

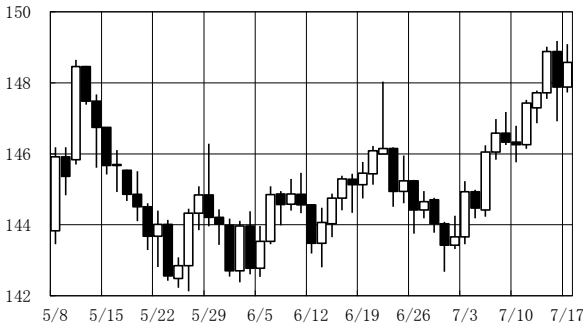
みずほマーケット・トピック(2025 年 7 月 18 日)

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: 日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～	

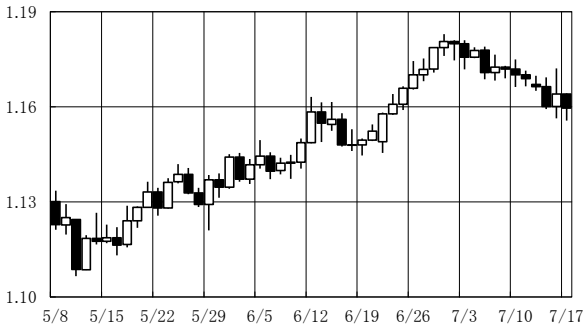
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)
- 今週のドル/円は断続的に149円台に乗せるなど堅調に推移した。週初14日、147.29円でオープンしたドル/円は米国による対EU・メキシコ関税措置発表を受けてリスク回避の動きから一時的に147円を割り込むも、直ぐに147円台前半を回復。海外時間は、材料難の中で、米金利上昇に合わせて147円台後半へ続伸した。15日、ドル/円は147円台後半で小動き。海外時間は、米6月消費者物価指数(CPI)の良好な結果を受け、米金利上昇とともに一時149円台に乗せた。16日、ドル/円は日本株好調に連れる格好で一時週高値となる149.19円に上昇も、その後は149円を割り込む展開。海外時間は、米6月生産者物価指数(PPI)の弱めの結果に加え、パウエルFRB議長解任を巡る報道を受けて147円を割り込んで急落。もっとも、トランプ米大統領による同報道の否定も安心材料となり、その後は148円を挟んでレンジ推移した。17日、ドル/円はドル反発が継続し、148円台後半に上伸。海外時間は、複数の米経済指標の良好な結果を受け149円台に乗せる時間帯もあったが、その後は米金利が低下に転じる動きに合わせて148円台半ばに水準を切り下げた。本日のドル/円は、引き続き148円台半ばで取引されている。
 - 今週のユーロ/ドルはじりじり値を下げる展開となった。週初14日、1.1683でオープンしたユーロ/ドルは新規材料に欠ける中で、一日を通して1.16台後半でのレンジ推移に終始した。15日、ユーロ/ドルは米物価統計の良好な結果を受けた米金利上昇が重しとなり、1.16ちょうど付近に下落した。16日、ユーロ/ドルはパウエルFRB議長の解任を巡る報道に上下に大きく振られる展開。一時週高値となる1.1725をつける場面もあったが、トランプ氏による同報道の否定を受け下落に転じ、結局1.16台前半で引けた。17日、ユーロ/ドルは複数の米経済指標の良好な結果を受けたドル買いに押され、一時週安値となる1.1556まで値を下げた。本日のユーロ/ドルは、売りが一巡して、1.16台前半を回復して取引されている。

