



Weekly Market Report

Jul 28, 2025

FX, JPY Interest Rate, Topics

1. 為替相場概況

日米貿易協議が合意された中での日銀利上げ観測が焦点か

USD/JPY（1週間の値動き）



コメント

先週のドル円相場は週央にかけてドル安進展するも、週末にかけて上昇する展開。週初は、20日の参院選にて与党が議席の過半数を割り込むも、事前に過度な財政拡張懸念が織り込まれていたことから円買戻しが入り、148円台半ばから147円台前半まで下落。その後も米金利低下の流れで146円台半ばまで下落。週央にはトランプ大統領が日本への相互関税を15%に引き下げると表明すると、ドル円は146円台前半から147円台半ばまで上昇するも、LN時間に入ると146円台前半まで再度下落。週末にかけてECBでは政策金利の据え置きが決定、その後ガルド総裁が様子見の姿勢を示すと欧州・米金利ともに上昇し、ドル円上昇、最終的に147円台後半で越過。今週は米相互関税の交渉期限が迫る中で、日米貿易協議が合意された状況下で日米中銀の政策スタンスに変更があるか、また1日の米雇用統計に注目したい。（市場営業部/遠藤）

今週の経済指標（予定）

日付	イベント	予想
7/30(水)	(米国) 2Q 米GDP	+2.5%
7/30(水)	(米国) 米FOMC	4.25%-4.50%
7/31(木)	(日本) 日銀政策決定会合	0.50%
8/1(金)	(米国) 米雇用統計(NFP)	+10.1万人
8/1(金)	(米国) ISM製造業PMI	49.5

USD/JPY（5年間）



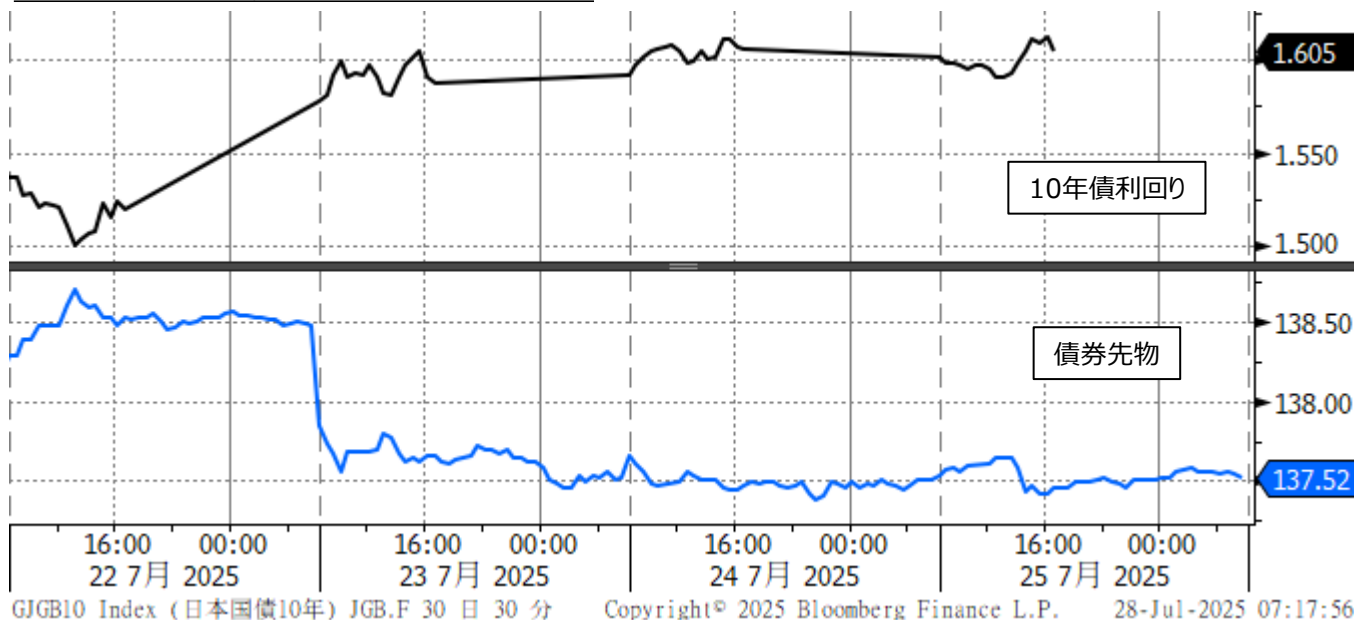
今週のレンジ予想（USD/JPY）

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
野路 舞花	144.50 – 151.00	今週は経済指標の発表に加え、トランプ関税の交渉期日を迎えたりと材料が多く大きく値動きする展開となると思料。
浅野 桂太郎	144.00 – 151.50	週央の中銀イベントに加え、米大統領の関税を巡る発言や、石破総理の進退可能性などが材料視される展開を予想。

