

りそな為替動向マンスリー:2025年12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:短期的には理論値をやや上回る水準で推移か

- ・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
- ・短期的には高市政権に対する財政拡張的な政策に対する期待感から理論値よりも円安となりやすい
- ・リスクは日銀の利上げ機運の高まりだが、モデルから示唆されるドル円の下値目途は138円程度

ユーロ円見通し:引き続き170円～180円付近の最高値圏で推移

- ・ユーロ円は、来年にかけても170円～180円付近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165円程度を想定

ホットピックス:来年にかけて日銀は1%までの利上げ路線継続か

- ・日本: 中期的な成長率、インフレの落ち着き所、政策金利ターミナルはどれも1%程度
- ・米国: 12月利下げも実施の可能性大。来年は景況感回復と価格転嫁に留意
- ・欧州: 経済の底堅さを受け、ECBは中立金利付近で様子見姿勢を継続

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	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
メイン	ドル円	152.5	144.5	147.3	148.4	149.9	149.5	149.0	149.0	149.0	149.0	149.0	149.0
	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	171.5	172.9	174.8	175.3	176.2	176.7	177.5	178.0
	想定レンジ	—	—	—	165 ～ 185	165 ～ 185	165 ～ 185	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	160.0	165.0	165.0	165.0
	ユーロ円	—	—	—	170.0	170.0	170.0	170.0	170.0	170.0	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。25年度にあと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、来年にかけて1%までの追加利上げを実施。国内の中立金利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、来年にかけて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
12/1(月)	7-9月期法人企業統計調査	11月ISM製造業景況指数	(中) 11月製造業PMI
12/2(火)	10年債入札		
12/3(水)		11月ADP雇用統計	
		11月ISM非製造業景況指数	
12/4(木)	30年債入札	10月貿易収支	
12/5(金)	10月家計調査		
12/8(月)	10月毎月勤労統計(速報)	3年債入札	
	11月景気ウォッチャー調査		
	7-9月期GDP(二次速報値)		
12/9(火)	5年債入札	10年債入札	
12/10(水)	11月企業物価指数	11月CPI	(中) 11月CPI
		FOMC(結果発表)	
12/11(木)	20年債入札	11月PPI	
		30年債入札	
12/12(金)			
12/15(月)	10-12月期日銀短観	12月NY連銀製造業景気指数	(中) 11月生産・小売・投資
12/16(火)		11月雇用統計	(欧) 12月PMI(速報値)
			(独) 12月ZEW景気指数
12/17(水)	10月機械受注	20年債入札	(独) 12月IFO企業景況感指数
	11月貿易統計		
12/18(木)		12月フィラデルフィア連銀製造業景気指数	(欧) ECB定例理事会
12/19(金)	11月消費者物価指数	11月個人所得・消費支出	
	植田日銀総裁定例会見	11月中古住宅販売	

	日本	米国	その他
12/22(月)		2年債入札	
12/23(火)		12月消費者信頼感指数	
		5年債入札	
12/24(水)	日銀金融政策決定会合議事要旨(10/29～30開催分)	7年債入札	
12/25(木)	11月住宅着工件数	(クリスマス)	
	2年債入札		
12/26(金)	11月鉱工業生産		
	11月労働力調査		
12/29(月)			
12/30(火)			
12/31(水)			(中) 12月PMI



- 米国では労働市場の減速が確認されており、関税によるインフレ圧力を見極めながら、利下げを進める公算。
- 加えて、米政権による通商交渉の進展や次期FRB議長候補の選定といった要素も、市場の注目材料。

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	次期FRB議長候補の選出				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	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

©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さま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。

円安基調、ドル・ユーロとも高値圏

ドル/円

**156.18円**

前月比 +2.19円 (+1.42%)

日経平均

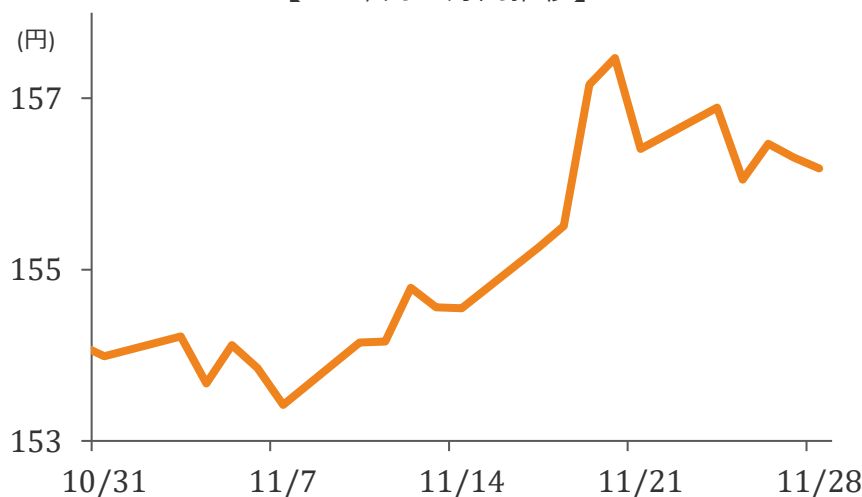
**50,253円**前月比 +△2,157円
(△4.12%)

ユーロ/円

**181.16円**

前月比 +3.49円 (+1.96%)

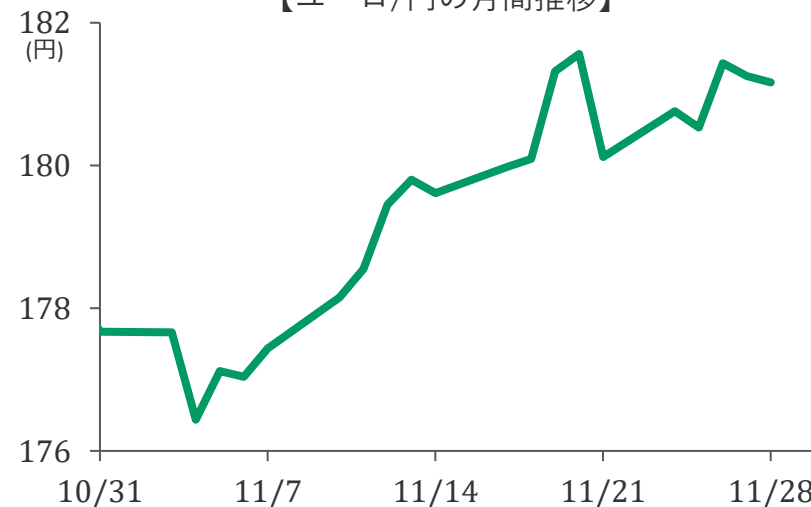
【ドル/円の月間推移】



経済対策への期待感

高市新政権の財政拡張を受けて円安が進行。一時157円台へ上昇も、政府高官の円安けん制や米国の12月利下げ観測の高まりにより小幅に上げ幅を縮小。

【ユーロ/円の月間推移】



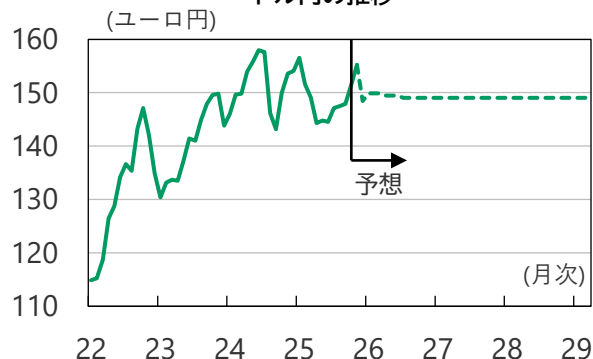
10月に続き史上最高値を更新

全般的な円安を背景に上値を伸ばす展開。日本政府高官の円安けん制が上値を抑えるも、12月利下げ観測を受けたドル安が支援し181円台で引け。

出所: Bloomberg、りそなホールディングス

- 理論値は、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 来年後半にかけて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1.45%と当社予測比やや過剰であるため、次第に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の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
- ただし、短期的には高市政権による財政拡張的な政策への市場の期待感が強く、理論値から算出される数字よりもやや高い水準(150円台前半を中心とするレンジ)での推移を見込み、モデルから想定される上値目途としては160円

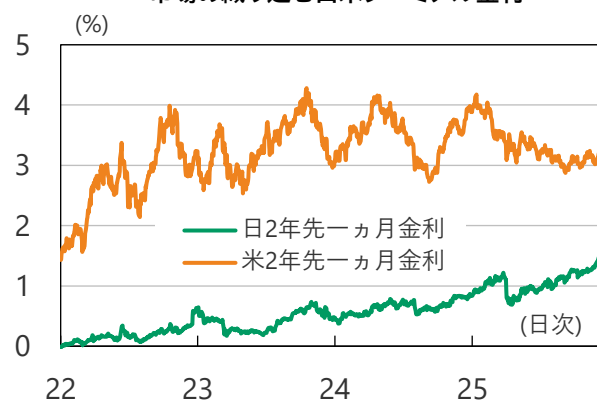
ドル円の推移



■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
12/16	米雇用指標の上振れ	円安
12/18	米CPIの上振れ	円安
12/23	米GDP改定値の上振れ	円安
—	高市政権による財政拡張的な政策の推進	円安
—	日銀がタカ派転換	円高

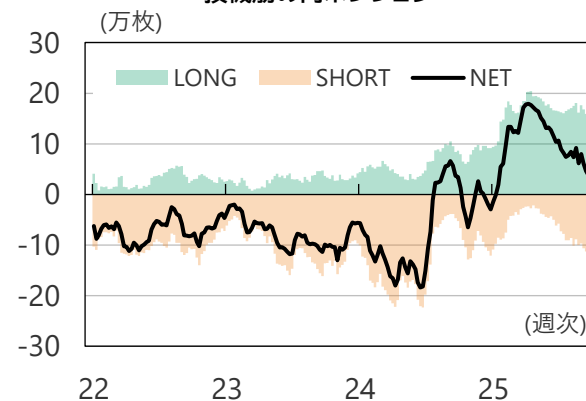
市場の織り込む日米ターミナル金利



市場の織り込む日米インフレ率



投機筋の円ポジション



出所: Bloomberg, リそなホールディングス

- ユーロ円は来年以降も170円～180円付近の最高値圏を中心に推移すると予想
- ユーロ圏の景気が底堅く推移するほか、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: 12月PMIや1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185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

ユーロ円の推移



■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
12/16	ユーロ圏PMIの上振れ	ユーロ高
1/7	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

