

りそな為替動向マンスリー:2026年2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:足元155円、中期的に円安進行する方向に予測を転換

- ドル円は、向こう1年程度は155円を中心とするレンジ、その後は5円/年程度のペースで円安を予想
- 足元は衆院選自民党大勝を受けた財政懸念の円売りと、当局による為替介入への警戒感が拮抗か
- 中期的には、第一次所得投資の配当再投資やデジタル赤字拡大など、構造的円安の環境が継続とみる

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170円程度を想定

ホットトピックス:日銀の政策金利見通しを1.5%へ引上げ

- 日本：インフレ率低下しても基調物価が下がらなければ日銀は利上げ継続へ
- 米国：見かけ上経済が弱い状態が継続も、実態は底堅い。そうした中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

		2026				2027				2028			
		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	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	160.0	160.0	160.0	160.0	165.0	165.0
	想定レンジ	145 ~ 165	145 ~ 165	145 ~ 165	145 ~ 165	145 ~ 165	145 ~ 165	150 ~ 170	150 ~ 170	150 ~ 170	150 ~ 170	155 ~ 175	155 ~ 175
	ユーロ円	180.0	180.0	180.0	185.0	185.0	185.0	190.0	190.0	190.0	195.0	195.0	195.0
	想定レンジ	170 ~ 190	170 ~ 190	170 ~ 190	175 ~ 195	175 ~ 195	175 ~ 195	180 ~ 200	180 ~ 200	180 ~ 200	185 ~ 205	185 ~ 205	185 ~ 205
サブ1	ドル円	130.0	130.0	130.0	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	140.0	140.0	140.0
サブ2	ドル円	165.0	165.0	165.0	165.0	170.0	170.0	170.0	170.0	175.0	175.0	175.0	175.0
	ユーロ円	190.0	190.0	190.0	190.0	195.0	195.0	195.0	195.0	200.0	200.0	200.0	200.0

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。3.50%が当面のターゲット、中長期では2.50%に
- 日本** ➤ 基調的物価が2%程度に落ち着き、日銀は政策金利を1.5%まで引き上げへ。貸出金利を含めた実質金利がマイナス圏を脱し、金融環境は正常化。
- 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** ➤ 26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26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・インフレの上昇スパイラルを受け、財政弛緩の悪影響抑制のため日銀は利上げを加速。26年度は毎会合利上げし、政策金利は2.5%へ。
- 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。

	日本	米国	その他
2/2(月)		1月ISM製造業景況指数	(中) 1月製造業PMI
2/3(火)	10年債入札		
2/4(水)		1月ADP雇用統計	
		1月ISM非製造業景況指数	
2/5(木)	30年債入札		(欧) ECB定例理事会
2/6(金)	12月家計調査	1月雇用統計	
2/9(月)	12月毎月勤労統計(速報)		
	1月景気ウォッチャー調査		
2/10(火)		3年債入札	
2/11(水)	(建国記念日)	10年債入札	(中) 1月CPI
		1月CPI	
2/12(木)	1月企業物価指数	1月中古住宅販売	
		30年債入札	
2/13(金)			
2/16(月)	10-12月期GDP(一次速報値)	(大統領の日(ワシントン誕生日))	
2/17(火)	5年債入札	1月小売売上高	(独) 2月ZEW景気指数
		2月NY連銀製造業景気指数	
2/18(水)	1月貿易統計	20年債入札	
		FOMC議事要旨	
2/19(木)	12月機械受注	2月フィラデルフィア連銀製造業景気指数	
	20年債入札		
2/20(金)	1月消費者物価指数	10-12月期GDP(速報値)	(欧) 2月PMI(速報値)
		12月個人所得・消費支出	

	日本	米国	その他
2/23(月)	(天皇誕生日)		(独) 2月IFO企業景況感指数
2/24(火)		2月消費者信頼感指数	
		2年債入札	
2/25(水)		5年債入札	
2/26(木)		7年債入札	
2/27(金)	1月鉱工業生産	1月PPI	
	1月住宅着工件数		
	2年債入札		
2/28(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FRB内で利下げに関する意見が相違/欧州はインフレ鎮静化を背景に様子見姿勢						追加利下げは次期FRB議長就任後？																	
		日銀が追加利上げを模索 春闘は昨年程度との予想。一方一時2%を下回ると予想するインフレを確認しつつ追加利上げスタンスを維持						追加利上げははやければ4月？																	
	中銀会合日程	米FRB 1/27-28	欧ECB 2/5	日 1/22-23 展望レポート	米FRB 3/17-18 ドットチャート・経済見通し	欧ECB 3/19 スタッフ経済見通し	日 3/18-19	米FRB 4/28-29 ドットチャート・経済見通し	欧ECB 4/30	日 4/27-28 展望レポート	米FRB 6/16-17 ドットチャート・経済見通し	欧ECB 6/11 スタッフ経済見通し	日 6/15-16	米FRB 7/29-30	欧ECB 7/23	日 7/30-7/31 展望レポート	米FRB 9/15-16 ドットチャート・経済見通し	欧ECB 9/10 スタッフ経済見通し	日 9/17-9/18	米FRB 10/27-28	欧ECB 10/29	日 10/29-30 展望レポート	米FRB 12/8-9 ドットチャート・経済見通し	欧ECB 12/17 スタッフ経済見通し	日 12/17-18
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				・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・ハセットNEC委員長 など				11月中間選挙に向けた選挙活動へ															
		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																							
その他	主要な政治日程など	1月中？ FRB 次期議長候補公表	2月 一般教書 演説	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ない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。

- 使用モデルの変更に伴い、2028年度にかけてじりじりと円安が進行する予想へ転換
- 理由は以下の2つ
 - ①第一次所得収支の配当再投資やデジタル赤字の拡大、外国株式への投資拡大など、構造的な円安が是正されにくい環境が継続すること
 - ②日銀の利上げ織り込みは足元で1.75%程度まで高まっており、現状以上の一層の日米金利差の縮小は見込みがたいこと
- 衆院選での自民党大勝を受け、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い一方、先月の日米協調レートチェックを機に為替介入警戒感が高まっており、短期的には一方的に上値を追う展開とはなりにくい
- 「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ている

【2028年度にかけてのドル円見通し 新旧対照表】

	2025年度		2026年度				2027年度				2028年度			
	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
新予測値	154.16	155	155	155	155	155	155	160	160	160	160	165	165	165
想定レンジ		145-165	145-165	145-165	145-165	145-165	145-165	150-170	150-170	150-170	150-170	155-175	155-175	155-175
旧予測値		150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150

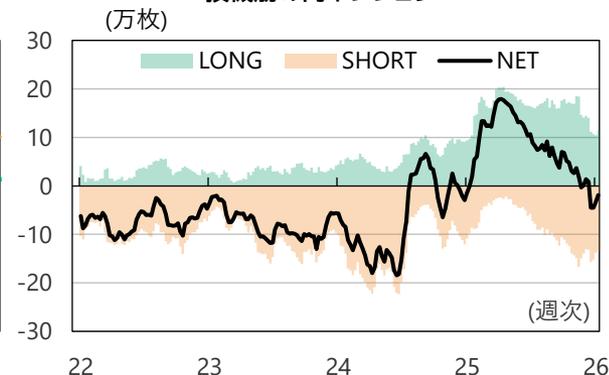
市場の織り込む日米ターミナル金利



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

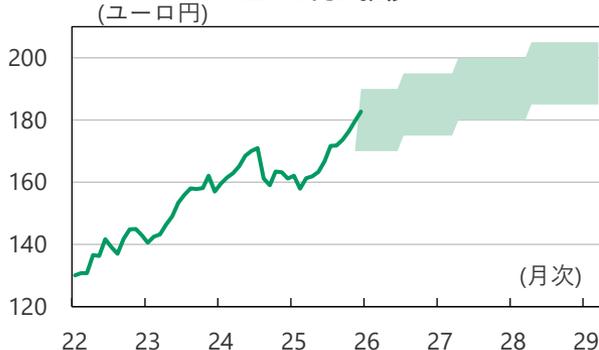


◎注意事項
 当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- ユーロ円は今後も180円台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：2月PMIや2025年第4四半期妥結賃金が上振れば、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170円前後

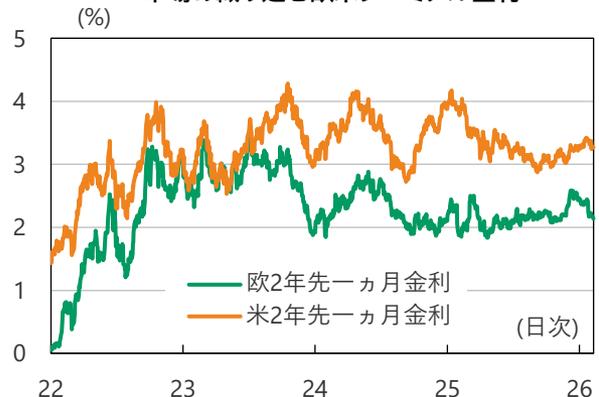
ユーロ円の推移



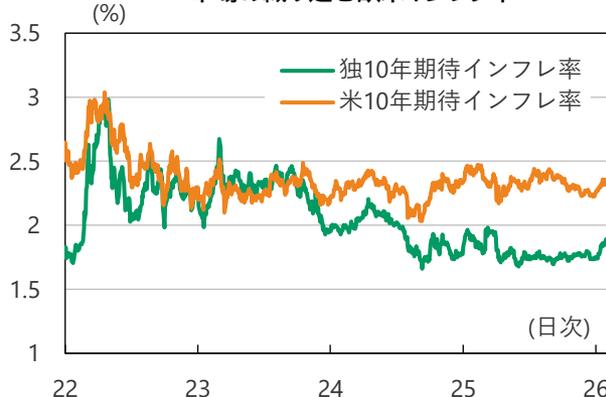
■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
2/20	ユーロ圏PMIの上振れ	ユーロ高
3/3	ユーロ圏CPIの下振れ	ユーロ安
—	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