2. 円金利相場概況

10年債金利はおよそ17年ぶりの高水準に。今週の日銀金融政策決定会合に注目が集まる

10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）



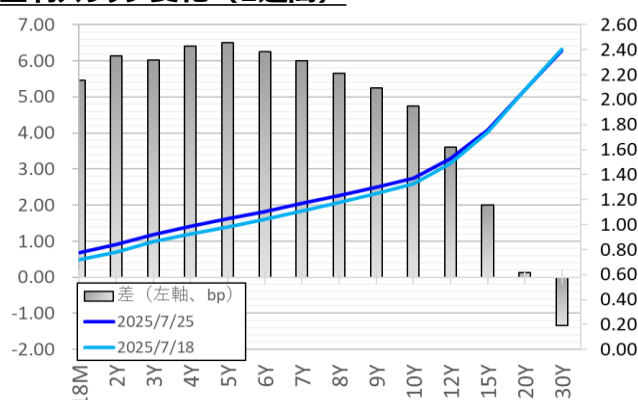
コメント

(出所) Bloomberg

先週の10年国債金利は大幅上昇。週初は参院選で与党が敗北したものの、概ね市場予想どおりで、10年債利回りは1.54%台でスタート。その後は、国内政治の不透明感や日米の相互関税発動の8月1日を前に、リスクオフの展開で、円金利は低下基調で推移。火曜日の朝方に、トランプ米大統領が日本への相互関税を25%から15%に引き下げて合意したと表明したこと一転リスクオンに。タイミング的にもサプライズだったこともあり、朝方から10年債利回りは1.51%台から1.60%台まで大幅上昇して反応。週中は、石破首相が8月までに退陣を表明する意向を固めた（その後本人は否定）と伝わり財政悪化が懸念されたことや、日米関税合意を受けて景気減速懸念が後退し、日銀が再び利上げを再開する地合いが整ったとの思惑が浮上し、円金利は高止まりして推移。週末にかけては、米ブルームバーグが日銀関係者の話として「企業行動次第では年内に利上げできる環境が整う可能性がある」とも伝えたことも債券売りにつながり10年債利回りは1.605%に上昇して越週した。

今週は日銀金融政策決定会合やFOMC、米雇用統計等の重要イベントに注目。植田総裁の会合後の記者会見での関税合意後の見通しについて注目が集まる中、国内長期金利は月末の日銀金融政策決定会合まで、レンジ推移の中でやや上昇と予想する。（市場営業部/川上）

金利スワップ変化（1週間）



10年円金利スワップ推移（5年間）



(出所) Bloomberg

今週のレンジ予想（10年国債利回り）

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
森本 泉貴	1.55% - 1.70%	日米関税合意を受けて、経済の先行き不透明感は払拭されつつある。政策決定会合後の植田総裁の発言に注目したい。
野路 舞花	1.55% - 1.65%	今回の日銀金融政策決定会合では現状維持と思われるが、早期利上げを示唆する内容となれば金利上昇の可能性も。

3. 今週のトピックス
FOMC反対票から見る米金融政策

パウエル議長時代からは反対票が減少傾向、メンバー内でも意見が割れる中で9月利下げは難しいか

7月29,30日でFOMCを開催される。マーケットでは今会合での金利据え置きをほぼ100%織り込む一方、9月会合での利下げ実施を60%程度織り込む状況となっている。本稿では過去のFOMC反対票から、9月の利下げ実施の可能性について考察したい。

FOMC投票とは

FOMCとは米国金融政策を決定する重要な会合であり、投票メンバーはFRB理事7名と12地区連銀総裁の内5名の計12名で構成される。FOMCは通常年8回開催され、政策金利の変更や量的緩和などの政策を議論し、多数決によって決定。会合後には声明文が公表され、賛成、反対を投じたメンバーが報じられる。

2010年以降のFOMC反対票

図1で2010年以降のFOMC反対票についてまとめたものである。パウエル議長就任以降、反対票が大きく減少していることが分かる。2018年2月以降の60回のうち49回は反対票なしとなっており、最大17回連続（2022年7月～2024年7月）で全会一致を記録している。理事からの反対は2回のみであり、ひとつは2024年9月ボウマン理事が0.50%利下げの決定に対し0.25%利下げを主張したこと、ふたつ目は2025年3月ウォーラー理事がバランスシート縮小について現状維持の反対票を投じたことである。

続いて、図2では2018年以降のFOMCにおいて政策金利の変更が決定された際の反対票についてまとめた。理事からの反対は2024年9月ボウマン理事の1票のみ、地区連銀総裁からの反対は平均0.47回、コロナ収束後の2022年以降に絞ると平均0.21回と特に直近では少ない。パウエル議長はFOMCメンバーのオーソライズを得ながら、反対票を極力出さずに政策金利を変更してきたことが伺える。

FOMCドットチャート

図3は前回のFOMCで示されたドットチャートである。年内見通しの中央値は辛うじて前回（2025年3月）同様、年2回利下げであるが、内訳は利下げなしが3名増加して7名、年2回の利下げが1名減少して8名となっている。FOMCメンバー間において年内見通しに大きな乖離があることが分かる。

