

りそな為替動向マンスリー:2026年1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



◎注意事項

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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があります。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。

ドル円見通し：短期的には理論値をやや上回る水準、中期的にも円安リスク

- ・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
- ・衆院総選挙もあり、短期的には財政拡張的な政策への思惑から円安で推移しやすい状況が継続
- ・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180円台の最高値圏で推移

- ・ユーロ円は、今後も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

ホットトピックス：日銀はインフレの落ち着き所を見極めてから追加利上げへ

- ・日本：政策金利の1%より先は日銀も手探りであり、実際に超えられるかはまだ未知数
- ・米国：見かけ上経済が弱い状態が継続も、実態は底堅い。こうした中FRBが利下げを継続するかが焦点
- ・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	154.2	149.9	149.5	149.0	149.0	149.0	149.0	149.0	149.0
	想定レンジ	—	—	—	—	138 ~ 165	138 ~ 165	138 ~ 165	138 ~ 165	138 ~ 165	138 ~ 165	138 ~ 165	138 ~ 165
	ユーロ円	—	—	—	—	171.5	172.9	174.8	175.3	176.2	176.7	177.5	178.0
	想定レンジ	—	—	—	—	165 ~ 190	165 ~ 190	165 ~ 190	165 ~ 190	165 ~ 190	165 ~ 190	165 ~ 190	165 ~ 190
サブ1	ドル円	—	—	—	—	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
サブ2	ドル円	—	—	—	—	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	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。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



◎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があります。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。

	日本	米国	その他
1/1(木)	(元日)	(元日)	
1/2(金)			
1/5(月)		12月ISM製造業景況指数	
1/6(火)	10年債入札		
1/7(水)		10月製造業受注	
		12月ADP雇用統計	
		12月ISM非製造業景況指数	
1/8(木)	11月毎月勤労統計（速報）	10月貿易収支	
	30年債入札		
1/9(金)	11月家計調査	10月住宅着工・許可件数	
		12月雇用統計	
1/12(月)	(成人の日)	10年債入札	
		3年債入札	
1/13(火)	12月景気ウォッチャー調査	10月新築住宅販売	
		12月CPI	
		30年債入札	
1/14(水)	5年債入札	11月PPI	
		11月小売売上高	
		12月中古住宅販売	
		米地区連銀経済報告	
1/15(木)	12月企業物価指数	1月NY連銀製造業景気指数	
		1月フィラデルフィア連銀製造業景気指数	
1/16(金)			
1/19(月)	11月機械受注	(キング牧師記念日)	(他) 世界経済フォーラム（ダボス会議）（～23日）
1/20(火)	20年債入札		(独) 1月ZEW景気指数

	日本	米国	その他
1/21(水)		12月住宅着工・許可件数	
		20年債入札	
1/22(木)	12月貿易統計	7-9月期GDP（確定値）	
1/23(金)	12月消費者物価指数		(欧) 1月PMI（速報値）
	植田日銀総裁定例会見		
1/26(月)		2年債入札	(独) 1月IFO企業景況感指数
1/27(火)		1月消費者信頼感指数	
		5年債入札	
1/28(水)	40年債入札	FOMC（結果発表）	
	日銀金融政策決定会合議事要旨（12/18～19開催分）		
1/29(木)		11月製造業受注	
		11月貿易収支	
		12月個人所得・消費支出	
		7年債入札	
1/30(金)	12月鉱工業生産	12月PPI	
	12月住宅着工件数		
	12月労働力調査		
	2年債入札		
1/31(土)			

- 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
- ウクライナやベネズエラ動向、米国のアイルランド獲得に向けた動向、日中対立懸念といった要素も注目材料

見通し		1-3月		4-6月		7-9月		10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		景気減速が継続		景気は底入れ		景気は底入れへ	
金融政策	✓ 景気減速とインフレを天秤にかけつつ、米は慎重に利下げ ✓ 日銀は国内の春闘やインフレ、外部環境を鑑みつつ、追加利上げを継続	米国は利下げ、欧州は様子見		米国は利下げ、欧州は様子見		追加利下げは次期FRB議長就任後？		追加利上げははやくとも夏頃？	
米国 トランプ 政権	中銀会合 日程	米 FRB 1/27-28	3/17-18 ドットチャート・経済見通し	4/28-29 パネル 議員任期 ドットチャート・経済見通し	6/16-17 ドットチャート・経済見通し	7/29-30	9/15-16 ドットチャート・経済見通し	10/27-28	12/8-9 ドットチャート・経済見通し
日 銀	欧 ECB 2/5	3/19 スタッフ経済見通し	4/30	6/11 スタッフ経済見通し	7/23	9/10 スタッフ経済見通し	10/29	12/17 スタッフ経済見通し	
中銀会合 日程	日 銀 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	10/29-30 展望レポート	12/17-18	
トランプ政権の動向	次期FRB議長候補の選出 ウクライナ・ベネズエラ等 和平・成果とりまとめに向けた交渉		・ケビン・ウォーシュ元FRB理事 ・クリス・ウォーラーFRB理事 ・ケビン・ハセットNEC委員長 など		11月中間選挙に向けた選挙活動へ				
主要な政治日程 など	1月中？ FRB 次期議長候補 公表	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	5月末 パウエル 議長 任期満了	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

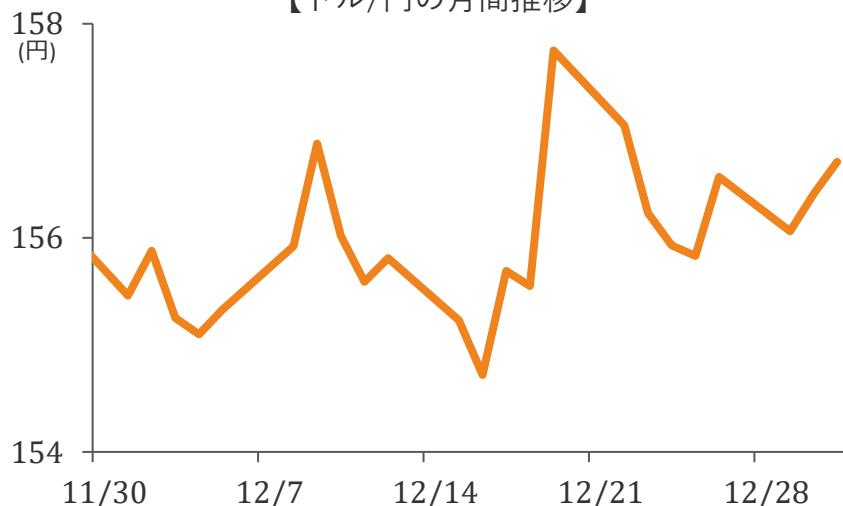
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることがあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

円安・ドル安、ユーロが大幅続伸

ドル/円

↑ **156.71円**
前月比 +0.53円 (+0.34%)

【ドル/円の月間推移】



日銀は利上げも円安が進行

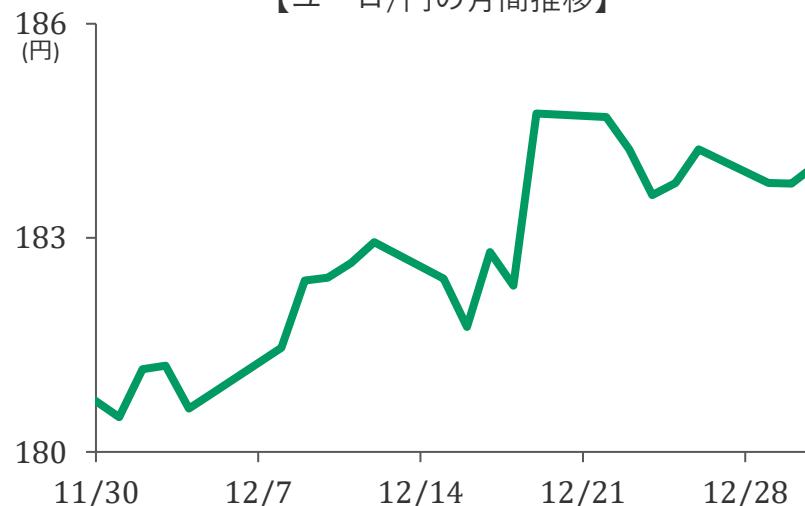
FRBの利下げや日銀の利上げ報道で一時円高が進行。日銀は利上げ実施もハト派と見なされ、ドル/円は157円台へ上昇。政府の円安けん制で上げ幅を縮小。

出所：Bloomberg、りそなホールディングス

ユーロ/円

↑ **184.01円**
前月比 +2.85円 (+1.57%)

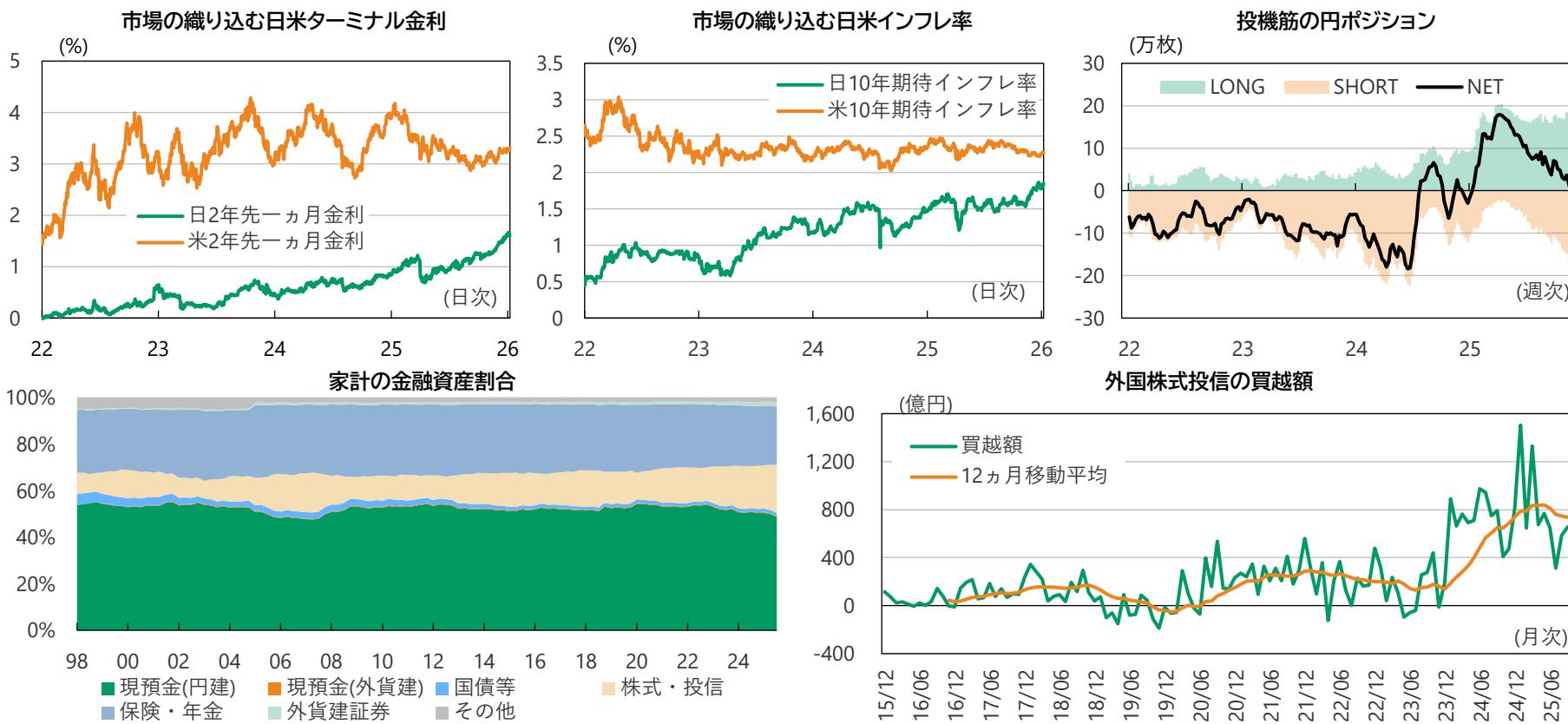
【ユーロ/円の月間推移】



3か月連続で史上最高値を更新

FRBの利下げによるドルの弱さからユーロは底堅く推移。日銀の利上げはハト派と見なされ、ユーロ/円は一時184円台後半まで上昇。

- 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1.6%と当社予測比やや過剰であるため、次第に1%程度まで修正される過程で日米金利差が拡大すること
- 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高く、理論値から算出される数字よりもやや高い水準(150円台半ばを中心とするレンジ)での推移を見込む
- 「金利のある世界」への移行に伴い、家計の持つ円建現預金が次第に外国株式等へシフトする可能性が高まっている。この場合、大きな円売りドル買いフローが発生することから、中期的には円安方向へのリスクの方が大きいとみる



