

みずほマーケット・トピック(2025年4月18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～6月スタッフ見通しの重要性を強調～	

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」)

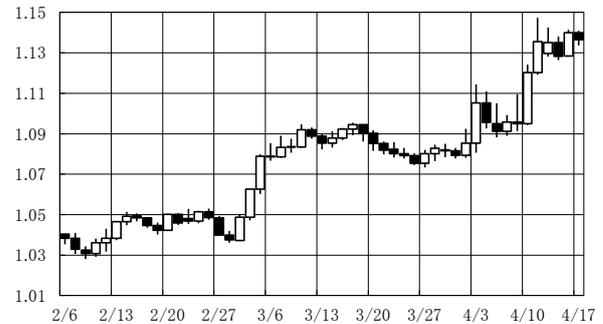
- 今週のドル/円は、年初来最安値を更新した。週初14日、143.73円でオープンしたドル/円は日米通商交渉への警戒感から142円台前半まで下押し後、142円台後半を中心に上下動。海外時間は、市場心理改善を受けた米株上昇が支えとなり一時144円台を回復したものの、その後は米金利低下などが重しになり143円付近に水準を切り下げた。15日、ドル/円は仲値に向けて143円台後半に上昇も、その後は値を戻して143円を挟みもみ合う展開。海外時間は、日米通商交渉を前に動意に欠ける展開の中で、143円を挟んだレンジ推移が継続した。16日、ドル/円は米国による対中規制強化の影響が懸念される中で、日米通商交渉で為替も議題に上がるとの思惑も交差し142円台前半にじり安。海外時間は、米中通商交渉への期待感から142円台後半へ反発する場面もあったが、パウエルFRB議長による関税の影響をこれまで以上に警戒する旨の発言を受け、米株安とともに142円を割り込んだ。17日、ドル/円は昨年9月18日以来の安値となる141.62円に続落後、日米通商交渉で為替が議論の対象にならなかったことが伝わり、142円台後半に反発。海外時間は、143円台に乗せるも、低調な米経済指標が嫌気され一時142円を割り込んだ。その後は、米株反発が支えとなり、142円台半ばに水準を戻して引けた。本日のドル/円は、引き続き142円台前半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは1.13台半ばを中心に方向感なく推移した。週初14日、1.1341でオープンしたユーロ/ドルは欧州株高を受け一時週高値となる1.1424に上昇も、その後は独金利低下が重しになる中で1.13台半ばを中心にレンジ推移した。15日、ユーロ/ドルは独4月ZEW景気期待指数の弱い結果や欧米通商交渉に関する難航報道を受け、一時週安値となる1.1264に下落した。16日、ユーロ/ドルはドル全面安の流れを受け、一時1.14台に乗せた。17日、ユーロ/ドルはドル/円の上昇が波及し1.13台前半に下押しした後、1.13台半ばを中心にレンジ推移した。ECB政策理事会は市場予想通り▲25bpの利下げを実施したが、総裁会見を含めてユーロ相場への影響は限定的だった。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.13台後半で取引されている。

		前週末	今 週			
		4/11(Fri)	4/14(Mon)	4/15(Tue)	4/16(Wed)	4/17(Thu)
ドル/円	東京9:00	143.77	143.73	143.22	143.16	141.92
	High	144.52	144.36	143.60	143.25	143.10
	Low	142.05	142.24	142.61	141.64	141.62
	NY 17:00	143.54	143.15	143.27	141.82	142.34
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1257	1.1341	1.1338	1.1294	1.1396
	High	1.1474	1.1424	1.1380	1.1413	1.1409
	Low	1.1203	1.1281	1.1264	1.1284	1.1336
	NY 17:00	1.1363	1.1349	1.1281	1.1399	1.1362
ユーロ/円	東京9:00	161.76	162.96	162.58	161.50	161.84
	High	163.15	163.12	162.73	162.25	162.50
	Low	161.35	162.11	161.33	161.46	161.27
	NY 17:00	163.00	162.42	161.63	161.75	161.96
日経平均株価	33,585.58	33,982.36	34,267.54	33,920.40	34,377.60	
TOPIX	2,466.91	2,488.51	2,513.35	2,498.03	2,530.23	
NYダウ工業株30種平均	40,212.71	40,524.79	40,368.96	39,669.39	39,142.23	
NASDAQ	16,724.46	16,831.48	16,823.17	16,307.16	16,286.45	
日本10年債	1.34%	1.33%	1.36%	1.28%	1.31%	
米国10年債	4.50%	4.38%	4.34%	4.28%	4.33%	
原油価格(WTI)	61.50	61.53	60.75	61.83	64.01	
金(NY)	3,244.60	3,226.30	3,240.40	3,346.40	3,328.40	

