

みずほマーケット・トピック(2025 年 8 月 22 日)

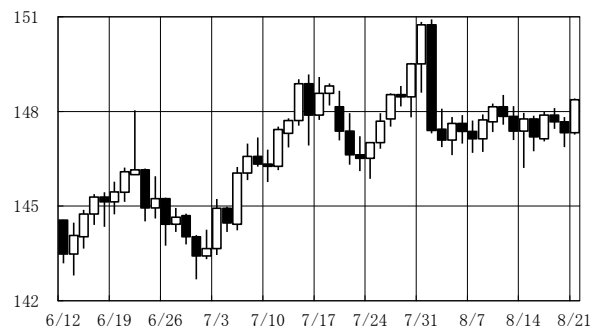
内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック:ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか?～「需要不足」への問題意識は高止まり～	

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」)

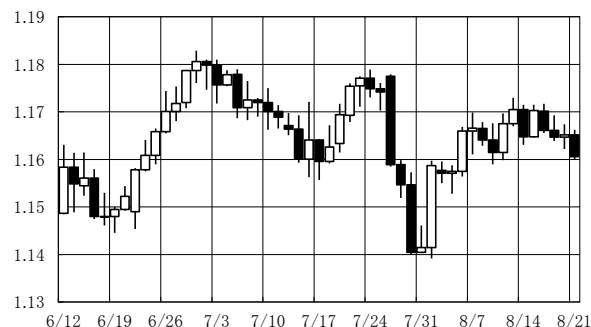
- 今週のドル/円は週末に水準を切り上げた。週初18日、147.23円でオープンしたドル/円はドル買い優勢な中で、147円台半ばでじり高。海外時間は、米金利上昇が支援材料となり、147円台後半に続伸した。19日、ドル/円は米大手格付け機関による米国信用格付け据え置き公表直後は激しく上下動。一時148円台に乗せるもすぐに値を戻し、147円台後半で上値重く推移した。海外時間は、米株の軟調推移や米金利低下が重しになり、147円台半ばに続落した。20日、ドル/円はドル売りが続き、147円台前半でじり安。海外時間は、米金利低下、およびトランプ米大統領によるFRB理事に対する辞任要求が嫌気され、一時週安値となる146.88円に続落。引けにかけては147円台を回復した。21日、ドル/円はドルの買い戻しが続き、147円台半ばでじり高推移。海外時間は、米8月製造業/非製造業PMI(速報)の強い結果やFRB高官によるタカ派な発言を背景にした米金利上昇が支えとなり、一時148.40円に続伸した。本日のドル/円は、週高値を更新しながら取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは、じり安推移となった。週初18日、1.1705でオープンしたユーロ/ドルは米金利上昇、世界的な株式の軟調推移が重しになり、1.16台後半へじり安推移した。19日、ユーロ/ドルは米大手格付け機関による米国信用格付け据え置き公表直後は上下動。米金利低下を受けて1.17手前に上昇する場面こそあったが、NY時間にかけては米株安が重しになってか1.16台半ばに水準を切り下げて引けた。20日、ユーロ/ドルは1.16台前半に続落後、米金利低下やトランプ米大統領によるFRB理事に対する辞任要求が好感され、一時1.16台後半を回復した。21日、ユーロ/ドルは堅調な米経済指標やFRB高官によるタカ派な発言を背景にした米株下落や米金利上昇が嫌気され、一時週安値となる1.1601に続落した。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.16台前半で取引されている。