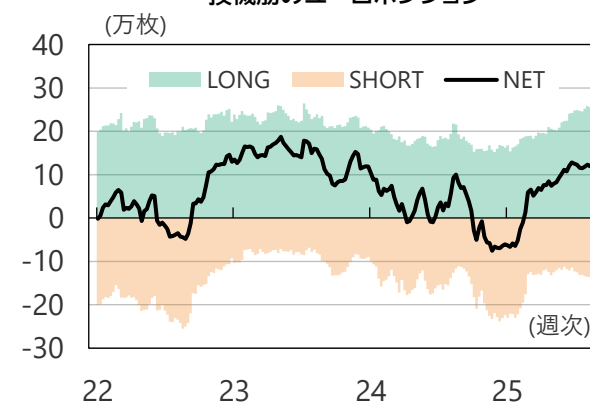
市場の織り込む欧米ターミナル金利



市場の織り込む欧米インフレ率



投機筋のユーロポジション



出所: Bloomberg, リそなホールディングス

ホットトピックス

- 景気後退に陥っていない中で高市政権の補正予算は明らかに過剰支出
- ただし、定量的にはその影響は大きくはなく、足元の金利の上昇は高市政権の財政リスクプレミアムと捉えられる
- 高市政権の支持率は高水準を維持しており、政策志向（家計支援強化、防衛費増額など）を踏まえると日銀のターミナル政策金利をオーバーシュートする国債金利水準が継続していく可能性

需給ギャップが浅い中で高市政権の経済対策は明らかに過剰

補正予算	国費（真水） （兆円）	補正予算編成の近辺で最も深刻な需給ギャップ （プラスは需要超過、マイナスは需要不足：年率兆円）	政府支出の過不足 （プラスは過大、マイナスは不足：兆円）
1998年度	10.3		
1999年度	7.2	-16.5	-9.3
2000年度	4.8	-8.8	-4.1
2001年度	3.7	-17.4	-13.7
2002年度	2.5	-15.1	-12.6
2003年度	0.2	-12.6	-12.5
2004年度	4.8	-7.2	-2.4
2005年度	4.5	1.5	6.1
2006年度	3.8	0.5	4.3
2007年度	0.9	6.7	7.6
2008年度	5.8	-11.9	-6.1
2009年度	14.0	-36.1	-22.1
2010年度	4.4	-11.4	-7.0
2011年度	15.1	-18.3	-3.2
2012年度	10.2	-12.1	-1.9
2013年度	5.5	0.5	6.0
2014年度	3.1	-7.5	-4.4
2015年度	3.3	-2.2	1.2
2016年度	3.5	-1.1	2.4
2017年度	1.7	7.6	9.3
2018年度	0.9	2.8	3.7
2019年度	3.2	-11.6	-8.4
2020年度	73.0	-50.5	22.5
2021年度	36.0	-12.8	23.2
2022年度	31.6	-7.8	23.8
2023年度	13.2	-5.0	8.2
2024年度	13.9	-2.2	11.7
2025年度	18.3	-1.7	16.6

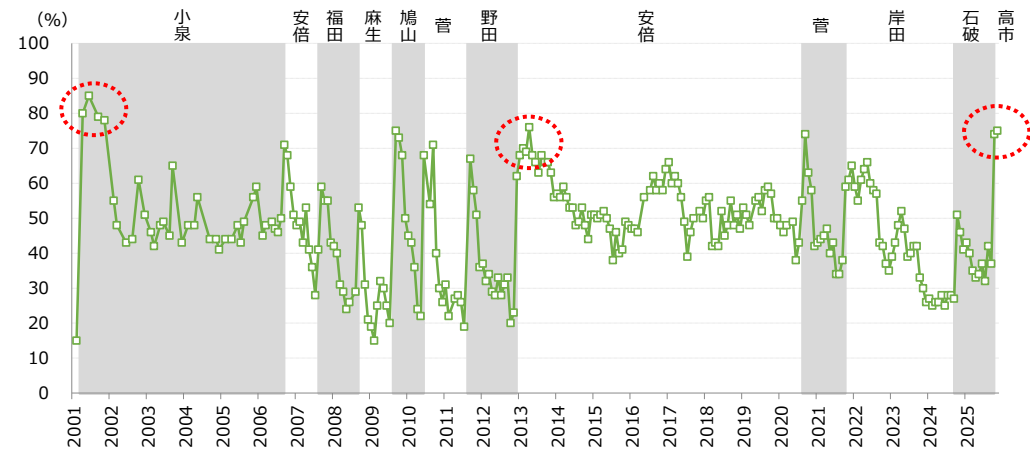
- コロナ禍から経済が正常化し、需給ギャップが浅い中で2025年度の補正予算は明らかに支出過剰
- 国債増発は12.7兆円とされており、金利に与える影響は長期金利に換算しても6bp程度

足元の国債金利は日銀政策金利の1.50%を織り込んだ水準（上段：5年債、下段：10年債）

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	0.438	0.462	0.485	0.509	0.532	0.556	0.579	0.603	0.626	0.650	0.674
0.50	0.616	0.640	0.663	0.687	0.711	0.734	0.758	0.781	0.805	0.828	0.852
0.75	0.795	0.818	0.842	0.865	0.889	0.912	0.936	0.960	0.983	1.007	1.030
1.00	0.973	0.997	1.020	1.044	1.067	1.091	1.114	1.138	1.161	1.185	1.209
1.25	1.151	1.175	1.198	1.222	1.246	1.269	1.293	1.316	1.340	1.363	1.387
1.50	1.330	1.353	1.377	1.400	1.424	1.447	1.471	1.495	1.518	1.542	1.565

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	0.876	0.899	0.922	0.945	0.968	0.991	1.014	1.037	1.061	1.084	1.107
0.50	1.078	1.102	1.125	1.148	1.171	1.194	1.217	1.240	1.263	1.286	1.309
0.75	1.281	1.304	1.327	1.350	1.373	1.396	1.419	1.442	1.466	1.489	1.512
1.00	1.483	1.507	1.530	1.553	1.576	1.599	1.622	1.645	1.668	1.691	1.714
1.25	1.686	1.709	1.732	1.755	1.778	1.801	1.824	1.847	1.871	1.894	1.917
1.50	1.888	1.912	1.935	1.958	1.981	2.004	2.027	2.050	2.073	2.096	2.119

高市政権の支持率は過去の長期政権と同様の好調なスタート

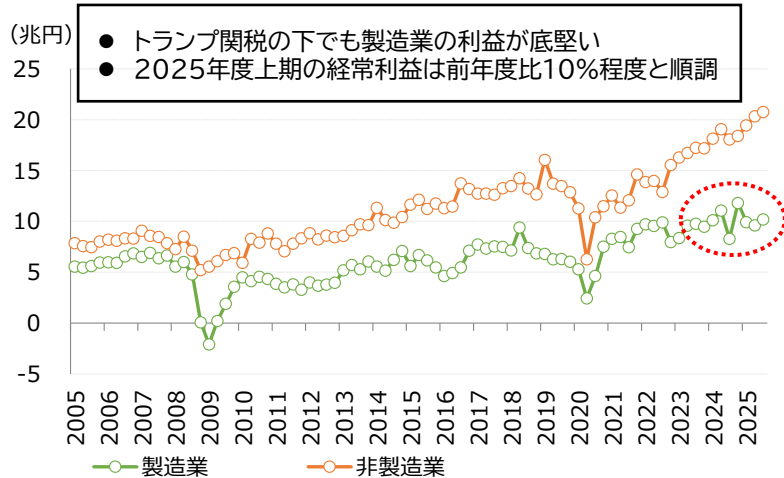


備考：足元の需給ギャップはりそなホールディングスによる試算値
出所：財務省、内閣府、日本経済新聞、りそなホールディングス

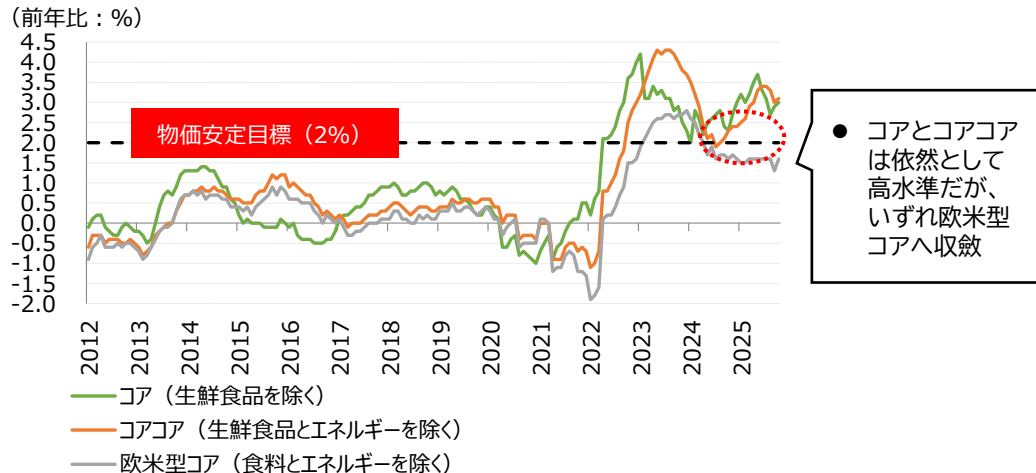


- 春闘に向けて足元の企業利益が底堅いこと、「利上げ是非について、適切に判断したい」との12月1日の植田総裁の講演を踏まえ、日銀は12月19日の決定会合で0.75%への利上げを決断する見込み
- 次回の1%への利上げに向けて、日銀はインフレがどの程度に落ち着くのかを見極めていく必要がある
- 欧米型コア（食品とエネルギーを除く）が前年比1%台半ば程度であることを踏まえると、実質金利ベースで0%近傍となるターミナル1%の予想は妥当

