

みずほマーケット・トピック(2025 年 10 月 3 日)

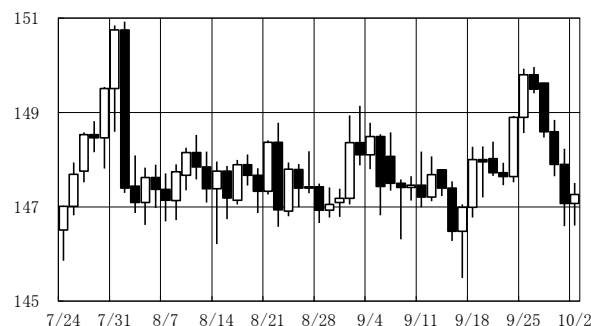
内容	1. 為替相場の動向	2. 来週の注目材料
	3. 本日のトピック: 外貨準備構成通貨の近況について(2025 年 6 月末時点)	

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」)

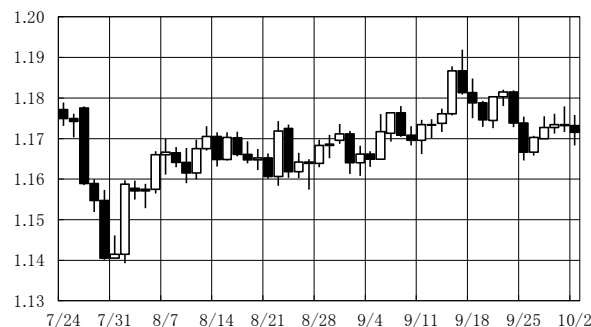
- 今週のドル/円はじり安推移した。週初9月29日、149.42円でオープンしたドル/円は、野口日銀審議委員による追加利上げに前向きな発言が材料視され、148円台後半に下落。海外時間は、米金利低下が重しになり、148円台半ばに続落した。30日、ドル/円は実需のドル買いから148円台後半へ小幅高となるも、仲値公表後はドル安に転じ、148円台前半へ反落。海外時間は、米金利低下や米9月コンファレンスボード消費者信頼感の弱めな結果が嫌気され、147円台後半に水準を切り下げた。10月1日、ドル/円はドル買い相場の中で一時148円台に乗せたものの、米連邦政府機関閉鎖に関する各種報道が意識されてか147円台前半に反落した。海外時間は、米政府閉鎖決定や米9月ADP雇用統計の軟調な結果を受け、米金利低下と共に一時週安値となる146.59円まで下げ幅を拡大した。2日、ドル/円は材料難の中、147円台前半を中心にレンジ推移。海外時間は、ドル売りの流れを受け週安値付近に続落するも、米金利の反発が支えとなり147円台を回復した。本日のドル/円は、引き続き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9月29日、1.1705でオープンしたユーロ/ドルは米金利低下が好感され1.17台後半に上昇も、引けにかけては1.17前半で上値重く推移した。30日、ユーロ/ドルは米金利低下や米経済指標の冴えない結果を支えに1.17台後半に上昇も、その後は米金利反発が嫌気され1.17台前半に値を下げた。10月1日、ユーロ/ドルは米連邦政府機関閉鎖を受けたドル安を支えに一時週高値となる1.1778を付けるも、その後は米経済指標の強弱入り混じる結果に振られ、1.17台半ばを中心にレンジ推移した。2日、ユーロ/ドルはドル安相場の中で1.17台後半に上昇も、米金利上昇が重しになって、一時週安値となる1.1683に下落。引けにかけては、米金利反落を支えに1.17台を回復した。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				
		9/26(Fri)	9/29(Mon)	9/30(Tue)	10/1(Wed)	10/2(Thu)	
ドル/円	東京9:00	149.87	149.42	148.62	148.03	147.11	
	High	149.96	149.50	148.85	148.22	147.51	
	Low	149.41	148.47	147.65	146.59	146.60	
	NY 17:00	149.52	148.59	147.96	147.08	147.27	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1660	1.1705	1.1728	1.1734	1.1733	
	High	1.1707	1.1754	1.1761	1.1778	1.1758	
	Low	1.1659	1.1703	1.1713	1.1716	1.1683	
	NY 17:00	1.1700	1.1728	1.1733	1.1731	1.1715	
ユーロ/円	東京9:00	174.75	174.83	174.30	173.70	172.71	
	High	175.02	174.84	174.40	173.90	172.97	
	Low	174.69	173.99	173.43	172.33	172.30	
	NY 17:00	174.96	174.28	173.58	172.57	172.54	
日経平均株価		45,354.99	45,043.75	44,932.63	44,550.85	44,936.73	
TOPIX		3,187.02	3,131.57	3,137.60	3,094.74	3,087.40	
NYダウ工業株30種平均		46,247.29	46,316.07	46,397.89	46,441.10	46,519.72	
NASDAQ		22,484.07	22,591.15	22,660.01	22,755.16	22,844.05	
日本10年債		1.65%	1.64%	1.64%	1.65%	1.66%	
米国10年債		4.17%	4.14%	4.15%	4.10%	4.08%	
原油価格(WTI)		65.72	63.45	62.37	61.78	60.48	
金(NY)		3,809.00	3,855.20	3,873.20	3,897.50	3,868.10	

