

りそな為替動向マンスリー:2026年6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:足元は160円にタッチ、中期的にはじりじりと円安が進行か

- ドル円は、年末にかけては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: 景気の循環的回復局面を迎え、労働市場軟化も一服し、利下げ必要性は低下
- 欧州: エネルギー高の基調物価への影響を警戒し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	160.0	160.0	160.0	160.0	165.0	165.0	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	—	140.0	140.0	140.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0
	ユーロ円	—	150.0	150.0	150.0	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:製造業の循環的回復局面に

- 米国** ➤ 経済の循環的回復に伴い労働市場が健全化し、利下げの必要性が低下。インフレトレンドの上昇を踏まえ、ターミナルレートは3%程度へ。
- 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** ➤ 足元の原油高を受け、ECBは一時的に2回程度利上げを実施。防衛産業がけん引し景気は緩やかな回復が継続、中立金利はやや上昇へ。

サブ1:地政学リスクの連鎖で世界貿易が収縮し、長期停滞

- 米国** ➤ 当初は供給制約によるインフレ圧力を警戒し利下げには慎重も、景気後退と信用収縮が明確化するにつれ段階的に利下げを実施。
- 日本** ➤ 輸入物価上昇と円安圧力を警戒し、当初は据え置き姿勢を維持も、国内景気悪化と基調インフレ鈍化を受け利下げに転換。
- 欧州** ➤ 物価対応でECBは一旦利上げも、2026年後半頃以降はグローバル景気の急速な悪化を受け利下げに転換。

サブ2:高インフレ・高成長・高金利環境の持続

- 米国** ➤ AIブームや製造業の循環的回復が加速し、景気の過熱に伴うインフレ圧力が生じると想定。中立金利は4%に上昇しFRBは利上げを再開。
- 日本** ➤ グローバル経済の回復を受け、生産能力増強のための設備投資が加速。中期の循環的回復に伴い、日銀は緩やかに利上げしターミナル金利は3%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
6/1(月)	1-3月期法人企業統計調査	5月ISM製造業景況指数	(中) 5月製造業PMI
6/2(火)	10年債入札		
6/3(水)		4月製造業受注	
		5月ADP雇用統計	
		5月ISM非製造業景況指数	
		米地区連銀経済報告	
6/4(木)			
6/5(金)	4月家計調査	5月雇用統計	
	4月毎月勤労統計 (速報)		
6/8(月)	1-3月期GDP (二次速報値)		
	5月景気ウォッチャー調査		
6/9(火)		3年債入札	
		4月貿易収支	
		5月中古住宅販売	
6/10(水)	30年債入札	10年債入札	(中) 5月CPI
	5月企業物価指数	5月CPI	
6/11(木)		30年債入札	(欧) ECB定例理事会
		5月PPI	
6/12(金)			
6/14(日)			(他) G7首脳会議 (於仏エビアン) (~16日)
6/15(月)		6月NY連銀製造業景況指数	
6/16(火)	植田日銀総裁定例会見	20年債入札	(豪) 準備銀行理事会
		5月住宅着工・許可件数	(中) 5月生産・小売・投資
			(独) 6月ZEW景況指数

	日本	米国	その他
6/17(水)	4月機械受注	5月小売売上高	
	5月貿易統計	FOMC (結果発表)	
6/18(木)		6月フィラデルフィア連銀製造業景況指数	(英) BOE金融政策委員会
6/19(金)	5月消費者物価指数	(奴隷解放記念日)	
	日銀金融政策決定会合議事要旨 (4/27~28開催分)		
6/22(月)			
6/23(火)	5年債入札	2年債入札	(欧) 6月PMI (速報値)
6/24(水)		5月新築住宅販売	(独) 6月IFO企業景況感指数
		5年債入札	
6/25(木)	20年債入札	1-3月期GDP (確定値)	
		5月個人所得・消費支出	
		7年債入札	
6/26(金)			
6/29(月)			
6/30(火)	2年債入札	6月消費者信頼感指数	(中) 6月PMI
	5月鉱工業生産		
	5月労働力調査		

- 米国では、イラン情勢に伴うインフレ圧力から、金融政策が利下げから利上げに転じる可能性が指摘されている。
- 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。

見通し		4-6月		7-9月		10-12月		1月～		
景気	✓ 景気減速がメイン予想も、リスクは関税や中東情勢による景気後退	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				
	✓ 一時的なインフレ再燃にも警戒	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	✓ 米国は景気減速とインフレを天秤にかけつつ、金融政策の方向性を検討	米国は利下げ?、欧州は利上げ 米国FRB内で金融政策の方向性の意見が相違/欧州はインフレ再燃をうけ利上げ姿勢						追加利下げ →利上げへ転換?		
	✓ 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	日銀が追加利上げを模索 春闘は昨年程度の結果が確認されつつある 原油高のインフレ・景気への影響を確認しつつ利上げスタンス維持						追加利上げは はやければ6月?		
中銀会合日程	米FRB	4/28-29	5/15 パウエル 議長任期 ドットチャート・経済見通し	6/16-17	7/29-30	9/15-16	10/27-28	12/8-9	1/26-27	3/16-17
	欧ECB	4/30	6/11 スタッフ経済見通し	7/23	9/10 スタッフ経済見通し	10/29	12/17	2月	3月	3月 スタッフ経済見通し
	日銀	4/27-28 展望レポート	6/15-16	7/30-7/31 展望レポート	9/17-9/18	10/29-30 展望レポート	12/17-18	1月 展望レポート	3月	
米国トランプ政権	トランプ政権の動向	ウォーシュFRB新議長の下での初会合			11月中間選挙に向けた選挙活動へ				1月～新議会が発足	
		イラン情勢+ウクライナなど 特に足もとイラン情勢が市場の波乱要因に。								
その他	主要な政治日程など	6月 OECD 閣僚理事会 於フランス	6月 G7首脳会談 於フランス	7月 NATO 首脳会談 於トルコ	7月 G20財務相 中銀総裁会合 於南ア	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	与党・共和党苦戦 上下院とも 民主党優勢		1月 ダボス会議

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。

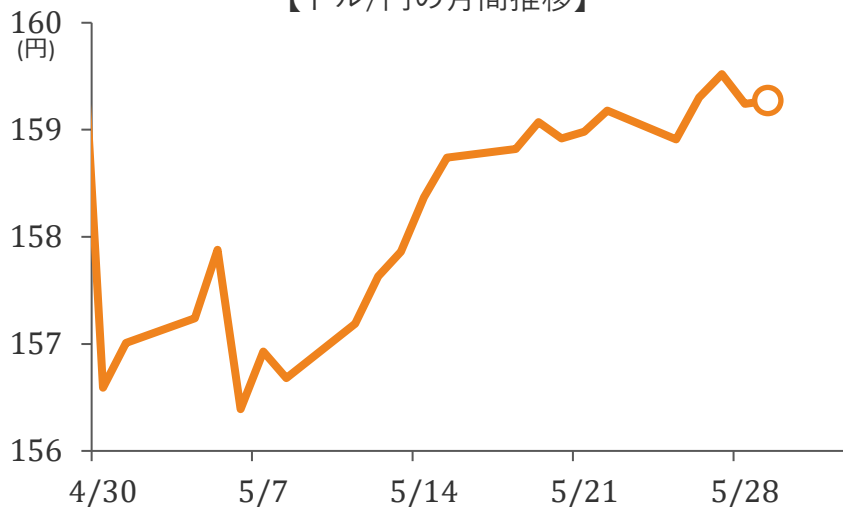
為替介入で円が急騰も再度円売りの展開

↑ ドル/円
159.23円
 前月比 +2.67円 (+1.71%)

日経平均
 ↑ **66,329円**
 前月比 +7,044円
 (+11.88%)

↑ ユーロ/円
185.50円
 前月比 +1.88円 (+1.02%)

【ドル/円の月間推移】

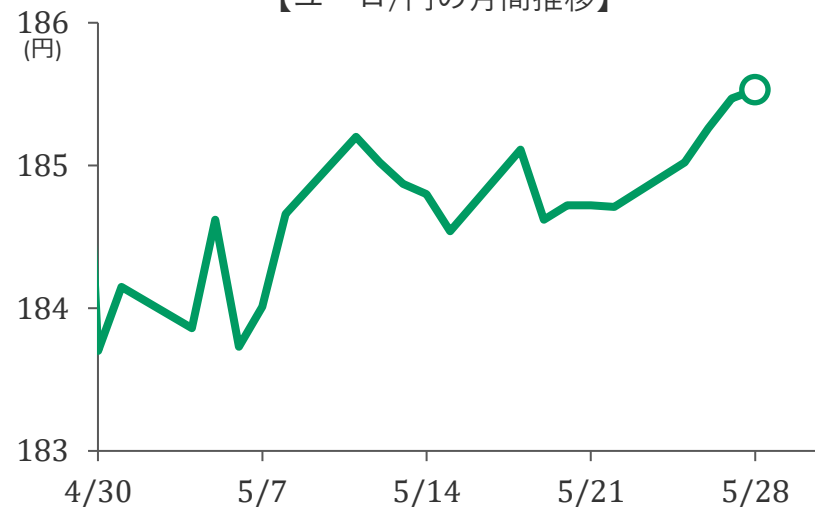


為替介入で下落も、値を戻す展開

日本の大型連休中の円買い介入により、一時155円台まで下落。その後は、中東情勢の協議進展期待の後退を受けたドル買いや、日本の補正予算編成を受けた円売りも加わり、159円台まで徐々に値を戻した。

出所：Bloomberg、りそなホールディングス

【ユーロ/円の月間推移】



介入での下落を6割程度戻した

介入により182円台まで急落するも、徐々に反発。ドルが買い戻される一方でユーロが売られる場面も見られるも、それ以上に円が弱く、185円台まで反発した。

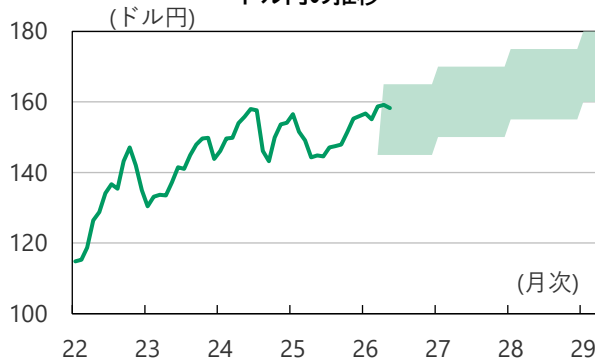
 **りそなグループ**
 RESONA

◎注意事項
 当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。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。

