

# りそな為替動向マンスリー:2026年5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、ホルムズ海峡封鎖長期化時のユーロ円下値目途は170円程度を想定

## ホットピックス:エネルギー価格高騰も日米経済は底堅く推移

- 日本: 構造的な景気拡大局面を迎え、価格転嫁が受け入れられることで企業の利益率改善が継続
- 米国: 過度なインフレ加速は杞憂も、景気回復で利下げの必要性は低下
- 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



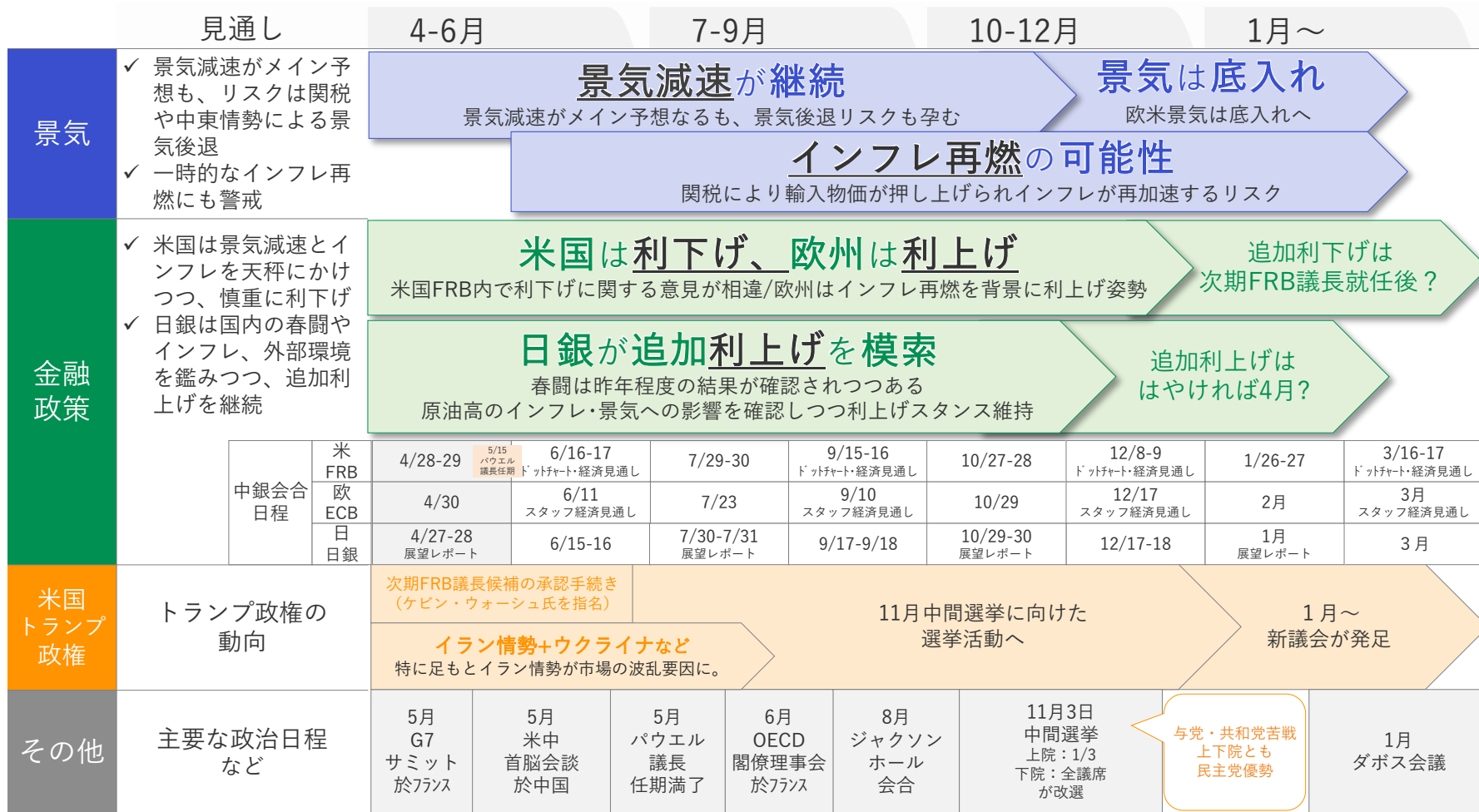
◎注意事項  
 当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

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
5/1(金)		4月ISM製造業景況指数	
5/3(日)	(憲法記念日)		
5/4(月)	(みどりの日)		
5/5(火)	(こどもの日)	3月貿易収支	
		4月ISM非製造業景況指数	
5/6(水)	(振替休日)	4月ADP雇用統計	
5/7(木)	日銀金融政策決定会合議事要旨 (3/18~19開催分)		
5/8(金)	3月毎月勤労統計 (速報)	4月雇用統計	
5/11(月)		3年債入札	(中) 4月CPI
		4月中古住宅販売	
5/12(火)	10年債入札	10年債入札	(独) 5月ZEW景気指数
	3月家計調査	4月CPI	
5/13(水)	4月景気ウォッチャー調査	30年債入札	(欧) 1-3月期GDP速報
		4月PPI	
5/14(木)	30年債入札	3月製造業受注	
		4月小売売上高	
5/15(金)	4月企業物価指数	5月NY連銀製造業景気指数	
		4月鉱工業生産	
5/18(月)	5年債入札		(中) 4月生産・小売・投資
5/19(火)	1-3月期GDP速報		
5/20(水)	20年債入札	20年債入札	
		FOMC議事要旨	
5/21(木)	4月貿易統計	5月フィラデルフィア連銀製造業景気指数	(欧) 5月PMI (速報値)

	日本	米国	その他
5/22(金)	4月CPI		(独) 5月IFO企業景況感指数
5/25(月)		(戦没者祈念日)	
5/26(火)		2年債入札	
		5月消費者信頼感指数	
5/27(水)	40年債入札	5年債入札	
5/28(木)		1-3月期GDP (改定値)	
		4月個人所得・消費支出	
		7年債入札	
5/29(金)	2年債入札		
	4月鉱工業生産		
	4月労働力調査		
5/31(日)			(中) 5月PMI

- 米国では労働市場の減速が意識されながらも、中東情勢によるインフレ圧力を背景に、利下げ再開時期を探る。
- 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。

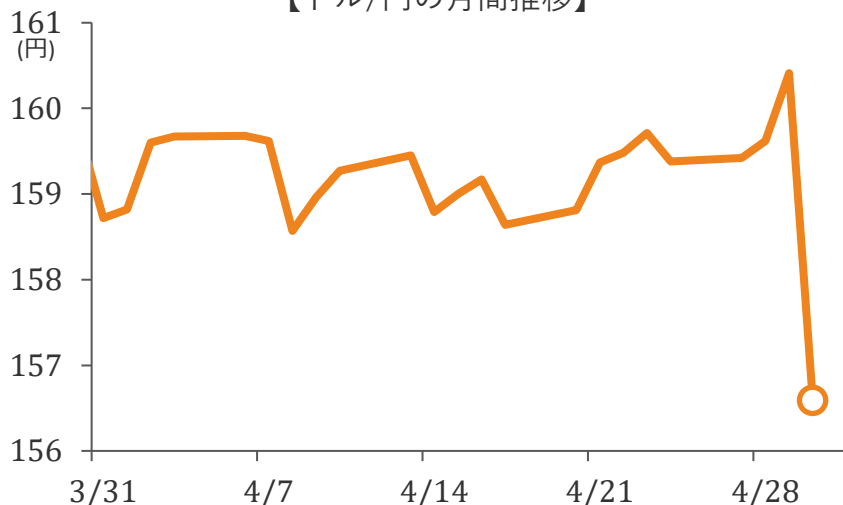
# 中東情勢の緊張緩和と介入でドル/円大幅安

## ドル/円

### 156.56円

前月比  $\Delta 2.15$ 円 ( $\Delta 1.35\%$ )

【ドル/円の月間推移】



## 中銀会合後に円安が進行も介入で反落

米・イランの停戦を受けドルが弱く上値の重い展開。月後半の日銀の利上げ見送り・FOMCの利下げ慎重スタンスにより、ドル/円は160円台まで上伸。月末には為替介入により一時155円台まで大幅に反落。

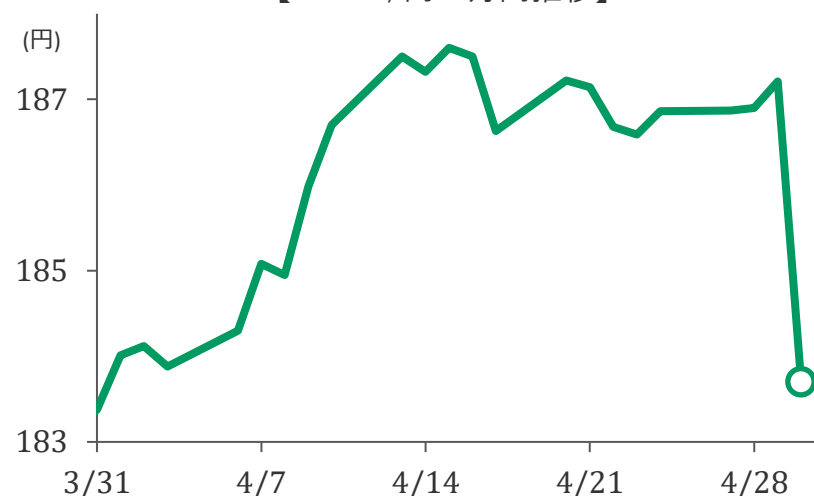
出所：Bloomberg、りそなホールディングス

## ユーロ/円

### 183.62円

前月比  $+0.27$ 円 ( $+0.15\%$ )

【ユーロ/円の月間推移】



## ドル売りにより堅調推移も介入で反落

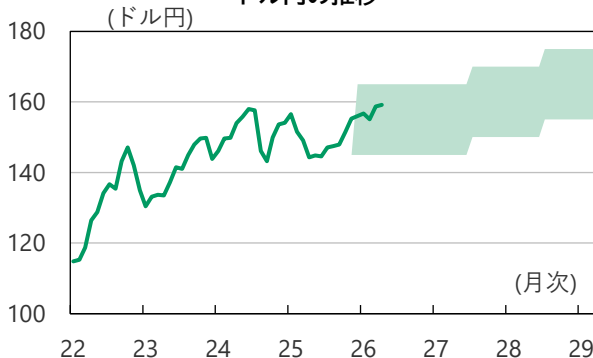
中東情勢の協議進展期待から反落するドルの反対側でユーロ/円は188円台手前まで最高値を更新。月末の円買い介入で上げ幅を縮小して引け。

 **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。  
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。

- 中長期的には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2%近くまで高まっており、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、依然として原油高を背景にドルが買われやすい地合いになっている一方、4月末の実弾介入とみられる動きを受けて為替介入警戒感が高く、短期的には一方的に上値を追う展開とはなりにくい状況が継続か
- 「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



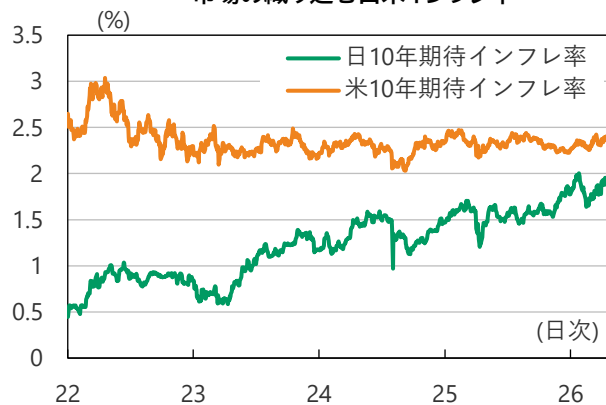
### ■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
5/28	米PCEコアの上振れ	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

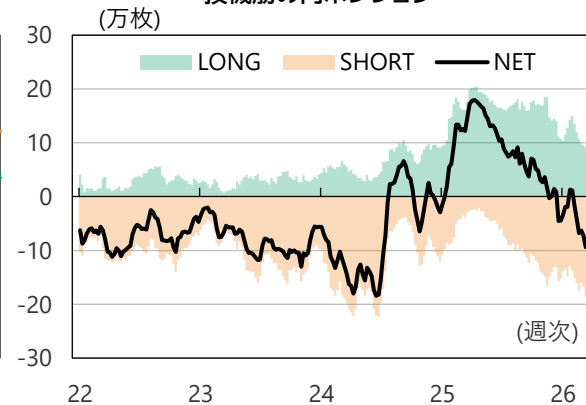
### 市場の織り込む日米ターミナル金利



### 市場の織り込む日米インフレ率



### 投機筋の円ポジション



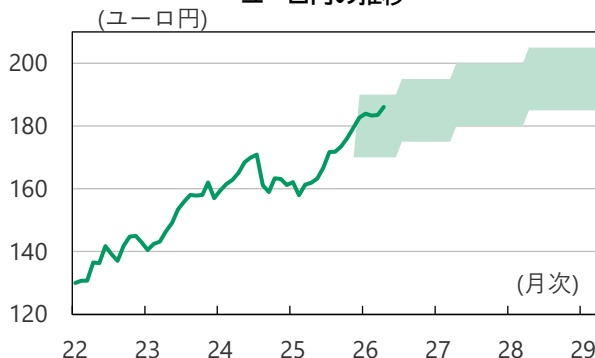
出所：Bloomberg, リそなホールディングス

◎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、中長期的にはユーロが買われやすい地合いが続くと見込まれる
- 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。一方、エネルギー高が継続する場合でも、ECBの利上げ観測が高まるという経路では金利先高観からユーロを下支えしよう。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