出所：日本銀行、投資信託協会、Bloomberg、りそなホールディングス

 **りそなグループ**
RESONA

◎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があります。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。

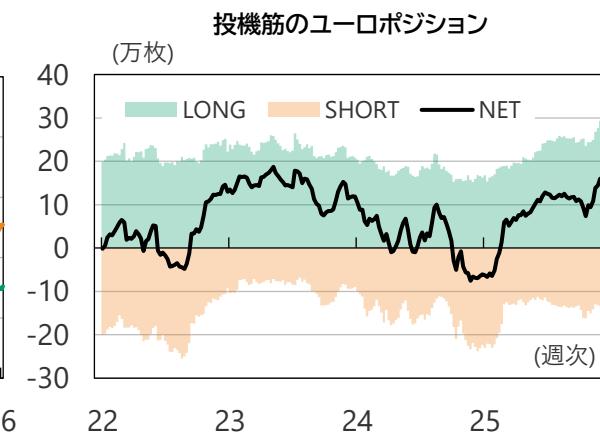
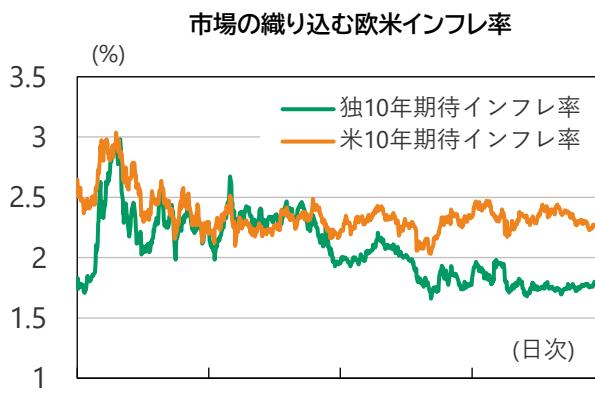
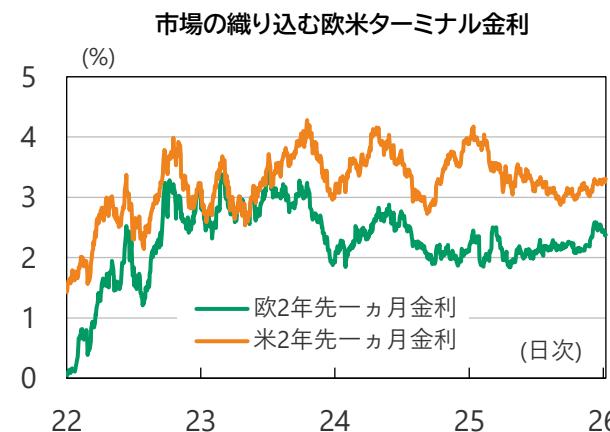
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- ユーロ円は今後も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：1月PMIや2025年第4四半期GDPが上振れば、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190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165円前後



■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
1/23	ユーロ圏PMIの上振れ	ユーロ高
1/30	ユーロ圏GDP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, りそなホールディングス

 **りそなグループ**
RESONA

◎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があります。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。

ホットトピックス

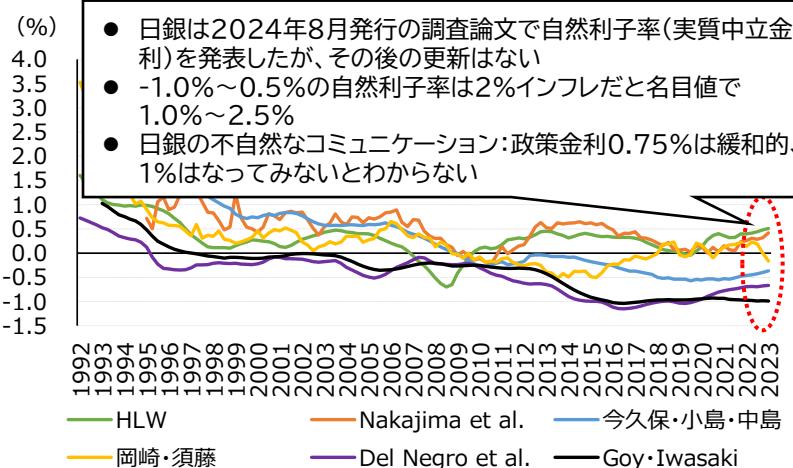


◎注意事項

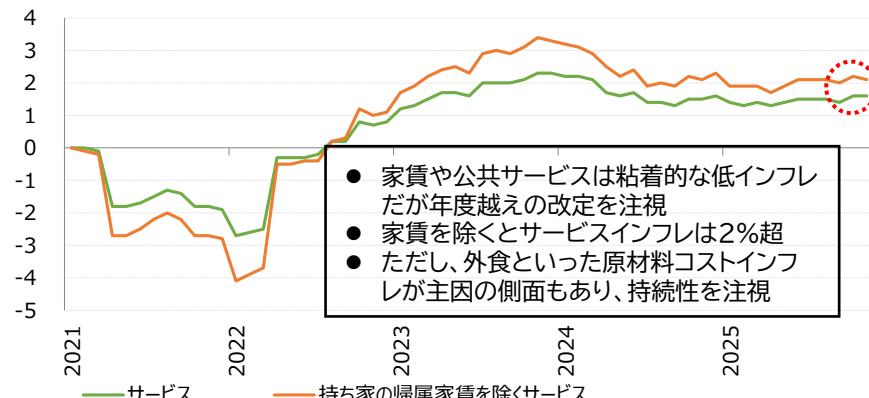
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることがあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

- 12月19日の金融政策決定会合:政策金利0.75%の金融環境は「実質金利はきわめて低い」。ただし、植田総裁の記者会見によれば、政策金利が1%に引き上げられた場合の金融環境は、実際にそうなってみないとわからない趣旨の発言があり、中立金利は日銀にも妥当と思われる居所の分析が困難
- 2026年度の前半に見込まれるインフレ率の低下が落ち着けば政策金利は1%（現状7-9月期で予想）に引き上げられるが、その先は再びインフレ率が上昇していくのか・サービス中心のインフレになっていくのかとの確度を確かめていく必要があり判断は慎重に
- 政策金利が1%よりも上に行くほどインフレ圧力が高まるのかは、新年度の物価動向が見えてくる2026年4月の展望レポートが重要

中立金利について日銀はこれまで以上の分析は当面提示せず

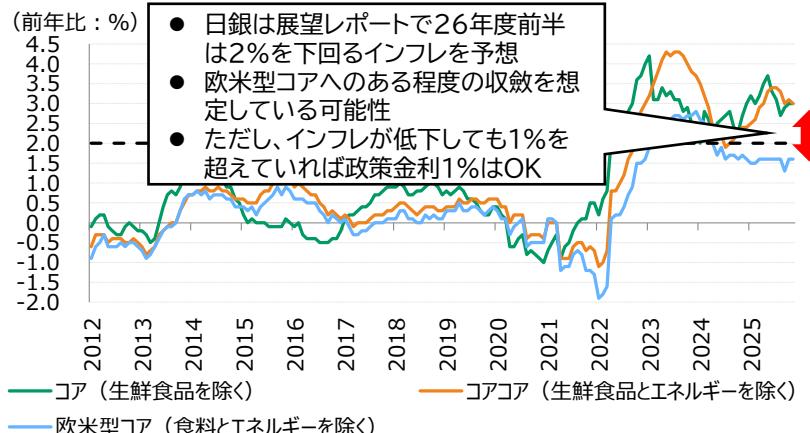


規制品目を除くサービス価格も高騰しているが、コスト要因も要確認
(前年比: %)



出所：日本銀行、総務省、リソナホールディングス

政策金利1%への引上げはインフレ低下の落ち着き所を見てから



政策金利1%超の判断はより慎重になる見込み

金融政策決定会合	注目ポイント
1月22-23日	展望レポート
3月18-19日	2026年春闇の結果評価
4月27-28日	展望レポート：2026年度越えの価格改定動向の評価
6月15-16日	QT中間見直し
7月30-31日	展望レポート
9月17-18日	政策金利1%利上げ見込み
10月29-30日	展望レポート

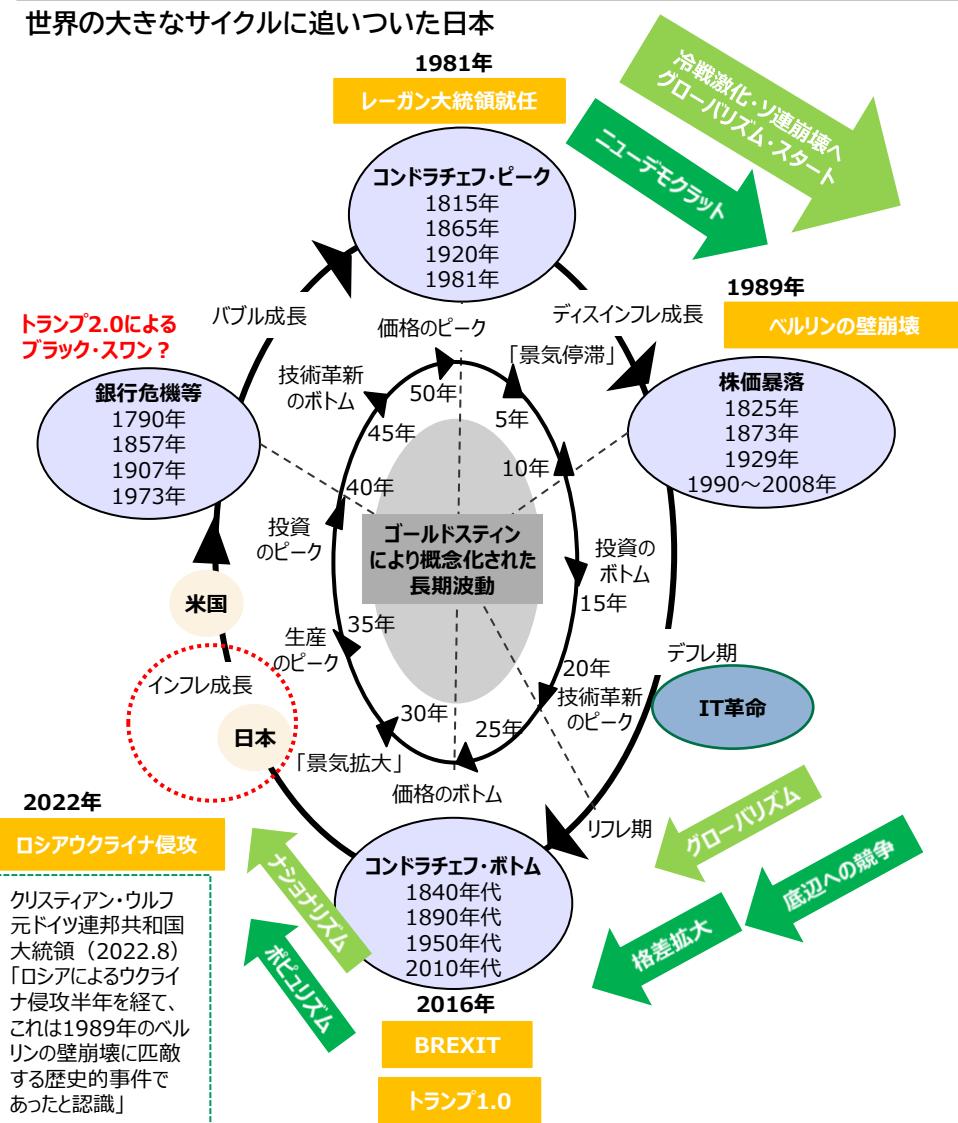
◎注意事項

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があります。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。