		前週末	今 週				
		7/11(Fri)	7/14(Mon)	7/15(Tue)	7/16(Wed)	7/17(Thu)	
ドル/円	東京9:00	146.28	147.29	147.78	148.78	147.99	
	High	147.52	147.78	149.03	149.19	149.09	
	Low	146.15	146.85	147.56	146.92	147.71	
	NY 17:00	147.42	147.69	148.85	147.90	148.61	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1703	1.1683	1.1667	1.1608	1.1636	
	High	1.1714	1.1697	1.1692	1.1725	1.1640	
	Low	1.1665	1.1650	1.1593	1.1563	1.1556	
	NY 17:00	1.1693	1.1666	1.1601	1.1641	1.1598	
ユーロ/円	東京9:00	171.17	171.96	172.39	172.90	172.21	
	High	172.40	172.46	173.06	173.22	172.62	
	Low	170.89	171.70	172.29	171.87	171.94	
	NY 17:00	172.17	172.36	172.71	172.18	172.27	
日経平均株価		39,569.68	39,459.62	39,678.02	39,663.40	39,901.19	
TOPIX		2,823.24	2,822.81	2,825.31	2,819.40	2,839.81	
NYダウ工業株30種平均		44,371.51	44,459.65	44,023.29	44,254.78	44,484.49	
NASDAQ		20,585.53	20,640.33	20,677.80	20,730.49	20,885.65	
日本10年債		1.50%	1.57%	1.58%	1.57%	1.55%	
米国10年債		4.42%	4.44%	4.49%	4.46%	4.45%	
原油価格(WTI)		68.45	66.98	66.52	65.19	66.23	
金(NY)		3,364.00	3,359.10	3,336.70	3,359.10	3,345.30	

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、24日(木)にECB政策理事会が開催される。前回6月会合は▲25bpの利下げを決定し、政策金利(預金ファンリティ金利)は2.00%に設定された。もっとも、ラガルド総裁会見からはパンデミック後の一つの金融政策サイクルが終わったことが示唆されており、まさに言葉通り「良い位置」にいることが強調された。確かに、ECBが想定する中立金利は「1.75%～2.25%」であり、6月会合でその中心に達したことになる。実際問題、関税賦課前の駆け込みも作用しているとはいえ域内経済は明白に最悪期を脱しており、利下げの連続性が排除されたことは間違いない。金利先物市場においても、7月会合における利下げ継続はほとんど織り込まれていない。

なお市場においては、今後1年程度であと1回の利下げが行われるとの見立てが大勢である。今後の利下げの幅およびタイミングに関しては、米関税政策に加え、ユーロ高への対応にも注目すべきだろう。例えば、7月3日に公表された6月会合議事要旨を確認すると、ユーロ高が域内輸出の下押し圧力になるリスクが強調されていた。そのほか、足許にかけては、ユーロ高経由のデysinフレ圧力に警戒感を示すECB高官が増えていることも注目に値する。この点、過去のECB公表のペーパー、および足許にかけてのユーロの名目実効為替レート(NEER)、そして6月時点のスタッフ経済見通しをもとに機械的な計算を行う限り、現状の為替レートであれば将来のインフレパスには決定的な影響は与えないはずだ。これはECB高官も同様の見方を示している。7月会合でも同様の議論は行われる可能性があり、議論の中身に注目して臨みたい。
- 本邦では、25日(金)に東京都区部の7月消費者物価指数(CPI)が公表予定だ。コアCPI(生鮮食品除く)に関し、前回6月の結果は+3.1%(前年比、以下同様)と市場予想の+3.3%および5月の+3.6%を下回った。加えて、エネルギー要因も除外したコアコアCPIも+3.1%となっており、こちらも市場予想の+3.3%を明確に下回っている。ただ、コアベースの大幅鈍化は電気ガス代、水道料金といった政策要因で概ね説明可能であり、割り引いて考える必要もある。そのほか注目されるコメ類に関しては、備蓄米(を用いたブレンド米)はそもそも調査対象外でそれほど参考にならない可能性もあるが、2か月連続で伸びが鈍化した。ところで、賃金動向を反映しやすいとされるサービス価格は+2.1%と僅かながら伸びが鈍化しており、それほど強さは感じられない。毎月勤労統計も春闘ほどの強さは確認されていない中で、賃金物価情勢は少なくとも利上げを急かすような内容にもなっていないように見える。なお、7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+3.0%、コアベースで+3.0%と見込んでいる。