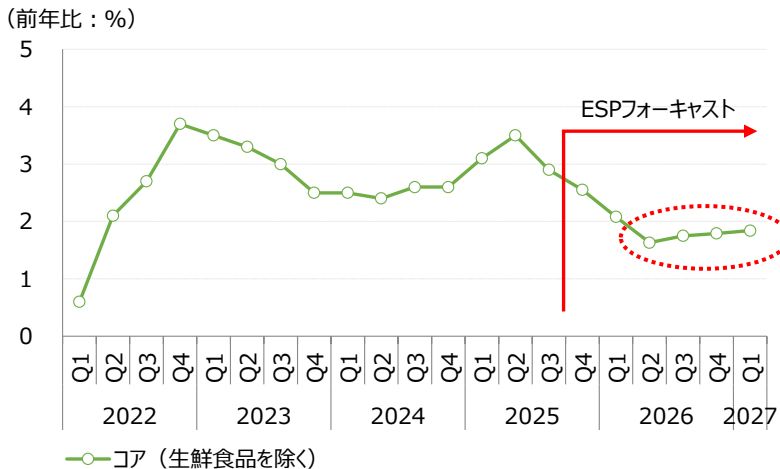
トランプ関税下でも底堅い日本企業の経常利益



日銀が「一時的」と見る影響を除くとインフレ率は1%半ば程度



コアCPIインフレも2026年は1%台半ば程度で落ち着く見込み



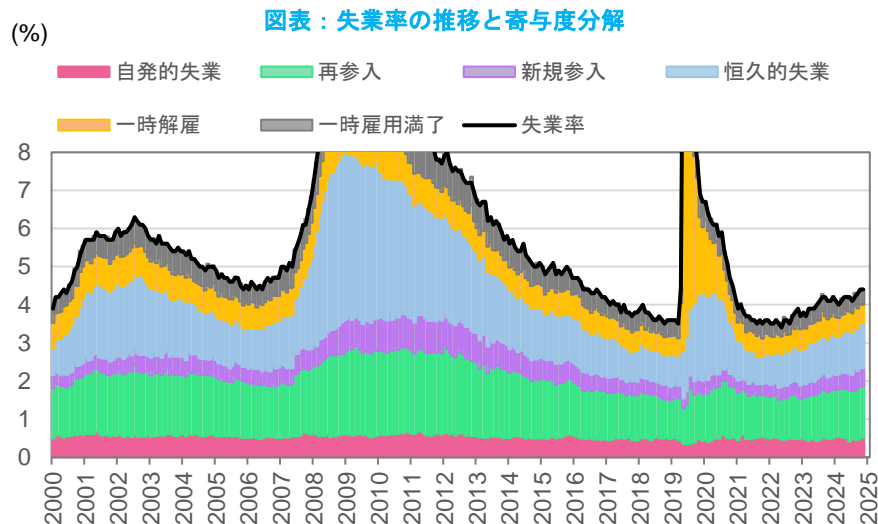
日銀ターミナル予想は1%との見方が中心

政策金利の到達点	2025年8月調査 貿易交渉合意後 (回答者数44人)	2025年9月調査 (回答者数47人)	2025年10月調査 (回答者数49人)
0.50	0	1	
0.75	9	6	8
1.00	15	16	17
1.25	6	6	5
1.50	10	13	13
1.75	1	2	3
2.00	2	1	2
2.25	1	1	1
2.50	0	1	0

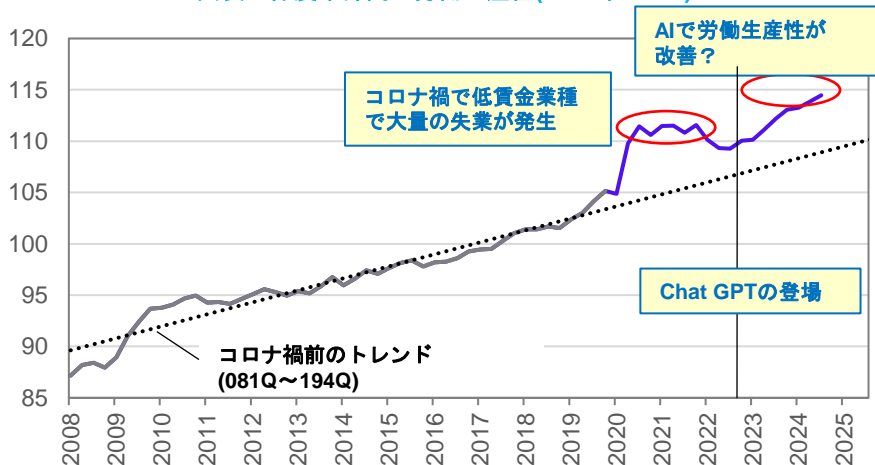
- 関税交渉合意で不透明性が低下してから予想の中心は1%
- 1.50%との予想も根強いが、潜在成長率が伸びない中で日銀はそこまで攻めた金融政策にするのか？

出所：財務省、総務省、日本経済研究センター、ブルームバーグ、リそなホールディングス

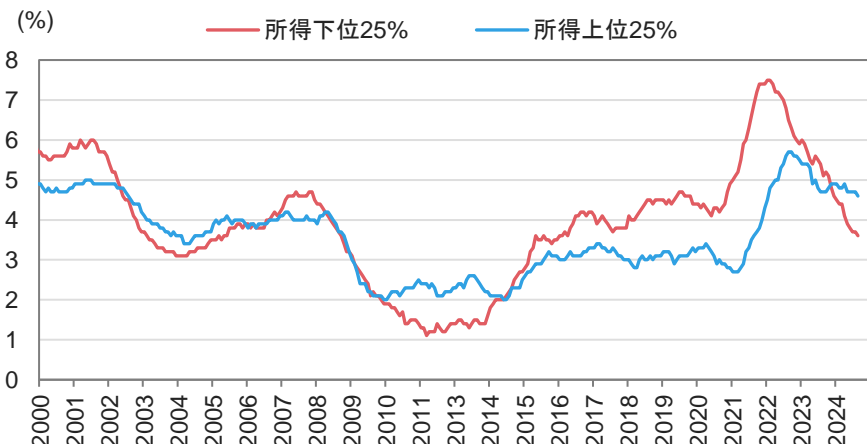
- 失業率の上昇要因をみても、参入要因が過半を占めることと整合的であり、恒久的失業要因での上昇が限定的なことは、米経済が底堅いことを示唆していよう
- 加えて、労働生産性が改善しており、所得水準上位25%の賃金は前年比横ばい一方で、下位25%が低下基調であることから、企業が高スキル人材の採用には積極的なことも窺える
- 足元の労働市場の軟化は、企業と労働者のミスマッチによるところが大きい。労働生産性の改善に寄与する高スキル人材の獲得を巡って、企業間格差や貧富の差が拡大する可能性はあろうが、足元の労働市場の軟化は、米経済の軟化を必ずしも意味しない
- 今後は恒久的失業も増加する可能性があるが、高スキル人材の需要が減退しなければ(低スキル人材解雇であれば)、過度な懸念は不要とみる



図表：非農業部門の労働生産性(2017年=100)



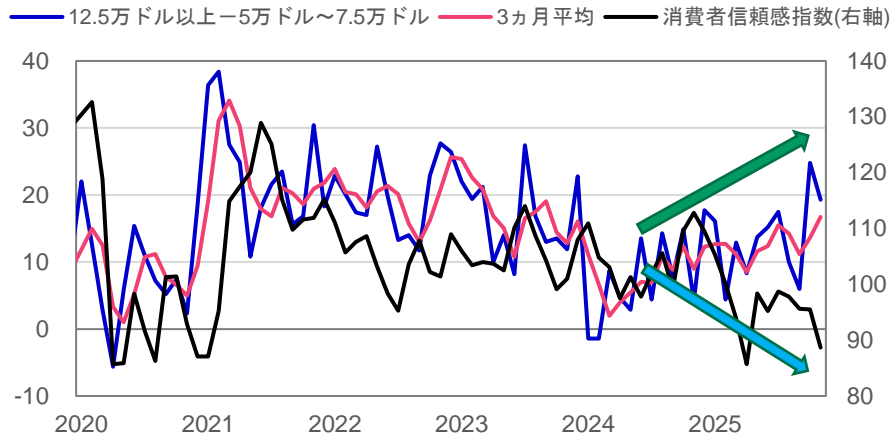
図表：所得水準別の賃金(前年比)



出所：Bloomberg、りそなホールディングス

- 米国の消費者マインドは、全体としては低迷も、所得水準別では格差がある
特に24年以降マインド格差は拡大傾向で、背景にはこの間に株式市場が堅調に推移したことがあろう(資産効果)
- 消費者マインドの低迷とCPI-PPIの前年比の差は概ね連動。足元の消費者マインドの低迷で、企業は生活必需品を価格転嫁できておらず、利益率も低下傾向
- CPIの前年比を寄与度分解すると、関税政策実施中にもかかわらず、財項目の寄与が低位であることと整合的
消費者マインドが改善するまでは、インフレ率は安定的に推移する公算が大きく、労働市場の状況等を勘案するとその兆しは見えない

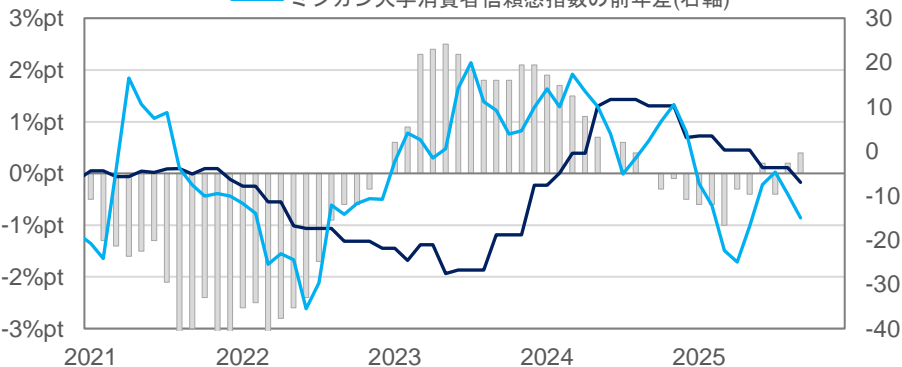
図表：所得水準と消費者マインド格差



図表：景況感及び価格転嫁動向と企業の利益率

■ CPI(前年比)-PPI(前年比)
— 売上高粗利益率前年差(生活必需品)
— ミシガン大学消費者信頼感指数の前年差(右軸)

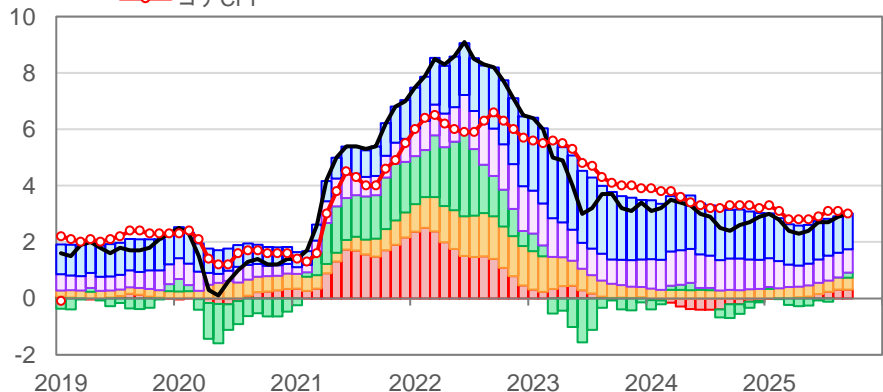
(pt)



(%)

図表：CPIの変動要因分解(前年比)