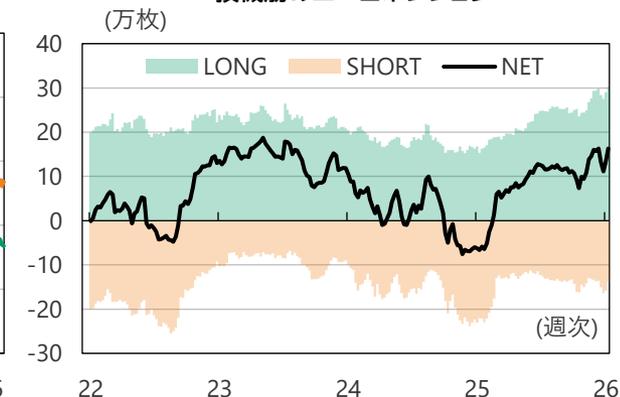
市場の織り込む欧米ターミナル金利



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

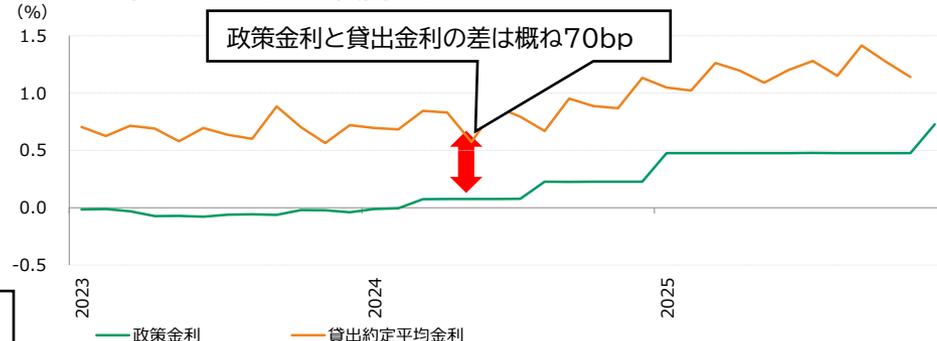
- 1月会合の展望レポート：見通しと文言共にタカ派な内容、植田総裁はインフレ率が低下しても基調物価が下がらなければ利上げは出来るとのスタンス、開会経済のリスクが低減したことで利上げペースもトランプ関税前に戻る⇒利上げ予想を年度3回へ見直し(4-6月、10-12月、1-3月で1.50%へ)
- 「実質金利はきわめて低い水準」との日銀の判断は貸出のボリュームゾーンを意識しており、インフレが2%程度で落ち着くのであれば利上げ到達点は1%よりも上にある。現状で市場はターミナルを1.75%程度としているものの、政策金利を1.5%まで引き上げれば実質金利はプラス圏へ浮上
- 自民党と日本維新の会が提唱する2年間の食費の消費減税案は5兆円程度の財源が必要だが、長期金利の押し上げ効果はほぼ無視できる程度。市場の政策金利の織り込みのオーバーシュート用途は2%と想定し、その時点での5年債は1.8%程度、10年債は2.5%程度と想定

1月展望レポート：見通し数値以上に中身がタカ派的

単位：%	2025年度の見通し			2026年度の見通し			2027年度の見通し		
	実質GDP	コアCPI	コアコアCPI	実質GDP	コアCPI	コアコアCPI	実質GDP	コアCPI	コアコアCPI
展望レポート									
2025年1月	1.1	2.4	2.1	1.0	2.0	2.1			
2025年4月	0.5	2.2	2.3	0.7	1.7	1.8	1.0	1.9	2.0
2025年7月	0.6	2.7	2.8	0.7	1.8	1.9	1.0	2.0	2.0
2025年10月	0.7	2.7	2.8	0.7	1.8	2.0	1.0	2.0	2.0
2026年1月	0.9	2.7	3.0	1.0	1.9	2.2	0.8	2.0	2.1

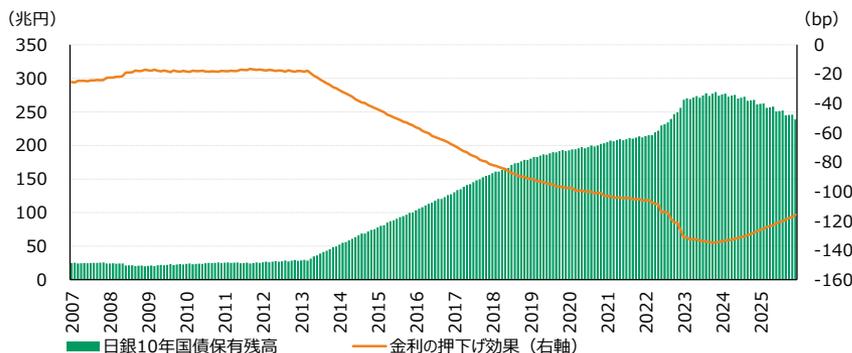
- 「所得から支出への前向きな循環メカニズム」
- 植田総裁「(金融政策は)基調的なインフレ率の動向により重きを置いて決定」

日銀が金利でケアするのは貸出のボリュームゾーン



- 政策金利が1.5%に引き上げられれば、銀行の実質貸出金利はプラス転換へ

分析上の食品消費減税の効果はほぼ無視できる程度



- 10年債で見れば日銀は依然として発行残高の8割弱を保有
- 消費減税の効果が5兆円程度であれば、長期金利の押し上げは2bp程度

政策金利のオーバーシュート用途は2%(上段5年、下段10年)

	米国長期金利						
超過準備付利	3.90	4.00	4.10	4.20	4.30	4.40	4.50
1.00	1.067	1.091	1.114	1.138	1.161	1.185	1.209
1.25	1.246	1.269	1.293	1.316	1.340	1.363	1.387
1.50	1.424	1.447	1.471	1.495	1.518	1.542	1.565
1.75	1.602	1.626	1.649	1.673	1.697	1.720	1.744
2.00	1.781	1.804	1.828	1.851	1.875	1.898	1.922

	米国長期金利						
超過準備付利	3.90	4.00	4.10	4.20	4.30	4.40	4.50
1.00	1.576	1.599	1.622	1.645	1.668	1.691	1.714
1.25	1.778	1.801	1.824	1.847	1.871	1.894	1.917
1.50	1.981	2.004	2.027	2.050	2.073	2.096	2.119
1.75	2.183	2.206	2.229	2.252	2.276	2.299	2.322
2.00	2.386	2.409	2.432	2.455	2.478	2.501	2.524

- アナリスト調査では日銀ターミナルは1~1.5%が主流な見方
- 財政拡張とそれに伴う日銀ターミナル見通しのオーバーシュートが続くうちは左赤枠が中心レンジに

出所：日本銀行、りそなホールディングス



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。

- 今回の衆議院解散選挙も、アベノミクス相場を做う公算大。海外勢を中心に、衆議院解散等の政治イベントで日本株を買い越すことが多いのは、政策レジームの変化及びそれが経済や企業業績の拡大に資する公算が大きいため
- 今回の衆議院解散選挙は、高市総理の高い支持率によって自民党が2/3の議席を獲得したため、総理が兼ねてより重視している経済成長戦略の実現性が高まったとみなされる公算が大きい=買い越し条件を満たしている。加えて、主体別売買動向を見ると、海外投資家は先物を2週連続、合計で1.5兆円程売り越しており、短期筋中心に海外勢には買い越し余地が大きい点にも注目
- 海外投資家累積売買額の52週平均は、TOPIXのリスクプレミアムと概ね連動する傾向。足元の水準は既に1,000億円に達しているが、衆議院解散を材料に1,500億円程度まで買い越しが継続する場合、TOPIXのリスクプレミアムは3%pt程度まで低下する可能性がある。これはリスクフリーレートである長期金利を一定とすると、TOPIXの12ヵ月先予想PER19倍の水準であり、日経平均株価に換算すると6万円に相当

図表：アベノミクス相場と海外投資家の日本株売買



図表：主体別売買動向

単位：10億円	先物(海外)			現物					
	合計	TOPIX型	日経型	海外	個人	法人			
						投資信託	事法	金融機関	
						生損保+銀行	信託		
2026/1/3	-225.4	-203.4	-20.3	-15.0	184.7	-17.8	13.9	-0.8	17.5
2026/1/10	-222.9	-323.5	98.8	1,224.7	-542.8	-29.7	168.6	-63.2	-7.8
2026/1/17	81.6	270.5	-188.1	780.4	-662.8	-45.6	81.7	-176.5	-246.0
2026/1/24	-748.5	-411.0	-344.7	192.2	479.2	130.7	175.7	-163.8	-424.9
2026/1/31	-779.3	-528.3	-251.7	159.9	834.9	-91.8	319.0	-129.1	-289.9

図表：日経平均株価バリュエーション

図表4：海外投資家売買とTOPIXのリスクプレミアム



NT倍率：14.9倍

予想EPS (TOPIX)	予想PER(TOPIX)															
	10.0%	7.0%	5.0%	3.0%	1.0%	現状	18.0倍	18.5倍	19.0倍	19.5倍						
						17.8倍										
234.0	227.6	223.3	219.1	214.8	212.7	210.6	206.3	57,600	59,300	61,100	62,200	62,800	64,600	66,300	68,100	
56,600	57,700	59,400	60,500	61,100	62,800	64,600	66,300	68,100	55,000	56,600	58,300	59,400	60,000	61,600	63,300	65,000
53,900	55,600	58,300	59,400	60,000	61,600	63,300	65,000	52,400	53,900	55,500	56,600	58,800	60,500	62,100	63,700	65,000
52,900	54,500	56,600	58,300	59,300	60,900	62,500	64,000	52,900	54,500	56,100	57,100	57,700	59,300	60,900	62,500	64,000
51,800	53,400	55,000	56,000	57,100	58,100	59,700	61,300	51,800	53,400	55,000	56,000	56,600	58,100	59,700	61,300	62,900
50,800	52,300	53,900	54,900	55,900	56,900	58,500	60,000	50,800	52,300	53,900	54,900	55,400	56,900	58,500	60,000	61,500

出所：マクロポンド、リそなホールディングス

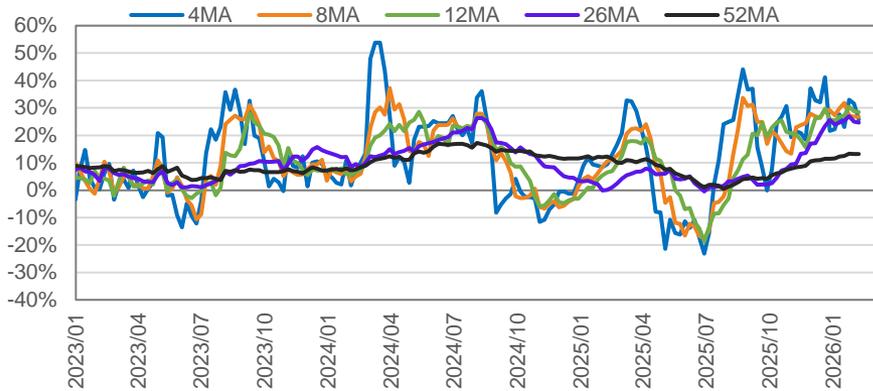


◎注意事項
 当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

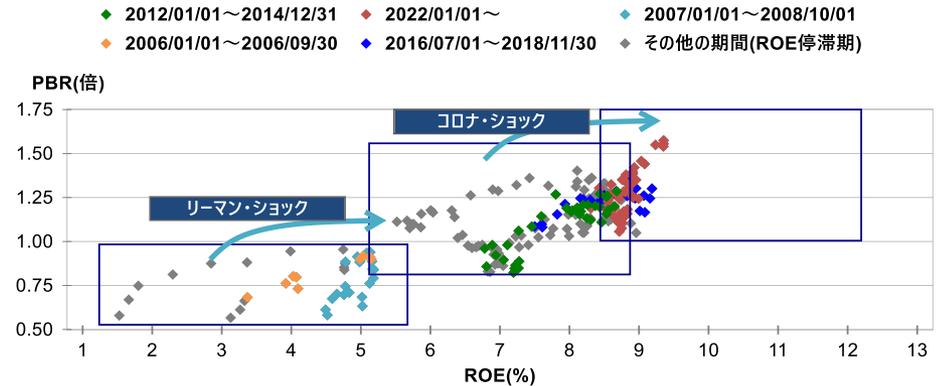
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 3Q決算発表は底堅く、12ヵ月先予想EPSの改善モメンタムは騰勢を強めている。52MAでも13.2%、4MA(≡最大瞬間風速)で25.8%
- ROEの改善局面では、ROEに対するPBRの感応度が上昇。バリュエーションが急激に改善する可能性がある
- ROEは2026年度中に10%に到達する見通し→その後も改善を続けるなら17.5倍以上を維持、横ばいとなるなら16.5倍程度まで低下
- 年後半にかけても株価が騰勢を維持できるか否かは、業績以上に利益率の改善スピードが重要となってくるため、動向を注視
- 26年末の日経平均株は、60,000円~64,000円と予想(EPSが10%~15%改善、PERは16.5倍~17.5倍と想定)

