

## みずほマーケット・トピック(2025年12月12日)

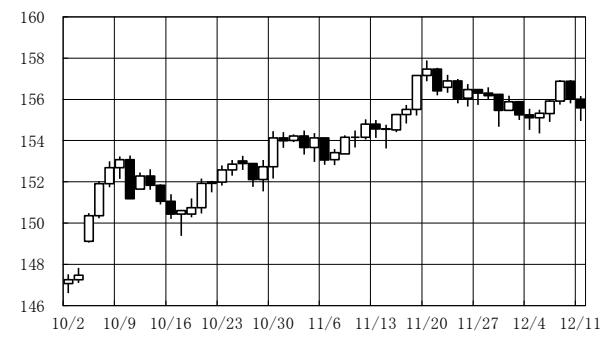
内容	1. 為替相場の動向 2. 来週の注目材料 3. 本日のトピック:企業物価指数に透ける円安インフレの足音~高市政権への気づき~
----	---

### 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」)

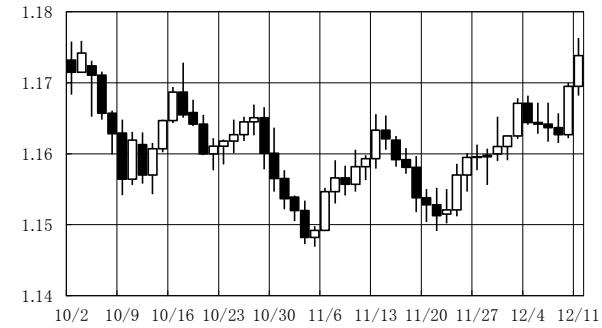
- 今週のドル/円は、概ね上に往って来いの展開。週初8日、155.31円でオープンしたドル/円は日銀利上げ観測の高まりを受け一時週安値となる154.91円まで下落するも、その後は値を戻し下に向って来い。海外時間は、米金利上昇と共にドル買い優勢となり156円手前に続伸した。9日、ドル/円は156円ちょうどを挟んでもみ合う展開。海外時間は、植田日銀総裁によるタカ派的な発言を受け円買いが起きる時間帯もあったが、米9月および10月JOLT求人件数の強い結果を受けた米金利上昇を支えに、一時週高値となる156.95円に上伸した。10日、ドル/円は様子見ムードが強く、156円台後半で方向感なく推移。海外時間は、FOMCが予想通り▲25bpの利下げを決定。声明文やパウエルFRB議長会見が市場予想ほどタカ派的ではなかったことが材料視され、米金利の低下幅拡大とともに156円を割り込んだ。11日、ドル/円はドル売りが続く中で、155円台半ばまで下落も、その後は156円台を回復。海外時間は、米新規失業保険申請件数の軟調な結果が重しとなり一時155円を割り込んだが、引けにかけては米金利反発を支えに155円台半ばに値を戻した。本日のドル/円は、引き続き155円台半ばで取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは、週半ば以降に上昇した。週初8日、1.1643でオープンしたユーロ/ドルはシュナーベルECB専務理事のタカ派発言を受けて1.16台後半まで上昇するも、米金利上昇が重しとなり1.16台前半に反落した。9日、ユーロ/ドルは一日を通して1.16台前半で小動きだったが、米経済指標の良好な結果や米金利上昇が嫌気され、一時週安値となる1.1616まで値を下げる場面が見られた。10日、ユーロ/ドルはFOMCが市場予想対比でハト派的であったことや米金利低下を支えに、一時1.17に上昇した。11日、ユーロ/ドルは米経済指標の軟調な結果や米金利低下を支えに一時週高値となる1.1762まで水準を切り上げた。本日のユーロ/ドルは、ドル売りが一服し、1.17台前半で取引されている。

		前週末					今週				
		12/5(Fri)	12/8(Mon)	12/9(Tue)	12/10(Wed)	12/11(Thu)					
ドル/円	東京9:00	155.13	155.31	155.86	156.82	155.75					
	High	155.49	155.99	156.96	156.93	156.16					
	Low	154.34	154.91	155.75	155.80	154.95					
	NY 17:00	155.33	155.94	156.90	155.92	155.57					
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1645	1.1643	1.1641	1.1628	1.1702					
	High	1.1671	1.1672	1.1657	1.1700	1.1762					
	Low	1.1628	1.1617	1.1616	1.1622	1.1683					
	NY 17:00	1.1644	1.1638	1.1627	1.1695	1.1740					
ユーロ/円	東京9:00	180.71	180.70	181.38	182.37	182.22					
	High	180.13	181.49	182.64	182.59	182.74					
	Low	180.89	180.50	181.38	182.05	181.88					
	NY 17:00	180.85	181.49	182.41	182.32	182.63					
日経平均株価		50,491.87	50,581.94	50,655.10	50,602.80	50,148.82					
TOPIX		3,362.56	3,384.31	3,384.92	3,389.02	3,357.24					
NYダウ工業株30種平均		47,954.99	47,739.32	47,560.29	48,057.75	48,704.01					
NASDAQ		23,578.13	23,545.90	23,576.49	23,654.16	23,593.86					
日本10年債		1.95%	1.96%	1.96%	1.95%	1.92%					
米国10年債		4.14%	4.17%	4.19%	4.15%	4.15%					
原油価格(WTI)		60.08	58.88	58.25	58.46	57.60					
金(NY)		4,243.00	4,217.70	4,236.20	4,224.70	4,313.00					

