

りそな為替動向マンスリー:2026年3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、中期的にはじりじりと円安が進行か

- 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
- 足元は地政学リスクや原油高を受けた円安と、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、独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



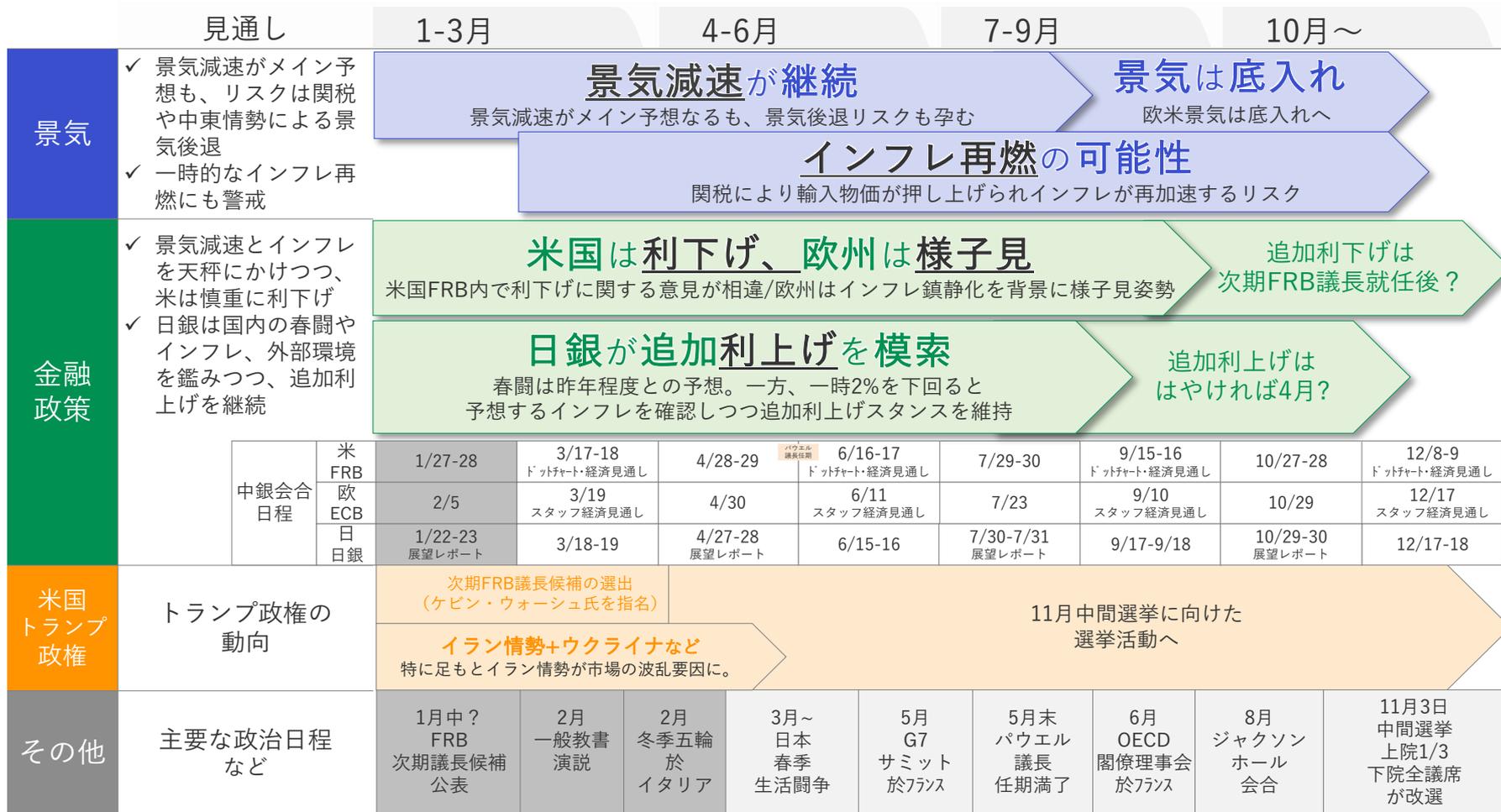
◎注意事項
 当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

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
3/2(月)		2月ISM製造業景況指数	(中) 2月製造業PMI
3/3(火)	10-12月期法人企業統計調査		
	10年債入札		
	1月労働力調査		
3/4(水)		2月ADP雇用統計	(中) 2月PMI
		2月ISM非製造業景況指数	
		米地区連銀経済報告	
3/5(木)	30年債入札	1月貿易収支	
3/6(金)		2月雇用統計	
3/8(日)		(夏時間開始)	
3/9(月)	1月毎月勤労統計(速報)		(中) 2月CPI
3/10(火)	10-12月期GDP(二次速報値)	2月中古住宅販売	
	1月家計調査	3年債入札	
3/11(水)	2月企業物価指数	10年債入札	
	5年債入札	2月CPI	
3/12(木)		2月PPI	
		30年債入札	
3/13(金)		10-12月期GDP(改定値)	
		1月個人所得・消費支出	
3/16(月)		1月製造業受注	(中) 2月生産・小売・投資
		2月小売売上高	
		3月NY連銀製造業景気指数	
3/17(火)	20年債入札	20年債入札	(独) 3月ZEW景気指数

	日本	米国	その他
3/18(水)	2月貿易統計	FOMC(結果発表)	
3/19(木)	1月機械受注	3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
	植田日銀総裁定例会見		(欧) EU首脳会議(～20日)
3/20(金)	(春分の日)		
3/23(月)			
3/24(火)	2月消費者物価指数	2年債入札	(欧) 3月PMI(速報値)
	40年債入札		
3/25(水)	日銀金融政策決定会合議事要旨(1/22～23開催分)	5年債入札	(独) 3月IFO企業景況感指数
3/26(木)		7年債入札	
3/27(金)			
3/30(月)			
3/31(火)	2月鉱工業生産	3月消費者信頼感指数	(中) 3月PMI
	2月住宅着工件数		
	2月労働力調査		
	2年債入札		

- 米国では労働市場の減速が意識されており、関税や地政学によるインフレ圧力を見極めながら、利下げを進めていくとの見方。
- 足もとではイラン情勢による物価・景気への影響や収束に向けた動向などへの注目度が高い。



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。

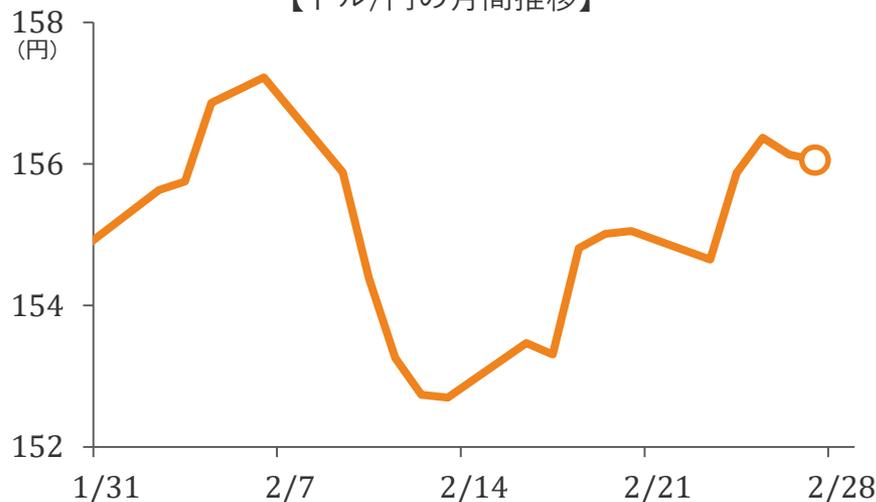
政治・日銀報道を背景とした円主導の値動き

↑ ドル/円
156.05円
 前月比 +1.27円 (+0.82%)

日経平均
 ↑ **58,850円**
 前月比 +5,527円
 (+10.37%)

↑ ユーロ/円
184.36円
 前月比 +0.93円 (+0.51%)

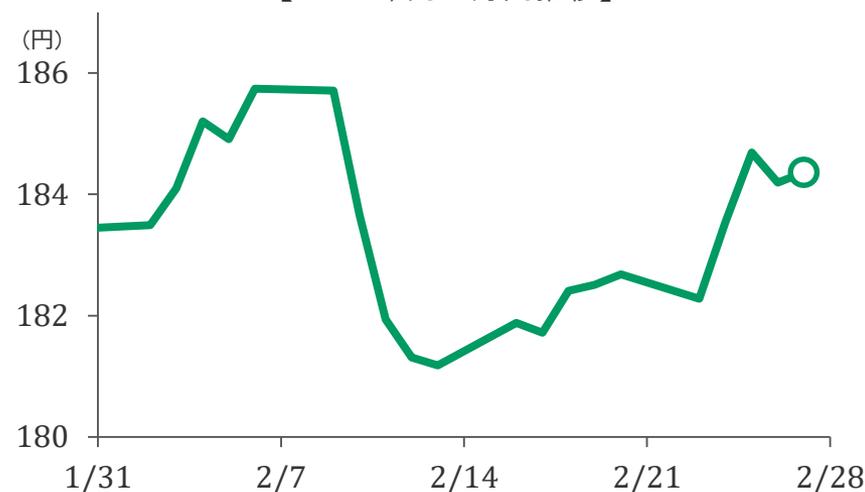
【ドル/円の月間推移】



衆院選後に一旦下落後に反発

衆院選の与党大勝を好感し、一時157円台後半に上伸も、利益確定や為替介入への警戒感から反落。月末にかけては、日銀の早期利上げ観測の後退を受け反発。

【ユーロ/円の月間推移】



前月比上昇もやや上値が重い

衆院選後の円の買戻しから186円台から一時180円台へ反落。その後の日銀の早期利上げ観測の後退を受けた円売りから184円台へ値を戻した。

出所: Bloomberg、りそなホールディングス

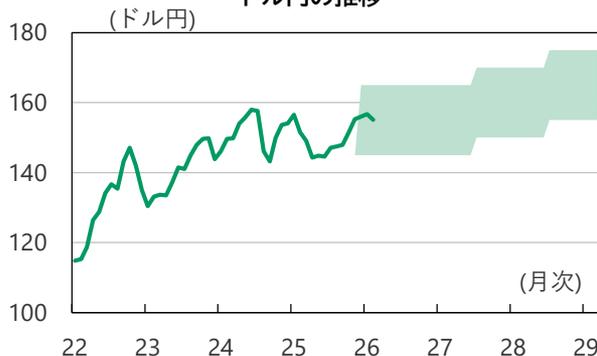
 **りそなグループ**
 RESONA

©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。

- 2029年にかけてじりじりと円安が進行する予想
- 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

ドル円の推移



■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
3/11	米CPIの上振れ	円安
3/24	日CPIの下振れ	円安
—	米FRBがハト派転換	円高
—	イランによるホルムズ海峡封鎖長期化	円安
—	日銀がタカ派転換	円高

