

みずほマーケット・トピック(2025 年 12 月 19 日)

内容 1. 為替相場の動向

2. 来週の注目材料

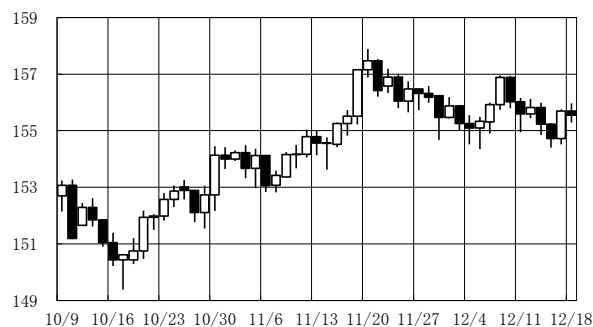
3. 本日のトピック:ECB 政策理事会を終えて～中立金利の引き上げ? 2 月も 3 月も目が離せず～

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」)

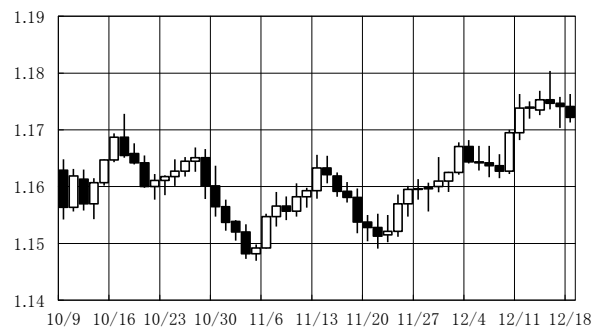
- 今週のドル/円は、概ね下に向って来いの展開となった。週初15日、155.88円でオープンしたドル/円は一時週高値となる155.99円まで小幅高も、日銀会合への警戒感の高まりを受けて155円付近に下落。海外時間は、米12月NY連銀製造業景気指数の弱めな結果が重しとなり154円台後半でじり安も、その後は米金利反転に連れる格好で155円前半に値を戻した。16日、ドル/円は日本株の軟調推移を横目に155円を割り込む。海外時間は、米10/11月雇用統計の軟調な結果を受け一時週安値となる154.40円に下落。その後は一時155円ちょうどに値を戻すも、引けにかけては154円台後半でもみ合い推移となった。17日、ドル/円は日本株の堅調推移や米金利上昇を背景に155円台前半に上昇。海外時間は、ウォラーFRB理事によるハト派な情報発信を受け米金利は低下に転じるも、むしろ155円台後半にじり高推移となった。18日、ドル/円は155円台後半で続伸。海外時間は、156円手前まで上値を伸ばすも、米11月消費者物価指数(CPI)の予想を下回る結果や米金利低下が重しとなって、一時155円台前半まで反落した。引けにかけては、米金利の底入れに合わせて155円台半ばに値を戻した。本日のドル/円は、日銀政策決定公表を前に、引き続き155円台後半で取引されている。
- 今週のユーロ/ドルは、1.17台半ばを中心にレンジ推移した。週初15日、1.1735でオープンしたユーロ/ドルは、米経済指標の軟調な結果を支えに一時1.17台後半まで上昇も、その後は米金利が上昇に転じたことが重しとなり1.17台半ばに水準を切り下げた。16日、ユーロ/ドルは米経済指標の弱い結果を受けた米金利低下を支えに一時週高値となる1.1804に急伸も、買い一巡後は1.17台半ばに反落、一日を通せば上に往って来いとなった。17日、ユーロ/ドルはポンド/ドル急落に連れる格好で一時週安値となる1.1703まで軟化も、その後は独金利上昇と共に1.17台半ばに反発した。18日、ユーロ/ドルは米経済指標の冴えない結果やECB政策理事会による成長率/インフレ率見通し上方修正を受けて1.17台後半に上昇も、引けにかけては米金利反発が嫌気され1.17台前半に反落した。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				
		12/12(Fri)	12/15(Mon)	12/16(Tue)	12/17(Wed)	12/18(Thu)	
ドル/円	東京9:00	155.50	155.88	155.02	154.74	155.50	
	High	156.13	155.99	155.20	155.74	155.98	
	Low	155.46	154.83	154.40	154.51	155.28	
	NY 17:00	155.85	155.23	154.72	155.69	155.57	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1742	1.1735	1.1754	1.1749	1.1742	
	High	1.1750	1.1769	1.1804	1.1758	1.1763	
	Low	1.1720	1.1728	1.1734	1.1703	1.1713	
	NY 17:00	1.1741	1.1754	1.1747	1.1740	1.1724	
ユーロ/円	東京9:00	182.66	182.95	182.15	181.83	182.58	
	High	183.15	183.00	182.49	182.86	183.13	
	Low	182.59	181.83	181.74	181.58	182.29	
	NY 17:00	182.95	182.38	181.79	182.81	182.42	
日経平均株価		50,836.55	50,168.11	49,383.29	49,512.28	49,001.50	
TOPIX		3,423.83	3,431.47	3,370.50	3,369.39	3,356.89	
NYダウ工業株30種平均		48,458.05	48,416.56	48,114.26	47,885.97	47,951.85	
NASDAQ		23,195.17	23,057.41	23,111.46	22,693.32	23,006.36	
日本10年債		1.95%	1.96%	1.95%	1.97%	1.97%	
米国10年債		4.19%	4.18%	4.15%	4.15%	4.12%	
原油価格(WTI)		57.44	56.82	55.13	55.81	56.00	
金(NY)		4,328.30	4,335.20	4,332.30	4,373.90	4,364.50	