図表：TOPIX 12ヵ月先予想EPS改善モメンタム



PBR-ROEマトリクス



図表：TOPIXとPER



図表：日経平均株価バリュエーション

NT倍率：14.9倍

		予想PER(TOPIX)								
		16.0倍	16.5倍	17.0倍	17.5倍	現状 17.8倍	18.0倍	18.5倍	19.0倍	
予想 EPS (TOPIX)	30.0%	276.5	65,900	68,000	70,000	72,100	73,300	74,100	76,200	78,300
	20.0%	255.2	60,800	62,700	64,600	66,500	67,600	68,400	70,300	72,200
	15.0%	244.6	58,300	60,100	61,900	63,800	64,800	65,600	67,400	69,200
	10.0%	234.0	55,800	57,500	59,200	61,000	62,000	62,700	64,500	66,200
	5.0%	223.3	53,200	54,900	56,600	58,200	59,200	59,900	61,500	63,200
	現状	212.7	50,700	52,300	53,900	55,400	56,400	57,000	58,600	60,200
	-5.0%	202.1	48,200	49,700	51,200	52,700	53,500	54,200	55,700	57,200
-10.0%	191.4	45,600	47,100	48,500	49,900	50,700	51,300	52,800	54,200	

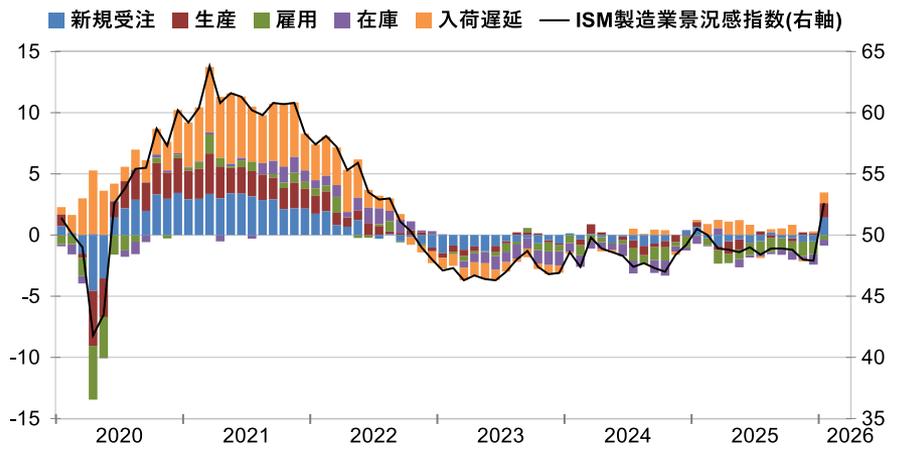
出所：マクロボンド、リそなホールディングス

◎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。

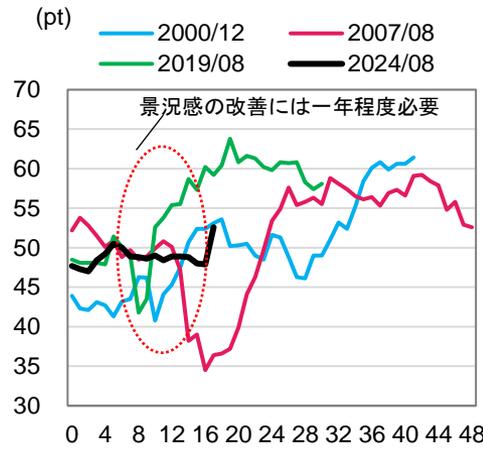
- 2月のISM製造業景況感指数は11ヵ月ぶりに50を上回り、新規受注と生産の改善が目立った。ただし新規受注の増加は、在庫補充や関税による値上げ回避といった一時的要因の影響が大きい可能性がある。雇用は改善したものの依然50を下回っており、ヘッドラインほど米経済が本格的に好転したとは言い難い
- 過去の経験では利下げの効果が製造業に波及するまでに1年以上を要することが多く、今回も関税ショックの影響で回復は遅れていたが、足元でようやく改善の兆しが見え始めた。ただし今月は季節要因や駆け込み需要の影響も考えられるため、今後、生産や雇用の拡大が持続するかを注視する必要がある
- ISM製造業景況感指数が本格回復となれば、SP500の約3割を占める非IT(一般消費財等)企業の業績が大きく改善することとなり、SP500のファンダメンタルズが一段と底堅いものとなる
- 2026年後半にかけて、利下げ、OBBBA、諸外国の対米投資等が控えているため、改善の確度は高く、問題は時間軸のみ

図表：ISM製造業景況感指数

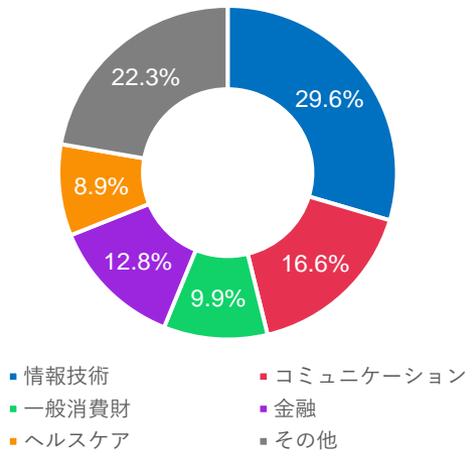


出所：マクロボンド、リそなホールディングス

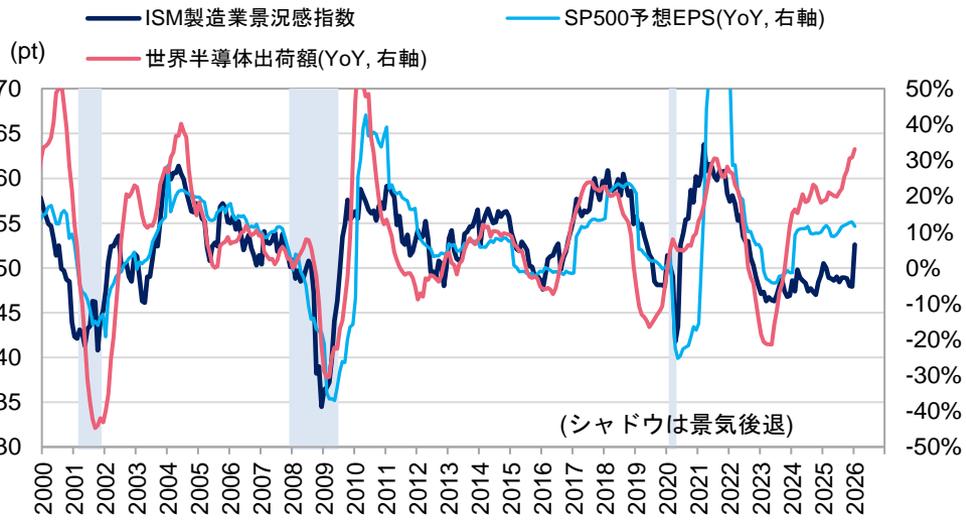
図表：利下げ後のISM製造業景況感



図表：SP500の業種別構成比

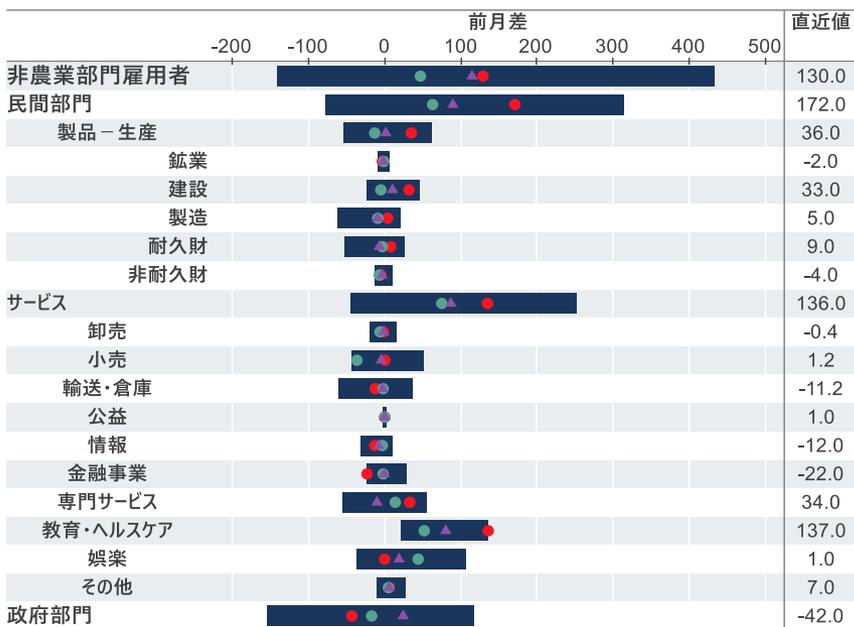


図表：ISM製造業景況感指数とSP500, 世界半導体出荷額の前年比



- 1月雇用統計は、ヘッドラインの数値程強くない印象
- 非農業部門雇用者数の増加は、教育・ヘルスケア部門が主因であり、その他の業種をみると、増加ペースは依然として緩慢
- 失業率については、再参入が減り、自発的失業が大きく増加。求職していない米国民は増加傾向のため、再参入者が就職して減少した可能性は低い。自発的失業の増加は一時的な統計のブレの可能性もある
- ベバリッジ曲線を見ると、欠員率が低下傾向を辿っており、傾きが急になっている。つまり、失業者が増えても、従来程欠員が充足しない=雇用のミスマッチが発生している可能性が高いため、自発的失業が労働環境の改善に繋がりにくい状況
- ただし、この傾向が継続するようなら、景気好転のサインである可能性があるため、動向を注視