- 中長期的にはじりじりと円安が進行する予想。米金利高止まり予想への転換を勘案し、円安進行ペースをこれまでよりもやや早めた
- 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およそ2%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
- 足元、中東情勢の悪化長期化やFRBの利上げ織り込みを背景にドルが買われやすい地合いが継続するが、投機筋の円ショートポジションが歴史的水準まで大きくなっていることもあっ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
- 「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
6/25	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の長期化	円安
—	日銀がタカ派転換	円高

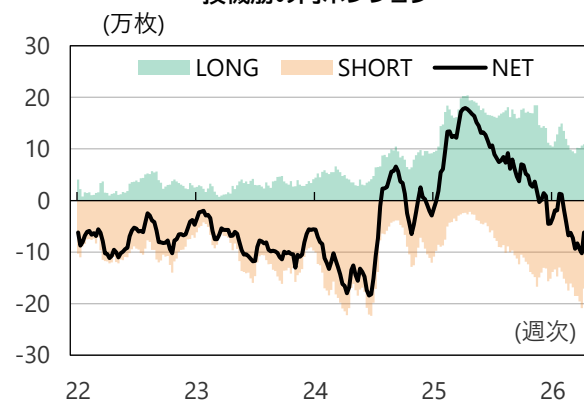
市場の織り込む日米ターミナル金利



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

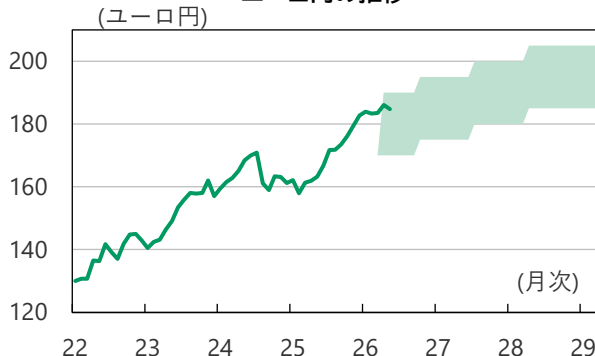


◎注意事項
 当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 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



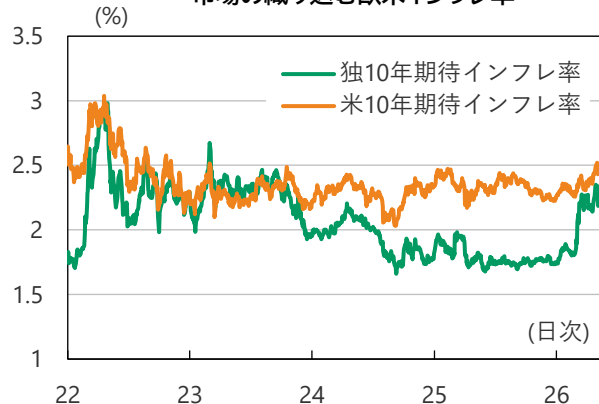
■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
7/1	ユーロ圏CPIの上振れ	ユーロ高
—	イランによる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が利上げの継続を示唆	ユーロ高
—	日銀がタカ派転換	ユーロ安

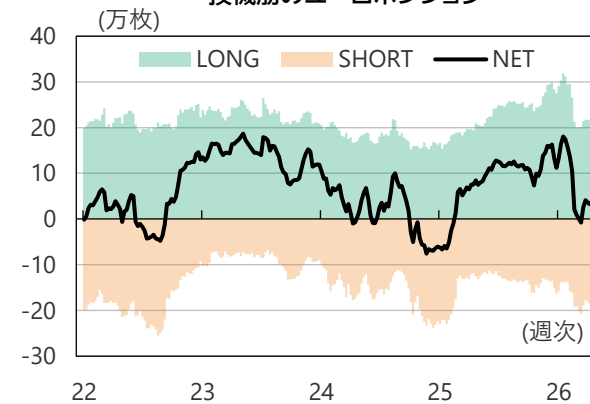
市場の織り込む欧米ターミナル金利



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、新興国は停滞。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

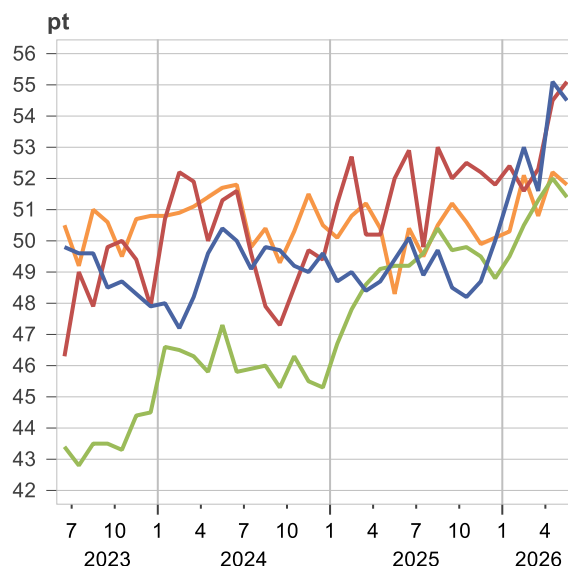
図表：製造業PMI

— 先進国 — 新興国



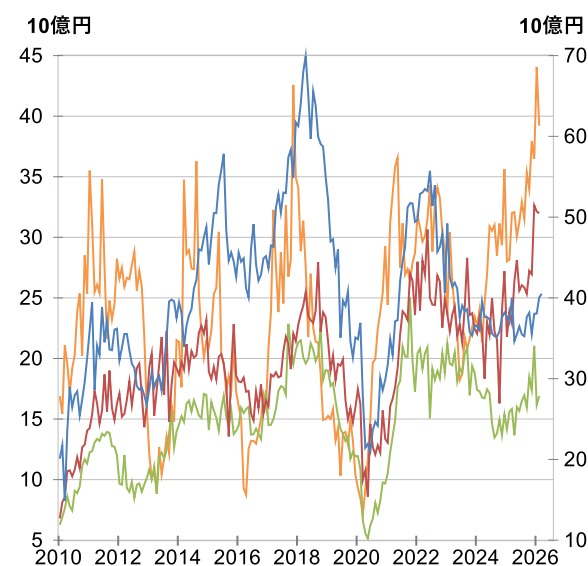
図表：製造業PMI

— 日本 — 米国 — EU — 中国



図表：工作機械受注

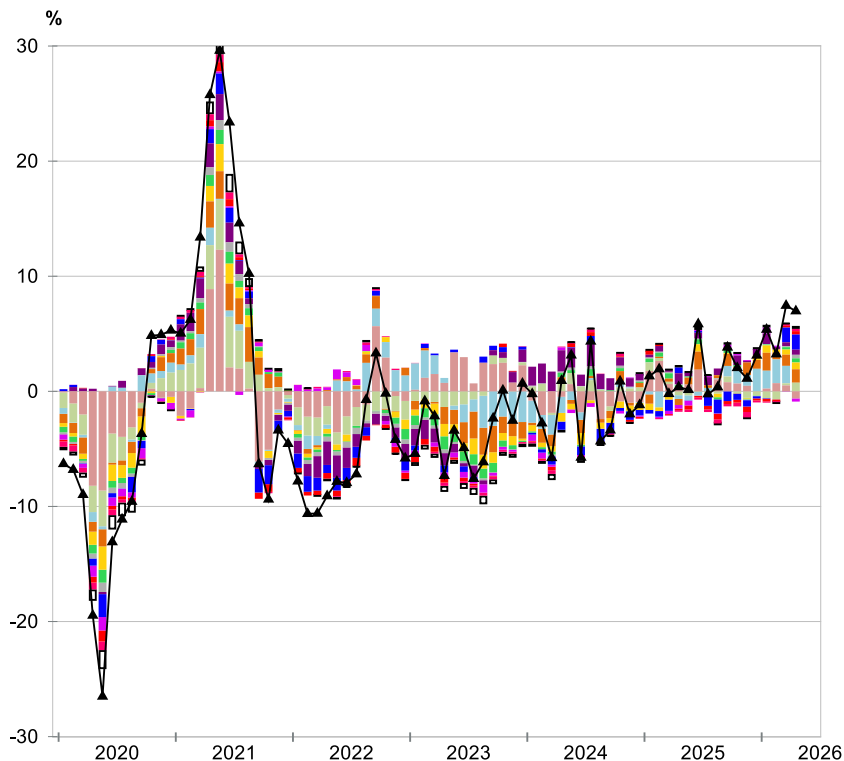
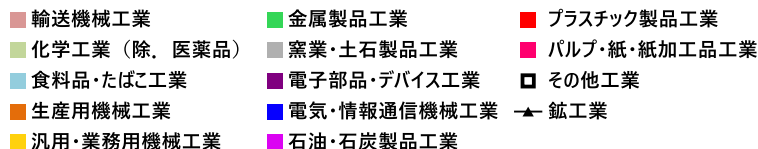
— 内需(右軸) — 米国 — 欧州 — 中国