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、本日3日(金)に9月雇用統計が公表予定ではあったが、政府閉鎖の影響で公表が延期される可能性がある。消費者物価指数(CPI)等の重要指標も延期の可能性があり、当面は民間経済指標に頼らざるを得ない。目先は、本日公表の9月ISM非製造業景気指数に加え、10日(金)の10月ミシガン大学消費者マインド(速報)などが該当する。なお、これまでの政府閉鎖においては、雇用統計の特に家計調査における統計誤差が大きくなったことも重要である。今回は政権による大規模なレイオフも囁かれる中で、公的統計への信頼感は更に低まるだろう。経緯を振り返ると、政権と民主党が医療関連条項の取り扱いで揉めた中で、期限の10月1日までにつなぎ予算が成立しなかったことが引き金となった。もっとも、水面下での駆け引きは続いており、本日再開される上院でも議論が行われる模様だ。

また、8日(水)にはFOMC議事要旨(9月会合分)が公表される予定だ。9月会合は、2025年に入って初めて利下げを決定した。利下げ幅は▲25bpであり、FF金利の誘導目標は、4.00～4.25%に設定された。決定は賛成多数で、ミラン新FRB理事が▲50bp利下げを主張した。更新されたドットチャートの形状を含めて、「トランプ派」と言われている複数の高官が過度なハト派スタンスを取らなかった事実は非常に重要だろう。FRBの独立性棄損というテーマが急速に盛り上がるシナリオは、とりあえず回避された模様だ。なお、声明文変化およびパウエルFRB議長会見では、労働市場の弱まりに対する警戒感が滲んでおり、議長自身も今後の利下げ継続を示唆している。議事要旨においても、目先の利下げ継続を支持するような文言が並んでいるか、注目したい。
- 本邦では、4日(土)に自民党総裁選の投開票を控える。昨年の総裁選は平日開催であったが、円相場が乱高下を余儀なくされたことは記憶に新しい。今回は休日開催で為替市場は閉まっているが、総裁選結果を受けて翌週の円相場は上下に大きく振れる可能性に警戒すべきである。もっともここまでは、金融市場では為替(円)というより債券(円金利)の値動きと総裁選が関連付けられている印象も強いだけに、昨年ほど円の乱高下が起きない可能性は十分にあるだろう。財政政策が話題の中心になっている限りにおいては、影響はあくまで債券市場の方が大きそうだ。なお各種世論調査では、小泉氏と高市氏が他候補を大きくリードしている。他方、海外の賭けサイトを参照すると小泉氏が圧倒的に優勢となっており、結果の受け止めは内外で少々異なるかもしれない。もっとも、誰が総裁になったとしても、少数与党という事実は何も変わらない。野党との連携が不可欠になる中で、既にインフレが定着している現状も相まって、金融・財政政策の大転換は難しいと考えたい。