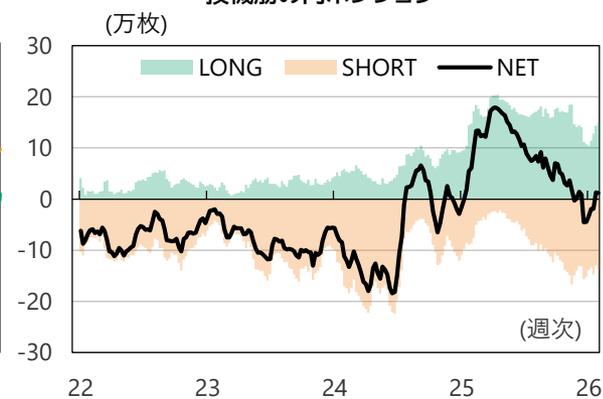
市場の織り込む日米ターミナル金利



市場の織り込む日米インフレ率



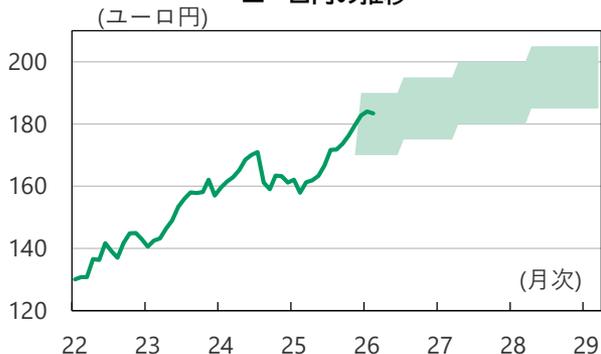
投機筋の円ポジション



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：3月PMIや3月CPI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



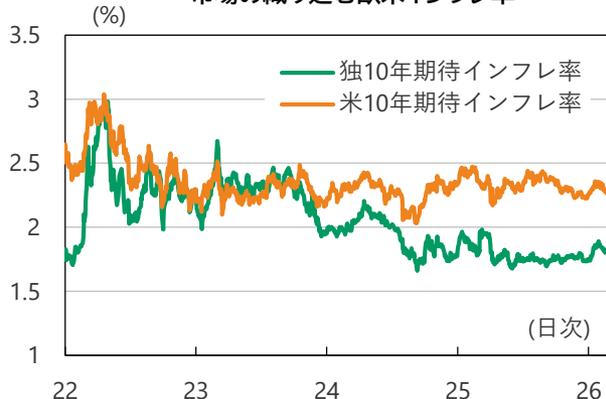
■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
3/24	ユーロ圏PMIの上振れ	ユーロ高
3/31	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

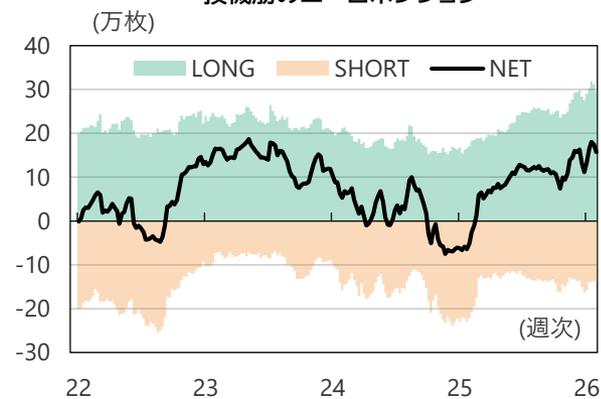
市場の織り込む欧米ターミナル金利



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

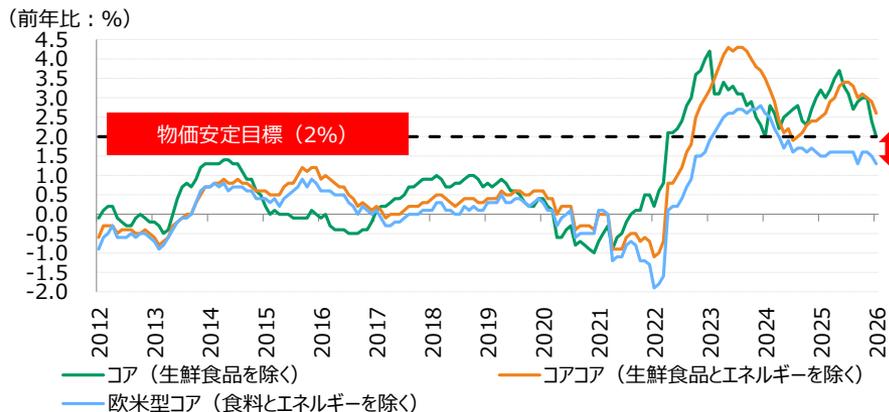


出所：Bloomberg, リそなホールディングス

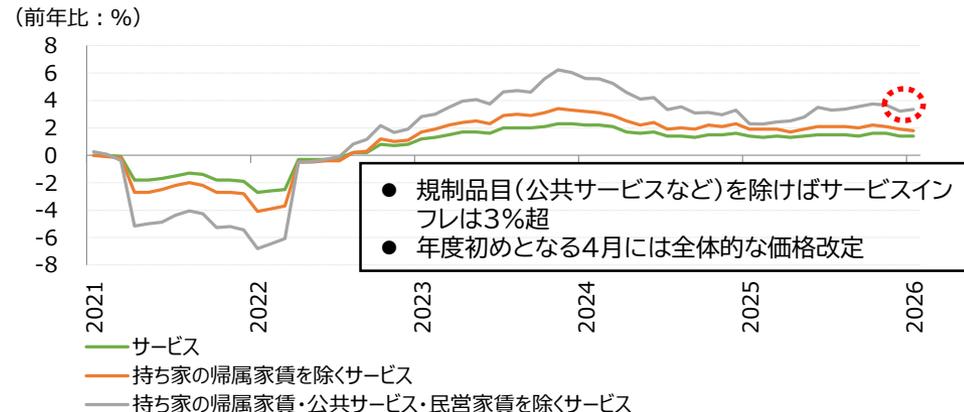
ホットトピックス

- 食料価格高騰の一巡でインフレは当面2%を下回るものの、今後はサービス中心のインフレとなり日銀は4-6月で政策金利1%へ
- 日銀審議委員後任人事:ハト派(リフレ派)な人選であるものの、インフレ対応が政治的にも重要なテーマになっていることから利上げに向けたあからさまな障害にはなりにくい。ただし、高市首相自身は利上げに難色との意思表示をしたような人事
- 食品消費減税:国民会議を設置⇒2027年度からの実施を目指すのであれば、夏場までの議論を経て秋の臨時国会(例年10月〜)で法案を提出。「選挙公約」との議論は確かに重いものの、消費税の法的位置づけ(社会保障費財源)を踏まえると実施は必ずしも容易ではない

コア・コアCPIの落ち着き所は欧米型コアが目安



規制品目を除けばサービスインフレは着実に高まっている

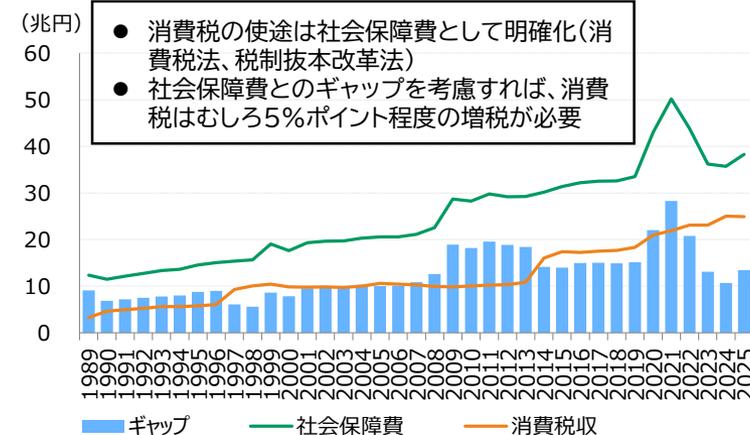


日銀審議委員の後任人事は高市首相の意思表示か

役職	氏名	任期
総裁	植田 和男	2028/4/8
副総裁	内田 眞一	2028/3/19
副総裁	氷見野 良三	2028/3/19
審議委員	野口 旭	2026/3/31
審議委員	中川 順子	2026/6/29
審議委員	高田 創	2027/7/23
審議委員	田村 直樹	2027/7/23
審議委員	小枝 淳子	2030/3/25
審議委員	増 一行	2030/6/30

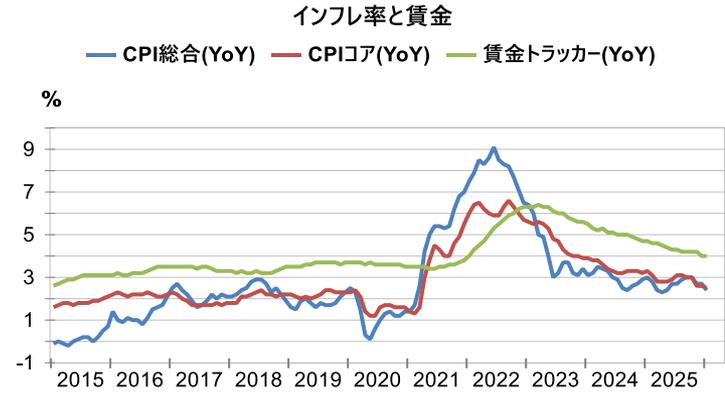
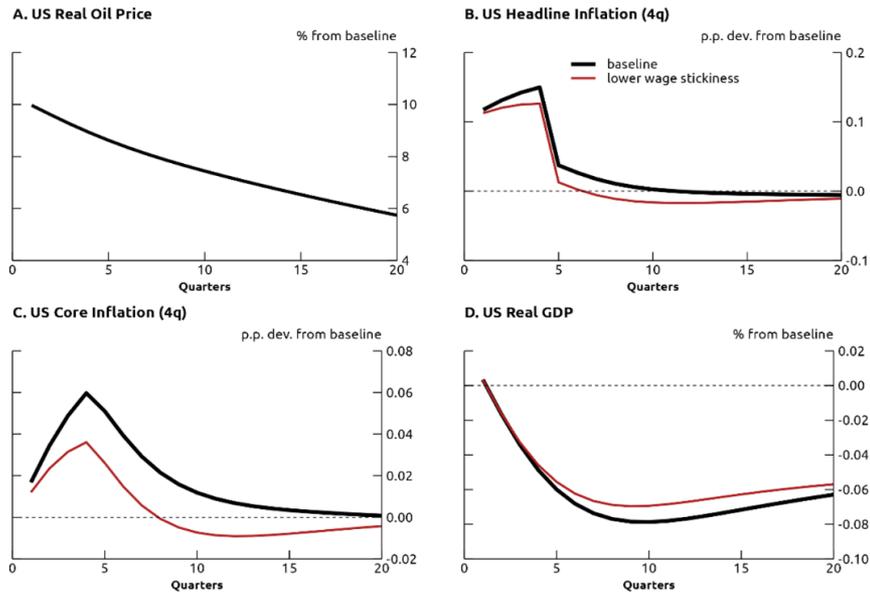
- 浅田統一郎氏(野口氏後任):研究業績からするとケインズ派の影響が強そう。浜田宏一氏、若田部昌澄氏などと共著あり
- 佐藤綾野氏(中川氏後任):景気循環学会理事、責任ある積極財政を推進する議員連盟の勉強会に出席(円安は日本経済のメリット、外貨準備の活用など)
- 赤粋3氏のタカ派メンバー任期は来年以降