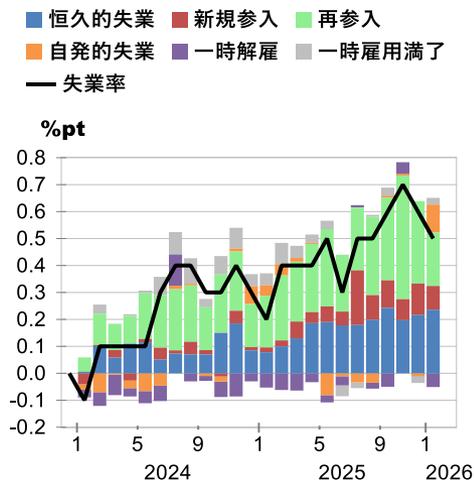
非農業部門雇用者数の推移(単位：千人)



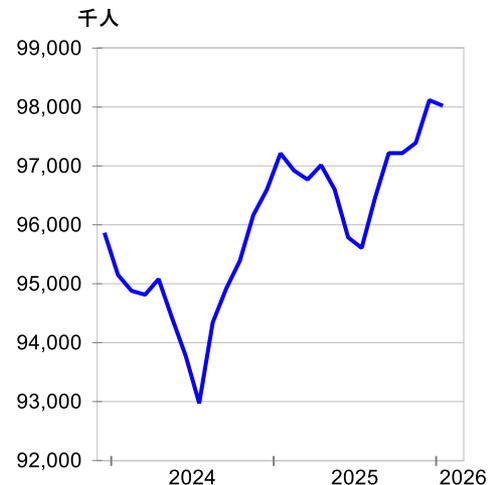
■ 直近3年間の値域 ● 直近値 (2026年1月) ● 前月値 ▲ 3年平均値

出所：マクロポンド、リそなホールディングス

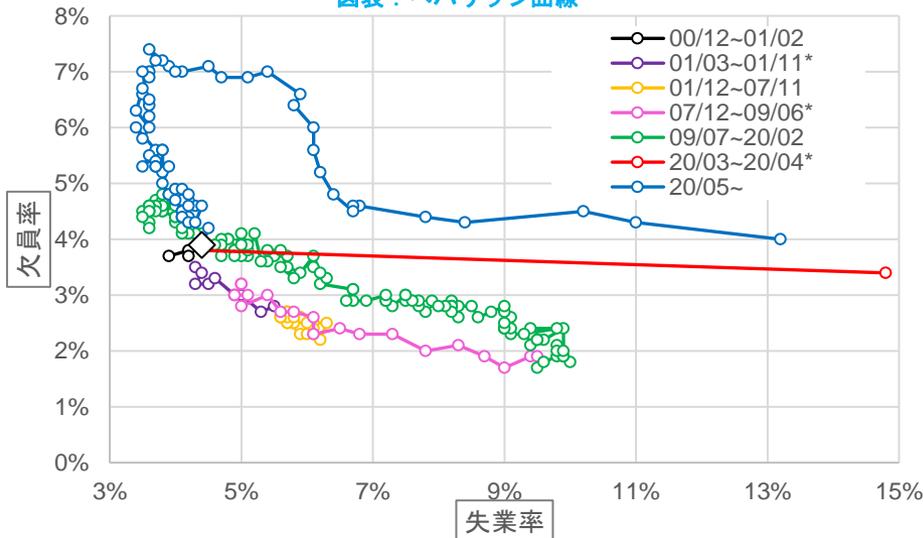
失業率上昇要因分解(23年末対比)



現在求職していない米国民



図表：ベバリッジ曲線

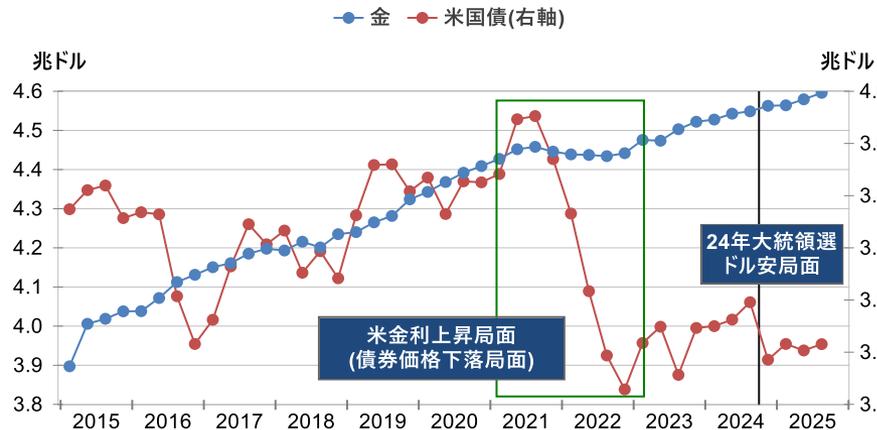


◎注意事項
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていないと否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

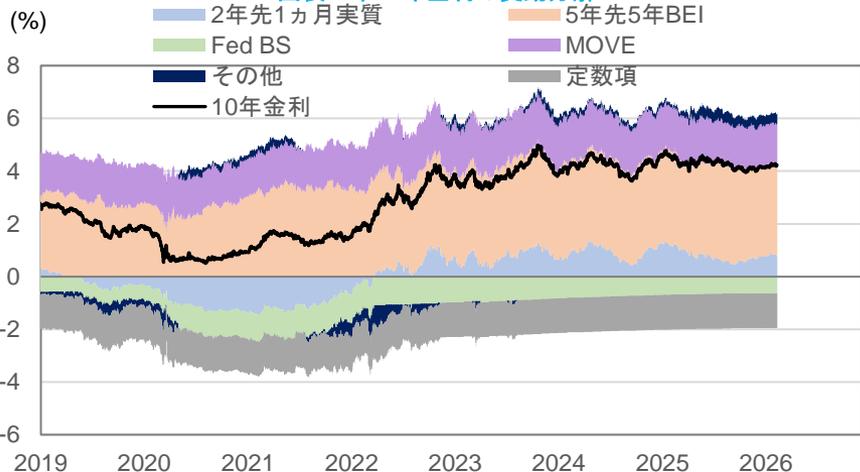
- ▶ トランプ大統領就任以降、米金利はファンダメンタルズを上方に乖離して推移(40bps程度上乗せ)。背景に、世界の中央銀行の米国債離れと金の購入があるとみている
- ▶ 世界の中央銀行の米国債保有額は、2021年～2023年にかけて減少したが、これは米金利の上昇によるところが大きい一方、その後横ばいで推移している点は、ドル安を考慮すると、世界の中央銀行が米国債を売り越している可能性を示唆
また、世界の中央銀行の金保有額は、2023年以降騰勢を増している
- ▶ 中国の米国債保有額はピーク時から約4割減少。日本や欧州の保有額は増加も、中国の減少額をカバーできていない
米国債は、中国や新興国を中心に、安全資産から制裁リスク付き資産とみなされ始めている可能性がある
米国債のファンダメンタルズが変化しつつある可能性があるため、上方乖離リスクを注視していく

世界の中央銀行の安全資産保有額(除く米国)



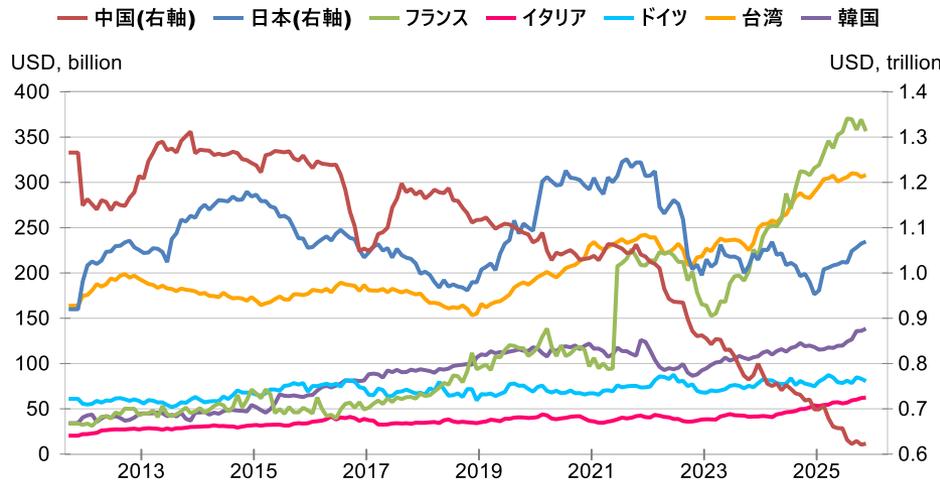
注：金の価格は、1トロイオンス4,600ドルで計算

図表：米10年金利の変動分解



出所：マクロボンド、リそなホールディングス

海外主体の米国債保有残高

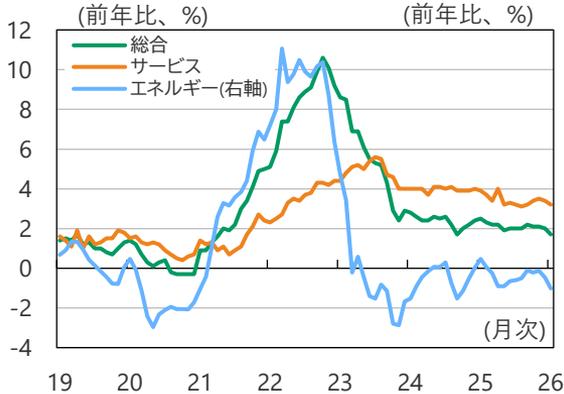


◎注意事項
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、現実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

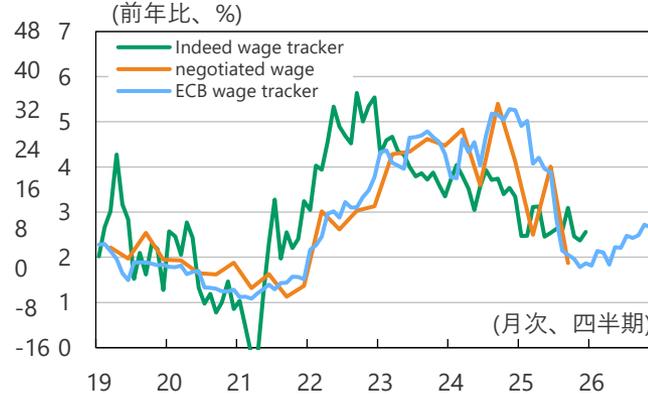
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 物価：総合物価はエネルギー価格下落により足元2%を割っている。サービス物価は総じてみれば緩やかな減速トレンド。
- 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。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

