

りそな為替動向マンスリー:2025年10月

りそなホールディングス 市場企画部
ストラテジストチーム
武居、苅谷
エコノミストチーム
佐藤、渋谷

ドル円見通し:中旬のインフレ関連指標の上振れによる円安進行を展望

- ・ドル円は、当面の間、150円を中心としたレンジ相場を形成すると予想
- ・今後発表される米国のインフレ関連指標の上振れで円安が進行するとみる
- ・リスクは日銀の利上げ機運の高まりだが、ドル円の下値目途は138円程度とみている

ユーロ円見通し:引き続き170円台の最高値圏で推移

- ・ユーロ円は、来年にかけても170円台の最高値圏を中心に推移すると予想
- ・ドイツを中心とした財政拡張路線転換がユーロを下支え
- ・ECBの追加利下げや日銀のタカ派転換、仏政局悪化時のユーロ円下値目途は160円程度

ホットトピックス:リフレ色の強い高市氏が自民党総裁に就任

- ・日銀金融政策:利上げ派と慎重派の距離感確認が重要
- ・米労働市場:米労働市場の軟化は米経済の軟化を意味しない
- ・欧州:関税合意を受け、実体経済への影響を確認するフェーズへ

中長期テーマ:ドル/円のレンジは変わったのか

- ・ドル/円のレンジは近年130～150円台が定着しつつある
- ・その背景には、日本の外向き志向・赤字構造の定着・円の魅力低下・弱まる“有事の円買い”という4つの視点がある

		2025				2026				2027			
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	1-3月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	1-3月期	7-9月期	10-12月期
メイン	ドル円	152.5	144.5	147.3	149.2	150.1	149.6	149.2	149.2	149.2	149.2	149.2	149.2
	想定レンジ	—	—	—	138 ～ 160	138 ～ 160	138 ～ 160	138 ～ 160	138 ～ 160	138 ～ 160	138 ～ 160	138 ～ 160	138 ～ 160
	ユーロ円	—	—	—	172.2	171.8	173.1	175.0	175.5	176.4	176.9	177.7	178.2
	想定レンジ	—	—	—	160 ～ 180	160 ～ 180	160 ～ 180	165 ～ 185	165 ～ 185	165 ～ 185	165 ～ 185	165 ～ 185	165 ～ 185
サブ1	ドル円	—	—	—	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0
	ユーロ円	—	—	—	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0
サブ2	ドル円	—	—	—	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	165.0	165.0	165.0	165.0
	ユーロ円	—	—	—	170.0	170.0	170.0	170.0	170.0	175.0	175.0	175.0	175.0

メインシナリオ:米景気はソフトランディングへ

米国	➢ FRBはインフレのピークアウトにより利下げを漸進的に実施し、25年度2回、26年度2回の利下げを実施し、3.50%は当面のターゲット。中長期では2.50%に
日本	➢ トランプ関税の景気への影響を確認しつつ、2026年度にかけて1%までの追加利上げを実施。国内の中立金利の想定は日本の潜在成長率を勘案し、1%程度を想定
欧州	➢ ユーロ圏の景気回復を受けて、ECBは利下げサイクルを終了し政策金利を当面現状の水準で維持

サブ1:トランプ関税を受けて世界貿易が収縮し、長期停滞

米国	➢ 25年度後半にリセッション入り、長期的に潜在成長率が下振れへ。FRBは景気悪化対応で利下げ継続
日本	➢ グローバル景気悪化により25年度後半からゼロ金利政策に。その後は低成長、低インフレの世界に
欧州	➢ グローバル景気悪化を受け、ECBはゼロ金利近傍まで追加利下げを実施。日米と同様、低成長低インフレの状態が長期化

サブ2:高インフレ・高金利環境の持続

米国	➢ インフレ再燃を受け、FRBは利上げを再開し直近ピークの5.5%へ。高インフレ環境、景気も底堅いなかで、中立金利は4%に上昇
日本	➢ 賃金・インフレ上昇の定着を受けて、2026年度にかけて2%まで断続的な利上げを実施。人手不足による賃金上昇や海外インフレの輸入でインフレは2%超で推移
欧州	➢ 高成長のもとインフレ率が目標を上回って推移。ECBは景気過熱を抑えるため再び利上げに転じる

	日本	米国	その他
10/1(水)	7-9月期日銀短観	9月ADP雇用統計	
		9月ISM製造業景況指数	
10/2(木)	10年債入札	8月製造業受注	
10/3(金)	8月労働力調査	9月ISM非製造業景況指数	
		9月雇用統計	
10/6(月)			
10/7(火)	30年債入札	3年債入札	
	8月家計調査	8月貿易収支	
10/8(水)	8月毎月勤労統計（速報）	10年債入札	
		FOMC議事要旨	
10/9(木)	5年債入札	30年債入札	
10/10(金)	9月企業物価指数		
10/13(月)	(スポーツの日)	(コロンブス記念日)	
10/14(火)			(独) 10月ZEW景気指数
10/15(水)	20年債入札	10月NY連銀製造業景気指数	(中) 9月CPI
		9月CPI	
		米地区連銀経済報告	
10/16(木)	8月機械受注	10月フィラデルフィア連銀製造業景気指数	
		9月PPI	
		9月小売売上高	
10/17(金)		9月住宅着工・許可件数	

	日本	米国	その他
10/20(月)			(中) 7-9月期GDP
			(中) 9月生産・小売・投資
10/21(火)			
10/22(水)	9月貿易統計	20年債入札	
10/23(木)		9月中古住宅販売	
10/24(金)	9月消費者物価指数	9月新築住宅販売	(欧) 10月PMI（速報値）
10/27(月)		2年債入札	(独) 10月IFO企業景況感指数
		5年債入札	
10/28(火)		10月消費者信頼感指数	
		7年債入札	
10/29(水)		FOMC（結果発表）	
10/30(木)	植田日銀総裁定例会見	7-9月期GDP（速報値）	(欧) ECB定例理事会
10/31(金)	2年債入札	9月個人所得・消費支出	(中) 10月PMI
	9月鉱工業生産		
	9月住宅着工件数		
	9月労働力調査		



出所：Bloomberg、リそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 米国の労働市場をはじめとして景気の減速が確認されており、米国は利下げを進めていく公算。
- 加えて、米政権による通商交渉の進展や次期FRB議長候補の選定、日本の政局なども市場の材料として意識される。

見通し		10-12月		2026年1-3月		4-6月		7月～		
景気	✓ 景気減速がメイン予想も、リスクは関税による景気後退 ✓ 又、一時的なインフレ再燃に警戒	景気減速が継続 景気減速がメイン予想なるも、景気後退リスクも孕む				景気は底入れ 欧米景気は底入れへ				
		インフレ再燃の可能性 関税により輸入物価が押し上げられインフレが再加速するリスク								
金融政策	✓ 景気減速とインフレを天秤にかけつつ、米は利下げ継続 ✓ 日銀はオントラックの国内と、外部環境による影響を鑑みつつ、利上げを模索	米国は利下げ、欧州は様子見 関税による影響を確認しつつ、特に米国は慎重に利下げを継続						利下げ目途は3.5%程度？		
		日銀が追加利上げを模索 国内の賃金・物価はオントラックとの認識を示しながら、関税を中心とした外部環境を確認しつつ追加利上げスタンスを維持						利上げ目途は1.00%程度？		
		中銀会合 日程	米FRB 10/28-29	12/9-10 ドットチャート・経済見通し 12/18 スタッフ経済見通し	1/27-28 2/5	3/17-18 ドットチャート・経済見通し 3/19 スタッフ経済見通し	4/28-29 4/30	6/16-17 ドットチャート・経済見通し 6/11 スタッフ経済見通し	7/29-30 7/23	9/16-17 ドットチャート・経済見通し 9/10 スタッフ経済見通し
		日銀	10/29-10/30 展望レポート	12/18-19	1/22-23 展望レポート	3/18-19	4/27-28 展望レポート	6/15-16	7/30-7/31 展望レポート	9/17-9/18
米国 トランプ 政権	トランプ政権の 動向	11/10 対中関税猶予期限		次期FRB議長候補の選出 候補者 ・ケビン・ウォーシュ元FRB理事 ・クリス・ウォラーFRB理事 ・ケビン・ハセツトNEC委員長 など		11月中間選挙に 向けた 選挙活動へ				
		各国との通商交渉・品目別関税 成果の取りまとめ・品目別関税を検討				製造業支援・移民政策など				
その他	主要な政治日程 など	10月 IMF 於米国	10月 G20 財務省・中銀 於米国	10月 APEC 於韓国 米中首脳会談？	1月 ダボス 会議 於スイス	2月 冬季五輪 於 イタリア	3月～ 日本 春季 生活闘争	5月 G7 サミット 於フランス	6月 OECD 閣僚理事会 於フランス	8月 ジャクソン ホール 会合
		11月3日 中間選挙 上院1/3 下院全議席 が改選								

出所:各種報道、bloomberg

先月のレビュー

ドル/円

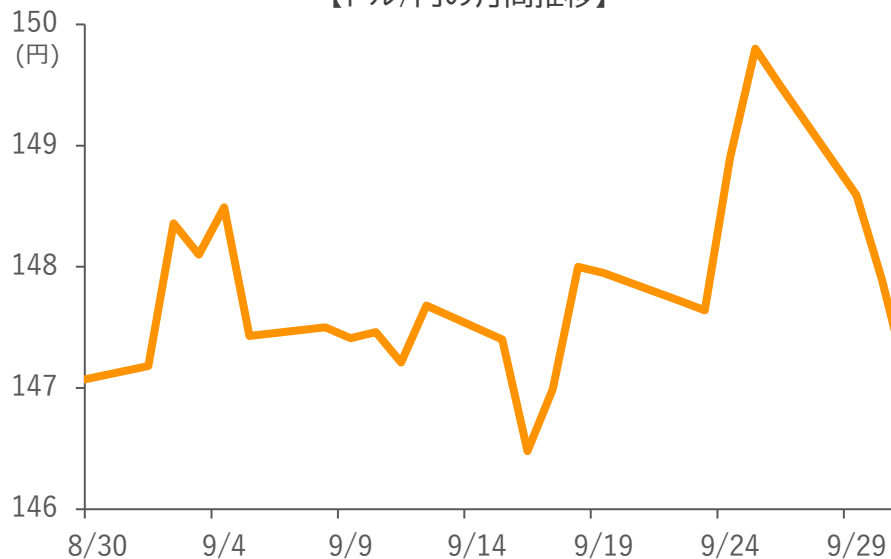
↑ **147.90円**
前月比+0.85円(+0.58%)

日経平均
↑ **44,932円**
前月比+2,214円
(+5.18%)

ユーロ/円

↑ **173.53円**
前月比+1.67円(+0.97%)

【ドル/円の月間推移】



減速しつつも底堅い米経済

米雇用統計の弱さから一時は下落も、利下げに慎重なFRB議長や米GDPの上方修正により150円手前まで上昇。月末にかけては政府閉鎖への懸念から上げ幅を縮小。

【ユーロ/円の月間推移】



利下げに慎重なECB理事会

米雇用統計を受けたドルの弱さや利下げ終了が予想されるECB理事会等を背景に堅調な地合いが継続。月末にかけては米政府閉鎖への懸念から上げ幅を縮小。

出所: Bloomberg、リそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 今後一年程度では緩やかな円安進行を展望
- 理由は以下の2つ
 - ①米景気不安の払しょくに伴い、市場の織り込む利下げパスがタカ派なものに修正される過程で日米金利差が拡大すること
 - ②日銀の利上げパスの市場織り込みが1.25%とやや過剰に織り込まれているため、1%へ修正される過程で日米金利差が拡大すること
- もっとも、経済環境等に大きな著変がなければ、こうした予想ターミナルレート水準に大きな変更は生じず、従って、ドル円も150円前後で安定的に推移する中で、方向感としては円安リスクが大きいという程度の認識に留めておくべきであろう