	本 邦	海 外
7月18日(金)	・6月消費者物価指数	・独6月生産者物価指数 ・ユーロ圏5月ECB経常収支 ・米6月住宅着工/建設許可件数 ・米7月ミシガン大学消費者マインド(速報)
21日(月)	_____	_____
22日(火)	_____	_____
23日(水)	・6月工作機械受注(確報)	・ユーロ圏7月消費者信頼感(速報) ・米6月中古住宅販売件数
24日(木)	・7月製造業/非製造業PMI(速報)	・独8月GfK消費者信頼感 ・ユーロ圏7月製造業/非製造業PMI(速報) ・ユーロ圏ECB政策理事会 ・米7月製造業/非製造業PMI(速報) ・米6月新築住宅販売件数
25日(金)	・7月東京消費者物価指数 ・6月企業向けサービス価格指数 ・5月景気動向指数(確報)	・独7月IFO企業景況感指数 ・米6月耐久財受注(速報)

【当面の主要行事日程(2025年7月～)】

参議院選挙(7月20日投開票)

ECB政策理事会(7月24日、9月11日、10月30日)

FOMC(7月29～30日、9月16～17日、10月28～29日)

日銀金融政策決定会合(7月30～31日、9月18～19日、10月29～30日)

3. 日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～

利上げ環境は整っている

引き続き、日本の金融市場では参院選前の円金利上昇と円安の併発が目下注目を集めている。この帰趨は選挙後の政権枠組みを見極めないことには読めない。一方的な取引が続いているため、想定ほど野党勢力が伸びず、連立与党の勢力が確保された場合に備え「噂で売って、事実で買い戻す」という反応にも身構えたいところではある。しかし、現時点では自公過半数割れの結果、「どの程度、野党からの拡張財政要求を飲まされるのか」が争点にならざるを得ず、円金利上昇と円安の併発はやはり理解できる。なお、参院選の結果はどうあれ、今後、与党の国会運営が難航しそうなことは明白であるため、日本政治では「解散総選挙はいつか」が常に注目され、そのたびに今回のような「財政懸念相場（円金利上昇&円安）」が取りざたされる恐れはある。これは欧州債務危機後のユーロ圏ではよく見られた光景である。

こうした中、2週間後（7月30～31日）には日銀金融政策決定会合が開催されるので簡単にプレビューしておきたい。1月会合で利上げに踏み切った後、3月、5月、6月と3会合連続での現状維持が続いているものの、国内の経済・金融情勢は明らかに利上げを正当化する環境になりつつある。7月10日に公表された「地域経済報告（さくらリポート）」は4月同様、全国9地域すべての景気判断が据え置かれている。多くの地域で「緩やかに回復」または「持ち直し」の基調が続いているとされ、構造的な人手不足を理由に継続的な賃上げの必要性を訴える報告が散見された。これは1月や4月のさくらレポートも同様だったので結局、国内環境に限って言えば、利上げ環境は整っていると読める。

問題は25%関税を前提とした9月以降

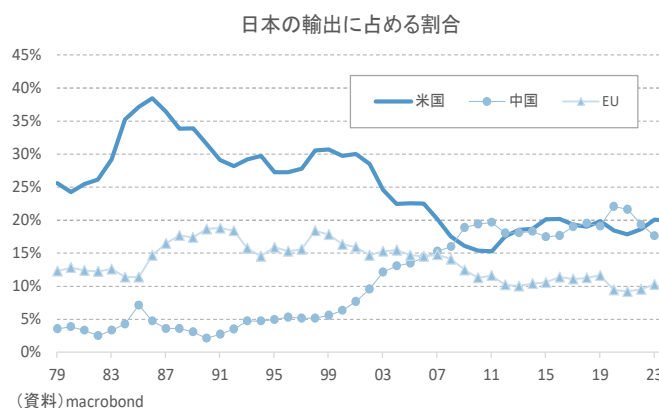
それでも現状維持が続いているのは言うまでもなく4月2日以降、トランプ関税の結論と実体経済への影響が見えなくなっているからであり、これは少なくとも本稿執筆時点で全く変わっていない。日銀としては忸怩たる思いを抱えながら、現状維持を決断する可能性の方が高いと思われる。このシナリオが覆るとした場合、会合前に電撃的な日米合意の一報が飛び込んでくる以外に無いという言い方もできる。