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

- ・ 欧州では18日(木)にECB政策理事会が開催予定となっている。前回10月会合は、預金ファシリティ金利を2.00%で据え置いた。据え置きは3会合連続だ。ラガルドECB総裁会見においては、経済の下振れリスクの緩和に対する強調がなされたうえ、「良い位置」というキラーフレーズが以前の会合同様に多用された。11月末に公表された同会合の議事要旨を確認しても、現状の政策金利が衝撃に対処するために「十分に手堅い」と記載されており、目前ECBが金利を調節する気配は全くない。より直接的には、「利下げサイクルは終了」との見解すら見られている。実際最近の物価情勢を確認しても、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は、総合ベースで+2.0%(前年比、以下同様)を挟んで、コアベースでは+2%台前半で安定的に推移しており、ECBの物価安定目標に概ね沿っている。やはり、見通せる将来において、現状維持が基本線になるだろう。金利先物市場における織り込みも同様であり、2026年にかけて利下げ再開はほとんど織り込まれていない。
- ・ 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予定だ。前回10月会合は政策金利の据え置きを賛成多数で決定したが、高田・田村両審議委員はやはり利上げを主張した。経済物価見通しは7月時点から大きな変化はなく、リスク要因や金融政策運営の文言もほぼ据え置き。植田総裁は物価安定目標達成への確度が高まっているとしつつ、利上げ再開のタイミングに関しては慎重な姿勢を維持した。特に、次の春闘を重視する姿勢を強調しており、これが市場ではハト派的と解釈された。もっともその後は、植田総裁をはじめとした日銀高官からのタカ派的な情報発信に加え、高市政権が利上げを容認するとの観測報道などが重なって、本稿執筆時点の金利先物市場においては、12月利上げはほとんど織り込まれた状態にある。市場想定のターミナルレートの代理変数である2年先1か月先金利は1.50%を上抜ける局面もあり、人々の利上げ期待も高まっているように見える。逆に言えば、これほど日銀利上げが織り込まれていても、円相場は失地回復に至っていないことは気がかりである。過去の本欄で指摘したように、金利面で円安を修正するためには、過度にマイナスな実質(政策)金利を引き上げることが必須である。しかしながら、現在までの利上げペースでそれを達成するにはあまりにも時間がかかりすぎるうえ、ペースを速めるにしても「高圧経済」を志向する高市政権との連携は簡単とは言えまい。

	本邦	海外
12月12日(金)	・10月設備稼働率 ・10月鉱工業生産(速報)	・独11月消費者物価指数(確報) ・独11月経常収支
15日(月)	・10～12月期日銀短観 ・10月第3次産業活動指數	・ユーロ圏10月鉱工業生産 ・米12月NAHB住宅市場指數
16日(火)	・12月製造業/非製造業PMI(速報)	・独12月ZEW景気期待指數 ・ユーロ圏12月製造業/非製造業PMI(速報) ・ユーロ圏10月貿易収支 ・米11月雇用統計 ・米10月小売売上高 ・米12月製造業/非製造業PMI(速報)
17日(水)	・11月貿易収支 ・10月コア機械受注 ・7～9月期資金循環統計	・独12月IFO企業景況感指數 ・ユーロ圏11月消費者物価指數(確報)
18日(木)	・日銀金融政策決定会合(19日まで)	・ユーロ圏ECB政策理事会 ・米11月消費者物価指數
19日(金)	・11月消費者物価指數 ・日銀植田総裁記者会見	・独1月GfK消費者信頼感 ・ユーロ圏10月ECB経常収支 ・ユーロ圏12月消費者信頼感(速報) ・米11月中古住宅販売件数 ・米12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12月～)】

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)