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、23日(火)に7～9月期GDP(速報)が公表予定になっている。政府機関閉鎖に伴い公表が遅れていた統計で、本来3段階で公表されるはずだが、当該四半期データに関しては2段階での公表が予定されている。ちなみに、確報値は年明けの1月22日(木)に公表予定だ。前回の4～6月期は、+3.8%(前期比年率、以下同様)と2四半期ぶりにプラス成長に復帰している。輸入関税賦課の影響で純輸出の伸びが非常にボラタイルになっており、ヘッドラインの解釈は難しい。もっとも、要の個人消費支出は+2.5%と好調な仕上がりになっており、明確な失速感は見られない。現在までに判明している各種基礎統計を踏まえる限り、7～9月期の成長率も、個人消費を中心に底堅い結果が見込まれる。しかしながら、足許の10～12月期に関しては、政府機関閉鎖の影響もあり、成長率の伸びは抑制される公算が非常に大きい。なお、ブルームバーグの事前予想では、7～9月期GDP(速報)の結果に関し+3.2%と見込んでいる。
- 本邦では、24日(水)に日銀金融政策決定会合議事要旨(10月会合分)が公表予定だ。本稿執筆時点では12月会合の政策決定は判明していないが、+25bp利上げの実施が既定路線となっている。よって、10月会合時点の議事要旨の注目度はやや落ちてしまうかもしれない。もっとも、10月時点の日銀のコミュニケーションは、特に植田総裁会見を中心にハト派スタンスが目立っていたため、会合間の情報発信の変化を見極めるという意味合いでは重要でもあろう。実際、10月会合の「主な意見」は、物価の上振れリスクに対する警戒感が強く滲むなど、植田総裁会見対比ではタカ派な印象も受けた。
そのほか、26日(金)に東京都区部の12月消費者物価指数(CPI)が公表予定だ。コアCPI(生鮮食品除く)に関し、前回11月の結果は+2.8%(前年比、以下同様)と10月と一致も、市場予想の+2.7%を僅かに上振れた。また、エネルギー要因も除外したコアコアCPIも+2.8%となっている。サービスの伸びは+1.5%と加速感は見られないものの、全体として価格転嫁は継続していることもまた事実である。円安経由の輸入物価押し上げ効果もあり、思ったほど早いペースで物価の伸びが鈍化しない可能性にも留意したい。なお、12月の結果に関しブルームバーグの事前予想では、総合ベースでは+2.3%、コアベースで+2.5%と見込んでいる。