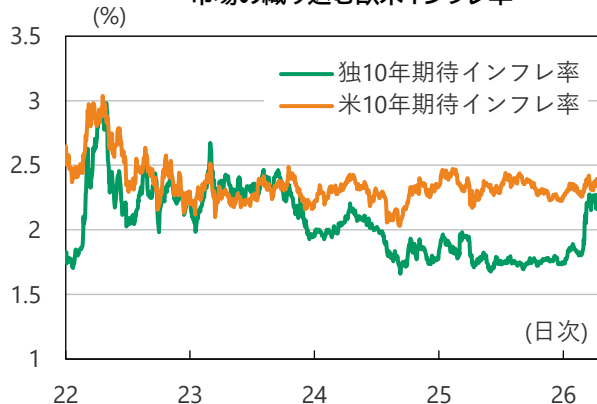
■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
6/2	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高官が6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

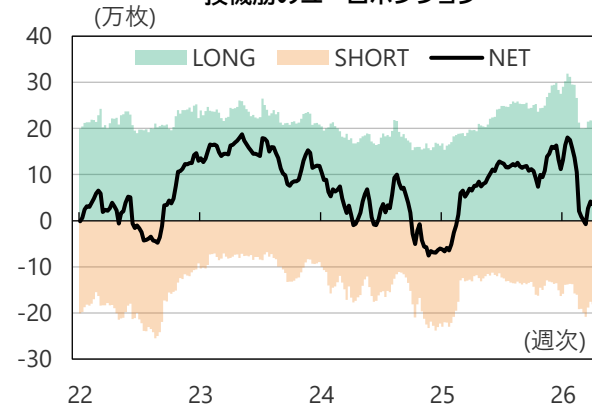
市場の織り込む欧米ターミナル金利



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

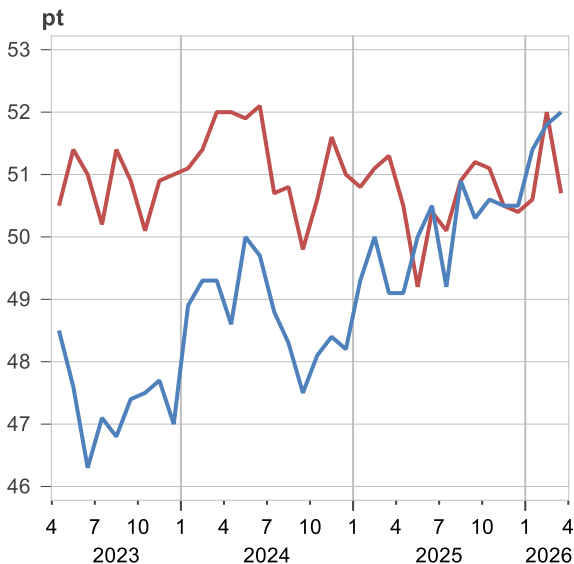
■概況

- 短期の循環を示す製造業PMIは、中東情勢の悪化にもかかわらず、先進国では改善基調の一方で、新興国では低下した。主要先進国についてみると、日本、米国、EUの改善が著しい。中国は水準自体はEUよりも高いが、改善幅は相対的に低位に留まっている
- 中長期の循環を示す工作機械受注(設備投資の代理変数)は、主要先進国ではいずれも改善基調。内需は底打ちの兆しがみえる他、米国と中国はヒストリカルハイを更新中である。欧州は、やや足踏みしている様子だが、中期では改善基調を維持しているとみられる

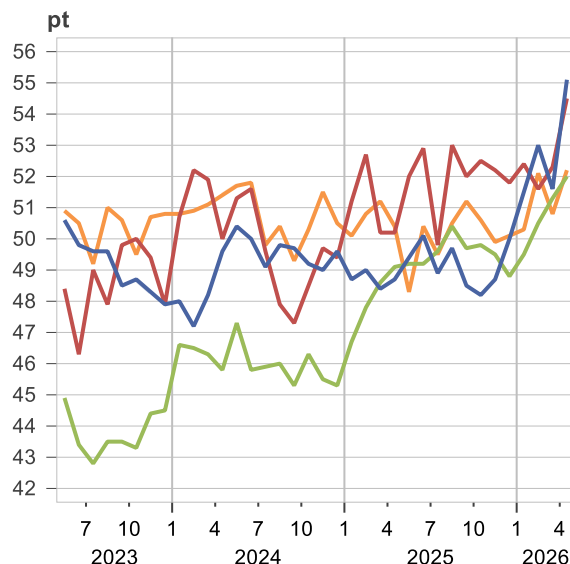
■先行き

- 米国: AIブームの持続とラストベルトに代表される伝統的産業の循環的回復の両輪で、引き続き底堅く推移しよう
- 日本: 短期では在庫逼迫に伴う業況回復が見込まれる。中期では資本支出ギャップが明確にプラスに転じるかどうかが鍵
- 欧州: 短期ではサプライチェーン混乱に備えた調達前倒しの動きがみられるも、中期的には防衛産業が牽引し、堅調な推移を見込む

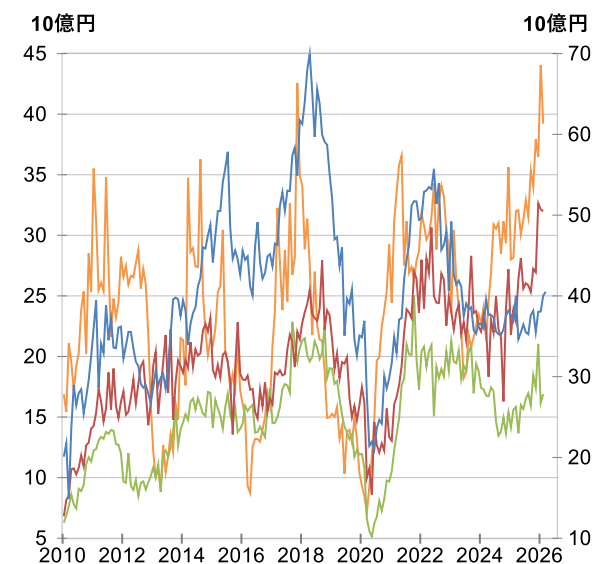
図表：製造業PMI  
— 先進国 — 新興国



図表：製造業PMI  
— 日本 — 米国 — EU — 中国



図表：工作機械受注  
— 内需(右軸) — 米国 — 欧州 — 中国



出所：マクロポンド、内閣府、りそなホールディングス

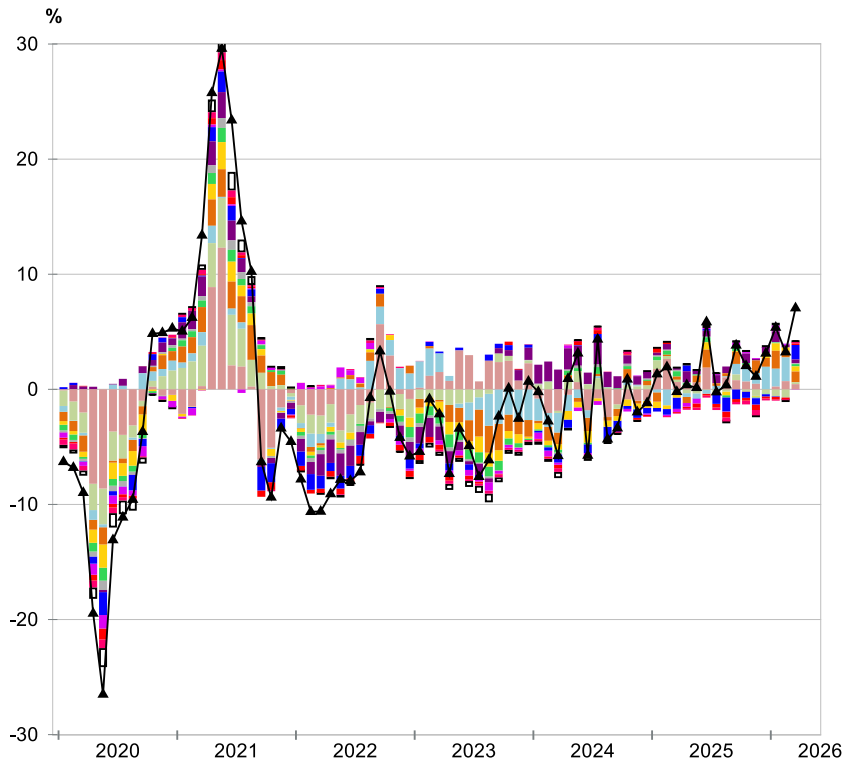
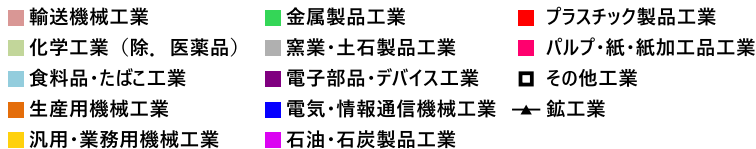


◎注意事項  
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、确实性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

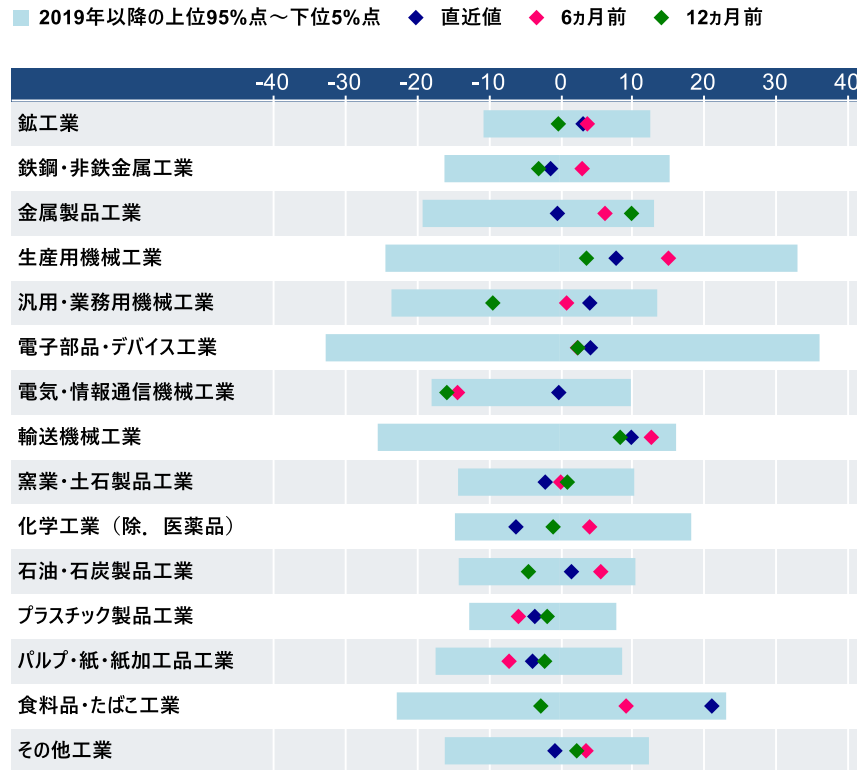
- 日本の鉱工業生産指数の前年比は、22年以降改善基調となっている。背景にあるのは在庫調整の一股
- 業種別にサイクルのどこに位置しているかを確認すると、石油・石炭製品、生産用機械、食料品・たばこ等ではピークを迎つつあるが、電子部品・デバイス工業は拡張局面に位置している他、金属製品や輸送用機器等、米関税政策で打撃を受けた業種でも底打ちの兆しが窺える
- 日本の製造業は、構造的な業績拡大局面にある。需要が堅調であるならば、インフレが経済に定着しつつある状況下では、価格転嫁が受け入れられ、利益率は引き続き改善しよう

図表：在庫出荷バランスの寄与度分解



出所：マクロポンド、内閣府、りそなホールディングス

図表：鉱工業生産に基づく在庫循環分析(出荷前年比－在庫前年比)



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。

➤ ウクライナ戦争では、原油価格の高騰が消費者物価の高騰を通じて、賃金インフレを引き起こし、高インフレが持続し、金融緩和が後ずれした。しかし、足元の労働市場は、AIによる代替等もあって、当時ほど労働者側の立場が強くないこと(参入要因の失業が多い)、住宅ローン金利の高止まり等から住宅市場の低迷が続き、住居関連項目の寄与度が緩やかに低下する公算が大きいことから、インフレ率は上昇したとしても一過性であり、高インフレの持続を警戒する必要はない