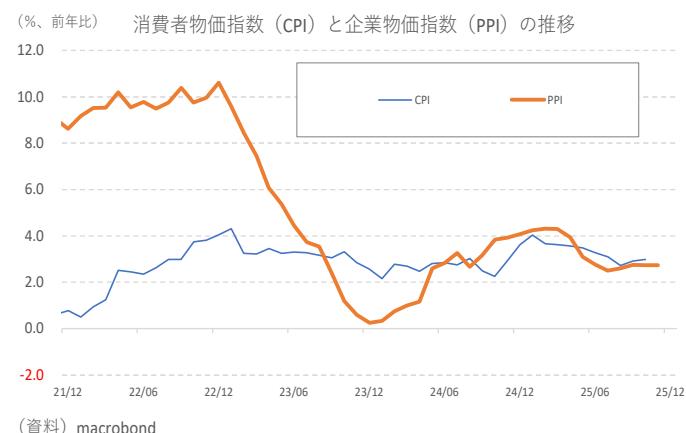
FOMC(1月27～28日、3月17～18日、4月28～29日)

### 3. 企業物価指数に透ける円安インフレの足音～高市政権への気づき～

#### 円安インフレの今後

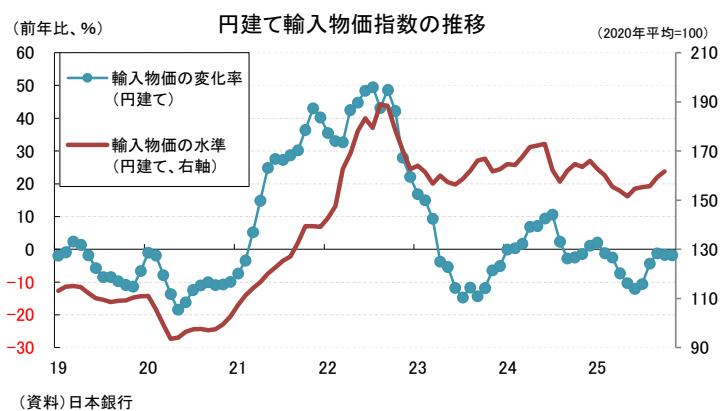
基本的には日米実質金利差の縮小が見込まれる地合いの中、ドル/円相場は155円前後から大きく動いていない。その理由は1つではないが、昨日も議論したように、そもそもFRBが踏み込んだ利下げをできそうにないという事情は寄与しているだろう。2026年になって議長と理事がトランプ好みの人物に挿げ変わったとしても、地区連銀総裁を中心として利下げ反対派は多く、連續利下げで強行突破できる状況にはない。結局、日銀がどれだけ利上げに動けるかに円安修正は託されている。そして利上げは経済・物価情勢ではなく為替に隸属しており、「円安がどれほど実体経済を痛めつけているか」が金融政策の「次の一手」を読むためのポイントになっている。日本のお家芸である金融政策の通貨政策が極まっている。

円安経由のインフレ圧力はまず国内企業物価指数（PPI）やこれと併せて発表される輸入物価指数を通じて輸入され、ラグを伴って消費者物価指数（CPI）に反映される（図）。この点、日銀が12月10日に発表した11月PPIは前年比+2.7%と前月と同じ伸びであった。内訳をみると、電力・都市ガス・水道（+0.15%ポイント）、非鉄金属（+0.12%ポイント）、飲食料品（+0.04%ポイント）と寄与が大きく、これに次いでコメを含む農林水産物（+0.04%ポイント）が続いている。+3%弱の伸びはCPIと近く、当面のインフレ圧力の強さを示唆している。



#### 円安インフレの足音

円安インフレの兆候として最も直接的な計数は円建て輸入物価指数である。周知の通り、10月から11月にかけて円全面安が進んだこともあって、円建て輸入物価指数の加速が懸念される状況にある。10月初頭の148円付近から11月末の156円付近までドル/円相場は約+5.4%上昇しているが、実際のところ、円安傾向は今春から継続しているため、円建て輸入物価指数は徐々に強含んでいる。前月比変化率を見ると2025年7月に2024年12月以来、6か月ぶりのプラスに転じた後、5か月連続で上昇中だ（11月は前月比+1.5%だった）。なお、11月分を前年比で見ると▲1.8%と10か月連続の下落中だが、5~7月の3か月間は二桁%の下落を記録していた（5月▲10.3%、6月▲12.0%、7月▲10.6%）。10月以降の円安加速はラグを伴って円建て輸入物価指数を明確に押し上げるはずであり、早晚、上昇に転じても不思議ではない。円安を起点とした国内物価の上昇圧力は着実に高まっているように見受けられ、日銀はこの兆候を見逃さないだろう。