■ 財(除く食品・エネルギー) ■ 食品
■ エネルギー ■ サービス(除く住宅)
■ 住居 ■ CPI
○ コアCPI



出所：Bloomberg、りそなホールディングス

- 株価変化率(A)をみると、いずれの地域の株価指数も前年比で大きく上昇している
- 次に隣の12ヵ月先予想EPS(B)も大きく上昇しているが、株価の方が大きく上昇している(C)。EPSが伸びる分、株価が上昇するのは健全だが、これを大きく乖離して株価が上昇するのは違和感がある
- そこで、(E)では少し楽観的に、翌年度の増益を加味した上昇余地を計算した。すなわち、24ヵ月先EPSベースの予想増益率が、(C)を上回っていれば、翌年度の増益を先んじて織り込んでいただけと言えるが、現状は、翌年度の増益を考慮しても、足元の株価上昇を正当化することが困難な指数が多い
- 特に、(E)では日本株が一番マイナスが大きい。グローバルで比較しても、日本株に割高感があることが示唆される
- 一方で、米国株は唯一、EPSの成長と同程度しか株価が上昇しておらず、翌年度の増益を加味した際の上昇余地がある。ハイテク株程その傾向が顕著であり、投資妙味が大きい

■ グローバル・バリュエーション

		指数値	バリュエーション指標				株価変化率(A)		EPS変化率(B)		EPS変化率vs 株価変化率 (C):(B) - (A)		24ヵ月先 EPS/ 12ヵ月先 EPS(D)	24ヵ月先の成 長を加味した 上昇余地 (E):(C)+(D)
			PER	PBR	ROE	配当 利回り	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比		
日本	日経平均株価	50,491.9	22.6	2.45	10.9%	1.7%	-0.8%	28.9%	4.8%	12.7%	5.6%	-16.2%	9.2%	-7.0%
	TOPIX	3,362.6	16.2	1.54	9.5%	2.4%	1.4%	23.3%	3.2%	12.3%	1.8%	-11.0%	9.4%	-1.6%
	TOPIX 500	2,627.0	16.4	1.56	9.5%	2.4%	1.3%	23.2%	3.3%	12.0%	2.0%	-11.2%	9.5%	-1.7%
	TOPIX Small	3,823.7	13.8	1.21	8.7%	2.8%	2.5%	25.3%	1.8%	17.8%	-0.6%	-7.5%	9.1%	1.5%
米国	SP500	6,870.4	22.4	4.76	21.2%	1.2%	0.6%	15.0%	1.6%	12.3%	1.0%	-2.7%	13.4%	10.7%
	ナスダック100	25,692.1	26.7	7.34	27.5%	0.7%	0.3%	19.5%	2.8%	21.2%	2.5%	1.7%	15.4%	17.1%
	マグニフィセント7	32,699.2	32.6	9.34	28.6%	0.2%	0.7%	21.3%	2.8%	22.0%	2.1%	0.7%	17.9%	18.6%
欧州	DAX	24,028.1	15.4	1.82	11.8%	2.8%	0.3%	21.1%	0.8%	4.6%	0.5%	-16.5%	13.9%	-2.6%
中国	上海総合	3,902.8	13.7	1.31	9.6%	2.9%	-2.5%	16.5%	1.0%	4.8%	3.8%	-11.6%	11.9%	0.3%
新興国	MSCI・エマージング	1,385.5	13.5	1.87	13.9%	16.2%	-1.1%	28.1%	0.7%	13.1%	1.7%	-14.9%	13.5%	-1.4%

注1: 各種指標は、特に断りがない限り12ヵ月先予想ベース

注2: 投資妙味は、24ヵ月先の成長を加味した上昇余地の1位～3位の指数を○、4位～7位の指数を△、8位～10位の指数を×とした

注3: 前月比は20営業日比、前年比は250営業日比であり、比較対象は直近営業日

注4: 株価変化率は、EPS要因とPER要因に分解できるため、(C)/(にマイナスを掛けたもの)はPERによる株価押し上げ効果と解釈できる

出所: Bloomberg

出所: Bloomberg、りそなホールディングス

- 7-9月期実績について、期初会社予想対比での進捗率を確認すると、56%と50%を上回っている。2Q進捗率と4Q進捗率を比較すると、2Q時点で56%の進捗率であれば4Qの進捗率は110%程度となる見通し
- 今四半期の特徴として、1Qから2Qにかけて進捗率が大きく進展した点が挙げられる。これは2010年度や2020年度等がそうであった様に景気後退懸念から保守的な見通しが示されたものの、それらが杞憂に終わり、期初予想を大幅に上回る実績を達成した年度に共通してみられる特徴である
- 今年度についても、4月にトランプ大統領が厳しい関税率を発表したため、各社は保守的な予想を示したものの、その後に交渉が進展し、4月の懸念は杞憂に終わる公算が高まっている。ベストシナリオでは、期初予想対比120%の増益達成の可能性もあり得る。期初予想対比120%で着地する場合、経常利益ベースでは前年比14%増となることが見込まれる
- TOPIXの12ヵ月先予想EPSは来年6月頃までに220pt程度まで改善する見通しで、日経平均株価は52,000円～53,000円が適正水準となる可能性がある

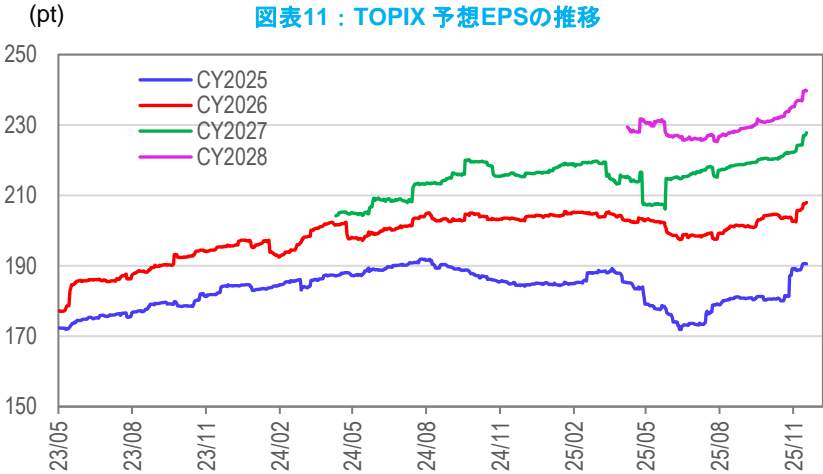
図表：TOPIX500採用企業の進捗率

	1Q進捗率	2Q進捗率	3Q進捗率	4Q進捗率
FY10	30%	64%	96%	114%
FY11	27%	48%	70%	93%
FY12	22%	44%	70%	100%
FY13	27%	58%	88%	116%
FY14	27%	56%	85%	107%
FY15	28%	55%	80%	98%
FY16	25%	52%	82%	107%
FY17	29%	59%	93%	115%
FY18	29%	56%	78%	99%
FY19	19%	48%	75%	85%
FY20	24%	59%	111%	148%
FY21	33%	64%	99%	126%
FY22	30%	56%	83%	106%
FY23	32%	61%	94%	119%
FY24	30%	57%	91%	110%
FY25	27%	56%		

図表：日本株バリュエーション

NT倍率：15倍		PBR1倍		予想PER(TOPIX)					
		10.5倍	15.5倍	16.0倍	現状				
					16.2倍	16.5倍	17.0倍	17.5倍	
予想EPS (TOPIX)	10.0%	227.1	35,800	52,600	54,300	54,900	56,000	57,700	59,400
	7.0%	220.9	34,800	51,200	52,800	53,400	54,500	56,200	57,800
	5.0%	216.7	34,200	50,200	51,900	52,400	53,500	55,100	56,700
	3.0%	212.6	33,500	49,300	50,900	51,400	52,500	54,100	55,600
	1.0%	208.5	32,900	48,300	49,900	50,400	51,400	53,000	54,600
	現状	206.4	32,500	47,800	49,400	49,900	50,900	52,500	54,000
	-1.0%	204.4	32,200	47,400	48,900	49,400	50,400	52,000	53,500
	-3.0%	200.2	31,600	46,400	47,900	48,400	49,400	50,900	52,400
	-5.0%	196.1	30,900	45,500	46,900	47,400	48,400	49,900	51,300
	-7.0%	192.0	30,300	44,500	45,900	46,400	47,400	48,800	50,200

図表11：TOPIX 予想EPSの推移



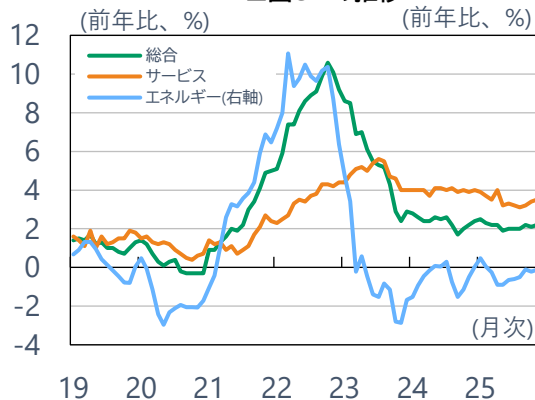
出所：Bloomberg、りそなホールディングス

◎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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

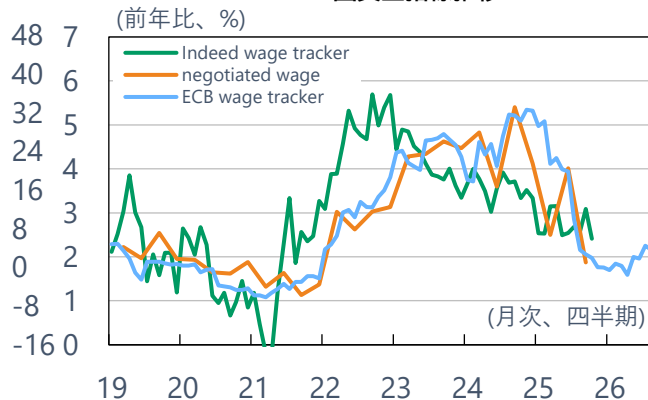
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 物価：サービス物価は減速一服も一部国の特殊要因とみられる。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、足元で先行指標が示唆する水準付近まで低下し、二つの先行指標はいずれも先行きが現在の水準程度で推移することを示唆。一方、欠員率は低下傾向が続くものの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、防衛関連の好調がけん引する形で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底堅さが寄与し、実質GDP成長率は堅調に推移
- 金融政策：物価が目標付近で推移するなか、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と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優勢