	本 邦	海 外
10月3日(金)	・8月失業率/有効求人倍率 ・9月非製造業PMI(確報)	・ユーロ圏9月非製造業PMI(確報) ・ユーロ圏8月生産者物価指数 ・米9月雇用統計(*) ・米9月ISM非製造業景気指数
6日(月)	—————	・ユーロ圏10月センチックス投資家信頼感 ・ユーロ圏8月小売売上高
7日(火)	・8月家計支出 ・8月景気動向指数(速報)	・独8月製造業受注 ・米8月貿易収支(*)
8日(水)	・8月毎月勤労統計 ・8月国際収支 ・9月景気ウォッチャー調査	・独8月鉱工業生産 ・米FOMC議事要旨(9月会合分)
9日(木)	・9月工作機械受注(速報)	・独8月貿易収支 ・米8月卸売在庫(確報、*)
10日(金)	・9月国内企業物価指数	・米10月ミシガン大学消費者マインド(速報)

(*)米政府閉鎖に伴い、米政府統計機関公表の各種経済指標は延期される可能性がある

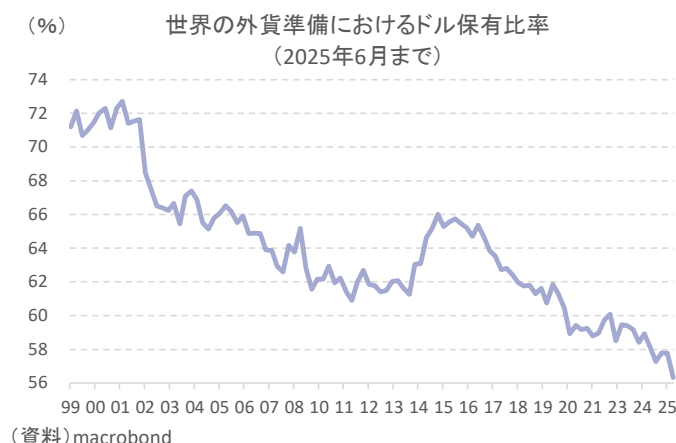
【当面の主要行事日程(2025年10月～)】

自民党総裁選(10月4日投開票)
 IMF世銀・年次総会(10月13日～18日)
 FOMC(10月28～29日、12月9～10日、1月30～31日)
 日銀金融政策決定会合(10月29～30日、12月18～19日、1月22～23日)
 ECB政策理事会(10月30日、12月18日、2月5日)

3.外貨準備構成通貨の近況について(2025 年 6 月末時点)

ドル比率は過去最低だが、IMF は思惑をけん制

10 月 1 日、IMF から外貨準備の構成通貨データ (COFER) が公表されている。為替市場を中長期的に展望するにあたって重要なデータであるため、本欄では定期的に観測している。世界の外貨準備は 2025 年 6 月末で前期比+4048 億ドルの 12 兆 9448 億ドルと増加した。後述するように、2025 年 3 月末から 6 月末は「解放の日 (4 月 2 日)」を挟んで極端なドル安相場が発生した期間であり、ICE のドルインデック

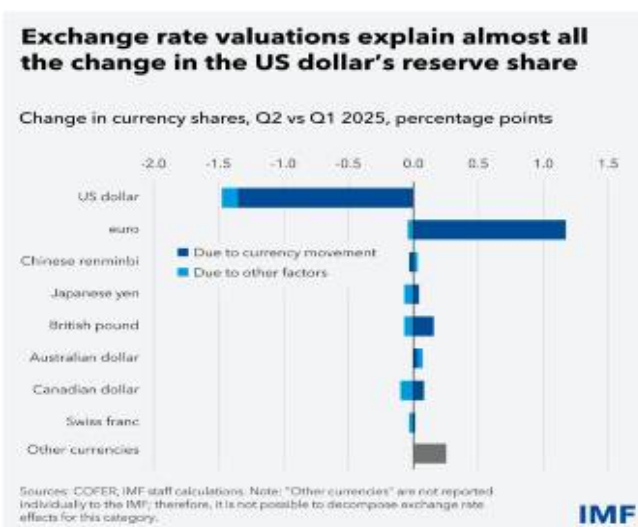


スで▲10%以上、国際決済銀行 (BIS) 公表の名目実効為替相場 (NEER) でも▲5.0%の下落に直面している。今回、IMF は発表に合わせて「為替調整後のドル比率は安定 (Dollar's Share of Reserves Held Steady in Second Quarter When Adjusted for FX Moves)」と題した IMF Blog を公表している。後述するように、今期のドル比率は 56.32%と過去最低を更新しているため、「ドル離れ」というテーマ化が市場の思惑によって暴走しないように配慮したのかもしれない。