出所：マクロポンド、内閣府、りそなホールディングス

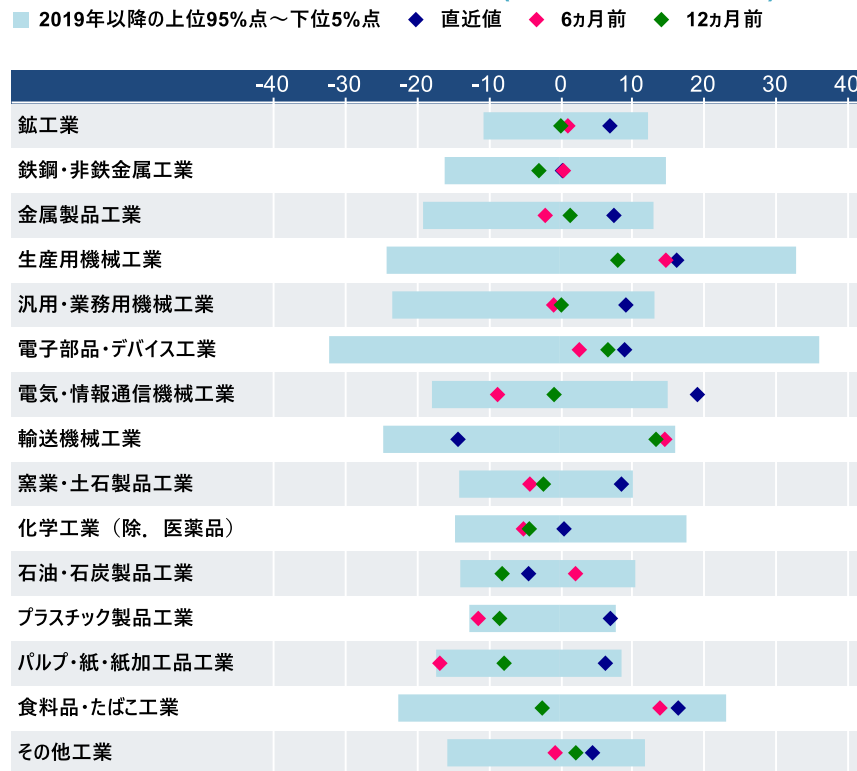
- 日本の鉱工業生産指数の前年比は、22年以降改善基調となっている。背景にあるのは在庫調整の一股
- 業種別にサイクルのどこに位置しているかを確認すると、石油・石炭製品、生産用機械、食料品・たばこ等ではピークを迎つつあるが、電子部品・デバイス工業は拡張局面に位置している他、金属製品や輸送用機器等、米関税政策で打撃を受けた業種でも底打ちの兆しが窺える
- 日本の製造業は、構造的な業績拡大局面にある。需要が堅調であるならば、インフレが経済に定着しつつある状況下では、価格転嫁が受け入れられ、利益率は引き続き改善しよう

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)



■ 概要

- Okimoto(2019)は、ST Phillips Curveを用いて、日本のインフレ率には3つの局面が存在することを示した。米国で同様の分析を行ったところ、インフレ率は2022年以降、構造変化したとの示唆が得られた

■ 考察

- 米国では、グレート・インフレーション(4.43%)⇒グレート・モデレーション(1.95%)⇒コロナ禍後のインフレ期(4.01%)という構造変化を経験
- 実務上は、トレンドインフレの上方シフトは、中立金利の上方シフトを示唆する。短期予想は実勢を踏まえ、臨機応変に修正していくが、中長期の予想については、本分析に基づき、インフレ率や政策金利の想定を引き上げる

■ ST Phillips Curveと分析の概要

$$\pi_t = \sum_{k=1}^K \alpha_k \pi_{t-k} + \left(1 - \sum_{k=1}^K \alpha_k\right) \mu_t + \beta_t x_t + \varepsilon_t$$

インフレ率 (コアコア) トレンドインフレ率 需給ギャップ

トレンドインフレ率は、Longer Runと同義だが、構造変化発生時は変化する

$$\mu_t = \mu^{(1)} + G_1(s_t; c_1, \gamma_1)(\mu^{(2)} - \mu^{(1)}) + G_2(s_t; c_2, \gamma_2)(\mu^{(3)} - \mu^{(2)})$$

Gはロジスティック関数(0~1の間の値を取る)で、滑らかな推移を表現可能

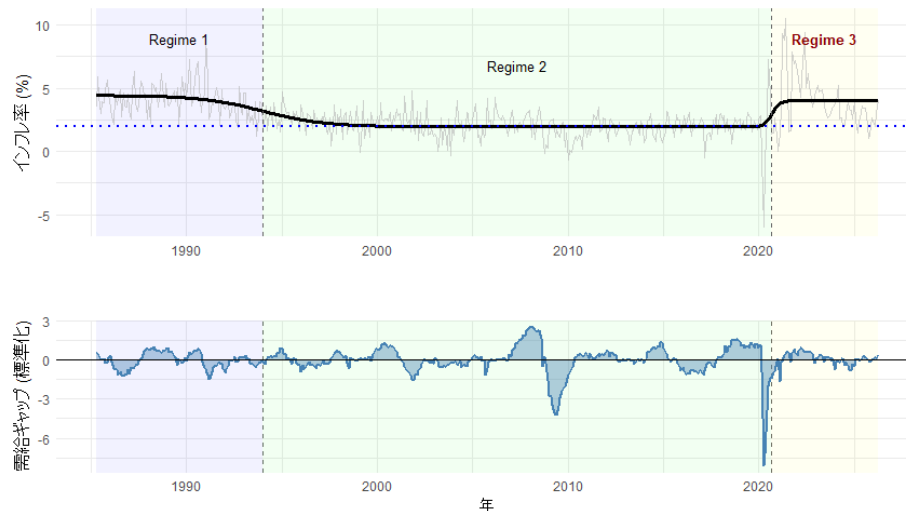
$$G(s_t; c, \gamma) = \frac{1}{1 + \exp(-\gamma(s_t - c))}, \quad \gamma > 0$$

- Gのテ일러近似よりこのように書き直せる
- $\gamma=0$ であれば各係数は0になる。この補助回帰により係数値を推定し、何個のGで $\gamma \neq 0$ となるかを確認

$$\pi_t = \sum_{k=1}^K a_k \pi_{t-k} + b_0 + b_1 x_t + b_2 s_t + b_3 x_t s_t + e_t$$

- Okimoto(2019)は、トレンドインフレ率を、二つ以上のトレンドインフレ率の和で表すことが妥当かどうかを検証
- 1985年~2016年のデータでは、トレンドインフレ率は3つのトレンドインフレ率の和で表すことだ妥当となった
- 検証期間を2026年まで伸ばすと、トレンドインフレ率は4つのトレンドインフレ率の和で表すことだ妥当となった

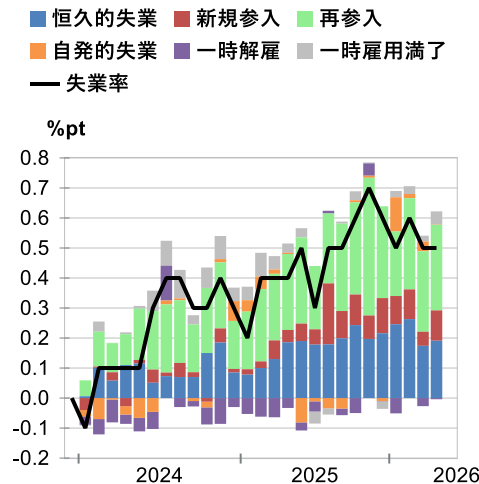
米国経済におけるインフレ率と需給ギャップの分析



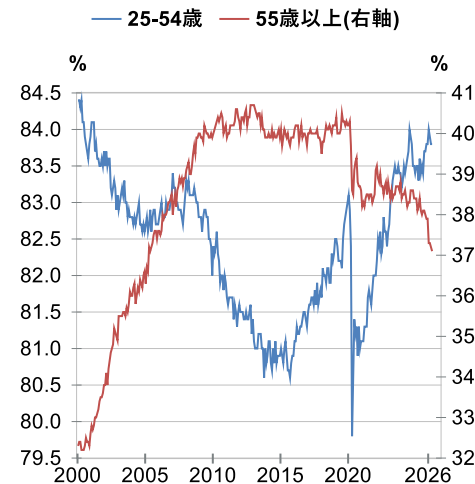
Tatsuyoshi Okimoto (2019), "Trend inflation and monetary policy regimes in Japan", Journal of International Money and Finance
を参考にリそなホールディングス作成

- ISM製造業景況感指数は、50を安定的に上回って推移。入荷遅延の上昇は、中東情勢の混乱も影響しているが、新規受注や生産の増加を伴っていることを踏まえると、需要主導で回復している様子も伺える
- 失業率についても、参入要因を理由とする上昇は一服しつつある。低スキルな労働者の需要が、製造業の業況回復に伴い増加している可能性がある。株高に伴い、2024年以降、55歳以上の労働参加率が低下していることも、若者の需要を押し上げているとみられる
- インフレトレンドの転換(前頁参照)と景気の循環的回復とそれに伴う労働市場の回復により、利下げの必要性は低下
- 米金利は、高止まりする公算が大きい。一層の上昇は見込み難いが、こうした構造変化を織り込み、超長期の金利が上昇しつつあり、低下余地が乏しくなっている
- なお、上記は中長期の考察。短期でのインフレ圧力は高くはない(住宅市場の低迷と労働市場の弱さが残っている為。前月資料参照)

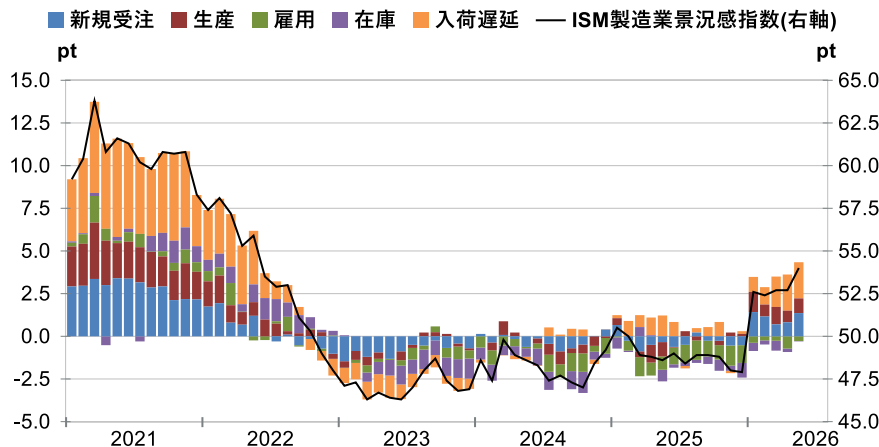
図表：失業率上昇要因分解(23年末対比)