消費減税の鍵は社会保障との折り合い

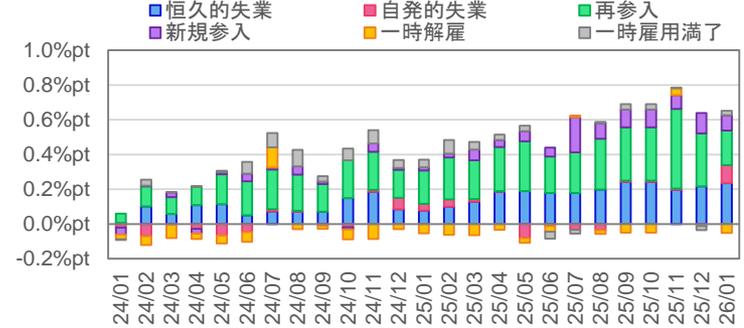


- FRBのウクライナ戦争に関する分析によれば、実質原油価格を10%上昇させるようなショックに対して、初年度のヘッドラインインフレ率は0.15%上昇(パネルB)、コアインフレ率は0.06%上昇(パネルC)
- コアインフレ率上昇の主因は、主に国内商品価格の上昇だが、輸入インフレも無視できない。生産の限界コストが上昇し、その高いコストが米国内外の価格上昇を通じて消費者に転嫁されるだろう
- 同論文では、原油価格の上昇以上に、賃金インフレへ波及するか否かが重要であると指摘している；
原油価格上昇⇒労働生産性低下⇒(賃金が粘着的ならば)限界費用上昇⇒企業が価格転嫁⇒コアインフレ率上昇
- ただし、現時点では22年当時と異なり、労働市場はひっ迫しておらず(参入要因の失業が多い)、労働者はインフレ率上昇を相殺できるだけの十分な交渉力を有していないとみられるため、現時点では影響は限定的とみている

Figure 1. Effects of Foreign Oil Supply Shock on U.S. Inflation and GDP



図表：失業率上昇要因分解(23年末対比での上昇要因)



出所：マクロボンド、ブルームバーグ、リそなホールディングス



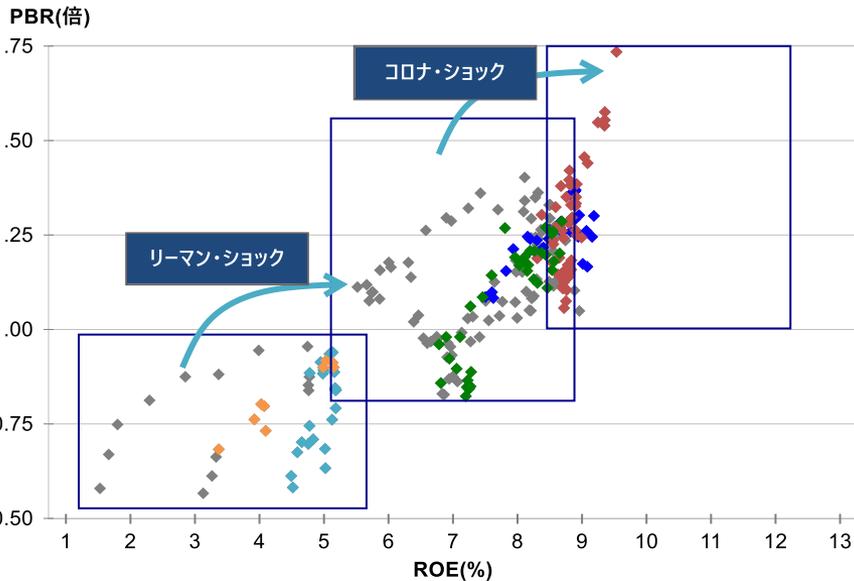
©注意事項
 当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- ROEとPBRの間には正の相関があり、特にROEの改善局面ではPBRもそれを大きく好感する。TOPIXのROEは、2026年度にかけて10%台へ到達することが見込まれ、その際にはPBR1.75倍、PER 17.5倍がフェアバリューになるとみられた
- しかし、中東情勢の悪化が長期化し、原油価格の上昇等でコストが増加し、利益率及びROEの改善が止まる場合、PBRは1.5倍程度がフェアバリューとなり、PERは旧常態へ逆戻りする可能性もある
- 戦争はマクロトレンドの一時的ノイズとなっても、マクロトレンドそのものを変容させる力はない。景況感が上向き基調を維持するならば、原油価格の上昇等を価格転嫁できる。直近の米製造業の復調が本物かどうか、動向を注視したい

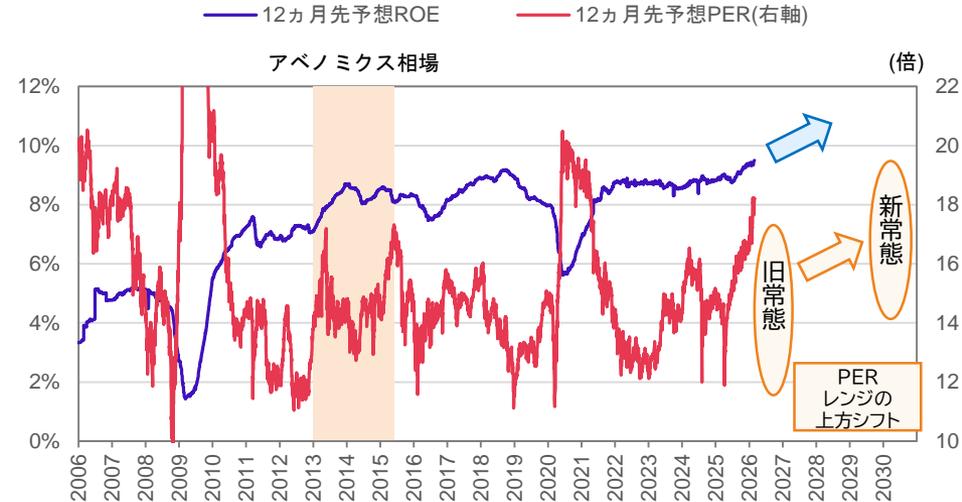
TOPIXのROEとPBRの関係性

- ◆ 2012/01/01~2014/12/31
- ◆ 2022/01/01~
- ◆ 2007/01/01~2008/10/01
- ◆ 2006/01/01~2006/09/30
- ◆ 2016/07/01~2018/11/30
- ◆ その他の期間(ROE停滞期)

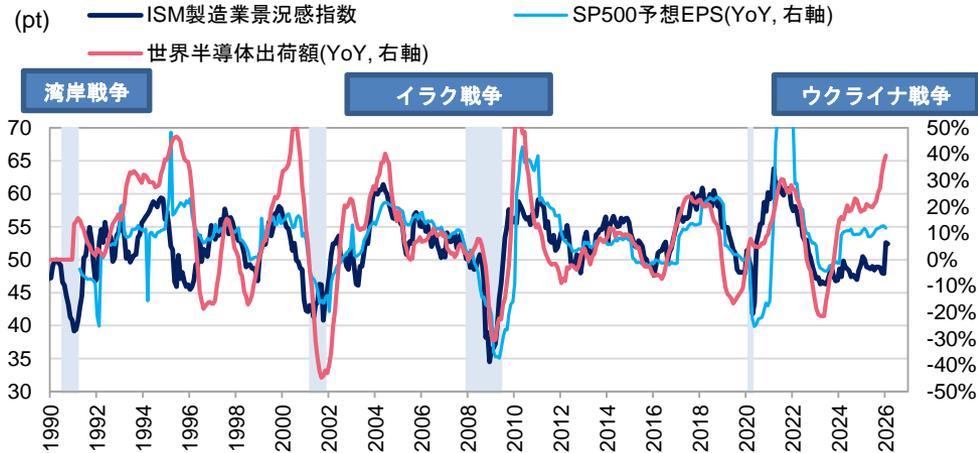


出所：マクロボンド、ブルームバーグ、リそなホールディングス

図表：TOPIXとPER



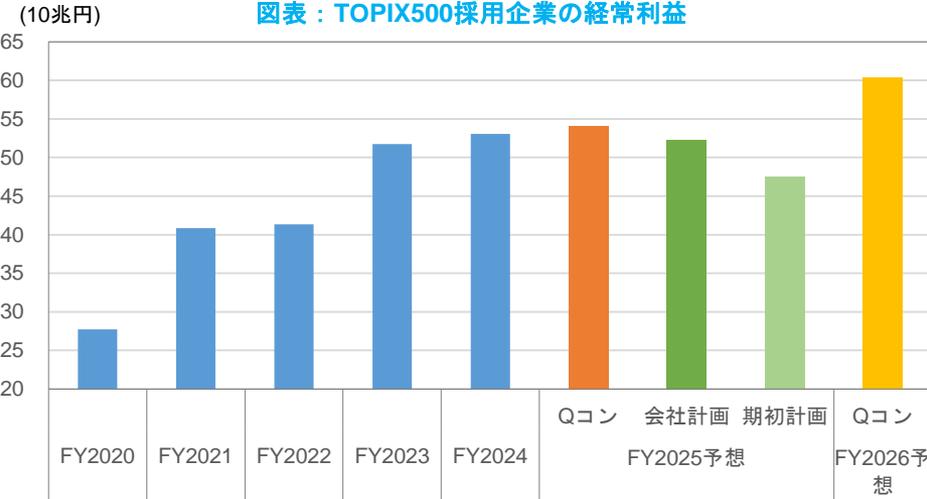
図表：ISM製造業景況感指数とSP500, 世界半導体出荷額の前年比



◎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。

- 10-12月期決算を経て、TOPIX500採用企業の経常利益は、前年比2.0%程度の増益となる見込み。トランプ関税の影響で輸送用機器や海運は大幅減益もAIブームやインフラ更新需要、日銀の金融政策正常化で、電気機器、建設、金融業等が増益を牽引
- 26年度は、米国を中心にグローバルに製造業の業績が回復する見込みであることから、外需、シクリカルを中心に増益となり、TOPIX500の経常利益は12%程度増益の見込み
- 株価が相応に高いことから、自社株買い発表がやや手控えられているが、仮に前年と同程度の規模で実施される場合、EPSを3%pt程度押し上げる。従って、日本株全体ではEPSは15%程度改善するとみられる
- 日経平均株価は、63,000円程度まで上昇するとみる
EPSが15%改善、PERは17.5倍と想定(詳細は前月資料)