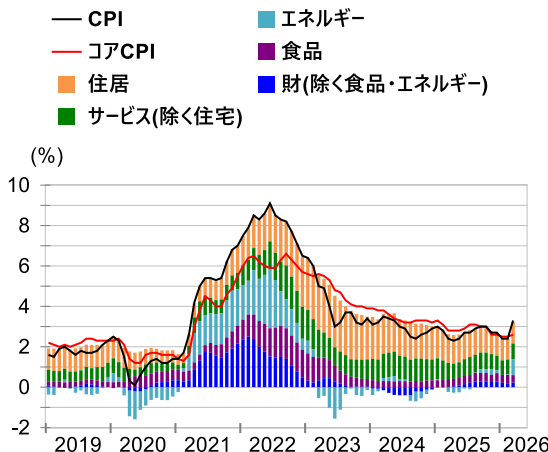
➤ 労働市場に目を向けると、低迷しているものの、今後は悪化が一服する公算が大きい。ISM製造業景況感指数が示す様に、米景気が循環的回復局面を迎える中、労働市場の悪化が一服する公算が大きいためである。実際、これまで参入要因失業の大きな割合を占めていたとみられる若年層の失業率が低下基調にあることが窺える。ISM製造業景況感指数は、ラストベルトに代表される様な伝統的産業の景況感との連動性が大きい。こうした業種で業況が改善していけば、人手不足から労働需給は徐々に逼迫していくとみられる

➤ 市場は、FRBがインフレ率の上振れリスクに対する懸念を強めたことを受け、将来の金融政策の織り込みをタカ派に修正した。従来は26年末にかけて0.24回程度の利下げが織り込まれていたものの、今会合を経て、0.1回程度の利上げ織り込みに転じた

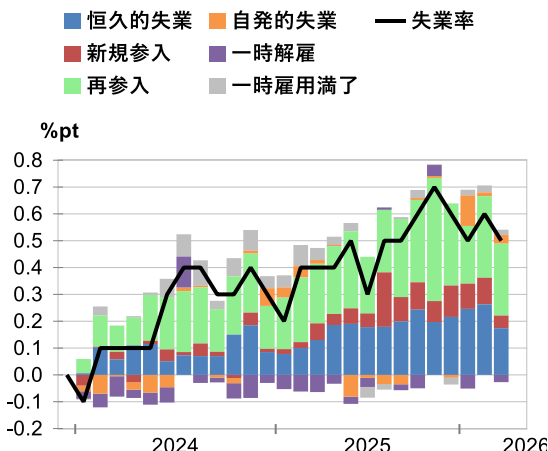
➤ しかし、FRBは26年末にかけて金利を据え置く可能性が高いとみている

➤ なお、パウエル議長も述べていた様に、足元の政策金利水準は、中立金利と比べてやや引き締めの水準。中東情勢の悪化に伴うインフレが一過性のものであるとの見方が強まれば、労働市場次第では利下げを行う余地は残っている。あくまで据え置きがメインシナリオだが、リスクシナリオとしては、利下げの可能性の方が高い

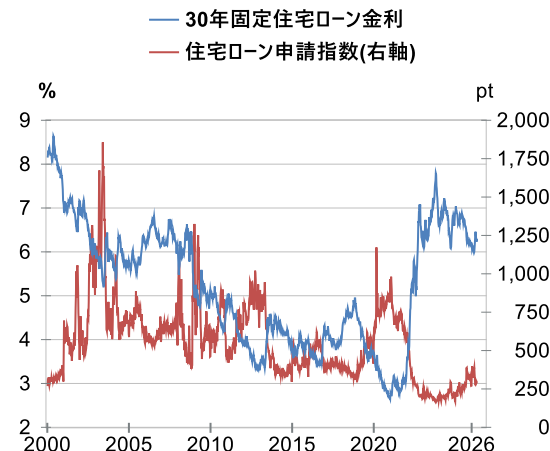
図表：米CPIの前年比要因分解



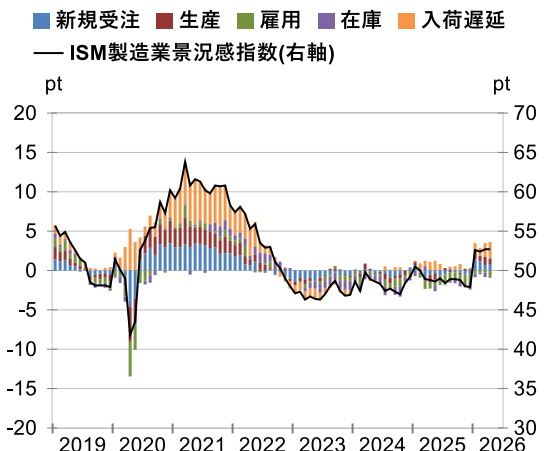
図表：米失業率の変動要因分解



図表：米住宅ローン金利と申請件数



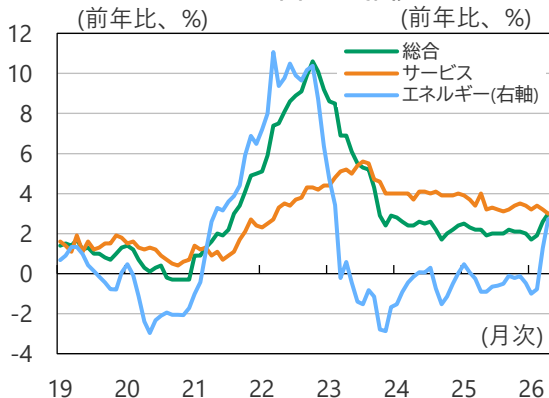
図表：米ISM製造業景況感指数



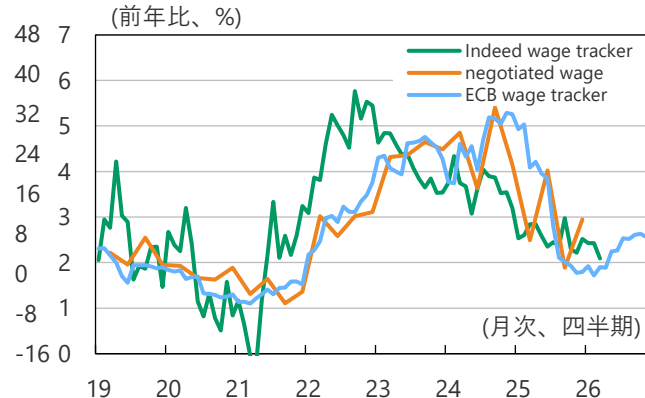
出所：マクロポンド、ブルームバーグ、リそなホールディングス

- 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2%台前半程度で推移している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以上を維持。一方、サービス業景況感は、足元のエネルギー高を受け急速に悪化し、50を下回っている
- 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2~3回の利上げを織り込んでいる。エコノミスト調査では、中東情勢悪化の長期化懸念から年内の利上げを予想する割合が6割程度まで増加

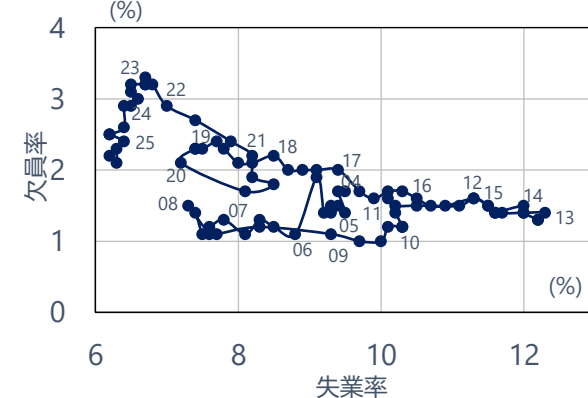
ユーロ圏CPIの推移



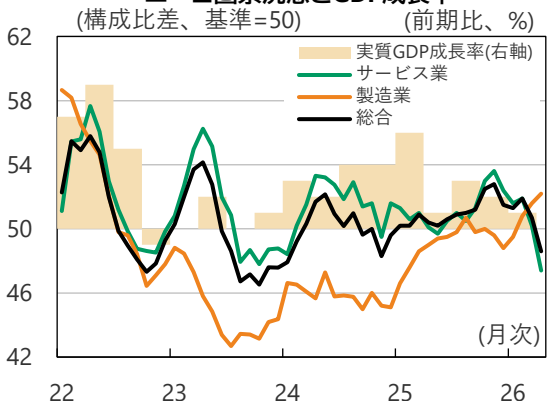
ユーロ圏賃金指標推移



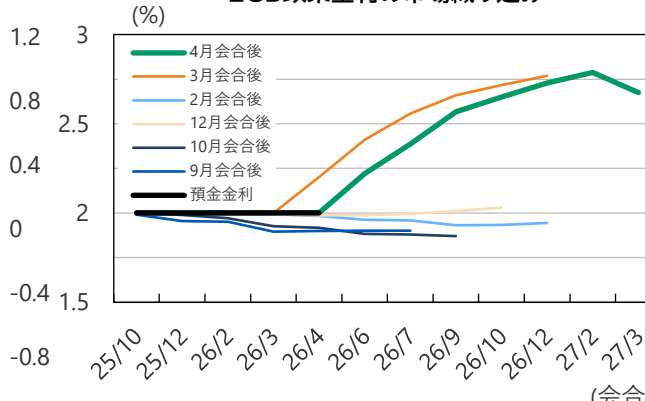
ユーロ圏ベヴァリッジ曲線



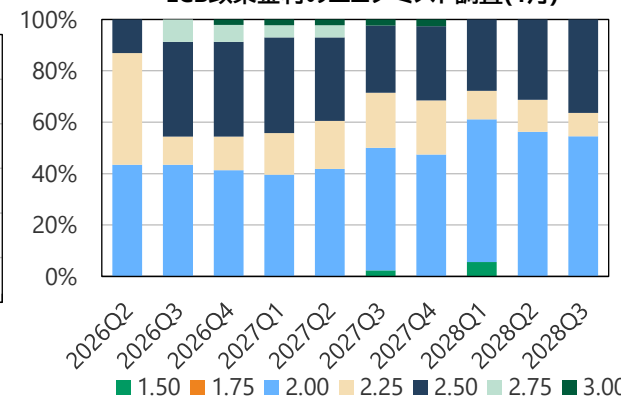
ユーロ圏景況感とGDP成長率



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(4月)



出所：Indeed, ECB, Bloomberg

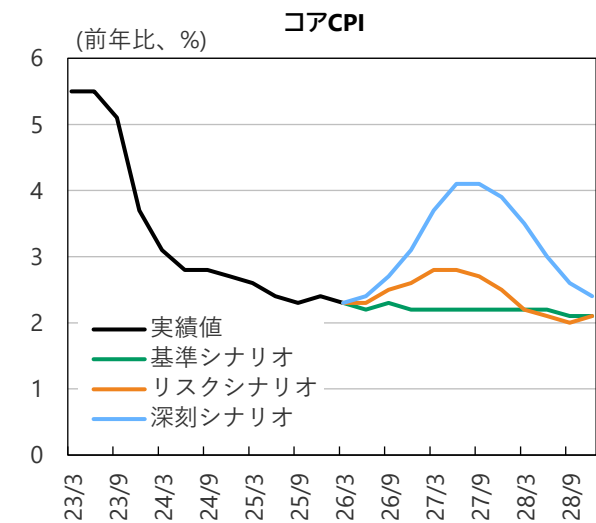
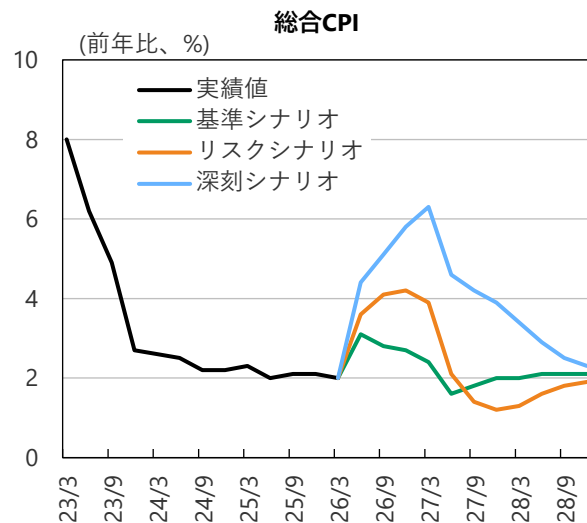
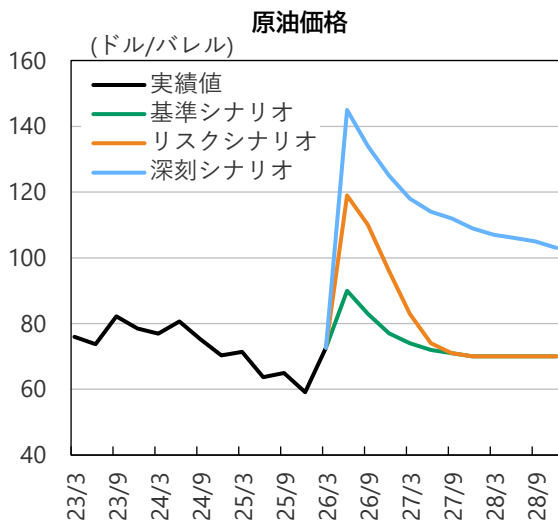
◎注意事項  
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

