

## みずほマーケット・トピック(2025 年 11 月 28 日)

### 内容 1. 為替相場の動向

### 2. 来週の注目材料

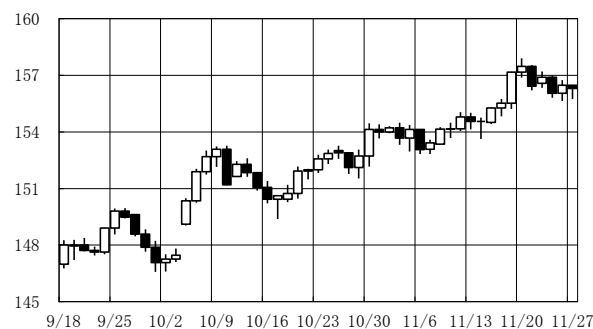
### 3. 本日のトピック: ちょうど良過ぎる ECB の立ち位置～「中立金利でインフレ+2%」という理想～

#### 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」)

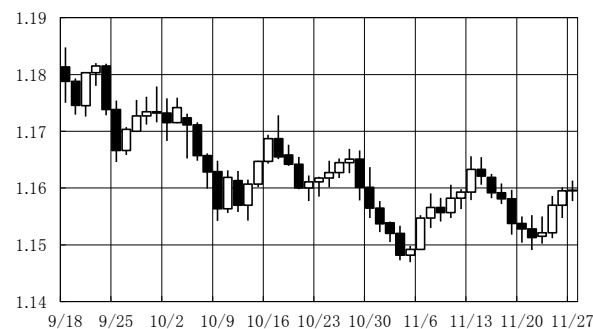
- 今週のドル/円は、週初こそ上昇も、その後は反落に転じた。週初24日、156.72円でオープンしたドル/円は本邦休場で薄商いの中で、156円台後半で小動き。海外時間は、高市政権による積極財政に対する懸念を背景とした円売りが継続する中で、一時週高値となる157.18円まで上昇。その後は、米金利低下が嫌気されて156円台後半に値を戻した。25日、ドル/円は156円台後半でもみ合う展開。海外時間は、米9月小売売上高や米11月コンファレンスボード消費者信頼感の予想を下回る結果に加え、次期FRB議長人事に関する観測報道を受け、米金利低下と共に一時156円を割り込んだ。26日、ドル/円は観測報道を背景とした日銀利上げ期待の高まりから円買いが加速し、一時週安値となる155.66円に下落。もっとも、日本株高などが支えになる中で156円台を回復。海外時間は、米金利の上下に連れる格好で156円台半ばでレンジ推移した。27日、ドル/円は野口日銀審議委員講演に対する警戒感から円買い優勢となり155円台後半に下落も、警戒されたほど情報発信がタカ派的ではなかったことなどを受けて156円台を回復した。海外時間は、新規材料に欠ける中、米国休場もあり156円台前半で小動きとなった。本日のドル/円は、引き続き156円台前半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは、じり高推移となった。週初24日、1.1508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を支えに、一時1.15台半ばまで上昇した。25日、ユーロ/ドルは複数の米経済指標の冴えない結果や次期FRB議長人事に関する観測報道を受けた米利下げ期待の高まりを背景に、米金利低下とともに1.15台後半に続伸した。26日、ユーロ/ドルは米経済指標の好調な結果を受けたドル買いに押される時間帯もあったが、低下に転じる米金利を横目に一時1.16台に乗せた。27日、ユーロ/ドルは一時週高値となる1.1613まで続伸後、1.16ちょうどを挟んでもみ合い推移となった。本日のユーロ/ドルは、引き続き1.16付近で取引されている。