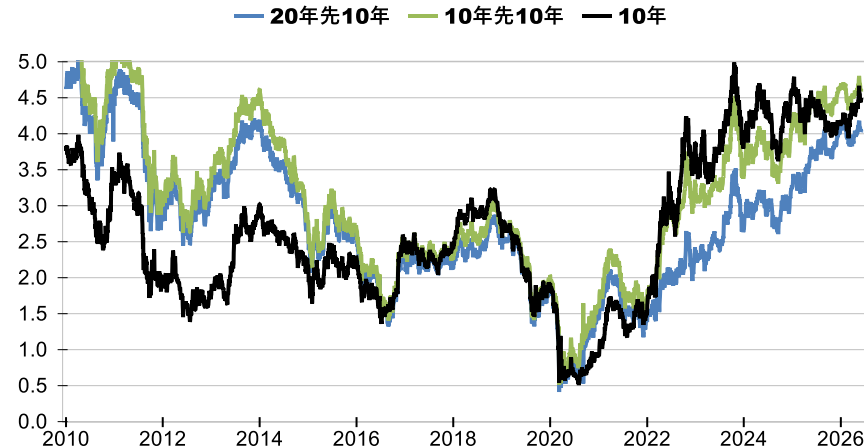
図表：世代別労働参加率



図表：ISM製造業景況感指数の推移



図表：米10年金利の推移

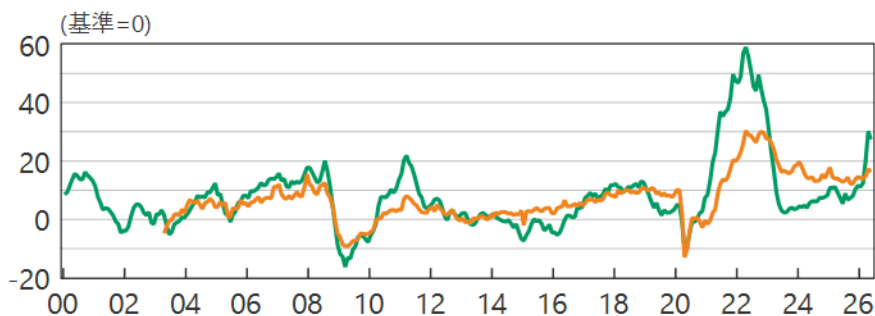


出所：マクロボンド、内閣府、りそなホールディングス

- 中東情勢の不透明感が継続する状況等を踏まえ、以下の理由からECBが9月までに2回利上げを行うシナリオに予想を変更する。
 - ・企業の販売価格見通しや期待インフレが上昇し、5月CPIもサービス物価上振れを主因としてコア指数が上昇
 - ・一方で、エネルギー高の影響からサービス業を中心に景況感が悪化傾向であり、中立金利を大きく超えた利上げは想定しづらい
- インフレ率や需給ギャップから適切な政策金利の水準を求める慣性テイラー・ルールを用いて簡易的に推計を行った結果も、ECBの一時的な1~2回の利上げを支持するものとなった。
 - ・CPIやGDPの予測値は、ECBの3月理事会と同時に公表された経済見通しにおける3シナリオのうち、中程度のリスクシナリオを採用
 - ・政策目標を総合CPIとした場合に約2回、コアCPIとした場合に約1回の利上げを示唆する結果となった

ユーロ圏 販売価格見通し

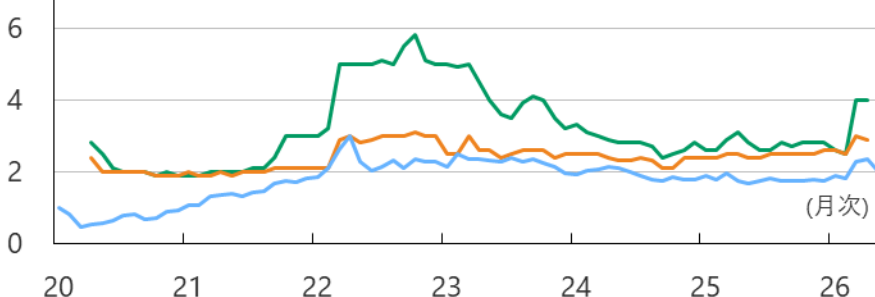
— 製造業 — サービス業



ユーロ圏期待インフレ

(前年比、%)

— 1年CPI予想 — 3年CPI予想 — 10年BEI



慣性テイラー・ルール

$$DFR_t = \lambda DFR_{t-1} + (1 - \lambda) \{ r^* + \pi^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta(Y_t - \bar{Y}_t) \}$$

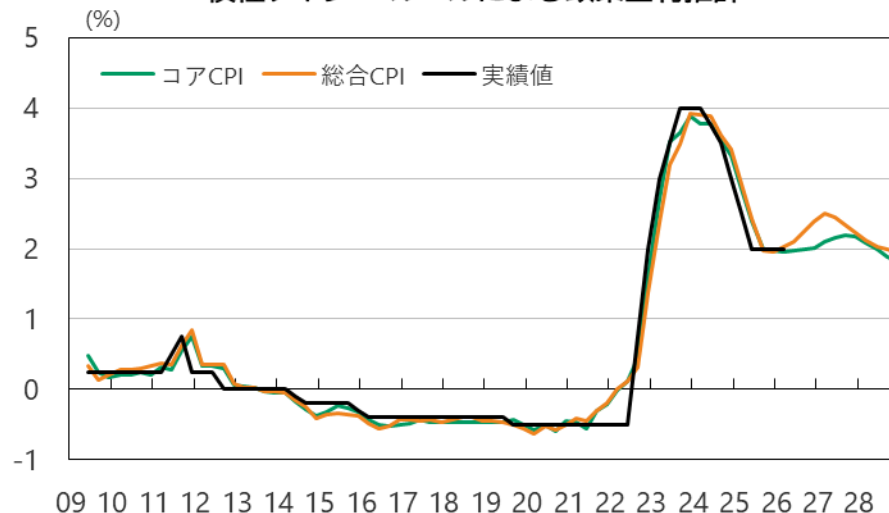
DFR_t : 預金ファシリティ金利

r^* : 自然利子率

π_t : インフレ率, π^* : インフレ目標(=2)

Y_t : 実質GDP, \bar{Y}_t : 潜在GDP

慣性テイラー・ルールによる政策金利推計

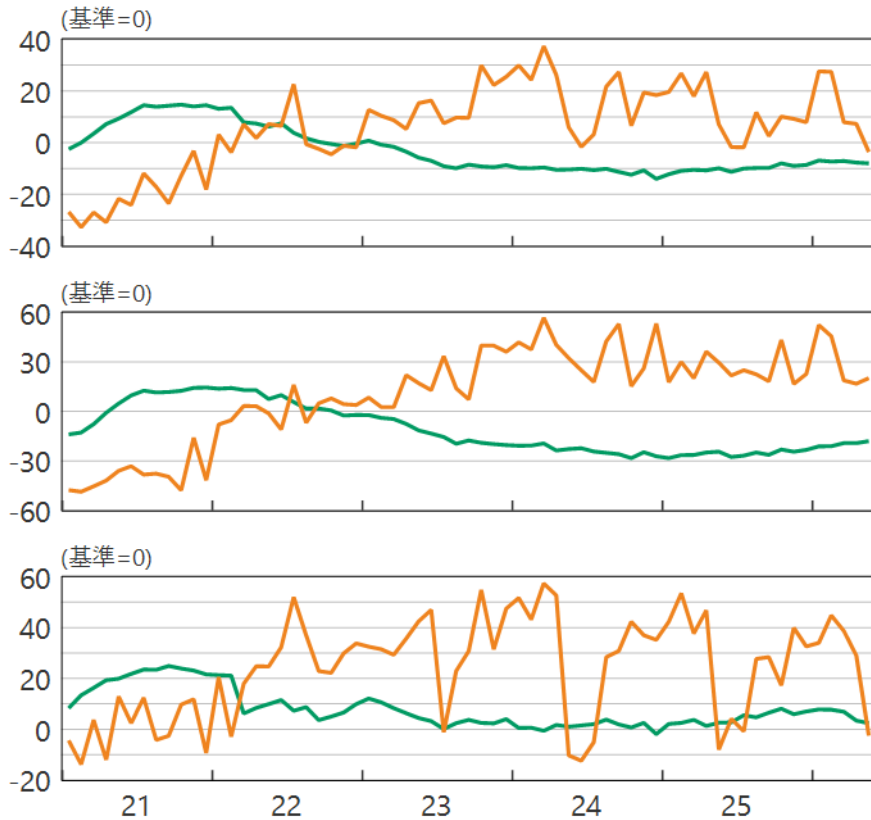


出所: Bloomberg, Macrobond, eurostat, AMECO, リそなホールディングス

- 足元の景況感を示す、欧州委員会が毎月調査する企業の信頼感指数は、中東情勢悪化の影響を受けてやや弱含んでいる。
 - ・製造業：生産見通しや新規受注の改善により25年初頭頃から持ち直し傾向も、足元はやや足踏み
 - ・サービス業：コロナ禍からの回復以降底堅い状況が継続してきたが、エネルギー高を受けて需要見通しが悪化
- 製造業全体の景況感回復スピードはなお緩やかな状況が継続も、防衛産業は受注をはじめとして好調が継続し全体をけん引。防衛力の強化が欧州全体で大きなテーマとなっており、中長期的に防衛産業は好調な状態を維持する公算が大きい。
 - ※「その他輸送機器」は、戦車、戦闘機、ヘリコプター、船舶などを含むため、ここでは防衛装備品の代理変数として捉えている

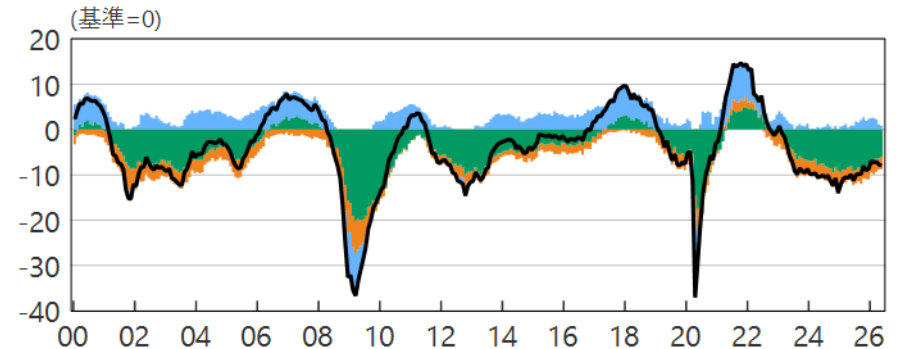
ユーロ圏ビジネス調査(総合、受注、生産見通し)