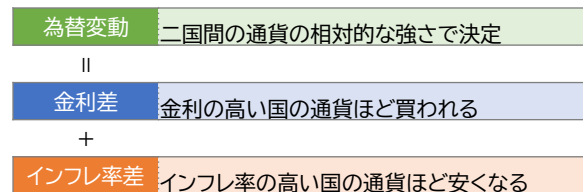
図表：ドル円の推移



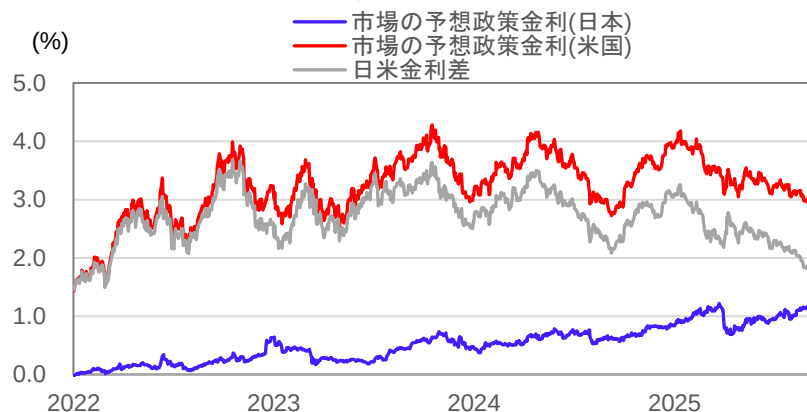
■今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
10月15日	CPI上振れでFRBの利下げ期待が後退	円安
10月16日	PPI上振れでFRBの利下げ期待が後退	円安
11月7日	雇用統計上振れでFRBの利下げ期待が後退	円安
—	日銀の利上げ機運の高まり	円高

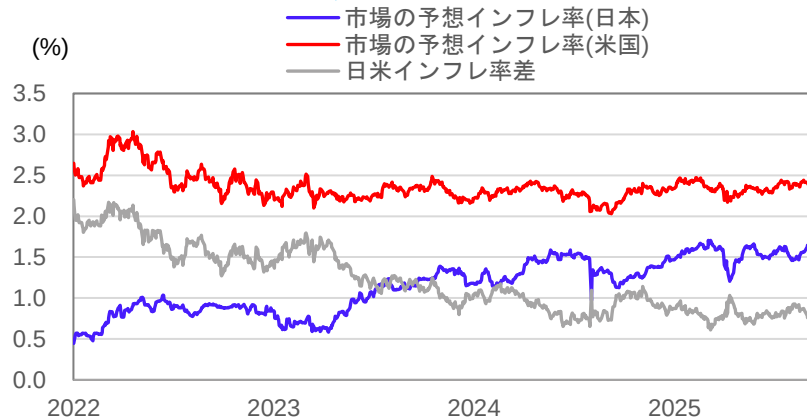
出所: QUICK, Bloomberg



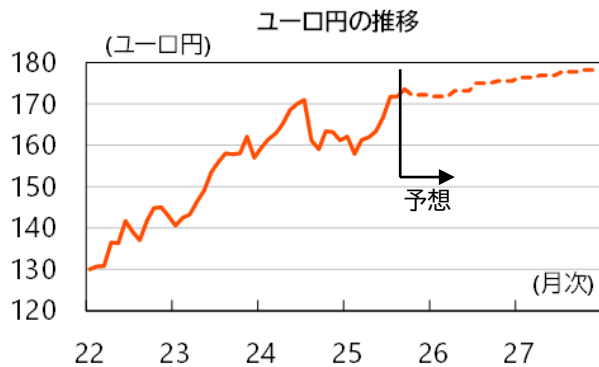
図表：日米の金利



図表：日米のインフレ率

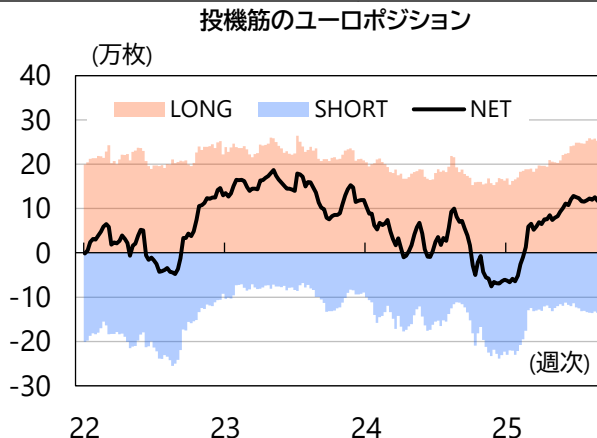
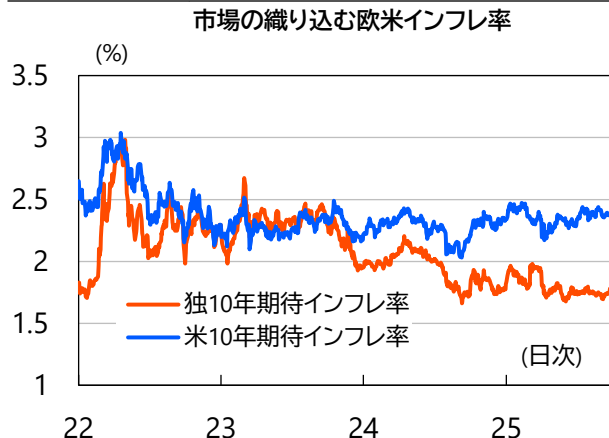
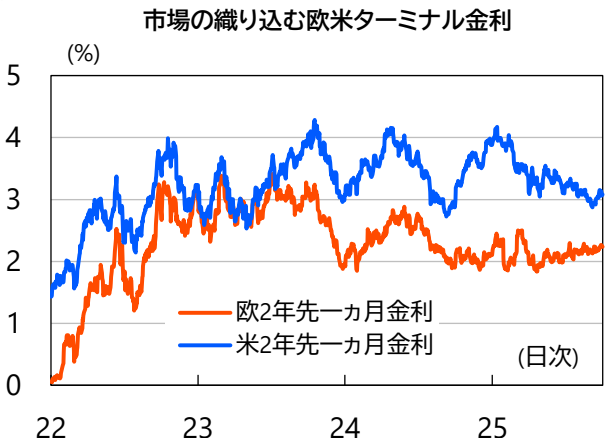


- ユーロ円は来年にかけても170円台の最高値圏を中心に推移すると予想
- 景気回復が進むほか、ドイツを中心とした財政拡張路線への転換がユーロ圏の潜在成長率を押し上げるとの期待から、引き続きユーロが買われる地合いとなりやすい推移を展望
- ユーロ高要因：月末の7-9月GDP統計や10月CPIが上振れれば、市場の追加利下げ織り込み後退や将来の期待インフレ上昇からユーロ一段高か。上値目途は180円まで
- ユーロ安要因：金融政策面では、ECBの追加利下げ示唆や日銀のタカ派転換。そのほか、足元では仏政局不安。仏マクロン大統領が議会解散総選挙に踏み切り、極右ポピュリズム政党が躍進する結果となれば、財政拡張が成長を押し上げる効果よりもむしろ財政規律の緩みが意識されユーロの売り材料となろう。下値目途は160円前後



今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
10/30	ユーロ圏GDP成長率の上振れ	ユーロ高
10/31	ユーロ圏インフレ率の上振れ	ユーロ高
—	仏マクロン大統領が議会解散し総選挙実施、極右政党が台頭	ユーロ安
—	ECB理事会で今後の追加利下げを示唆	ユーロ安
—	日銀がタカ派転換	ユーロ安

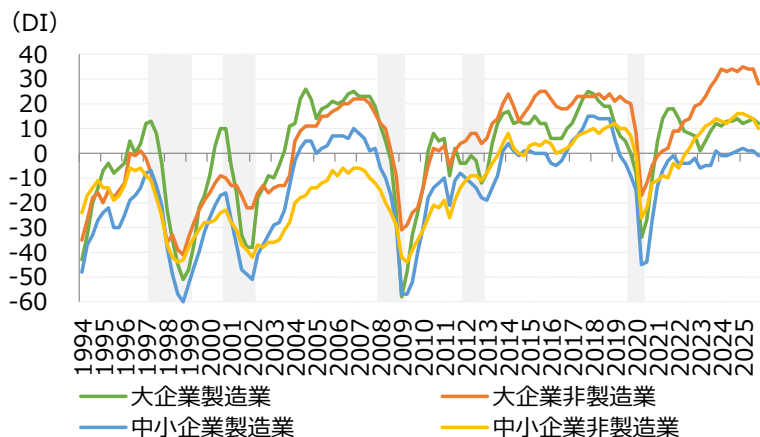


出所：Bloomberg

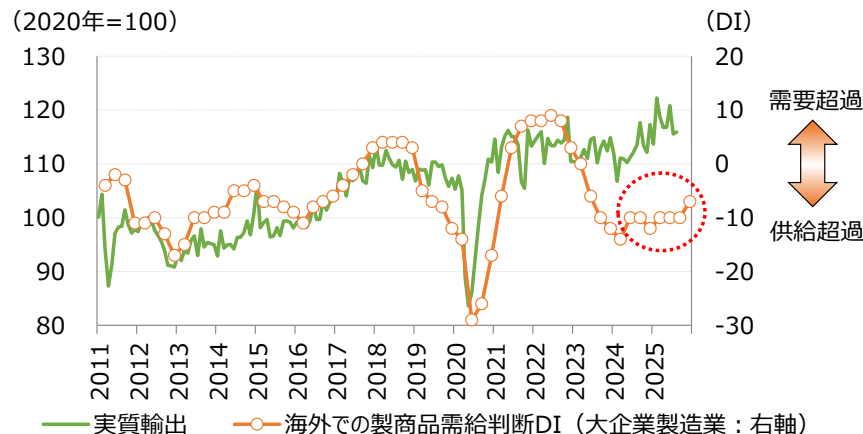
ホットトピックス

- トランプ関税の発動から2四半期を経たが、自動車産業を中心として企業の景況感は底堅い推移
- 最も懸念された事項であった輸出も持ちこたえとの目途が立ちそう
- 2025年度の利益計画と設備投資計画も意外なほど順調

景気の順調な拡大を見込む業況判断

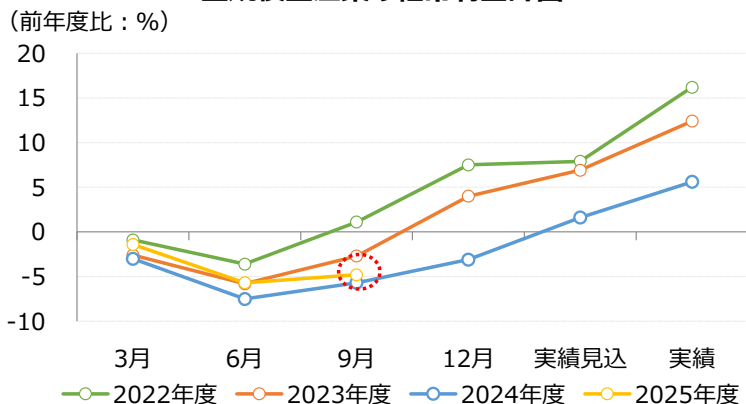


輸出は腰折れしなさそう

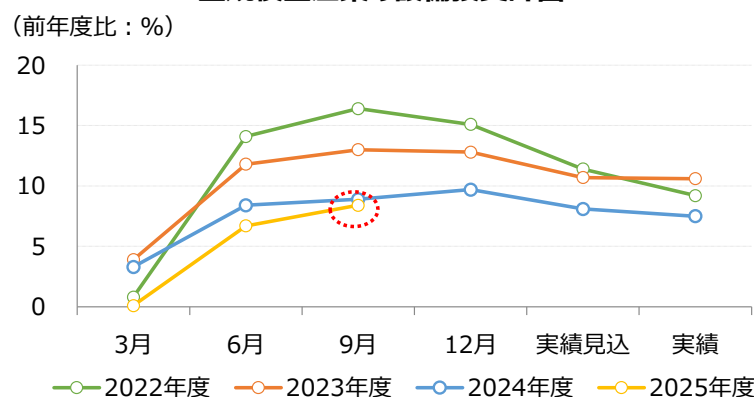


2025年度の利益計画と設備投資計画もトランプ関税を経ても例年程度

全規模全産業の経常利益計画



全規模全産業の設備投資計画



出所：Bloomberg、日銀、リそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 9月決定会合では2名の審議委員(高田氏、田村氏)が利上げ提案をしたことで機運は高まっている
- ただし、日銀支店長会議からは関税の影響をまだ時間をかけて点検したいとの姿勢が見え、日銀幹部(総裁・副総裁)はまだ慎重な姿勢を崩さない可能性があり10月利上げの可能性は後退

