currency issues）、政府補助金を巡る生産的な取り組みを楽しみにしている」と述べ、為替が争点化することを隠していない。「為替が争点になる」ということは、端的に「円の高め誘導を図る」ということを意味しそうだが、それは具体的に何が考えられるのか。真っ当に考えれば世界的にも低水準にある政策金利を引き上げるという話になる可能性が高いのだろう。

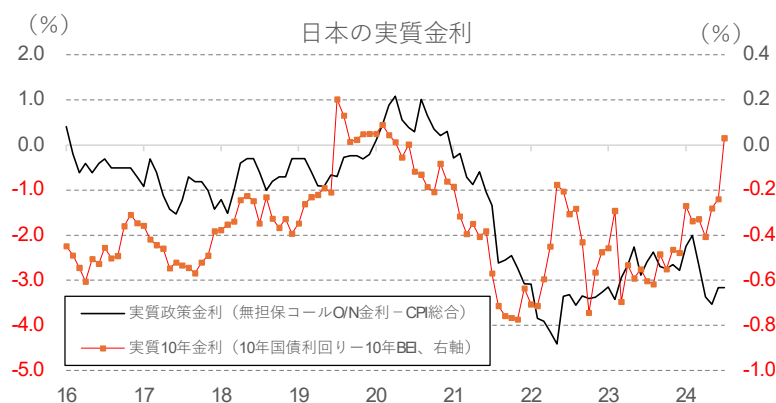
この点、9日にはベッセント財務長官がFOXビジネスのインタビューに対し「日本では円高が進行しているが、これは日本経済の強い成長とインフレ期待上昇の結果」、「日本銀行は金利を引き上げており、全ては自然なこと」と述べている。円金利と円の相互連関的な上昇を支持する発言と見受けられる。為替相場が人為的に水準の修正を迫られるとした場合、①金融政策、②通貨政策、③資本規制の3つの経路が考えられる。円高という文脈に照らせば①利上げ、②円買い介入、③資本規制（外貨持ち出し禁止、対外証券投資の制限など）である。今後、日米通商交渉の中で②や③まで強いられることは無いだろう。G20の経済外交において為替介入は過度な変動を均すスミージングのツールとしてしか容認されていないし、IMF協定第8条国である日本は原則として経常取引（貿易やサービス取引など）に対する外貨制限を課してはならない（第6条で加盟国が資本規制を導入する権利を認めているものの、これは金融危機や国際収支危機からの防衛策として認めているだけである）。

しかし、①に関しては十分検討の余地がある。端的には日銀の利上げペースの加速を要求されるという

¹ 2025年1月7日号「ブラックスワンとしての「プラザ合意2.0」を考える」をご参照ください。

可能性はない話ではない。当の日銀がそう認める通り、日本の実質金利は依然として極めて低い状況にある（図）。もし米国側から「我々も円安を修正して欲しいし、日本も円安に困っているのならば利上げに踏み切るべきではないか」という要求が来た場合、それは正論として抗うのが難しいように思える。足許で急速に進んでいる円高は通貨外交の結果、金融政策を主軸として円の切り上げを強いられるという思惑を反映していると考えるのが妥当だろう。本欄で一番恐れていたリスクシナリオである。

もちろん、現時点で米国側から直接的に何か要求があったわけではなく、ベッセント財務長官の発言は単なる一般論と読めなくもない。そもそも日本に限らず為替が通商交渉の議題となるのは当たり前の話である。しかし、第二次トランプ政権の通商交渉は基本的には「片手に関税、片手に為替」を持った状態で進められており、関税を温存した状態では為替がツールとして持ち出されやすいと考えるべきだろう。しばらくは金利や需給といったファンダメンタルズを度外視した政治ゲームが起点となり、その結果としての金利や需給の変化を考察するという思考の順序が求められることになる。その意味で真正面からの経済・金融分析が報われにくい地合いに入っていると言えるだろう。



（資料）macrobond、実質10年金利は3月末時点、3月CPIは2月から横ばいと仮定

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9日	トランプ大統領はJカーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(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～)
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	日銀会合プレビュー～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、バ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/ドルのバリティ割れ
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」～