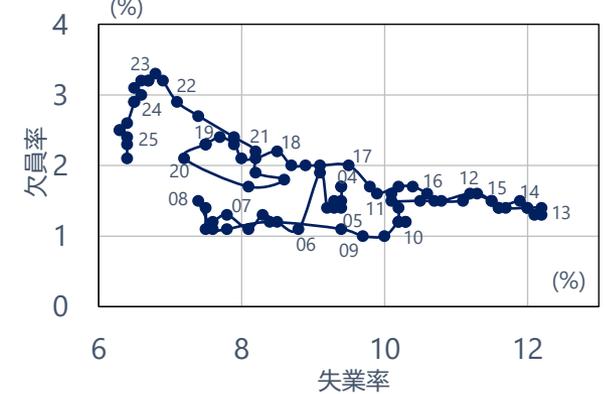
ユーロ圏CPIの推移



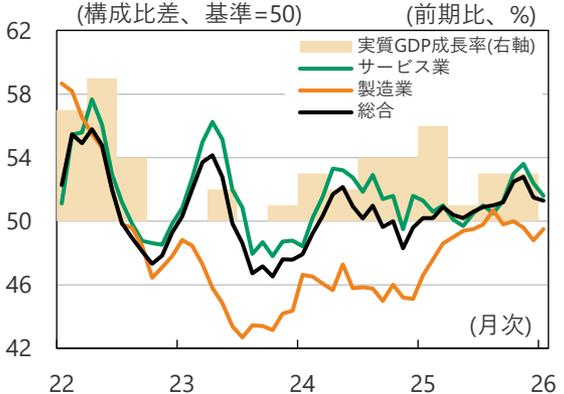
ユーロ圏賃金指標推移



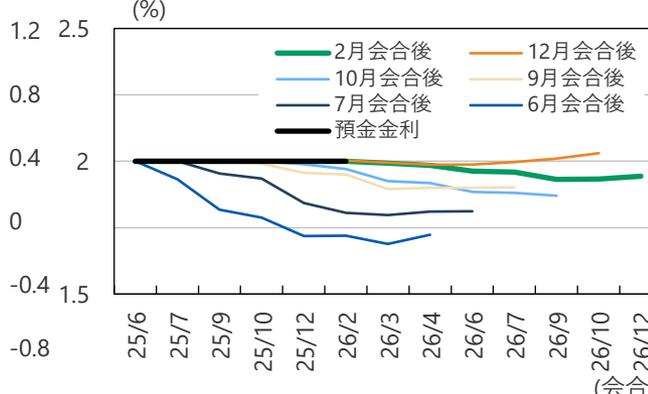
ユーロ圏ベヴァリッジ曲線



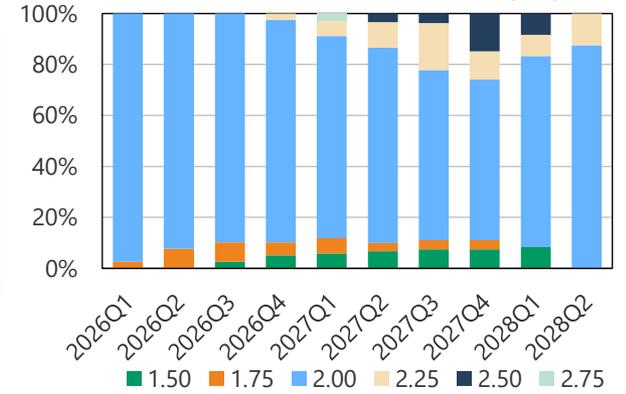
ユーロ圏景況感とGDP成長率



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(1月)



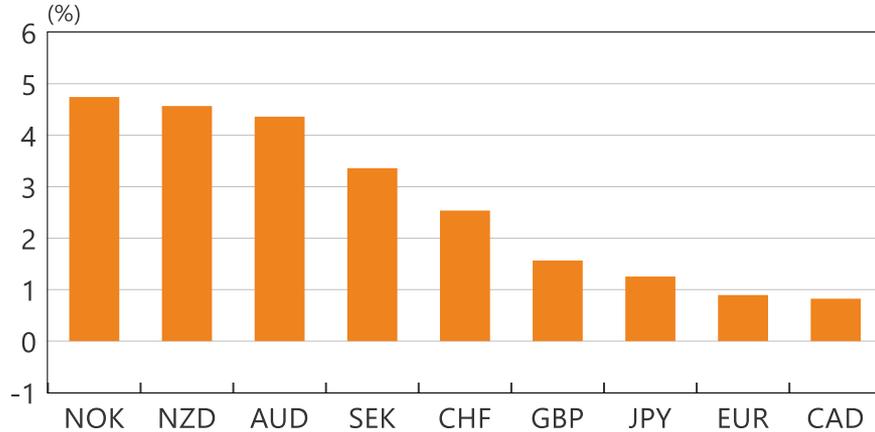
出所：Indeed, ECB, Bloomberg

◎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。

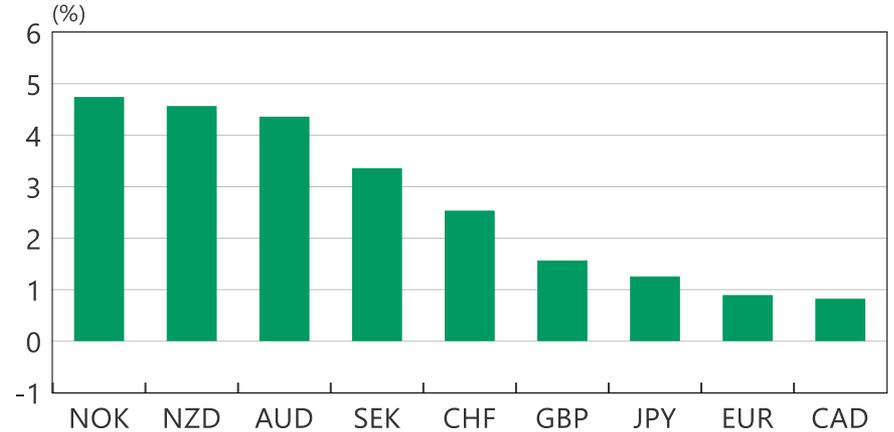
中長期テーマ

- 1月は、すべての主要通貨がUSDに対し強かった。利上げに転じたオセアニア通貨等が特に強い結果となった
- 23日の日米協調レートチェックを機に、JPYが回復した一方でUSDが独歩安の展開

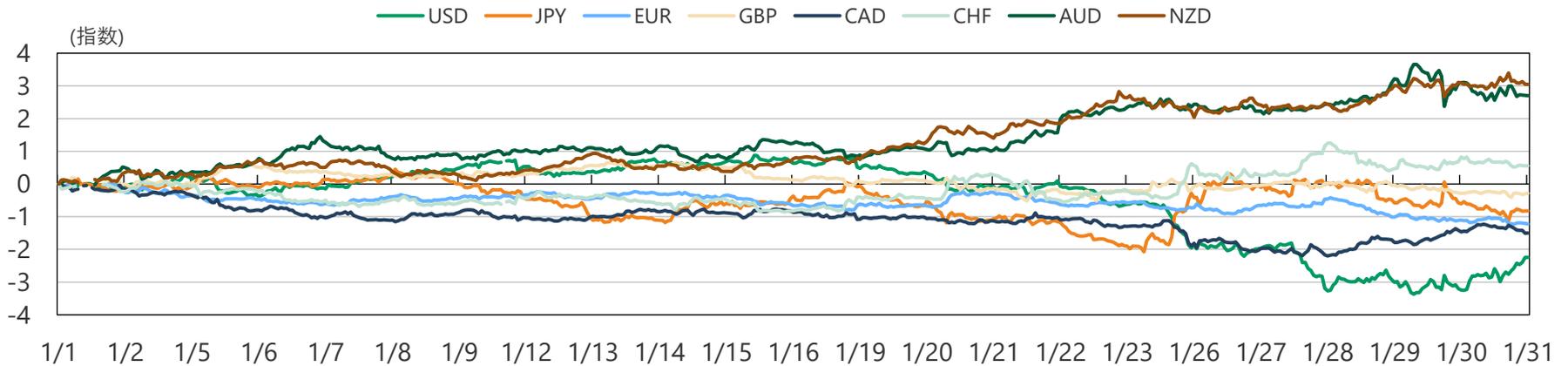
主要通貨 対USD騰落率(12月末比)



主要通貨 対USD騰落率(年初来)



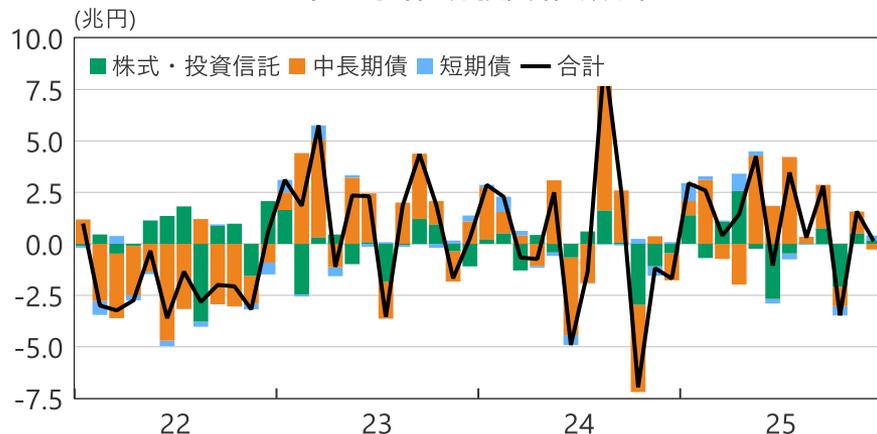
通貨強弱チャート(2026年1月)



出所：Bloomberg, Macrobond

- 12月の対外証券投資は株式・投資信託を小幅に買越し。主体別では、銀行が買越した一方、信託勘定は売越し
- 12月の対内証券投資は短期債を売越し。地域別では、欧州勢が買越した一方、北米やアジア勢は売越しの流れが継続

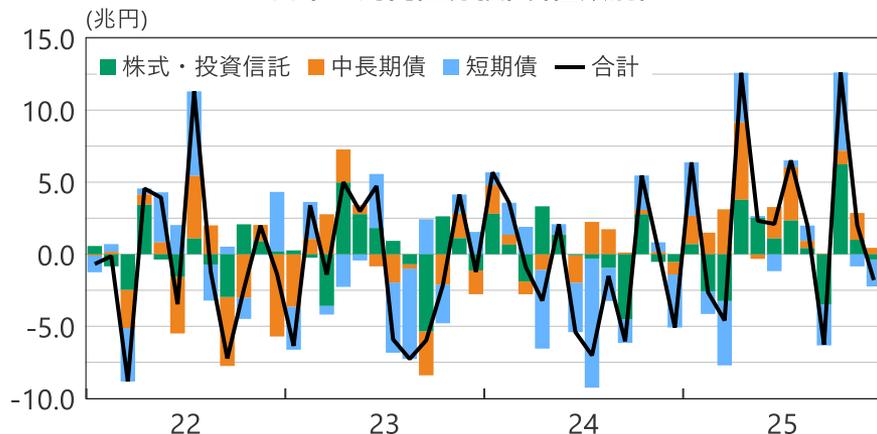
日本 対外証券投資(種類別)