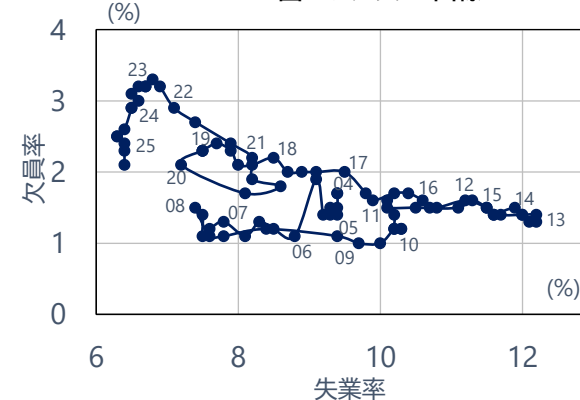
ユーロ圏CPIの推移



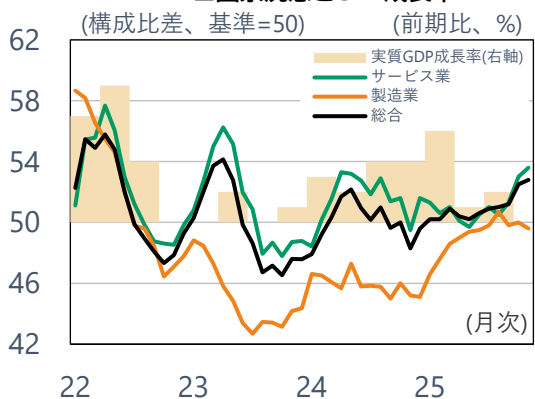
ユーロ圏賃金指標推移



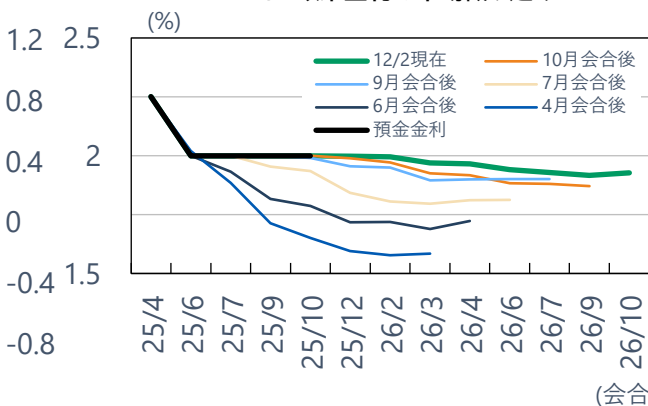
ユーロ圏ベヴァリッジ曲線



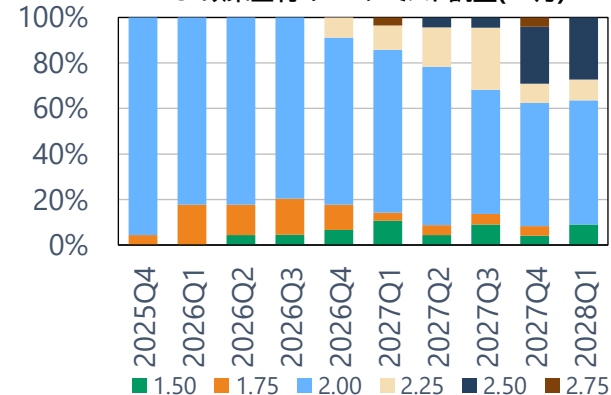
ユーロ圏景況感とGDP成長率



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(11月)

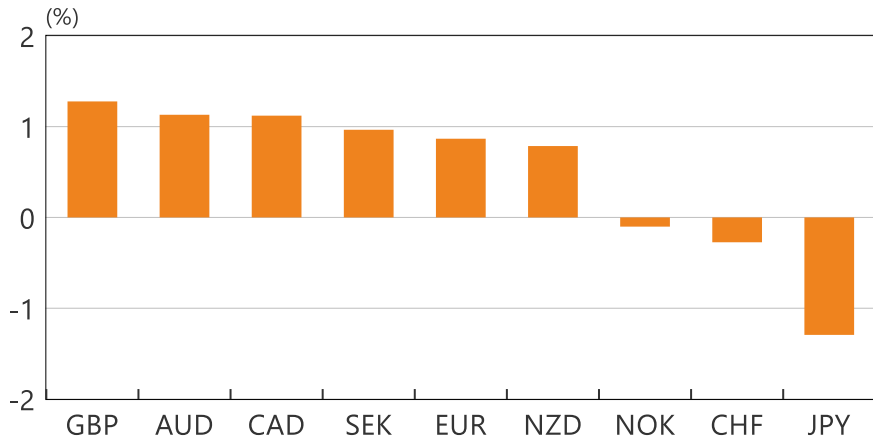


出所：Indeed, ECB, Bloomberg

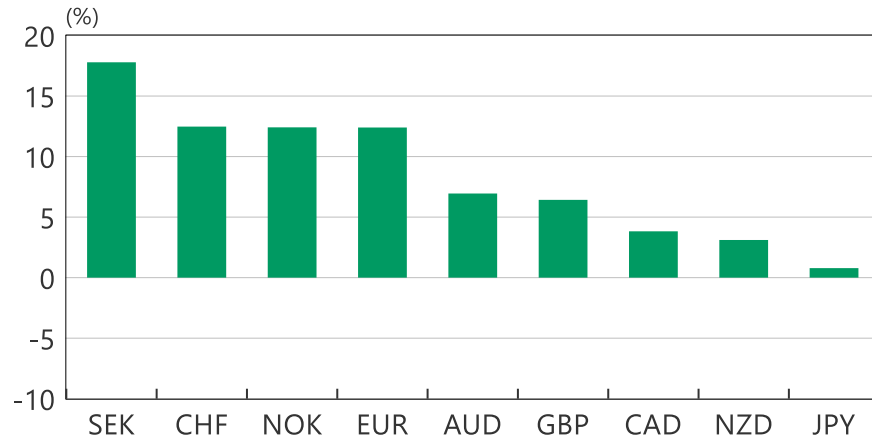
中長期テーマ

- 年初来では、欧州通貨の強い状況が続いており、米ドルは主要通貨の中で未だ一番安い
- 11月は、JPYのほかNZDの弱さが目立ったが、NZ中銀会合以後NZDは買いに転じ、月末時点ではJPYが独歩安の状態

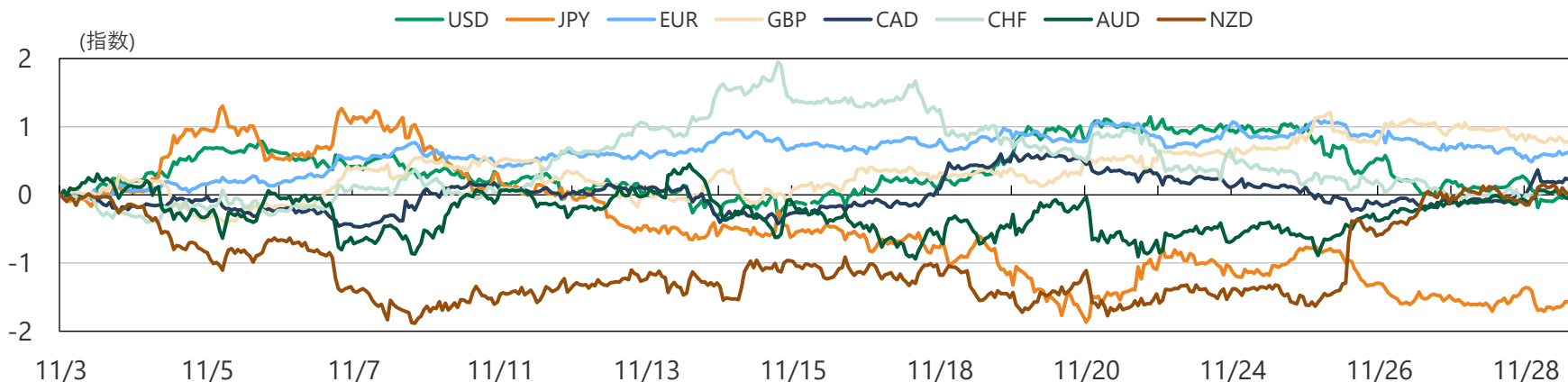
主要通貨 対USD騰落率(10月末比)



主要通貨 対USD騰落率(年初来)



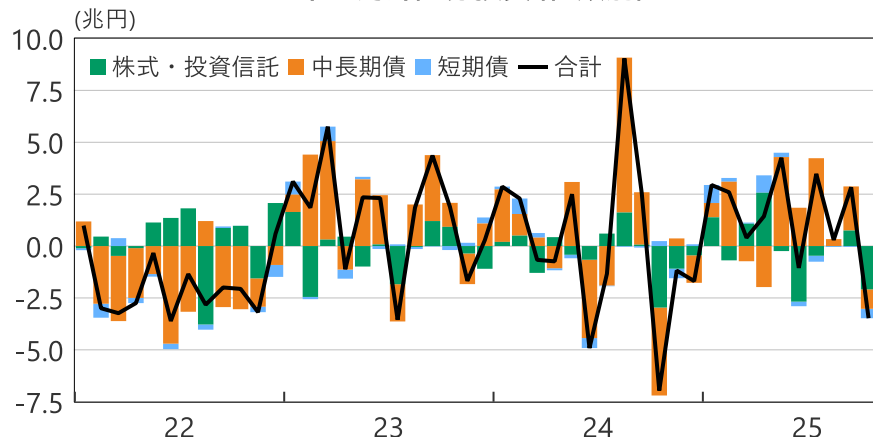
通貨強弱チャート(2025年11月)



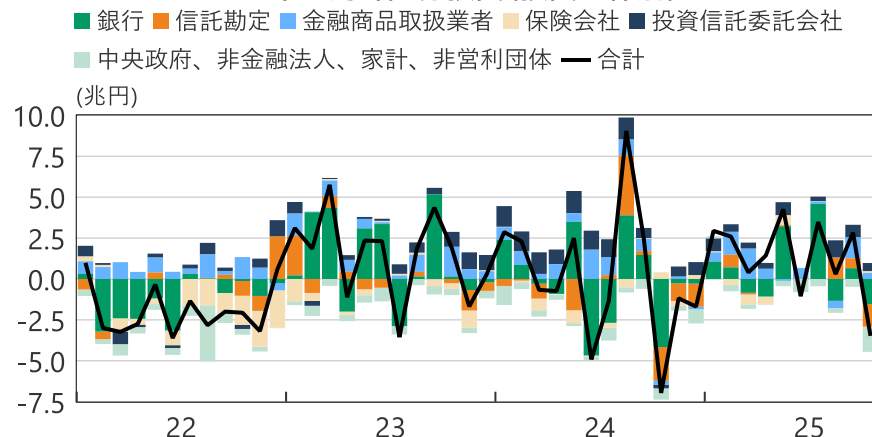
出所：Bloomberg, Macrobond

- 10月の対外証券投資は全種類を売越し。主体別では、銀行、信託勘定、中央政府他が大きく売越し
- 10月の対内証券投資は株式・投資信託や短期債を大きく買越し。地域別では、欧州勢が大きく買越したほか、全地域が買越しだった