— 総合 — その他輸送機器



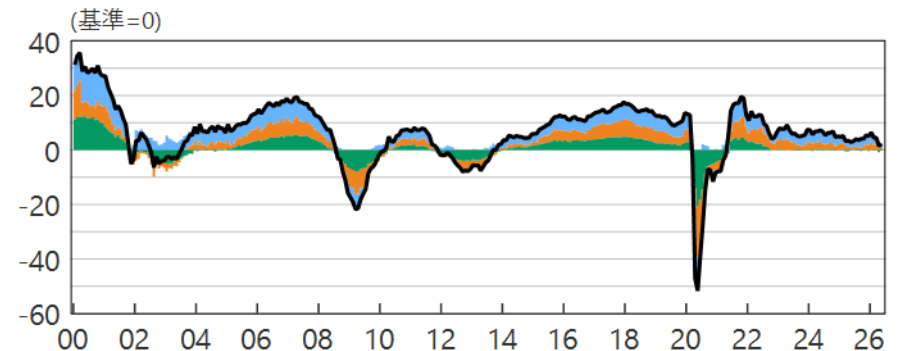
ユーロ圏 信頼感指数 製造業

■ 新規受注 ■ 在庫 ■ 生産見通し — 信頼感指数



ユーロ圏 信頼感指数 サービス業

■ ビジネス状況 ■ 需要状況 ■ 需要見通し — 信頼感指数

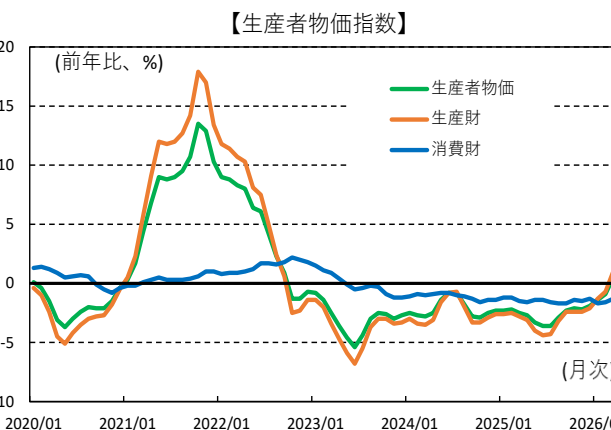
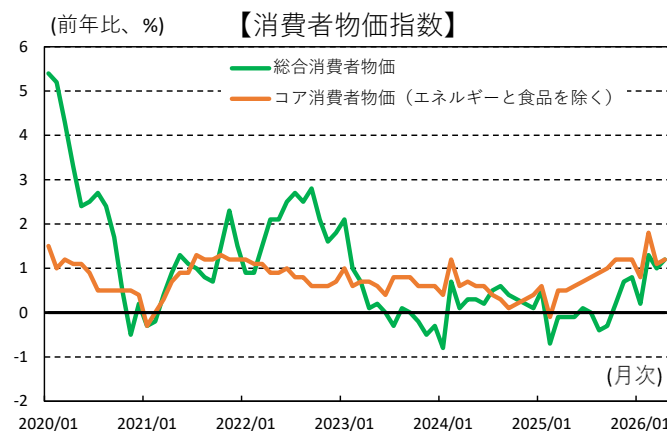
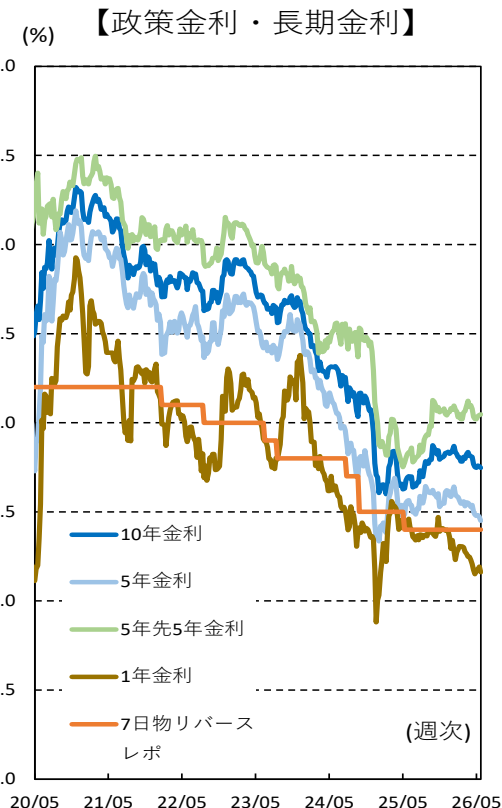
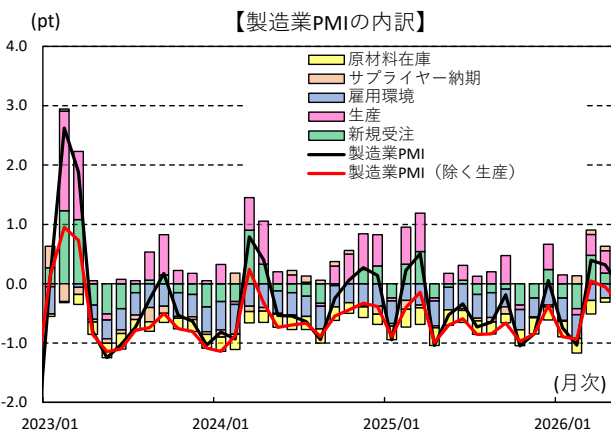
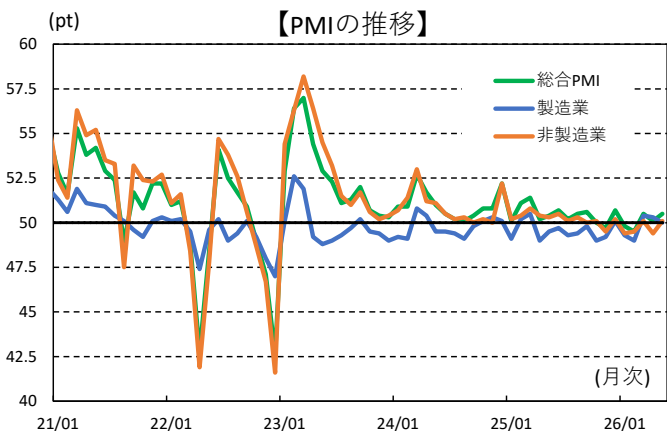


出所：Macrobond

◎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。

- 景況感：5月の製造業PMIは50.0へ4月(50.3)から低下。総合PMIは50.5と景気は底割れ回避も、回復力はなお限定的。生産指数を除いた製造業PMIは長期にわたり50を下回って推移しており、ヘッドラインほど実体経済は強くはない印象。
- 物価：4月のCPI・コアCPIは前年比+1.2%と低位にとどまる一方、PPIは同+2.8%へ上昇。資源価格上昇を背景に生産財価格は上昇しているが、内需が弱いため価格転嫁は制約されている。
- 金融政策：需要不足と低インフレが続く中、人民銀行は緩和的な金融政策を維持するとみられる。1年金利は7日物リバースレポ金利よりも低位で推移していることから、市場では短期的には一段の金融緩和を織り込んでいる。



出所：Bloomberg

■概況

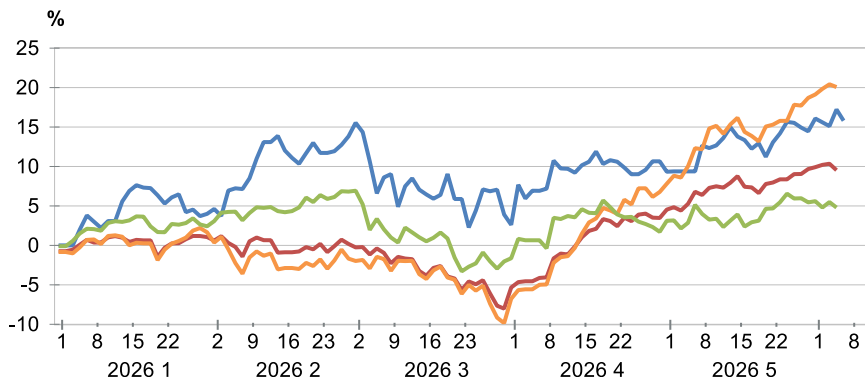
- 中東情勢の鎮静化時期を見極めることは難しいものの、最悪期は脱したとの見方がコンセンサスとなりつつある。ただし、物色は中東情勢影響を受けにくく、業績も堅調なAI・半導体関連企業が中心で、ハイテク比率の低い欧州の出遅れが目立った
- 日米欧の主要国指数では、5月はTOPIX:+6.2%、SP500:+5.1%、STOXX600+2.4%となり、日、米、欧の順にパフォーマンスが良好であった

■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

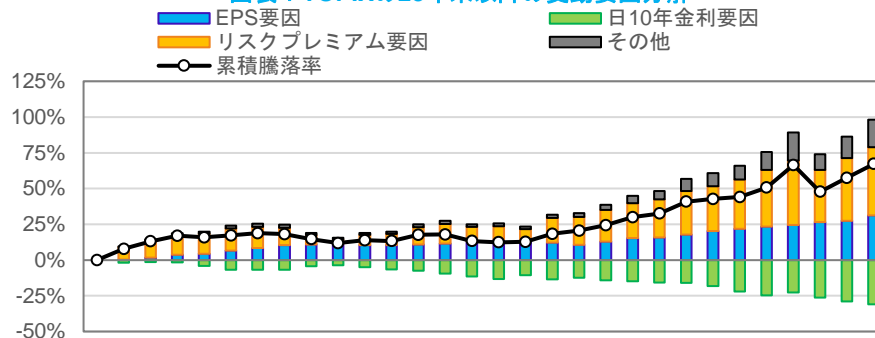
図表：主要指数の12ヵ月先予想EPS推移(2025年末～)