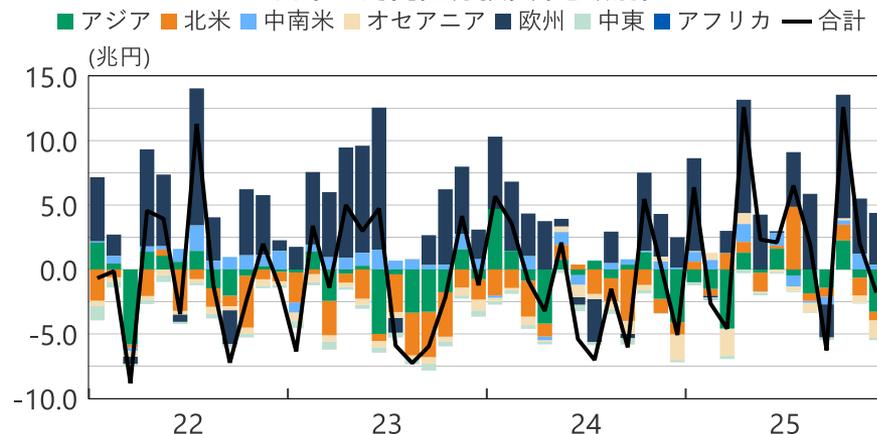
日本 対外証券投資(投資主体別)



日本 対内証券投資(種類別)



日本 対内証券投資(地域別)

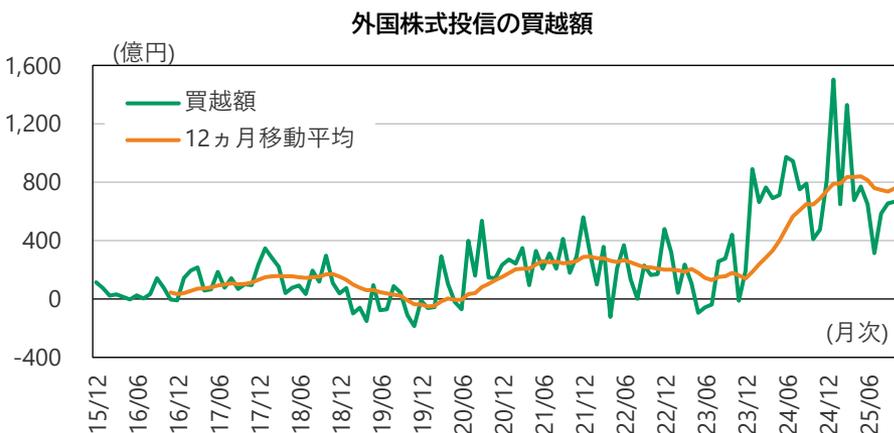
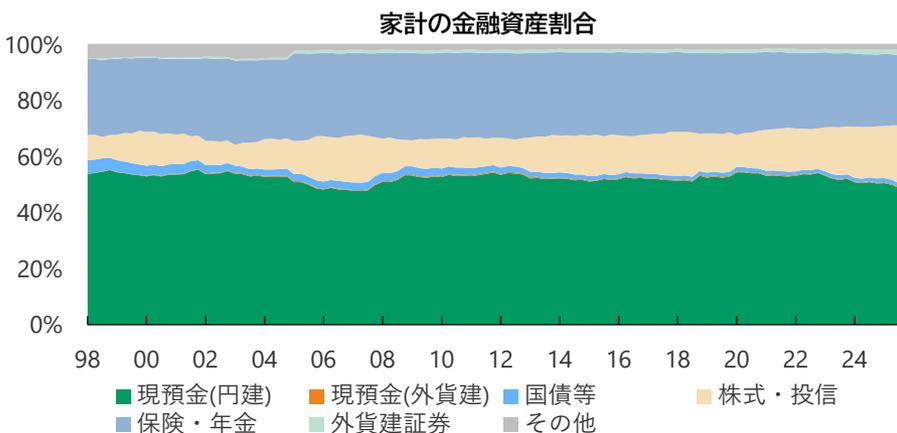
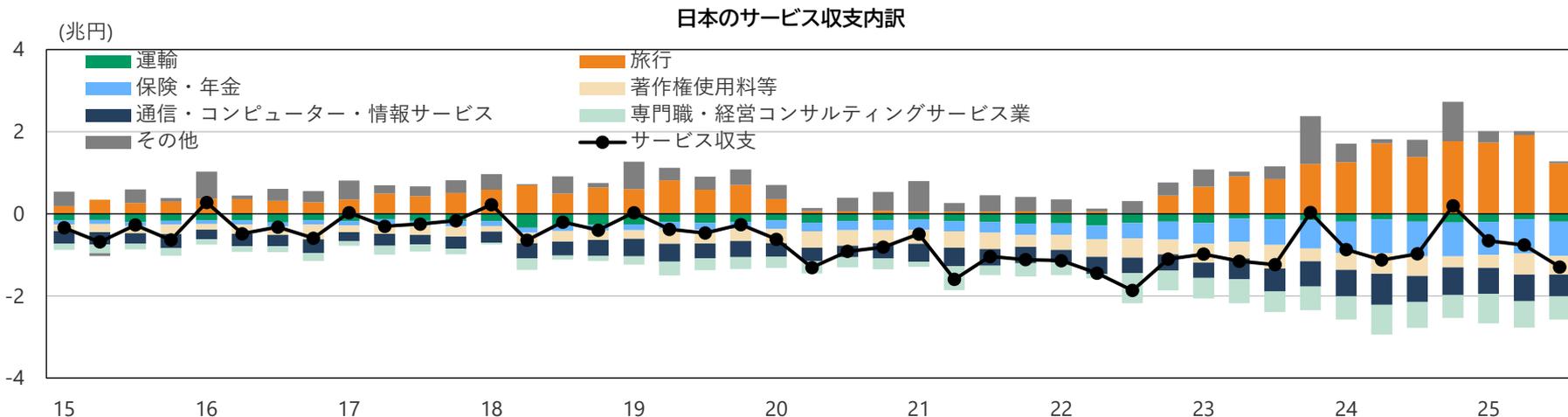


出所：Macrobond

◎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ない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。

- ファンダメンタルズの面からは、構造的に円安となりやすい局面が継続しているとみている
- インバウンドが頭打ちとなるなか、デジタル赤字の増加によりサービス収支は年間およそ4兆円の赤字を計上
- インフレ経済では、現在家計の金融資産のうちおよそ半分を占める円建て現預金は、次第に投資ヘシフトする公算が大きい。現に新NISA開始以降は外国株式買越額が大きく増加しており、円建て現預金残高が1,000兆円以上あることを踏まえると大きな円売りフローとなる可能性



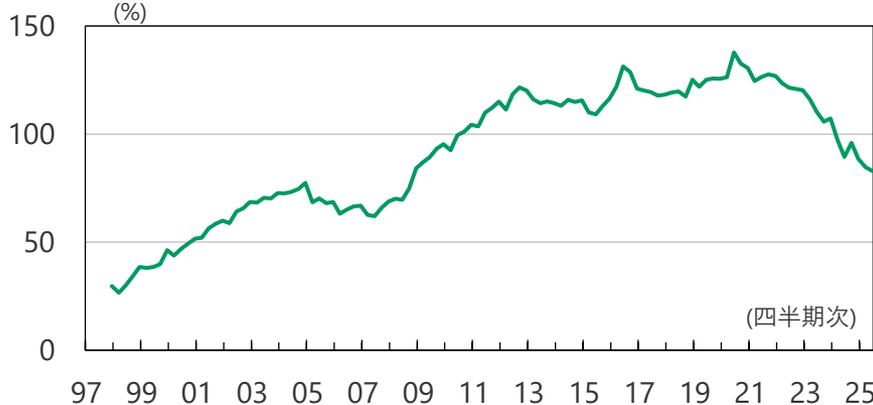
出所：Bloomberg, 日本銀行, 投資信託協会

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

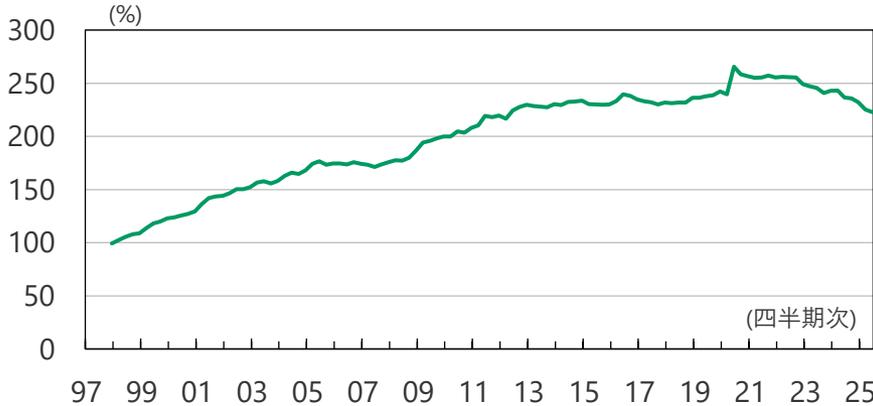
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

- 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

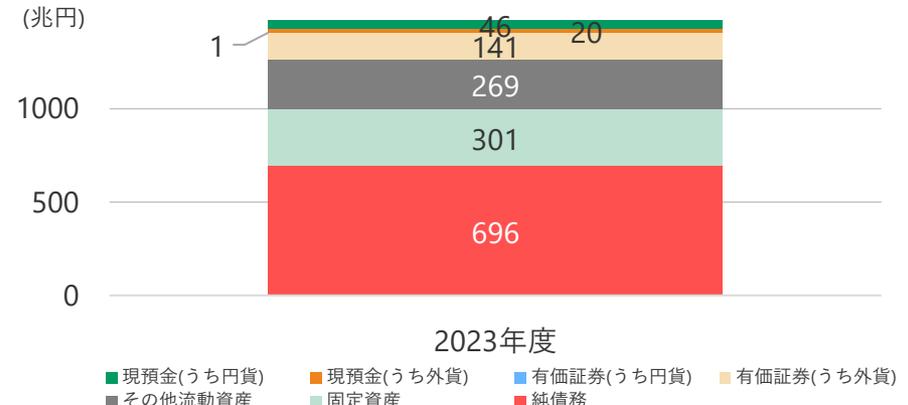
日本の政府純債務残高対名目GDP比



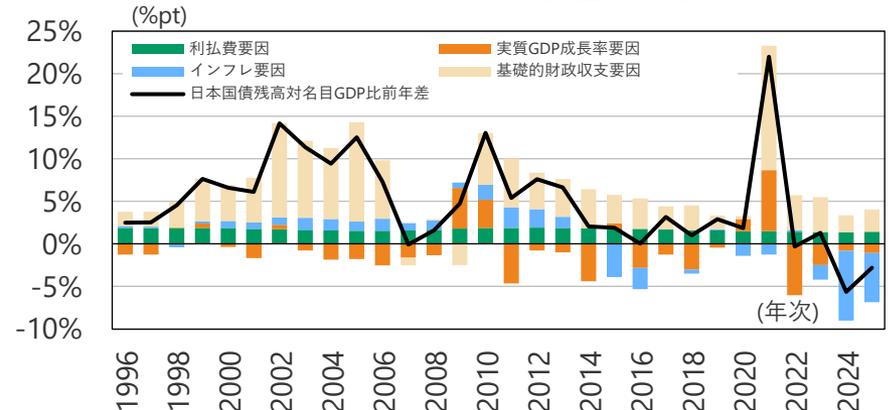
日本の政府総債務残高対名目GDP比



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

◎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。

ドル円のレンジは変わったのか

- 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「新常态」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

