

りそな為替動向マンスリー:2026年4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
渋谷

ドル円見通し:足元150円台後半、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するが、足元は一旦上昇一服か
- 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
- 日銀のタカ派転換、ホルムズ海峡長期封鎖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:ホルムズ海峡封鎖が長期化するか否かが焦点

- 日本：現在のところ、原油価格高騰が実体経済へ与える影響は限定的とみる
- 米国：エネルギー価格の高騰が、賃金インフレに波及するか注目
- 欧州：エネルギー価格高騰が基調物価に影響を及ぼす兆候があればECBは利上げへ

中長期テーマ:ドル/円のレンジは変わったのか

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

		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	156.9	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	150 ~ 170	150 ~ 170	150 ~ 170	150 ~ 170	155 ~ 175	155 ~ 175
	ユーロ円	183.6	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	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
	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
サブ2	ドル円	—	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	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



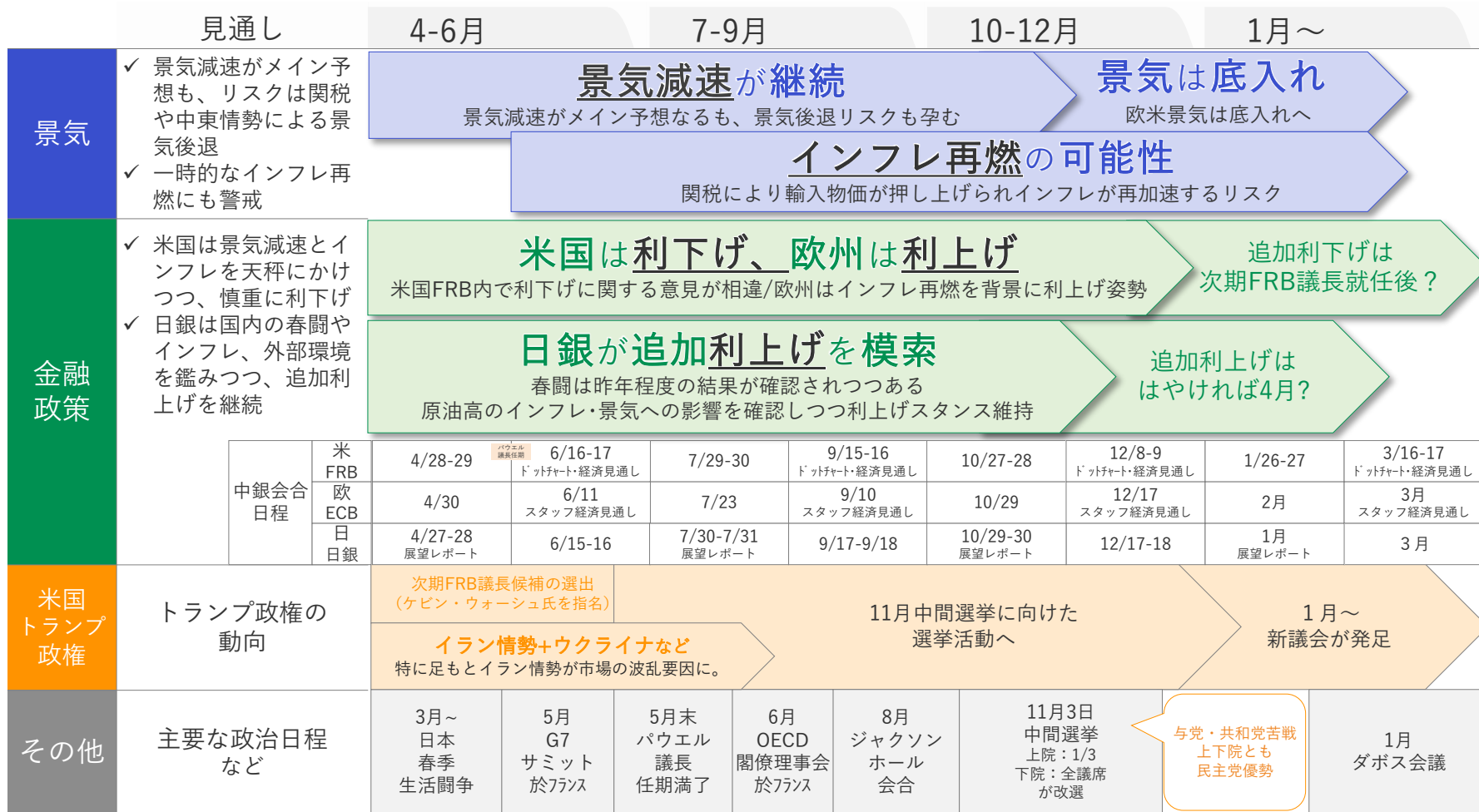
◎注意事項
 当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

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
4/1(水)	1-3月期日銀短観	3月ADP雇用統計	(中) 3月製造業PMI
		3月ISM製造業景況指数	
4/2(木)	10年債入札	2月製造業受注	
		2月貿易収支	
4/3(金)		3月ISM非製造業景況指数	
		3月雇用統計	
4/6(月)			
4/7(火)	2月家計調査	3年債入札	
	30年債入札		
4/8(水)	2月毎月勤労統計(速報)	10年債入札	
	3月景気ウォッチャー調査	FOMC議事要旨	
4/9(木)	5年債入札	10-12月期GDP(確定値)	
		2月個人所得・消費支出	
		30年債入札	
4/10(金)	3月企業物価指数	3月CPI	(中) 3月CPI
4/13(月)		3月中古住宅販売	(他) IMF・世界銀行春季総会 (~18日)
4/14(火)	20年債入札	3月PPI	
4/15(水)	2月機械受注	4月NY連銀製造業景況指数	
		米地区連銀経済報告	
4/16(木)		4月フィラデルフィア連銀製造業景況指数	(中) 1-3月期GDP (中) 3月生産・小売・投資
4/17(金)			
4/20(月)	3月貿易統計		

	日本	米国	その他
4/21(火)			(独) 4月ZEW景況指数
4/22(水)		20年債入札	
4/23(木)			(欧) 4月PMI(速報値)
4/24(金)	3月消費者物価指数		(独) 4月IFO企業景況感指数
4/27(月)		2年債入札	
		5年債入札	
4/28(火)	3月労働力調査	4月消費者信頼感指数	
	植田日銀総裁定例会見	7年債入札	
4/29(水)	(昭和の日)	FOMC(結果発表)	
4/30(木)	2年債入札	1-3月期GDP(速報値)	(欧) ECB定例理事会
	3月鉱工業生産	3月個人所得・消費支出	(中) 4月PMI
	3月住宅着工件数		(中) 4月製造業PMI

- 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、利下げを検討。
- 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

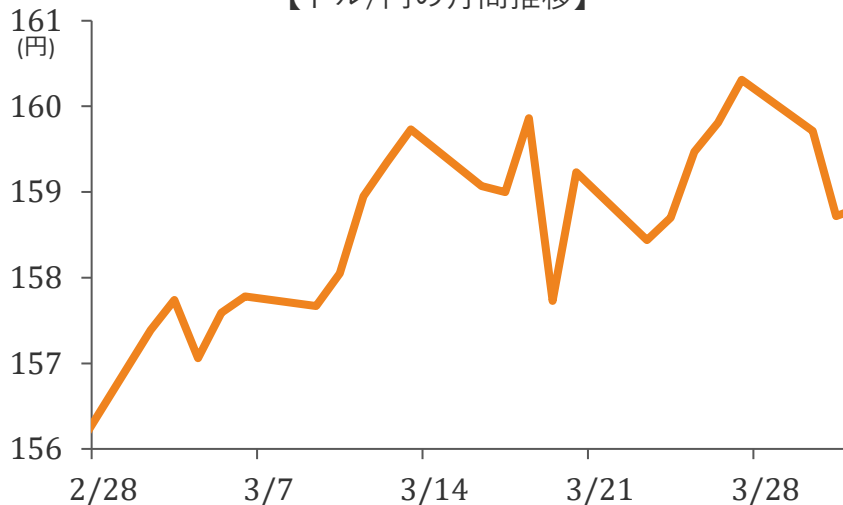
◎注意事項
 当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

中東情勢の緊迫化によりドルが独歩高

↑ ドル/円
158.72円
 前月比 +2.67円 (+1.71%)

【ドル/円の月間推移】



中東情勢の緊迫化を受けて上昇

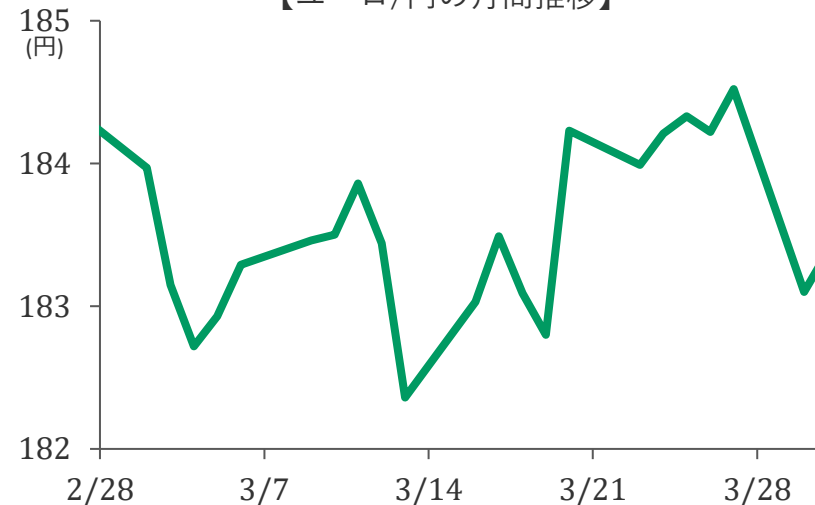
米国・イスラエルのイラン攻撃をきっかけに「有事のドル買い」が進行。日銀の利上げ姿勢や本邦当局の円安けん制が上値を抑えるも、中東情勢の長期化観測が高まる中、ドル/円は一時160円台まで上昇した。

出所：Bloomberg、りそなホールディングス

日経平均
 ↓ **51,063円**
 前月比 +△7,786円
 (△13.23%)


↓ ユーロ/円
183.38円
 前月比 △0.98円 (△0.53%)

【ユーロ/円の月間推移】



ドル買いの反対でユーロは下落

中東情勢の悪化を背景にドルが選好される中、ユーロは相対的に弱含み。ECBはインフレ対応として利上げ姿勢を示すも、情勢の長期化が意識される中ではユーロ買い材料なりにくく、ユーロ/円は前月比で下落して引けた。

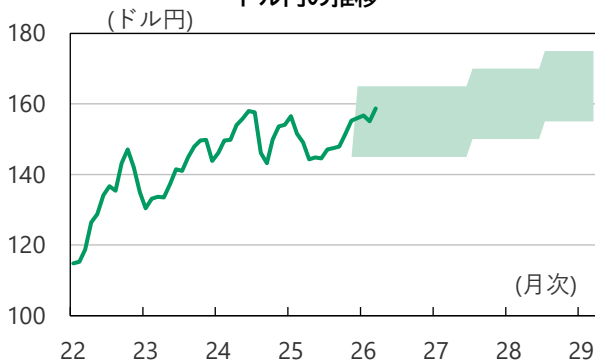
 **りそなグループ**
 RESONA

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。

- 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
- 中東情勢の悪化長期化が意識されつつあり、原油高を背景に「有事のドル買い」の動きがみられる一方、1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、短期的には一方向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
4/10	米CPIの上振れ	円安
—	日本当局による為替介入の実施	円高
—	米FRBがタカ派転換	円安
—	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

