

みずほマーケット・トピック(2025 年 9 月 12 日)

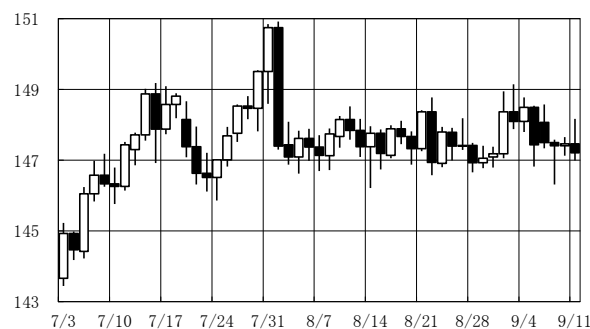
内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック:ECB 政策理事会を終えて～基本は現状維持、利上げの機を窺う～	

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147円台半ばを中心にレンジ推移した。週初8日、148.32円でオープンしたドル/円は石破首相辞任表明を消化する中で一時週高値となる148.56円まで小幅高も、その後失速し148円付近に下落。海外時間は、米金利低下が材料視され147円台半ばに続落した。9日、ドル/円は日本株の軟調推移が重しになり147円付近に下押し。海外時間は、日銀の利上げ観測報道を受けて円買いが加速し一時週安値となる146.32円まで値を下げた。その後、米雇用統計年次ベンチマーク改定(速報)の結果が大幅な下方修正となるも概ね想定通りと捉えられ、米金利上昇と共に147円台半ばへ水準を切り上げた。10日、ドル/円は材料難の中、147円台半ばで小動き。海外時間は、米8月生産者物価指数(PPI)の公表後には上下も、147円台半ばを中心としたレンジ推移に留まった。11日、ドル/円は高市氏の自民党総裁選出馬の思惑から円売り優勢となり、147円台後半に上昇。海外時間は、米8月消費者物価指数(CPI)の公表後には瞬間的に148円台に乗せる場面もあったが、米新規失業保険申請件数の軟調な結果がより材料視されたことも相まって、一時147円を割り込んだ。本日のドル/円は、ドル売りの一服を受けて147円台前半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは、1.17台前半を中心にレンジ推移した。週初8日、1.1709でオープンしたユーロ/ドルは仏内閣信任案の否決が伝わるも材料視されず、米金利低下が下支えとなり1.17台後半にじり高となった。9日、ユーロ/ドルは一時週高値となる1.1780に続伸後、仏政局不安に加えて米雇用統計年次ベンチマーク改定(速報)公表を受けたドル買い相場が重しになる中で、1.17台前半に反落した。10日、ユーロ/ドルは材料難の中、1.17を挟んでもみ合い推移した。11日、ユーロ/ドルはECB政策理事会の据え置き公表後、一時週安値となる1.1661に下落。その後は、ラガルドECB総裁によるタカ派的な発言や軟調な米労働関連指標を受けたドル売りなどが支援材料となり、1.17台半ばへ反発した。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.17台前半で取引されている。

		前週末	今 週				
		9/5(Fri)	9/8(Mon)	9/9(Tue)	9/10(Wed)	9/11(Thu)	
ドル/円	東京9:00	148.43	148.32	147.38	147.40	147.40	
	High	148.51	148.56	147.53	147.64	148.20	
	Low	146.82	147.35	146.32	147.10	146.99	
	NY 17:00	147.41	147.55	147.43	147.47	147.23	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1657	1.1709	1.1768	1.1700	1.1701	
	High	1.1759	1.1765	1.1780	1.1730	1.1745	
	Low	1.1649	1.1690	1.1704	1.1683	1.1661	
	NY 17:00	1.1722	1.1764	1.1709	1.1695	1.1734	
ユーロ/円	東京9:00	172.88	173.77	173.32	172.48	172.45	
	High	173.26	173.90	173.48	172.90	173.05	
	Low	172.51	173.08	172.15	172.38	172.37	
	NY 17:00	172.75	173.43	172.62	172.43	172.79	
日経平均株価		43,018.75	43,643.81	43,459.29	43,837.67	44,372.50	
TOPIX		3,105.31	3,138.20	3,122.12	3,140.97	3,147.76	
NYダウ工業株30種平均		45,400.86	45,514.95	45,711.34	45,490.92	46,108.00	
NASDAQ		21,700.39	21,798.70	21,879.49	21,886.06	22,043.07	
日本10年債		1.57%	1.57%	1.56%	1.56%	1.57%	
米国10年債		4.07%	4.04%	4.08%	4.04%	4.02%	
原油価格(WTI)		61.87	62.26	62.63	63.67	62.37	
金(NY)		3,653.30	3,677.40	3,682.20	3,682.00	3,673.60	