10月利上げへのチェックポイント：日銀総裁・副総裁が慎重姿勢であり10月利上げの可能性は後退

日付	イベント	重要ポイント	利上げの後押し要因？
9月2日	氷見野副総裁	・「(関税の)影響が出るまでに時間がかかっているだけで、これから及んでくる、というのが基本的な見方」	△
9月19日	日銀決定会合	・ 2名の審議委員が利上げを提案 ・ 声明文がハト派な内容	△
9月29日	野口審議委員	・ 過去の投票行動(マイナス金利解除反対、0.25%への利上げ反対)にもかかわらず、「政策金利の調整が必要」といったタカ派な発言	○
10月1日	9月調査短観	・ トランプ関税の賦課から2四半期経過しても企業景況感順調 ・ 2025年度の利益計画と設備投資計画は腰折れせず	○
10月2日	内田副総裁	・ 「全国証券大会」での挨拶：直近のハト派だった決定会合声明文を踏襲	×
10月3日	植田総裁	・ 基本的に直近の声明文のスタンスを踏襲し、関税の影響はまだ点検するスタンス	△
10月6日	日銀支店長会議	・ 関税の不透明感は前回(7月)よりも緩和されたことを示唆 ・ 「日本経済は関税に耐えられる」ということを明確には判断していない内容	△
10月16日	田村審議委員	・ 9月の利上げ提案を踏まえると、タカ派な内容か	
10月17日	内田副総裁	・ 「全国信用組合大会」での挨拶：例年は直近の決定会合声明文を踏襲	
10月20日	高田審議委員	・ 田村審議委員に同じ	
10月21日	氷見野副総裁	・ ユーラシアグループのイベントでの講演。9月2日のハト派な講演をどのように修正する/しないのか	
10月30日	日銀決定会合	・ 幹部(総裁・副総裁)が慎重な姿勢を崩しておらず、ここでの利上げ判断は先送りされる可能性	

出所：各種報道、日銀、りそなホールディングス

- 10月15日からの臨時国会で、高市早苗氏が女性としては初の内閣総理大臣に就任。支持率次第では早期の衆議院解散もあり得る
- 各候補はそれぞれに緩和的な財政スタンスを示してきたが、「責任ある積極財政」を標榜する高市氏はその中でも拡張的
- 内閣支持率が高く、政府の緩和志向が強まれば、日銀の利上げ判断を遅らせる可能性には注意が必要

リフレ色が強まる高市政権

氏名	年齢	主な経歴	派閥時代の所属	経済政策・財政政策・金融政策に関するスタンス
高市 早苗	64	元総務大臣 前経済安保大臣	無派閥（元町村派）	- 責任ある積極財政（政府純債務残高のGDP比引き下げ） - ガソリン税と軽油取引税の暫定税率廃止 - 年取の壁引上げ - 給付付き税額控除

「政府純債務残高のGDP比引き下げ」は分子である政府純債務の削減ではなく、名目GDPの引上げが主眼に

国債金利:政府のリフレ色の強まりで5年金利は低下方向、10年金利はオーバーシュートの可能性も

5年債推定値	米国長期金利										
超過準備付利	3.50	3.60	3.70	3.80	3.90	4.00	4.10	4.20	4.30	4.40	4.50
0.25	0.427	0.451	0.474	0.498	0.522	0.545	0.569	0.592	0.616	0.639	0.663
0.50	0.606	0.629	0.653	0.676	0.700	0.723	0.747	0.771	0.794	0.818	0.841
0.75	0.784	0.808	0.831	0.855	0.878	0.902	0.925	0.949	0.972	0.996	1.020
1.00	0.962	0.986	1.009	1.033	1.057	1.080	1.104	1.127	1.151	1.174	1.198
1.25	1.141	1.164	1.188	1.211	1.235	1.259	1.282	1.306	1.329	1.353	1.376
1.50	1.319	1.343	1.366	1.390	1.413	1.437	1.460	1.484	1.508	1.531	1.555

10年推定値	米国長期金利										
超過準備付利	3.50	3.60	3.70	3.80	3.90	4.00	4.10	4.20	4.30	4.40	4.50
0.25	0.873	0.896	0.919	0.942	0.965	0.989	1.012	1.035	1.058	1.081	1.104
0.50	1.076	1.099	1.122	1.145	1.168	1.191	1.214	1.237	1.260	1.283	1.306
0.75	1.278	1.301	1.324	1.347	1.370	1.394	1.417	1.440	1.463	1.486	1.509
1.00	1.481	1.504	1.527	1.550	1.573	1.596	1.619	1.642	1.665	1.688	1.711
1.25	1.683	1.706	1.729	1.752	1.775	1.799	1.822	1.845	1.868	1.891	1.914
1.50	1.886	1.909	1.932	1.955	1.978	2.001	2.024	2.047	2.070	2.093	2.116

出所：各種報道、リそなホールディングス

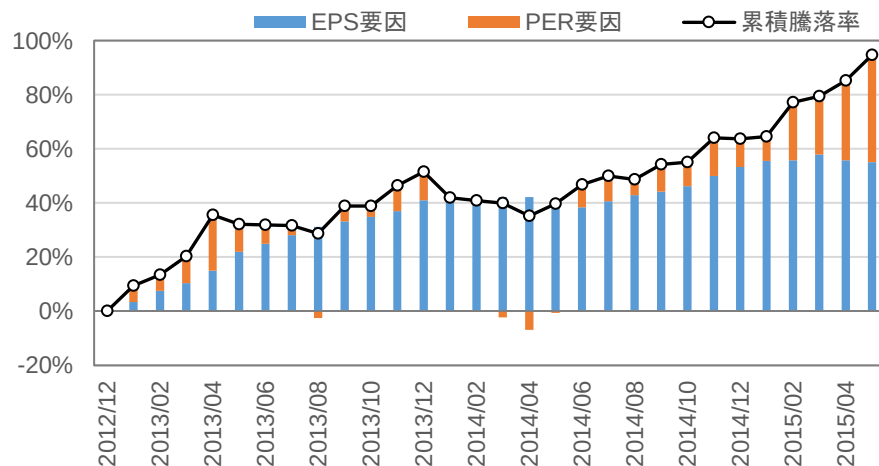
◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

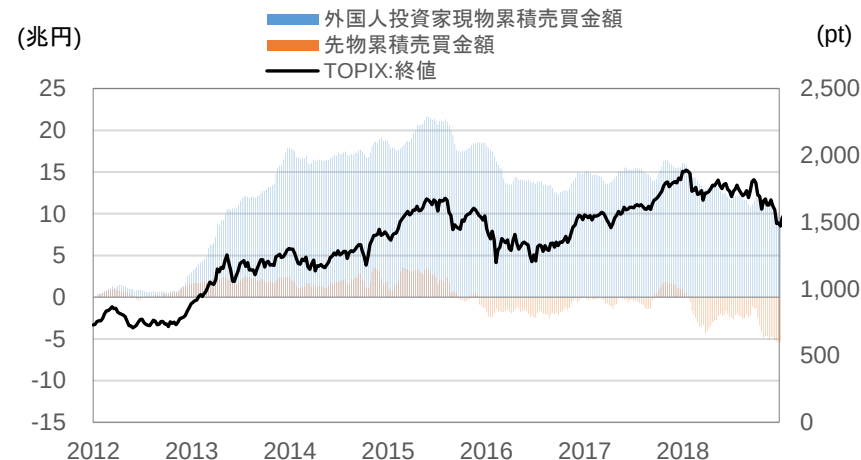
- 政策に近い安倍元首相のアベノミクス相場(2013年～2015年5月までの上昇相場)を参考に、当時の需給及びファンダメンタルズを確認し、当時との比較から今後を展望する
- まず、海外投資家は日本の構造改革を期待し、現先合計で2013年1月から2025年5月にかけて20兆円程度日本株を買い越した。この間にTOPIXは94.7%上昇した。ファンダメンタルズからこの上昇を考察すると、EPSは55%成長しているため、残りの約40%が海外投資家の買い越しによるバリュエーションの拡張によるものである
- もっとも、筆者は日本株の上昇を見込むものの、当時ほどの上昇相場となる可能性は低いとみている。主な理由は2つあり、①足元のバリュエーションはヒストリカルハイに迫るレベルで高いこと、②当時と異なりROEの劇的な改善は見込み難いことの2点である。当時を振り返ると、2012年末のTOPIXの12ヵ月先予想PERは13.8倍かつ、同予想ROEは、2012年末から2015年5月末にかけて、約7%から約8%まで大きく改善した。しかも、後者についてはリーマンショックからの回復期であったことも考慮する必要がある。すなわち、今回は外需関連企業の劇的な業績改善は見込み難い

図表2：アベノミクス相場の上昇要因分解

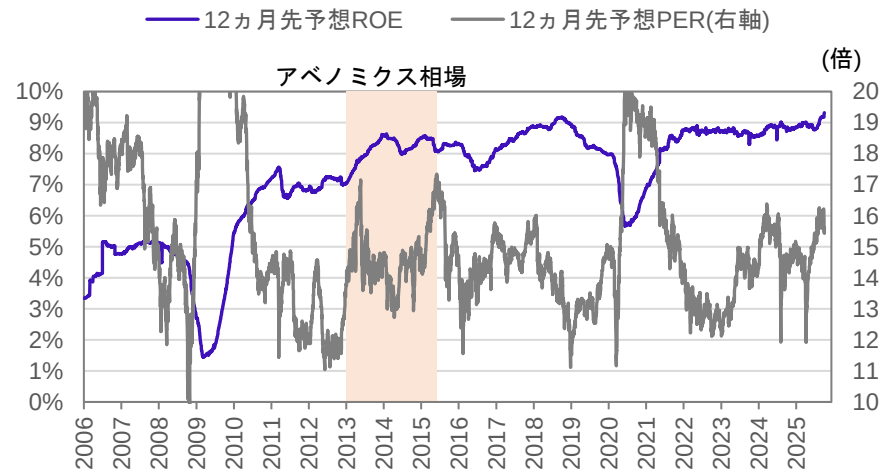


出所：Bloomberg、りそなホールディングス

図表1：海外投資家の売買動向



図表3：TOPIXとPER

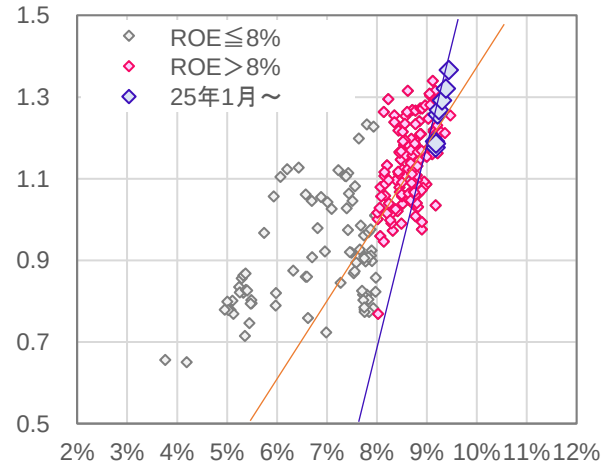


- 政策によって恩恵を受けるのは主に内需関連銘柄であり、防衛銘柄等を含めても、TOPIXに占めるウェイトは35%程度とみている。従って、高市氏の政策がアベノミクスと同等の効果であった場合に、TOPIXのROE改善効果は0.35%pt程度とみられる。この場合、ROEは9.7%まで改善するため、 $PBR = ROE \times PER$ より妥当PERは16.5倍程度と推計され、直近のNT倍率14.6倍を乗じると、短期的な日経平均株価の上値目途は49,000円程度と試算される
- ドル円の円安進行(情報戦略Tでは、上限を160円と想定)や、ショートカバーによる買い圧力等が重なれば一時的な大幅上昇の可能性は否定できない
- 今後の留意点は、短期筋の海外投資家の動向。ここもとは先物優勢の買いであったため、高市氏勝利で買う主体が、現物と先物、どちらで買い入れているか、今後の統計をチェックしたい