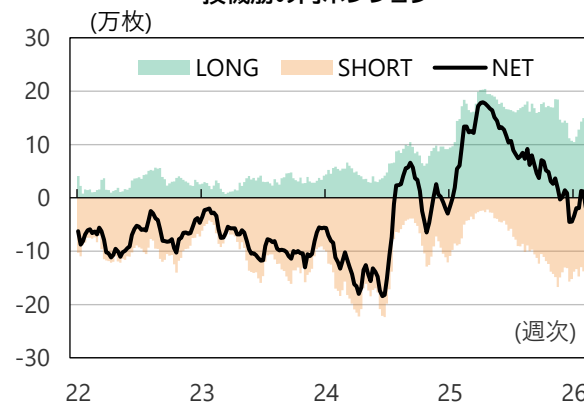
市場の織り込む日米ターミナル金利



市場の織り込む日米インフレ率



投機筋の円ポジション



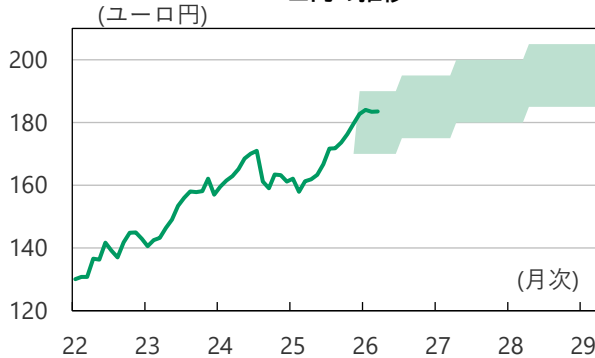
出所：Bloomberg, リそなホールディングス

◎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、中長期的には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：中東情勢の改善が進めば、「有事のドル買い」の巻き戻しや景気不安の後退からユーロは上昇しやすい。上値目途は190円まで
- ユーロ安要因：金融政策面では、日銀のタカ派転換。そのほか、足元ではホルムズ海峡封鎖の長期化が意識される。地政学リスクが高まった状態では「有事のドル買い」が進みやすいほか、エネルギー価格高騰を受けた景気不安・スタグフレーション懸念からドル買いユーロ売りとなりやすくなっている。下値目途は170円前後

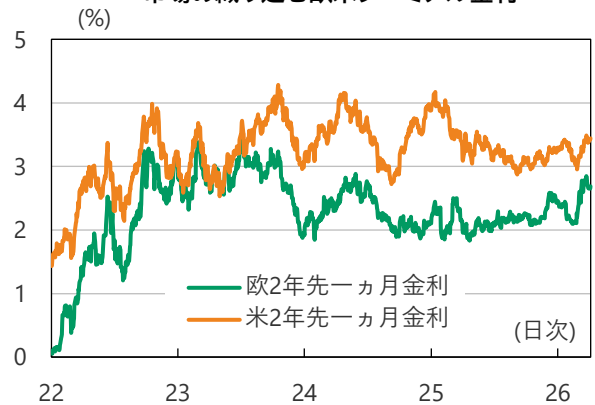
ユーロ円の推移



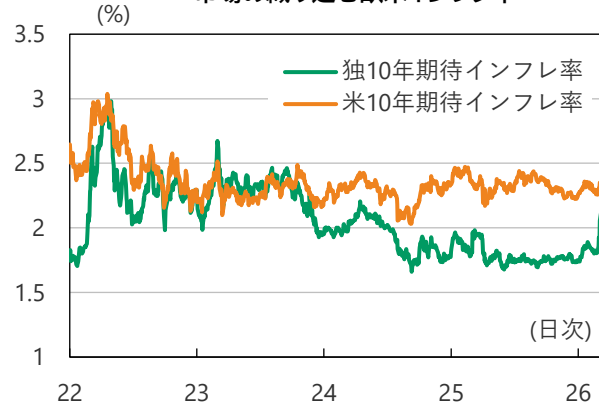
■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
4/30	ユーロ圏CPIの上振れ	ユーロ高
—	ホルムズ海峡封鎖の長期化	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4月理事会での利上げ転換を示唆	ユーロ高
—	日銀がタカ派転換	ユーロ安

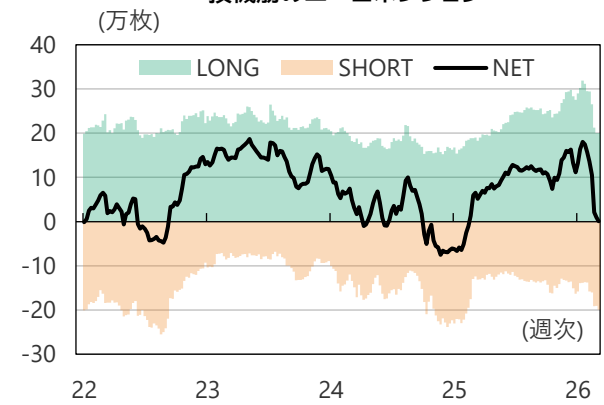
市場の織り込む欧米ターミナル金利



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

◎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。

ホットトピックス

■概況

- グローバル株式のバリュエーション判断からは、米国＞日本＞欧州の順に投資妙味があろう
- 米国では、AI過剰投資・SaaSの死等への懸念からハイテク株が下落を続けている。サプライチェーンの下流に位置する製造装置業等の割合が大きい日欧は、投資が実行された段階で潤う企業が多く、影響は相対的に小さい

■先行きの見通し

- 米国については、AI過剰投資懸念は杞憂とみていることから、ファンダメンタルズ、バリュエーションの両面から投資妙味がある
- 日本については、バリュエーションの修正余地は小幅だが、業績改善モメンタムは引き続き強く、投資妙味がある
- 欧州については、バリュエーションの修正余地は限定的で業績改善モメンタムも相対的に弱い。但し、景況感改善の主因である防衛産業等、特定セクターでは日米を上回るパフォーマンスが期待できよう

■グローバル・バリュエーション

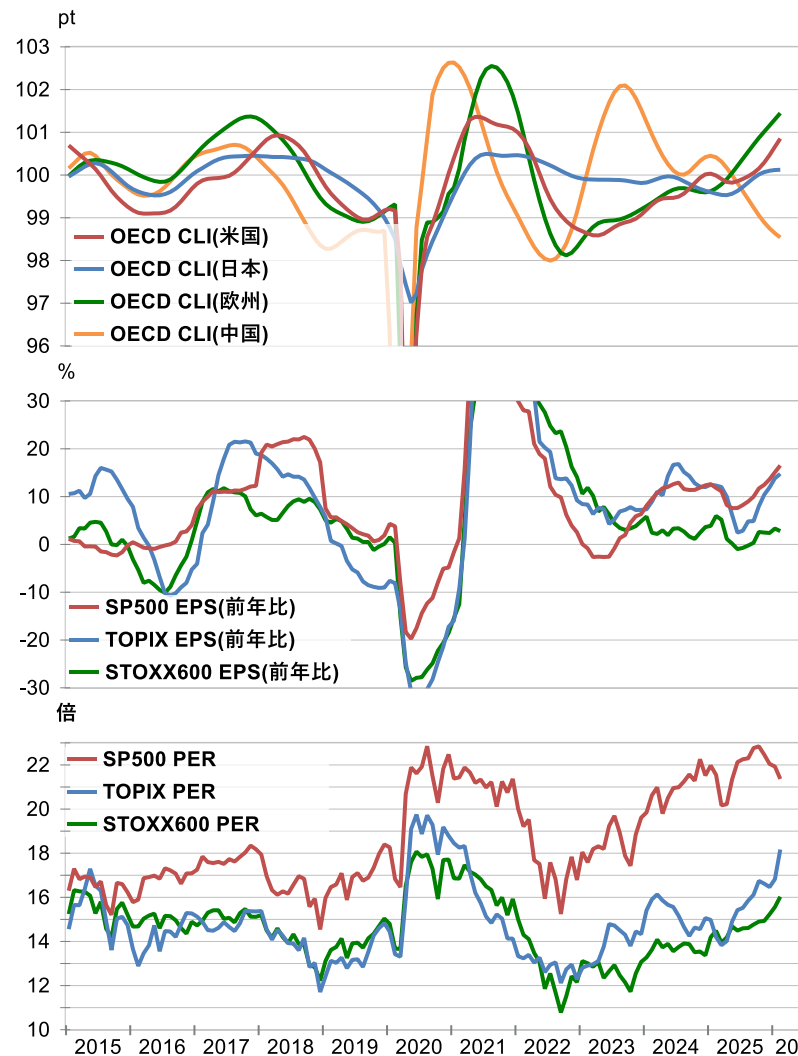
	株価	バリュエーション			株価変化率		24ヵ月先EPS/ 12ヵ月先EPS	妥当PER	今後12ヵ月程度の目標株価	乖離率	
		PER	PBR	ROE	前月比	前年比					
日本	日経平均株価	52,252.3	20.9	2.37	11.3%	-10.8%	64.8%	5.6%	23.3	61,697	18.1%
	TOPIX	3,559.7	16.3	1.57	9.7%	-7.4%	51.5%	10.5%	17.0	4,113	15.5%
	TOPIXコア30	1,826.5	17.8	1.93	10.9%	-5.5%	51.1%	10.3%	19.0	2,151	17.7%
米国	SP500	6,556.4	19.6	4.32	22.0%	-5.6%	20.1%	14.8%	21.5	8,243	25.7%
	ナスダック100	24,002.5	21.9	6.17	28.2%	-5.2%	25.4%	17.5%	24.5	31,580	31.6%
欧州	STOXX600	579.3	14.4	2.05	14.3%	-8.6%	23.3%	10.8%	14.2	635	9.6%
中国	上海総合	3,881.3	13.0	1.30	10.1%	-6.4%	21.8%	17.9%	12.1	4,258	9.7%
新興国	MSCI・エマージング	1,443.9	11.6	1.84	15.9%	-10.6%	45.3%	15.8%	12.4	1,797	24.5%

注1:各種指標は、特に断りがない限り12ヵ月先予想ベース

注2:妥当PERは、日米は種々の分析を総合的に勘案して決定。その他は24年以降の平均

出所：マクロポンド、内閣府、りそなホールディングス

主要国の景気先行指数と主要国株式指数の基本指標



◎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、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。