— TOPIX — SP500 — ナスダック100 — STOXX600

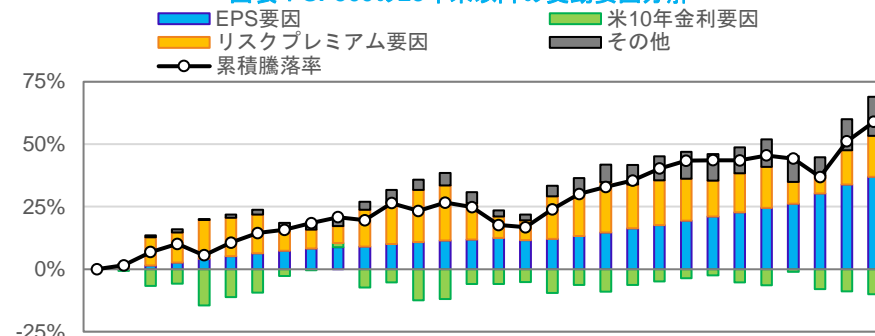


出所：マクロポンド、ブルームバーグ、リそなホールディングス

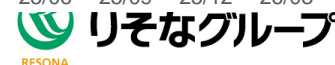
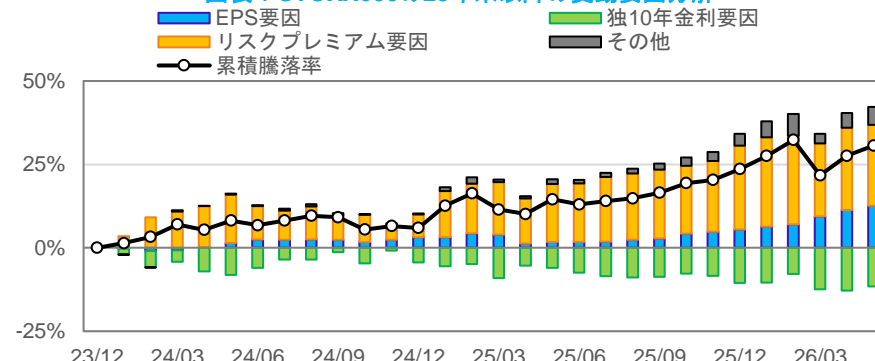
図表：TOPIXの23年末以降の変動要因分解



図表：SP500の23年末以降の変動要因分解



図表：STOXX600の23年末以降の変動要因分解



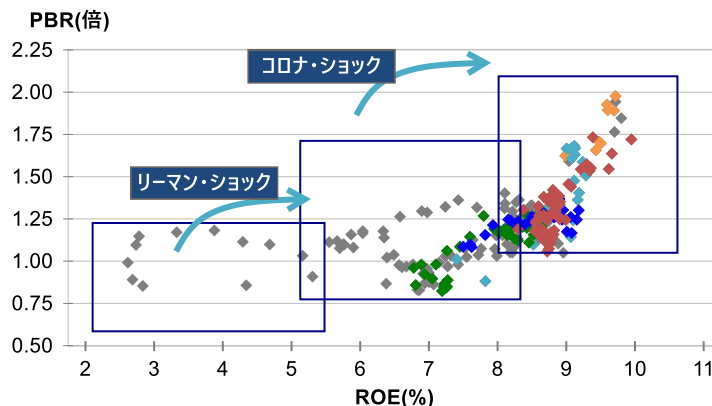
◎注意事項
 当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 2026年末の日経平均株価のターゲットレンジは、65,000円～75,000円
 - TOPIXのEPS:足元から+11%の255pt
 - TOPIXのPER:17.5倍(16倍～18倍が妥当値)
 - NT倍率:16倍(15倍～17倍が妥当値)
- TOPIX500の経常利益について、コンセンサス予想をベースとすると、26年度は前年比9.3%の成長が見込まれている
 - EPSについては、これに加えて自社株買い効果で3%pt程度押し上げられるため、12%程度の改善が見込める
- 理論上は、ROEが株主資本コストを上回るほど高いPERが許容される
- また、ROEが改善局面にある状況下では、PERは従来のレンジから上方シフトすることが見込まれる
- 前述の利益予想に基づく、TOPIXの12ヵ月予想ROEは、2026年末に10.6%に達すると見込まれる。この際、妥当PBRは1.80倍～1.90倍、妥当PERは17倍～18倍と計算される

図表：TOPIXのROEとPBR

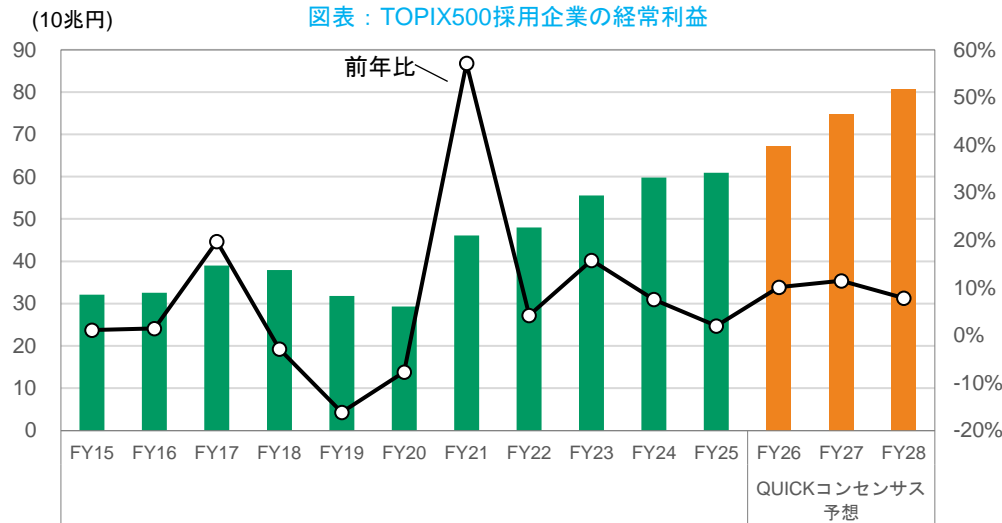
- ◆ 2022/01/01～
- ◆ 2007/01/01～2008/10/01
- ◆ 2016/07/01～2018/11/30
- ◆ 2006/01/01～2006/09/30
- ◆ 2012/01/01～2014/12/31
- ◆ その他の期間(ROE停滞期)



図表：TOPIXのROEとPER



図表：TOPIX500採用企業の経常利益



出所：マクロポンド、ブルームバーグ、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。

- AIブームが持続する中、ハイテク指数はいずれも底堅く推移
- WSTSによる最新の見通し(年に2回、6月と12月に更新)では、前回予想と比べると、26年は62%、27年は80%上方修正され、26年は前年比+101.5%成長の見通し
- WSTSは、見通しを保守的に出すことが多く、少なくともAIブームの始まった24年以降の見通しは、上方修正が続いている。予想を超えるAI関連企業の業績成長で、ハイテク指数は一層強含む可能性がある
- ハイテク比率が各国の主要指数のパフォーマンスを左右する可能性も考えられる。この観点からは、米=アジア>日本>>欧州の順に投資妙味がある

図表：主要ハイテク指数と主要国指数のパフォーマンス(2023年末～)



出所：WSTS、りそなホールディングス

■WSTSによる半導体市場見通し

単位: 10億ドル ⇒予想

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
合計	463,001	474,401	428,442	539,505	700,975	1,412,326	1,808,533
Analog	74,105	88,983	81,225	79,588	86,519	95,358	101,662
Micro	80,221	79,073	76,340	78,633	84,867	101,655	121,966
Logic	154,837	176,578	178,589	215,768	299,547	411,371	522,820
Memory	153,838	129,767	92,288	165,516	230,042	803,941	1,062,085
前年比							
合計	28.2%	2.5%	-9.7%	25.9%	29.9%	101.5%	28.1%
Analog	33.1%	20.1%	-8.7%	-2.0%	8.7%	10.2%	6.6%
Micro	15.1%	-1.4%	-3.5%	3.0%	7.9%	19.8%	20.0%
Logic	30.8%	14.0%	1.1%	20.8%	38.8%	37.3%	27.1%
Memory	30.9%	-15.6%	-28.9%	79.3%	39.0%	249.5%	32.1%
前回予想からの修正率							
合計						61.5%	79.9%
Analog						3.7%	6.2%
Micro						5.2%	15.3%
Logic						5.2%	8.3%
Memory						172.7%	230.9%
ナスダック100							
株価	14,547	12,631	14,430	19,161	22,531	35,000	40,000
前年比	40.1%	-13.2%	14.2%	32.8%	17.6%	39.5%	14.3%

◎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。

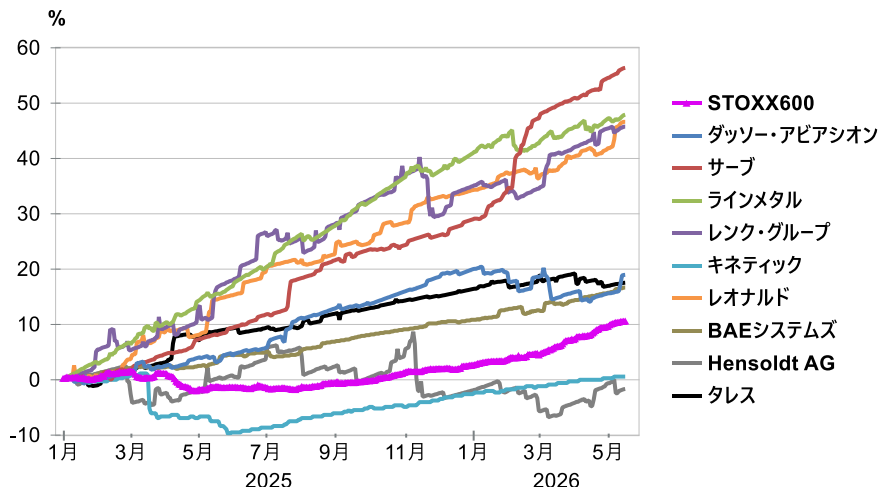
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- ユーロ圏の製造業景況感と欧州防衛企業の純利益成長率は、コロナ禍前までは概ね連動する動きであった
- ウクライナ戦争開戦以後、欧州防衛企業の純利益成長率は、ECBの利上げによって大きく落ち込んだ製造業景況感によらず大幅な上昇が続いている
- 12ヵ月先予想EPS成長率をみると、防衛企業各社は指数平均に比べて高い伸びとなっている。高止まりする受注残や防衛支出積極化の流れを鑑みれば、今後も欧州防衛株は指数比アウトパフォームが見込まれる
- 政府支出に対する防衛費の割合をみると、ウクライナ戦争開戦後はドイツを中心に高まってきている
- 政府支出の実に2割近くを防衛費に充てるロシアと国境を接すること、ここもとのNATOと米国の関係悪化などを踏まえると、今後も中長期にわたって防衛支出が積極化する公算が大きい