		前週末	今 週				
		8/15(Fri)	8/18(Mon)	8/19(Tue)	8/20(Wed)	8/21(Thu)	
ドル/円	東京9:00	147.71	147.23	147.92	147.74	147.30	
	High	147.86	147.98	148.12	147.82	148.40	
	Low	146.75	147.02	147.45	146.88	147.26	
	NY 17:00	147.19	147.88	147.68	147.33	148.38	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1650	1.1705	1.1668	1.1642	1.1647	
	High	1.1715	1.1717	1.1693	1.1673	1.1661	
	Low	1.1648	1.1656	1.1639	1.1622	1.1601	
	NY 17:00	1.1704	1.1660	1.1647	1.1649	1.1606	
ユーロ/円	東京9:00	172.04	172.54	172.60	171.91	171.59	
	High	172.34	172.67	172.70	172.00	172.35	
	Low	171.54	172.11	171.70	171.12	171.57	
	NY 17:00	172.25	172.51	171.97	171.71	172.17	
日経平均株価		43,378.31	43,714.31	43,546.29	42,888.55	42,610.17	
TOPIX		3,107.68	3,120.96	3,116.63	3,098.91	3,082.95	
NYダウ工業株30種平均		44,946.12	44,911.82	44,922.27	44,938.31	44,785.50	
NASDAQ		21,622.98	21,629.77	21,314.95	21,172.86	21,100.31	
日本10年債		1.56%	1.57%	1.59%	1.61%	1.61%	
米国10年債		4.32%	4.33%	4.31%	4.29%	4.33%	
原油価格(WTI)		62.80	62.70	61.77	62.71	63.52	
金(NY)		3,382.60	3,378.00	3,358.70	3,388.50	3,381.60	

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(金)に7月個人消費支出(PCE)デフレーターが公表予定となっている。前回6月の結果は、総合ベースでは+2.6%(前年比、以下同様)と市場予想の+2.5%および5月の+2.4%を上回った。一方、コアベースでは、+2.8%と5月に一致したものの、市場予想の+2.7%を上振れた。非コア部分の食品・エネルギー価格は4四半期ぶりにプラス寄与に転じた。加えてコア部分に関しては、財は+1.0%と5月の+0.7%から伸びが加速したうえ、サービス価格も+3.4%と高い伸び率が続く。関税賦課の影響がさほど顕在化していない状況も加味すれば、少なくとも物価情勢は早いペースでの利下げを支持していないように映る。更に、7月分の消費者物価指数(CPI)や生産者物価指数(PPI)の結果を踏まえる限りにおいては、7月のPCEデフレーターも強めの結果が想定される。なお、ブルームバーグの事前予想では、7月の結果に関し総合ベースで+2.6%、コアベースで+2.9%と見込んでいる。
その他、28日(木)には4～6月期GDP(改定値)が公表予定だ。速報値は+3.0%(前期比年率、以下同様)とマイナス成長を記録した1～3月期から回復し、市場予想の+2.6%も上振れた。輸入関税賦課前後における貿易活動のかく乱でヘッドラインの上下が激しく評価が難しいものの、例えば要となる個人消費の伸びは+1.4%に留まっており、上半期の米国経済は堅調とはいえない結果に終わった。もちろん急ブレーキと表現するほど弱くはないものの、中立水準を上回る政策金利は着実に実体経済を冷やしている模様だ。
- 欧州では、28日(木)にECB政策理事会議事要旨(7月会合分)が公表予定だ。7月会合はおよそ1年ぶりに利下げを見送った。もとより前回6月会合で一連の利下げサイクルが終わったことが明言されていたので、決定は予定通りだ。7月会合の声明文、およびラガルドECB総裁会見においては、基本的なスタンスが6月会合から変わっていないことが示唆されており、当面は政策金利の据え置きが基本線になろう。米・EU間の通商交渉もおおむねECBのベースラインに沿ったかたちで(7月会合後に)妥結に至っており、合意内容が着実に遵守されれば、ECBの金融政策判断にも決定的な影響は与えないものと考えてよいだろう。金利先物市場における織り込みを確認する限り、市場参加者は向こう1年程度で1回の利下げがあるかもしれないと予測しているようだ。7月会合議事要旨においては、米・EU通商交渉に関する各メンバーの評価、および「次の一手」に関する示唆の有無を確認したい。