		前週末	今 週				
		11/21(Fri)	11/24(Mon)	11/25(Tue)	11/26(Wed)	11/27(Thu)	
ドル/円	東京9:00	157.38	156.72	156.89	156.16	156.20	
	High	157.53	157.18	156.98	156.73	156.44	
	Low	156.20	156.25	155.80	155.66	155.72	
	NY 17:00	156.40	156.91	156.04	156.45	156.29	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1533	1.1508	1.1521	1.1567	1.1602	
	High	1.1552	1.1550	1.1586	1.1601	1.1613	
	Low	1.1492	1.1503	1.1512	1.1547	1.1577	
	NY 17:00	1.1512	1.1520	1.1569	1.1593	1.1596	
ユーロ/円	東京9:00	181.60	180.34	180.75	180.67	181.20	
	High	181.65	181.26	180.84	181.44	181.33	
	Low	179.80	180.32	180.13	180.40	180.80	
	NY 17:00	180.13	180.74	180.52	181.39	181.25	
日経平均株価		48,625.88	-	48,659.52	49,559.07	50,167.10	
TOPIX		3,297.73	-	3,290.89	3,355.50	3,368.57	
NYダウ工業株30種平均		46,245.41	46,448.27	47,112.45	47,427.12	-	
NASDAQ		22,273.08	22,872.01	23,025.59	23,214.69	-	
日本10年債		1.78%	-	1.80%	1.81%	1.79%	
米国10年債		4.07%	4.03%	4.00%	3.99%	-	
原油価格(WTI)		58.06	58.84	57.95	58.65	-	
金(NY)		4,079.50	4,094.20	4,177.30	4,202.30	-	

#### 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

- 米国では、12月1日(月)に11月ISM製造業景気指数が、3日(水)に同非製造業指数が公表予定になっている。前回10月の結果はそれぞれ48.7、52.4と、明暗分かれる結果となった。製造業は市場予想の49.5を明確に下回っており、8か月連続での中立水準(=50)割れだ。一方で非製造業は、市場予想の50.8を大きく上回ったうえ、5か月連続で中立水準超えを確保している。特に、非製造業指数の新規受注は56.2と1年ぶりの高水準に跳ね上がっており、年末商戦への期待が持たれる中身となっている。翻って、製造業/非製造業双方で雇用指数は中立水準割れを継続している。労働市場のリスクバランスは相変わらず下方に傾斜していると判断してよさそうだ。ところで、ISM指数と一定の相関性を持つS&P Global PMI(11月分、速報)は、非製造業を中心に底堅い結果であった。11月分の雇用統計が12月FOMCに間に合わないことが確定している中で、民間指標への注目度は依然高く、市況変動に注視したいところだ。なお、ブルームバーグの事前予想では、11月の結果に関し製造業指数を49.0、非製造業指数を52.0と見込んでいる。
- 欧州では、2日(火)にユーロ圏11月消費者物価指数(HICP、速報)が公表予定だ。10月の結果(確報)に関し、総合ベースでは+2.1%(前年比、以下同様)となっており、ECBのインフレ目標を挟んで落ち着いて推移している。コアベースでも、+2.4%と前月から横ばいで推移しており、総じて物価情勢に大きな変化は確認されない。10月分では、サービス価格の伸びが+3.36%と9月の+3.24%から伸びが加速しているが、変動の大きい運輸価格、およびフランスにおける通信料金引き上げが影響しているものと思われる。基調に大きな変化は見られない。現状維持を続けるECBのスタンスを支持する物価情勢と考えられる。ところで、先週に公表された7～9月期の妥結賃金は+1.87%と2021年10～12月期以来の低い伸びを記録しているものの、Indeed社が公表する求人広告賃金、ECBが公表する賃金トラッカーなどを確認する限り、妥結賃金の伸びも底入れに向かう可能性が高そうだ。ECBの利下げ再開はやはり不要になる公算が極めて大きいと言えそうだ。なお、ブルームバーグの事前予想では、11月の結果(速報)に関し総合ベースで+2.2%、コアベースで+2.5%と見込んでいる。

	本 邦	海 外
11月28日(金)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・11月東京消費者物価指数</li> <li>・10月失業率/有効求人倍率</li> <li>・10月小売売上高</li> <li>・10月鉱工業生産(速報)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・独11月消費者物価指数(速報)</li> </ul>
12月1日(月)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・7～9月期法人企業統計</li> <li>・11月製造業PMI(確報)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏11月製造業PMI(確報)</li> <li>・米11月ISM製造業景気指数</li> </ul>
2日(火)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・11月消費者態度指数</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏10月失業率</li> <li>・ユーロ圏11月消費者物価指数(速報)</li> </ul>
3日(水)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・11月非製造業PMI(確報)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏11月非製造業PMI(確報)</li> <li>・ユーロ圏10月生産者物価指数</li> <li>・米11月ADP雇用統計</li> <li>・米9月輸出/輸入物価指数</li> <li>・米9月鉱工業生産</li> <li>・米9月設備稼働率</li> <li>・米11月ISM非製造業景気指数</li> </ul>
4日(木)	—————	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ圏10月小売売上高</li> </ul>
5日(金)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・10月家計支出</li> <li>・10月景気動向指数(速報)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・独10月製造業受注</li> <li>・ユーロ圏7～9月期GDP(確報)</li> <li>・米9月個人所得/支出</li> <li>・米9月個人消費/支出デフレーター</li> <li>・米12月ミシガン大学消費者マインド(速報)</li> </ul>