ブログでは「決定的な点 (a crucial detail) がしばしば見落とされがちである。それはドル建てで報告されているということだ」と冒頭で指摘し、「為替変動が起きれば中銀が何もしなくても比率は動く」と周知の事実を改めて確認している。具体的にブログでは「ドルインデックスは上半期に▲10%以上下落し、これは 1973 年以来で最大の下落だった」との事実が指摘され、4~6 月期の 3 か月間だけでドルは対ユーロで▲7.9%、対スイスフランで▲9.6%も下落したという事実が確認されている (ちなみに上半期まで範囲を拡げればそれぞれ▲10%以上、▲11%以上の下落)。なお、ドルの対スイスフランに対する上半期の値動きとしては過去 10 年間で史上最低だったという。

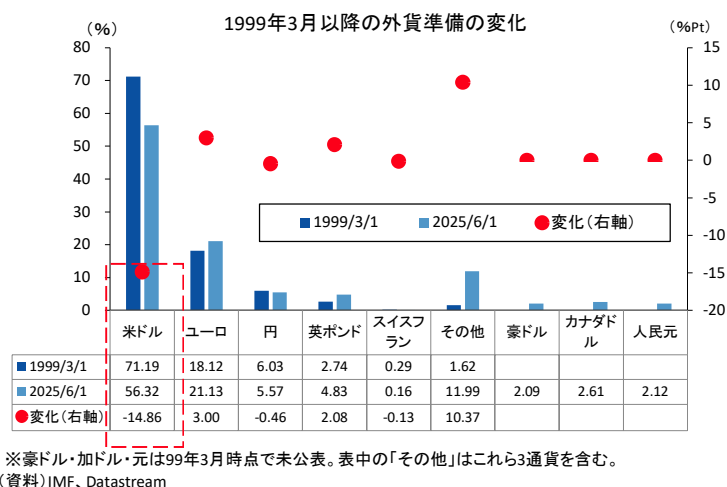
為替変動だから心配無用なのか？

各通貨の構成比率について具体的な数字を確認しておこう。上述のような為替変動の結果、必然的に非ドル通貨の比率は高まっている。とりわけ、ドルとユーロが対照的に動いたことが今期の特徴であり、ドルが 56.32%と前期比▲1.46%ポイントと大幅に切り下がった一方、ユーロが+1.12%ポイントと大幅に切り上がっている。しかし、ブログでは「為替レートを一定に保った場合、シェアの低下はわずかであり、57.67%とほぼ横ばいだった。4~6 月期の 3 か月間におけるドル比率低下の 92%は為替変動に起因する」とあくまで各国中銀が積極的に動いたわけではなく、為替変動による結果だ



と念押ししている。前項図（下）はIMFによる試算結果だが、基本的にドルとユーロの比率増減は為替変動であり、意図を持った中銀取引の結果ではないとの主張が透ける。実際、ブログの結論も「為替調整前の比率が示すほど、ドル比率は低下していない」との一文で締められている。

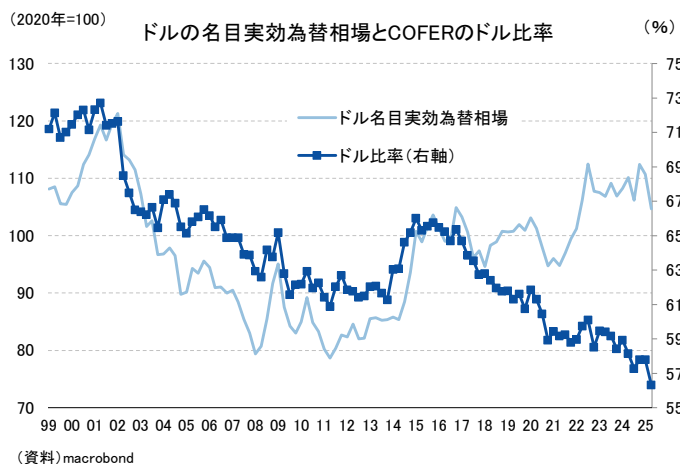
とはいえ、「為替変動の結果だから心配無用」という趣旨は短期的にはともかく、長期的には説得力に欠ける。というのも、各国の外貨準備ポートフォリオは通常の資産運用同様、「比率」での管理が基本ではないだろうか。通常、資産運用においてターゲットとされる比率から乖離した場合、それを埋め合わせるためのリバランスが行われるはずである。為替変動を受けたドル比率低下が不本意であればドルに対しては「リバランスの買い」を想定して然るべきである。