- 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



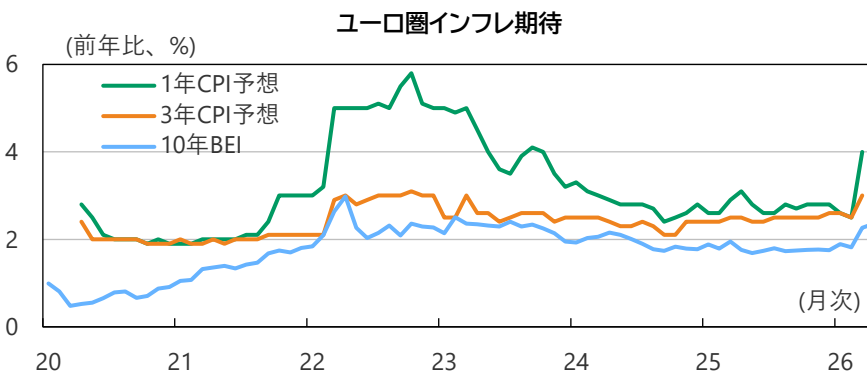
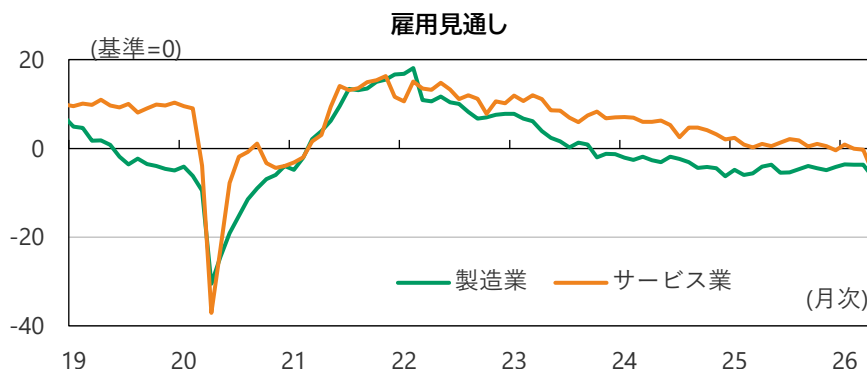
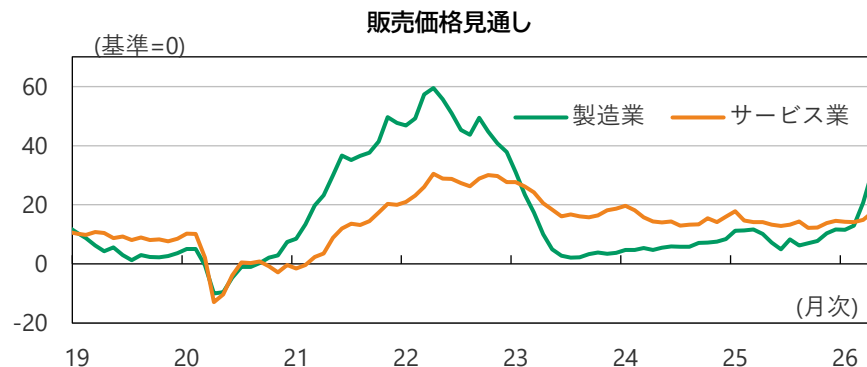
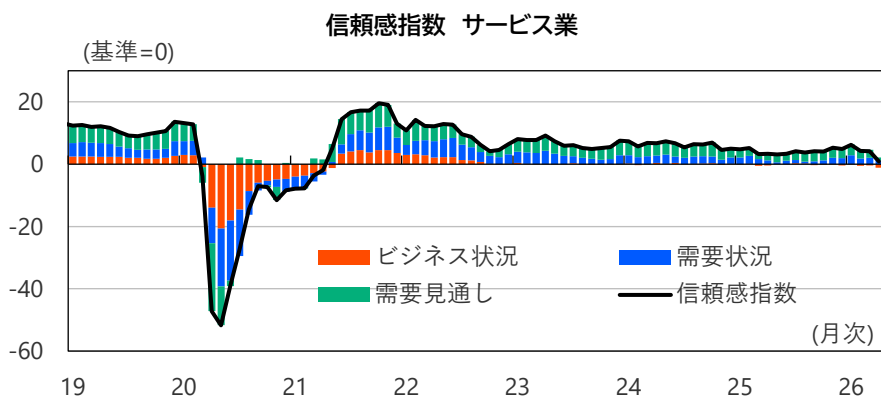
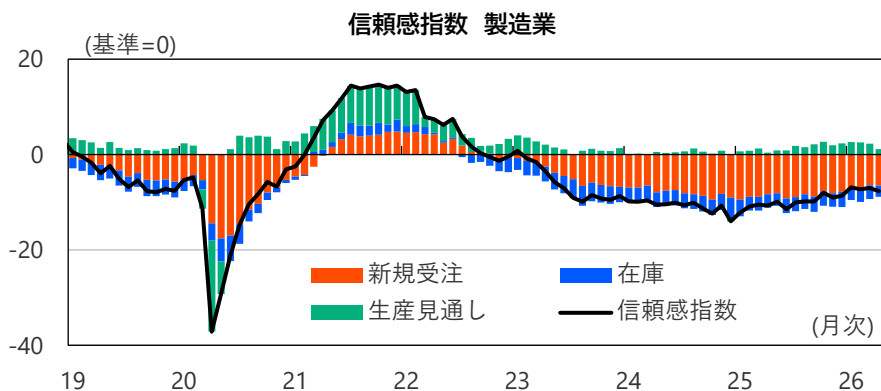
出所：Bloomberg, ECB



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。

- 欧州委員会が毎月末に公表する消費者・企業調査では、製造業では新規受注拡大と生産見通し縮小が、サービス業では需要見通しの縮小が確認された
- 同調査の販売価格見通しは、エネルギー高を受けて製造業で大きく上昇したほか、サービス業でも小幅に上昇した
- 期待インフレを示す指標も軒並み上昇傾向
- ソフトデータは、ホルムズ海峡封鎖が長期化した場合には、ECBのリスクシナリオや深刻シナリオのように基調物価に明確な影響が表れる可能性を示唆



出所：Bloomberg, European Commission

◎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。

■概況

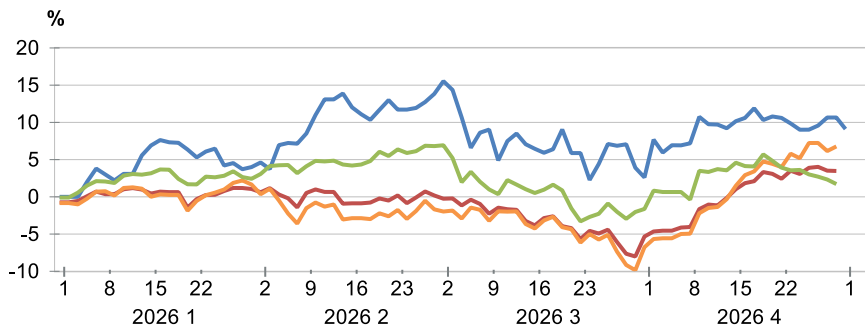
- 中東情勢の悪化に伴い、3月はパニック売りの様相を呈していたが、徐々に不確実性が晴れ、中東情勢影響を受けにくいAI・半導体関連企業を中心に資金が流入し、4月は一転して回復基調となった
- 日米欧の主要国指数では、4月はTOPIX:+6.6%、SP500:+10.4%、STOXX600+4.8%となり、米、日、欧の順にパフォーマンスが良好であった

■先行き

- **米国**: AI過剰投資懸念は杞憂。非ハイテク製造業の業況も循環的回復局面にあり、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**: 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**: 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る

図表：主要指数の12ヵ月先予想EPS推移(2025年末～)

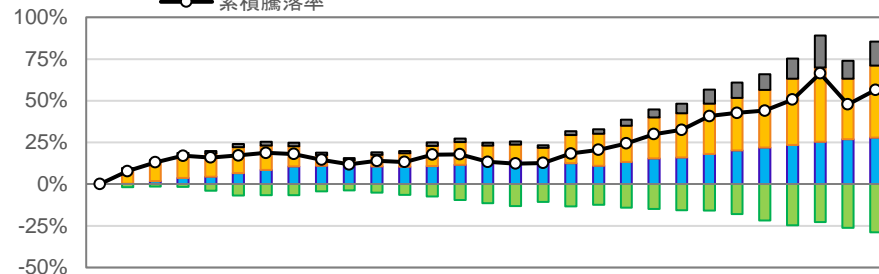
— TOPIX — SP500 — ナスダック100 — STOXX600



出所：マクロポンド、ブルームバーグ、リそなホールディングス

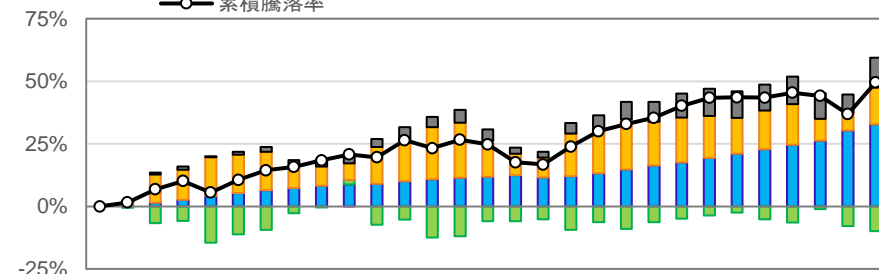
図表：TOPIXの23年末以降の変動要因分解

■ EPS要因 ■ 日10年金利要因  
■ リスクプレミアム要因 ■ その他  
○ 累積騰落率



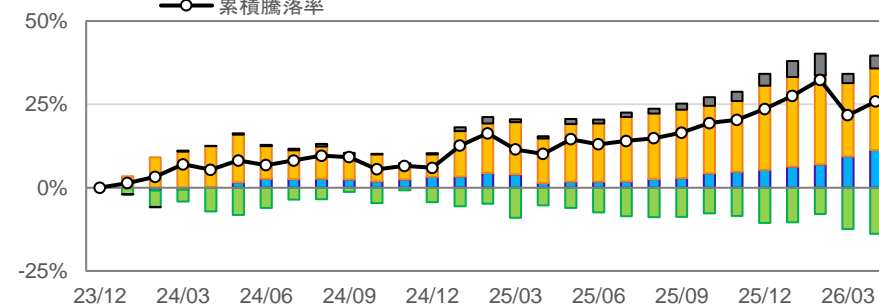
図表：SP500の23年末以降の変動要因分解

■ EPS要因 ■ 米10年金利要因  
■ リスクプレミアム要因 ■ その他  
○ 累積騰落率



図表：STOXX600の23年末以降の変動要因分解

■ EPS要因 ■ 独10年金利要因  
■ リスクプレミアム要因 ■ その他  
○ 累積騰落率

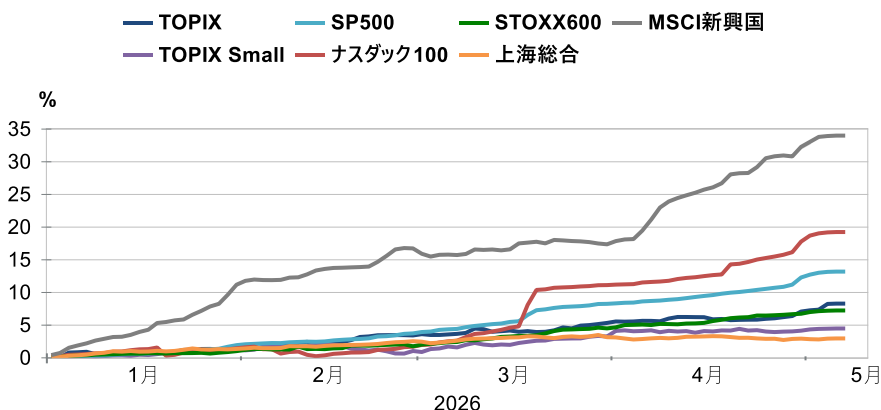


◎注意事項  
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

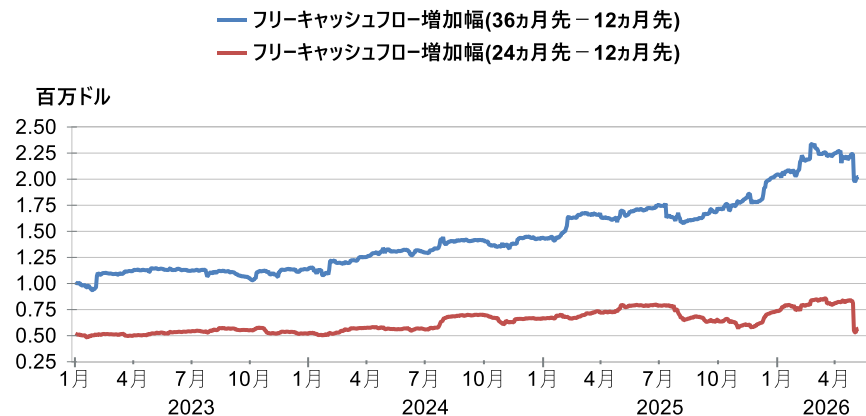
- 中東情勢に鎮静化の目途が立つまでは、それに依らない成長を示すハイテク企業(ナスダック、MSCI新興国、日経平均株価等)に資金が流入し続けるだろう
- ハイパースケーラーのフリーキャッシュフローの変化幅について、36ヵ月先-12ヵ月先は安定的に拡大している。短期では、設備投資が営業キャッシュフローを上回るものの、中期での回収可能性は低下していない
- AIバブルとの懸念は杞憂と考えるが、一方で、株価が将来のフリーキャッシュフロー割引現在価値であることを踏まえると、金利やリスクプレミアムに対する感応度は従来よりも増している可能性が高く、ボラティリティには留意したい
- ハイテクの中でも、今後ハイテク企業のパフォーマンスを牽引するのは、時価総額世界一位のエヌビディアを含むファブレスになるとみている
- PEGレシオが歴史的な低水準かつ1を割っている。バリュエーションの改善余地が依然として大きい