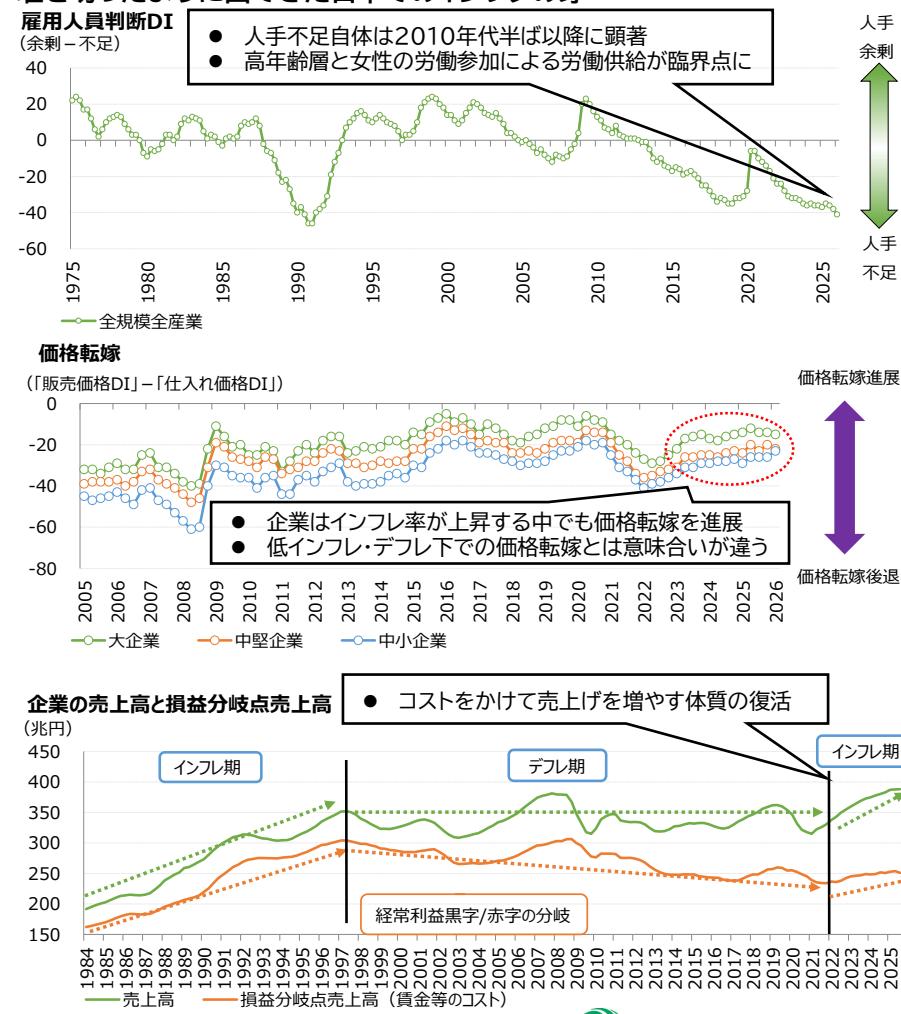
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 日本もようやく世界的なインフレ成長のサイクルに追いついてきた
- 壁を切ったように出てきた日本でのインフレの芽とそれによる企業部門の環境改善:人手不足の解消策としての賃上げ、賃上げ原資としての価格転嫁の必要性、「コストをかけながらも利益をあげていく」企業体制の復活

世界の大きなサイクルに追いついた日本



壁を切ったように出てきた日本でのインフレの芽



出所：日本銀行、財務省、りそなホールディングス

リソナグループ
RESONA

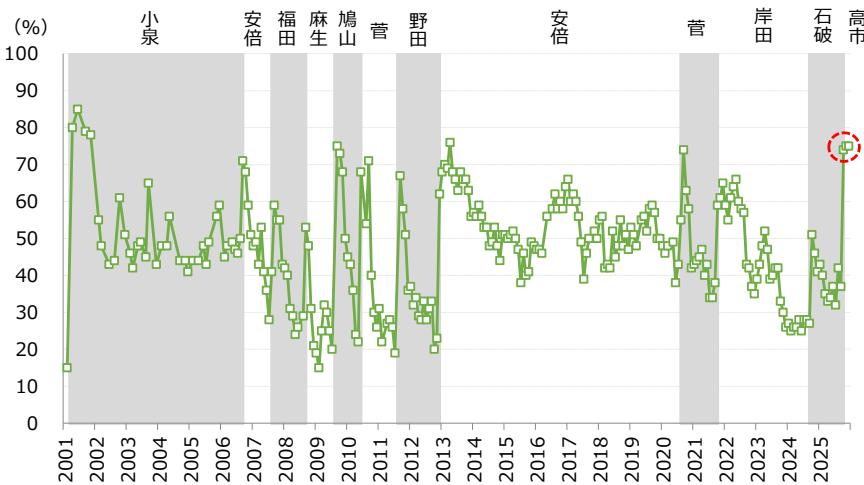
◎注意事項

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があります。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。

- 2月8日投開票の総選挙の焦点：高市政権の高支持率を背景に自民党が衆議院で「優越」を行使できる2/3議席(310議席)を取れるのか
- 日銀は1%以降は手探りだが、声明文では0.75%は「きわめて緩和的」と言い切っており、市場の織り込みはオーバーシュートしていく可能性
- 選挙による財政懸念を踏まえると、オーバーシュートの上限目安は政策金利2%と想定し、5年債の1.8%程度と10年債の2.5%程度が上昇目途

高水準を維持する高市政権の支持率と現状の会派別国會議席



政党	衆議院	参議院
自由民主党	199	100
日本維新の会	34	19
連立与党	233	119
立憲民主党	148	42
国民民主党	27	25
公明党	24	21
れいわ新選組	9	6
日本共産党	8	7
有志の会	4	
参政党	3	15
減税保守こども	3	2
日本保守党		2
沖縄の風		2
無所属	6	9
合計	465	248

- 自民党は参議院で過半数を有していない
- 単独政党として政策を実現していくためには過半数ではなく2/3を獲得する必要
- 自民党が2/3を取れなければ、政策協力を求める状況は変わらないが、急遽の解散で野党との関係が悪化する可能性も

足元の国債金利は日銀政策金利の1.75%程度を織り込んだ水準(左:5年債、右:10年債)

	米国長期金利											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	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	
0.75	0.795	0.818	0.842	0.865	0.889	0.912	0.936	0.960	0.983	1.007	1.030	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	0.973	0.997	1.020	1.044	1.067	1.091	1.114	1.138	1.161	1.185	1.209	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	1.151	1.175	1.198	1.222	1.246	1.269	1.293	1.316	1.340	1.363	1.387	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	1.330	1.353	1.377	1.400	1.424	1.447	1.471	1.495	1.518	1.542	1.565	1.50	1.888	1.912	1.935	1.958	1.981	2.004	2.027	2.050	2.073	2.096	2.119
1.75	1.508	1.532	1.555	1.579	1.602	1.626	1.649	1.673	1.697	1.720	1.744	1.75	2.091	2.114	2.137	2.160	2.183	2.206	2.229	2.252	2.276	2.299	2.322
2.00	1.686	1.710	1.734	1.757	1.781	1.804	1.828	1.851	1.875	1.898	1.922	2.00	2.293	2.317	2.340	2.363	2.386	2.409	2.432	2.455	2.478	2.501	2.524

出所：日経新聞、衆議院、参議院、りそなホールディングス

 **りそなグループ**
RESONA

◎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があります。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。

- 西側諸国の不協和音：ロシアのウクライナ侵略は「力による現状変更」、米国のベネズエラへの行動は？
- 米国の目的とされるベネズエラの原油：米中関係が更に緊張化する恐れ、中国は米同盟国に態度を硬化、大国はある程度何をしても大丈夫という考え方の伝播によって他の地政学リスクが顕在化する恐れ

中国の原油輸入(2024年)が示唆する地政学リスクのエスカレート

順位	国	億ドル	シェア (%)
	合計	3,246	
1	ロシア	623	19.2
2	サウジアラビア	479	14.8
3	マレーシア	383	11.8
4	イラク	370	11.4
5	オマーン	250	7.7
6	アラブ首長国連邦	220	6.8
7	ブラジル	218	6.7
8	アンゴラ	172	5.3
9	クウェート	96	3.0
10	カタール	62	1.9
11	米国	60	1.9
12	カナダ	48	1.5
13	コロンビア		1.3
14	コンゴ	39	1.2
15	エクアドル	30	0.9
16	ガボン	18	0.5
17	ノルウェー	16	0.5
18	ガーナ	13	0.4
19	カザフスタン	12	0.4
20	リビア	11	0.4
21	英国	10	0.3
22	赤道ギニア	8	0.2
23	ナイジェリア	8	0.2
24	カメルーン	8	0.2
25	チャド	7	0.2
26	ベネズエラ	7	0.2
27	セネガル	7	0.2
28	メキシコ	6	0.2
29	オーストラリア	4	0.1
30	パプアニューギニア	4	0.1

出所：International Trade Centre、リソナホールディングス

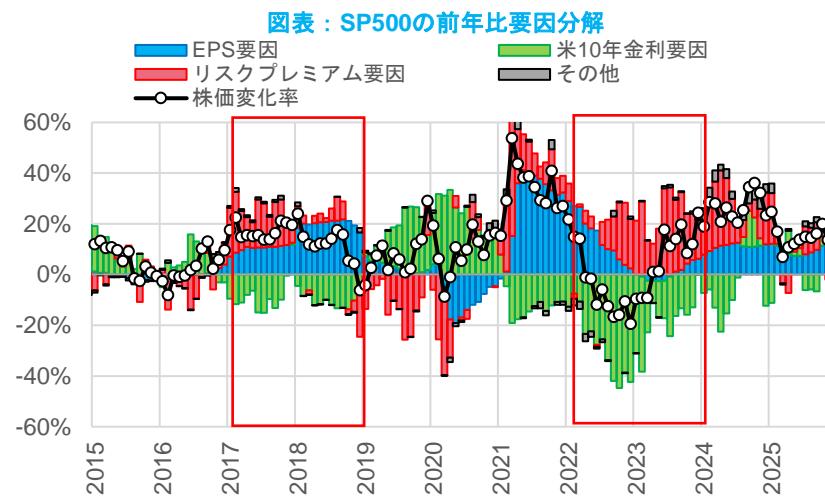
- 統計上、中国のベネズエラからの原油輸入(2024年)は7億ドル、中国の原油輸入の0.2%、規模として26位
- しかし、米国の経済制裁を回避するための迂回輸入(米国によるロシア船籍の拿捕)を含めると、ベネズエラのシェアは5~7%程度との報道も
- 報道を前提とするとベネズエラは中国に対して原油供給の上位国となり、影響は無視できない

想定される影響・リスクケース

- 今年11月の交渉期限を待たず米中貿易対立が更に深刻化する可能性
- 米国が原油市場シェアの上位を目指し、ベネズエラのエネルギーインフラ投資を通して、原油の世界的な供給が拡大される可能性
- 米同盟国の日本に対して、台湾の「存立問題」発言で既に緊張が高まった中で(デュアルユース品の対日輸出規制)、中国の日本に対する行動が更にエスカレートする可能性
- ロシアによるウクライナ侵略の概略：ロシアによる侵略→西側諸国が「力による現状変更」として一致してロシアを非難→エネルギー調達を中心とした露中印の接近など貿易体制が複雑化
- 米国の経済規模を踏まえれば可能性としては高くはないものの、米国のベネズエラに対する行動が西側諸国の関係性に亀裂を生み、世界貿易が停滞するリスク