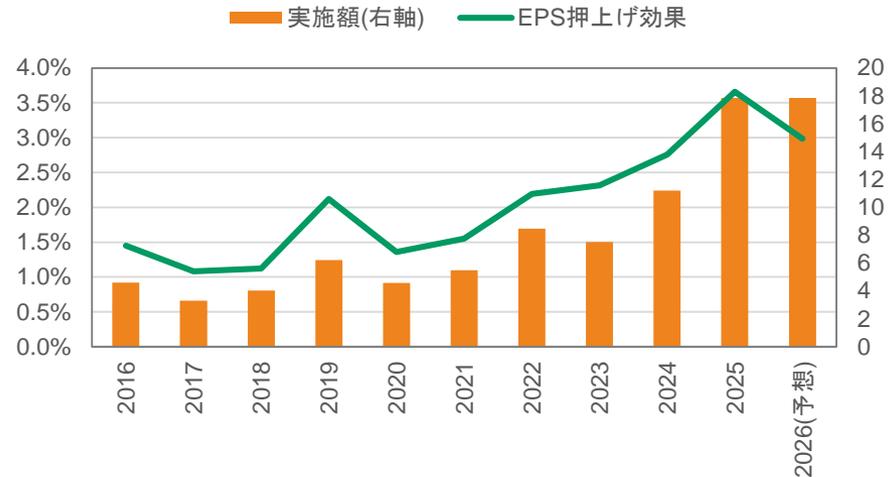
図表：TOPIX500採用企業の経常利益



出所：QUICK、ブルームバーグ、リそなホールディングス

図表：自社株買いによるEPS押し上げ効果

(10億円)



図表：日経平均株価バリュエーション

NT倍率：15倍

		予想PER(TOPIX)							
		16.5倍	17.0倍	17.5倍	現状 18.0倍	18.5倍	19.0倍	19.5倍	
予想EPS (TOPIX)	30.0%	281.3	69,600	71,700	73,800	75,700	78,000	80,200	82,300
	20.0%	259.6	64,300	66,200	68,200	69,900	72,000	74,000	75,900
	15.0%	248.8	61,600	63,400	65,300	67,000	69,000	70,900	72,800
	10.0%	238.0	58,900	60,700	62,500	64,100	66,000	67,800	69,600
	5.0%	227.2	56,200	57,900	59,600	61,200	63,000	64,700	66,400
	現状	216.4	53,500	55,200	56,800	58,300	60,000	61,700	63,300
	-5.0%	205.5	50,900	52,400	54,000	55,300	57,000	58,600	60,100
-10.0%	194.7	48,200	49,700	51,100	52,400	54,000	55,500	57,000	

◎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。

図表: TOPIX500採用企業の経常利益

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025予想			FY2026予想
						Qコン	会社計画	期初計画	Qコン
TOPIX500	-1.4%	47.3%	1.2%	25.2%	2.5%	2.0%	-1.4%	-10.5%	11.5%
製造業	14.3%	49.6%	-3.1%	21.1%	3.0%	-0.6%	-4.6%	-13.0%	22.8%
非製造業	-15.8%	44.5%	6.8%	30.0%	2.0%	4.9%	2.1%	-7.7%	3.0%
外需									
電気機器	26.6%	32.6%	2.5%	-5.3%	24.1%	14.1%	12.4%	0.6%	33.6%
輸送用機器	5.6%	40.4%	-1.0%	71.1%	-7.5%	-18.3%	-23.8%	-29.2%	21.2%
機械	-4.9%	68.9%	16.6%	8.1%	10.0%	4.6%	0.0%	-3.2%	15.2%
精密機器	-13.3%	89.1%	8.4%	-22.7%	20.3%	-9.3%	-20.7%	16.0%	24.8%
シクリカル									
化学	-2.9%	59.4%	-1.0%	-4.1%	6.6%	-0.8%	-7.5%	-25.6%	14.5%
卸売業	71.5%	84.4%	7.2%	63.4%	-15.6%	2.2%	0.3%	-1.2%	7.9%
鉄鋼	黒転	834.2%	-19.8%	23.7%	-30.5%	-15.4%	-17.5%	-24.4%	150.0%
非鉄金属	22.5%	94.8%	-23.2%	-9.3%	52.4%	42.6%	52.7%	-7.4%	17.1%
ガラス・土石製品	8.1%	28.9%	-28.6%	40.9%	14.7%	5.4%	-2.1%	0.1%	16.2%
繊維製品	7.1%	-7.9%	-50.7%	-33.4%	26.7%	7.4%	10.0%	10.0%	30.0%
石油・石炭製品	黒転	235.3%	-49.2%	23.0%	-50.4%	13.7%	6.0%	15.0%	59.9%
ゴム製品	赤字縮小	赤字縮小	赤字縮小	赤字縮小	赤字縮小	NA	NA	NA	NA
海運業	309.8%	443.4%	9.6%	-75.0%	86.6%	-59.7%	-61.0%	-58.2%	-6.9%
パルプ・紙	-12.6%	36.0%	-28.0%	8.3%	-19.6%	-31.0%	-30.4%	-7.2%	77.0%
鉱業	赤字縮小	赤字縮小	赤字縮小	赤字縮小	赤字縮小	NA	NA	NA	NA
内需									
小売業	-4.1%	27.1%	54.8%	11.9%	11.4%	4.8%	5.8%	4.7%	9.5%
情報・通信業	5.5%	15.3%	2.8%	15.5%	-13.8%	5.0%	2.3%	4.5%	-14.7%
陸運業	赤転	黒転	625.5%	59.4%	21.6%	-2.6%	-5.0%	-11.7%	4.8%
建設業	-12.5%	-11.6%	1.3%	-5.9%	37.6%	18.2%	20.2%	-5.3%	7.6%
その他製品	47.9%	10.6%	-6.9%	6.8%	-20.7%	20.2%	11.7%	-2.0%	14.0%
サービス業	-11.0%	35.3%	-10.3%	-20.4%	20.4%	13.2%	8.7%	11.9%	17.8%
金属製品	-6.4%	76.5%	-22.4%	21.4%	4.0%	-0.9%	-1.1%	-1.1%	37.7%
空運業	赤転	赤字拡大	黒転	85.7%	-3.6%	0.8%	-3.0%	-12.5%	2.7%
倉庫・運輸関連業	10.6%	33.9%	15.2%	-13.2%	-7.8%	12.2%	9.5%	8.4%	4.7%
不動産業	-17.5%	40.1%	8.8%	-0.3%	11.6%	7.9%	6.5%	1.5%	7.3%
金融業									
銀行業	-3.5%	14.3%	25.2%	13.3%	-9.4%	26.0%	22.9%	10.1%	12.5%
保険業	38.5%	22.3%	-44.4%	115.8%	28.8%	1.3%	-3.0%	-10.4%	-0.1%
証券・商品先物取引業	赤字縮小	赤字縮小	赤字縮小	赤字縮小	赤字縮小	NA	NA	NA	NA
その他金融業	7.8%	-13.9%	24.0%	10.6%	85.2%	26.2%	22.3%	-61.5%	6.6%
ディフェンシブ									
医薬品	10.7%	-6.2%	26.1%	-22.4%	13.4%	48.4%	43.3%	31.6%	16.5%
食料品	6.5%	10.0%	-14.3%	26.9%	0.7%	3.1%	2.1%	4.3%	-3.0%
水産・農林業	-10.8%	-20.6%	-14.2%	15.1%	10.4%	9.8%	16.1%	0.6%	3.6%
電気・ガス業	6.7%	-63.9%	赤転	黒転	-28.5%	-4.9%	-8.6%	-29.6%	-11.4%

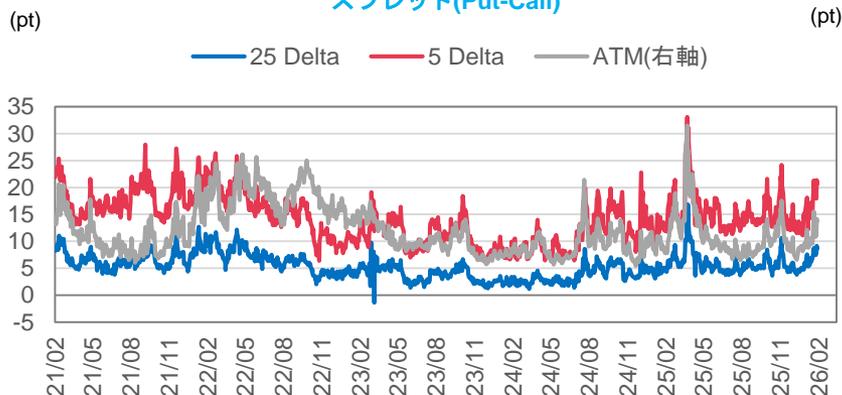
出所: QUICK、りそなホールディングス

- マグニフィセント7のROEを分解すると、総資産回転率の悪化に伴い、減速基調。総資産回転率は、売上高/総資産の為、大規模なAI投資が先行している様子を示唆。トランプ減税の影響もあり、設備投資が先行しているとみられる。今後の焦点は、いずれかの時点で総資産回転率が反転し、ROEが改善するか否か
- ただし、市場では過剰投資懸念が台頭しているため、複数回の決算を経て、投資回収のシナリオが実現性を帯びてくるまでは上値が重い可能性
- インプライドボラティリティのPut/CallスプレッドはPut優位で拡大しており、市場は急落リスクを警戒中
- ナスダック100はAIブームで付与されたプレミアムをほぼ吐き出しており、EPS成長分しか上昇していないため、一層の調整余地は少ないとみられるが、23年末対比でリスクプレミアムを大きく要求される場合、AIバブルを織り込みによく証左になると考えており、注視していきたい

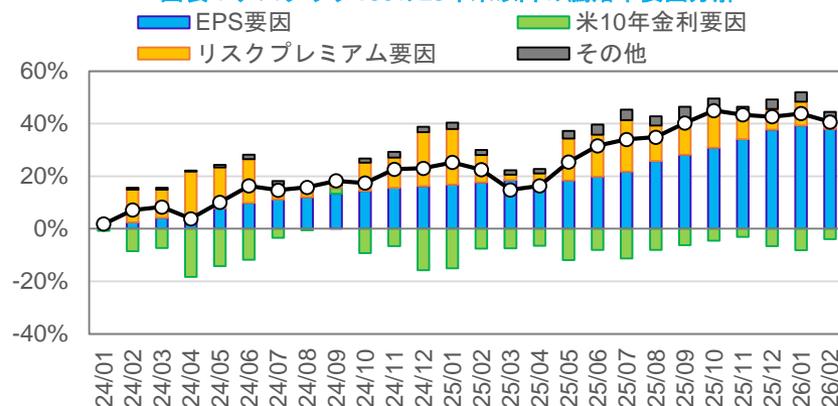
図表:マグニフィセント7のROE分解



図表：ナスダック100のインプライドボラティリティ(1M)のスプレッド(Put-Call)