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、16日(火)～17日(水)にFOMCが開催される。前回7月会合は政策金利の据え置きを決定した。据え置きは5会合連続だ。その後、会合直後に公表されてその衝撃的な下方改定が注目を集めた7月雇用統計、利下げに向け前向きなパウエルFRB議長の情報発信が話題になったジャクソンホール経済シンポジウムなどもあり、9月会合における利下げ再開は市場では確実視されている。8月分の雇用統計の弱い結果もあり、一部では▲50bp利下げの思惑すら台頭している。今回は四半期に一度更新されるドットチャートおよびスタッフ経済見通しが公表されるが、既に次期FRB議長の下での金融政策運営が市場の注目を集める中においては、重要度はいつもよりやや落ちるかもしれない。なお、ミラン氏のFRB理事指名に関しては、15日(月)にも上院本会議にて承認採択が実施される見込みになっている。順調に行けば、9月会合での出席、投票は可能になりそうだ。一方で、クックFRB理事に関しては、出席可否は不透明になっている。既報の通り、現在進行形でトランプ大統領による解任は裁判所で係争中である。もっとも、連邦地裁が解任を一時的に差し止めている状態であり、この判断が有効である限り、出席と投票は可能なものと考えられる。
- 本邦では、18日(木)～19日(金)に日銀金融政策決定会合が開催される。前回7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。日米関税交渉の妥結を受けて展望レポートの内容がどのように変わるのか、あるいは4月以降遠のいていた追加利上げへの距離感がどうなるかが焦点になっていたが、展望レポートの本文および見通しからは不透明感の後退や追加利上げのハードルの低まりが確認された。実際、物価見通しは特に2025年度においてまとまった幅で上方修正されており、物価情勢が日銀の想定以上に強かったことを意識させる。実際、今回9月会合での利上げ再開こそほとんど予想されていないものの、先々の利上げ織り込みは会合間で緩やかながら回復しつつある。単月の結果ながら7月分の毎月勤労統計では実質賃金のプラス転換も確認されており、尚且つ実施が先送りにされていた米国による自動車輸入関税率の引き下げも、4日の米大統領令で決定されている。追い風が多く存在する中で、タイミングは別にしても、利上げは遅かれ早かれ再開されると考えるべきだろう。目下自民党総裁選の開催決定を受けて日銀の利上げ路線に疑念が生じる時間帯もあったのだが、政局混迷でも年内の利上げを排除せず、とする関係者談も聞こえている。

	本 邦	海 外
9月12日(金)	・7月鉱工業生産(確報) ・7月設備稼働率	・独8月消費者物価指数(確報) ・米9月ミシガン大学消費者マインド(速報)
15日(月)	—————	・ユーロ圏7月貿易収支 ・米9月NY連銀製造業景気指数
16日(火)	・7月第3次産業活動指数	・独9月ZEW景気期待指数 ・ユーロ圏7月鉱工業生産 ・ユーロ圏4～6月期労働コスト ・米8月小売売上高 ・米8月鉱工業生産 ・米FOMC(17日まで)
17日(水)	・8月貿易収支	・ユーロ圏8月消費者物価指数(確報) ・ユーロ圏ECB賃金トラッカー ・米パウエルFRB議長会見
18日(木)	・7月コア機械受注 ・4～6月期資金循環統計(速報) ・日銀金融政策決定会合(19日まで)	・ユーロ圏7月ECB経常収支
19日(金)	・8月消費者物価指数 ・植田日銀総裁会見	・独8月生産者物価指数