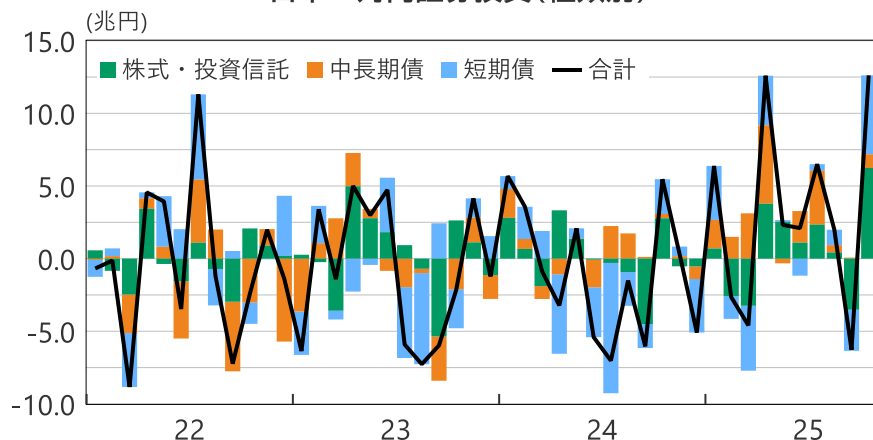
日本 対外証券投資(種類別)



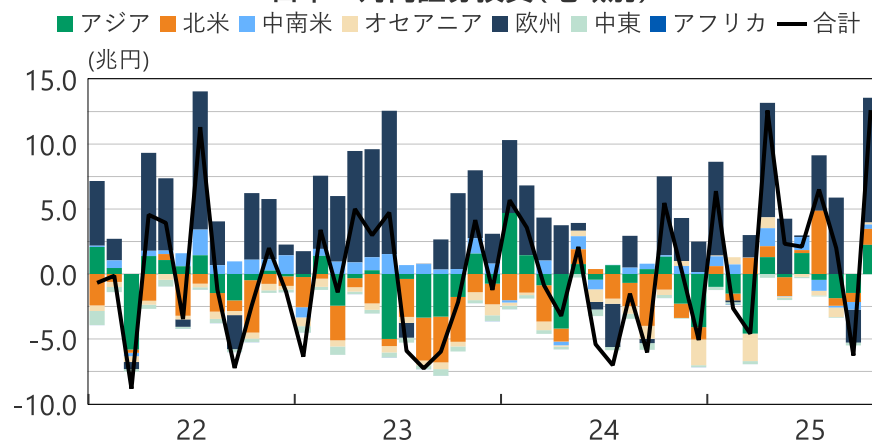
日本 対外証券投資(投資主体別)



日本 対内証券投資(種類別)



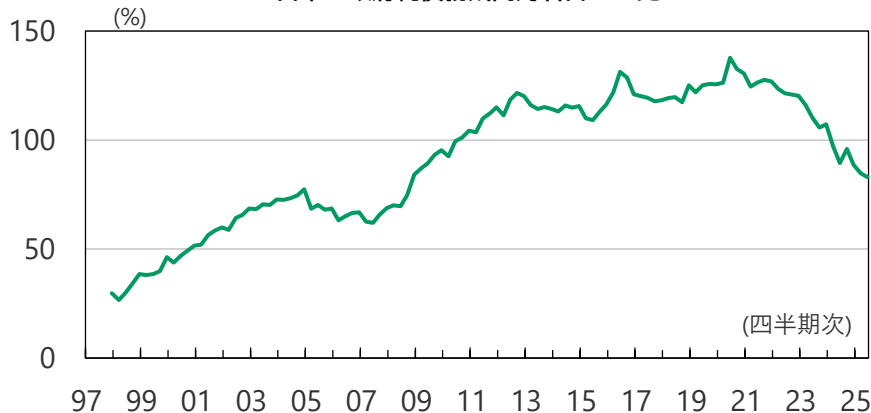
日本 対内証券投資(地域別)



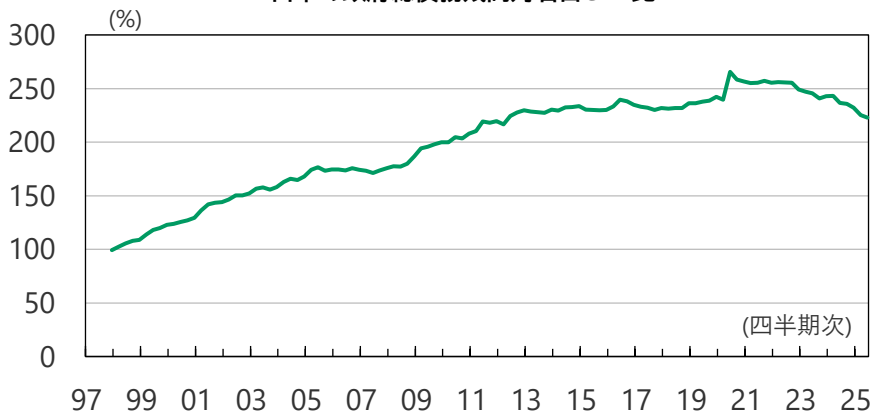
出所：Macrobond

- 日本の政府純債務残高は、インフレ・株高・円安などもあり対名目GDP比では改善が進む。高市政権が当初同指標の改善を目標としたことで、資産の外貨建て部分の膨張を目論んで政府が円安を容認するとの市場の思惑が、足元の円売りを助長か
- 日本の政府総債務残高も対名目GDP比では足元で減少しているが、要因分解するとインフレ要因に依るところが大きい。ただ、金利上昇によって利払費の増加が見込まれるなか、引き続き基礎的財政収支が総債務残高対GDP比において重要であることは変わらないため、基礎的財政収支の単年度黒字化目標を事実上取り下げたことも将来の財政悪化が想起され円売りの材料となった可能性が高い

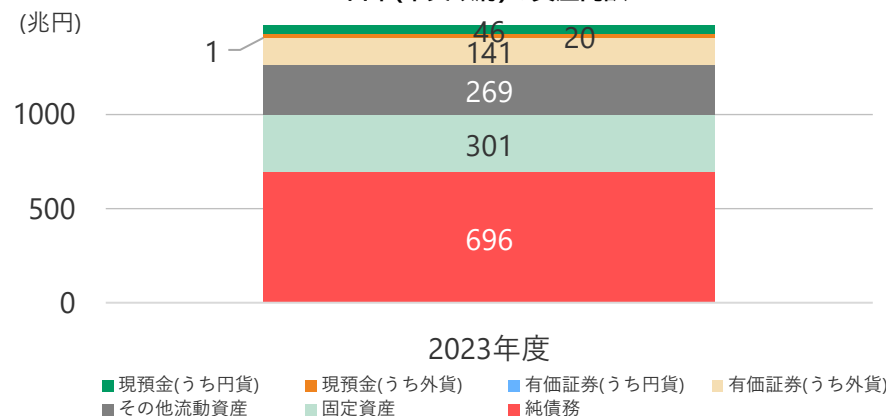
日本の政府純債務残高対名目GDP比



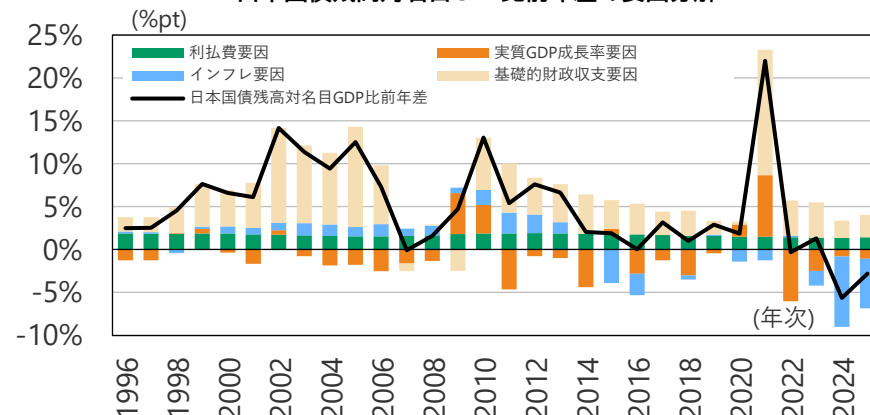
日本の政府総債務残高対名目GDP比



日本(中央政府)の資産内訳



日本国債残高対名目GDP比前年差の要因分解



出所：Bloomberg, 日本銀行, 財務省

- 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

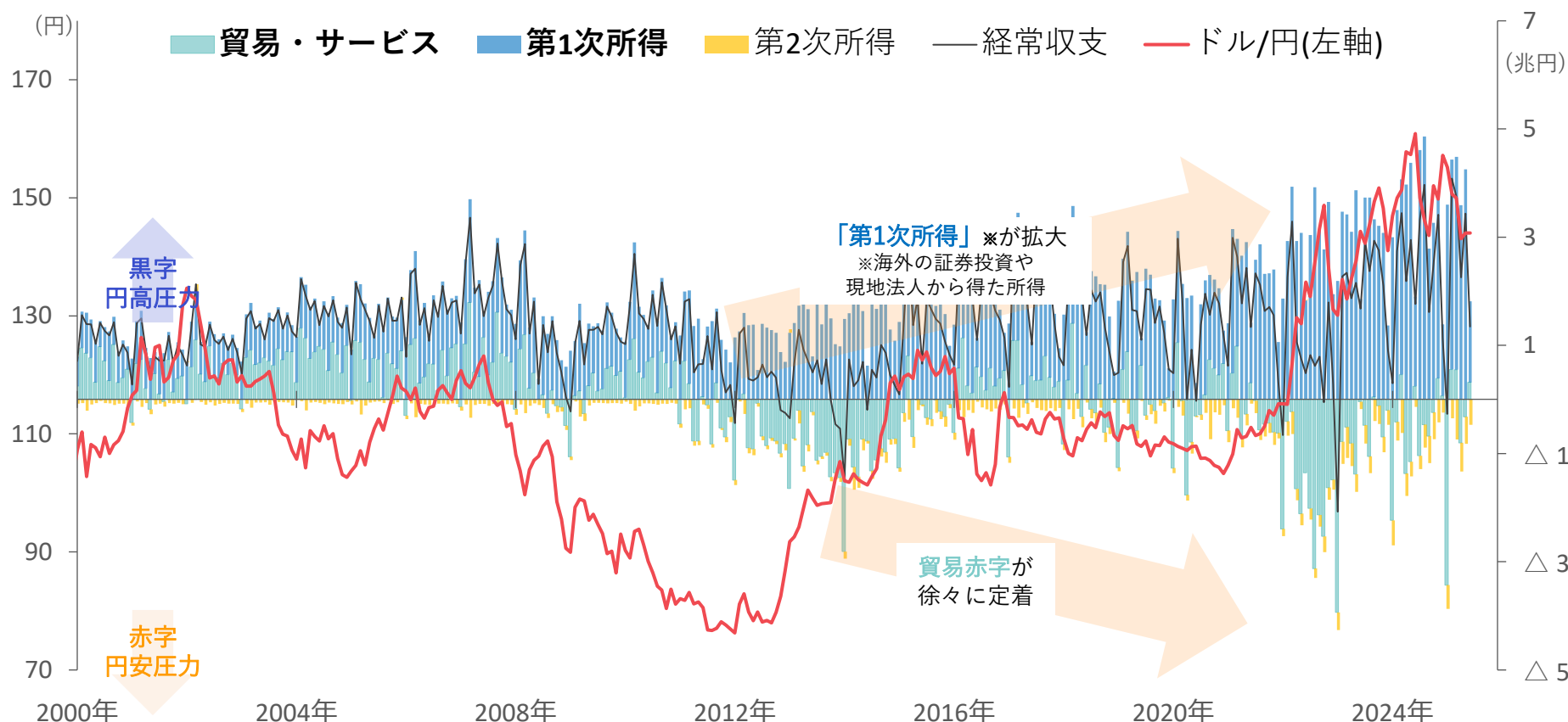
4. 弱まりつつある “有事の円買い”