図表：ナスダック100の23年末以降の騰落率要因分解



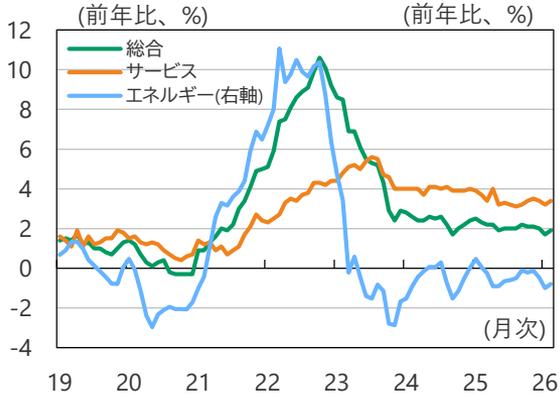
出所：マクロボンド、ブルームバーグ、リそなホールディングス

◎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。

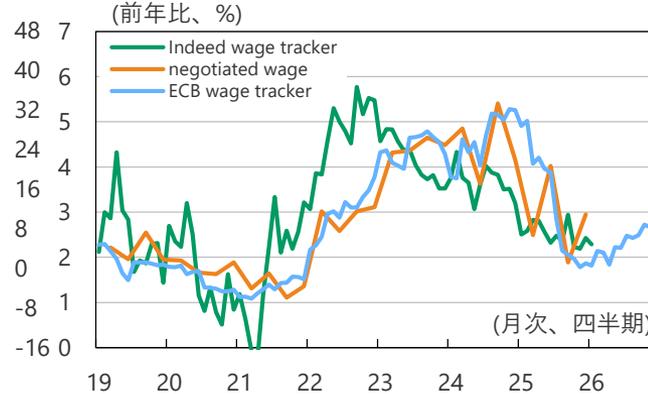
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 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、上下を繰り返しながら低下し、二つの先行指標はいずれも先行きが前年比2%台半ば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な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

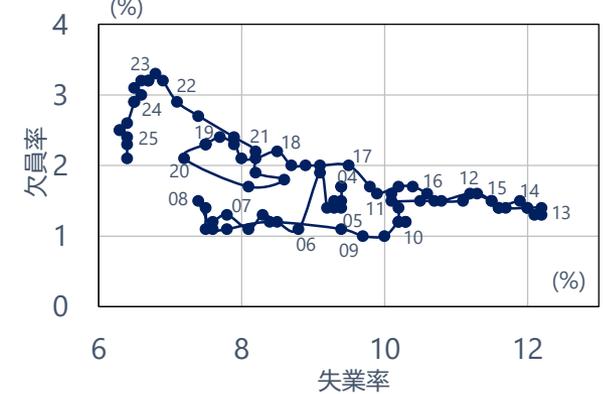
ユーロ圏CPIの推移



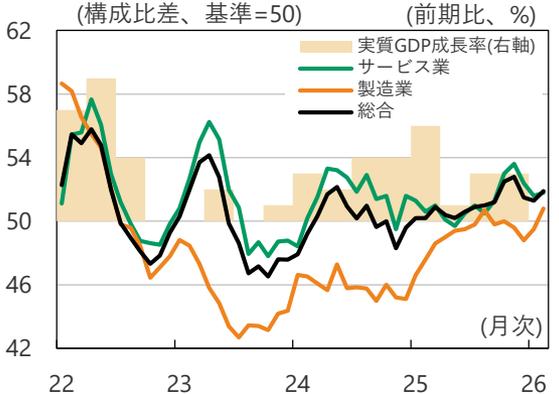
ユーロ圏賃金指標推移



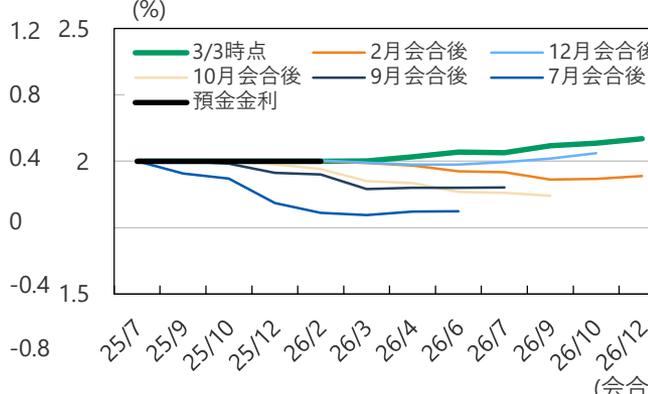
ユーロ圏ベヴァリッジ曲線



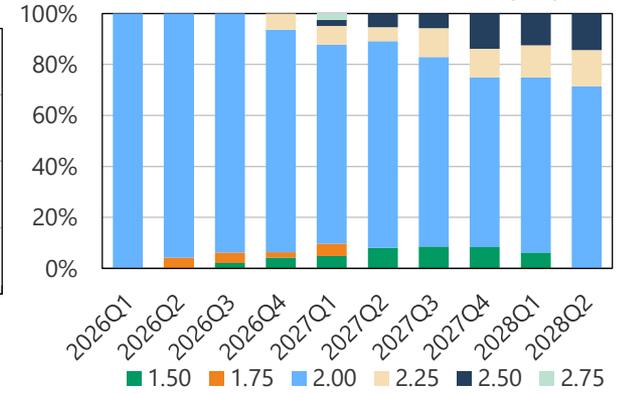
ユーロ圏景況感とGDP成長率



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(2月)



出所：Indeed, ECB, Bloomberg



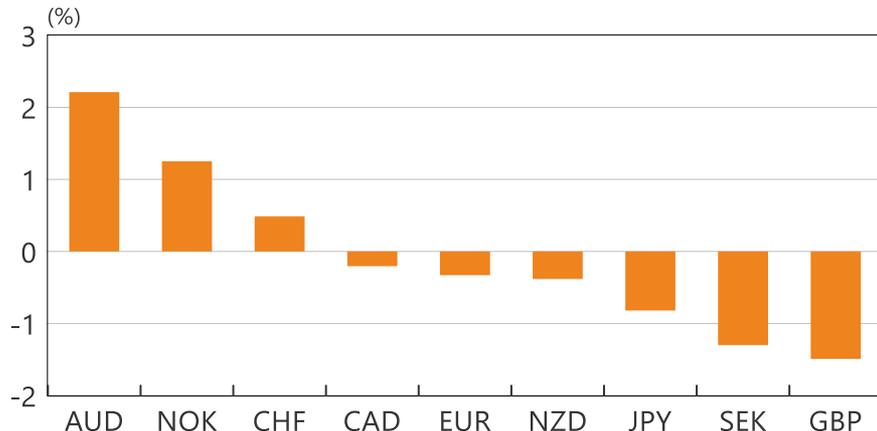
◎注意事項
 当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

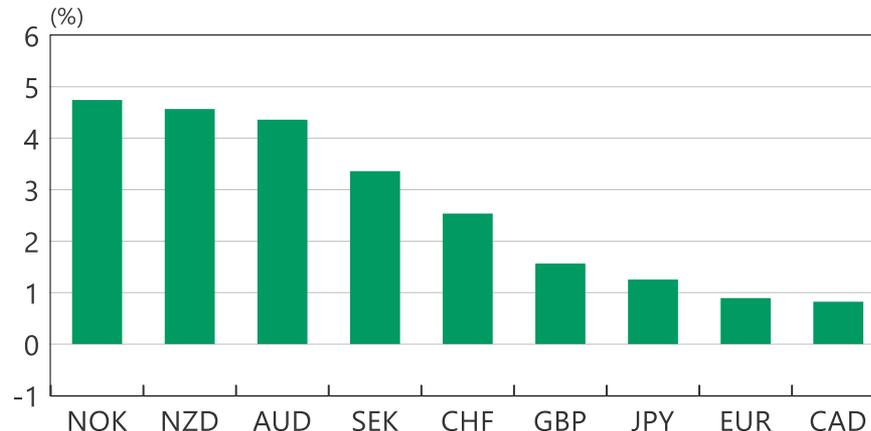
中長期テーマ

- 年初来では、ドルに対し主要通貨の強い状態が継続。特に、利上げ転換を背景としてオセアニア通貨(AUD, NZD)の強さが目立つ
- 2月は、AUDが独歩高となった。JPYは変動が大きかったが、月末にかけてはイラン情勢悪化などを受けて売りが優勢となった

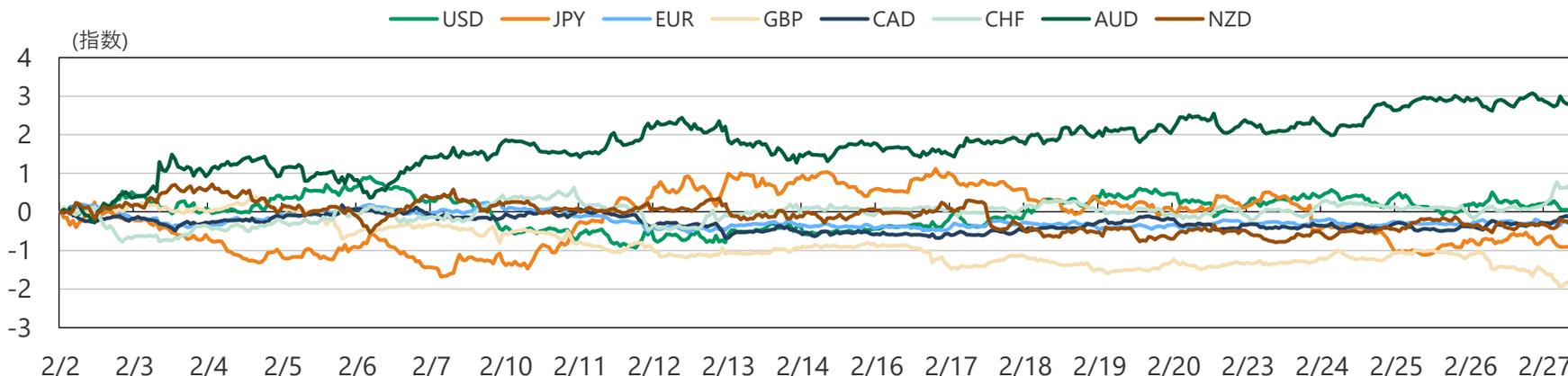
主要通貨 対USD騰落率(1月末比)



主要通貨 対USD騰落率(年初来)



通貨強弱チャート(2026年2月)



出所：Bloomberg, Macrobond

- 1月の対外証券投資は株式・投資信託、中長期債を買越し。主体別では、銀行が売越した一方、投資信託委託会社、金融商品取扱業者は買越し
- 1月の対内証券投資は全種類が大幅に買越し。地域別では、欧州勢やアジア勢を中心に全地域が買越し

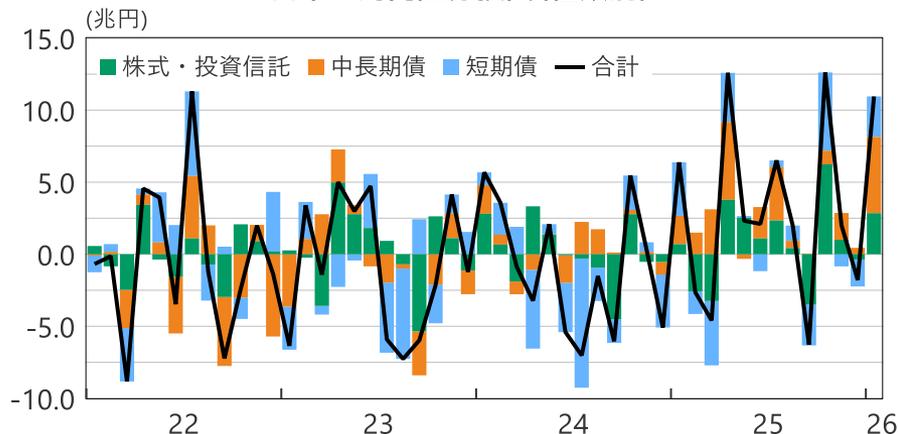
日本 対外証券投資(種類別)