図表：ユーロ圏製造業景況感と欧州防衛企業の純利益成長率

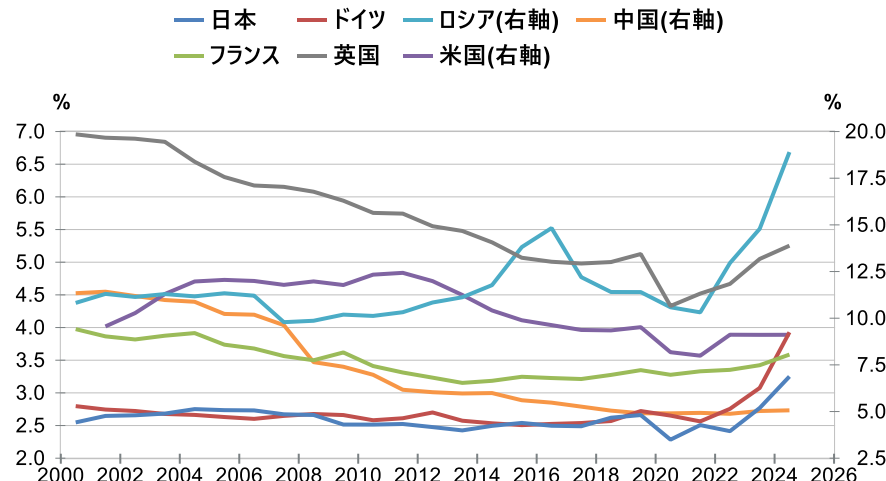


図表：欧州防衛企業の12ヵ月先予想EPS成長率



注：250営業日のデータを使って標準化した
出所：マクロポンド、リそなホールディングス

図表：政府支出に対する防衛費の割合

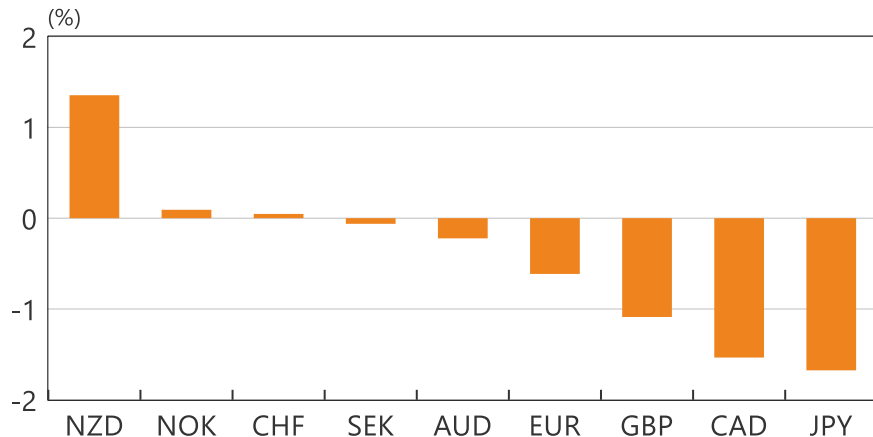


◎注意事項
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、現実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

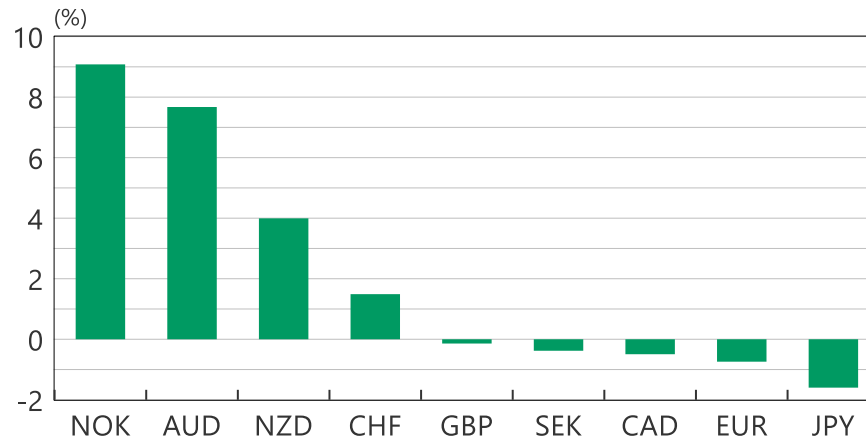
中長期テーマ

- 年初来では、NOKやAUDがUSDに対して大幅高の状態が継続。一方で、JPYの他通貨に対する円安進行が目立つ
- 5月は、RBNZのタカ派転換を受けて利上げ観測が高まり、NZDが独歩高。中東情勢の不透明な状況も継続し、USDも高く推移

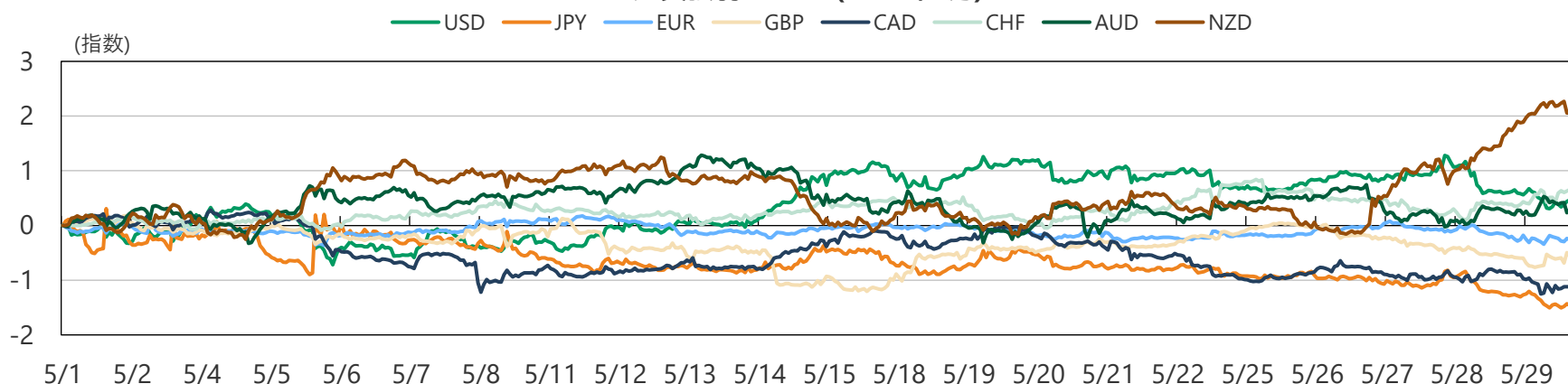
主要通貨 対USD騰落率(4月末比)



主要通貨 対USD騰落率(年初来)



通貨強弱チャート(2026年5月)



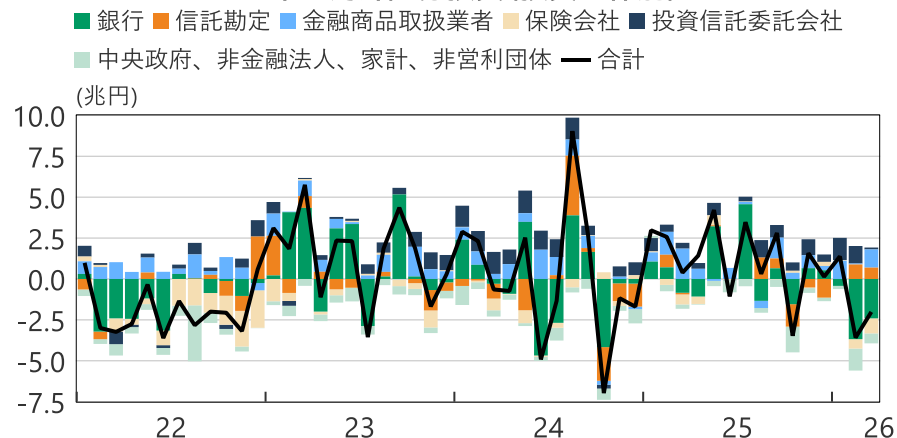
出所：Bloomberg, Macrobond

- 3月の対外証券投資は株式・投資信託を買越しの一方、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
- 3月の対内証券投資は株式・投資信託と短期債が大きく売越し。地域別では、中南米を除く全地域が大きく売越し

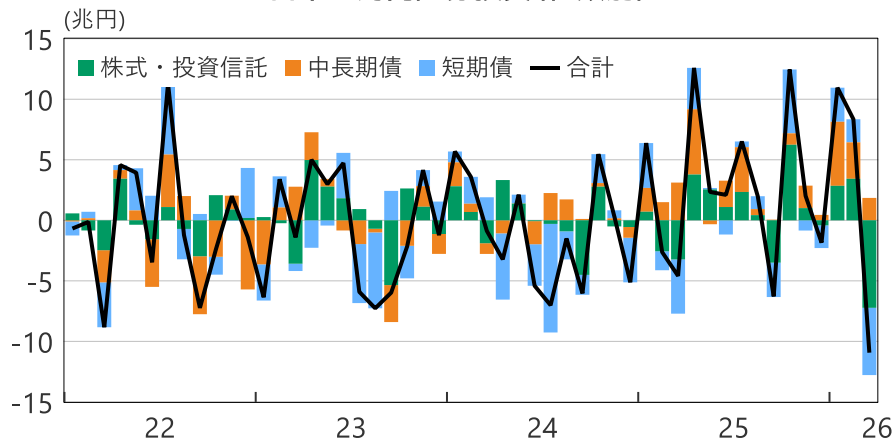
日本 対外証券投資(種類別)



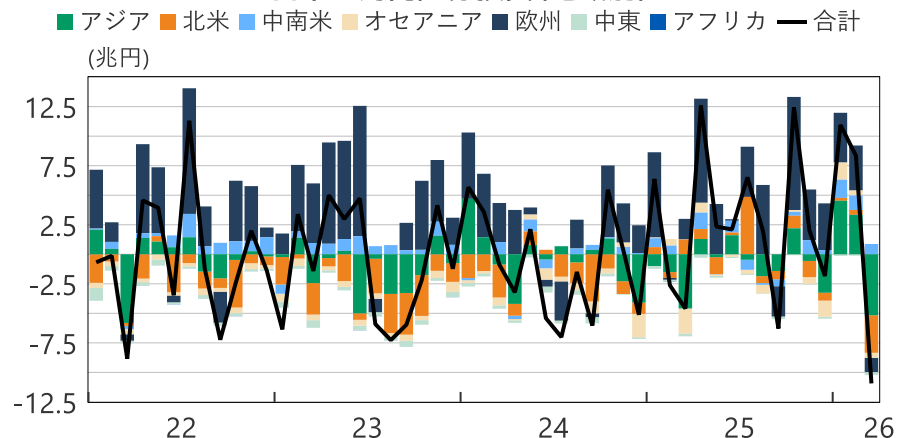
日本 対外証券投資(投資主体別)



日本 対内証券投資(種類別)