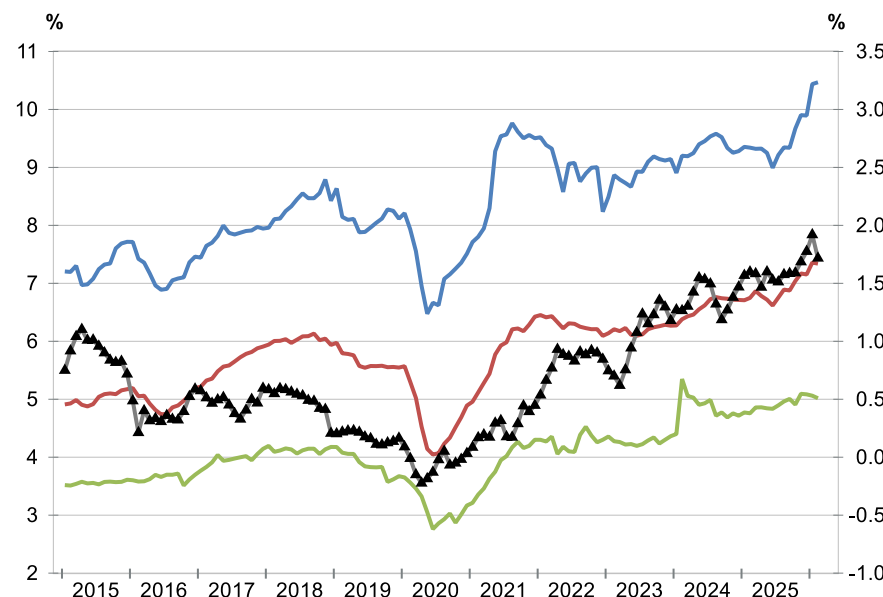
- WTI原油先物カーブは、原油価格の上昇を一時的と見込んでいる。これを前提とすれば、原油価格は最終的に1バレル80ドル程度に落ち着くことになる(中東情勢悪化前から20%程度上昇する)
- 内閣府が公表している「短期日本経済マクロ計量モデル」によれば、原油価格が20%上昇した際のマクロ経済へのショックは、実質GDPで-0.12%pt、その主因は消費で-0.16%悪化すると推計されている
- 設備投資等にはほとんど影響しない。また、指数で大きなウェイトを占める大企業はB to B企業も多いため、ファンダメンタルズに基づく原油高影響は、ほとんど0に近いとみられる
- 経済が循環的回復局面を迎えていること、大企業ほど価格転嫁余力が大きいことを考慮すると、インフレ率の上振れは、むしろ利益率を高める可能性もある

図表：原油価格が20%上昇し、それが定着した場合のショック

	実質GDP (%)	実質GDP成長率 (%ポイント)	消費 (%)	設備投資 (%)	住宅投資 (%)	財・サービス輸出 (%)	財・サービス輸入 (%)	GDPGAP (%)
1年目	-0.08	-0.12	-0.16	0.00	0.05	0.00	-0.02	0.02
2年目	-0.13	-0.04	-0.30	-0.02	-0.17	0.01	-0.25	-0.04
3年目	-0.16	0.01	-0.30	-0.02	-0.21	0.02	-0.25	-0.09
	名目GDP (%)	民間消費デフレーター (%)	単位時間あたり賃金 (%)	失業率 (%ポイント)	財政収支対名目GDP比 (%ポイント)	長期金利 (%ポイント)	経常収支対名目GDP比 (%ポイント)	為替レート (%)
1年目	-0.38	0.22	-0.22	0.00	-0.09	0.00	-0.44	0.05
2年目	-0.38	0.19	-0.20	0.00	-0.17	0.00	-0.35	0.09
3年目	-0.31	0.15	-0.13	0.00	-0.19	0.00	-0.22	0.11

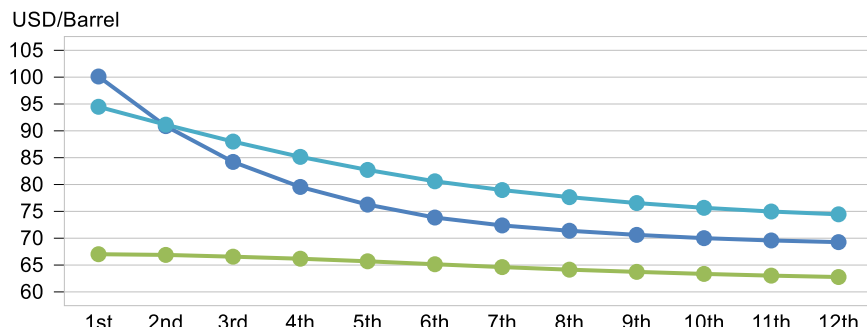
図表：TOPIX規模別売上高利益率の推移

▲ 10年期待インフレ率(右軸) — TOPIXコア30 売上高利益率
 — TOPIX 売上高利益率 — TOPIX Small 売上高利益率



図表：WTI原油先物カーブ

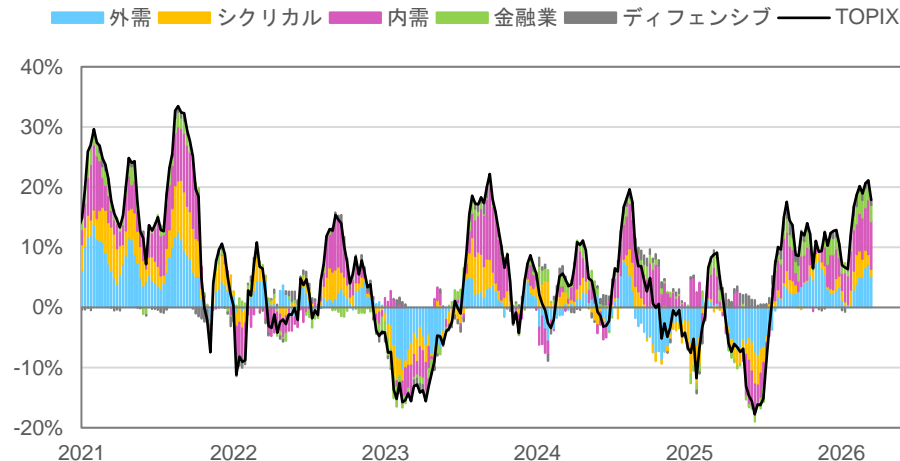
● 2026/02/28 ● 1週間前 ● 直近値



出所：マクロポンド、内閣府、リそなホールディングス

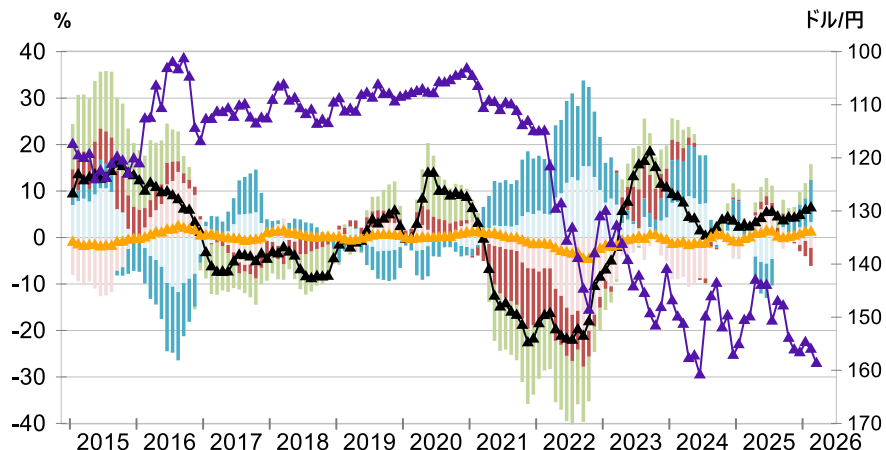
- 日本の交易条件はエネルギー価格に大きく依存しており、今後は大幅な悪化が見込まれる。ただし、円売りフローの増大から円安が進行する公算も大きい
- ただし、外需大企業のウェイトが大きい日本株にとっては、必ずしもネガティブではない。仮に1ドル160円程度の水準が定着する場合、為替差益によって経常利益が5%程度押し上げられる
- 実際、TOPIXのリビジョン動向を業種別に寄与度分解すると、2022年～2023年は、外需は小幅に上昇寄与の一方で内需の下落寄与が大きかった
- また、前月指摘した様に、前年と同程度の自社株買いがあればEPSは3%程度押し上げられる。加えて、前頁で指摘した価格転嫁力の高まりを考慮すると、EPS低下の可能性は殆どない
- 今後は、CRB/WTIが低下の一途を辿る場合、需要減速で鉱工業材料に原油価格の高騰が転嫁されていないことを示唆するため注目したい

図表：TOPIXリビジョンの業種別要因分解



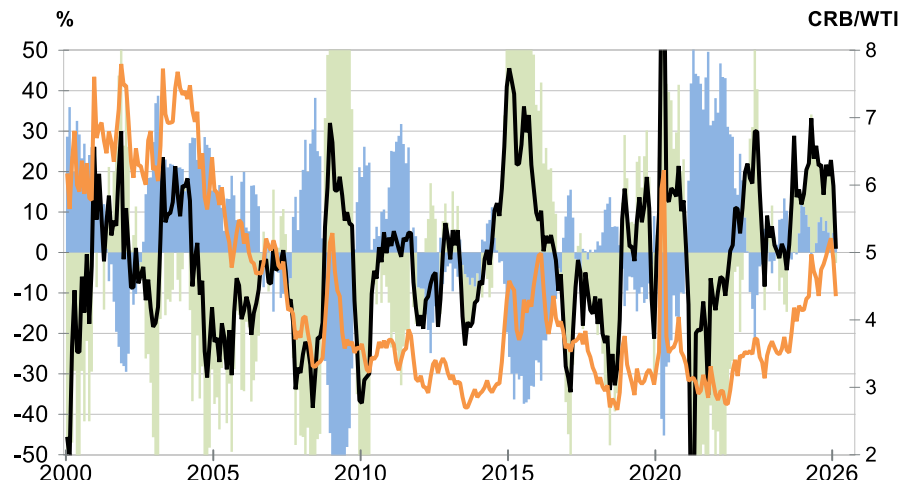
円建ての交易条件(輸出物価÷輸入物価)に対する前年比寄与度分解

▲ドル円(右軸、逆軸) ▲ ネット為替要因 ▲ 交易条件 ▲ エネルギー価格要因
 ■ 輸入価格要因 ■ 輸出価格要因 ■ 為替要因(輸入) ■ 為替要因(輸出)