図表：主要指数の12ヵ月先予想EPS推移(2025年末～)

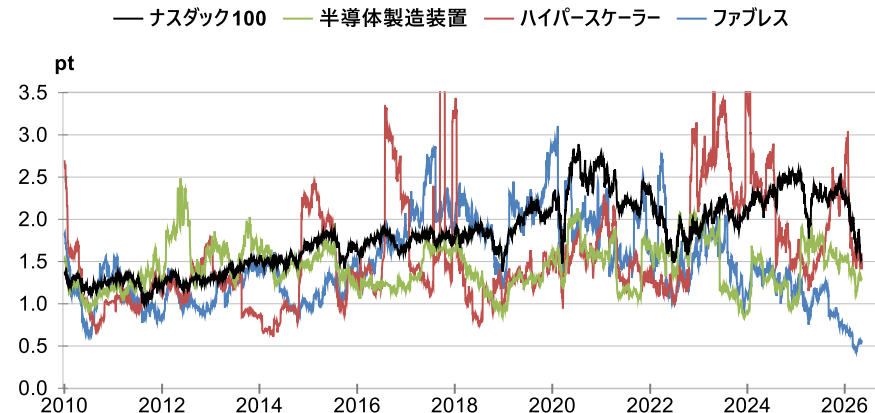


出所：マクロポンド、内閣府、りそなホールディングス

図表：ハイパースケーラーのフリーキャッシュフロー変化幅



図表：ハイテク企業のPEGレシオ(中央値)



$$\text{株価} = \text{EPS} \times \text{PER} = \text{EPS} \times \text{長期利益成長率} \times \frac{\text{PER}}{\text{長期利益成長率}} (= \text{PEGレシオ})$$

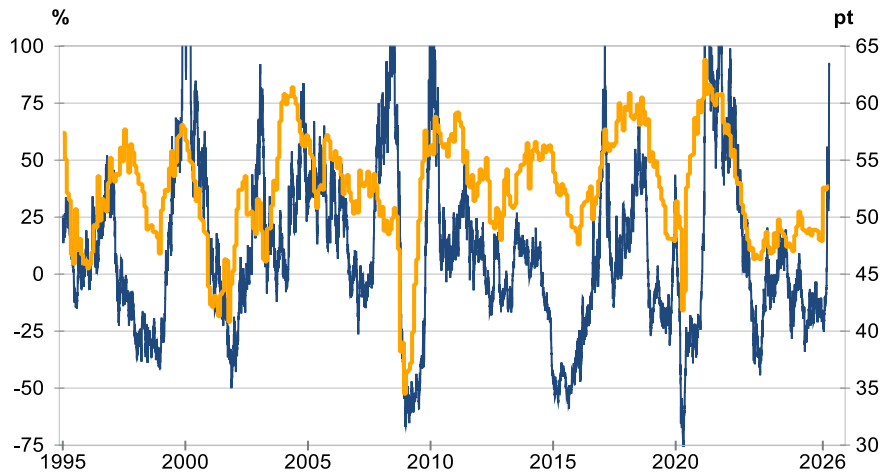
左2つで説明できない部分



- 中東情勢が鎮静化するに連れて、原油価格もピーク時から一服しようが、高止まりする公算が大きい
- ただし、それは、グローバル経済が底堅く推移することを背景とした需要主導の動きであるため、過度な懸念は不要と考えている
- 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
- エネルギー価格の高騰と円安は、高インフレを持続させるだろうが、ディマンドプルなものである限り、企業業績にはポジティブとみる
- とりわけ、上場企業は、多くが大企業で価格転嫁力が高く、利益率の一層の改善が見込まれる。ROEの改善に繋がり、高いバリュエーションが許容されるだろう
- また、1ドル160円程度の水準が定着する場合、日本株指数は外需企業のウェイトが大きいいため、為替差益によって経常利益が5%程度押し上げられる

図表：ISM製造業景況感指数と原油価格の前年比

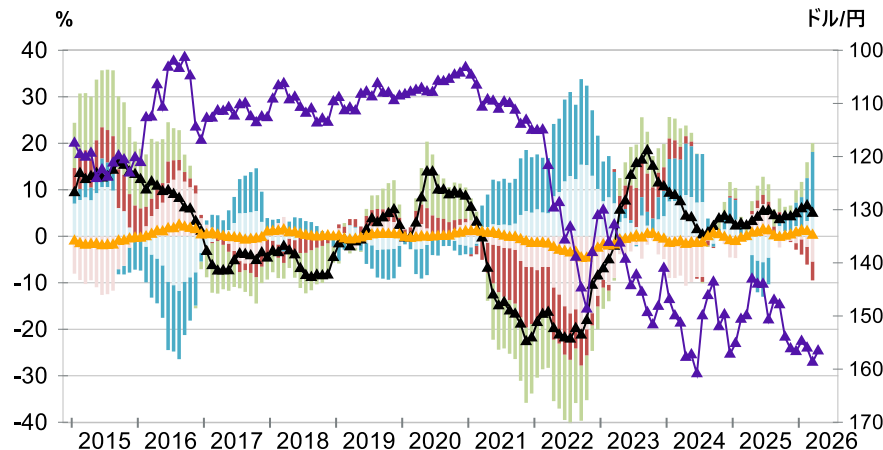
— ISM製造業景況感指数(右軸) — WTI原油(前年比)



出所：マクロポンド、内閣府、りそなホールディングス

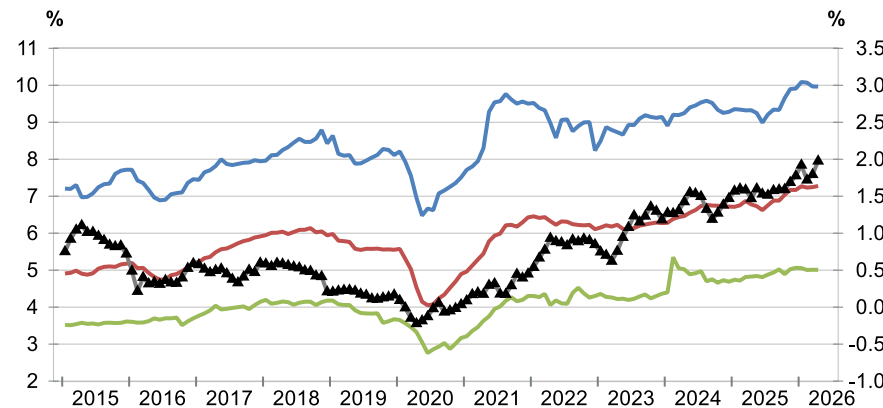
円建てでの交易条件(輸出物価+輸入物価)に対する前年比寄与度分解

▲ 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)



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



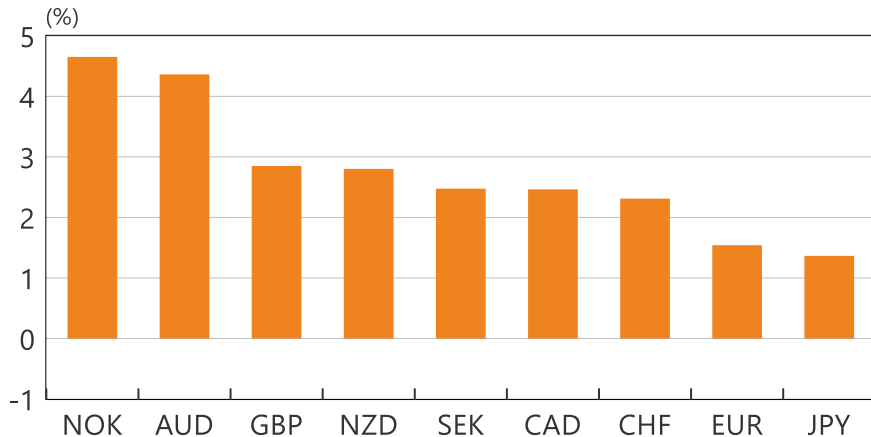
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎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。

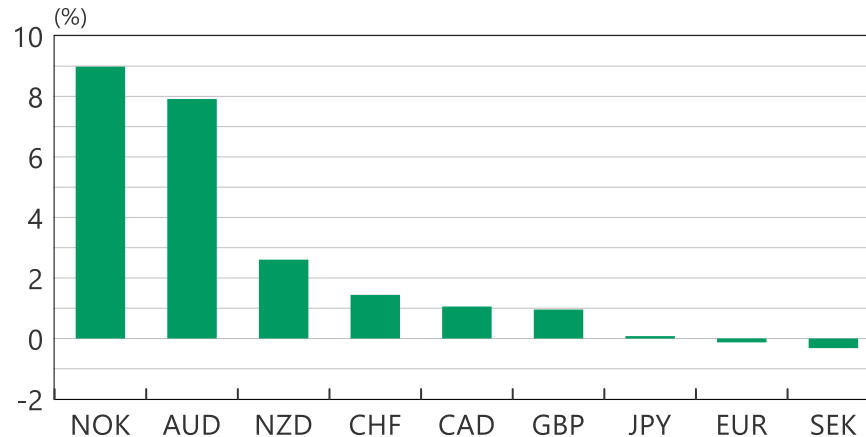
# 中長期テーマ

- 年初来では、NOKやAUDがUSDに対して大幅高の状態。一方でJPY、EUR、SEKは概ね同程度の水準
- 4月は、米国イランの停戦などもあり「有事のドル買い」が一服、USDが大きく売られた一方でAUDが強かった

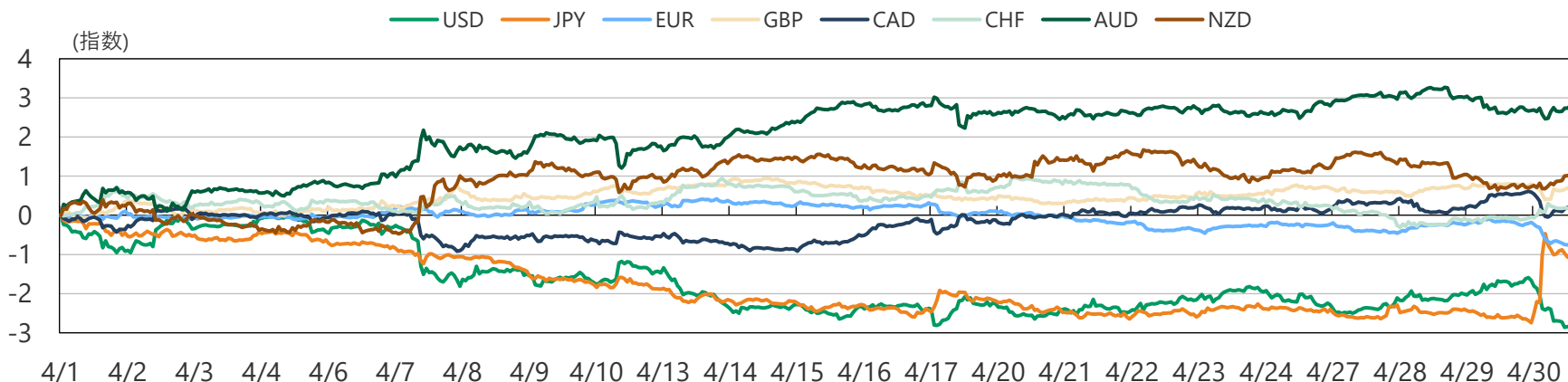
主要通貨 対USD騰落率(3月末比)



主要通貨 対USD騰落率(年初来)



通貨強弱チャート(2026年4月)