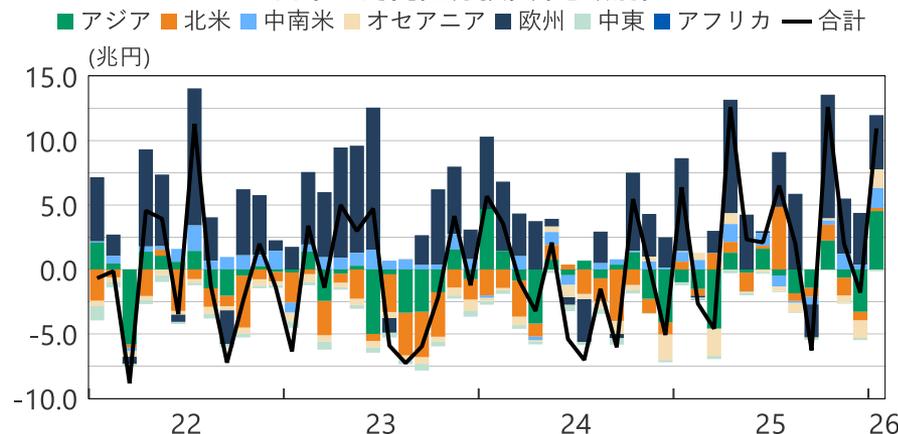
日本 対外証券投資(投資主体別)



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

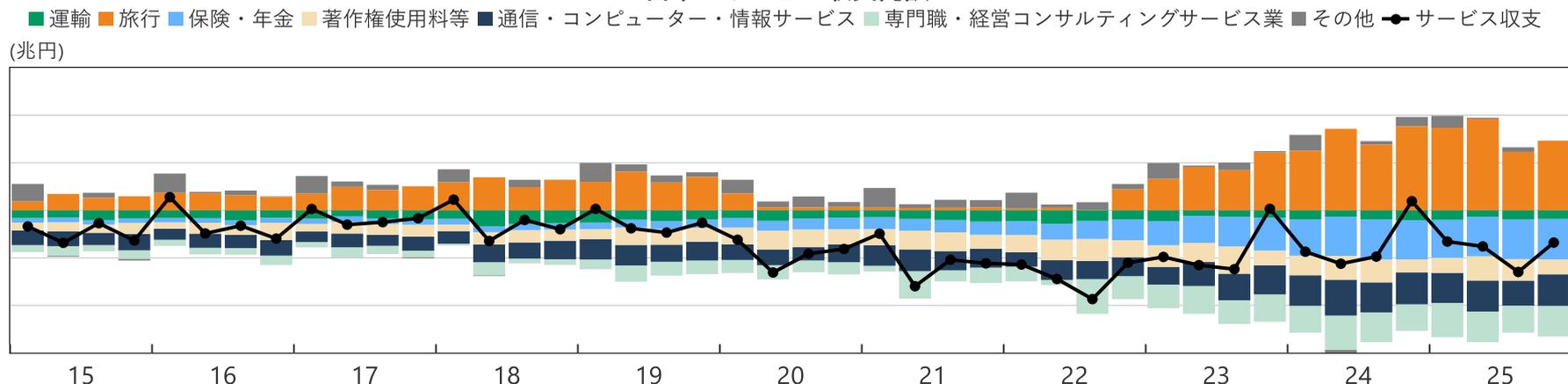


◎注意事項
 当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていないと否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

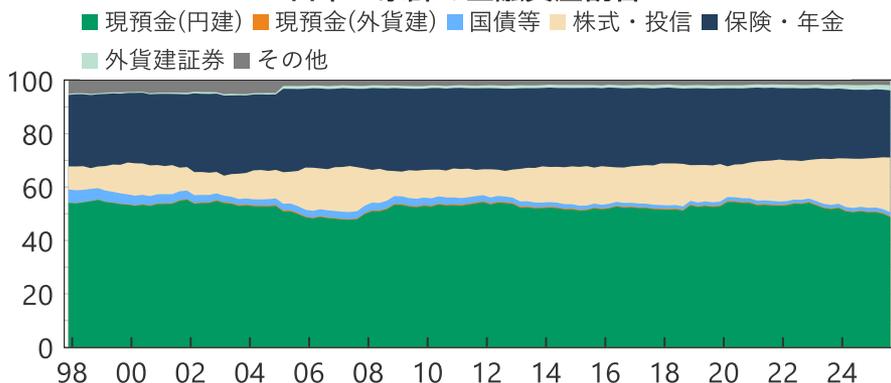
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 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

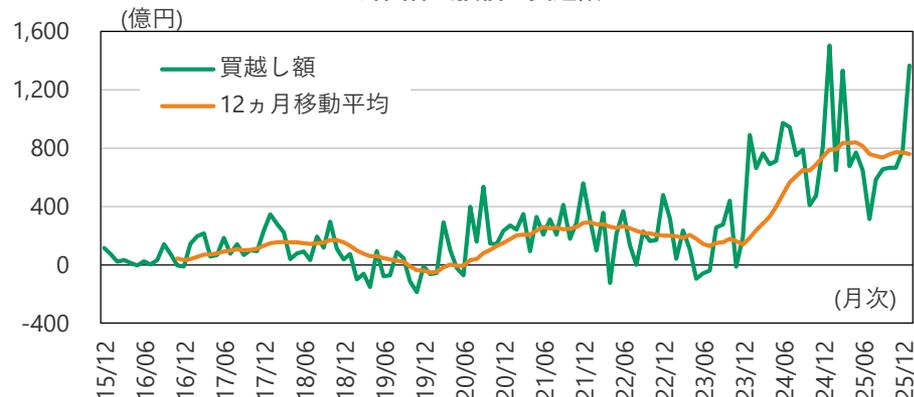
日本のサービス収支内訳



日本 家計の金融資産割合



外国株式投信の買越額



出所：Macrobond, 投資信託協会

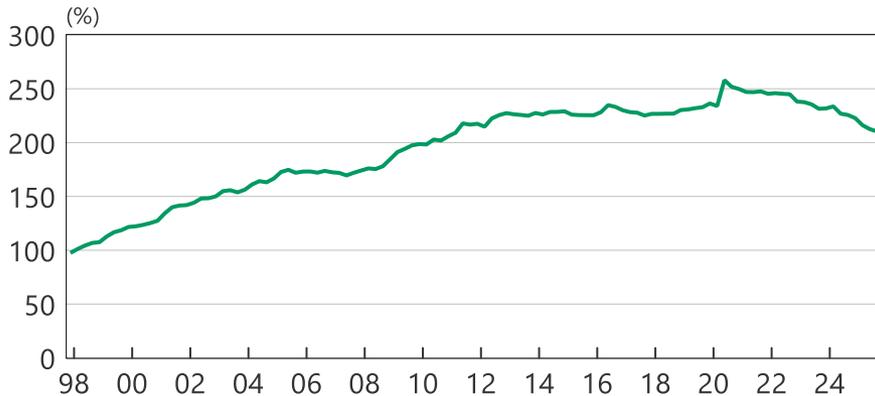
◎注意事項
 当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていないと否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