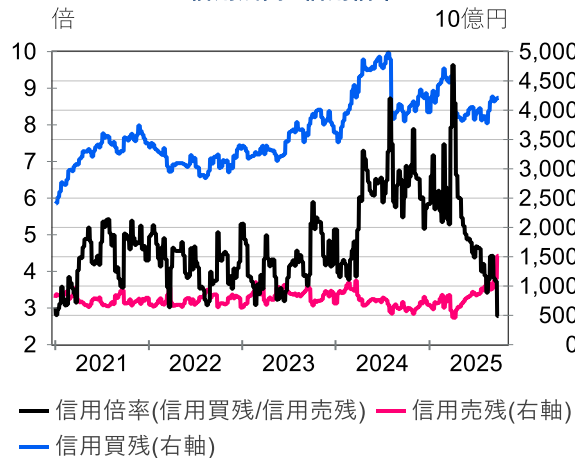
NT倍率：14.6倍

NT倍率：14.6倍			PBR1倍	予想PER(TOPIX)						
			10.7倍	14.0倍	14.5倍	15.0倍	現状	16.0倍	16.5倍	17.0倍
							15.6倍			
予想EPS (TOPIX)	15.0%	230.6	36,200	47,200	48,900	50,600	52,600	54,000	55,700	57,300
	10.0%	220.6	34,600	45,200	46,800	48,400	50,300	51,600	53,200	54,900
	5.0%	210.6	33,000	43,100	44,700	46,200	48,100	49,300	50,800	52,400
	3.0%	206.6	32,400	42,300	43,800	45,300	47,100	48,300	49,800	51,400
	1.0%	202.5	31,800	41,500	43,000	44,400	46,200	47,400	48,900	50,400
	現状	200.5	31,500	41,100	42,500	44,000	45,800	46,900	48,400	49,900
	-1.0%	198.5	31,100	40,700	42,100	43,600	45,300	46,500	47,900	49,400
	-3.0%	194.5	30,500	39,800	41,300	42,700	44,400	45,500	46,900	48,400
	-5.0%	190.5	29,900	39,000	40,400	41,800	43,500	44,600	46,000	47,400
	-10.0%	180.5	28,300	37,000	38,300	39,600	41,200	42,200	43,600	44,900

図表：ROE(X軸)×PBR(Y軸)の関係性

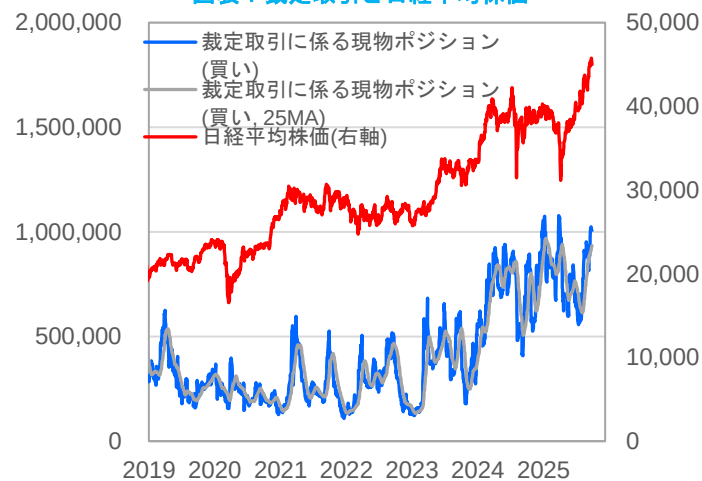


信用残高と信用倍率



(株数)

図表：裁定取引と日経平均株価



出所：Bloomberg、リそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

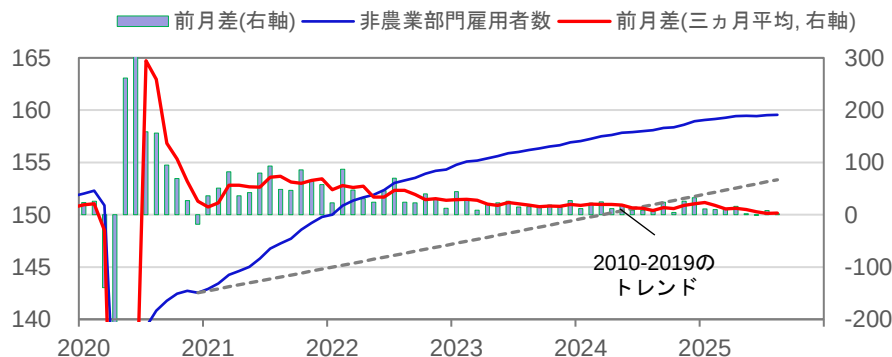
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 前月差の伸び鈍化や失業率の上昇は、労働市場の軟化を窺わせるが、「米経済への影響」という点では、影響は軽微とみる
- ポイントは、①そもそもバイデン政権以降、移民の大規模な流入によって雇用者数が大きく伸びていたこと、②失業率上昇理由の大半は新規参入や再参入要因であること、③労働生産性の改善が進んでおり、企業は高スキル人材の採用には積極的であることの3点
- すなわち、ここまでの労働市場の悪化はこれまでのトレンド乖離分調整の範囲に留まっており、高スキル人材の需要が底堅いことは、先行きに明るい見通しを持っている米企業が少なくないことを示唆してる。無論、これらが、企業間格差や貧富の差拡大に資する可能性は否定できないが、少なくとも米経済への影響という点では、労働市場の軟化影響は軽微であろう

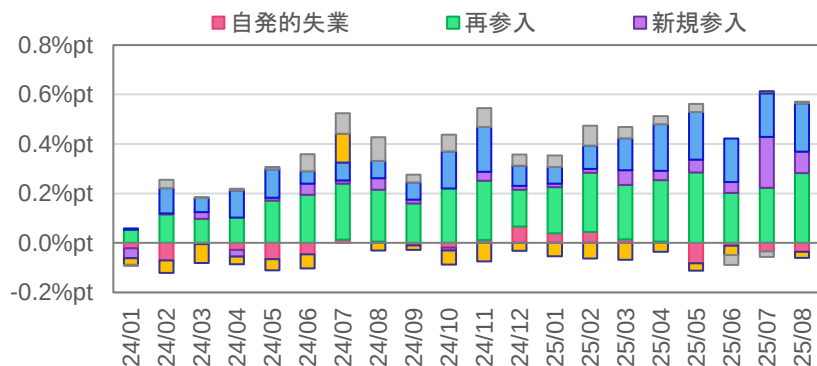
(百万人)

図表：非農業部門雇用者数の推移

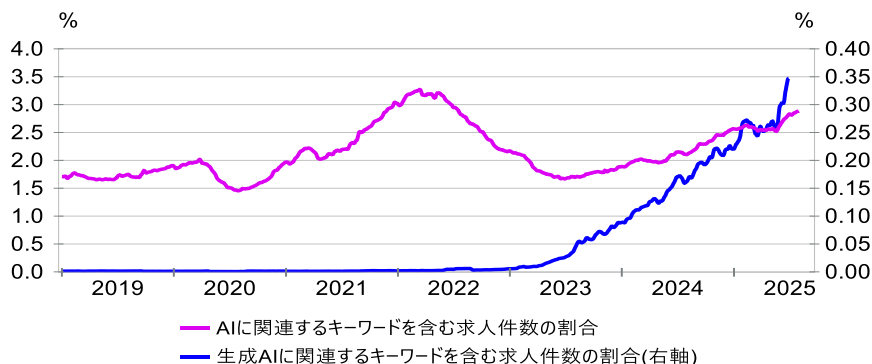
(万人)



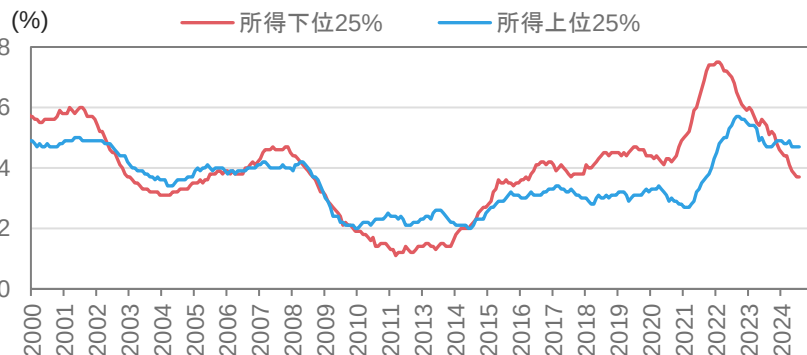
図表：失業率上昇要因分解(23年末対比での上昇要因)



図表：Indeedの求人件数トラッカー



図表：所得水準別の賃金(前年比)



出所：Bloomberg、リそなホールディングス

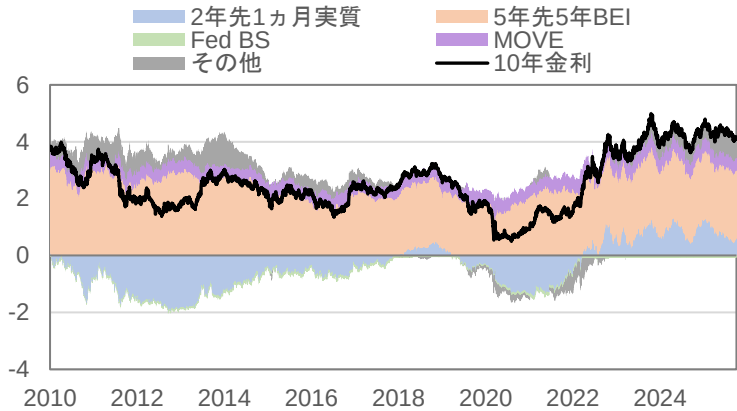
◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 米10年金利の低下は、予想ターミナルレート及び期待インフレ率の低下が主導。市場は米経済のリセッション入りを織り込み始めた
- もっとも、足元の期待インフレ率低下は、拙速過ぎる。CPIとPPIの差が縮まっており、企業のOPマージンが縮小している。価格転嫁は避けられないだろう
- 足元は、企業の景況感低迷等から、PPIの加速も軽微であるが、利下げを契機に景況感が回復していけば、価格転嫁が進み、期待インフレ率は上昇に転じ、最終的に予想ターミナルレートが小幅上昇し、米10年金利は4.15%～4.2%程度までの上昇を見込む
- なお、利下げ後初のISM製造業景況感指数では、顧客需要を示す新規受注は、不透明感払拭とはならず、前月から悪化した。また、入荷遅延が増え、生産や雇用も拡大したが、在庫の取り崩しも行っており、本格的な企業活動拡大の兆しは見えない

図表：米10年金利の変動分解

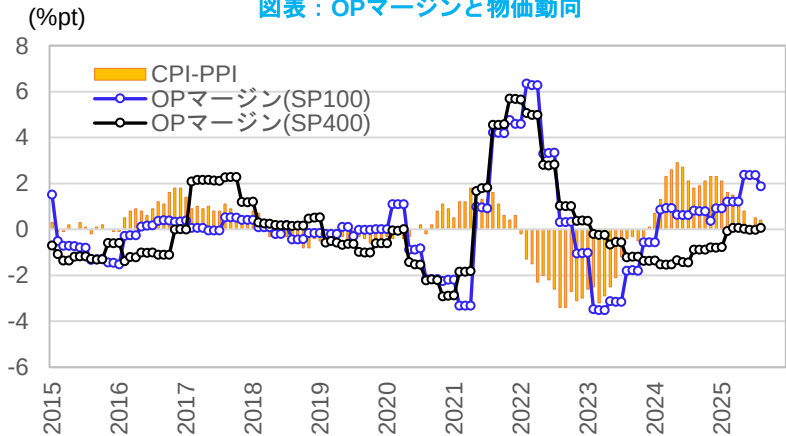


図表：マーケットの織り込む政策金利パス

会合予定日	期待政策金利	2-2.25	2.25-2.5	2.5-2.75	2.75-3	3-3.25	3.25-3.5	3.5-3.75	3.75-4	4-4.25
2025-09-17	4.22 %								5.0 %	95.0 %
2025-10-29	4.08 %								99.4 %	0.6 %
2025-12-10	3.70 %							89.2 %	10.8 %	0.1 %
2025-01-28	3.61 %						39.5 %	54.5 %	6.0 %	
2026-03-18	3.46 %					19.4 %	46.9 %	30.6 %	3.1 %	
2026-04-29	3.39 %				4.8 %	26.2 %	42.8 %	23.8 %	2.3 %	
2026-06-17	3.27 %			2.7 %	16.9 %	35.6 %	32.1 %	11.7 %	1.0 %	
2026-07-29	3.18 %		0.8 %	6.6 %	22.1 %	34.6 %	26.5 %	8.7 %	0.7 %	
2026-09-16	3.08 %	0.2 %	2.7 %	11.7 %	26.2 %	31.9 %	20.7 %	6.1 %	0.5 %	