上述した通り、PPIにラグを伴ってCPIも動くため、円安発・輸入物価経由のインフレ圧力は年明け

以降の日本経済が懸念すべき論点となる。なお、前頁図にも示されるように、変化率が落ち着いたところで水準は高止まりしている。日本では久しぶりのインフレを前にディマンドプルかコストプッシュかという視点が語られやすいものの、引き上げられた価格が世の中に浸透している以上、それはディマンド(需要)がついてきているのだから、一過性とは言えない。極論すれば、ここからドル/円相場が140円まで下落したとして、値上がりしたペットボトルの水やおにぎり、喫茶店のコーヒーなどの値段が下がってくれるだろうか。理由はどうあれインフレに良いも悪いもなく、日銀が対処すべき事象である。

### 当面は政策効果との打ち消し合い

もっとも、当面のPPIが暴騰することも考えにくい。経済対策の一環として12月末にはガソリンの旧暫定税率が廃止され、2026年1~3月は電気・都市ガス代の補助金政策も物価押し下げに寄与する。また、従前までPPIを押し上げていたコメを含む農林水産物は徐々に前年比での騰勢が剥落するため、この部分からのPPI減速も期待できる。円安インフレが直ぐに数字に現れるわけではない。しかし、こうした政策効果に伴うPPI減速が円安インフレと打ち消し合ったとしても、その政策コストが財政リスクを高め、円売りを促しているという現状もある。結局、慢性的な円安を断たない限り、根本的なインフレ要因も払拭されないため、当面のPPIが抑制されたとしても安心はできない。

過去2政権は円安インフレで支持率が蝕まれ、退陣に追い込まれた。その経験を踏まえれば、高市政権は連続利上げの容認に至っても不思議ではないが、安全保障面での政策姿勢がインフレ下でも世論を繋ぎ留めそうな雰囲気はある。過去の本欄でも論じたように、高インフレと通貨安でも長期政権を維持できた事例は往々にして外国人に対して厳格な姿勢を持つ政権でもあった。もちろん、民主主義ゆえ、世論が支持する以上、時の政権は望み通りの政策運営を展開するだろうが、それは金融市場から見れば「世論がリフレ政策を咎めない」という構図でもある。となれば、債券・為替市場の動きだけがリフレ政策に抗議の声を上げ続ける状況が続くしかない。これを国民が体感するのは、円建て輸入物価指数などを経由してCPIが明確に押し上げられる状況である。裏を返せば、為政者はこれらの計数からリフレ政策の危うさを感じ取れるということでもある。政権の支持率が高い今の中であれば、リフレ政策を旋回させても大きなダメージは恐らく小さく、むしろ英断として評価される可能性もあるのではないか。

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に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](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12月11日	FOMCを受けて～連続利下げは終了へ～
2025年12月10日	改めて痛感する「国際金融のトレンダ」
2025年12月9日	「ヒトvs.デジタル」の均衡が崩れそうな2026年
2025年12月8日	新たな中立金利推計を公表する意味
2025年12月5日	週末版
2025年12月4日	フリーフォールのドイツ経済が意味するもの
2025年12月3日	「ドル離れ」の真相～結局、どうだったのか？～
2025年12月2日	円安修正に必要な実質金利差の縮小とは？
2025年12月1日	2026年も「ドル安下での円安」になるのか？
2025年11月28日	週末版(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～)
2025年11月25日	決して遙くはないユーロ/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	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年10月分)
2025年11月14日	サナ活の功罪～世論がインフレを乗り越える時～
2025年11月12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11日	円の需給環境～25年度上期国際収支を受けて～
2025年11月10日	リフレ政策を巡る「本音」と「建前」の読み筋
2025年11月9日	欧洲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～粘着的ないフレ期待～
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～
2025年10月14日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年9月分)
2025年10月10日	「貢すれば多党化」～欧洲化する日本政治～
2025年10月9日	週末版
2025年10月8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7日	利上げを助ける高市レード
2025年10月6日	史上最高値を更新したユーロ/円相場
2025年10月3日	高市政権誕生と今後の論点整理
2025年10月2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1日	25年度上半期レビュー～主役の欧洲通貨、悲惨な円～
2025年9月26日	いよいよ終焉を迎える「現預金50%」時代
2025年9月24日	週末版
2025年9月22日	ユーロの基礎通貨性を再考する～global euro～
2025年9月21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	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年8月分)
2025年9月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～基本は現状維持、利上げの機会を窺う～)
2025年9月10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9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8日	誰が首相になっても「変わらぬ3つの論点」
2025年9月5日	統一対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年9月4日	週末版
2025年9月3日	遂に「利上げ再開」の兆しも出始めたECB
2025年9月2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	欧洲の外交成果が垣間見えた米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年7月分)
2025年8月14日	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13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12日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月8日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響力
2025年8月5日	週末版
2025年8月4日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月1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	対米投資利益の解説～「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	日米闇税交渉の合意について～現状と展望の整理～
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	日本版トランショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トランショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2025年6月分)
2025年7月11日	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10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に～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