- 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

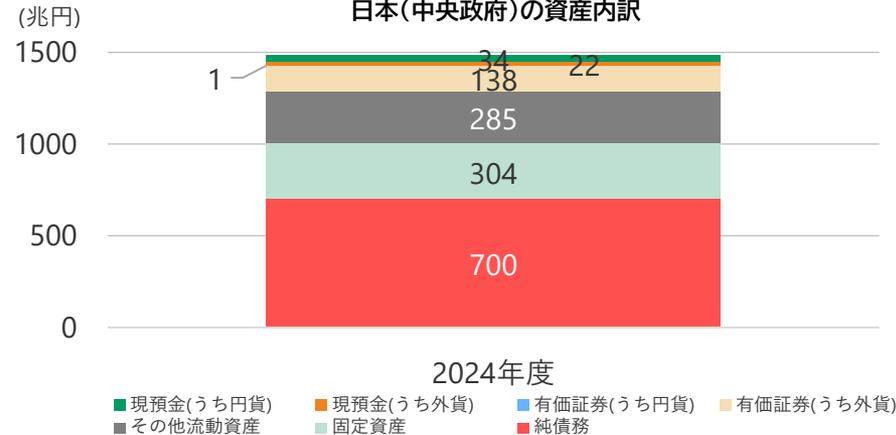
日本の政府純債務残高対名目GDP比



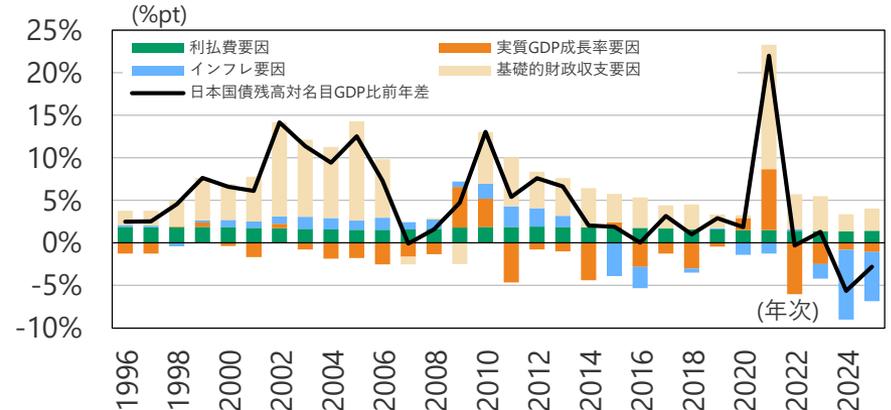
日本の政府総債務残高対名目GDP比



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：Macrobond, 日本銀行, 財務省

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。

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

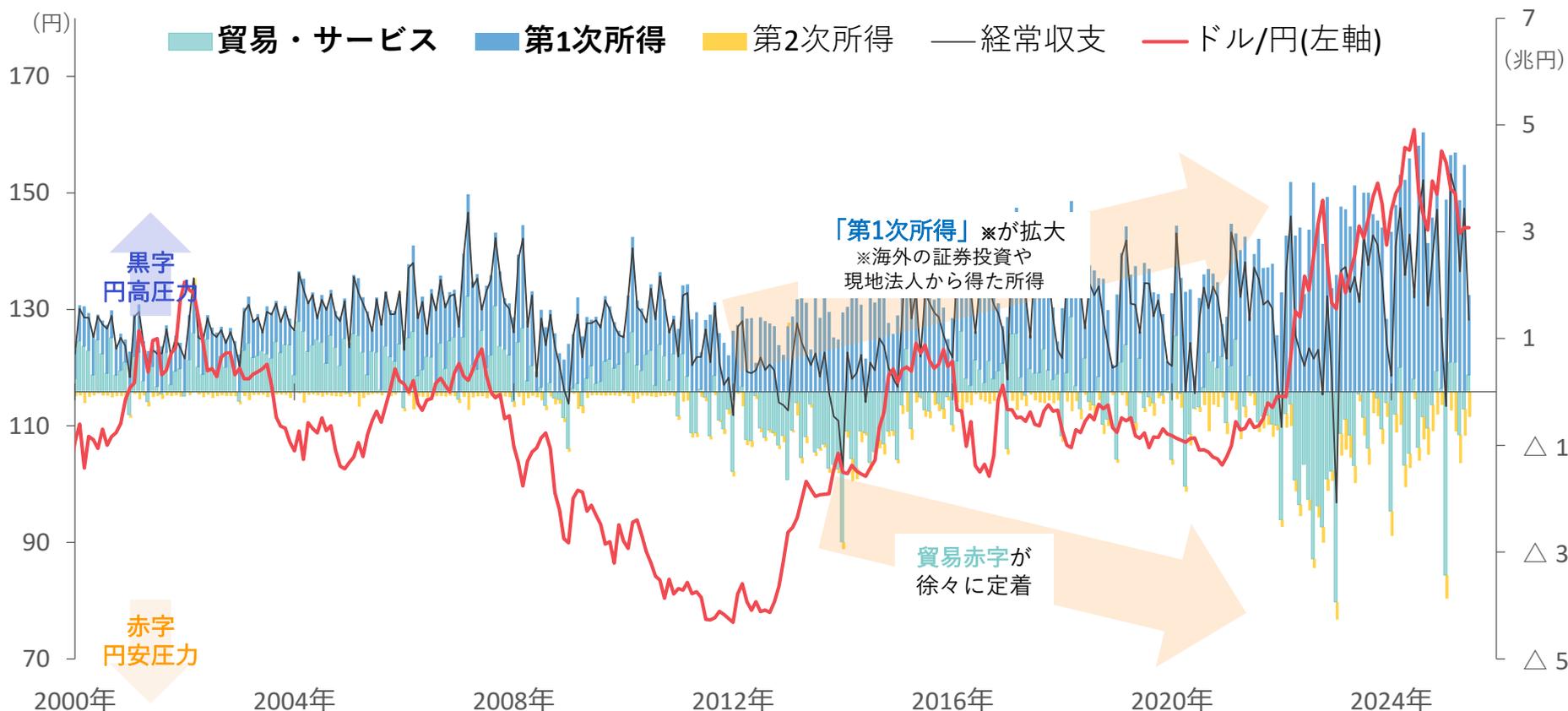
4. 弱まりつつある “有事の円買い”

【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

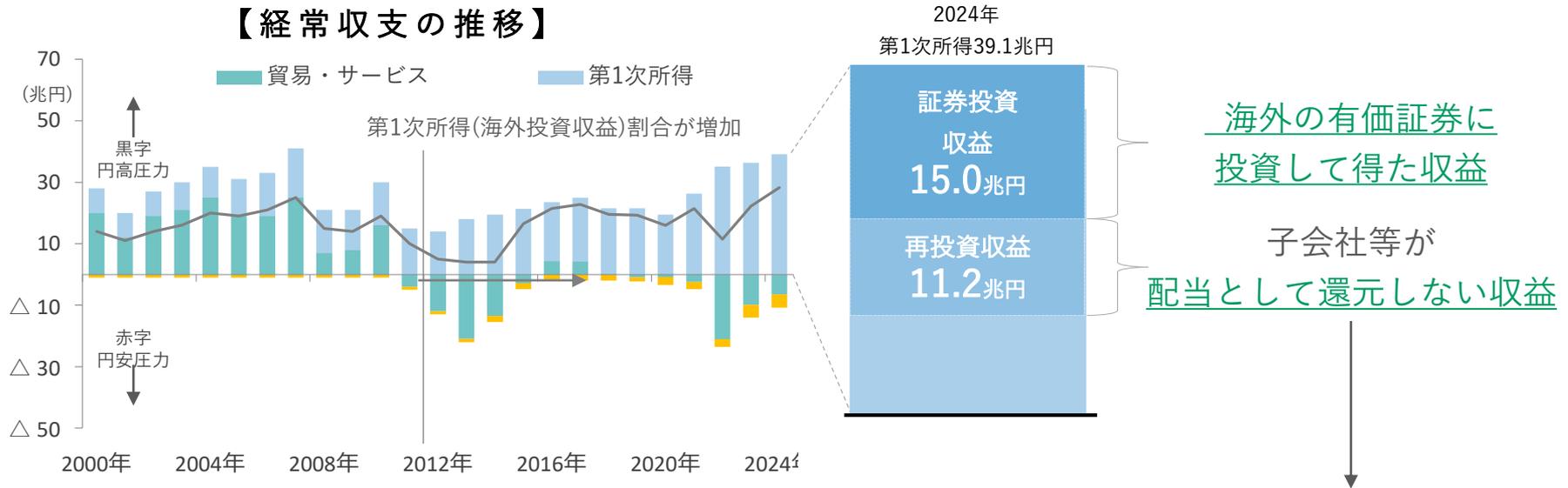
出所：Bloomberg

◎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

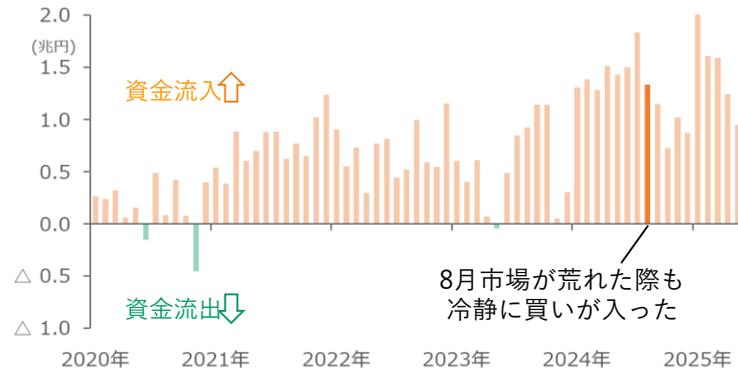
出所：経済産業省HP、Bloomberg

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。

- 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%)

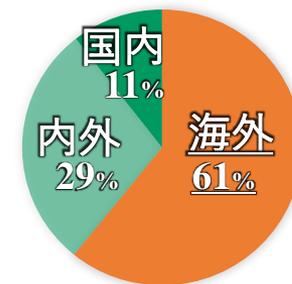
資産は
海外へ

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

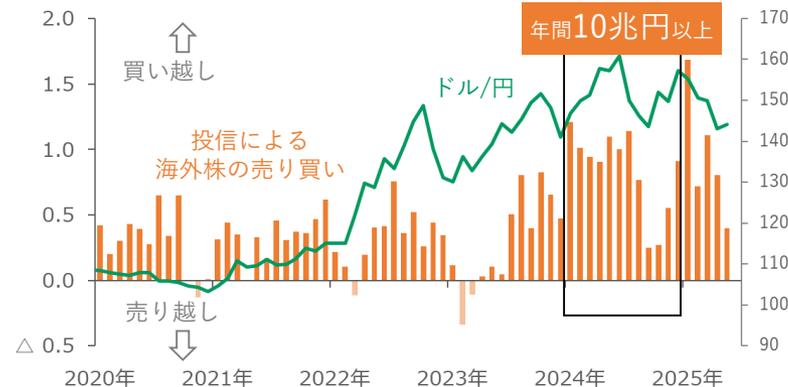


出所：各種報道、投資信託協会、Bloomberg

- 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



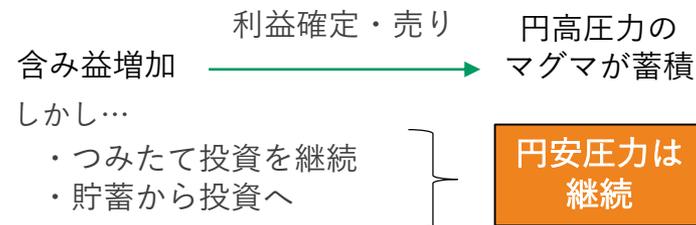
1日当たり過去最大の介入額：5.9兆円を超える水準
(2024/4当時は1日で5.6円の円高進行)