MACROBOND

図表：OPマージンと物価動向

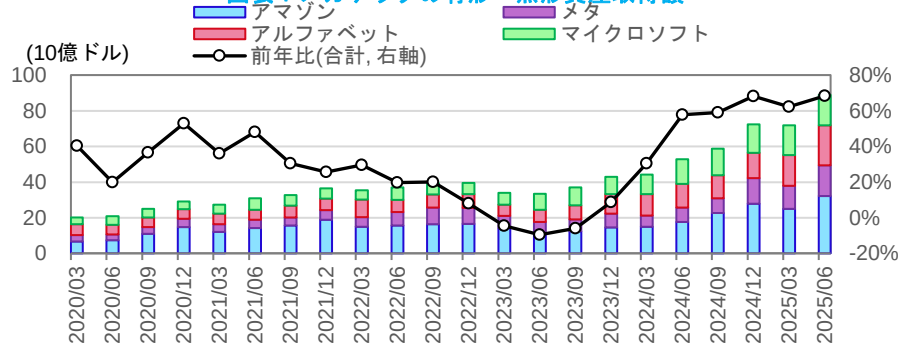


ISM製造業景況感指数

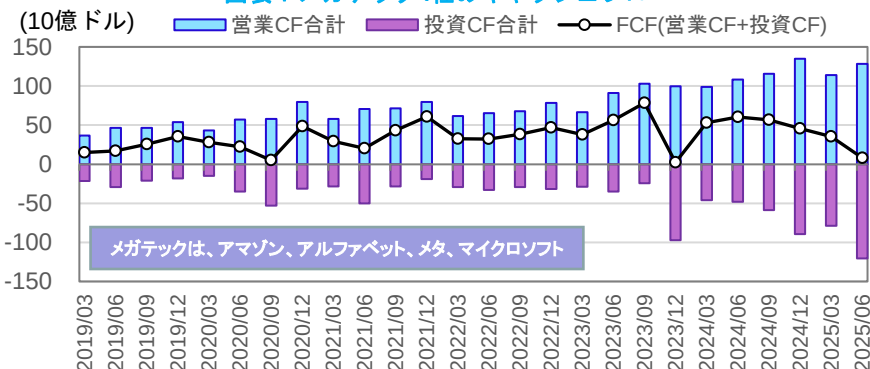
		2025年9月	2025年8月	2024年12月	前月差	YTD
総合		49.1	48.7	49.2	0.4	-0.1
構成項目	新規受注	48.9	51.4	52.1	-2.5	-3.2
	生産	51.0	47.8	49.9	3.2	1.1
	雇用	45.3	43.8	45.4	1.5	-0.1
	入荷遅延	52.6	51.3	50.1	1.3	2.5
	在庫	47.7	49.4	48.4	-1.7	-0.7
非構成項目	顧客在庫	43.7	44.6	46.7	-0.9	-3.0
	価格	61.9	63.7	52.5	-1.8	9.4
	受注残高	46.2	44.7	45.9	1.5	0.3
	新規輸出受注	43.0	47.6	50.0	-4.6	-7.0
	輸入	44.7	46.0	49.7	-1.3	-5.0

- 米国の代表的なクラウド事業者(アマゾン、アルファベット、メタ、マイクロソフト)の有形・無形資産の取得額は、前年比約70%増と巨額投資が継続。ただし、CFをみると、投資は利益で賄われており、こうしたメガテック企業の業績が伸び続ける限り、巨額投資は継続する公算
- 営業CF=営業利益+減価償却費。OBBBAによって、減価償却費が短期的に膨らむならば、一層投資が増加しよう
- エヌビディア、アマゾン、アルファベット、メタ、マイクロソフトの5社とナスダック100のPEGレシオ(中央値)は、それぞれ、約1.5、約2.5と前者が後者を大きく下回る。PEGレシオは1pt未満が割安、1pt~2ptが妥当値、2pt以上だと割高と言われる
- 現時点ではエヌビディアしか1倍を下回っていないが、OBBBAの効果を鑑みると、1倍を下回る銘柄が増える公算が大きい

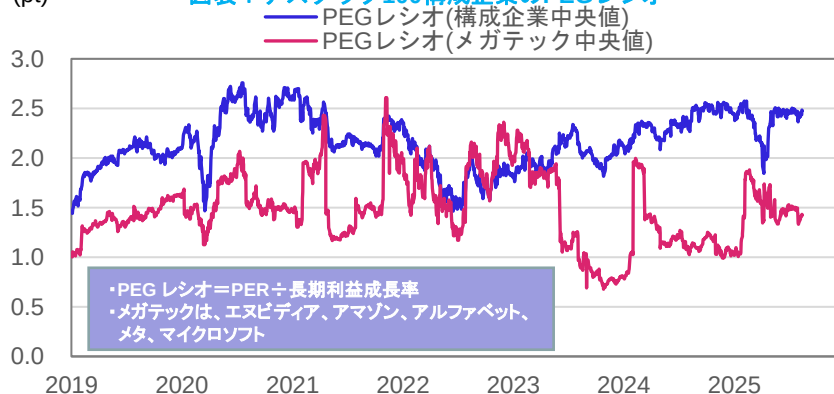
図表: メガテックの有形・無形資産取得額



図表: メガテック4社のキャッシュフロー



図表: ナスダック100構成企業のPEGレシオ



$$\text{株価} = \text{EPS} \times \text{PER} = \text{EPS} \times \text{長期利益成長率} \times \frac{\text{PER}}{\text{長期利益成長率}} (= \text{PEGレシオ})$$

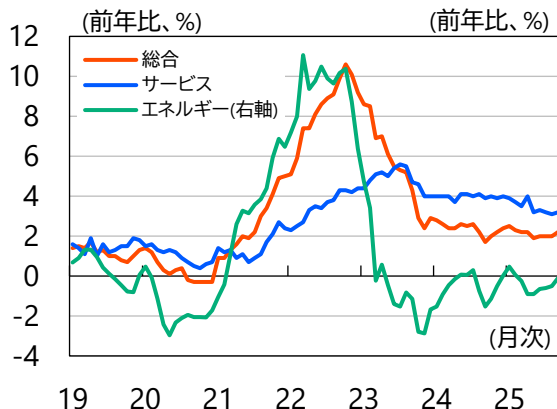
左2つで説明できない部分

- ・ 上式は株価をEPSとPERによる分解から、EPS、長期利益成長率、PEGレシオの3要素による分解へと変形したもの
- ・ PEGレシオは、株価をEPSと長期利益成長率で説明した際の残りの部分
- ・ 従って、PEGレシオが1~2であれば、株価は、概ね現在の利益と長期利益成長率で説明できると言えるのに対して、1より小さければ、株価は現在の利益と長期利益成長率で説明できる部分よりも過小評価されていると解釈できる
- ・ 即ち、割安と判断できる (1より大きい場合、割高と言えるのも同様)

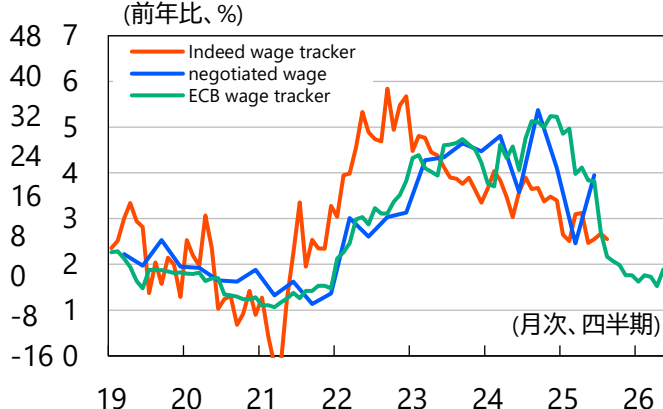
出所: Bloomberg、りそなホールディングス

- 物価：サービス物価は緩やかな減速が継続。総合指数は物価目標の2%近辺で推移も、ユーロ高や米関税など下振れリスク有
- 雇用：賃金上昇率は、振れが激しい状態だが、二つの先行指標はいずれも先行きの上昇率鈍化を示唆。一方、失業率は歴史的低水準が継続しており、労働市場は堅調な状態を維持
- 景況感：製造業景況感は、好不況の境目である50付近まで回復。実質賃金上昇を背景とした個人消費の堅調さが寄与し、実質GDP成長率は底堅く推移
- 金融政策：米関税が実体経済に与える影響を確認するため、ECBは様子見姿勢を維持するとみる。金利先物市場の織り込みやエコノミスト調査の政策金利見通しのいずれも、現水準での利下げ打ち止めを支持する割合が増加

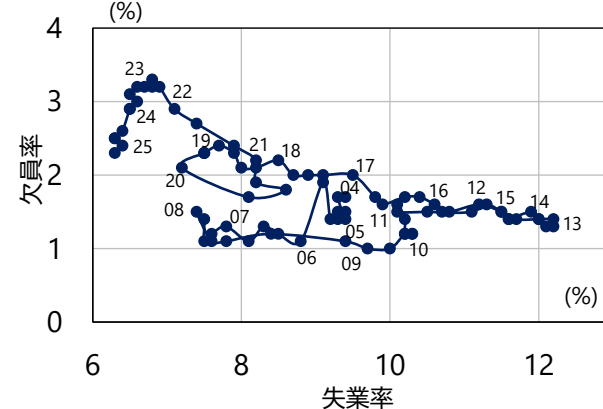
ユーロ圏CPIの推移



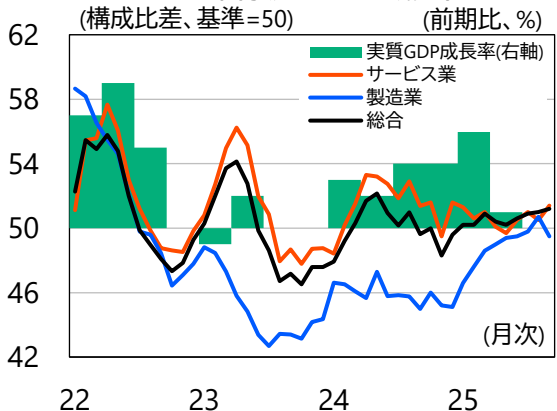
ユーロ圏賃金指標推移



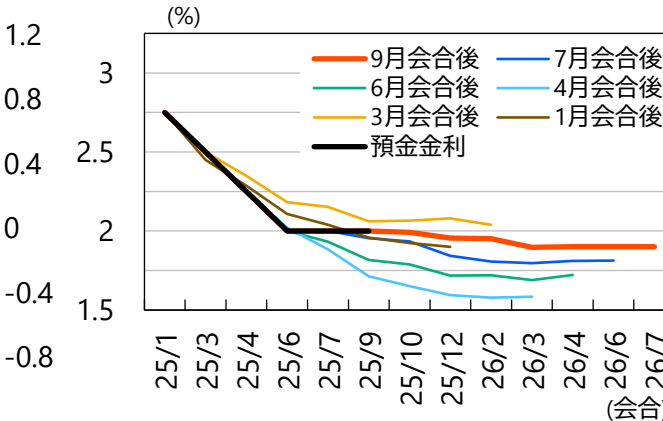
ユーロ圏ベヴァリッジ曲線



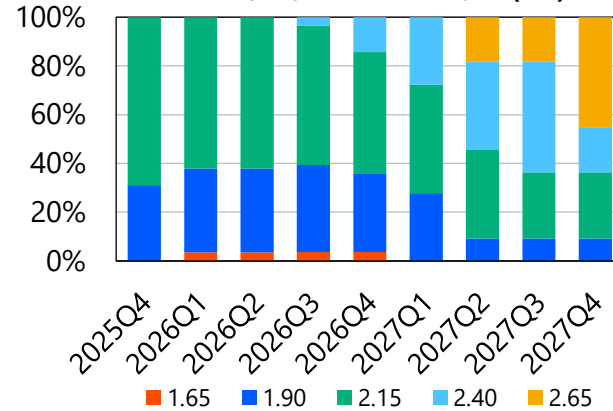
ユーロ圏景況感とGDP成長率



ECB政策金利の市場織り込み



ECB政策金利のエコノミスト調査(9月)