	本 邦	海 外
8月22日(金)	・7月消費者物価指数	・独4～6月期GDP(確報) ・ユーロ圏4～6月期妥結賃金
25日(月)	・6月景気動向指数	・独8月IFO企業景況感指数 ・米7月新築住宅販売件数
26日(火)	・7月企業向けサービス価格指数	・米7月耐久財受注(速報) ・米6月FHFA住宅価格指数 ・米7月コンファレンスボード消費者信頼感
27日(水)	—————	・独9月GfK消費者信頼感
28日(木)	—————	・ユーロ圏8月消費者信頼感(確報) ・ユーロ圏ECB政策理事会議事要旨(7月会合分) ・米4～6月期GDP(改定値) ・米7月中古住宅販売仮契約
29日(金)	・7月失業率/有効求人倍率 ・8月東京消費者物価指数 ・7月鉱工業生産(速報) ・7月小売売上高 ・7月住宅着工件数 ・8月消費者態度指数	・独8月消費者物価指数(速報) ・米7月個人所得/支出 ・米7月個人消費支出デフレーター ・米8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8月～)】

ジャクソンホール経済シンポジウム(8月21～23日)

ECB政策理事会(9月11日、10月30日、12月18日)

FOMC(9月16～17日、10月28～29日、12月9～10日)

日銀金融政策決定会合(9月18～19日、10月29～30日、12月18～19日)

3. ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか？～「需要不足」への問題意識は高止まり～

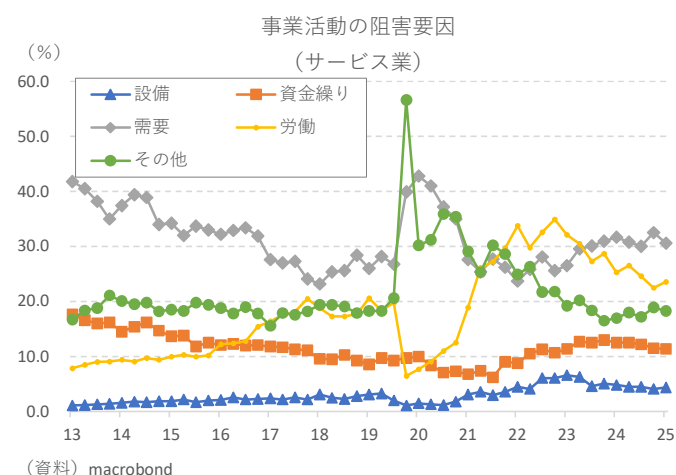
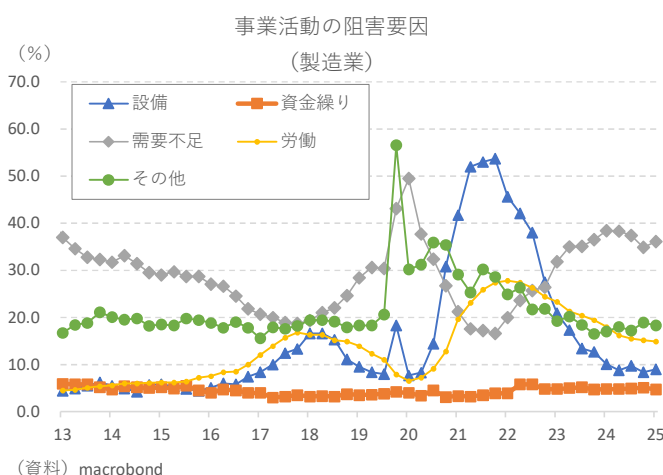
ジャクソンホールは昨年よりバランスの取れたものに

金融市場は本日夜に行われる、ジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル FRB 議長講演に注目が集まっている。もっとも 9 月の利下げ再開が既定路線と化しており、10 月以降もミラン FRB 理事を迎える中で追加利下げが濃厚と見られている以上、出てくる情報発信はこの期待を迫認する程度ではないか。最もありそうな展開は「8 月分の雇用統計や消費者物価指数などのデータを見極めるまで利下げは約束できない」という 7 月 FOMC 会見の踏襲に留まり、短期的にはタカ派寄りの反応が広がるものの、直ぐに収束するという面白味のない着地ではないかと思われる。いずれにせよ、利下げ転換を大々的に打ち上げた昨年講演に比べれば、失業率の安定が見られる上に今後の関税を踏まえたインフレ押し上げも懸念されるため、過度にハト派に傾斜せず比較的バランスを取った情報発信に努めると予想したい。