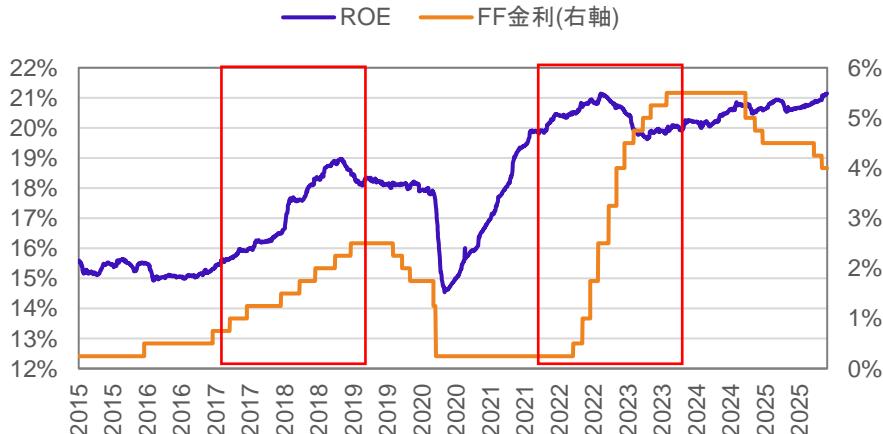
金利上昇と株価の関係性

- SP500の変動をEPS、リスクフリーレート、リスクプレミアムの3要因に分解した。米国では2017年～2019年、2022年～2023年と直近2回の利上げ局面があったが、株価の推移は正反対
- 両者を分けたのは景気局面。景気拡大局面では、ROEが改善する結果、①EPSが成長する、②資本効率性改善によるリスクプレミアム低減の2つの理由から株価が上昇する。一方で、景気回復後期では、新規の投資が手控えられ、ROEが悪化しEPSは伸び悩むために、株価も冴えない
- 日本株のROEは、大企業を中心に大きく改善している
ROE=売上高純利益率×総資産回転率×財務レバレッジ
- 売上高純利益率だけでなく総資産回転率(=売上高/総資産)も改善
 - ✓ 一般論として、売上高純利益率を改善させる様な、値上げや高付加価値品の投入は在庫増、受注案件の選別は売上高減、メンテナンス事業増は運転資本増を招き、総資産回転率を悪化させる
 - ✓ 両者が連動して改善していくことは、価格改定等のインフレ経済への適応とマーケットシェア拡大の両方が実現していることを示唆
- 円10年金利が3.5%未満ならば、ROE改善効果が株価を押し上げる



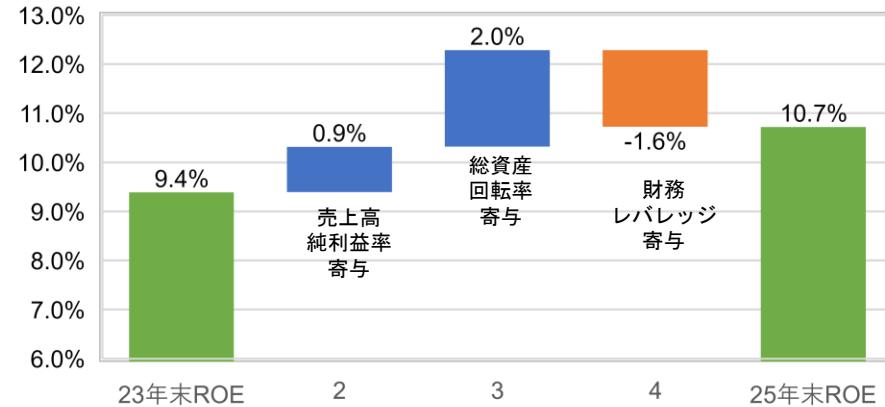
注：2022年～2023年の利上げ局面では、依然としてFRBのバランスシート拡大効果がリスクプレミアムの悪化を抑えていたため、リスクプレミアム要因は株価の押上げに寄与したとみられる

図表：SP500のROEとFF金利



出所：Bloomberg、りそなホールディングス

図表：TOPIXコア30のROE変化(23年末⇒25年末)



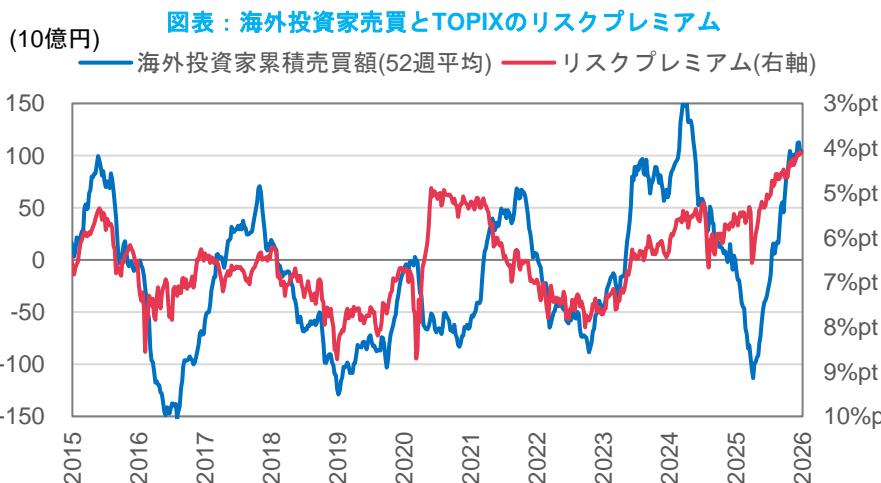
◎注意事項

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があります。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。

衆議院解散は、海外投資家の日本株買い越し、円安、株高を誘発

- 衆議院の早期解散が実現した場合、海外投資家の日本株買い越し、日本株高、円安が同時に発生する公算が大きい
 - ✓ 日本株に投資妙味を感じた投資家が日本株を購入⇒外貨を円転（多くの場合ドル）⇒為替リスクヘッジのために、購入した額と同額の円売りを行う（この時点では、日本株にポジティブ、ドル円にニュートラル）⇒日本株が上昇⇒追加ヘッジの必要性が生じる（追加ヘッジのための円売りは、ドル円に円安圧力）
 - ✓ 円安は外需を中心に為替差益を通じて増益に繋がる企業が多いため、これが更なる株高を誘発
 - ✓ 各種効果が相互に影響を及ぼし、海外投資家の大規模な日本株買い越し、日本株高、円安が実現したのが、2012年末～2015年、所謂、アベノミクス相場
- アベノミクス相場を参考にすると、今後一年程度の間に日本株は20%程度の上昇余地がある
 - ✓ 2012年末からの一年間でTOPIXは50%程度上昇したが、リーマンショック後のグローバルな景気回復局面と重なっていた。同期間にSP500は30%程度上昇していたので、日本固有効果=アベノミクスによる短期効果は、約20%と推計。日経平均株価ベースでは、6万円に達する局面も想定される
 - ✓ 海外投資家の日本株累積売買額（52週平均）が、ヒストリカルハイの1,500億円に達するならば、リスクプレミアムは3%pt、PERは19倍となり、やはり上値目途は6万円程度

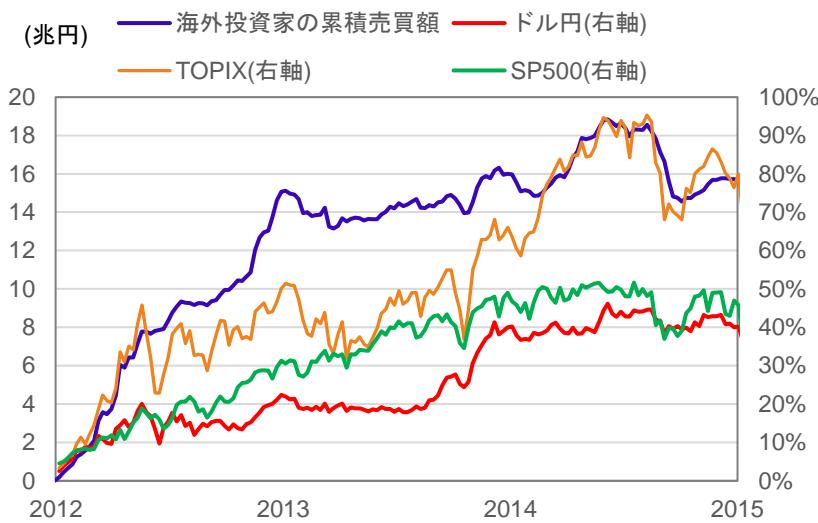


出所：マクロボンド、りそなホールディングス

◎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があります。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。

図表：海外投資家の累積売買額とTOPIX、SP500、ドル円



■ 日経平均株価 パリュエーション

NT倍率 : 14.9倍

予想EPS（TOPIX）	PBR1倍									予想PER(TOPIX)								
	7.0%	226.6	35,600	54,000	55,700	57,300	59,100	60,800	62,500	10.6倍	16.0倍	16.5倍	現状	17.0倍	17.5倍	18.0倍	18.5倍	19.0倍
5.0%	222.4	35,000	53,000	54,700	56,200	58,000	59,600	61,300	63,000									
3.0%	218.1	34,300	52,000	53,600	55,100	56,900	58,500	60,100	61,800									
1.0%	213.9	33,600	51,000	52,600	54,100	55,800	57,400	59,000	60,600									
現状	211.8	33,300	50,500	52,100	53,500	55,200	56,800	58,400	60,000									
-1.0%	209.7	33,000	50,000	51,500	53,000	54,700	56,200	57,800	59,400									
-3.0%	205.4	32,300	49,000	50,500	51,900	53,600	55,100	56,600	58,200									
-5.0%	201.2	31,600	48,000	49,500	50,900	52,500	54,000	55,500	57,000									
-7.0%	197.0	31,000	47,000	48,400	49,800	51,400	52,800	54,300	55,800									

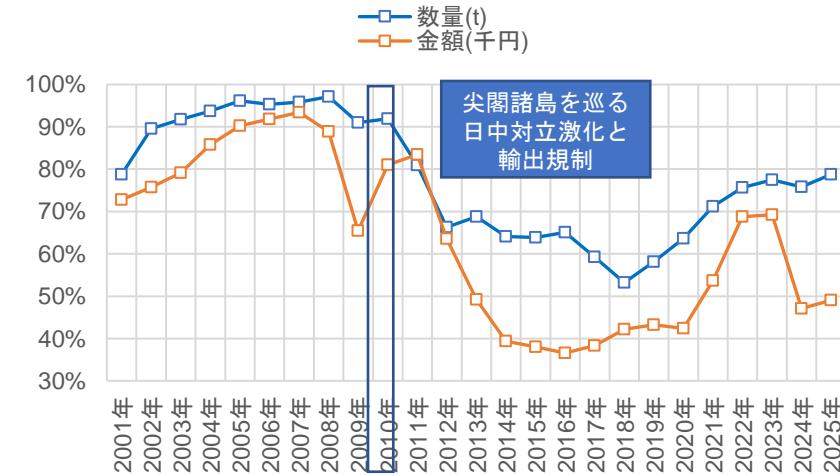
 **りそなグループ**
RESONA

- 2010年当時、尖閣諸島を巡る日中対立激化とレアアースの輸出規制が発生した際、株価は関連業種を中心に、一時的に悲観的反応を示した
- 但し、その後はFEDがQE2を決定したことを材料に株価は上昇に転じた。レアアースを巡る懸念がマーケットを支配したのは一時的
- ①調達先の多様化、②代替材料の開発、③リサイクル資源活用等を背景に、レアアースの中国依存度は低下している
- また、2010年の教訓から、官民が協力して国内基準消費量の60日分を目標に備蓄している
- 予断を許さない状況だが、短期的な影響は軽微と考えている
- 高市総理の高い支持率を考えると、中国に対して日本側から歩み寄る姿勢は及び腰と捉えられかねないため、慎重になるだろう
- 解散総選挙前に、中国に対して融和的姿勢はとられないとみる
- リスクシナリオは、先に企業側が負担に耐えられなくなり、高市総理が融和的とならざるを得ない状況。高い支持率と企業業績の両方を失い日本株は大幅調整を避けられないだろう

図表：2010年当時の関連業種の反応

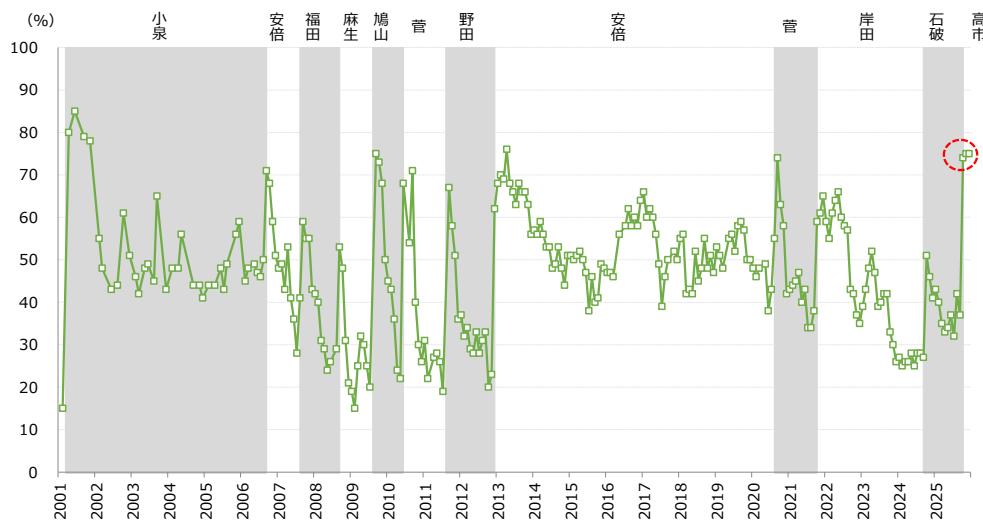


図表：中国からのレアアース輸入比率



出所：Bloomberg、りそなホールディングス

図表：内閣支持率



りそなグループ
RESONA

◎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があります。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。