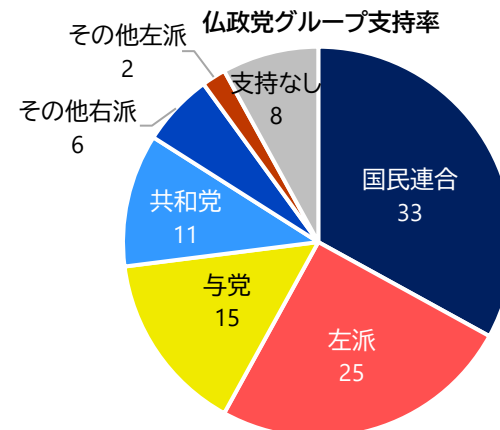
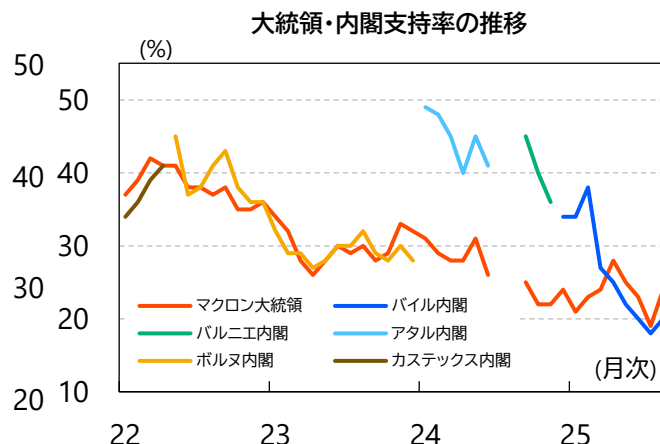
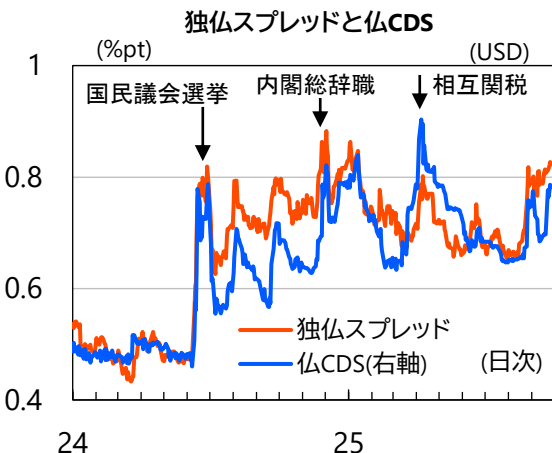
出所：Indeed、ECB、Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- フランスでは26年度予算案を巡る与野党対立激化を受け、独仏スプレッドは拡大し仏CDSは上昇
- 9月8日の内閣信任投票では反対多数となりバイル内閣が総辞職、後任には元国防相のルコルニュ氏が指名された
- マクロン大統領と与党内閣支持率が低迷し極右ポピュリズム政党である国民連合が支持率トップを堅持するなか、仮にマクロン大統領が議会解散総選挙に踏み切れれば同党のさらなる躍進が予想される
- 仏はEUの過剰赤字手続きに則り29年度までに財政赤字を対名目GDP比で3%まで削減する計画。ただし、財政拡張路線の国民連合が解散総選挙を経て躍進し財政赤字縮小計画を遵守しないリスクシナリオでは、政府債務対名目GDP比の増加に歯止めがかからず、2030年にはG7平均を上回ると予測。この場合、現在比で10年債利回りに35bps程度の上昇圧力がかかると試算



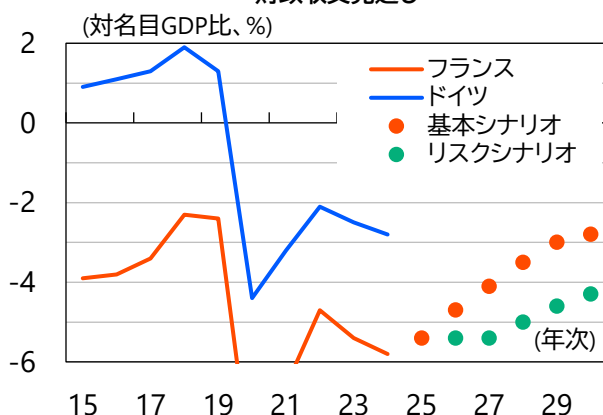
財政再建シナリオの整理

基本シナリオ	野党に多少の譲歩も財政赤字縮小計画に概ね沿った形で26年度予算案が成立
リスクシナリオ	議会解散総選挙となり、躍進した国民連合のもと、拡張財政路線がとられる

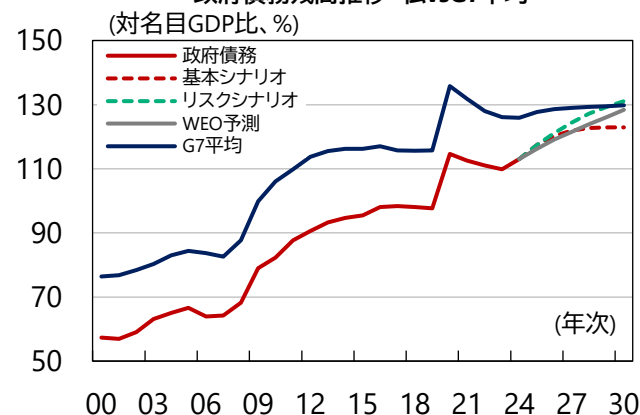
26年度予算案主な争点

祝日削減	ルコルニュ首相は撤回を表明
年金改革見直し	社会党が主張も、ルコルニュ首相は否定的
富裕税	ルコルニュ首相は難色を示すも、野党や国民デモからの導入圧力が增大

財政収支見通し



政府債務残高推移 仏vsG7平均



出所：IFOP、POLITICO、Macrobond、Bloomberg、各種報道

中長期テーマ

- かつては「1ドル＝100円台」が当たり前だったドル/円相場だが、近年は130～150円台が定着しつつある。
- これは一時的な円安ではなく、構造的な変化が背景にあるのではないか。本稿では、4つの視点からドル/円の「新常態」を読み解く。

1. 企業も個人も“外向き”に

2. 赤字構造の定着

3. 円の魅力を削ぐ要因

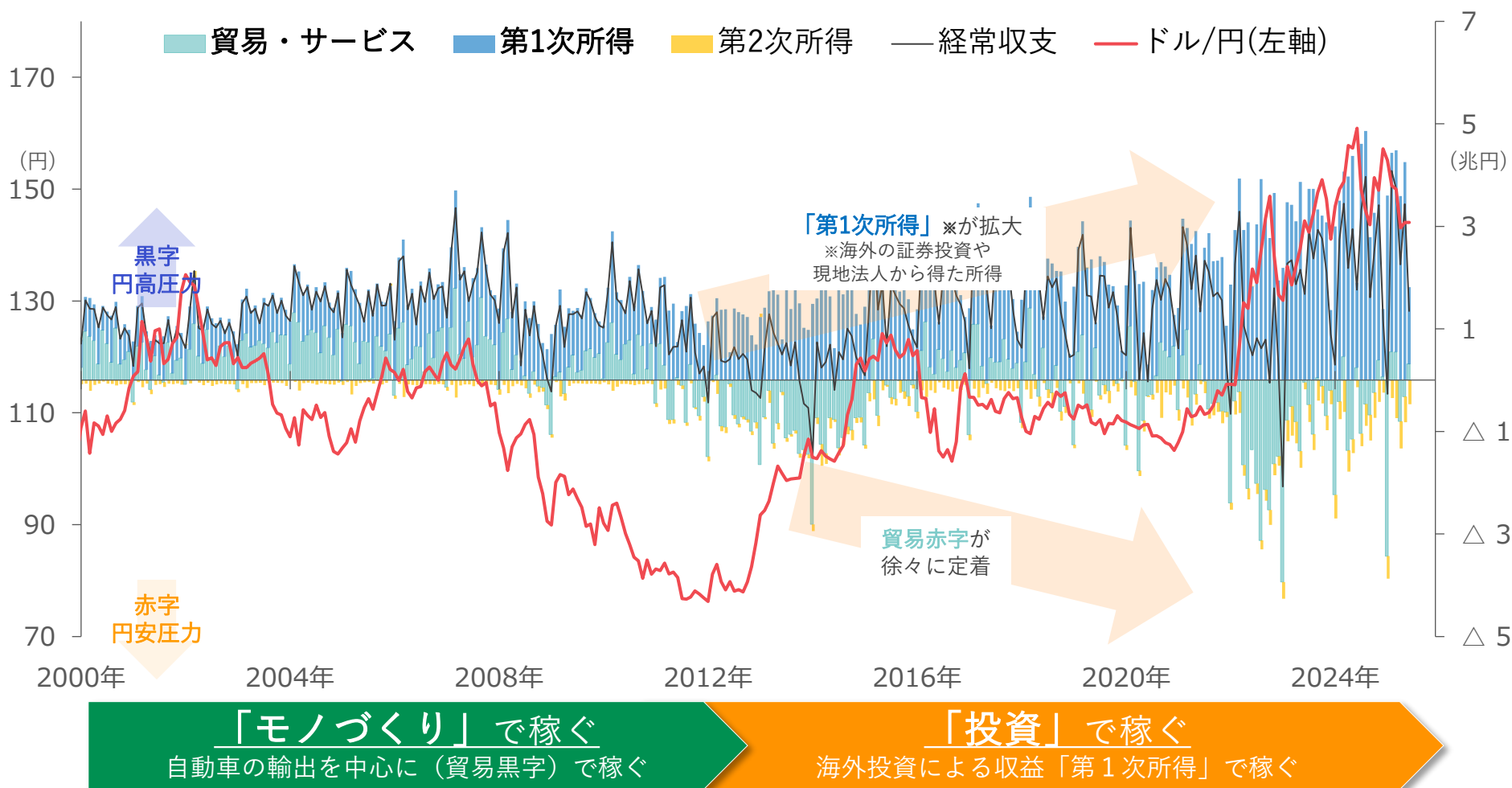
4. 弱まりつつある “有事の円買い”

【切り上がってきたドル/円のレンジ】



出所:bloomberg

- 日本の経常収支は、自動車などの輸出による貿易黒字が中心だった。国内市場の縮小や人口減少を背景に、製造拠点の海外移転が進み、現在は証券投資や現地法人からの収益などの投資による稼ぎ方へと移行している。



