

みずほマーケット・トピック(2025年7月25日)

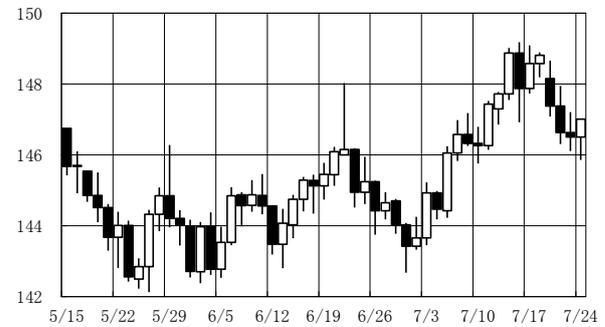
内容 1. 為替相場の動向 2. 来週の注目材料
3. 本日のトピック:ECB 政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～

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」)

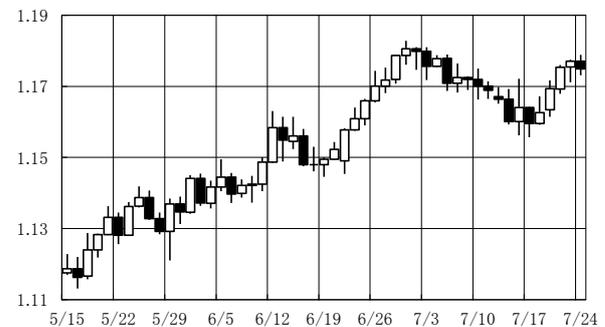
- 今週のドル/円は週半ばにかけてじり安となった。週初21日、148.45円でオープンしたドル/円は東京休場で薄商いの中、148円台前半を中心に動意に乏しい展開。海外時間は、米金利低下につれる格好で147円台前半に値を下げた。22日、ドル/円は本邦政局不透明感を嫌気した円売りや米金利上昇を受け、147円台後半に上昇。海外時間は、米金利が低下に転じる流れが重しになり、146円台半ばに反落した。23日、ドル/円は日米関税交渉合意や石破首相の進退を巡る報道に振られる展開。日本株急騰と共に147円台へ乗せる場面も見られたが、石破首相による、退陣憶測を否定する発言を受け147円を割り込む展開。海外時間は、円の買い戻しに加え米金利低下が重しになり146円台前半に続落したものの、その後は米金利反発が材料視され146円台半ばに水準を切り上げた。24日、ドル/円は日銀利上げ期待の高まりが重しになり、一時週安値となる145.86円まで急落したあと、146円台を回復。海外時間は、米新規失業保険申請件数の良好な結果や米金利上昇が材料視されて、147円付近に続伸した。本日のドル/円は、弱めな本邦物価統計が支援材料となり、147円台前半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルはじりじりと値を上げる展開となった。週初21日、1.1628でオープンしたユーロ/ドルは米金利低下に伴うドル売りが好感され、一時1.17台前半まで上昇した。22日、ユーロ/ドルは米金利の軟調推移継続を横目にユーロ高となり、1.17台半ばに続伸した。23日ユーロ/ドルは米金利上昇が重しになり1.17台前半に下落も、米・EU関税交渉に関する前向きな観測報道が材料視され、1.17台後半へ反発した。24日、ユーロ/ドルは米経済指標の堅調な結果や米金利上昇が重しとなり1.17台前半へ下落。注目のECB政策理事会は市場予想通り政策金利の据え置きを決定したものの、ラガルドECB総裁会見がタカ派的と解釈されると、独金利上昇とともに一時週高値となる1.1789まで反発した。本日のユーロ/ドルは、ユーロ買いの一服を受け、1.17台半ばで取引されている。

		前週末	今 週			
		7/18(Fri)	7/21(Mon)	7/22(Tue)	7/23(Wed)	7/24(Thu)
ドル/円	東京9:00	148.43	148.45	147.43	146.75	146.35
	High	148.88	148.66	147.94	147.21	147.03
	Low	148.18	147.08	146.31	146.12	145.86
	NY 17:00	148.84	147.35	146.67	146.46	146.99
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1616	1.1628	1.1695	1.1739	1.1773
	High	1.1672	1.1717	1.1760	1.1775	1.1789
	Low	1.1600	1.1615	1.1678	1.1711	1.1732
	NY 17:00	1.1631	1.1699	1.1755	1.1774	1.1748
ユーロ/円	東京9:00	172.44	172.52	172.38	172.30	172.20
	High	173.06	172.78	172.91	172.69	172.87
	Low	172.28	171.93	171.36	171.41	171.81
	NY 17:00	172.98	172.33	172.37	172.43	172.69
日経平均株価	39,819.11	-	39,774.92	41,171.32	41,826.34	
TOPIX	2,834.48	-	2,836.19	2,926.38	2,977.55	
NYダウ工業株30種平均	44,342.19	44,323.07	44,502.44	45,010.29	44,693.91	
NASDAQ	20,895.66	20,974.17	20,892.69	21,020.02	21,057.96	
日本10年債	1.52%	-	1.50%	1.59%	1.60%	
米国10年債	4.42%	4.38%	4.35%	4.38%	4.40%	
原油価格(WTI)	66.05	65.95	65.31	65.25	66.03	
金(NY)	3,358.30	3,406.40	3,443.70	3,397.60	3,373.50	