【当面の主要行事日程(2025年9月～)】

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)
 自民党総裁選(9月22日公示、10月4日投開票)
 ECB政策理事会(10月30日、12月18日、9月11日、2月5日)

3. ECB 政策理事会を終えて～基本は現状維持、利上げの機を窺う～

足並み揃う ECB と市場期待

9月のECB政策理事会は預金ファシリティ金利を含む主要政策金利を2会合連続で据え置いた。市場予想通りの決定であり、波乱はない。ラガルドECB総裁の会見も利下げの連続性を否定する内容であり、この点も市場予想と大きな乖離はなかった。ECBの「次の一手」については、金融市場もECB自身も「当面は現状維持」で期待形成が進んでおり、米EU関税合意が一応の決着を見た今、これを覆すだけの材料は想定されない状況にある。利下げ局面の終了については、1番目の記者が「エコノミスト達は緩和サイクルが終わったと信じているが、それは正しいか」といった趣旨の質問を行っている。これに対しラガルド総裁は第一声で「これを言わせてください。ディスインフレーションプロセスは終わりました (Let me say this: the disinflationary process is over)」と断言している。かなり率直な物言いと言えるだろう。もっとも、政策経路を事前に決め打ちするものではないとの発言も見られており、「私はタカ派でもハト派でもなく、フクロウ派 (I'm neither a hawk nor a dove, I'm an owl)」という2019年の就任会見時に注目された発言を持ち出している。利下げが終わることを認めつつ、リスクヘッジは怠っていない。

なお、「フクロウ」はギリシャ神話における「知恵の象徴」であることに加え、首を270度回転して周囲を確認することができる。今回の会見でもラガルド総裁は「自分の周りで起こるあらゆる出来事を見たい。360度ではありませんが、見渡せる範囲は広く、すべての同僚の意見を聞いた上で結論を出したい」とフクロウの比喻に重ねて強調している。

スタッフ見通しも不変

これほど自信を持って「次の一手」を示唆する背景には不透明感の後退があるわけだが、実際、スタッフ見通しは前回(6月)時点からほぼ不変である。見通しに沿って現実が推移する中、金融政策の修正も不要というがECBの基

ECBのスタッフ見通し(2025年9月)

(%)

	2025	2026	2027
消費者物価上昇率(HICP)	2.1	1.7	1.9
(前回:2025年6月)	2.0	1.6	2.0
コアHICP	2.4	1.9	1.8
(前回:2025年6月)	2.4	1.9	1.9
実質GDP	1.2	1.0	1.3
(前回:2025年6月)	0.9	1.1	1.3

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2025年は1.13、26-27年にかけて1.16。

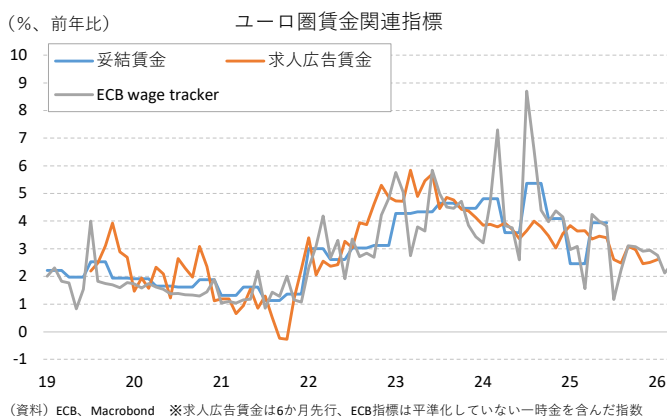
本認識だろう。2025～2027年に関し、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の見通しは+2.1%/+1.7%/+1.9%と前回見通しから2025年と2026年は+0.1%ポイントずつ、2027年については▲0.1%ポイント引き下げられている。会見では2027年の下方修正に伴って「2年連続の2%割れ」となる事態をどう理解すべきかと質す記者も現れた。この点、ラガルド総裁は2027年の下方修正の背景として「為替レートの変動による影響と、それが通常持つ遅延効果によるもの」と述べ、その影響は長期にわたるものではないため「必ずしも特別な動きを正当化するものではない」と説明している。年初来のユーロ相場は対ドルで+13%以上、名目実効為替相場でも+6%以上上昇している。輸入物価の押し下げを通じて域内のインフレ率が押し下げられるとの説明に違和感はない。唯一、リスクがあるとすれば、2025年10～12月期以降から2026年いっぱいにかけて、ECBとFRBの政策方向が真っ向から対立するため、さらなるユーロ高がHICPを押し下げる展開は否定できないということだろうか。次回以降の見通しの注目点である。