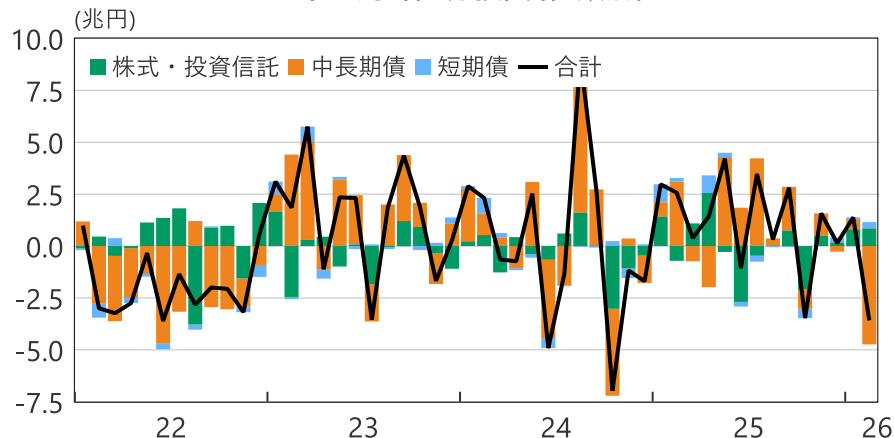
出所：Bloomberg, Macrobond

◎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。

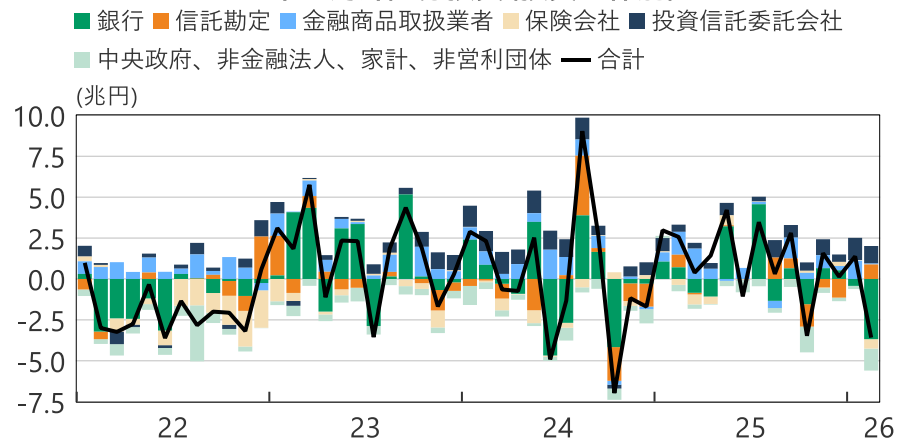
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 2月の対外証券投資は株式・投資信託を買い越しの一方、中長期債を大きく売越し。主体別では、銀行が大きく売越し
- 2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

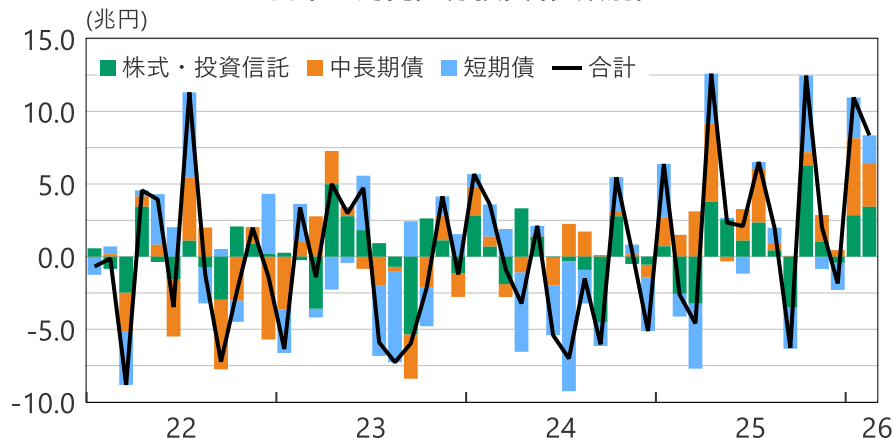
日本 対外証券投資(種類別)



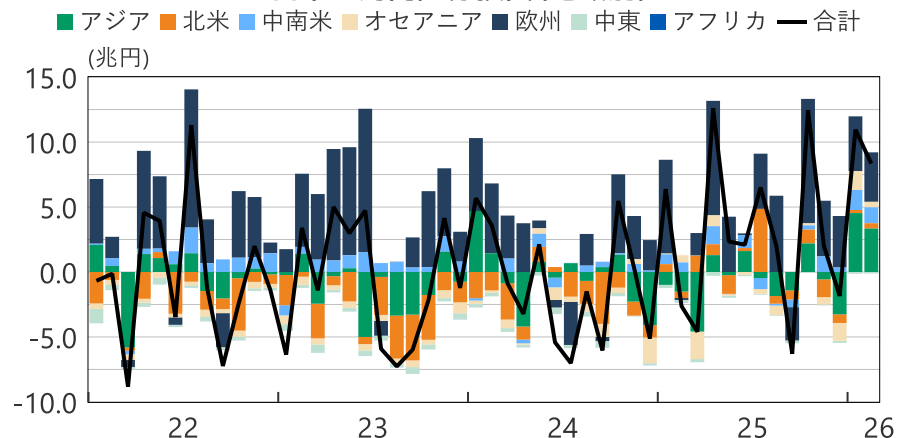
日本 対外証券投資(投資主体別)



日本 対内証券投資(種類別)



日本 対内証券投資(地域別)



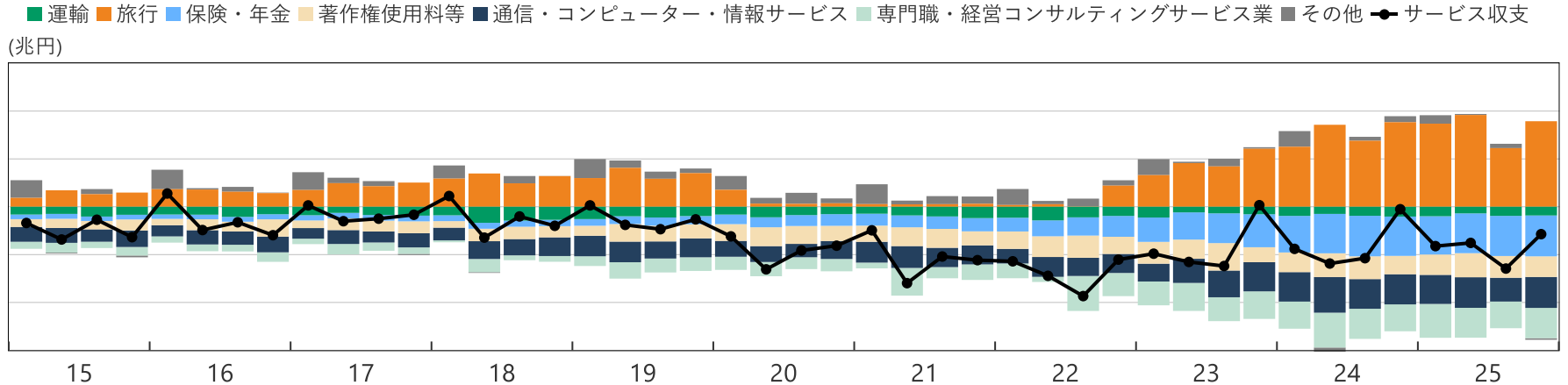
出所：Macrobond

©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。

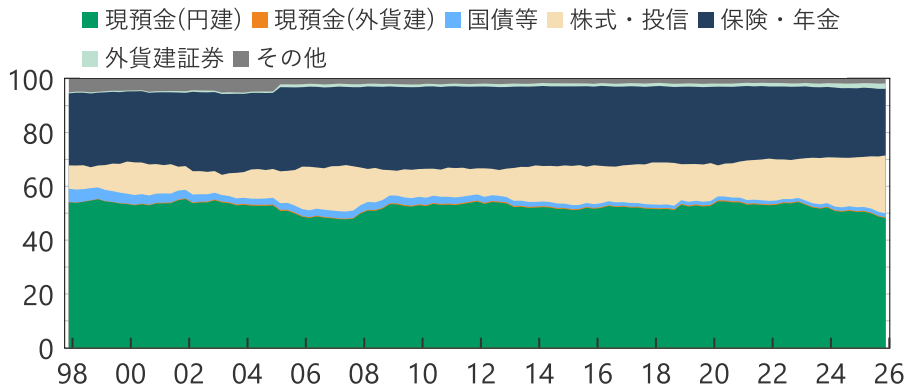
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 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

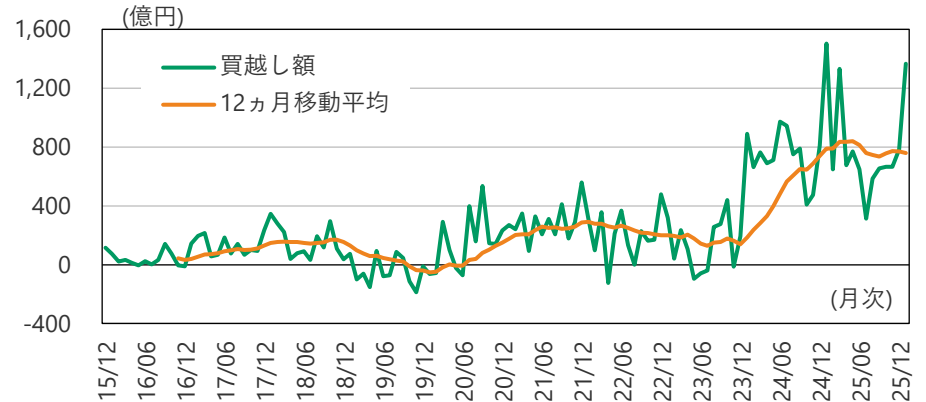
日本のサービス収支内訳



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



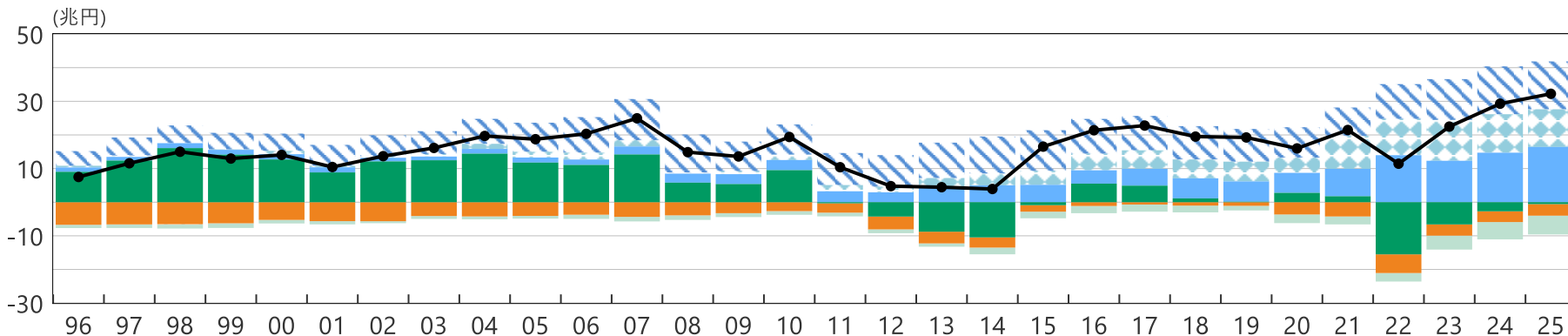
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

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。

- 日本の経常収支は長期にわたって黒字を継続しているが、近年の黒字は第一次所得収支が主因。第一次所得収支の中の、再投資収支や証券投資収支については大部分が円需要に影響しないといわれている
- 日本の貿易収支は2011年に鉱物性燃料の輸入増加(原発停止の影響)を受けて赤字に転落して以降、鉱物性燃料や食料品の輸入額増加を主因として貿易赤字が常態化。貿易赤字の増加はドル買い需要の増加を意味することから、円安の直接的な要因となる

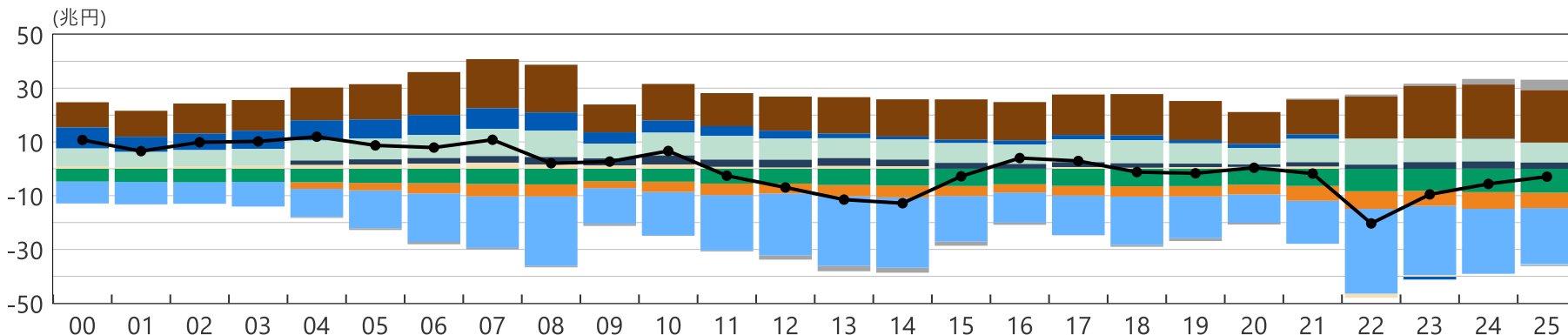
### 日本の経常収支内訳

■ 財収支 ■ サービス収支 ■ 第一次所得収支 ▲ (うち再投資収支) ▲ (うち証券投資収支) ■ 第二次所得収支 ● 経常収支



### 日本の貿易収支内訳

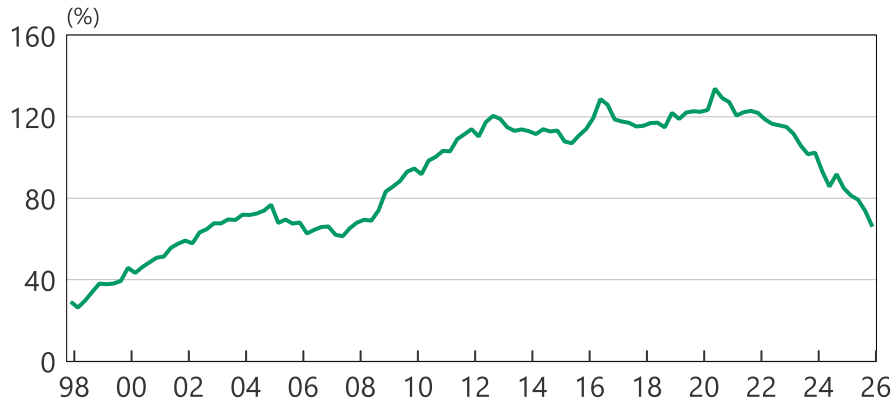
■ 食料品 ■ 原料品 ■ 鉱物性燃料 ■ 化学 ■ 製品 ■ 一般機械 ■ 電気機械 ■ 輸送用機器 ■ その他 ● 財収支