	本 邦	海 外
12月19日(金)	<ul style="list-style-type: none"> ・11月消費者物価指数 ・日銀植田総裁記者会見 	<ul style="list-style-type: none"> ・独1月GfK消費者信頼感 ・ユーロ圏ECB賃金トラッカー ・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月シガン大学消費者マインド(確報)
22日(月)	—————	—————
23日(火)	<ul style="list-style-type: none"> ・11月工作機械受注(確報) 	<ul style="list-style-type: none"> ・独11月輸入物価指数 ・米7～9月期GDP(速報) ・米10月耐久財受注(速報) ・米11月鉱工業生産 ・米12月コンファレンスボード消費者信頼感
24日(水)	<ul style="list-style-type: none"> ・日銀金融政策決定会合議事要旨(10月会合分) ・11月企業向けサービス価格指数 ・10月景気動向指数(確報) 	—————
25日(木)	<ul style="list-style-type: none"> ・11月住宅着工件数 	—————
26日(金)	<ul style="list-style-type: none"> ・12月東京消費者物価指数 ・11月失業率/有効求人倍率 ・11月小売売上高 ・11月鉱工業生産(速報) 	—————

【当面の主要行事日程(2026年1月～)】

日銀金融政策決定会合(1月22～23日、3月18～19日、4月27～28日)
 FOMC(1月27～28日、3月17～18日、4月28～29日)
 ECB政策理事会(2月5日、3月19日、4月30日)

3. ECB 政策理事会を終えて～中立金利の引き上げ？2 月も 3 月も目が離せず～

一段と目標実現に接近

年内最後の 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 4 会合連続で据え置いた。市場予想通りの決定であり、全会一致であったことも明らかにされている。引き続きラガルド ECB 総裁の

ECB のスタッフ見通し(2025 年 12 月)

(%)

	2025	2026	2027	2028
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2025年9月)	2.1	1.9	1.8	2.0
コアHICP (前回:2025年9月)	2.4	2.2	1.9	2.0
実質GDP (前回:2025年9月)	1.4	1.2	1.4	1.4
	1.2	1.0	1.3	-

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2025年は1.13、26-28年にかけて1.16。

※コアはエネルギー・食品を除く

会見では利下げの連続性が否定されており、この点も市場予想と大きな乖離はなかった。前々回となる 9 月会合時点でラガルド総裁は「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)」と断言したが、未だその基本認識に沿った情報発信が行われている。今回、ラガルド総裁は「現在直面している不確実性の大きさを踏まえると、現時点でガイダンスを示すことはできない」と政策金利の軌道について言質を与えなかったものの、スタッフ経済見通しは 2026 年に関し、実質 GDP 成長率もユーロ圏消費者物価指数 (HICP、総合およびコア) も見通しが引き上げられている (図)。特に 2026 年の HICP については 9 月時点で総合が+1.7%、コアが+1.9% と共に+2%を割り込んでいたものが、それぞれ+1.9%、+2.2%へと引き上げられている。+2%目標実現について、一段と説得力のある仕上がりであり、何らかのリスクが無い限り、利下げは打ち止めと見て問題ない。後述するようにリスクはむしろ利上げ再開である。

やはり争点化している賃金問題

本欄プレビューではチーフエコノミストであるレーン ECB 理事が思ったよりも賃金の伸びが鈍化してこないことに懸念を示している事実注目していた。会見では「2026 年のインフレ率の上昇は、サービス業のインフレ率の上昇によって正当化、あるいは説明されるものでした<中略>サービス業のインフレ率全体について、どの程度懸念していますか。これは、予想外の事態となる可能性はありますか」という質問が見られている。この質問が恐らく今回の会見のハイライトだったと言える。ラガルド総裁は「今後、我々が注視していくべき分野の一つであることは明白」と断ったうえで、「これ (サービスの上昇) は我々が注意深く注視している傾向であり、スタッフ調査によると、その多くは賃金に関連している。我々はその上昇に驚いている」と予想外の賃金上昇を認めている。ECB はこうした現状に対し「一時的な支払いの多くが 9 月から 12 月の間に発生し、私たちの予測では予想外の事態となっている」と整理しているが、「謙虚な姿勢で、できるだけ多くの詳細とデータを検討する」と賃金が主導するインフレ率の上振れに警戒を解いていない。