原油価格の上昇と景況感

— CRB/WTI(右軸) — CRB/WTI(前年比) ■ WTI寄与度 ■ CRB寄与度

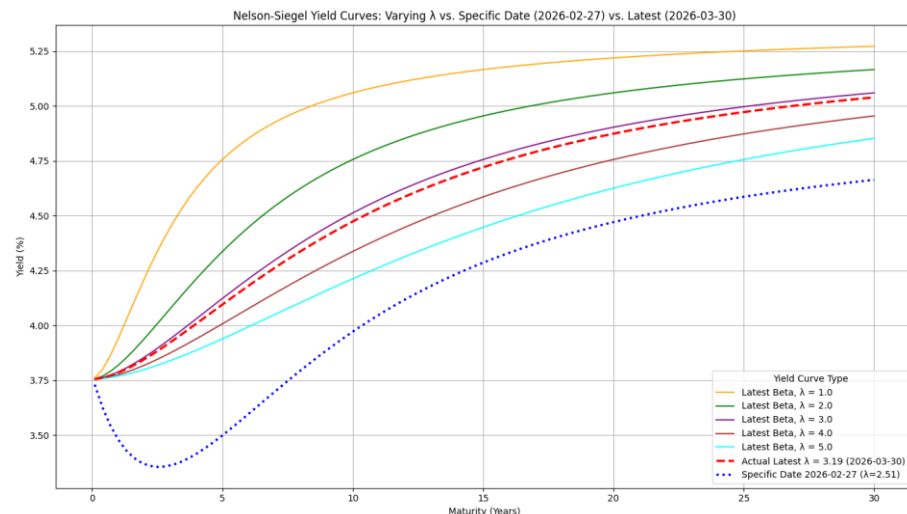
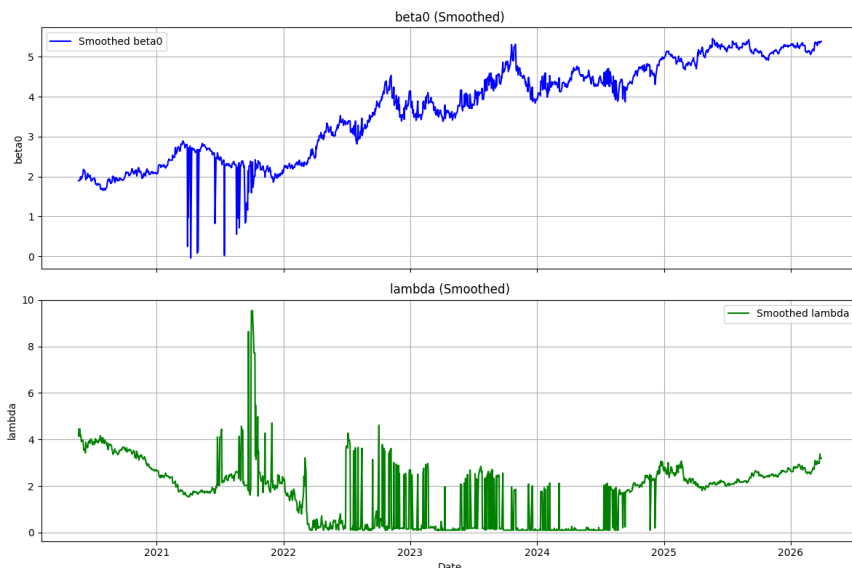
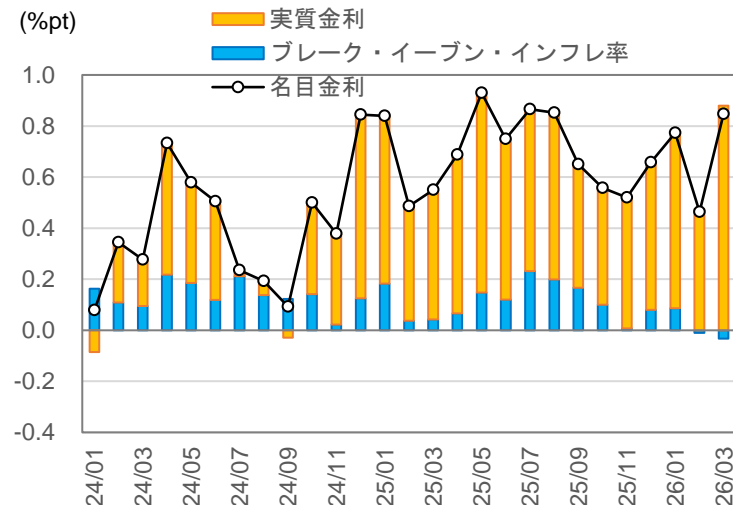


出所：マクロボンド、内閣府、りそなホールディングス

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

- Nelson-Siegelモデルにより、米金利の期間構造を分析すると、水準(ベータ0)は5.37%と過去最高水準となった。曲率(ラムダ)はイン攻撃前の2.51から直近は3.19まで上昇している
- FRBがエネルギー価格の高騰によるインフレを重く見て、利下げの停止ないしは利上げに転じる場合、2つのパターンが考えられる。単にエネルギー価格の高騰に留まり、それを鎮静化する為の利上げならば、曲率は低下し、短中期の金利が上昇しやすい
インフレが労働市場等にも波及し粘着する場合、曲率が低下し、イールドカーブはフラット化しやすい(長期金利が低下)
- 5年先5年金利を変動要因分解すると、期待インフレ率の寄与度はほぼ0で実質金利要因が大半。市場はFRBがインフレ抑制のために高金利を維持するとの織り込みを進めており、上記シナリオでは、フラット化の可能性の方が高い

図表：5年先5年金利の変動要因(24/01～)



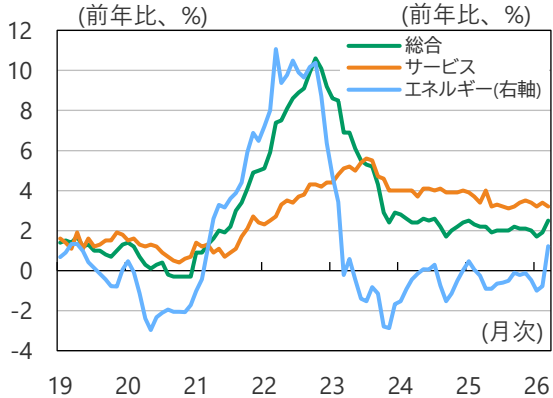
出所：Bloomberg、りそなホールディングス

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

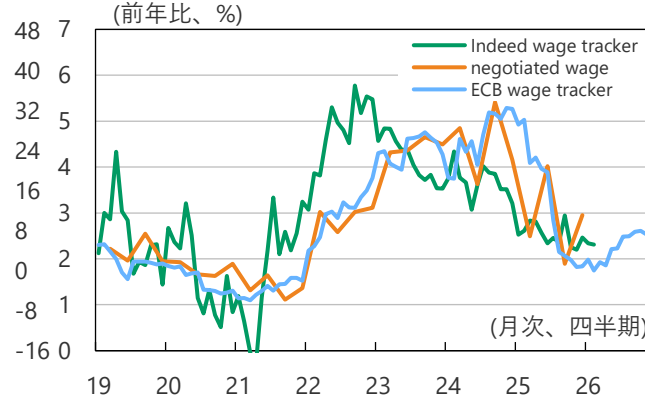
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 物価：中東情勢悪化の影響を受けたエネルギー価格の上昇により総合指数は前年比2%を超過も、コア指数は現在のところ落ち着いた推移
- 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：金利先物市場では、エネルギー価格上昇が高インフレを引き起こすとの警戒感から年内3回近くの前年比の利下げを織り込んでいる。一方、エコノミスト調査では、中東情勢悪化後に行われた調査においても年内の政策金利据え置きを支持する割合が9割に及ぶ

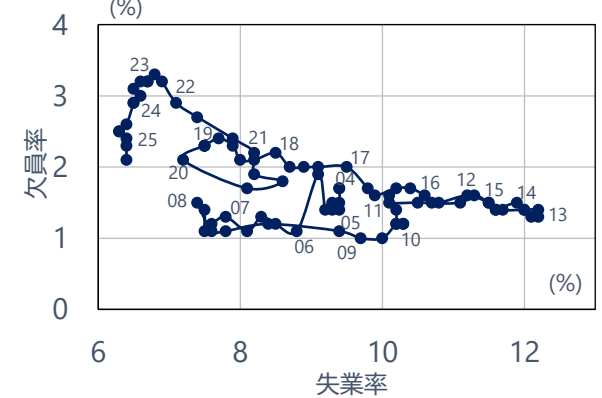
ユーロ圏CPIの推移



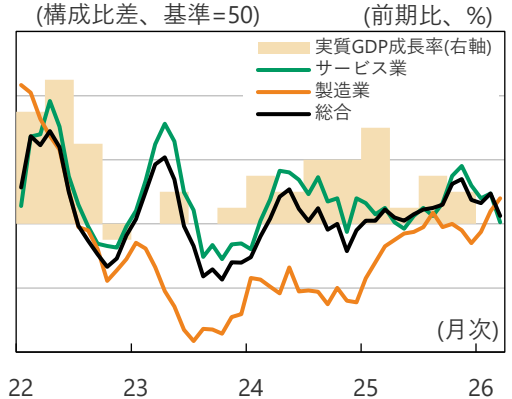
ユーロ圏賃金指標推移



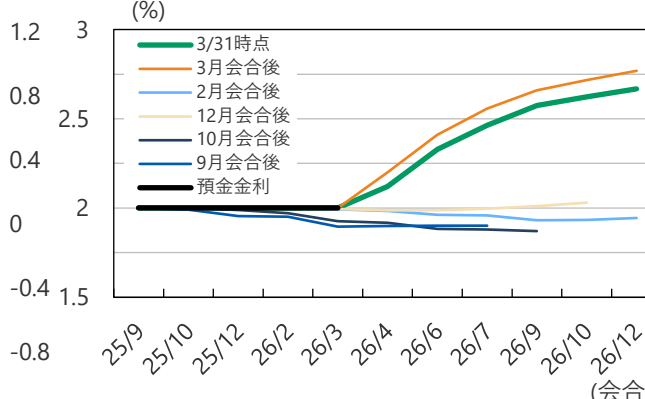
ユーロ圏ベヴァリッジ曲線



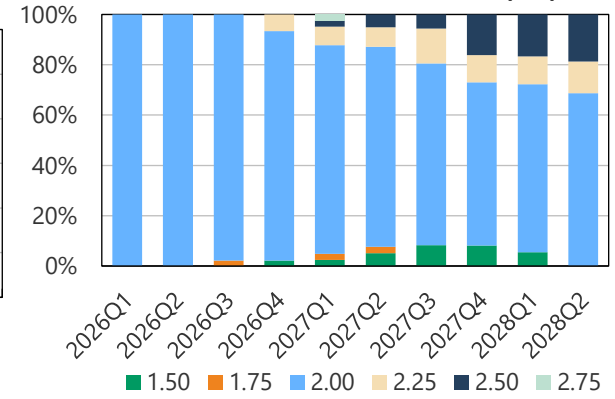
ユーロ圏景況感とGDP成長率



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(3月)