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

- 次週の注目点は、まず国際通貨基金 (IMF) による世界経済見通し (WEO) 公表だろう。IMF と世銀による春季年次総会は 21 日 (月)～26 日 (土) に開催されるが、WEO は 22 日 (火) に公表される予定だ。最新の見通しは 1 月の改訂版で、2025 年の世界の経済成長率は +3.3% (前年比、以下同様)、インフレ率は +4.2% となっている。ただし、FRB や ECB が直近の 3 月金融政策会合で経済成長率を下方修正していること、米関税政策に伴う不確実性がグローバルに大きくなっていることなどを考慮に入れば、成長率見通しは下方修正されることが濃厚である。この点、先んじて OECD が 3 月 17 日に世界経済見通しの中間報告を公表しているが、2025 年の世界の経済成長率を +3.1% としており、2024 年 12 月時点の +3.3% からやはり下方修正している。まっとうに考えれば、IMF も恐らくこれに続くだろう。

なお、注目されるのは、ヘッドラインで報じられる見通しの修正にとどまらない。WEO は毎回分析章が存在するが、4 月、10 月の見通し公表時は特に力の入った分析が多くみられることで有名だ。金融市場参加者の立場からは、分析章のほうが見通しよりも重要性を持つことは全く珍しくはない。今回は、米関税政策に関する深い分析がなされることが期待される。類似の分析は上述の OECD も行っており、この点は 3 月 28 日付の本欄で触れているのでそちらをご覧ください。端的にまとめると「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。トランプ政権の関税政策は日に日に移り変わっており、IMF や OECD の分析が最新の情勢に上手く当てはまるかは不透明だが、やはり大きな示唆は得られると考えられる。
- 本邦では、25 日 (金) に東京都区部の 4 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 3 月の結果は +2.4% (前年比、以下同様) と市場予想および 2 月の +2.2% を上回った。加えて、エネルギー要因も除外したコアコア CPI は +2.2% となっており、こちらも市場予想および 2 月の +1.9% を大きく上回る伸びを見せている。もっとも、インフレ高進をけん引したのは食料品で、生鮮食品を除いた食料品は +5.6% と、2024 年 1 月以来の上昇幅を記録した。とはいえ、食品とエネルギーを除いた指数 (所謂欧米版コア) は +1.1% と 2 月の +0.8% から伸びを加速させており、物価上昇は総じて順調と総括できよう。今回 4 月分に関しては、年度初めにあたることから、多くの品目で価格改定が見込まれる。春闘などでたびたび話題になっている通り、今年度も相応の賃上げ率が確保されそう。しかしながら、この流れが来年以降も続くかは、今後の企業の価格設定行動や企業収益などに大きく依存している。なお、4 月の結果に関しブルームバーグの事前予想では、総合ベースでは +3.3%、コアベースで +3.2% と見込んでいる。