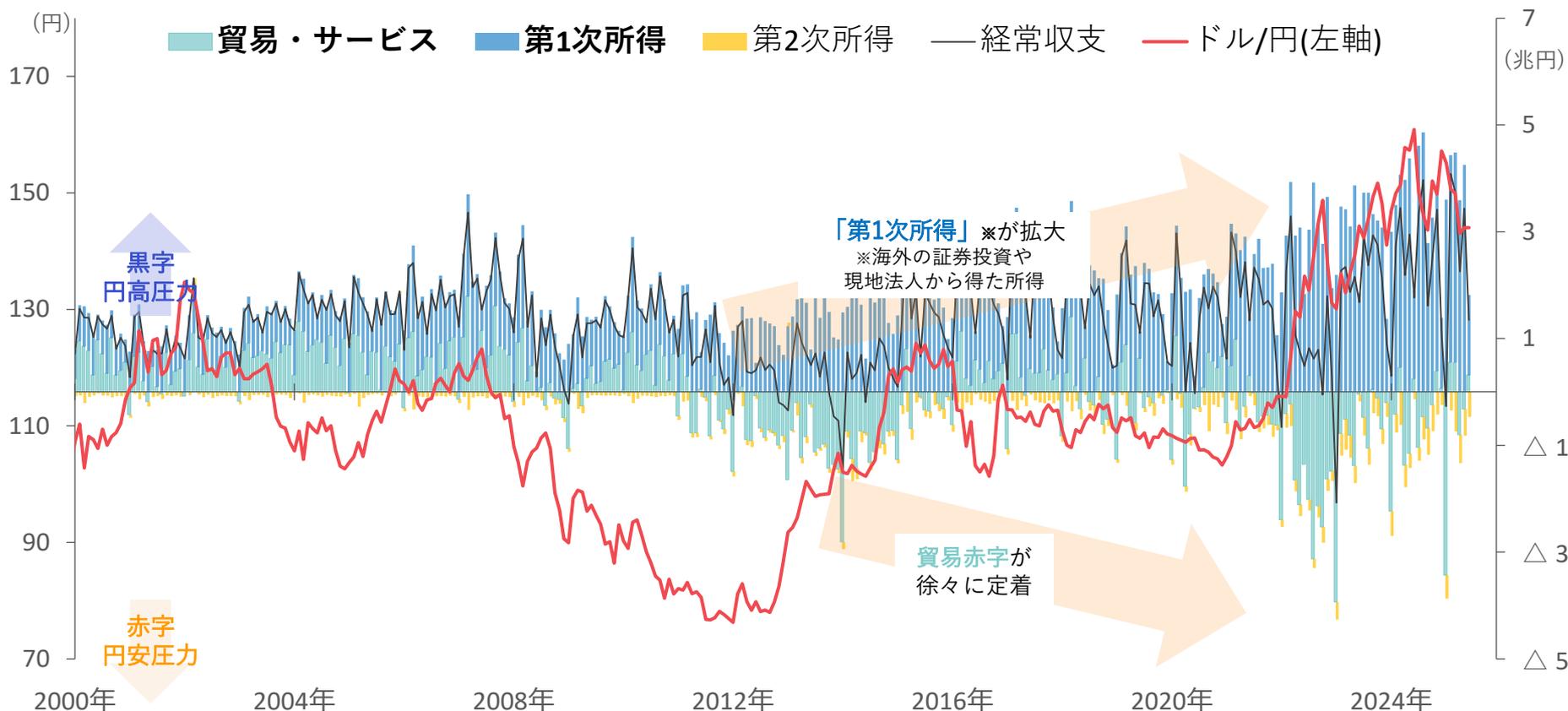
4. 弱まりつつある “有事の円買い”

【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

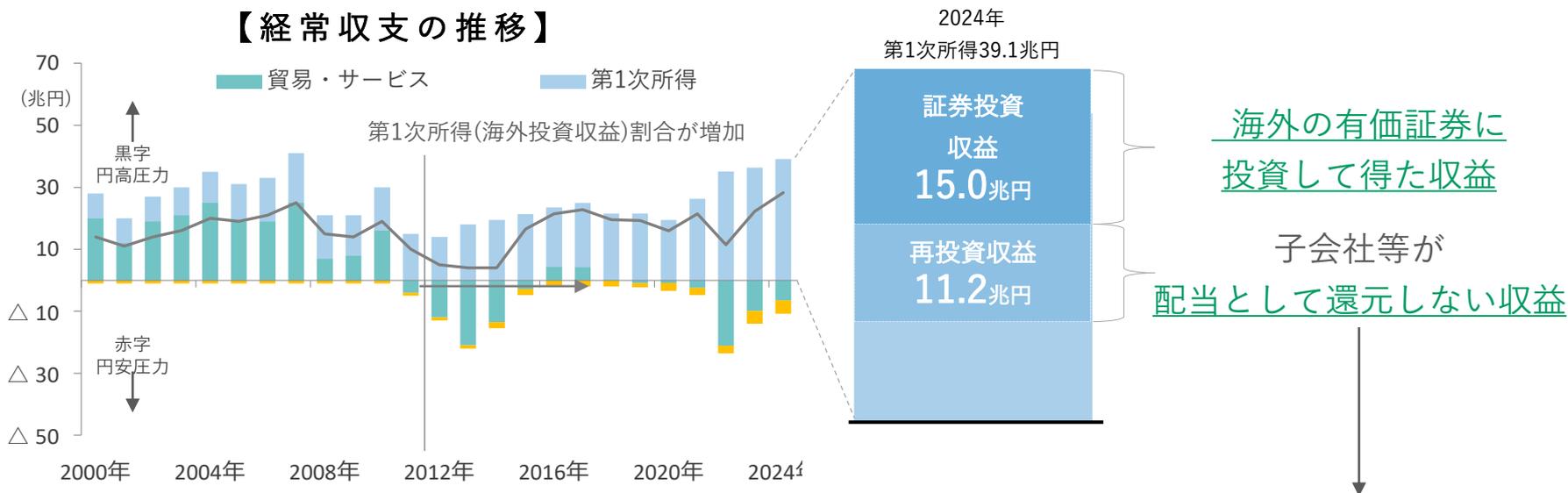
出所：Bloomberg

◎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。

- 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

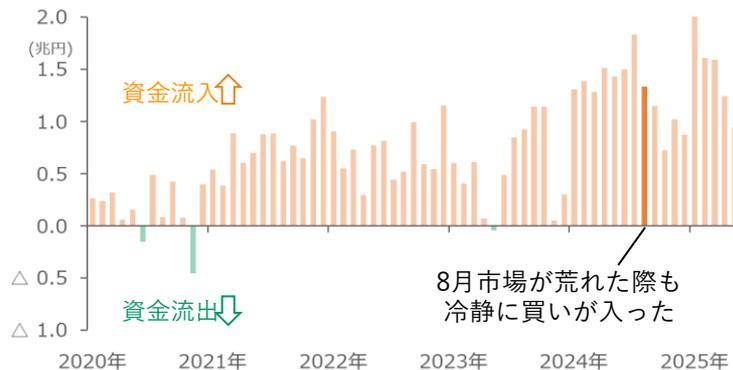
	2012年		2022年
第一次所得	14兆円	1.5倍	22兆円
現地法人の 内部留保	28兆円	1.9倍	55兆円

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】



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%)

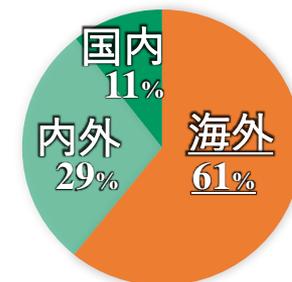
資産は
海外へ

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

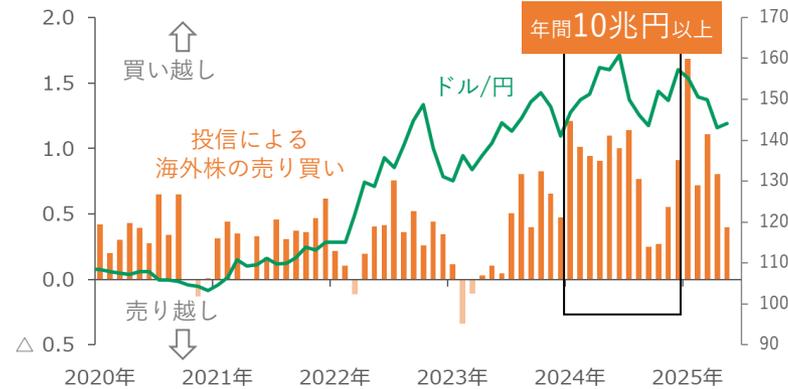


出所：各種報道、投資信託協会、Bloomberg

- 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



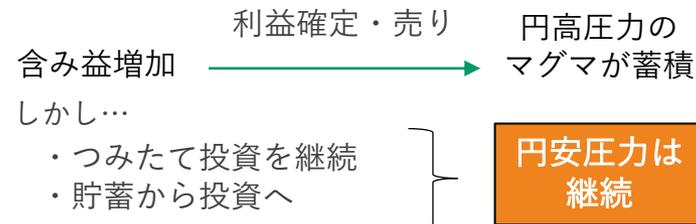
1日当たり過去最大の介入額：5.9兆円を超える水準
(2024/4当時は1日で5.6円の円高進行)