出所：Indeed, ECB, Bloomberg

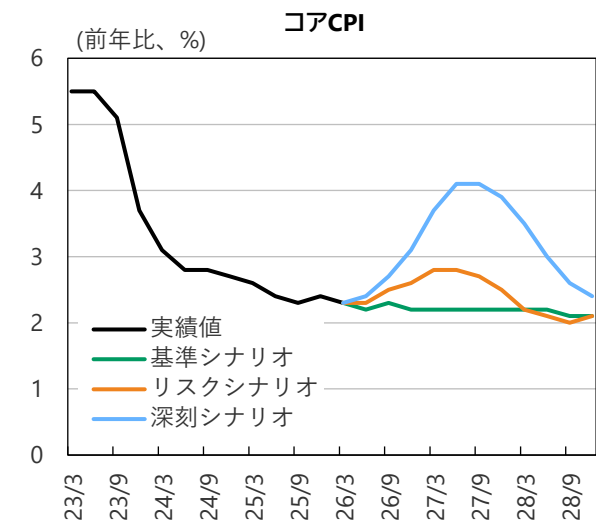
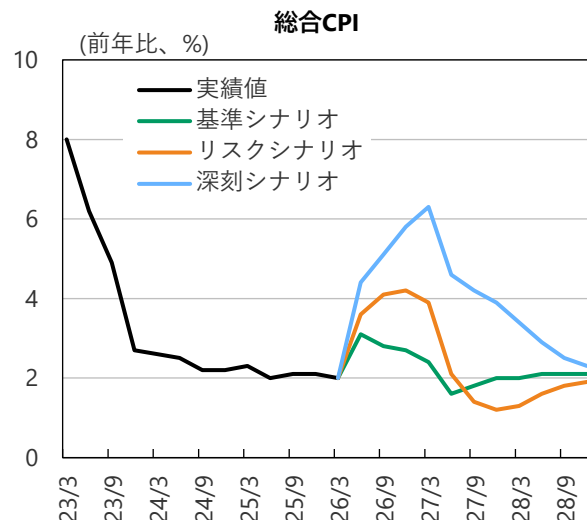
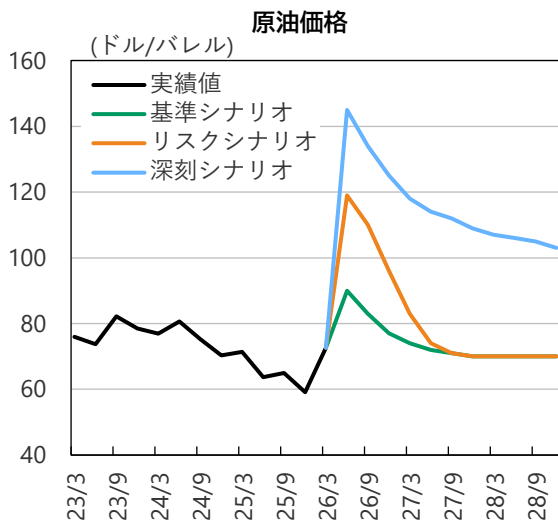
◎注意事項
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

- ECB3月理事会では、中東情勢悪化を背景とする原油高を受け、基準シナリオのほかリスクシナリオと深刻シナリオが提示された
- 原油価格の前提について
 - 基準シナリオ：2026Q2に1バレル90ドル台まで上昇した後、年末にかけて70ドル程度まで下落
 - リスクシナリオ：2026Q2に1バレル120ドルまで上昇した後、来年半ばにかけて70ドル程度まで下落
 - 深刻シナリオ：2026Q2に1バレル140ドル超まで上昇した後、予測期間終了時まで100ドル超を維持
- 基準シナリオでは、総合CPIが一時的に前年比3%程度まで加速するものの影響は長続きせず、基調物価にも大きな影響は見受けられない。リスクシナリオでは、2027年にかけてコアCPIも加速に転じるが、予測期間終了時点で物価目標の前年比2%付近に収れん。深刻シナリオでは、コアCPIも前年比4%程度まで大幅に加速した後、予測期間終了時点でも物価目標を上回る推移となり、基調物価に明確に影響を及ぼすとみられる
- リスクシナリオ以上の場合、ECBが今年中に利上げに転じることが想定される。リスクシナリオでは2~3回程度、深刻シナリオでは前回の利上げ局面の到達金利(4%)に近い水準に一時的に達する可能性も視野に入る

種類

シナリオ前提

基準シナリオ	紛争の長期化や湾岸諸国のエネルギーインフラ破壊は想定せず
リスクシナリオ	紛争を受けたエネルギー供給混乱は2026Q3まで継続、湾岸諸国のエネルギーインフラ破壊は想定せず
深刻シナリオ	紛争を受けたエネルギー供給混乱は2026Q4まで継続、湾岸諸国の大規模なエネルギーインフラ破壊を想定



出所：Bloomberg, ECB



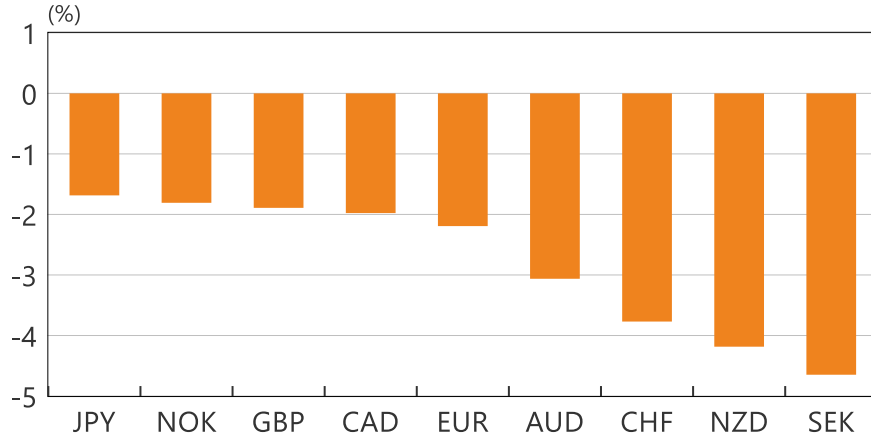
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

©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。

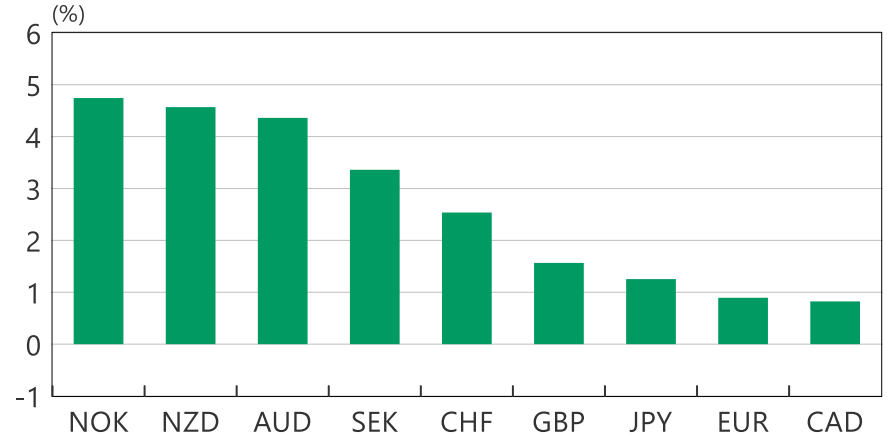
中長期テーマ

- 年初来では、有事のドル買いを受けても未だヨーロッパやオセアニアの通貨の高い状況が継続
- 3月は、中東情勢悪化を受けて、USD全面高となった。年初来大幅に買われていたSEK, NZD, CHFなどの下落率が大きくなった

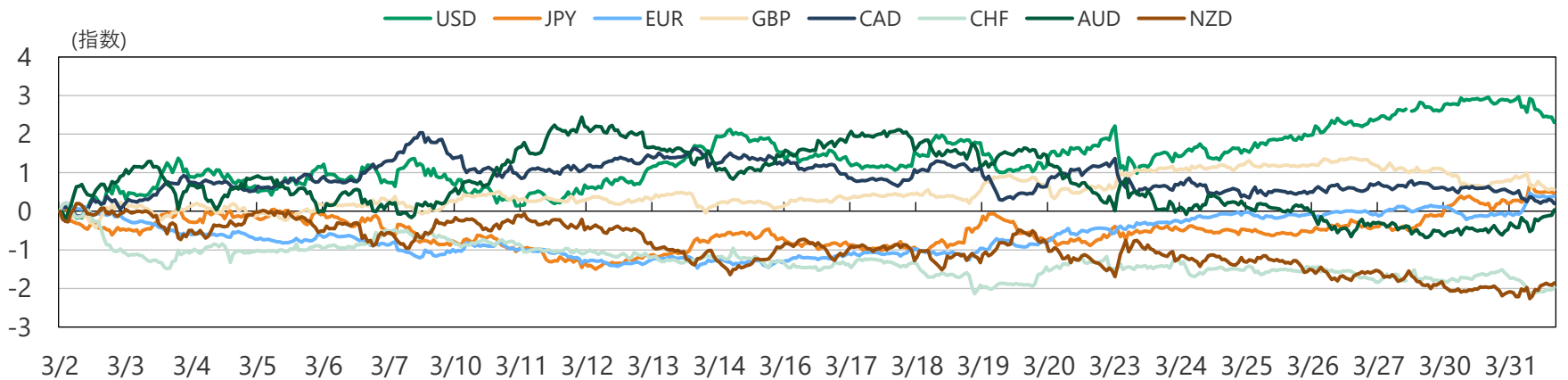
主要通貨 対USD騰落率(2月末比)



主要通貨 対USD騰落率(年初来)



通貨強弱チャート(2026年3月)



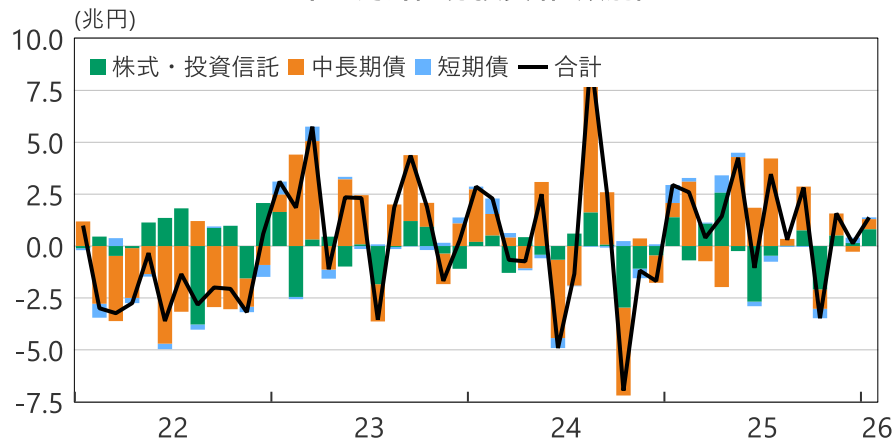
出所：Bloomberg, Macrobond

◎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。

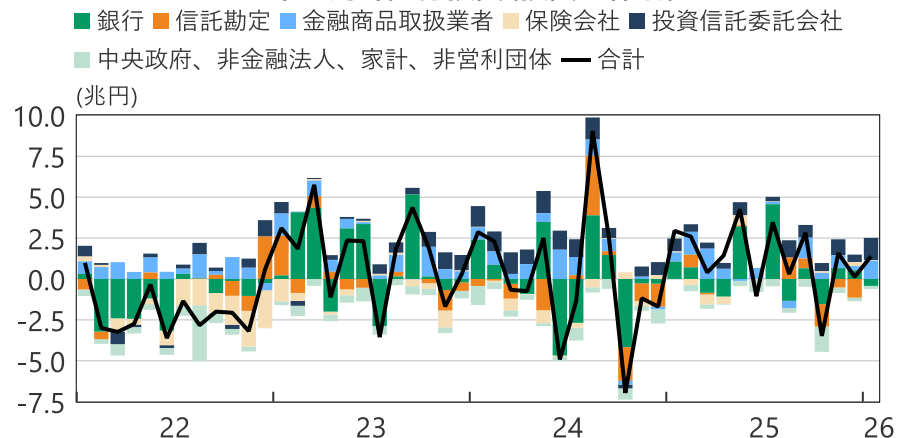
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 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