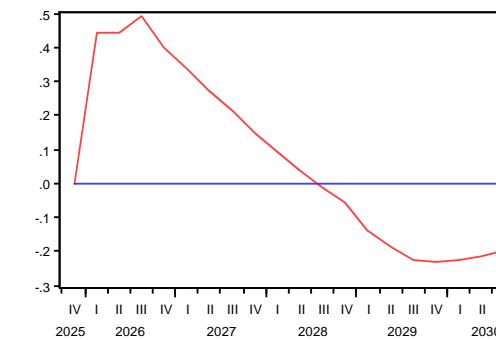
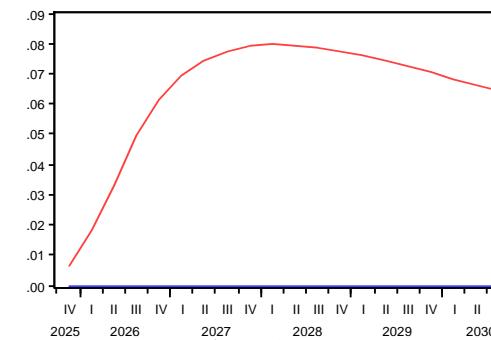
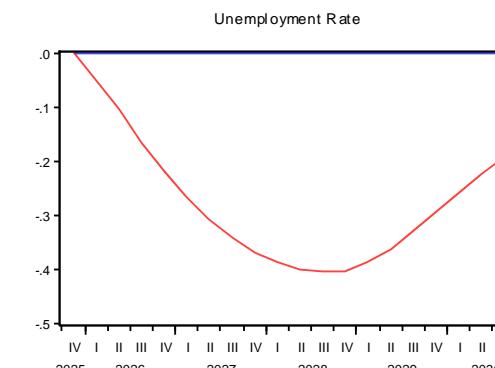
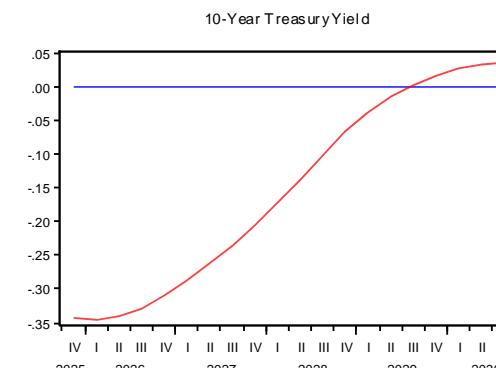
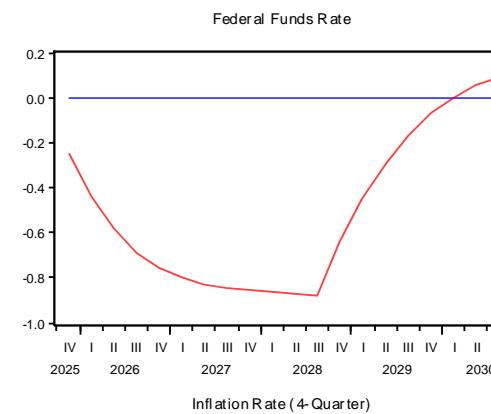
政策金利ショックと米国経済

- FRBが使用している動学モデルを使用して、政策金利が政治圧力によって大きく低下した際の主要変数への影響を試算した
- 具体的には、トランプ大統領の在任期間中に100bp利下げした場合をシミュレートした。100bpの利下げで政策金利は2.75%まで達する見込み。これは市場の織り込みを50bp程下回る水準で、ドツツと金利先物のスプレッドと同程度の水準

■主結果

- 10年金利は、トランプ大統領に融和的議長就任直後に35bp押し下げられるが、その効果は時間の経過と共に0へ。短期金利ほど長期金利が下がらず、イールドカーブのスティープ化が進もう
- 失業率は0.4%pt程度低下、インフレ率は0.1%pt上昇する程度の影響しかないので、過度なインフレ懸念は不要の一方で、弱い労働市場は継続する公算が大きい
- 実質GDP成長率は、年率0.4%pt程度引き上げられる(だからこそ長期金利がそれほど下がらない)
- 50bp程度の引き下げで済むならば、悪影響は懸念されているほど大きくなく、むしろ米経済の底堅い成長が好感されやすいとみる

Macroeconomic Effects of a Monetary Policy Easing Shock



出所：Eviews、りそなホールディングス

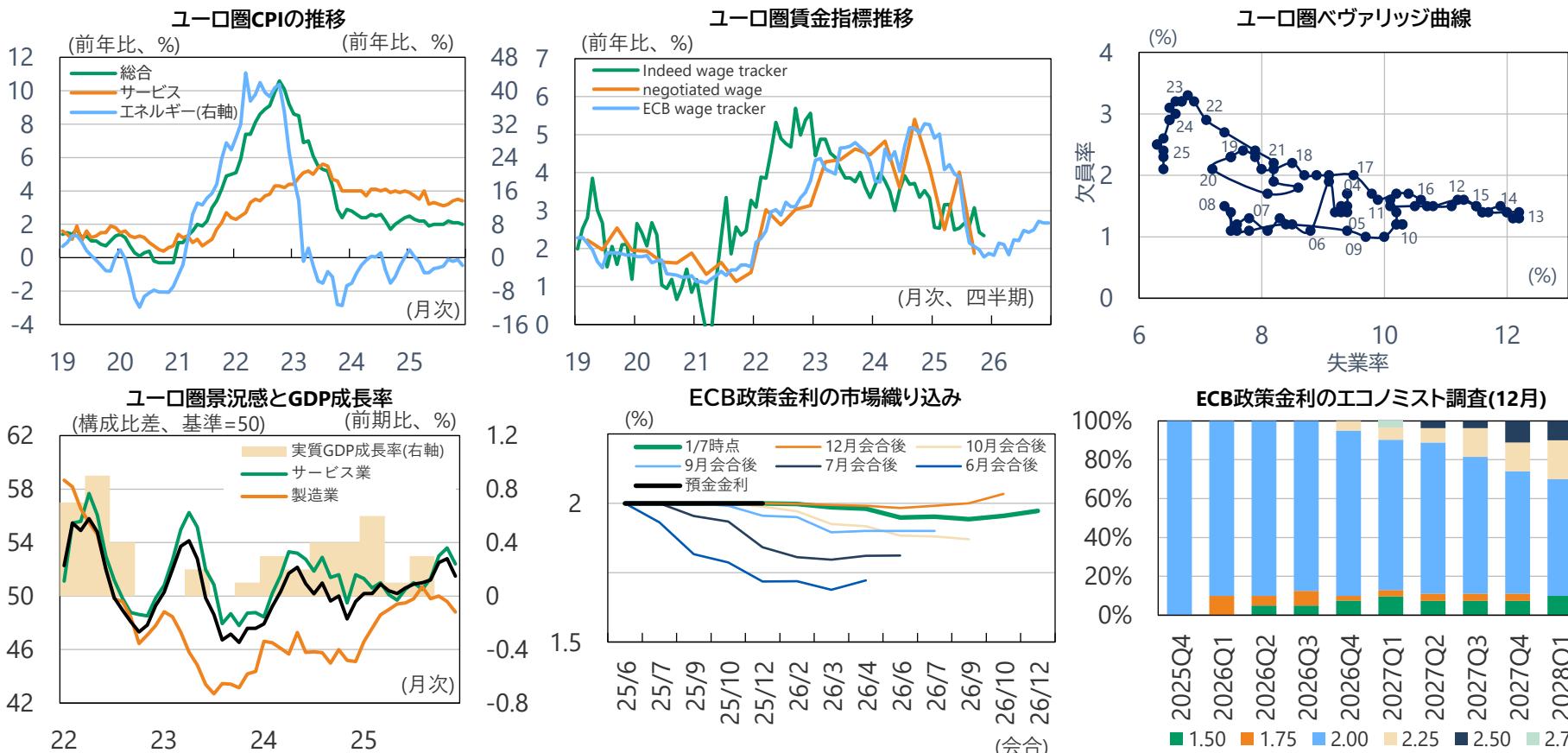
 **りそなグループ**
RESONA

◎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があります。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。

- 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、失業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。ただし、足元は製造業サービス業ともに上昇一服している点には留意が必要。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



出所：Indeed, ECB, Bloomberg

◎注意事項

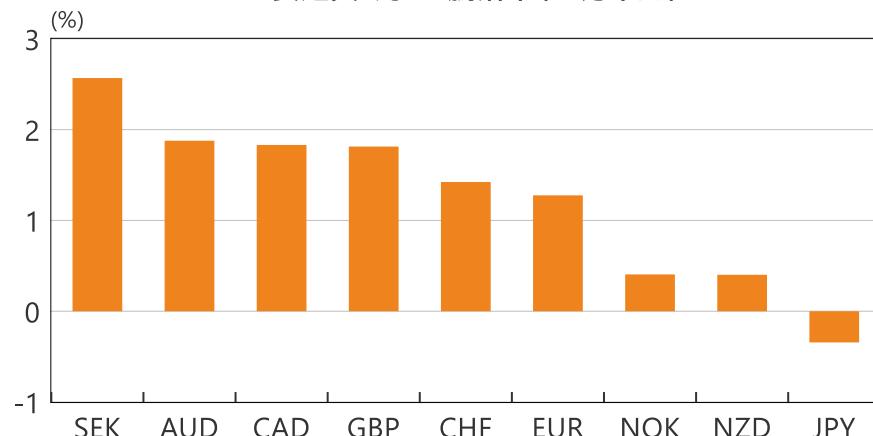
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることがあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

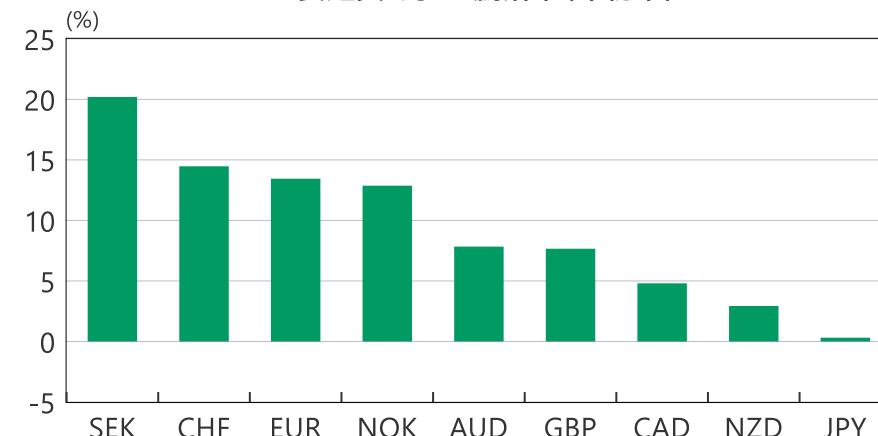
中長期テーマ

- 年初来では、欧州通貨の強い状況が続いており、主要通貨の中で日本円のみ米ドルに対しアンダーパフォーム
- 12月は、USDとJPYの弱さが目立った一方、中銀が利上げに転じるとの観測からAUDやCADが強含んだ