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】

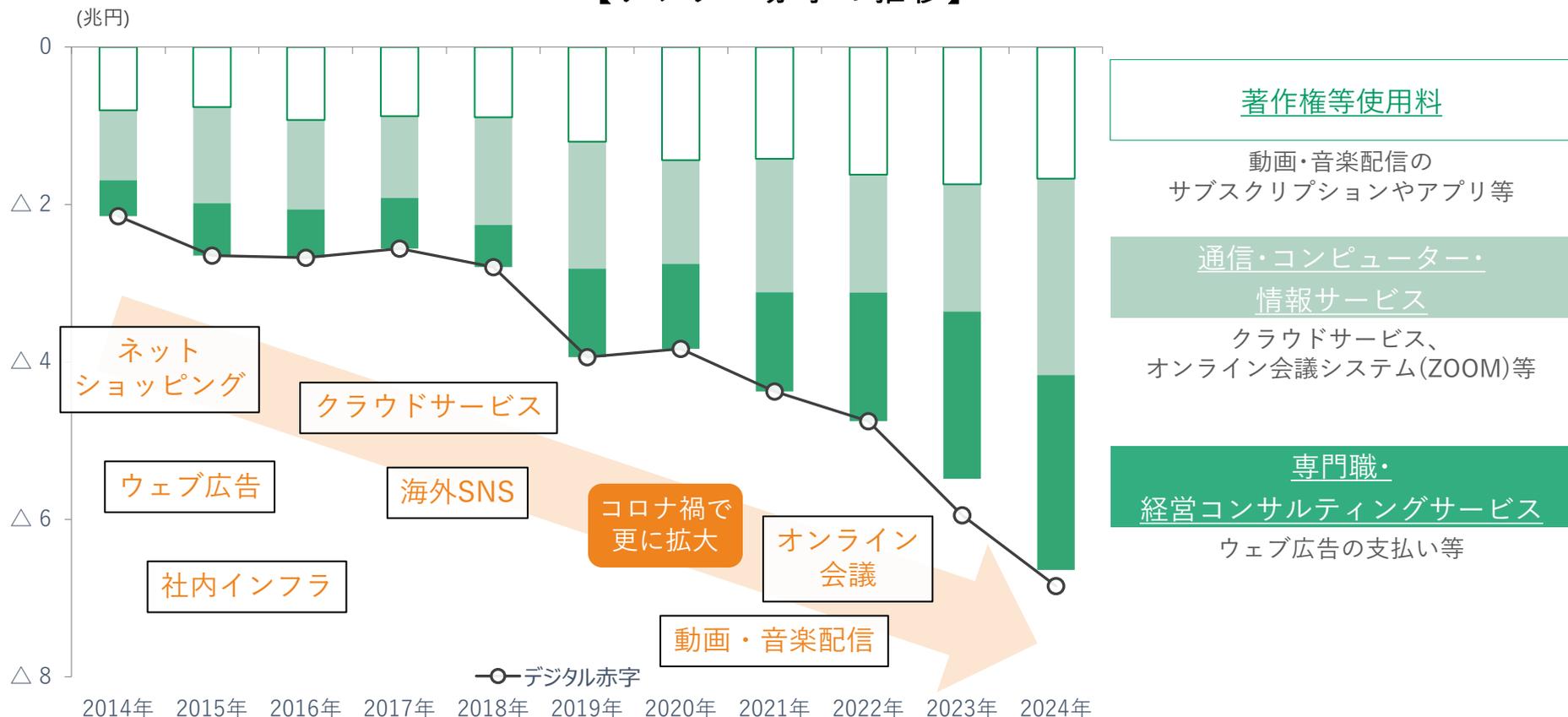
2011年の東北地震以降、一時全ての原発が停止後、段階的に再稼働も、鉱物性燃料の割合は概ね20%、貿易赤字の要因になっている。



- 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

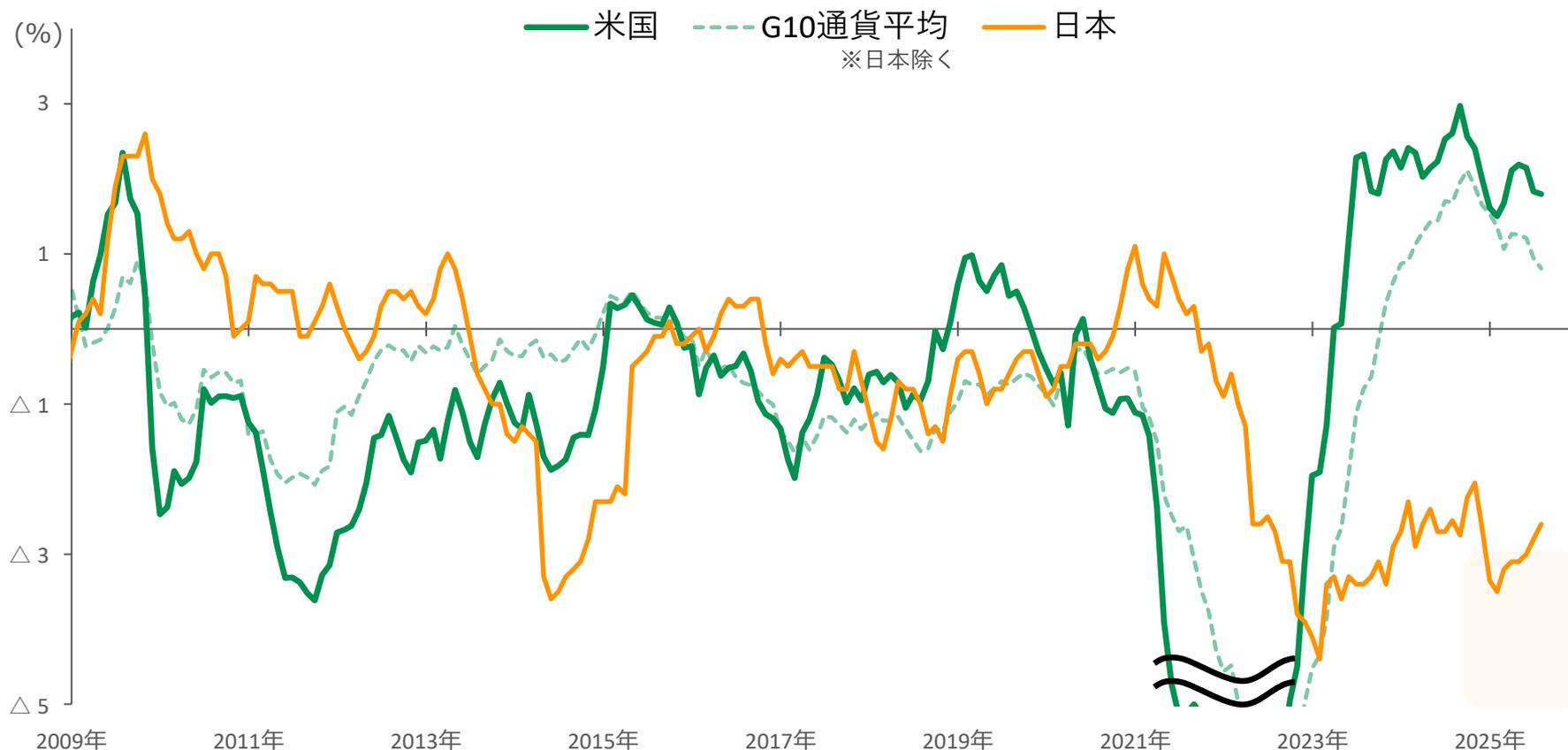
【デジタル赤字の推移】



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

- 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

3-2. 円の魅力を削ぐ要因:人口減少と低成長

- 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%

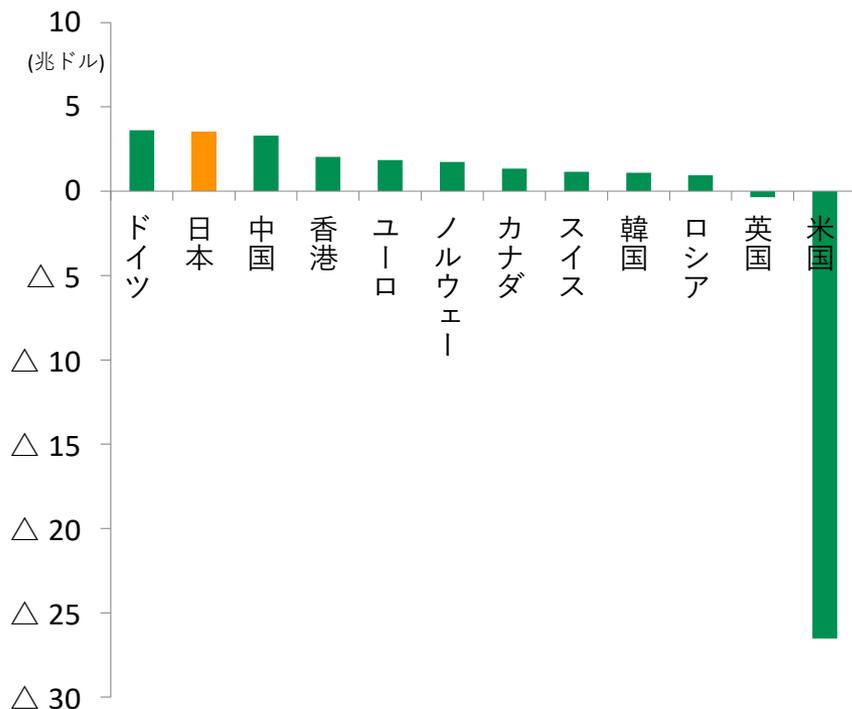
出所：United Nations, World Population Prospects 2024, OECD

4. 弱まりつつある“有事の円買い”

- 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

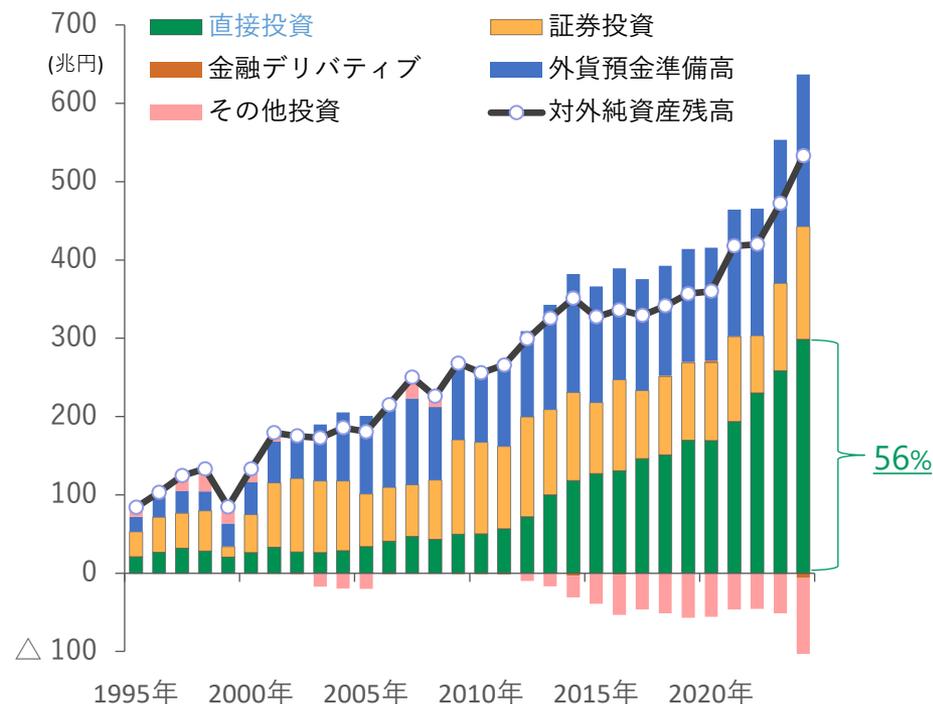
【主要国の対外純資産】

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】