## 【当面の主要行事日程(2025年12月～)】

FOMC(12月9～10日、1月27～28日、3月17～18日)

ECB政策理事会(12月18日、2月5日、3月19日)

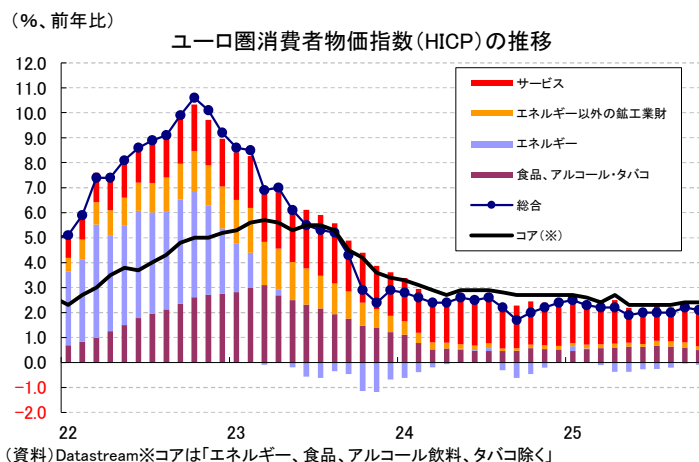
日銀金融政策決定会合(12月18～19日、1月22～23日、3月18～19日)

### 3. ちょうど良過ぎる ECB の立ち位置～「中立金利でインフレ+2%」という理想～

#### 中央銀行としては理想的な現状

昨日は ECB 政策理事会議事要旨が公表されている。10 月 30 日会合で ECB は預金ファシリティ金利を 3 会合連続で 2% に据え置き、ラガルド ECB 総裁会見では「われわれは良好な位置にある（We continue to be in a good place）」と従前の発言が重ねられた。市場参加者における ECB への目線は利下げ局面の終了であり、これがユーロ相場を支える原動力になっている。この点、議事要旨でははっきりと確認されており、「現状の見通しが実現する限り、利下げ局面は終了である」との意見が明記されている。

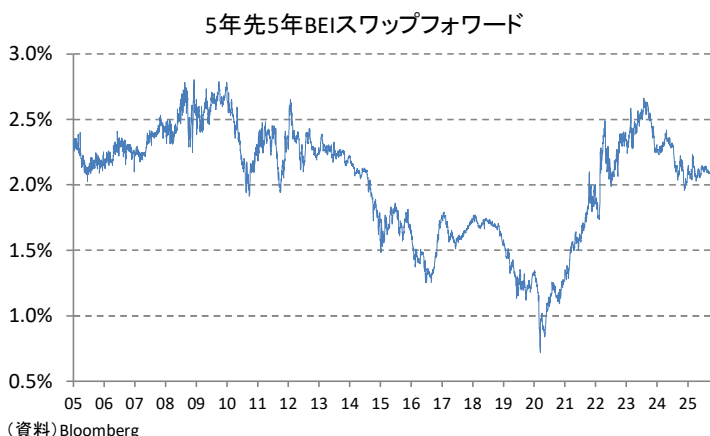
現行の 2.00% は ECB が想定する中立金利（1.75～2.25%）の中央値であり、この政策金利の下でユーロ圏消費者物価指数（HICP）が 2% で張り付いている（図）。中央銀行としては極めて理想的な状況が定着しており、日米と比べても実体経済の粗が最も目立たない状況と言って良いだろう。もちろん、ダウンサイドリスクが高まった場合、潜在的には追加利下げも否定されるものではないとの意見も見られているが、あくまでリスクシナリオの範疇である。