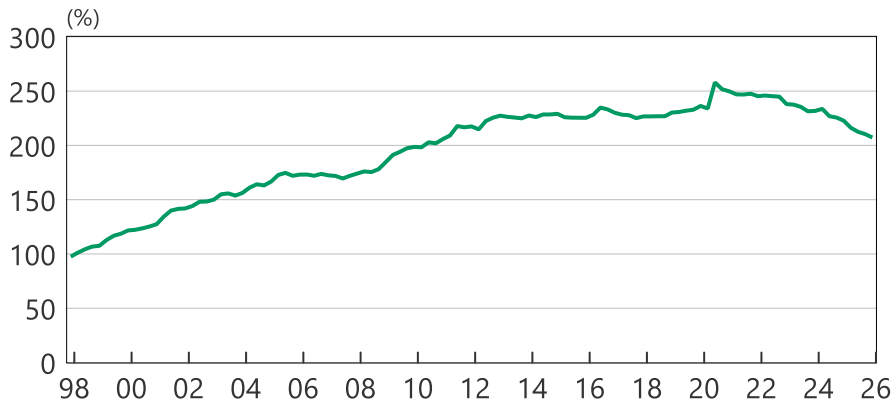
出所：Macrobond

- 日本の政府純債務残高は、インフレ・株高・円安などもあり対名目GDP比では改善が進む。高市政権が当初同指標の改善を目標としたことで、資産の外貨建て部分の膨張を目論んで政府が円安を容認すると市場の思惑が、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

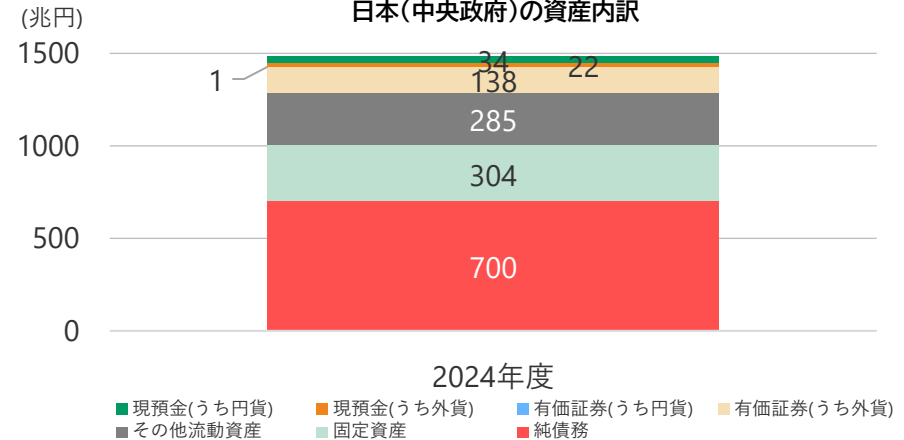
日本の政府純債務残高対名目GDP比



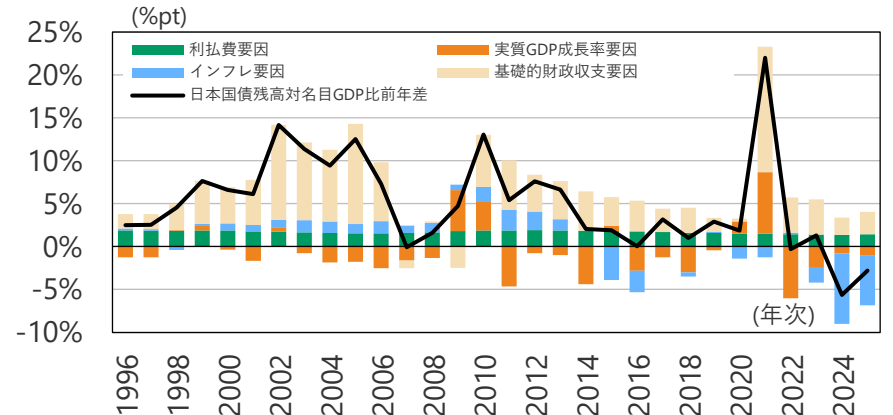
日本の政府総債務残高対名目GDP比



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。

# 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

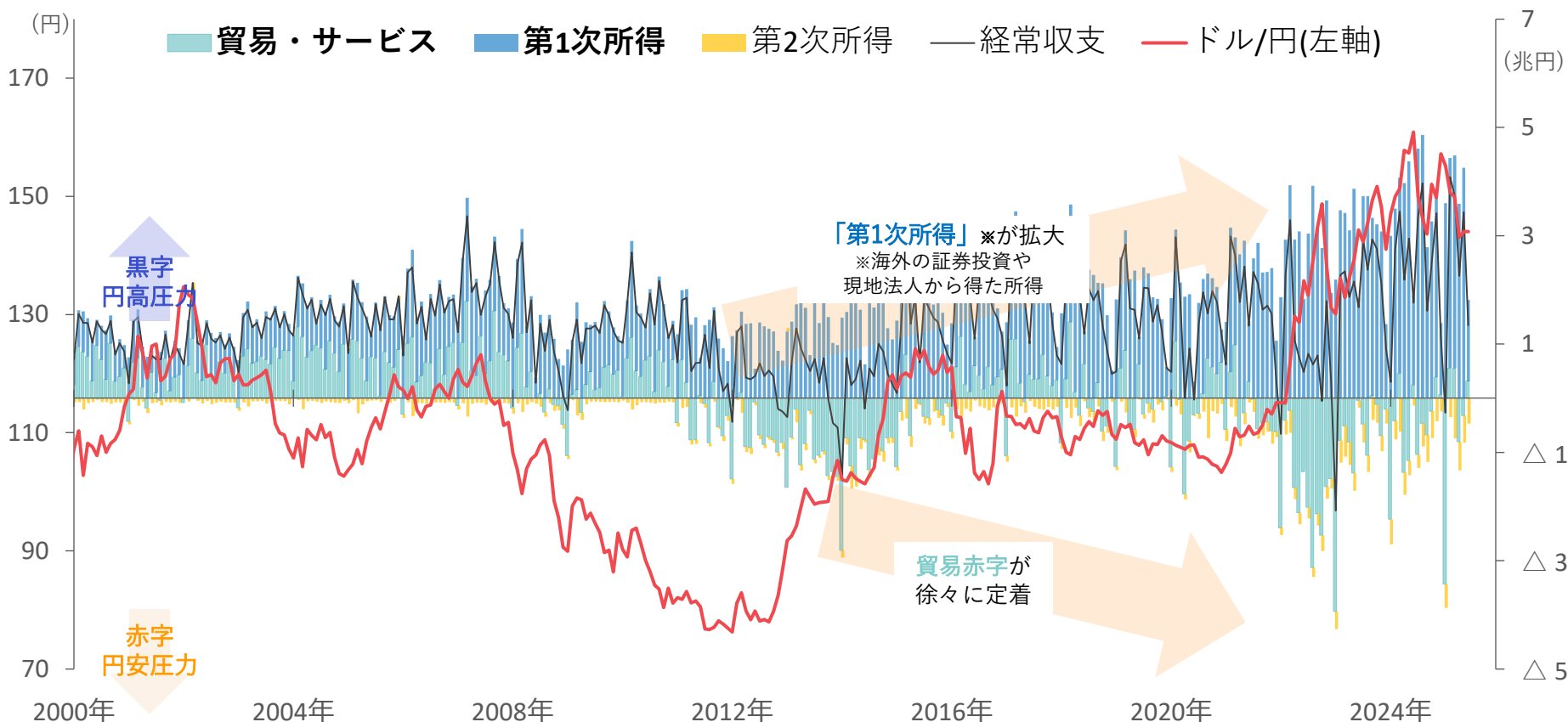
## 4. 弱まりつつある “有事の円買い”

### 【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

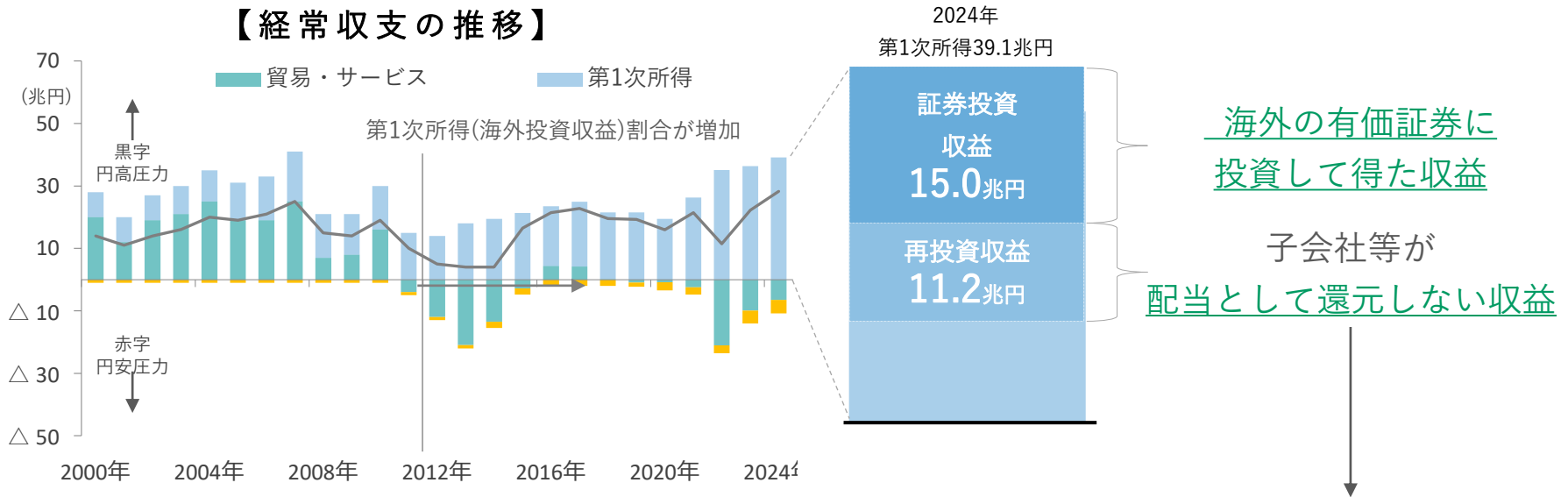
出所：Bloomberg

◎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

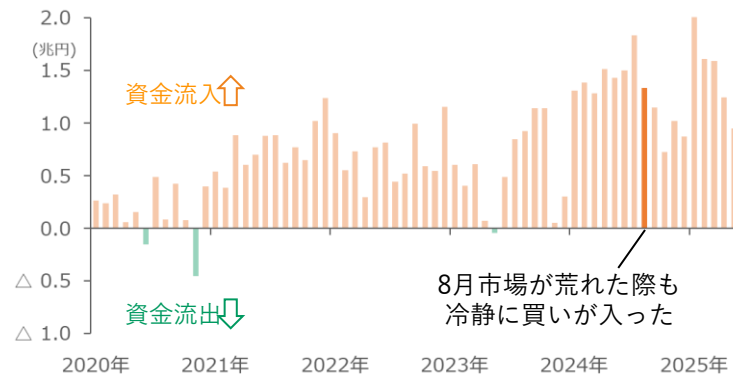
出所：経済産業省HP、Bloomberg

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。

- 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】



投信への資金流入が  
**過去最高**

流入額:**16兆円**(前年比+89%)  
純資産残高:**246兆円**(前年比+20%)