欧州企業の悩みは「人手不足」から「需要不足」へ

ところで、FRB の利下げが確実視される状況に対し、ECB の利下げは停止が既定路線と見られている。現時点では今後 1 年間を見通しても ECB の利下げはせいぜい 0.7 回程度の利下げしか織り込まれていない。これは ECB の情報発信を額面通り受け止めた結果であり、「多くてもあと 1 回の利下げ」という読みについて筆者も大きな違和感はない。とはいえ、ユーロ圏の実体経済やこれに伴うインフレ期待はどこまで安定したものなのか。ユーロ/ドル相場もこの金利予想（欧米金利差縮小）に依存している部分が大きそうであるため、「本当にユーロ圏経済は盤石なのか（≡これ以上ユーロ圏のインフレ率は低下しないのか）」という問いは重要になる。現状、ECB が利下げ停止の理由として持ち出している賃金・物価情勢の鈍化傾向は域内需要の減退を率直に反映した動きと言われている。これは四半期に一度の欧州委員会調査からも理解できる。調査によれば、域内企業部門が抱える最大の問題意識は製造業、サービス業共にかつての「人手不足」から「需要不足」にシフトしている。もはや「人手不足」を背景とする名目賃金の騰勢

は域内経済にとって争点ではない。しかし、調査結果を見る限り、直近 1～2 年で「人手不足」の解消ははっきり進む一方、「需要不足」に対する問題意識は高止まりしていることも分かる。これは累次にわたる利下げが、それほど域内経済の刺激に寄与していない（もしくはまだ効果が出ていない）可能性を示唆する。確かに、ユーロ圏消費者物価指数（HICP）は+2%近傍で安定しているものの、「需要不足」の改

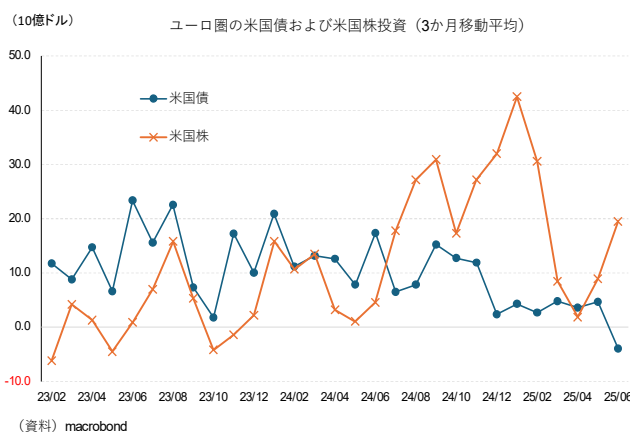


善が見られない中で下振れるリスクも残る。その際、追加利下げの必要性が指摘されるような状況に至れば、短期的なユーロ相場の下振れも警戒されるところである。

時間軸を分けた視座が重要

わざわざ「短期的な」と付けるのは最近の本欄でも繰り返し論じているように、「ドル離れ」のテーマが相対的に欧州通貨を利する状況が当面続きそうであるため、幅を持ったユーロ売りは想定しにくいという趣旨からである。目下、米・EU 関税合意の発動条件に関してやや雲行きが怪しくなっているという報道も見られているが、こうして両者の経済・金融関係に不信感が蓄積するほど、欧州から米国への投資は停滞しやすくなる。過去の本欄でも論じたように、この点

は対米証券投資統計（TIC データ）におけるユーロ圏からの米国債投資が細っている現状とも平仄が合う（図）。こうした動きが持続するのかが為替分析において重要になる。当面、欧米金利差縮小に伴うユーロ買いは短期的に縮小する可能性があるものの、「ドル離れ」というテーマが完全に払拭されない中でユーロ相場も長期的には底堅さが維持されるという時間軸を分けた視座が重要になる。



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.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8月20日	4～6月期、「米国離れ」の真相～TICデータ～
2025年8月19日	上半期の円の需給環境について～改善傾向～
2025年8月18日	欧州の外交成果が垣間見えた米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年7月分)
	週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～「海外→国内」のローテーションはあるか?～)
2025年8月14日	ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～
2025年8月13日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響力
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
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	貰けなかった「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	新しい対内直接投資目標の読み方～「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	マールアラウゴ合意の読み方～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)