#### 2026 年は下げ圧力をどう整理するか

もっとも、2025 年半ば以降、顕著に原油価格が下落している。このまま 2026 年に突入すれば、ベース効果で 2026 年上半期の HICP は顕著に下げ圧力に直面するだろう。これを ECB がどのように解釈するかは ECB ウォッチ上のポイントとなる。議事要旨によれば、10 月会合では 2026 年のインフレ率が低下する背景として「域内需要の弱さがどの程度影響しているのか」が争点化しており、結論としては基本的には為替レートやエネルギー価格の動向、そして貿易政策といった外生要因がメインドライバーである（内需の弱さはそれほど寄与していない）との整理がなされている。そのほか予想以上に強い不動産価格の上昇が、持ち家住宅を含むインフレ指標に圧力をかけていることも指摘されており、むしろ内生的にはインフレ圧力の高まりも一部指摘される状況にある。外生要因によるインフレ圧力は基調的な政策判断に影響しないというのが建前のため、2026 年も利下げは想定されないというのが基本シナリオになる。

むしろ、議事要旨は関税政策などを受けたグローバルサプライチェーンの分断化が輸入価格の上昇、主要原材料の供給減少、国内経済の生産能力制約の強化を招くことによって、インフレ率が上昇する可能性を指摘しており、今春以降に耳目を引く域内の防衛・インフラ支出増加も、中期的なインフレ押し上げ要因だと整理している（異常気象やこれに伴う災害によって食



料価格が予想以上に押し上げられ続ける可能性も指摘されている)。実際、市場ベースのインフレ期待も+2%で下げ止まっており、ベース効果による押し下げが定着するとの見通しは決して大勢ではない。

### ユーロは消去法で選ばれやすいか？

総合すれば、世界経済が分断化される中で、域内の財政支出が従前よりも切り上がる以上、デysinフレ圧力よりもインフレ圧力を高める可能性が高く、パンデミック以前の構造的に低いインフレ環境に経済が回帰する可能性は低いというのが ECB の公式見解となる。こうした情報発信を踏まえれば、予測期間中の ECB について利下げを想定するのは難しく、現状維持継続を前提に利上げ再開の時期を模索する局面に入ったと考えておくことが妥当だろう。「中立金利でインフレ+2%」という近年では珍しい状況に立っている ECB が、いつまでこの状況を確保し続けられるのか。日米の金融政策運営に政治的なノイズが入りやすくなっている中、消去法でユーロが選ばれやすい環境は整いつつあるようにも見える。

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](mailto: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/egon.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年11月25日	決して遠くはないユーロ/円200円台
2025年11月21日	週末版
2025年11月20日	ドル安でもドル高でも円安だった2025年
2025年11月19日	ワンボイス化すべき金利・為替の方向感
2025年11月18日	インバウンド消費と利上げの先行きについて
2025年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年10月分) サナ活の功罪～世論がインフレを乗り越える時～
2025年11月14日	週末版(戻らぬ「家計の円売り」～新NISA2年目、失速の背景～)
2025年11月12日	円の需給環境～25年度上期国際収支を受けて～
2025年11月11日	リフレ政策を巡る「本音」と「建前」の読み筋
2025年11月10日	欧州で感じた日本エンタメ・コンテンツの威力
2025年11月7日	週末版
2025年10月31日	週末版
2025年10月28日	日米首脳会談の見どころ～防衛費と円安～
2025年10月27日	下落に転じた円の実効相場～「米国と一蓮托生」の弱み～
2025年10月24日	週末版
2025年10月23日	世界の為替市場の現在地～BIS調査を受けて～
2025年10月22日	高市政権発足を受けて～粘着的なリフレ期待～
2025年10月20日	自民・維新連立政権～しぶとい円安・円金利上昇～
2025年10月17日	週末版
2025年10月16日	2025年、サービス赤字はまだ決壊せず
2025年10月15日	スピードアップするデカップリング～トランプ関税分析～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年9月分) 「貧すれば多党化」～欧州化する日本政治～
2025年10月14日	週末版
2025年10月10日	週末版
2025年10月9日	フランスリスクはユーロリスクに発展するか？
2025年10月8日	利上げを助ける高市トレード
2025年10月7日	史上最高値を更新したユーロ/円相場
2025年10月6日	高市政権誕生と今後の論点整理
2025年10月3日	週末版(外貨準備構成通貨の近況について(2025年6月末時点))
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	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年8月分) 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「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
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～露は完全に晴れずも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～TAGO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	貰えなかった「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)