ちなみに力強い賃金と整合的に実質 GDP 成長率が上方修正されているわけだが、この背景として政策理事会は企業部門全体における設備投資の予想以上の増勢があり、経済構造が変化している可能性にも注目していると論じている。後述するように、この点は中立金利推計の引き上げを予感させる動きでもあり、ECB の「次の一手」にとって大きなヒントとなる。

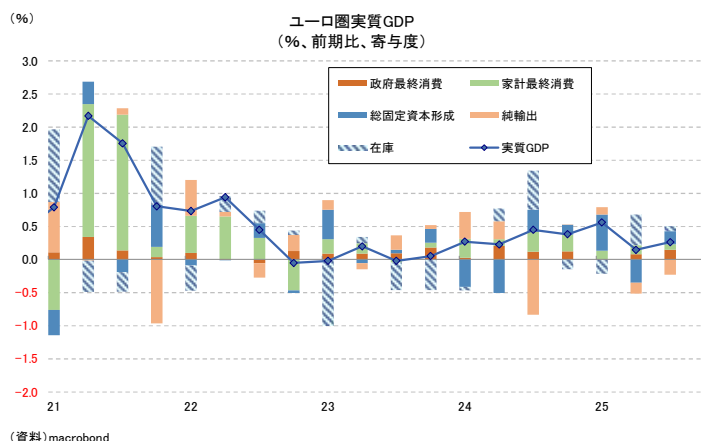
当面は3月見通し改定に注目

本欄プレビューでも論じた通りだが、一部の ECB 高官が示唆するように「次の一手」が利上げであることは事実だとしても、その「次」が直近 1~2 会合という話ではなく、それは 2026 年中盤以降の話であろう。現在の見通しとの段差があまりにも大きくなることも考えにくいと、3 月、6 月とスタッフ見通し改定を刻みつつ利上げ路線への匍匐前進を進めると思われる。次回 3 月スタッフ見通し改定で 2026 年インフレ率がさらに上振れ、総合ベースで+2%を超えるような展開が視野に入れば、これに合わせて「次の一手」が政策金利の引き上げであることの検討もなされる可能性がある。

上述の通り、今回、政策理事会は実体経済の強さ、とりわけ設備投資の強さを議論している。ラガルド総裁からは「コンピューター能力、通信、そして無形資産への追加投資、つまり有形資産よりも設備投資が、まさに現在私たちが目にしている状況の特徴」と述べ AI の勃興による設備投資意欲の高まりが成長率を押し上げている可能性に言及があった。その上で「2 月には域内国の surveillance report、財政政策と供給側の分析などを通じて、より

詳細なレビューを行う。これがこの新たな成長の特徴である長期的な事実であるかどうかを判断するために、もう少し長い期間を見ることになる」といった趣旨が示されている。

こうした政策理事会の問題意識はユーロ圏経済の潜在成長率およびこれと整合的な自然利子率（または中立金利）が押し上げられている可能性を示唆している。利上げは拙速としても、「利下げはもう不要」という点については意見集約が完了していると見て差し支えないのだろう（ちなみに利上げ議論の有無を尋ねた記者質問に対し、ラガルド総裁は「ノー」と即答している）。こうした状況を踏まえ、ECB の情報発信の風向きがいつ、どのように変わるのかを見極めることが 2026 年の争点となる。象徴的には 3 月スタッフ見通し改定が重要になるものの、2 月に提示される分析からも目が離せそうにない。



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/egon.html> (Archives) 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12月17日	ECB政策理事会プレビュー～利上げ転換はいつ?～
2025年12月16日	未成年NISAの現状と展望～新しい変数に～
2025年12月15日	本当に恐ろしい円安リスクは欧米利下げ停止
2025年12月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年11月分) 週末版(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～)
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「国際金融のトリレンマ」
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)
2025年10月14日	「貧すれば多党化」～欧州化する日本政治～
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「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～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～