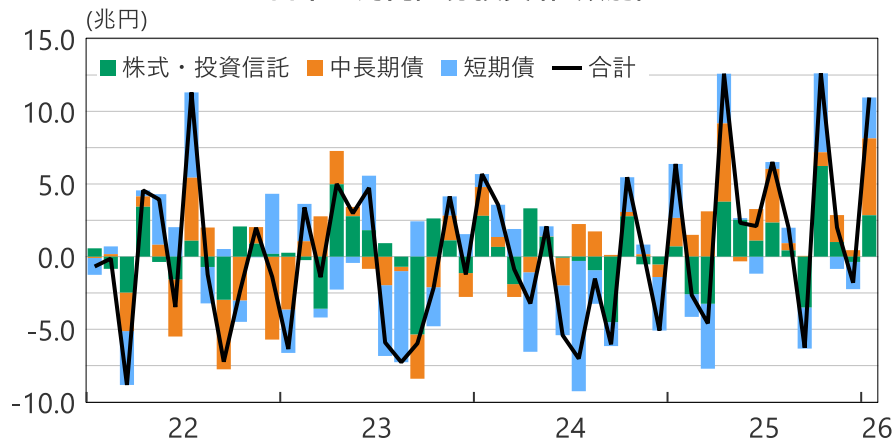
日本 対外証券投資(種類別)



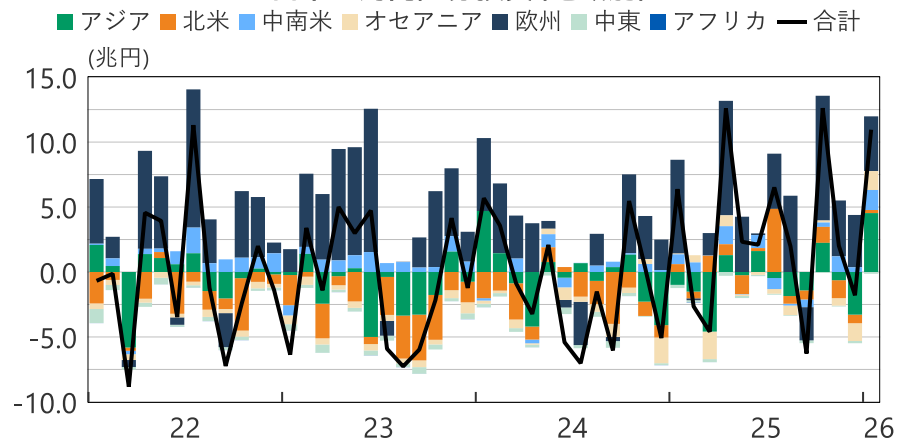
日本 対外証券投資(投資主体別)



日本 対内証券投資(種類別)



日本 対内証券投資(地域別)



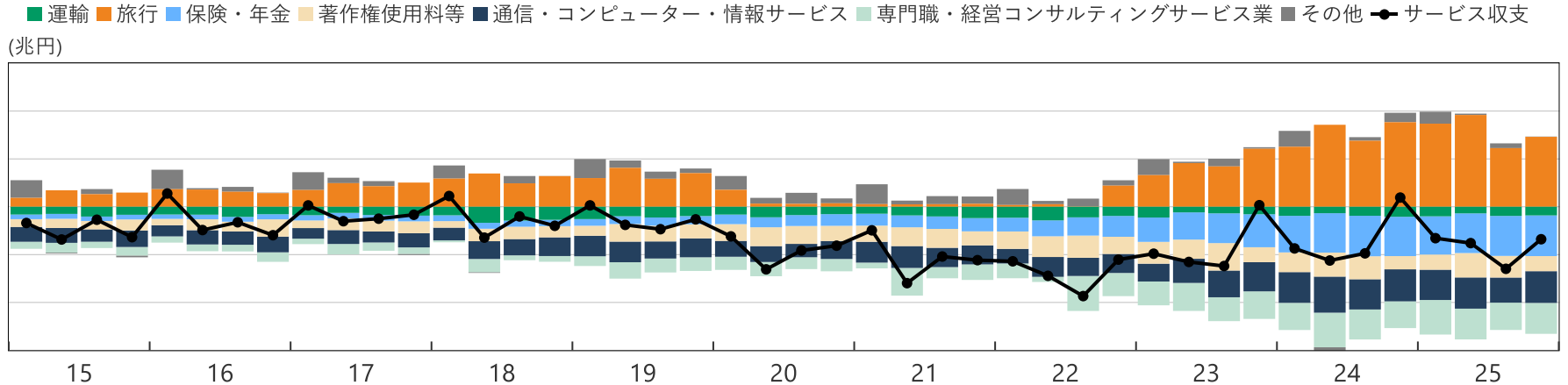
出所：Macrobond

◎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。

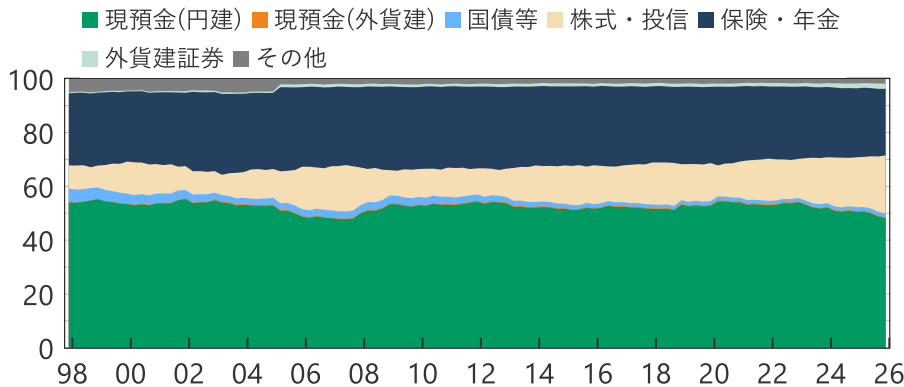
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 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

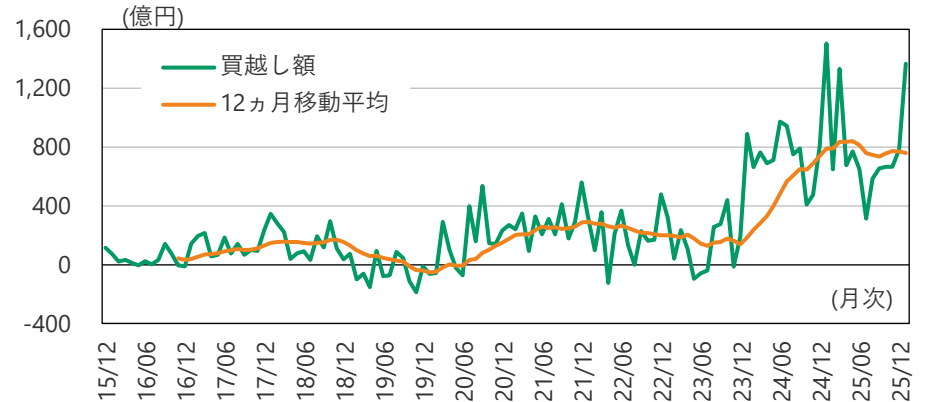
日本のサービス収支内訳



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

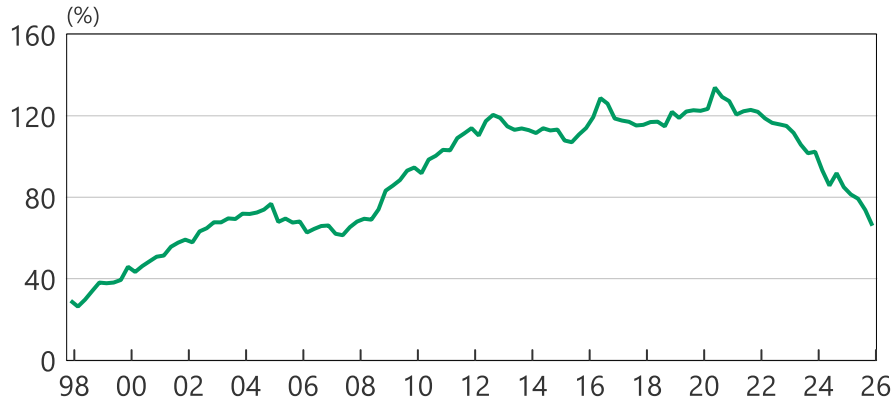


お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

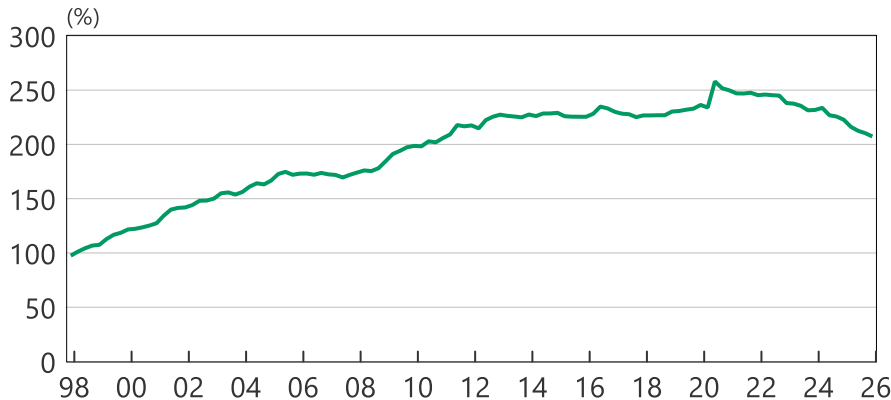
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていないと否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