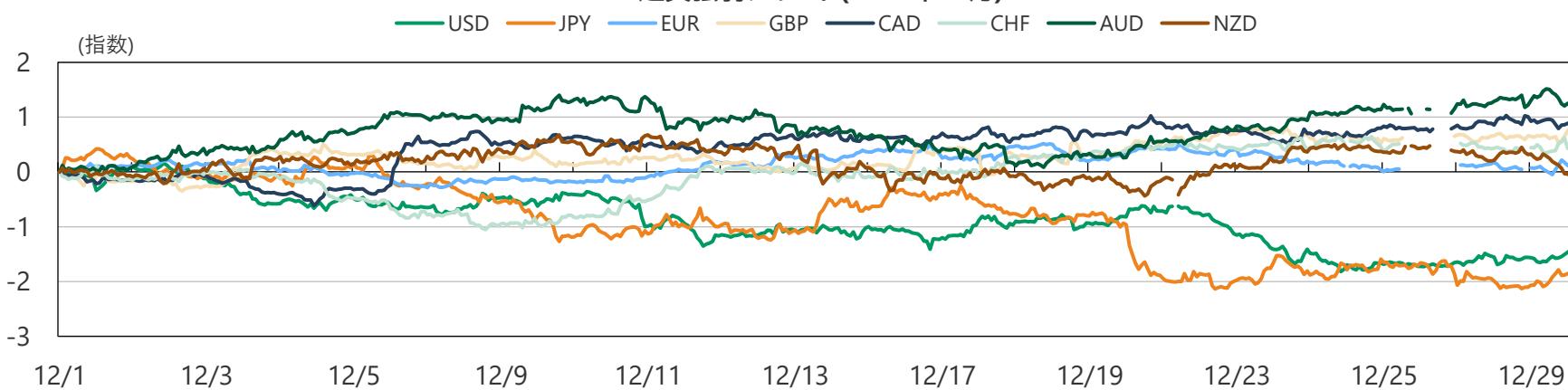
主要通貨 対USD騰落率(11月末比)



主要通貨 対USD騰落率(年初来)



通貨強弱チャート(2025年12月)



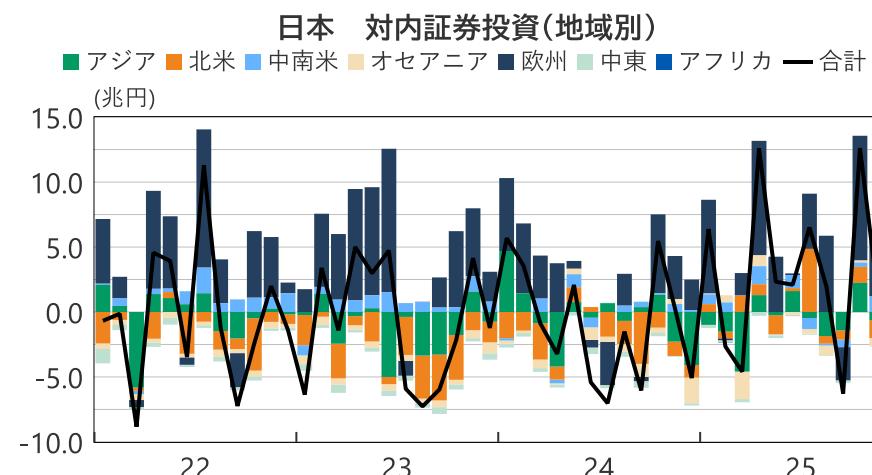
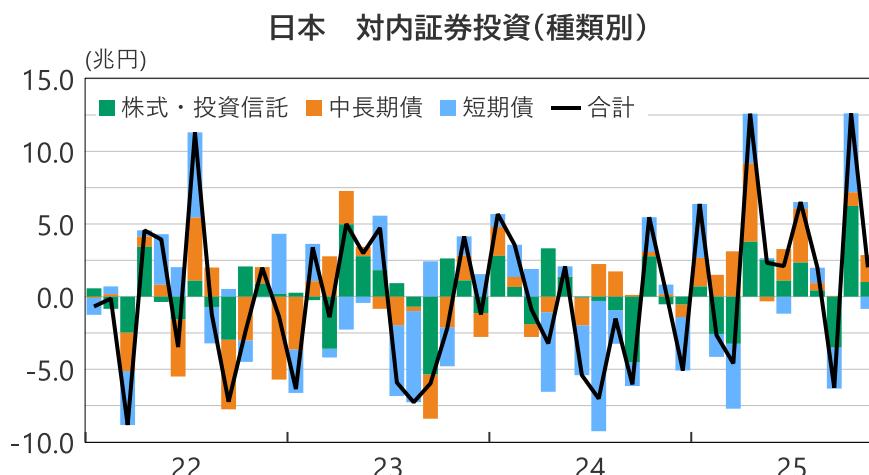
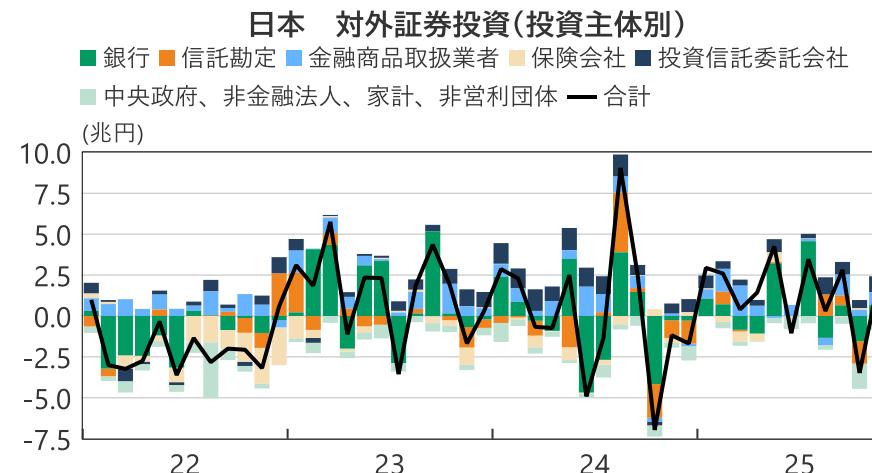
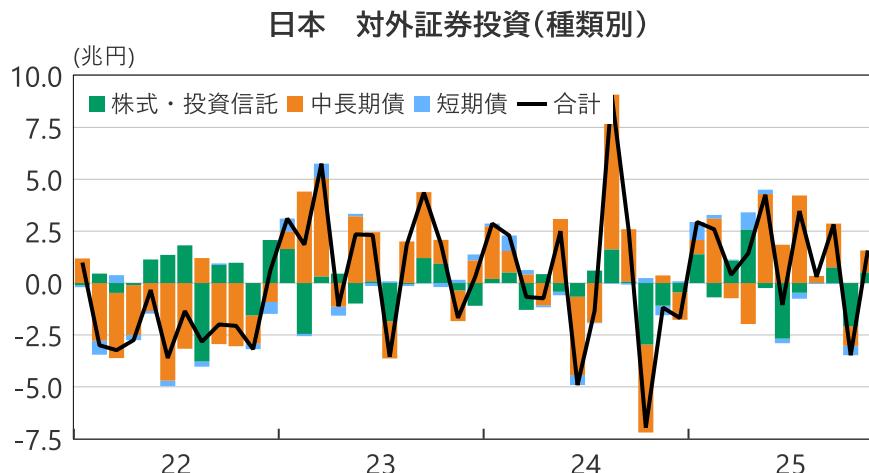
出所 : Bloomberg, Macrobond


リそなグループ
 RESONA

◎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があります。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。

- 11月の対外証券投資は全種類を買越し。主体別では、銀行、金融商品取扱業者、投資信託委託会社が買越しした一方、信託勘定は売越し
- 11月の対内証券投資は株式・投資信託や中長期債を買越し。地域別では、欧州勢が買越しした一方、北米やアジア勢は売越し



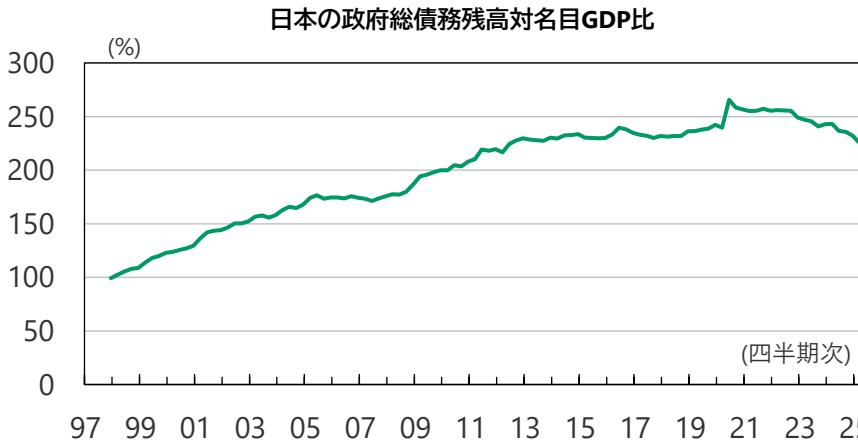
出所：Macrobond

 リソナグループ
RESONA

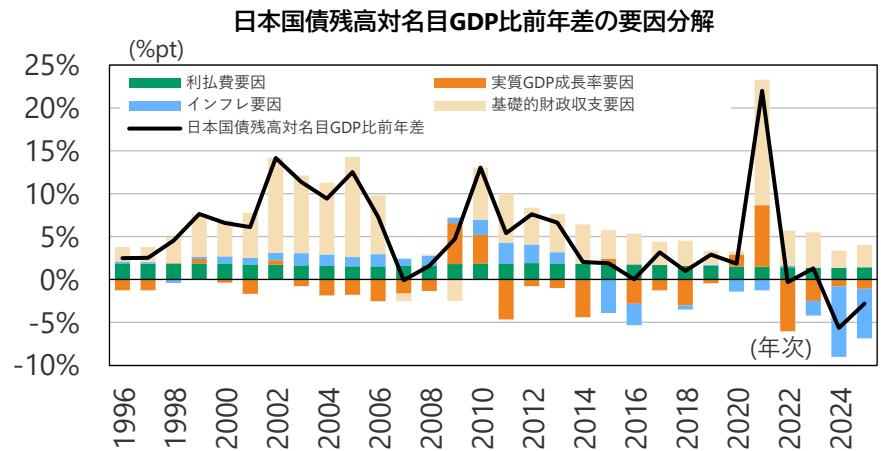
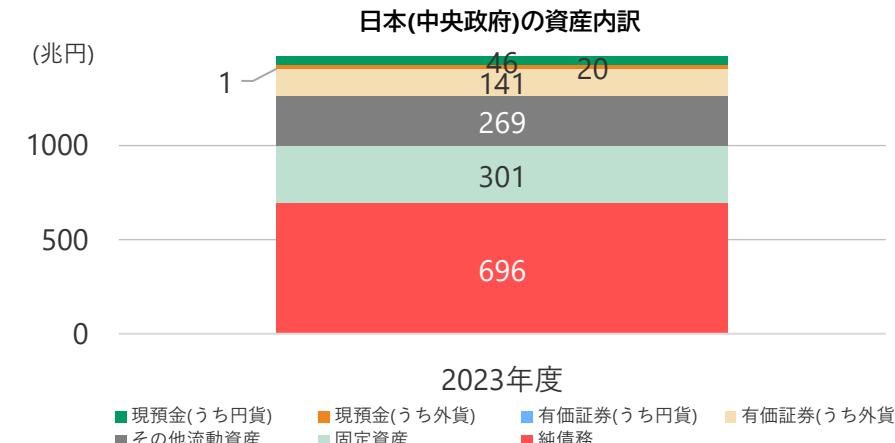
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎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があります。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。

- 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比において重要な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