出所:Bloomberg

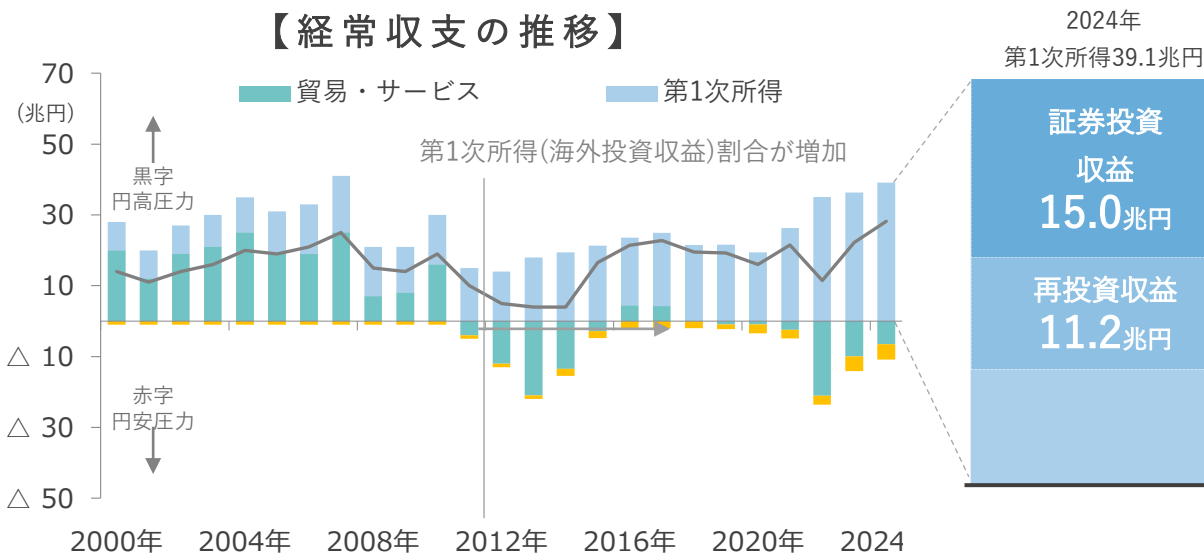
◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 第1次所得の内訳は、国内に還流しづらい(=外貨→円へ変わりづらい)項目が6割を占める。
- これらの黒字を除くと、経常収支全体が円安圧力として作用している可能性がある。

【経常収支の推移】



海外の有価証券に
投資して得た収益

子会社等が
配当として還元しない収益

【海外現地法人の内部留保残高】

海外での収益の多くは現地に滞留、国内に還流しづらい状況

	2012年		2022年
第一次所得	14兆円	1.5倍	22兆円
現地法人の 内部留保	28兆円	1.9倍	55兆円

第1次所得の約6割が
必ずしも円転しない黒字
→これらの黒字を除くと、
経常収支全体が円安圧力として
作用している可能性

出所:経済産業省HP、Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

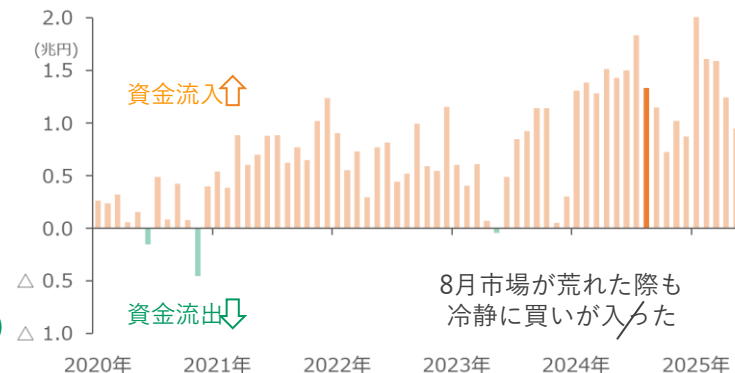
- 2024年から始まった新NISAを契機に個人マネーの「貯蓄から投資へ」が加速。
- その資金の多くは海外資産へ流入していることから、円安圧力が生じている。

貯蓄から
投資へ

投信への資金流入が
過去最高

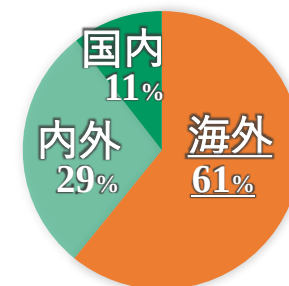
流入額:16兆円(前年比+89%)
純資産残高:246兆円(前年比+20%)

【株式投信(ETF除く)への資金流入推移】



【2024年資金流入内訳】

国内外へ投資する投信も踏まえると、
海外資産への投資割合は9割程度



海外資産に投資する
投信への流入額が

約 6 割

資産は
海外へ

出所：各種報道、投資信託協会、Bloomberg

- 過去最大の為替介入の約2倍の規模で外貨への資金シフトが進み、個人の含み益が膨らむ中、円高圧力が蓄積している。
- 一方で、つみたて投資枠が3割を占め「貯蓄から投資へ」の流れが続いており、今後も円安圧力が続く見通し。

円安圧力
発生

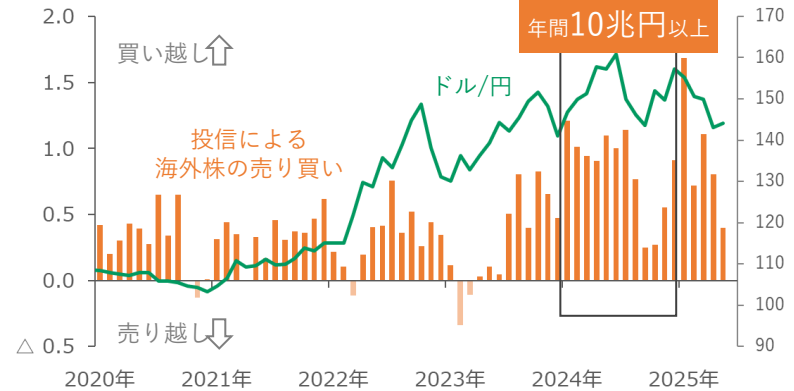
無視できない大きさの
円安圧力

今後は…

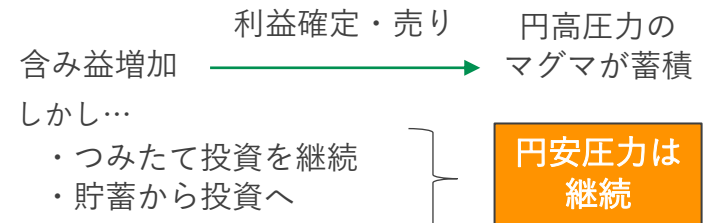
円安圧力の
継続

【投信による海外株の取得金額とドル/円】

2024年は年間10兆円以上の海外株を買い越し



1日当たり過去最大の介入額：**5.9兆円**を超える水準
(2024/4当時は1日で**5.6円**の円高進行)



出所：各種報道、投資信託協会、Bloomberg

- 日本はエネルギー自給率が極めて低く、供給の多くを輸入に依存している。
- 鉱物性燃料は輸入額の約25%を占め、価格高騰が貿易赤字の定着と円安圧力の一因となっている。

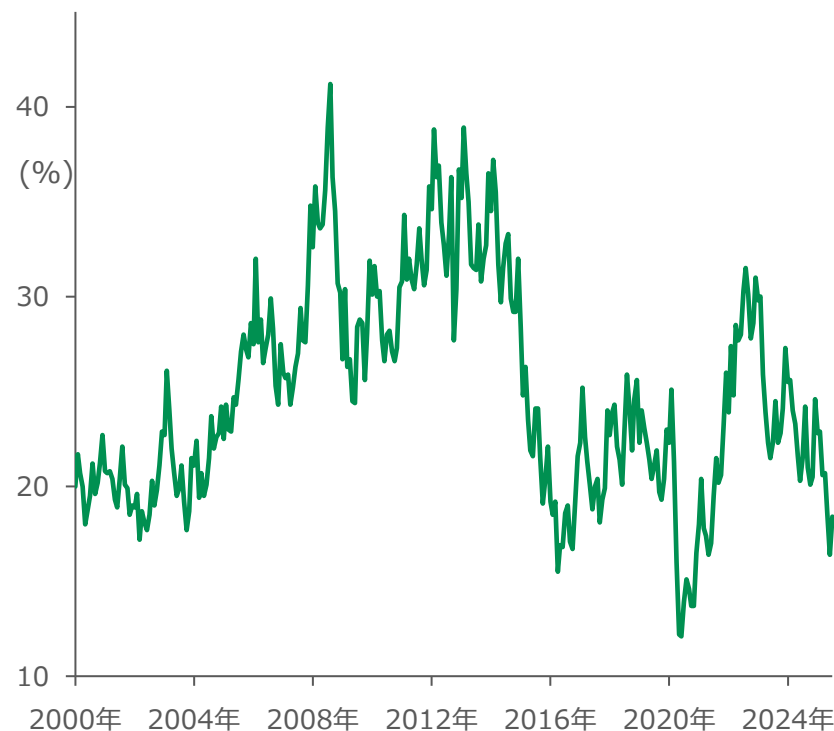
【主要国のエネルギー自給率】

日本は資源の自給は限られており、ほとんどが輸入に頼っている状況が続く。

	エネルギー自給率
ノルウェー	800%超
オーストラリア	約300%
カナダ	約170%
米国	約95～100%
英国	約65%
フランス	約50%
⋮	⋮
日本	12～13%

【輸入金額に占める鉱物性燃料の割合】

2011年の東北地震以降、一時全ての原発が停止後、段階的に再稼働も、鉱物性燃料の割合は概ね20%、貿易赤字の要因になっている。

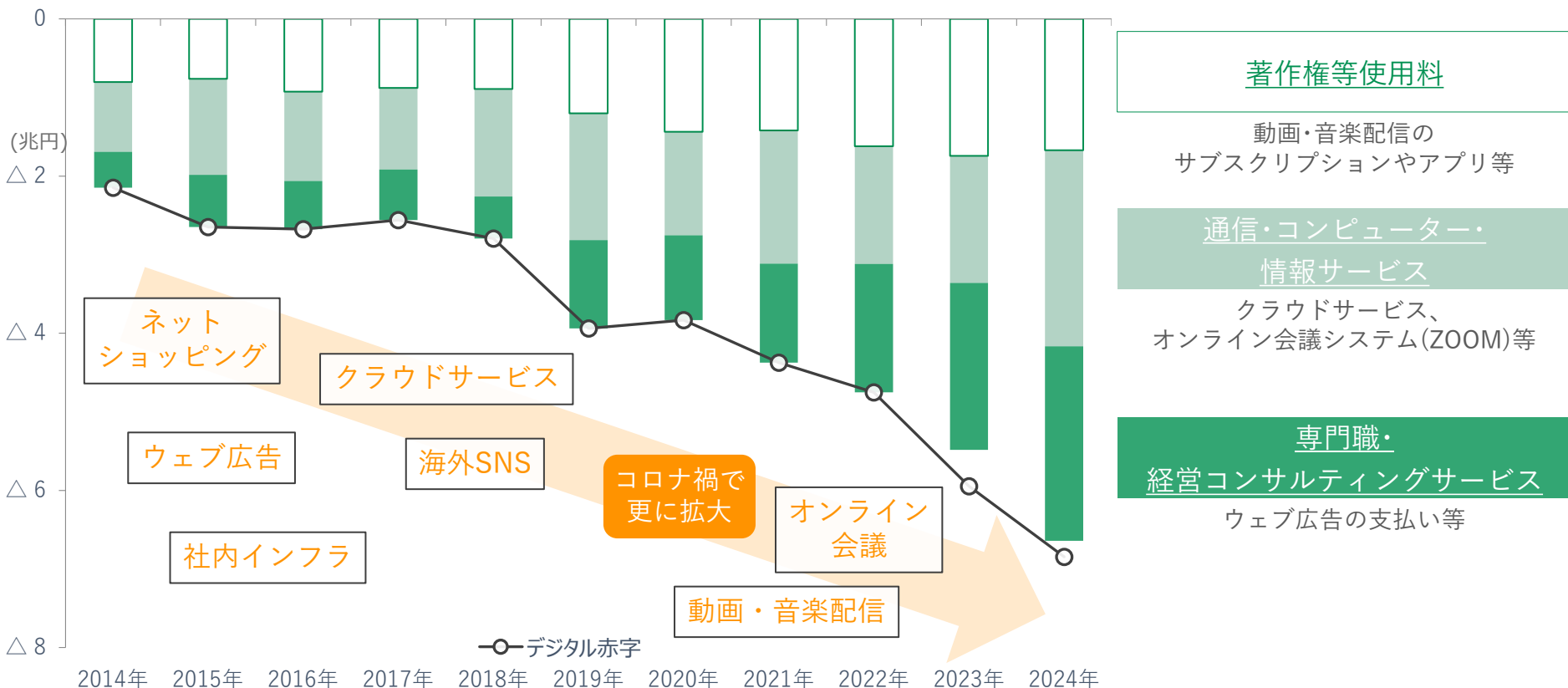


出所：IEAデータより当社作成,Bloomberg

- デジタル技術・サービスに関し海外に支払う「デジタル赤字」※が拡大(主要国で日本のデジタル赤字は最大)
- 人口減少・少子高齢化が進む中、生産性の向上にはAIの活用・システム化が必須であり、デジタル赤字は今後も拡大が続く見通し