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

- 米国では、29日(火)～30日(水)にFOMCが開催される。前回6月会合は政策金利の据え置きを決定した。据え置きは4会合連続だ。更新されたスタフ経済見通しは成長率が引き下げられ、失業率およびインフレ率が上方修正されるなど利下げ路線にとって厳しい内容が目立った。それに応じて、ドットチャートも2026～27年末にかけての政策金利見通しの中央値が引き上がっており、2025年末こそ据え置かれたものの「年内利下げなし」の予測が増えるなどやはり厳しい印象だ。その後、一部FRB高官のハト派的な発言もあり7月利下げ着手の予想も浮上する時間帯も見られたが、物価・雇用に関連する指標に関し総じて堅調な結果が並ぶ中で、結局その思惑は消え去った。最も人気があったと思われる9月利下げ開始といった向きも、今となっては金利先物市場では確実とは言えない水準まで萎んでいる。FRB議長後任人事といったテーマも相応に消化済みな印象も強く、米金利市場は当面高止まりを余儀なくされる公算が大きいように映る。
- 本邦では、30日(水)～31日(木)に日銀金融政策決定会合が開催される。前回6月会合は市場予想通り、政策金利の誘導目標を0.50%程度で維持した。バランスシート(BS)政策に関しても、観測報道通り、国債買い入れ減額計画の減速を決定している。米関税賦課に伴う実体経済への影響が未知数な中で、今回会合で利上げを見込む向きはほとんどない。しかしながら、過去の本欄で指摘したように、22日に発表された日米貿易交渉の合意を受け、7月利上げの可能性も完全には否定されなくなっている。今回7月会合の可能性はいったん脇に置いたとしても、一時期では難しいとさえ考えられてきた年内利上げの思惑は、金利先物市場を踏まえる限り足許にかけて確実に回復しつつある。国内の政局など不確定要素は依然として存在するものの、遅かれ早かれ追加利上げ実施は不可避な環境に思える。実際、物価情勢などは日銀想定より明白に強く、国内マクロ環境は利上げを支持していることも無視はできない。

	本 邦	海 外
7月25日(金)	<ul style="list-style-type: none"> 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) 	<ul style="list-style-type: none"> 独7月IFO企業景況感指数 米6月耐久財受注(速報)
28日(月)	<ul style="list-style-type: none"> 自民党両院議員懇親会 	—————
29日(火)	—————	<ul style="list-style-type: none"> 米6月卸売在庫(速報) 米5月FHFA住宅価格指数 米6月JOLT求人数 米7月コンファレンスボード消費者信頼感 米FOMC(30日まで)
30日(水)	<ul style="list-style-type: none"> 日銀金融政策決定会合(31日まで) 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏7月消費者信頼感(確報) ユーロ圏4～6月期GDP(速報) ユーロ圏ECB貸金トラッカー(7月会合分) 米7月ADP雇用統計 米4～6月期GDP(速報) 米パウエルFRB議長会見
31日(木)	<ul style="list-style-type: none"> 6月小売売上高 6月鉱工業生産(速報) 6月住宅販売件数 7月消費者態度指数 植田日銀総裁会見 	<ul style="list-style-type: none"> 独7月消費者物価指数(速報) ユーロ圏6月失業率 米6月個人所得/支出 米6月個人消費支出デフレーター 米4～6月期雇用コスト指数
8月1日(金)	<ul style="list-style-type: none"> 6月失業率/有効求人倍率 7月製造業PMI(確報) 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏7月製造業PMI(確報) ユーロ圏7月消費者物価指数(速報) 米7月雇用統計 米7月ISM製造業景気指数 米7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7月～)】

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)
 ECB政策理事会(9月11日、10月30日、12月18日)

3. ECB 政策理事会を終えて～6 月から状況変わらず～

6 月と変わらない立ち位置

7月の ECB 政策理事会は 8 会合ぶりに利下げを見送った。現状維持はちょうど 1 年前（2024 年 7 月）の会合以来である。前回会合で「良い立ち位置（a good position）」にあることを強調した上で利下げの連続性が否定されており、宣言通りの決断と言える。現在の預金ファシリティ金利水準である 2.00% は ECB の中立金利推計（1.75～

ECBスタッフ見通し(2025年6月時点)