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】

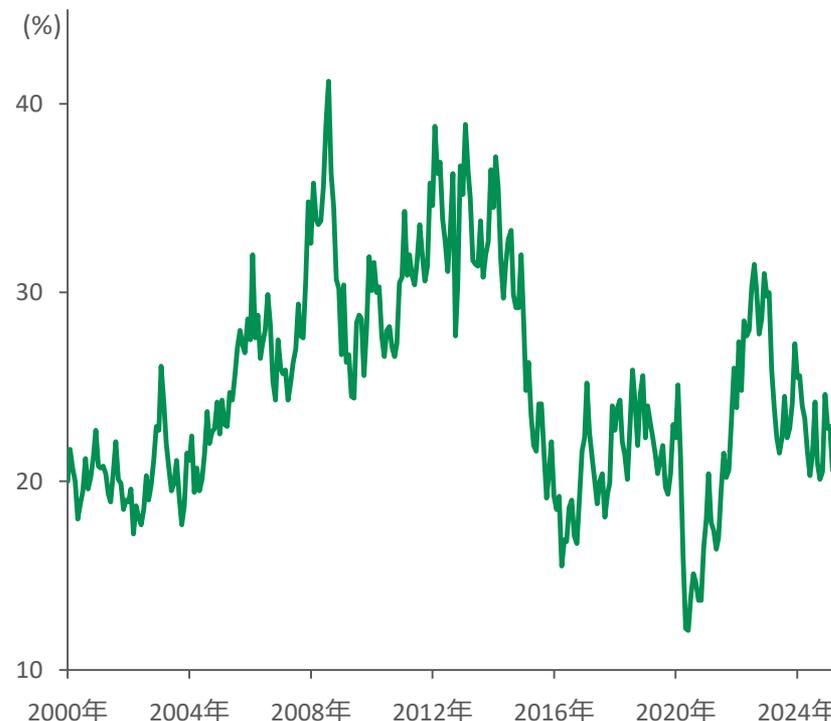
日本は資源の自給は限られており、ほとんどが輸入に頼っている状況が続く。

	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】

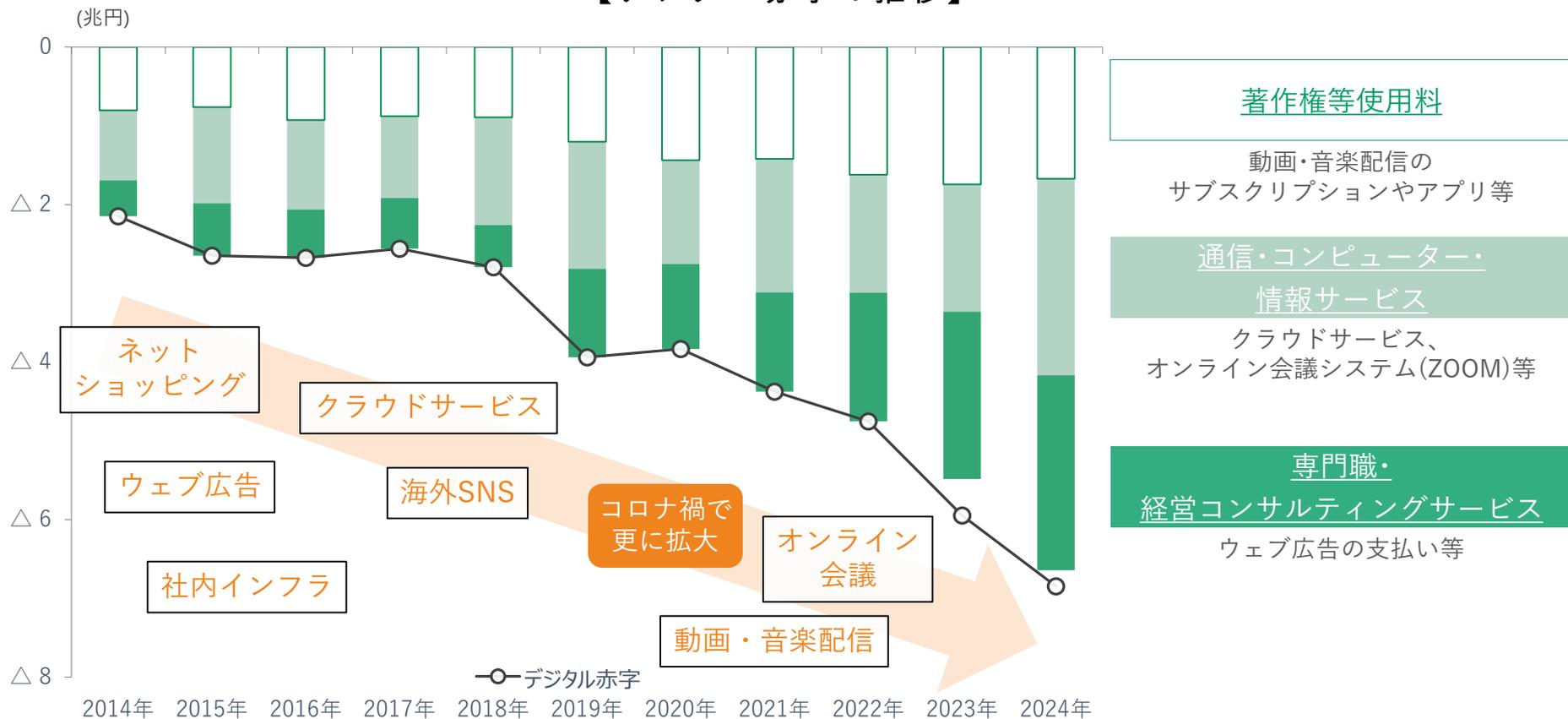
2011年の東北地震以降、一時全ての原発が停止後、段階的に再稼働も、鉱物性燃料の割合は概ね20%、貿易赤字の要因になっている。



- 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

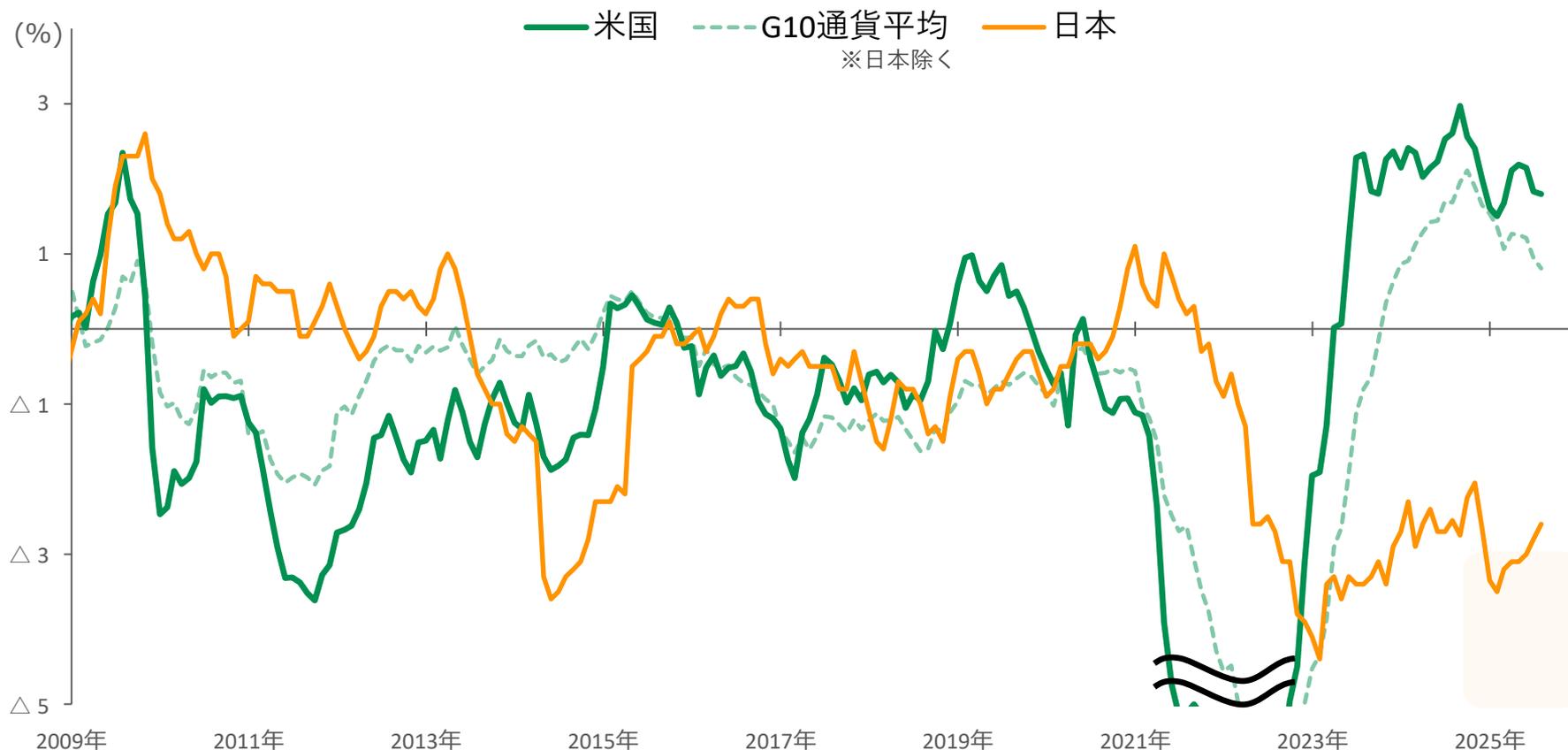
【デジタル赤字の推移】



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%

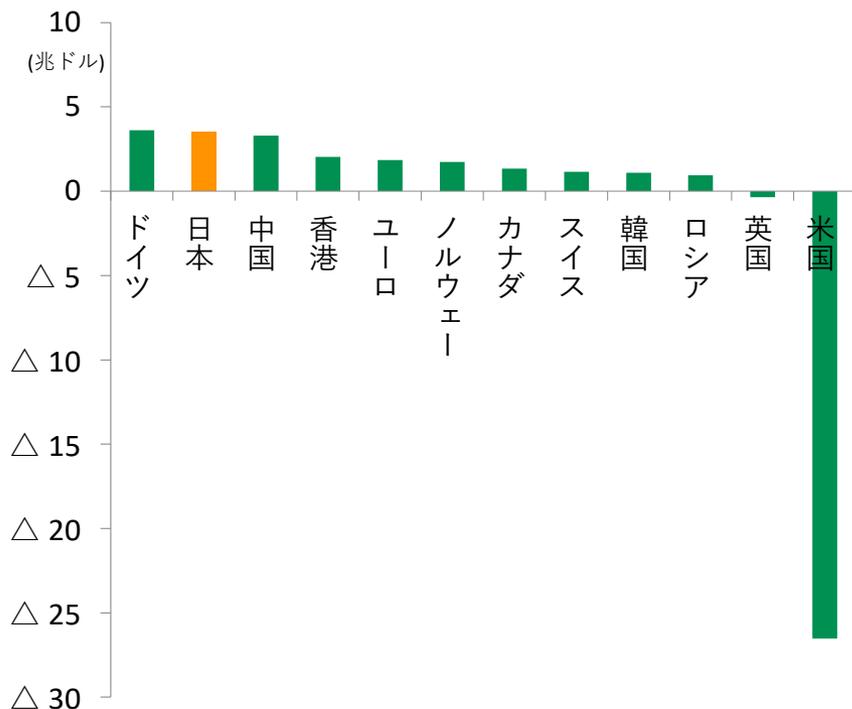
出所：United Nations, World Population Prospects 2024, OECD

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

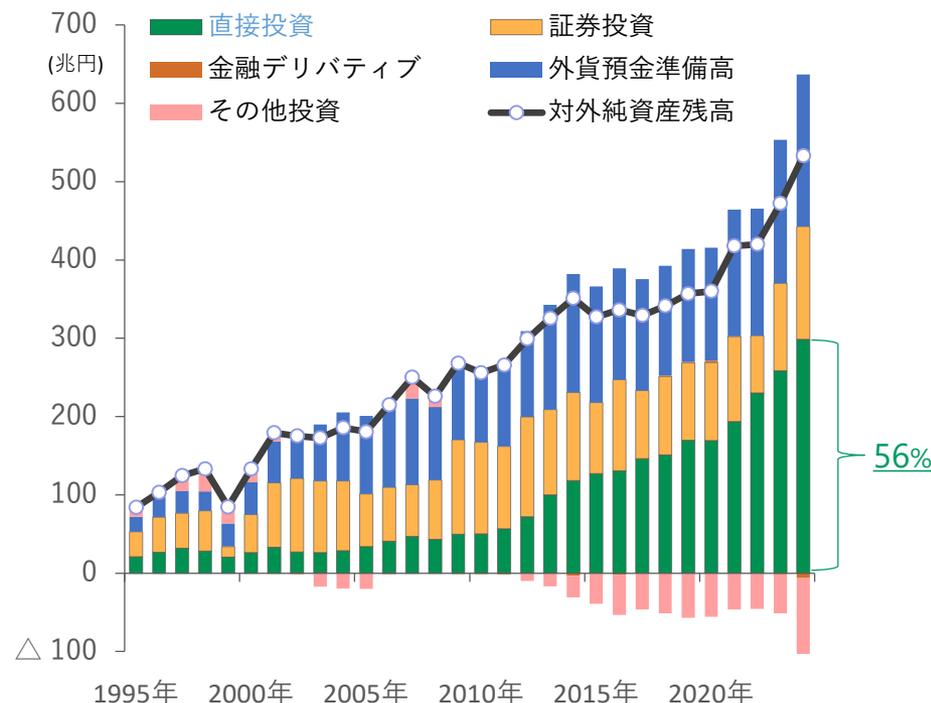
【主要国の対外純資産】

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】