※日銀レビュー内の分類に基づく

【デジタル赤字の推移】



出所：日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」より当社作成, Bloomberg

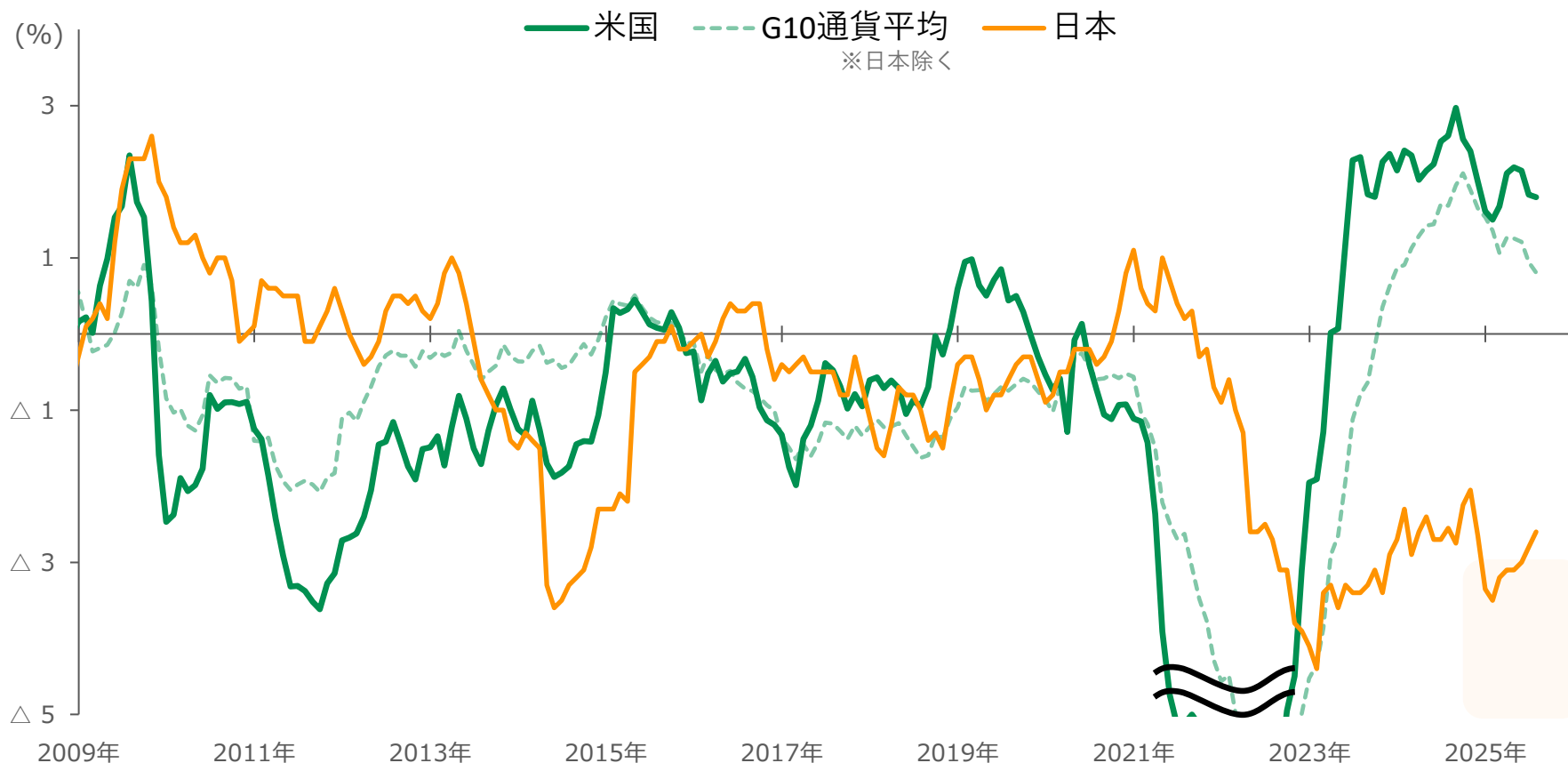
◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 日銀は金融引締めに転じたものの、物価上昇率を考慮した「実質政策金利」は依然としてマイナス圏であり、主要国の中で最低水準。
- この金利差が続く限り、日本円の魅力は相対的に低く、為替市場では円売り圧力が生じやすい状況が続く。

【主要国の実質政策金利】



出所：Bloomberg

- 日本は世界でも人口減少のスピードが速く、潜在成長率も主要国の中で最低水準にある。
- こうした構造的な弱さが、円の投資魅力を低下させる一因となっている。

【2020年を1とした人口の相対推移】

日本の人口減少率は92か国中84位に位置。
世界的に見ても人口減少の進行ペースが速い。

Ranking	LocationName	2020年 人口(千人)	2020=1とした場合 の人口比	
			2070年	2100年
1	Democratic Republic of the Congo	94413	3.31	4.55
2	Angola	32921	3.23	4.54
3	Somalia	16332	3.16	4.12
4	Chad	16936	3.16	4.10
5	Niger	23328	3.07	3.89
6	United Republic of Tanzania	60051	3.06	4.36
7	Mali	21380	2.92	3.70
8	Mozambique	30324	2.77	3.43
9	Afghanistan	38430	2.67	3.38
10	Zambia	18787	2.67	3.42
83	Italy	60041	0.73	0.59
84	Japan	126575	0.72	0.61
85	Poland	38219	0.71	0.51
86	Greece	10715	0.71	0.59
87	China	1425436	0.71	0.45
88	Romania	19453	0.70	0.56
89	Cuba	11189	0.69	0.50
90	Republic of Korea	51826	0.67	0.42
91	China, Taiwan Province of China	23680	0.64	0.43
92	Ukraine	44836	0.55	0.34

2020年1月1日時点で総人口1千万以上の国・地域について。

【日本の潜在成長率は最低水準】

人口減少ペースの速さもあり、
潜在成長率は世界的に見て最低水準に位置する。

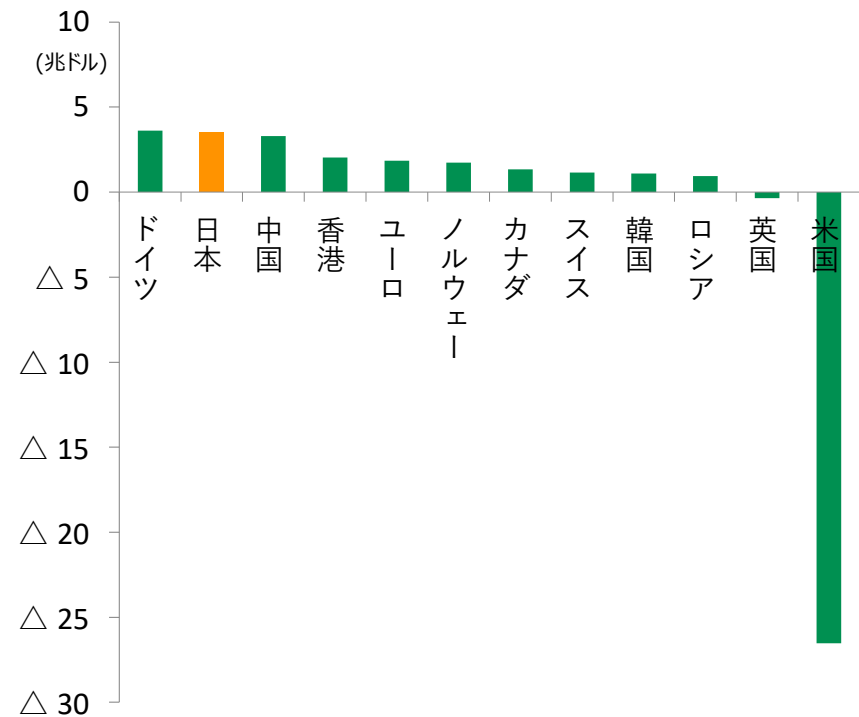
	潜在成長率
中国	3.87%
G20	2.93%
世界	2.82%
オーストラリア	2.44%
ニュージーランド	2.12%
米国	1.98%
英国	1.60%
カナダ	1.39%
スイス	1.18%
ユーロ圏	1.14%
日本	0.84%

出所：United Nations, World Population Prospects 2024,OECD

- 日本は世界最大の対外純資産国で、「有事には海外資産を円に戻せる」との見方から、有事には円が買い戻される傾向が強かった。
- 近年では、対外純資産に占める直接投資の比率が高まり、即時の還流が難しくなったことから「有事の円買い」は弱まりつつある。

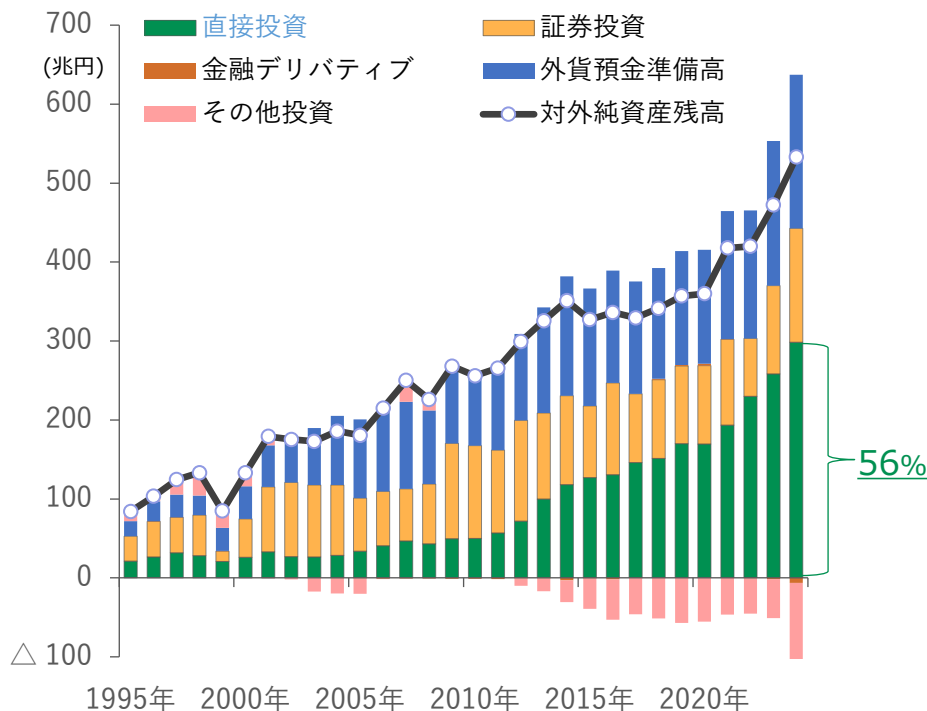
【主要国の対外純資産】

日本は世界有数の「対外純資産国」であり、有事には海外資産を円に戻すことができるとされていることが“有事の円買い”と言われてきた理由



【直接投資が証券投資を上回る】

近年の対外純資産の内訳は、円に戻りにくい「直接投資」が大半であり、「有事の円買い」がみられる場面は減少傾向



出所:財務省HP、Bloomberg

【ドル/円の「新常態」は130～150円台へ】

外向き志向

モノづくりから海外投資へ
NISA

赤字構造の定着

エネルギー輸入依存
デジタル赤字の拡大

ドル/円
130～150円台
「新常態」

円の魅力低下

実質金利の低さ
人口減少と低成長

弱まる “有事の円買い”

対外純資産の質的变化