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

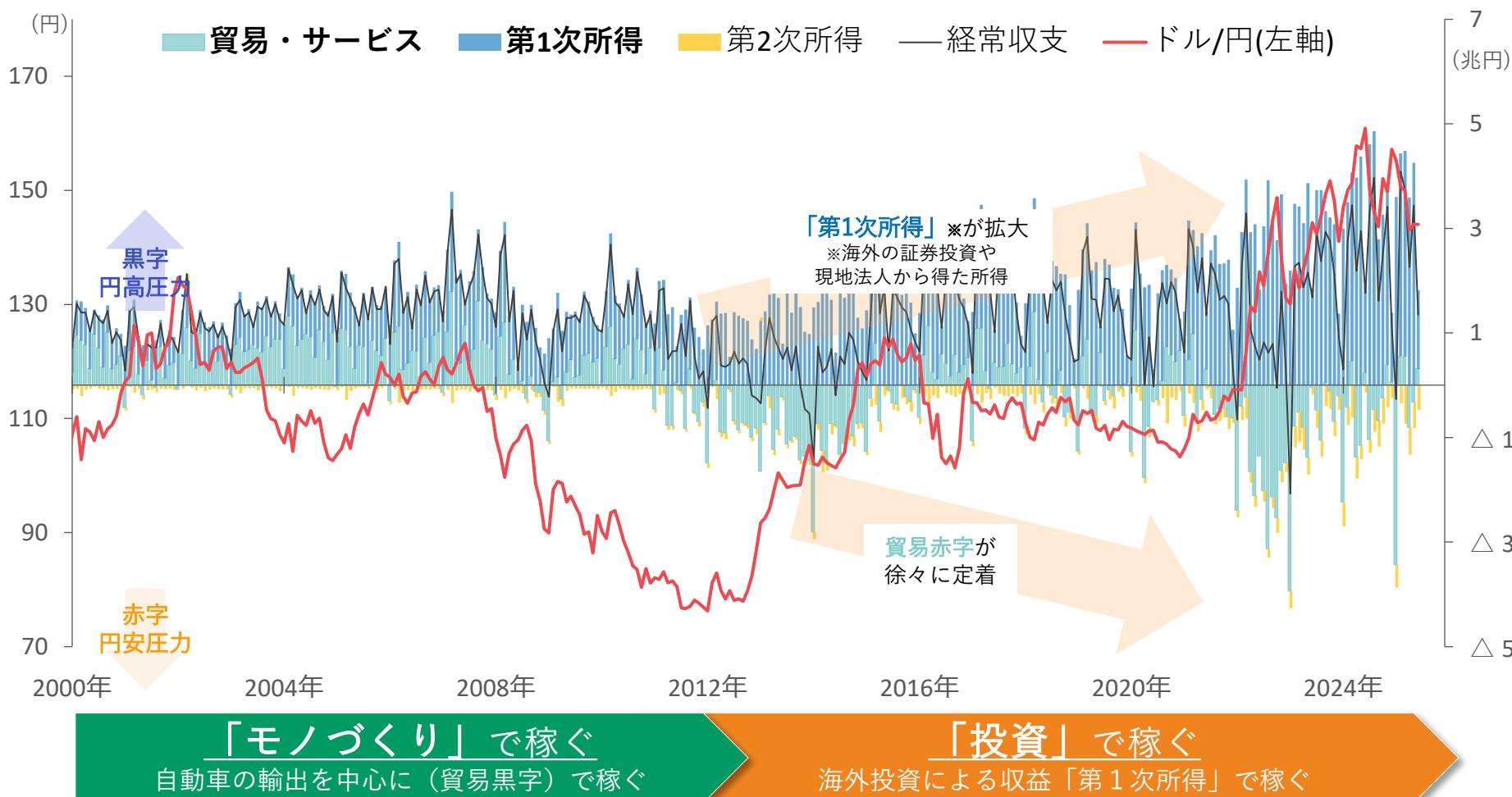
 **リそなグループ**
RESONA

◎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があります。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



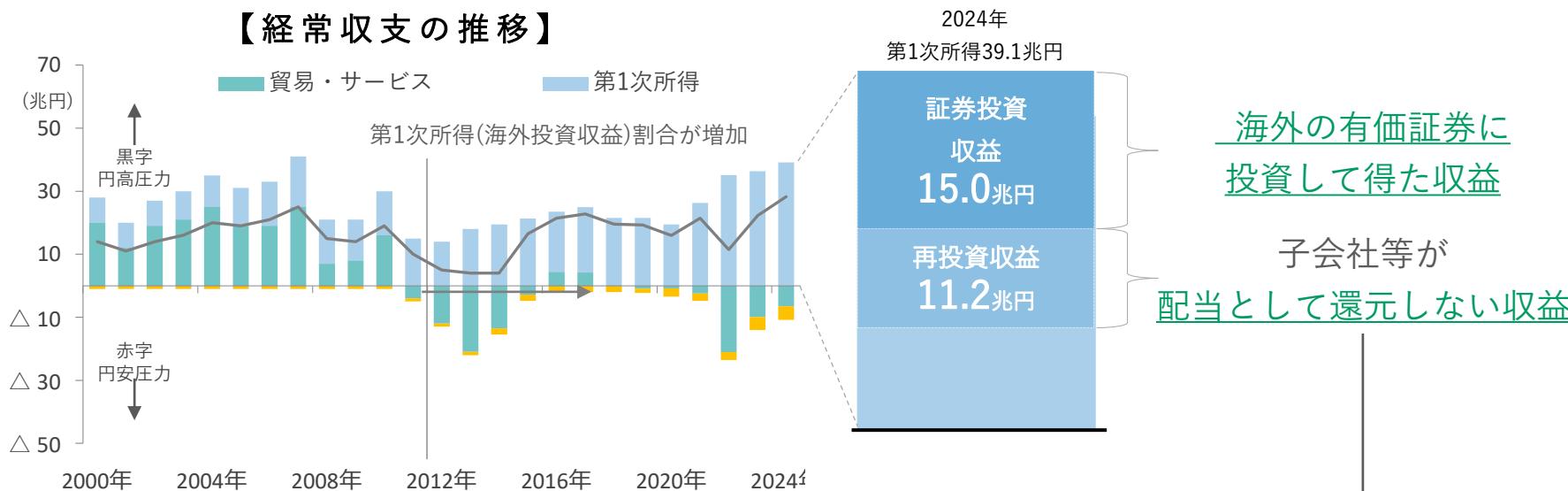
出所：Bloomberg

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
RESONA

◎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があります。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。

- 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



【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		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

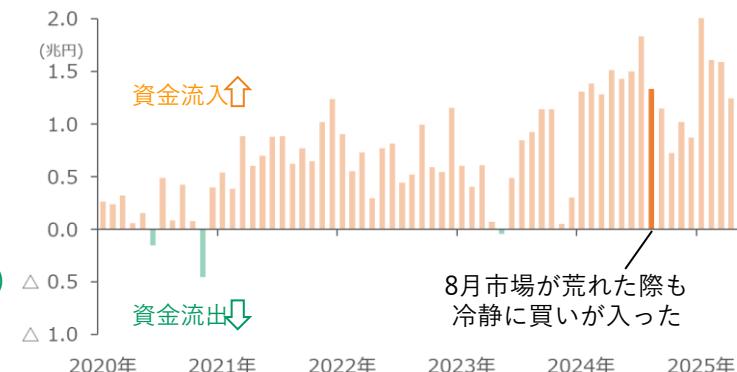
貯蓄から
投資へ

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%)

資産は
海外へ

【株式投信(ETF除く)への資金流入推移】

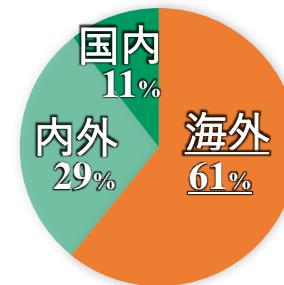


出所：各種報道、投資信託協会、Bloomberg

海外資産に投資する
投信への流入額が
約 6 割

【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



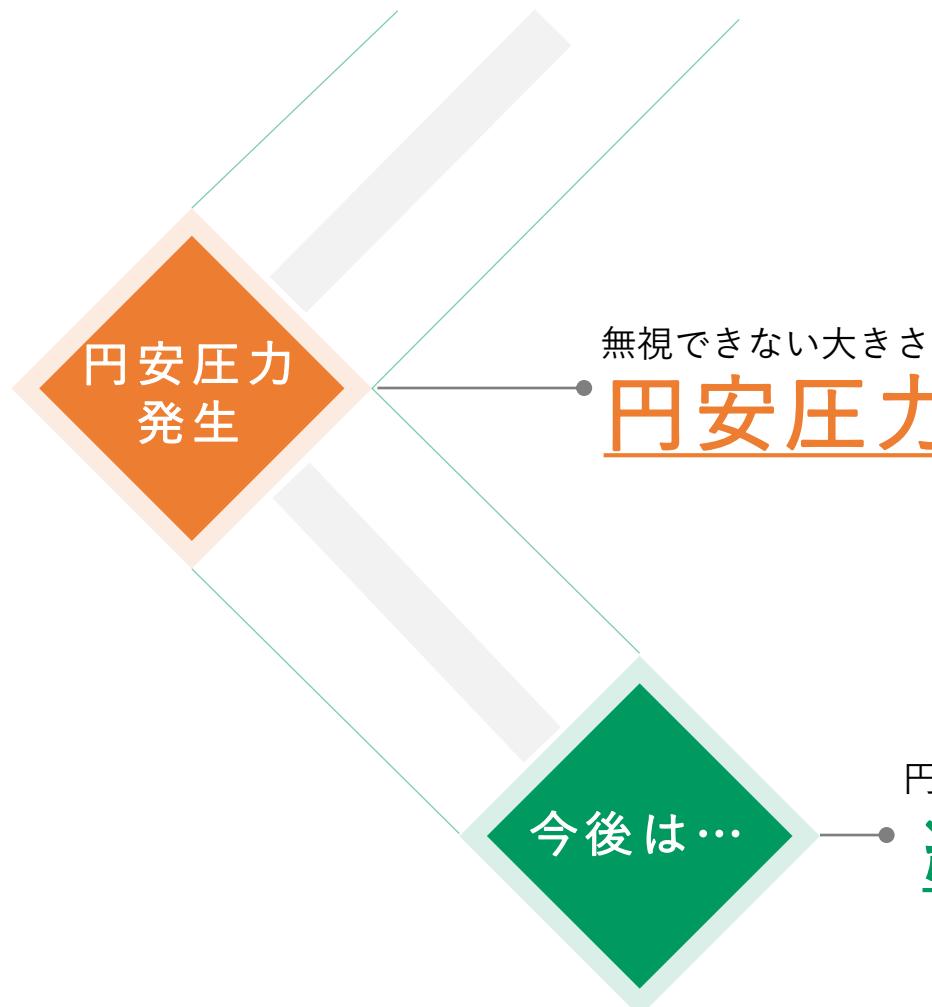
 **リそなグループ**
RESONA

◎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があります。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。

- 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」の流れが続いている、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)

利益確定・売り → 円高圧力のマグマが蓄積
含み益増加しかし…
・つみたて投資を継続
・貯蓄から投資へ

円高圧力は継続

出所：各種報道、投資信託協会、Bloomberg

RESONA
りそなグループ

◎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があります。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】