むしろ、気がかりなのは9月以降の展開である。

トランプ大統領から「日本については（新税率を通知した）書簡に従うことになるだろう」との発言が見られており、予定通り8月1日から25%の相互関税が発効する可能性に言及があった。そうなると9月以降の会合を読む上では「25%関税を所与とした上での日本経済」をどう評価するかがポイントになる。過去の本欄でも論じたように、日本から米国への輸出に25%の関税が課されるということは「25%

の円高・ドル安が発生する」との同じ経済効果が想定される。日本の米国向け輸出は全体の20%であり、そこへ25%の負担増が発生するのだから、日本の世界向け輸出全体では「+5%の負担」が発生することになる。これは裏を返せば、5%の円安・ドル高で相殺できるという状況とも読める。こうした状況を理解する日銀が円高を招来しやすい利上げを日銀が決断できるのかという問題意識が浮上する。

もちろん、円安の温存はトランプ関税を日本の企業部門から家計部門に転嫁するというだけの話なの

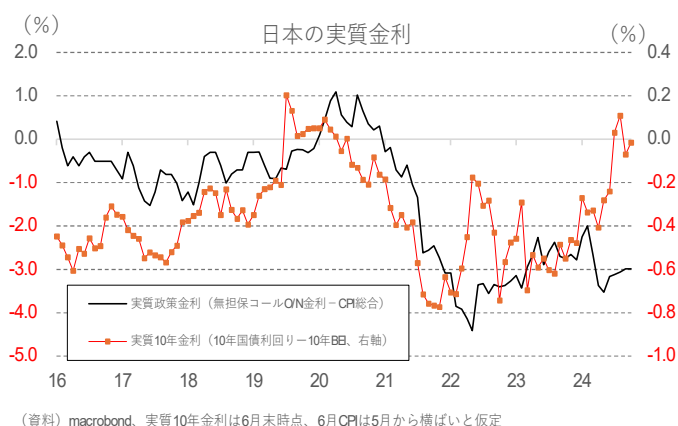


で、これは本質的に意味がない話だ。しかし、25%関税が発動した場合、企業部門がそれを「賃上げしない理由」に使う可能性は低いものではない。その現実的なリスクを日銀がどう評価するだろうか。さくらレポートで確認する限り、賃上げ機運は確実に高まっており、それが利上げの追い風と評価されているのだとすれば、企業収益への悪影響は極力回避したいという政策判断は十分考えられる。

「前門の国内政治、後門の米国政治」

9月以降の政策運営を見通した場合、国内では少数与党が拡張財政を強いられることで金利上昇と円安が併発する中、利上げによる円安抑止を求められそうな状況が想定される。片や、国外ではトランプ関税を相殺するために円安維持が必要という状況もある。さしずめ「前門の国内政治、後門の米国政治」とも言える極めて窮屈な政策環境に直面している。

それでも、敢えて選ぶとしたらやはり利上げなのだろう。国政選挙で物価高がこれほど問題視される状況でも実質金利がマイナス圏で定着していることは、やはり奇異と言わざるを得ない(図)。7月会合での現状維持は既定路線としても、9月以降もそれを続けることの歪みはやはり大きい。それは企業部門の収益を犠牲にすることではあるが、この期に及んでは「企業と家計、どちらが耐える余力がありそうか」という視点に立ち返るしかないのだろ



う。過去の本欄でも論じたように、内閣府調査によれば採算レート（輸出企業全体で約130円）に照らして実勢相場はかなり円安・ドル高に振れた状態にある。これに対し、家計部門は実質賃金の大幅下落が慢性化しており、ここから一段の円安に耐えられるとは考えにくい。インフレに疲弊する日本社会の現状を踏まえれば、企業部門へのダメージをある程度覚悟した上で利上げに踏み切るとするのが、次善策となってくるのではないか。10月の展望レポートを目途に年内1回の利上げは想定しておきたい。

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.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7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分)
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貫かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分)
	週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直投目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国価格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分)
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマંデートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(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～)
2025年4月17日	マールアラーゴ合意の読み方～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