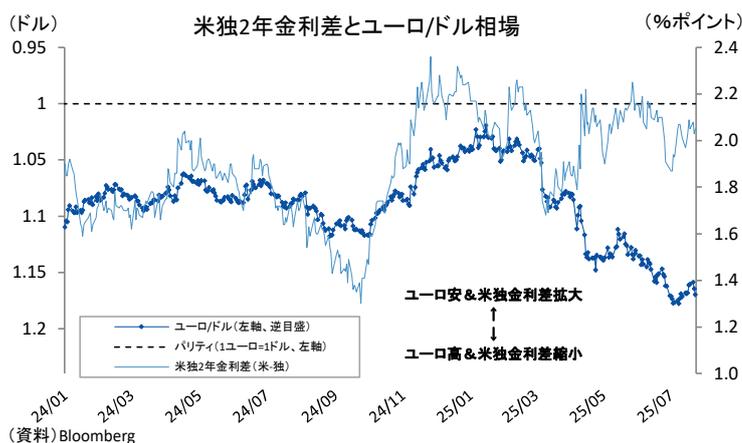
	2025年6月時点 (%、前年比)			前回予測からの変化 (%ポイント)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
2025年6月時点の基本シナリオ						
実質GDP	0.9	1.1	1.3	0	-0.1	0
ユーロ圏消費者物価指数 (HICP)	2	1.6	2	-0.3	-0.3	0
コアHICP	2.4	1.9	1.9	0.2	-0.1	0
リスクシナリオ (mild)						
実質GDP	1.2	1.5	1.4	0.3	0.3	0.1
ユーロ圏消費者物価指数 (HICP)	2	1.7	2.1	-0.3	-0.2	0.1
リスクシナリオ (severe)						
実質GDP	0.5	0.7	1.1	-0.4	-0.5	-0.2
ユーロ圏消費者物価指数 (HICP)	2	1.5	1.8	-0.3	-0.4	-0.2

(資料)ECB

2.25%) の中点でもあり、その意味でも「良い立ち位置」と言えそうではある。記者会見ではあくまで関税交渉を踏まえながら「データ次第で会合ごとに判断していく」との従來說明を繰り返しており、全体として新味は感じられなかった。既報の通り、対 EU の相互関税は 8 月 1 日以降、30% に設定される見込みである。この点、欧州委員会の交渉責任者からはあくまで話し合いを優先するとしながらも、報復措置の準備も示唆されており、通商摩擦が域内経済に与える影響が全く排除できない状態にある。その点、6 月のスタッフ見通しにおいてシナリオを 3 つ (base, mild, severe) 示さざるを得なかった状況から殆ど変わっておらず、新しい政策判断を要しないということだろう。記者会見でもシントラ会合 (ECB 年次総会) でパウエル FRB 議長が「関税が無ければ利下げしていた」と発言した旨を引用し、ECB も同様の考えなのかと質す記者がいた。ラガルド ECB 総裁はこれを肯定的に捉えている。

現実リスクシナリオに近い

6 月以降の利下げ織り込みは「7 月に 1 回休んだ後、年内にあと 1 回」というイメージであり、これで中立金利下限に到達し、域内経済の浮揚を図るのが恐らく ECB の青写真と考えられる。しかし、これはベースシナリオ (一律 10% の関税など) で着地できた場合であり、仮に 30% 関税が実現すればリスクシナリオ (severe) に接近することになる。その場合、中立金利未満の利下げが要求される状況に陥るであろうし、年初来のユーロ高基調にも水が差される可能性が高い。結局、為替予想も米 EU 関税交渉に大きく依存する状況と言える。もちろん、ドルの基軸通貨性に対する疑義が払拭されているわけではなく、それ自体がユーロ/ドル相場



水準を押し上げる部分は残るため、1.10 を割り込む展開は想像が難しいだろう。図示するように、明らかに米欧金利差から肯定しかねるユーロ高は存在している。しかし、1.15～1.20 という高値圏を維持で

きるかどうかは、如何にスタッフ見通しのベースラインを死守し、政策金利の現状維持を保てるかに依存しているのも事実だろう。ラガルド総裁は会見で「過去数か月間、我々が苦戦してきたディスインフレーションは、実質的に終結した」とも述べているため、基本的に利下げの連続性は期待すべきではないものの、全ては関税交渉の軟着陸を前提とした議論であることを忘れてはならない。この点、不透明感が払拭された日本の相対的優位性が評価される流れがあつて良いはずが、今のところその兆候はない。

いずれにせよ、「米 EU 交渉が最も揉めるはず」というのは過去の本欄で掘り下げた通りであり、交渉経過を丁寧にチェックしつつ、ECB の「次の一手」を読むことが求められる。

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7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
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	米国債格下げの影響～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～デュアルマンデートの拮抗～
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～データを超え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～