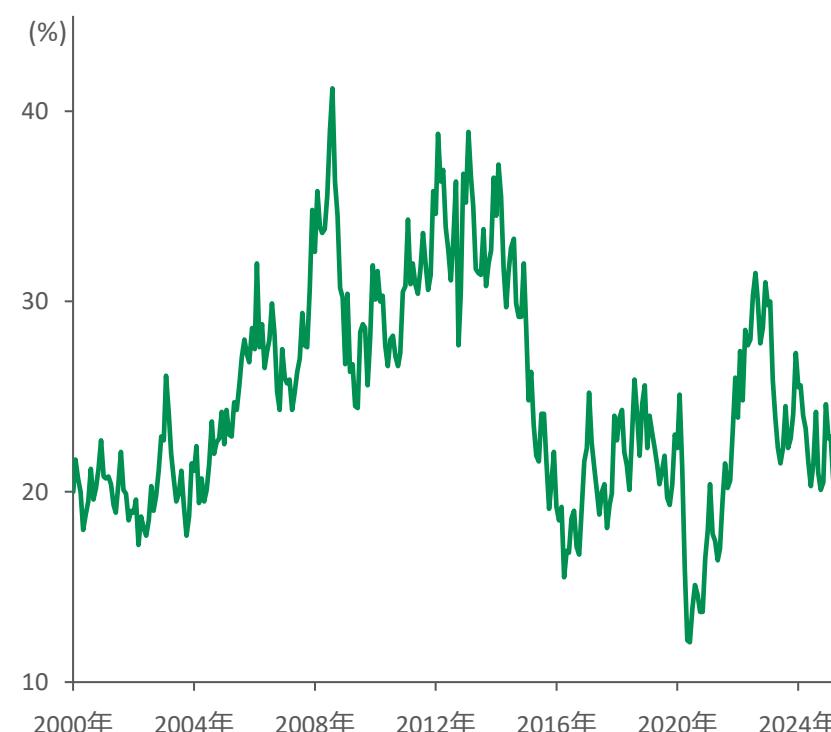
日本は資源の自給は限られており、ほとんどが輸入に頼っている状況が続く。

	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。



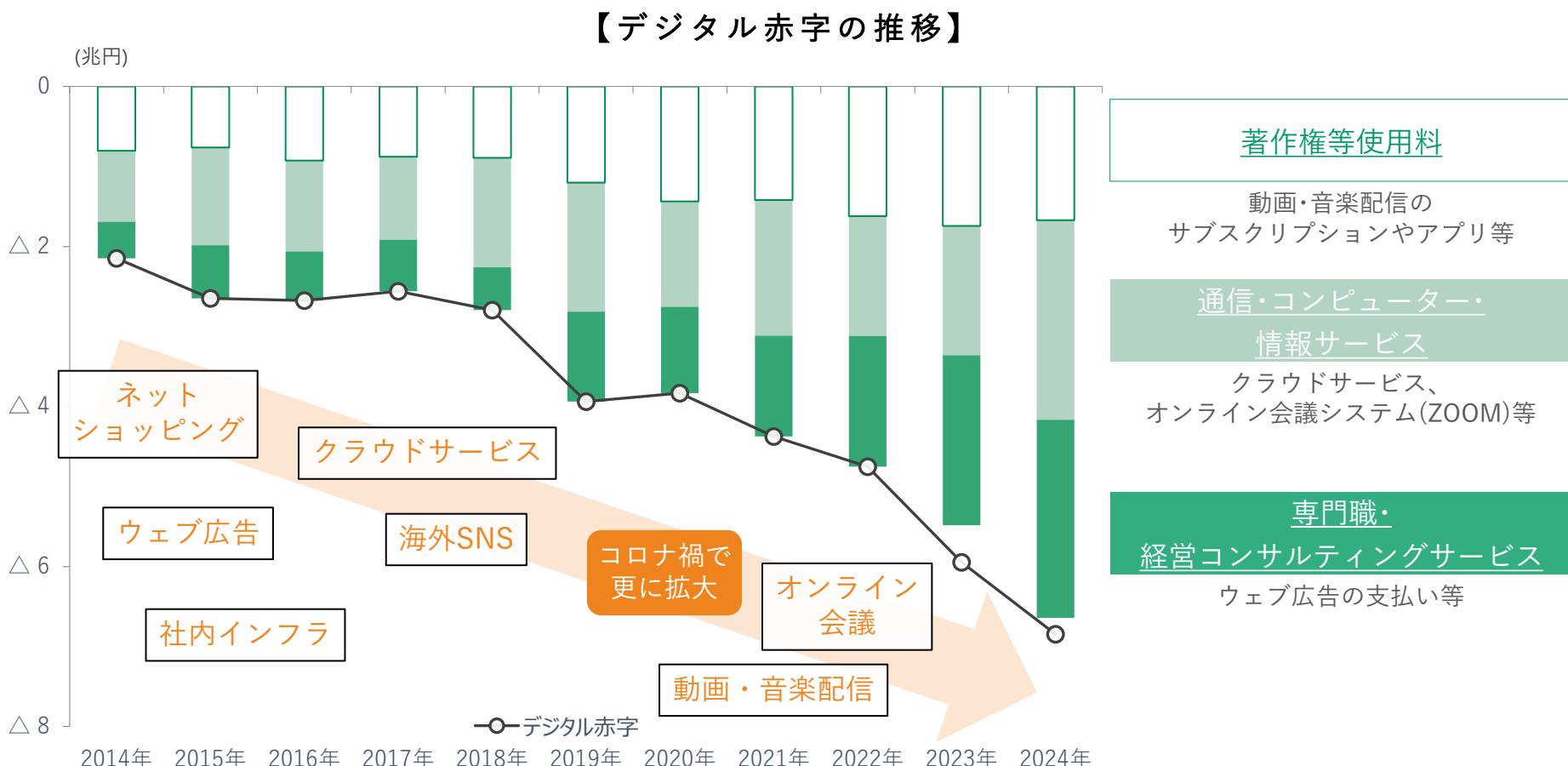
◎注意事項

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があります。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。

- 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

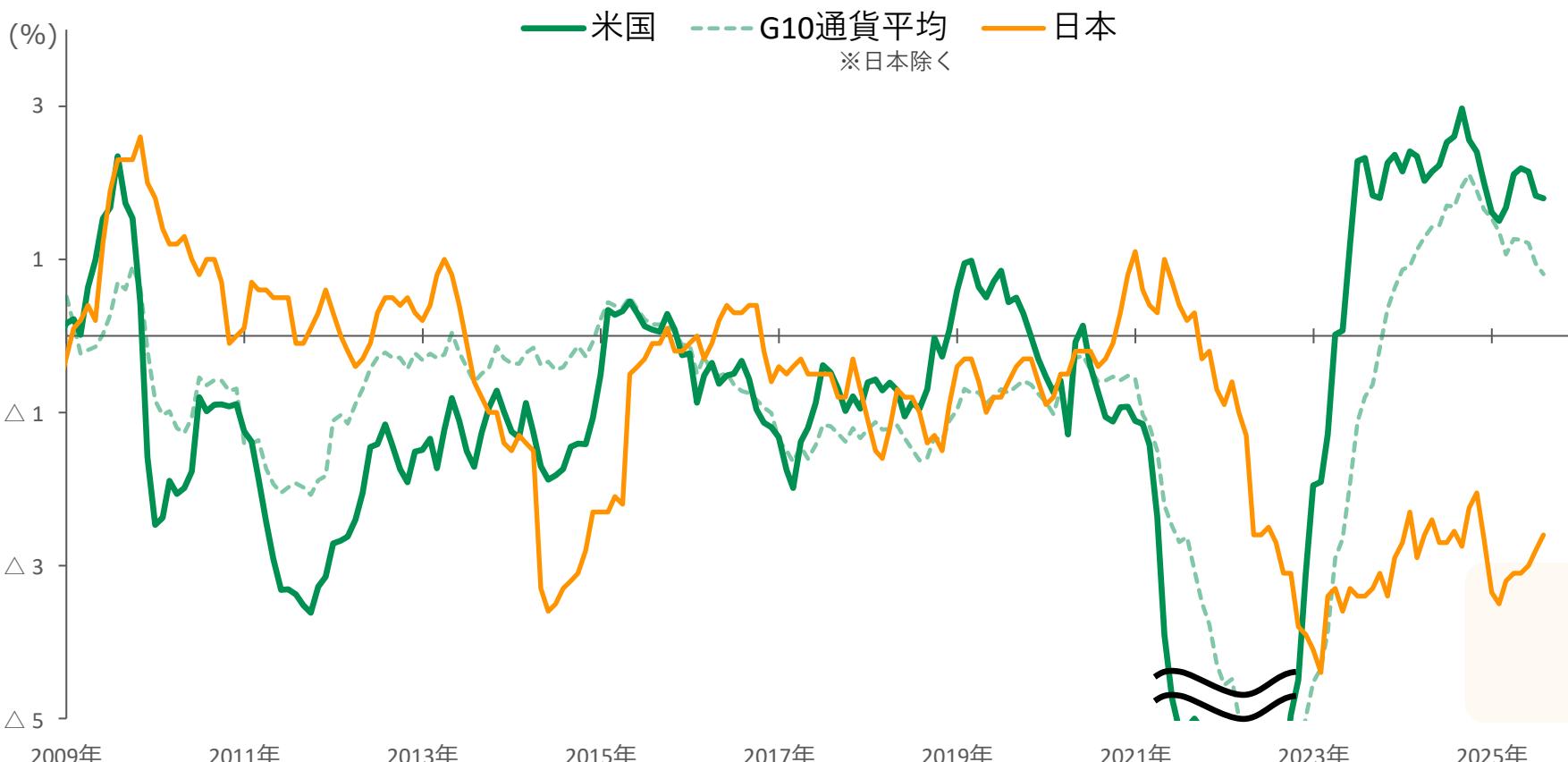
 リソナグループ
RESONA

◎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があります。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。

- 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

 **リそなグループ**
RESONA

◎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があります。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



◎注意事項

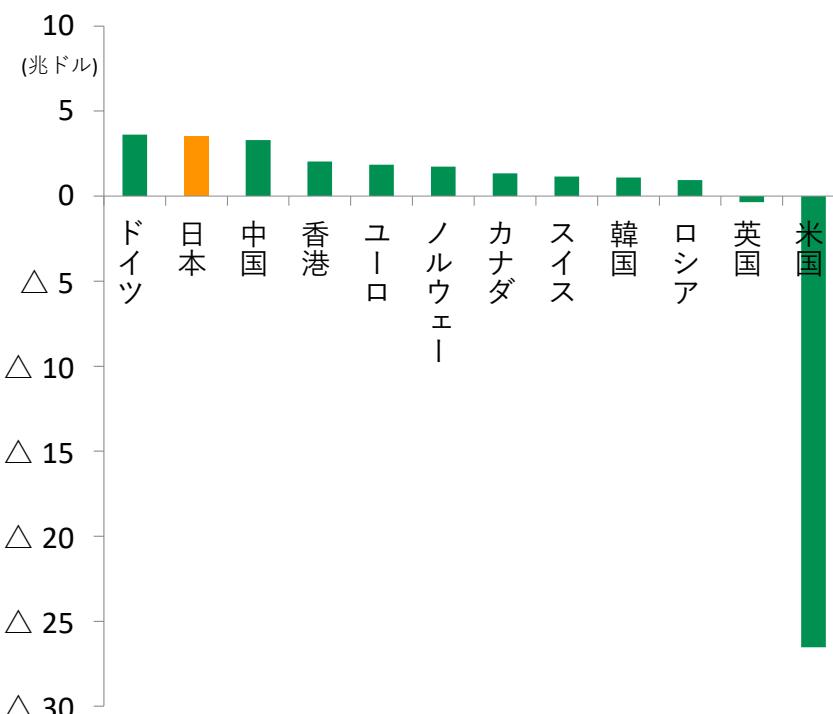
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることがあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

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

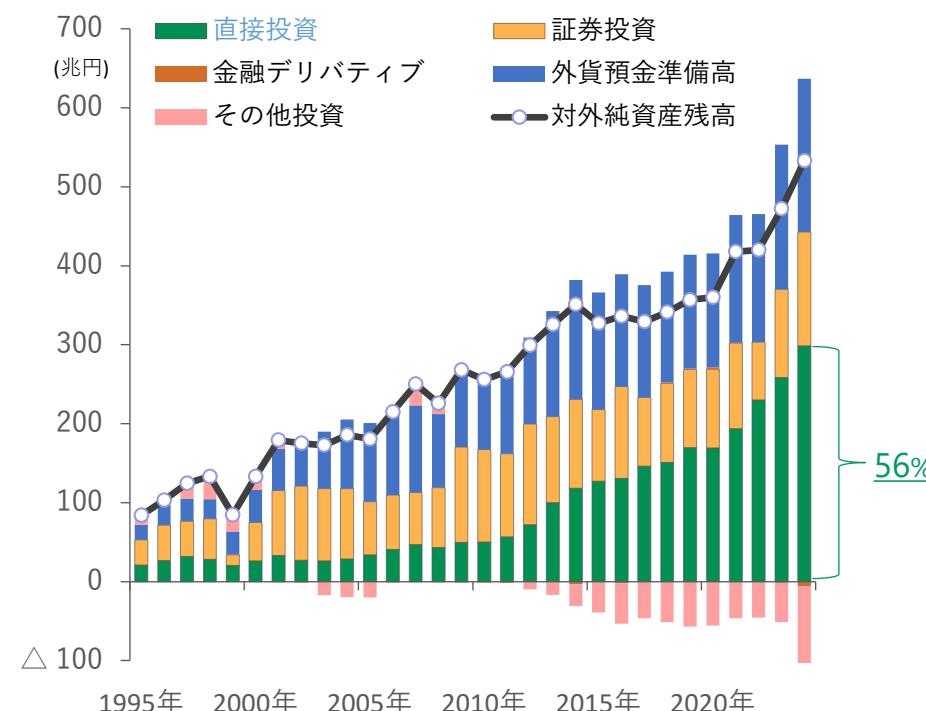
【主要国の対外純資産】

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”**

対外純資産の質的変化