- 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

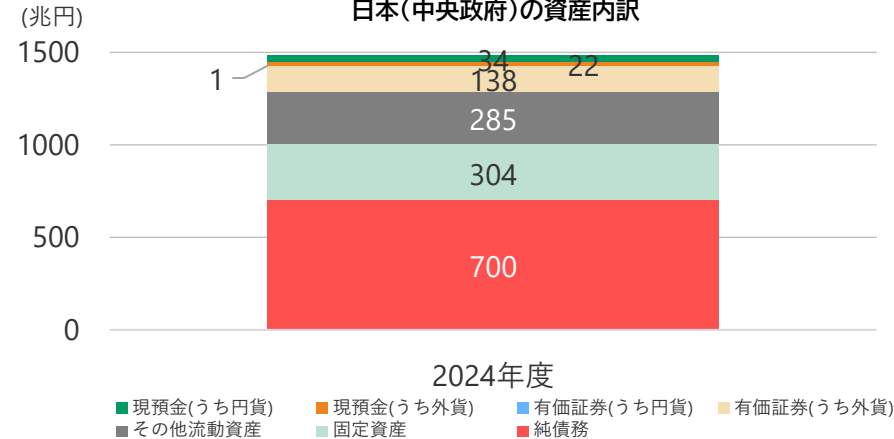
日本の政府純債務残高対名目GDP比



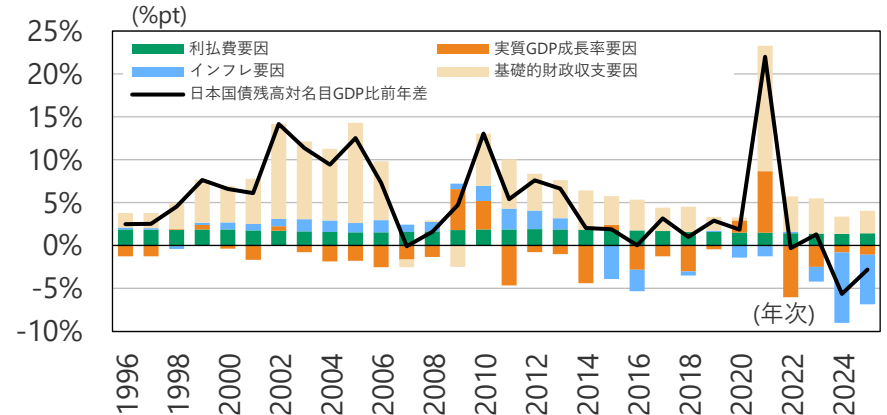
日本の政府総債務残高対名目GDP比



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

◎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

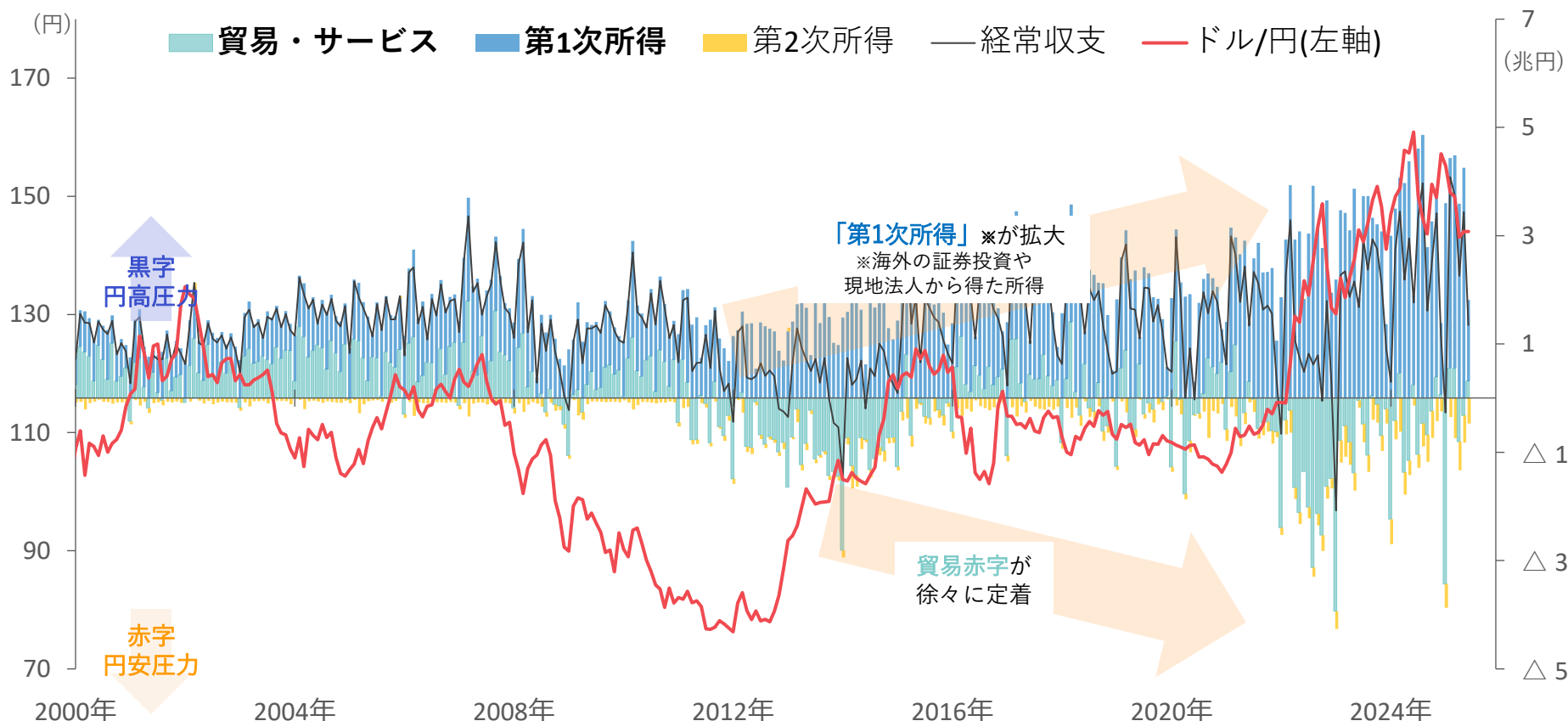
4. 弱まりつつある “有事の円買い”

【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

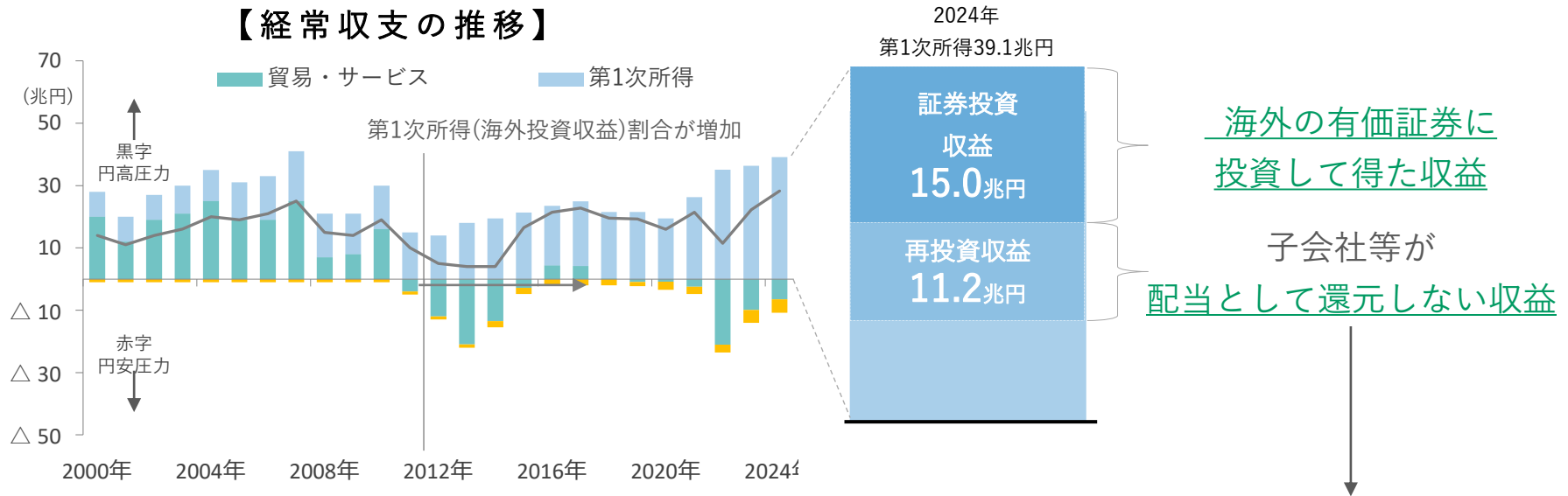
出所：Bloomberg

◎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

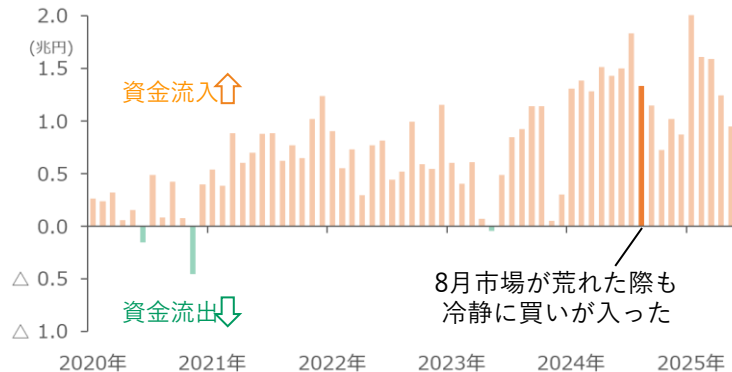
	2012年		2022年
第一次所得	14兆円	1.5倍	22兆円
現地法人の内部留保	28兆円	1.9倍	55兆円

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%)

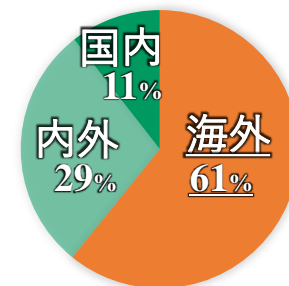
資産は
海外へ

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

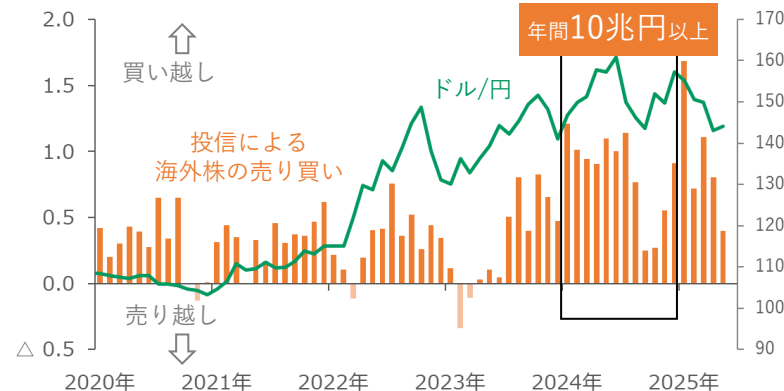


出所：各種報道、投資信託協会、Bloomberg

- 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



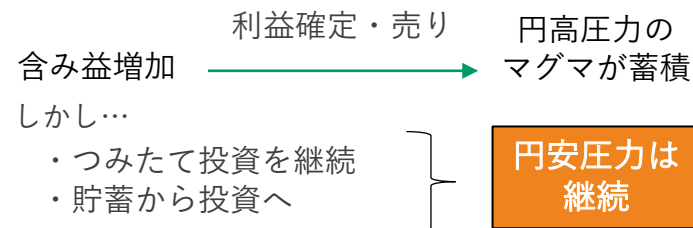
1日当たり過去最大の介入額：5.9兆円を超える水準
(2024/4当時は1日で5.6円の円高進行)