る。確かに、外貨準備運用について3か月や6か月という期間でそのような機動的なリバランスを想定すべきではないだろう。しかし、前頁図（上）でも確認したように、ドル比率低下は過去四半世紀に及ぶトレンドであり、特に過去10年で加速している。原因が為替変動であれ、実際のドル売り取引であれ、ドル比率低下が放置されていること自体に問題を見出すべきではないのか。これまで繰り返し確認しているように、落ち込んだドル比率の受け皿が人民元、カナダドル、豪ドルといったレガシー通貨以外となっているのであり、外貨準備運用の世界における「ドル離れ」は厳然たる事実である（図）。確かに、今期の劇的なドル比率低下（その裏返しとしてのユーロ比率上昇）は「為替変動の結果だから大きな心配はない」という説明が可能だとしても、そうだとすれば7～9月期や10～12月期に復元が見られるはずである。果たしてそうなるだろうか。

価値保蔵機能だけでドルは失墜せず

もっとも、外貨準備構成通貨におけるドル比率低下は「通貨の3機能」に照らせば、価値保蔵手段としてのドルの存在感低下を意味するにとどまる。しかし、交換手段や価値尺度といった残り2つの機能について言えば、依然ドルに旺盛な需要があり、それゆえにドル相場が底抜けせずに済んでいるという解釈も可能だ。過去にも議論したように、ドルのNEERは2001年頃から2008年頃まで一方的な下落に直面している。同じ期間の間に、世界の外貨準備におけるドル比率はやはり低下基調にあった。ちなみに



に2011年頃から2016年頃まではNEERとドル比率が揃って上昇していた。もちろん、これらは単なる相関であって因果はないのかもしれないが、1999～2016年頃の時代はリザーブマネーがドル相場に持つ

影響力が相応に強かったという可能性を窺わせる。

しかし、2016 年以降、ドル相場とドル比率の相関は完全に切れている。その理由は定かではないが、2016 年 10 月から人民元が IMF の特別引き出し権 (SDR) 構成通貨として採用されたことが少なからず関係している可能性はある。SDR 構成通貨に採用されたことで、自動的に人民元を外貨準備に組み入れる中銀が増え、結果として COFER におけるドル比率は低下したのだろう。同じタイミングで豪ドルやカナダドルも SDR 構成通貨に採用されているため、これもやはりドル比率を押し下げる。しかし、国家としての信頼性に欠ける人民元を外貨準備に組み入れる動きはさほど進まず、価値尺度や交換の機能に照らしてもやはり人民元がドルを脅かすような展開には至らなかった。その結果、長期にわたってドルの基軸通貨性が温存され、ドル相場の上昇基調も維持されたというのが過去 10 年強の実情ではないだろうか。しかし、近年確認されているように、原油決済代金をドルから人民元に代替する動きは少しずつ確認され、いわゆるペトロ-dollar 体制に亀裂が入っている可能性も指摘される。当面の COFER データをウォッチする上では「ドル比率低下とドル相場下落が連動するような局面に入ったのかどうか」を見極めていきたいところである。少なくとも 2025 年初来の COFER データからはそのような兆しが見て取れる。

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.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10月2日	25年度上半期レビュー～主役の欧州通貨、悲惨な円～
2025年10月1日	いよいよ終焉を迎える「現預金50%」時代
2025年9月26日	週末版
2025年9月24日	ユーロの基軸通貨性を再考する～global euro～
2025年9月22日	日銀金融政策決定会合～10月利上げは堅いのか？～
2025年9月19日	週末版
2025年9月18日	FOMCを終えて～可視化される独立性毀損～
2025年9月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～自動車、読めず～
2025年9月16日	日米財務大臣共同声明の読み方～2つの論点～
2025年9月12日	週末版(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～)
2025年9月11日	警戒すべき「貰い事故」～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→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