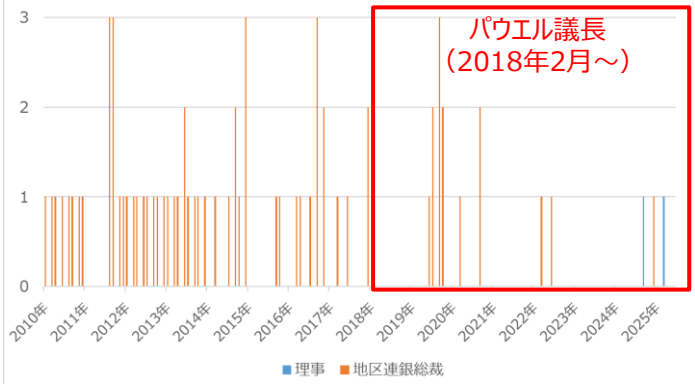
今後の注目点

トランプ大統領からの利下げ圧力やパウエル議長解任要求がある中では、金融政策のスタンスをより明確に示すことが重要であり、FRBメンバーの意見が割れる中での政策変更は市場の混乱を招く可能性が高い。したがって、政策金利変更の決定には全会一致による合意形成が重要とFOMCメンバーも考えているのではないだろうか。また、足元のトランプ関税は日本とEUにおいては合意に達したものの、中国との合意時期は未だ不透明であり、関税による物価への影響は9月以降の数字を見極める必要があるだろう。

以上を踏まえると、現時点で市場が織り込む9月利下げを全会一致で合意するのはハードルが高く、据え置きとなる可能性が高いものと考える。

(市場営業部/堀)

【図1】FOMC反対票



(Federal Reserve Boardよりあおぞら銀行作成)

【図2】政策金利変更のFOMC 反対票 (2018年以降)

FOMC会合	反対票		政策金利		
	理事	地区連銀総裁	結果	前回	金利変更
2018年3月	0	0	1.75%	1.50%	0.25%
2018年6月	0	0	2.00%	1.75%	0.25%
2018年9月	0	0	2.25%	2.00%	0.25%
2018年12月	0	0	2.50%	2.25%	0.25%
2019年7月	0	2	2.25%	2.50%	-0.25%
2019年9月	0	3	2.00%	2.25%	-0.25%
2019年10月	0	2	1.75%	2.00%	-0.25%
2020年3月	0	1	1.25%	1.75%	-0.50%
2020年4月	0	0	0.25%	1.25%	-1.00%
2022年3月	0	1	0.50%	0.25%	0.25%
2022年5月	0	0	1.00%	0.50%	0.50%
2022年6月	0	1	1.75%	1.00%	0.75%
2022年7月	0	0	2.50%	1.75%	0.75%
2022年9月	0	0	3.25%	2.50%	0.75%
2022年11月	0	0	4.00%	3.25%	0.75%
2022年12月	0	0	4.50%	4.00%	0.50%
2023年1月	0	0	4.75%	4.50%	0.25%
2023年3月	0	0	5.00%	4.75%	0.25%
2023年5月	0	0	5.25%	5.00%	0.25%
2023年7月	0	0	5.50%	5.25%	0.25%
2024年9月	1	0	5.00%	5.50%	-0.50%
2024年11月	0	0	4.75%	5.00%	-0.25%
2024年12月	0	1	4.50%	4.75%	-0.25%

(Federal Reserve Boardよりあおぞら銀行作成)

【図3】ドットチャート (2025年3月、6月 FOMC)

政策金利(%)	2025年末見通し		2026年末見通し		2027年末見通し	
	2025年3月	2025年6月	2025年3月	2025年6月	2025年3月	2025年6月
4.25-4.50	4	7				
4.00-4.25	4	2	3	1		
3.75-4.00	9	8	1	5	2	2
3.50-3.75	2	2	2	4	4	3
3.25-3.50			9	5	2	6
3.00-3.25			1	2	6	3
2.75-3.00			3	1	3	3
2.50-2.75				1	2	2

※中央値赤字

(Federal Reserve Boardよりあおぞら銀行作成)

ご留意事項

- ・本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の申し込みでも、取引締結の推奨でもなく、売買若しくは何らかの取引を行うことを助言したり、または勧誘したりするものではありません。
- ・本資料の内容につき、当行はその正確性及び完全性を保証するものではなく、一切の責任を負いません。ご利用に際しては、ご自身のご判断をお願いします。
- ・本資料に基づき、お客さまが投資のご判断をされた結果に基づき生じた損害・損失等については、当行は一切責任を負いません。
- ・本資料は著作物であり、著作権法により保護されております。無断で本資料の全部または一部を複製、送信、転載、譲渡および配布することはできません。
- ・本資料に掲載された各見通しは本資料作成時点での各執筆者の個人的見解に基づいており、それらは必ずしも当行の見解を反映しているとは限らず、また、予告なしに変更される場合があります。



商号：株式会社あおぞら銀行（登録金融機関 関東財務局長（登金）第8号）
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会