【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



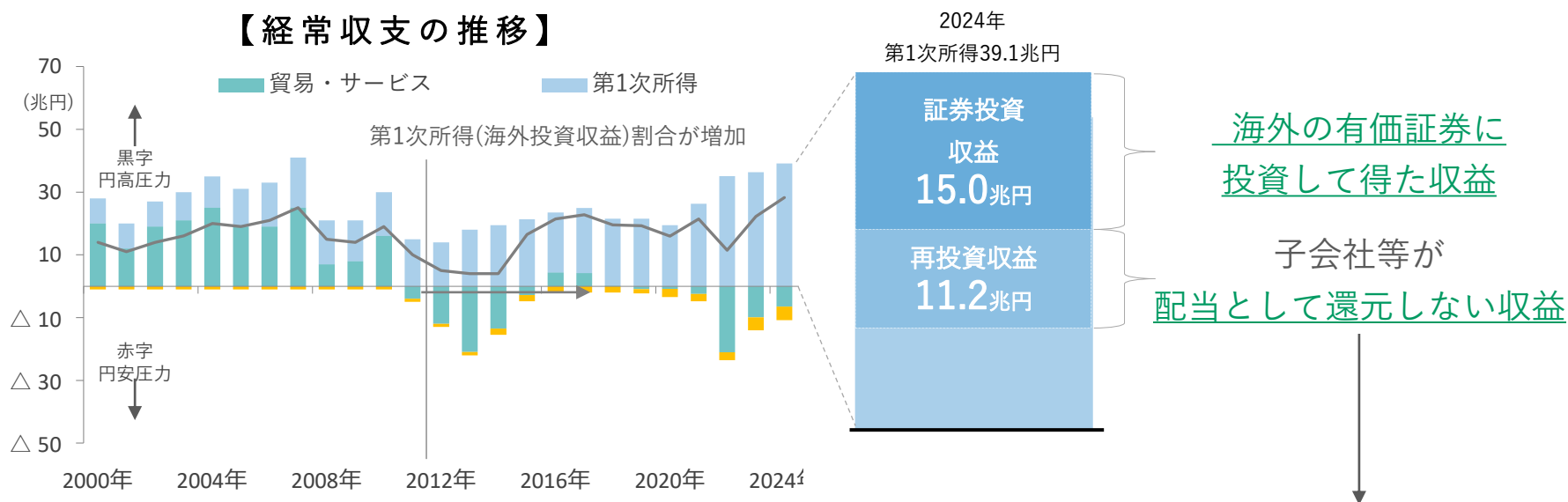
「モノづくり」で稼ぐ
自動車の輸出を中心に（貿易黒字）で稼ぐ

「投資」で稼ぐ
海外投資による収益「第1次所得」で稼ぐ

出所：Bloomberg

- 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

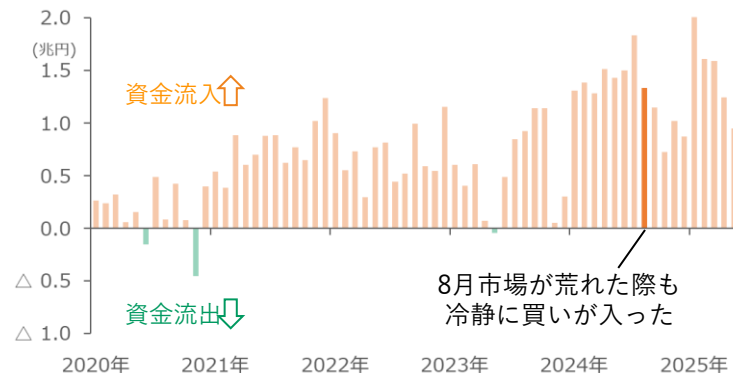
	2012年		2022年
第一次所得	14兆円	1.5倍	22兆円
現地法人の内部留保	28兆円	1.9倍	55兆円

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

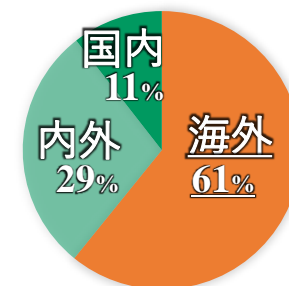
- 2024年から始まった新NISAを契機に個人マネーの「貯蓄から投資へ」が加速
- その資金の多くは海外資産へ流入していることから、円安圧力が生じている

【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

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%)

貯蓄から
投資へ

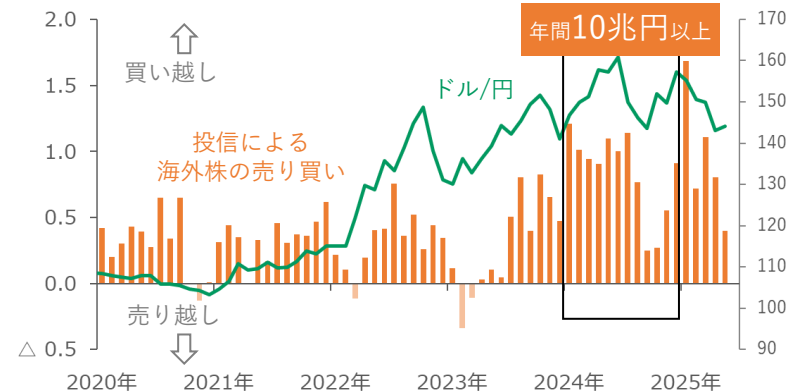
資産は
海外へ

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

【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



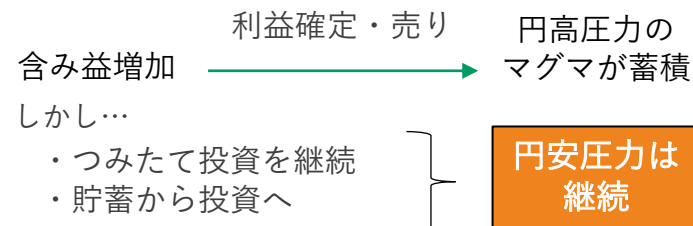
1日当たり過去最大の介入額：5.9兆円を超える水準
(2024/4当時は1日で5.6円の円高進行)