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】

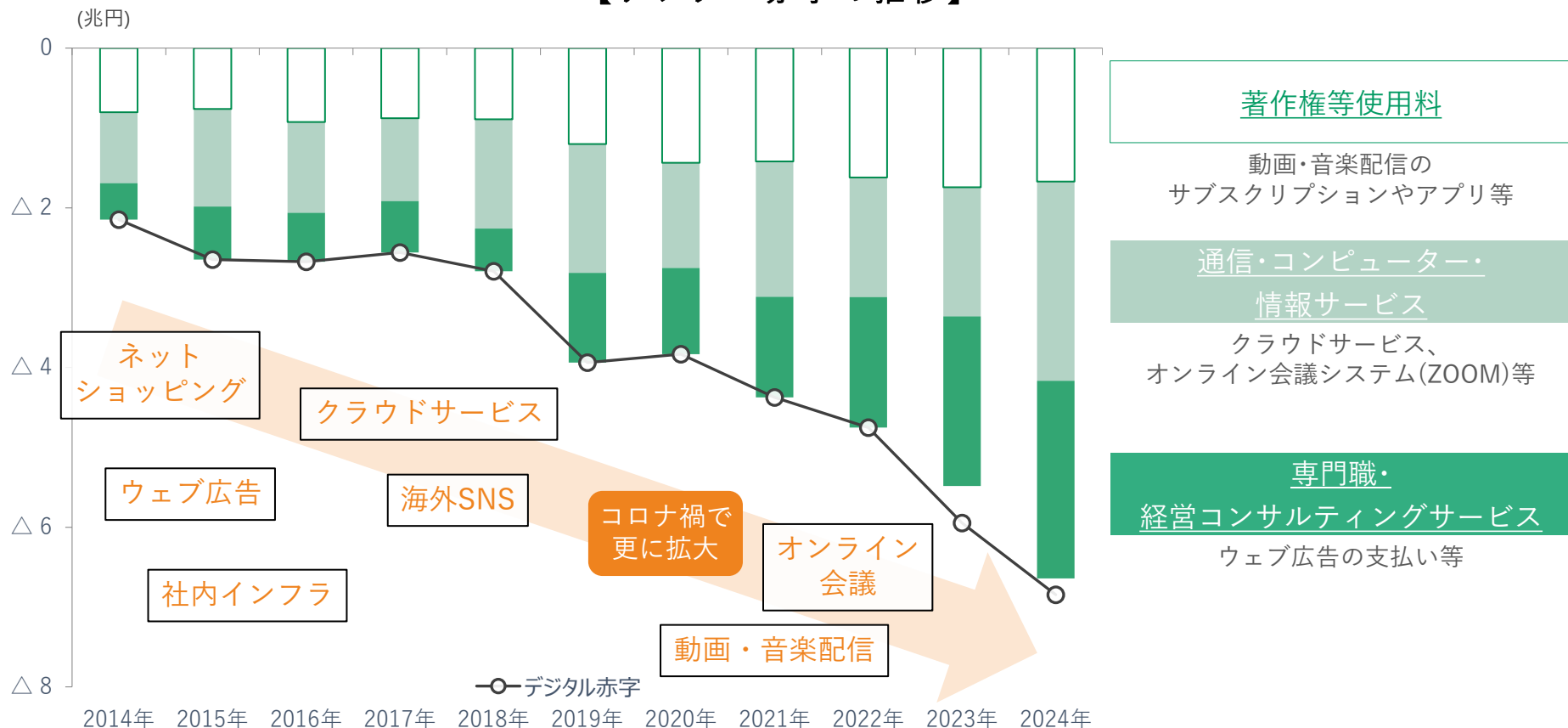
2011年の東北地震以降、一時全ての原発が停止後、段階的に再稼働も、鉱物性燃料の割合は概ね20%、貿易赤字の要因になっている。



- 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

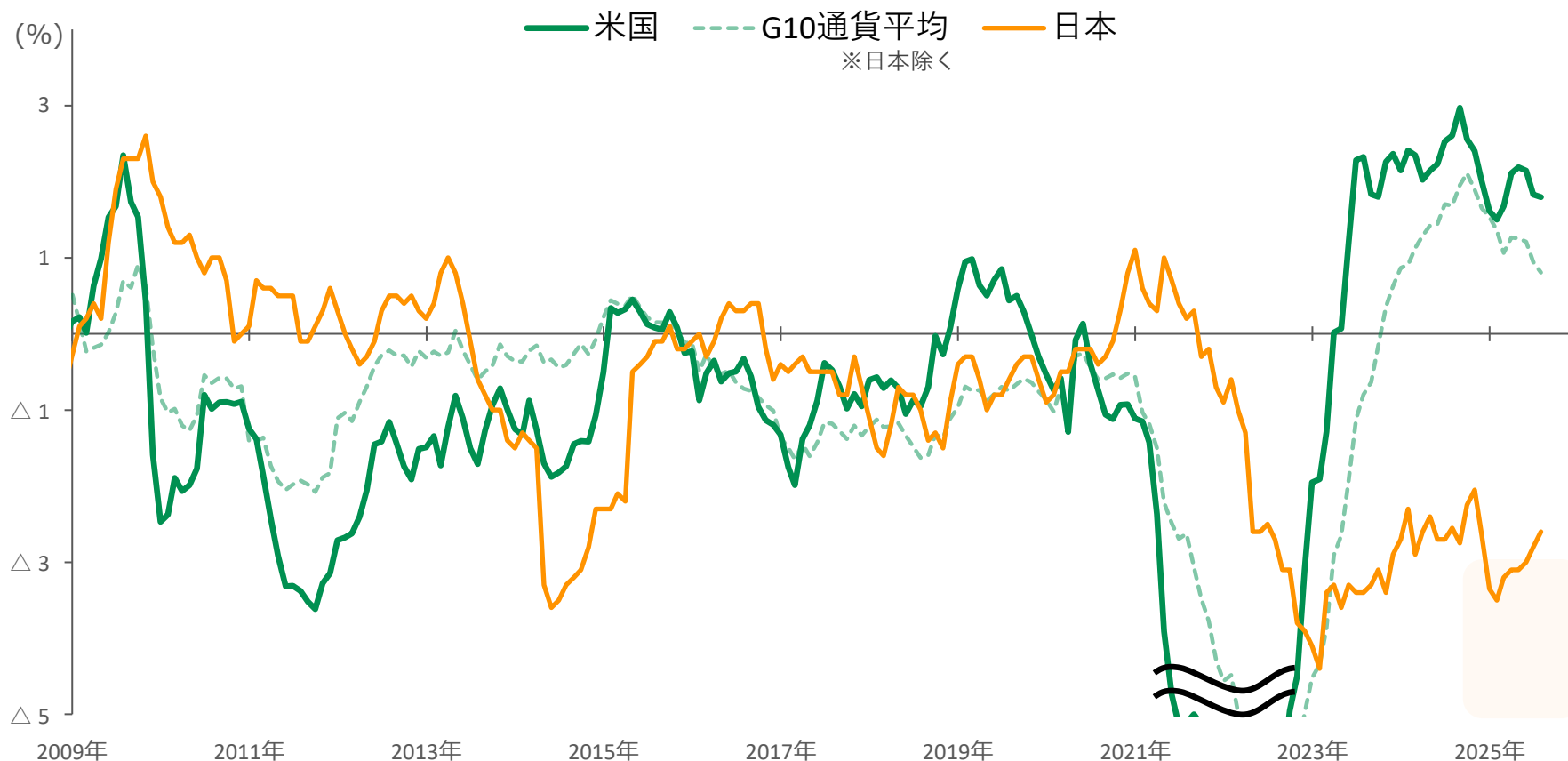
【デジタル赤字の推移】



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%

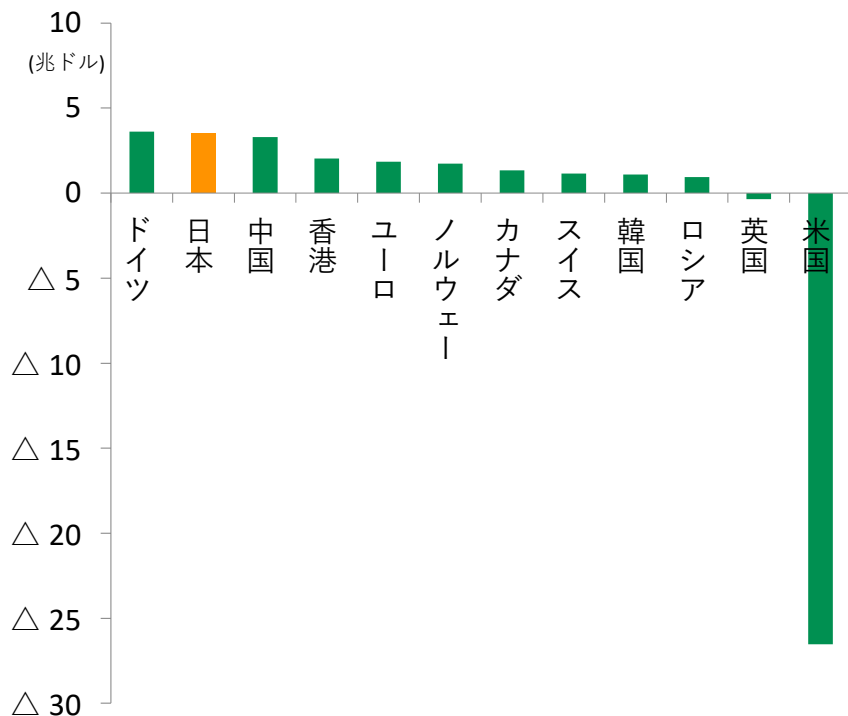
出所：United Nations, World Population Prospects 2024, OECD

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

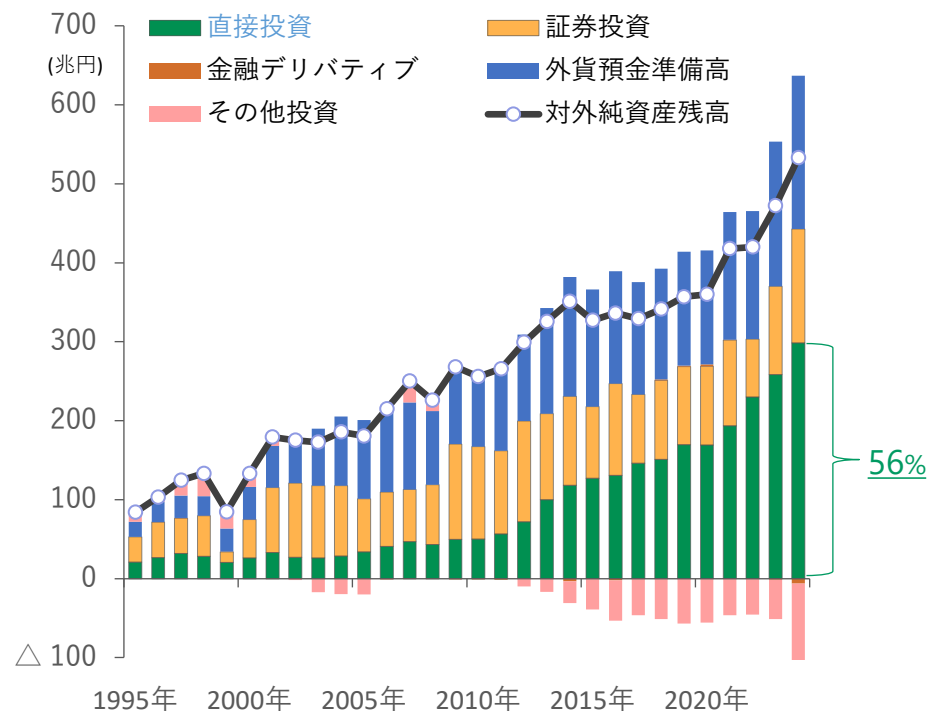
【主要国の対外純資産】

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】