	本 邦	海 外
4 月 18 日 (金)	・3 月消費者物価指数	—————
21 日 (月)	—————	・IMF 世銀 年次総会 (26 日まで)
22 日 (火)	—————	・ユーロ圏 4 月消費者信頼感 (速報) ・IMF 世界経済見通し公表
23 日 (水)	・4 月製造業/非製造業 PMI (速報) ・2 月第 3 次産業活動指数	・ユーロ圏 4 月製造業/非製造業 PMI (速報) ・ユーロ圏 2 月貿易収支 ・ユーロ圏 ECB 貸金トラッカー (4 月会合分) ・米 4 月製造業/非製造業 PMI (速報) ・米 3 月新築住宅販売件数 ・米ページブック公表 ・G20 財務相 中央銀行総裁会議 (24 日まで)
24 日 (木)	・3 月企業向けサービス価格指数 ・3 月工作機械受注 (確報)	・独 4 月 IFO 企業景況感指数 ・米 3 月耐久財受注 (速報) ・米 3 月中古住宅販売件数
25 日 (金)	・4 月東京消費者物価指数	・米 4 月ミシガン大学消費者マインド (確報)

【当面の主要行事日程 (2025 年 4 月～)】

- 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)
- ECB 政策理事会 (6 月 5 日、7 月 24 日、9 月 11 日)

3. ECB 政策理事会を終えて～6 月スタッフ見通しの重要性を強調～

金融政策姿勢のリセット

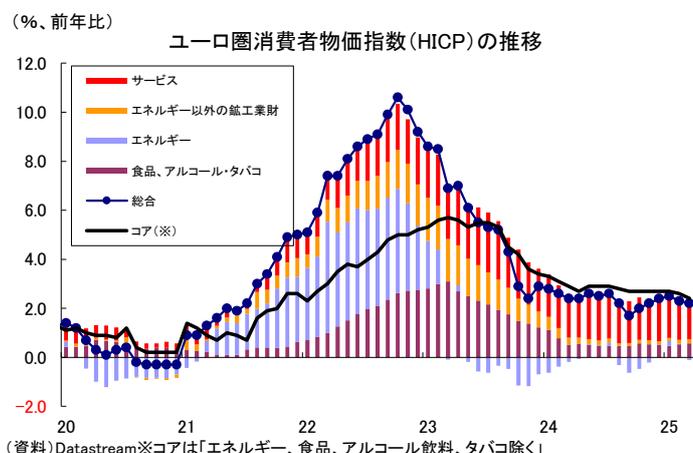
昨日の ECB 政策理事会は▲25bp の引き下げを決定した。利下げは 6 会合連続である。前回 3 月会合の声明文では「Our monetary policy is becoming meaningfully less restrictive（金融政策は実質的に抑制的でなくなりつつある）」との表現が挿入され、4 月会合以降の利下げ停止を示唆する文言として注目された。ゆえに、今回会合の注目は「利下げ停止が宣言されるかどうか」という 1 点にあった。しかし、トランプ政権による 4 月 2 日の相互関税発表以降、世界が一変したことを受け、こうした金融政策の姿勢評価に関する部分は丸ごとカットされている。この点、記者からも「政策スタンスを制限的・中立的・緩和的という 3 つのスペクトル（the restrictive/neutral/accommodative spectrum）で明確に表現されなくなったが、それはなぜか」との質問が見られている。これに対し、ラガルド総裁はそういった「引き締め度合い」の評価は政策金利と中立金利を比較することで初めて可能になるものだが、中立金利はあくまで「ショックのない世界（a shock-free world）」で機能する概念であることを強調している。その上で「私たちがショックのない世界にいると考えている方は、手を挙げるか、頭を診てもらった方が良い」と述べ、現時点で「引き締め度合い」を評価する意味はないと断じている。

利下げを選好する姿勢は、関税政策が撤回された場合、堅調な経済情勢に対して「中立」か「緩和的」になるだろうし、撤回されなかった場合、脆弱な経済情勢に対して「引き締めの」という評価になるため、現時点では何とも言えないというのが ECB 政策理事会の本音だろう。いずれにせよ停止したかに思われた ECB の利下げ路線は「そうとも言い切れない」という状況にリセットされている。