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



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】

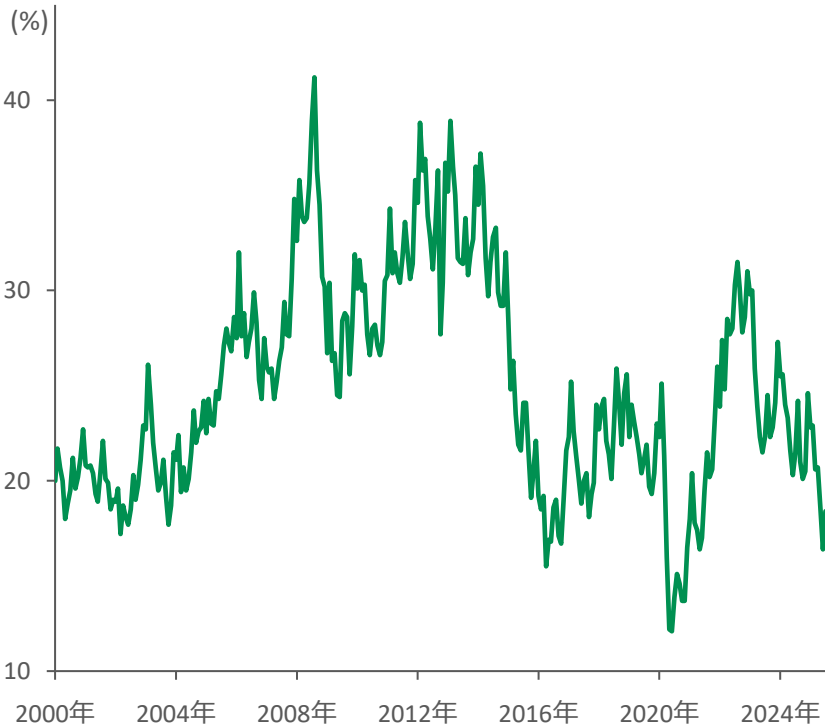
日本は資源の自給は限られており、ほとんどが輸入に頼っている状況が続く。

	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%

出所；IEAデータより当社作成、Bloomberg

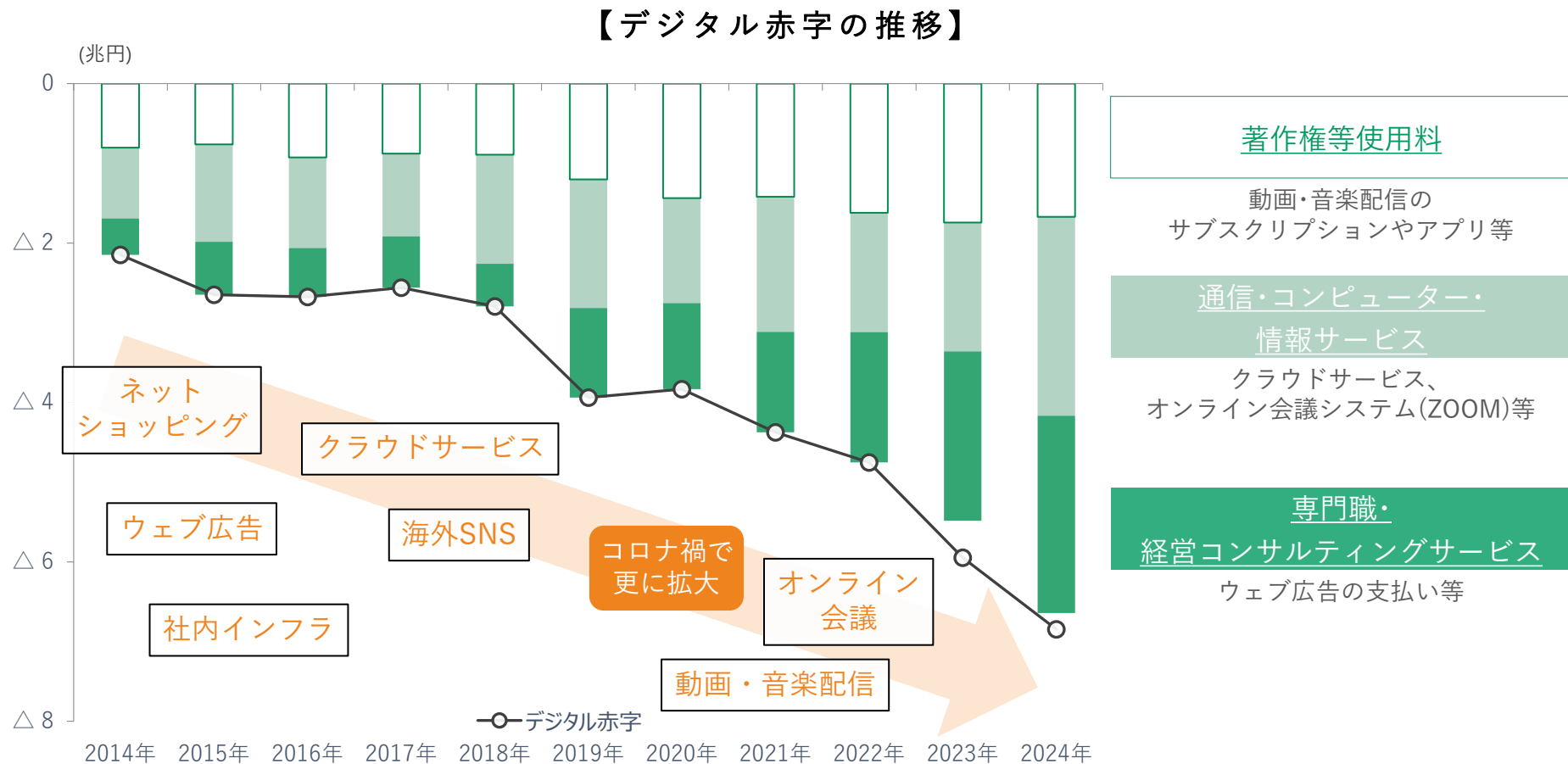
【輸入金額に占める鉱物性燃料の割合】

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。



- 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

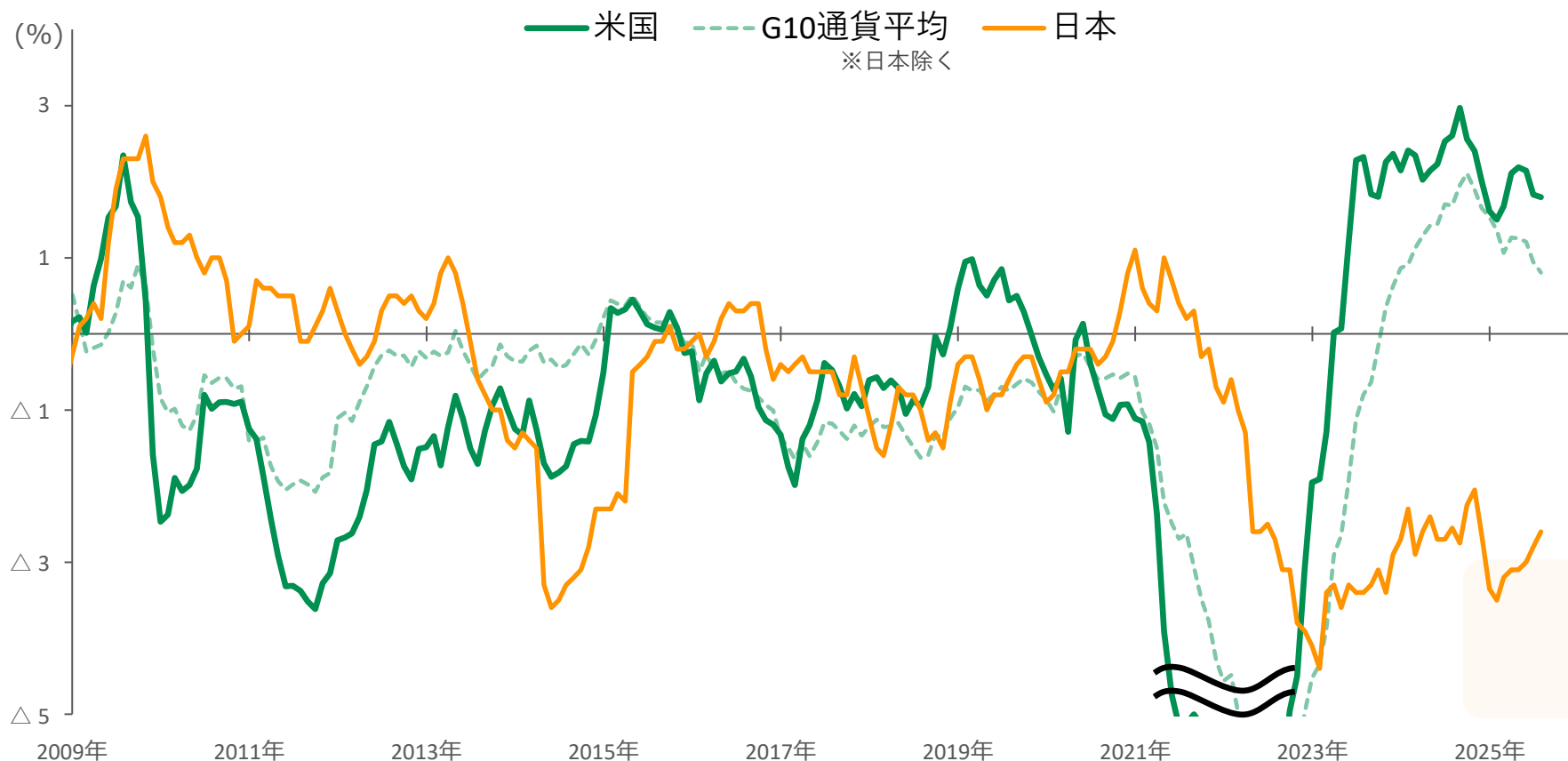
※日銀レビュー内の分類に基づく



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

- 日銀は金融引締めにしたものの、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。

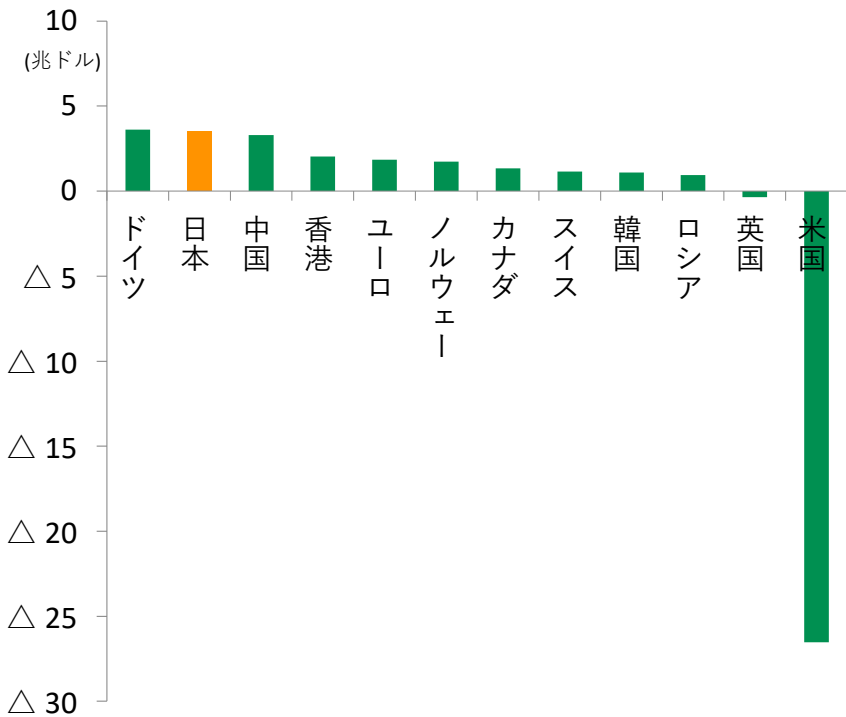
	潜在成長率
中国	3.87%
G20	2.93%
世界	2.82%
オーストラリア	2.44%
ニュージーランド	2.12%
米国	1.98%
英国	1.60%
カナダ	1.39%
スイス	1.18%
ユーロ圏	1.14%
日本	0.84%

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】

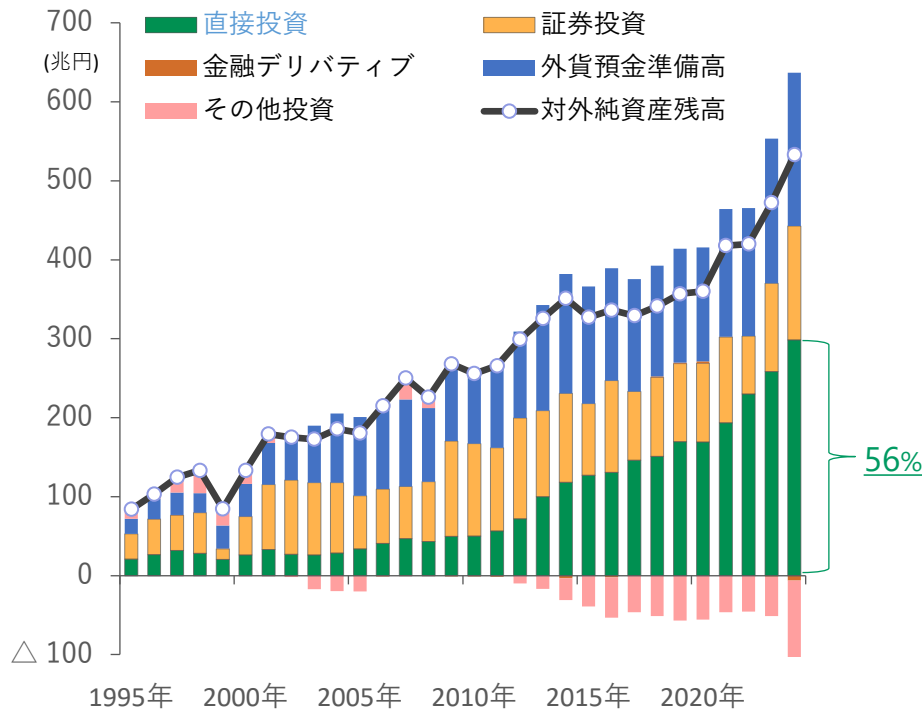
日本は世界有数の「対外純資産国」であり、有事には海外資産を円に戻すことができるとされていることが“有事の円買い”と言われてきた理由



出所：財務省HP、Bloomberg

【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



【ドル/円の「新常態」は130～150円台へ】