次のテーマは債券市場への配慮

先週の本欄でも確認したように、既に一部の ECB 高官（シュナーベル理事）は利上げ局面の再開まで言及する状況にある。会見ではこの点を指摘する記者も現れたが、ラガルド総裁は「リスクは上にも下にもある」とお茶を濁し、明確な発言を避けた。もちろん、利上げムードが醸成されるとしても 2026 年下期以降の話と考えられるが、まずは局面としての利下げは終わり、当面は現状維持を基本路線とするモードに入ったことはある程度確かなのだろう。7 月会合の議事要旨でも表現された通り、当面は現状維持を「堅実な対応（a robust approach）」として事態を乗り切るはずである。

むしろ、今後の不安は債券市場への評価だ。昨日の本欄でも論じたように、世界的にはスタグフレーション下で突発的に警戒される債券市場の大崩れを如何に回避するかが重要な視点となりつつある。今回の会見でも政情不安に揺れるフランスの国債市場に対し TPI（Transmission Protection Instrument、伝達保護措置）の発動は検討しないのかという質問が出ている。既に多くの市場参加者は忘れていただろうが、2022 年 7 月の ECB 政策理事会では主にイタリアの政情不安を背景とした無制限の国債購入を可能とする TPI が導入された。TPI は国債発行が困難となるほど追い込まれた状況に対し使用可能となるツールであるため、今のフランスに適用するには過剰な措置と考えられるものの（ラガルド総裁も同様に回答している）、債券市場の脆弱性が政治・経済の両面から懸念される状況が強まっているのは事実だろう。

昨日、英国の例を挙げたように、経済面での配慮は徐々に重要になっている。ユーロ圏を含め世界的にインフレ率の底打ちが懸念される中、インフレに寛容な財政・金融政策は今後ハードルが高くなってくる可能性があるだろう。この点、インフレ高止まりを尻目に実体経済への配慮から利下げに傾倒しようとしているイングランド銀行（BOE）は危うい運営と見受けられ、実際、債券市場からは厳しいリアクションが見られている。ユーロ圏はどうだろうか。雇用・賃金情勢に先行する求人広告賃金や ECB 賃金トラッカーの動きから察する限り（図）、当面の域内インフレ率は下げ止まりが視野に入っており、インフレリスクの上振れを招きかねない利下げに着手する必要はない。この辺りの見通しは今回の政策理事会でも議論されたはずである。「基本は現状維持で、利上げ着手の機を窺う」というのが今後 1 年の ECB に課せられた課題になりそうだ。繰り返しになるが、この点は「あと何回利下げできるか」が争点になる FRB と大きな差がある。かかる状況下、欧米金利差の観点からユーロ/ドル相場は底堅さが維持できるというのが「中期為替相場見通し」の骨子である。



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9月11日	警戒すべき「買い事故」～海外からの財政リスク相場～
2025年9月10日	円相場の需給環境について～頭打ちとなるヒト関連～
2025年9月9日	誰が首相になっても「変わらぬ3つの論点」
2025年9月8日	続・対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年9月5日	週末版
2025年9月4日	遂に「利上げ再開」の兆しも出始めたECB
2025年9月3日	対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年8月28日	週末版
2025年8月27日	円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～
2025年8月25日	ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方
2025年8月22日	週末版(「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～)
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～「海外一国内」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	新しい対内直接目標の読み方～「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?