とはいえ、どちらかと言えば利下げに

リセットされたとは言っても、リスクバランスは明らかに下方に傾斜しており、それ自体は利下げ継続路線の長期化を示唆していると考えべきだろう。政策理事会内の議論に関しラガルド総裁は「数週間前であれば、利下げを見送るべきと主張していたメンバーも何人かいたが、今回は全会一致だった」と述べている。その上で▲50bp 利下げについても議論が及んだようだが、結局賛成する声もなかったと曖昧な説明がなされている。今回は利下げ停止の可能性が議論されていたところ、今回は▲50bp 利下げに関する言及もあったのだから、「次の一手」の可能性は現状維持よりも利下げの方が高いと考えるべきだろう。

現時点では次回 6 月 5 日会合の利下げ織り込みは約 92% で、9 月 11 日会合まで見通した場合、さらにもう 1 回の利下げが織り込まれる。「年内あと 2 回」が市場の織り込みとなっており、「4 月で停止」との見通しは完全に退けられていると言えるだろう。そもそも米中貿易摩擦の着地点が当面見えず、また従前より域内の基調的なインフレ圧力が弱まっていることを踏まえれば（図）、しばらくは利下げのタイミングを推し量る局面ということになるのではないかと。



ちなみに声明文のリスク評価の箇所では今回からユーロ高がインフレ圧力を押し下げる可能性について

ても言及が見られている。ドルの自滅が続く限り、このリスクは残存することになる。

強調された 6 月会合の重要性

ラガルド総裁は「インフレへの影響は現時点で明確ではないものの、その一部は 6 月の会合までに多少は落ち着く。しかし、90 日が経過するのは 7 月中旬ゆえ、その頃にはより詳細な情報が得られる」といった趣旨の発言もしている。今回の会見でラガルド総裁は繰り返し 6 月スタッフ見通しの改定によって重要な結果が得られると述べているため、「6 月見直し改定を踏まえ 7 月会合でどうするかを決める」というのが目先の動き方になると思われる。なお、3 月会合時点では不確定要素とされていた関税政策が発表されたのだから不透明感は低下したのではないかと、との記者質問が見られているものの、交渉が現在進行形である以上不透明感は残ると言った趣旨を述べ、あくまで 6 月を待つことで多くのことが分かるためデータ依存としか言いようがないと述べている。より具体的には米国に対する EU の報復措置の影響は 6 月見直しに反映されるとの趣旨にも言及があり、利下げがあろうとなかろうと、6 月会合の情報発信は相応の重要性を帯びるものになりそうである。

ユーロ高抑止のための利下げ？

為替市場からの注目点は「敵失のユーロ高」
が声明文でインフレ下押し圧力のリスクと言
及されている以上、これを押し下げための利
下げという一手も合理的に選択されやすいと
いう状況を理解する必要がある。年初に想定されていた「欧米景気格差からパリティ割れの常態化」という展開とは真逆だが、トランプ政策によるドル自滅の流れが終わらない以上、あらゆる通貨は対ドルで押し上げられ、欧州通貨は特にその代替需要が大きいとみられる。しか



かも、会見中で貿易戦争の影響として言及されていたように、今後は関税政策の影響を受けて「過剰生産能力を抱える国からの輸出がユーロ圏に流入する」という展開も想定される。これは域内の供給過剰が強まる中、デysinフレ圧力が一段と高まる可能性を予感させる。ECB が関税政策をコントロールすることはできないが、ユーロ相場は政策金利の上下動である程度の影響力を行使することができるため、「次の一手」としての利下げはどうしても検討されやすい状況と言える。一方、利下げの継続により与信周りの計数 (図) が不必要に刺激されることは無いのか、名目賃金が本当に抑制された状況が続くのかといった点を注視する必要がある。この点は現時点で強い勢いが見て取れることは大きな注意を要する。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.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17日	マールアラゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分)
	日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領は「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～)
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	ドイツ総選挙プレビュー～「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(窮屈になりそうなお金の政策環境～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～近づき「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	ワンツ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「ブラザ合意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～やはり高そうなお金金利～
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(史上最大の要結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期要結資金を受けて～)
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に～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～