貯蓄から  
投資へ

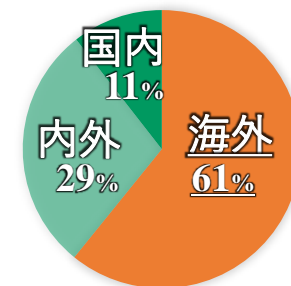
資産は  
海外へ

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

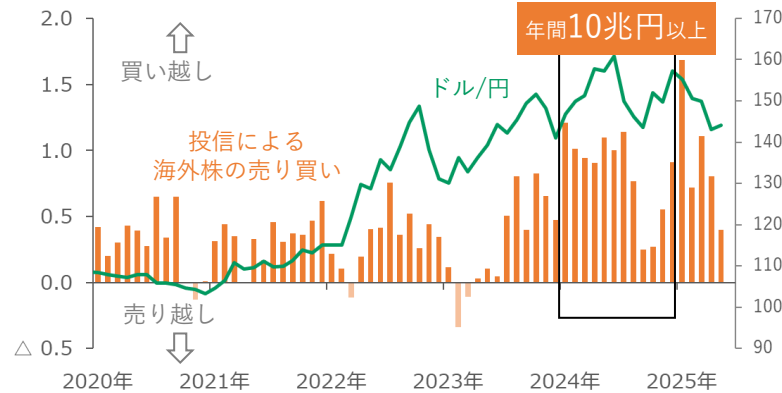


出所：各種報道、投資信託協会、Bloomberg

- 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



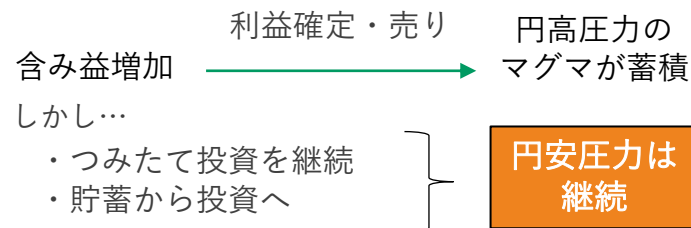
1日当たり過去最大の介入額：5.9兆円を超える水準  
(2024/4当時は1日で5.6円の円高進行)

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】

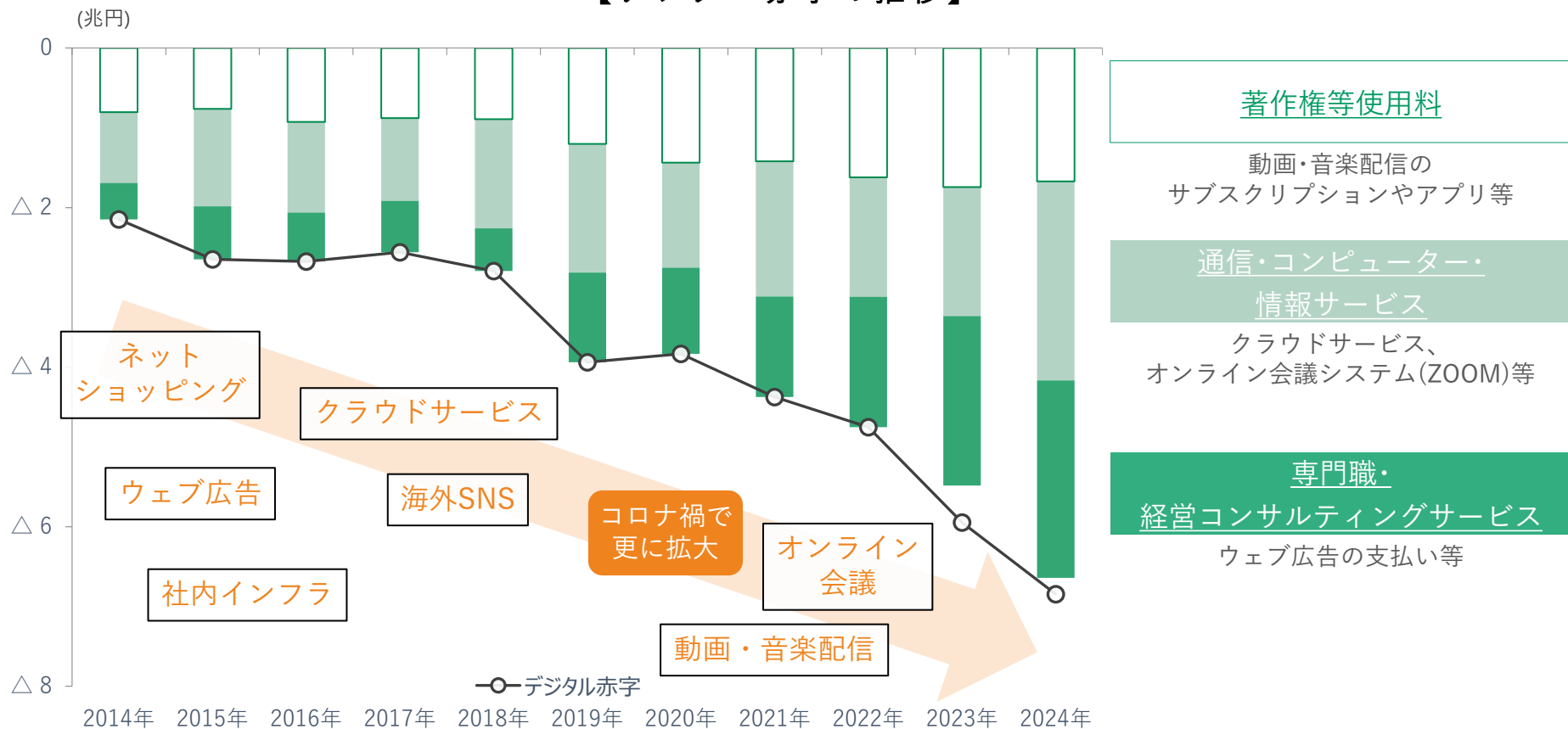
2011年の東北地震以降、一時全ての原発が停止後、段階的に再稼働も、鉱物性燃料の割合は概ね20%、貿易赤字の要因になっている。



- 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】

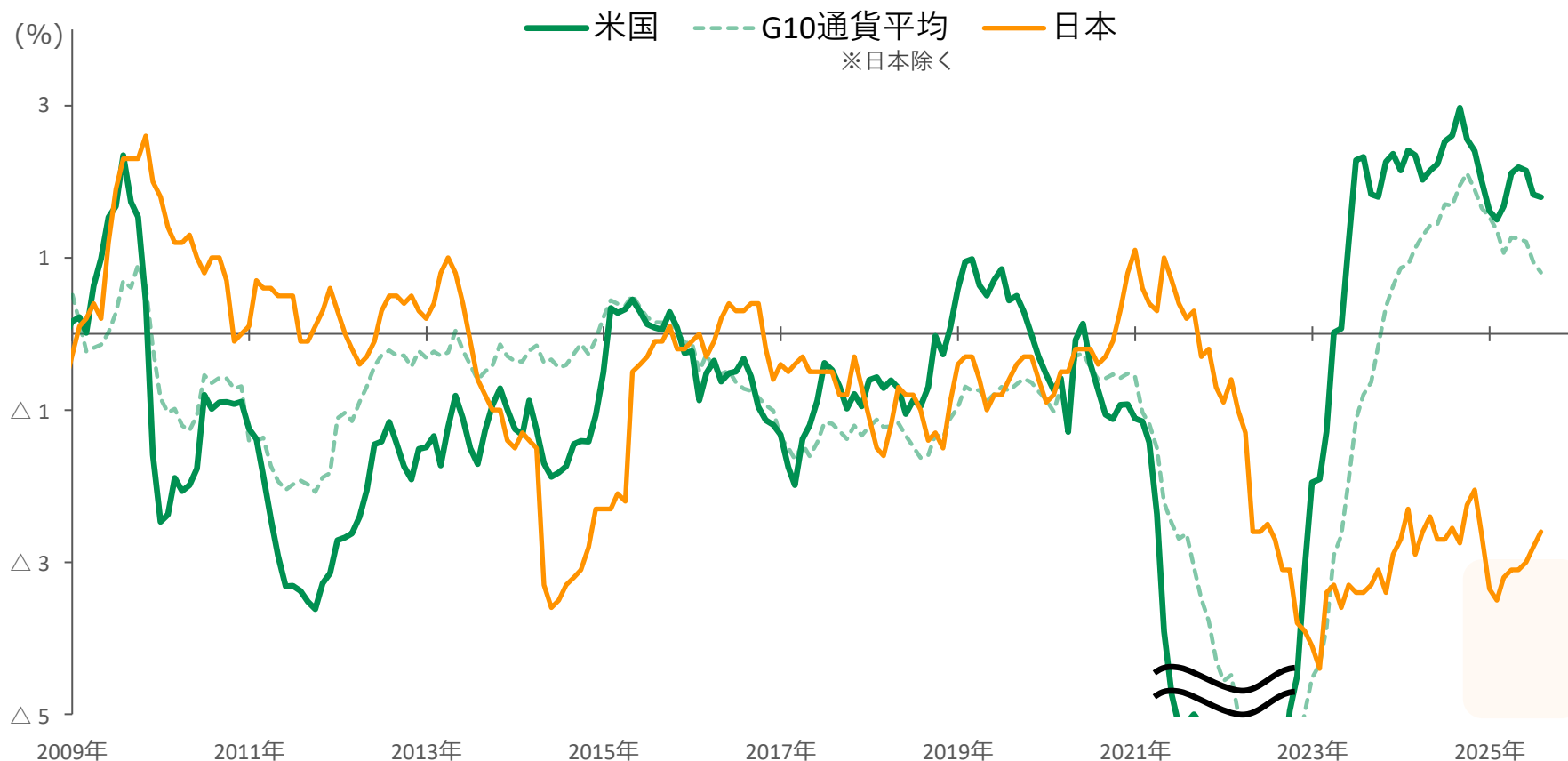


出所：日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」より当社作成、Bloomberg

### 3-1. 円の魅力を削ぐ要因:実質金利の低さ

- 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

#### ◎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。

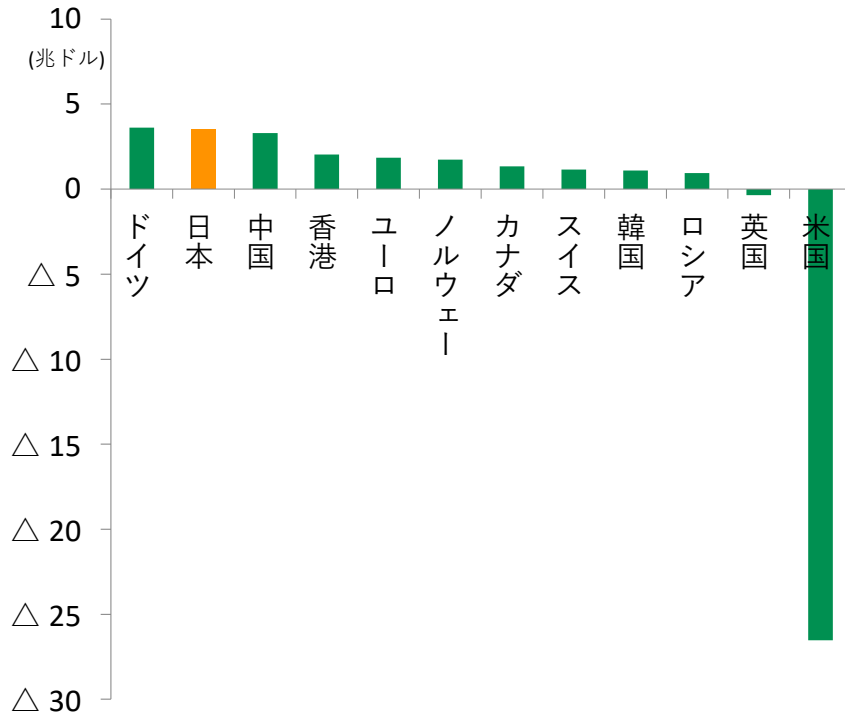
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

## 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

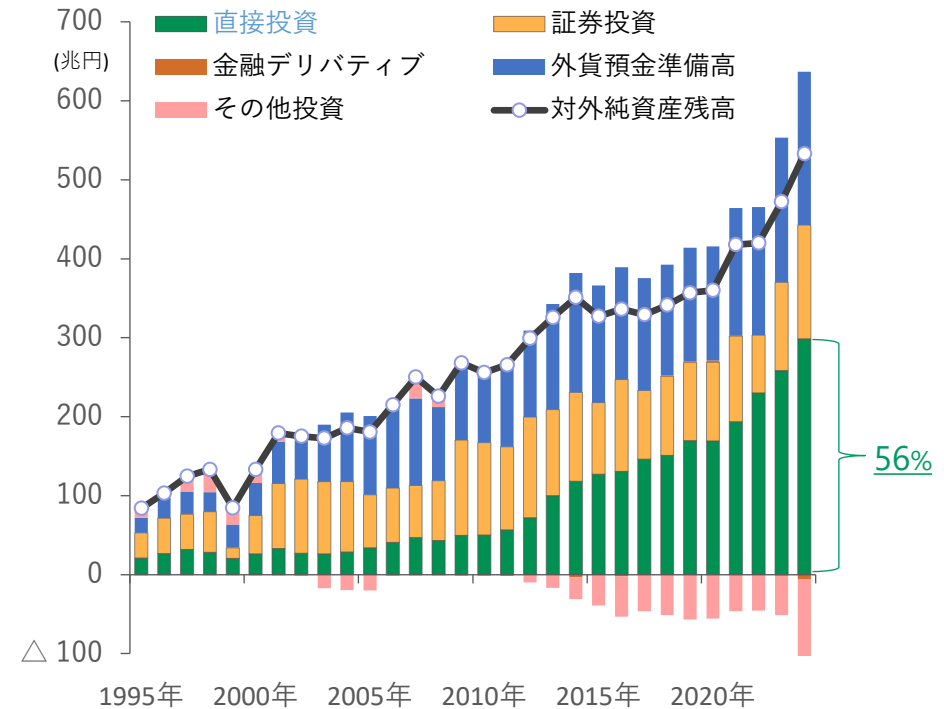
### 【主要国の対外純資産】

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】