日本 対内証券投資(地域別)



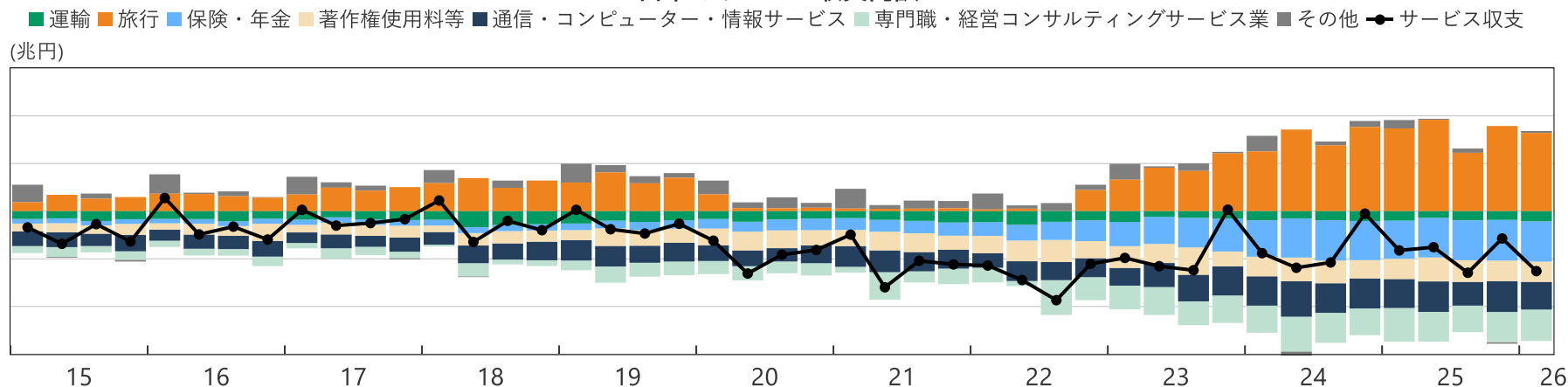
出所：Macrobond

◎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。

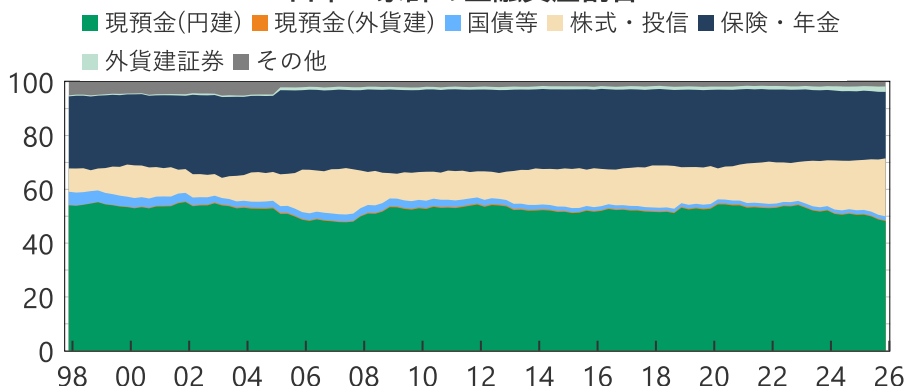
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- 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続いているとみている
- 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

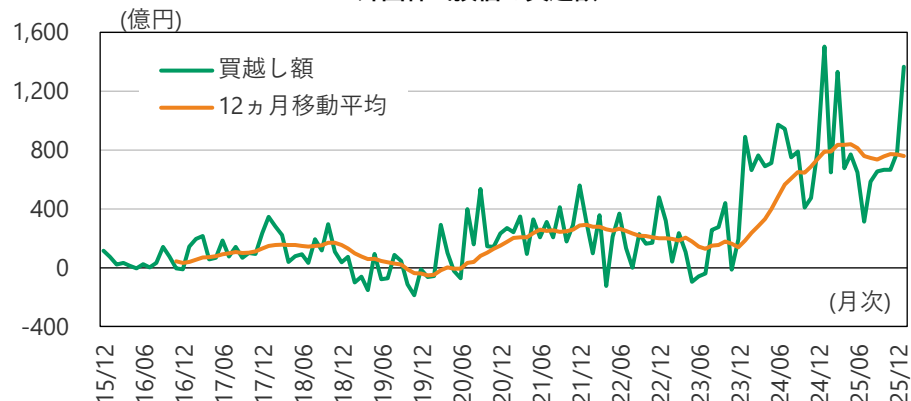
日本のサービス収支内訳



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



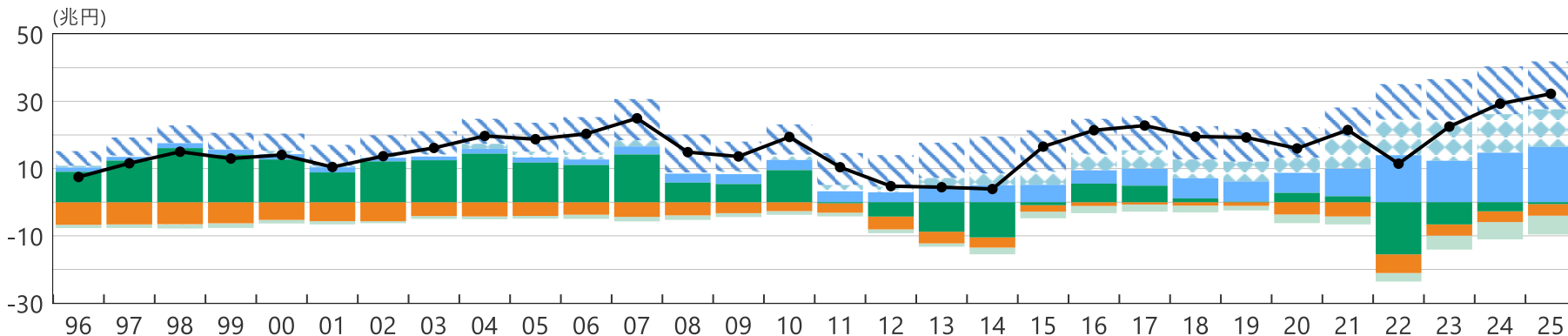
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

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

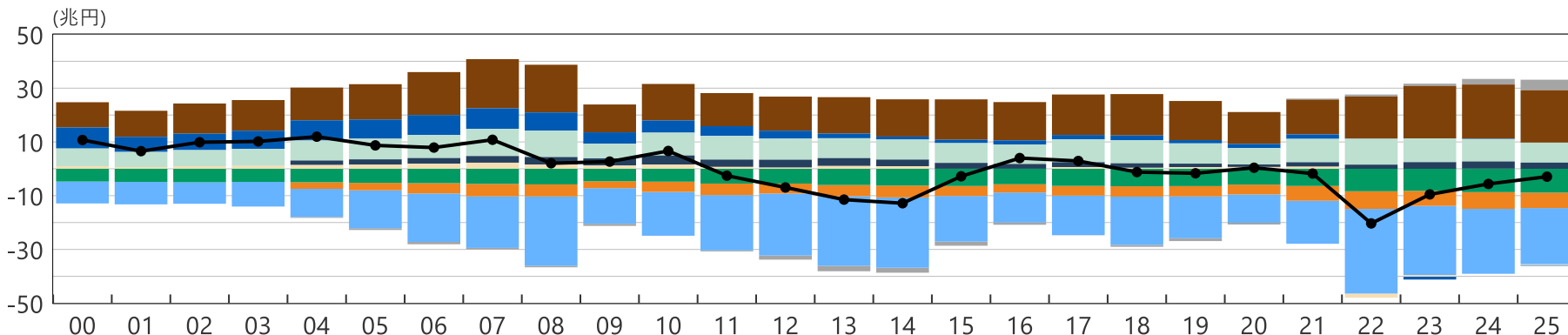
日本の経常収支内訳

■ 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



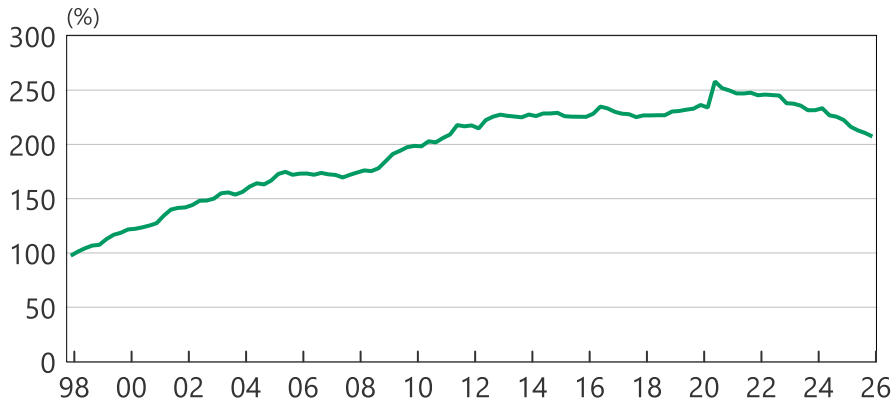
出所：Macrobond

- 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

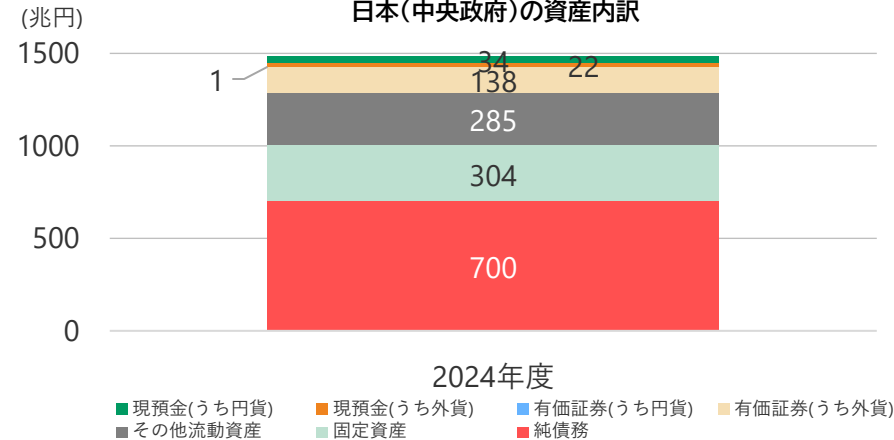
日本の政府純債務残高対名目GDP比



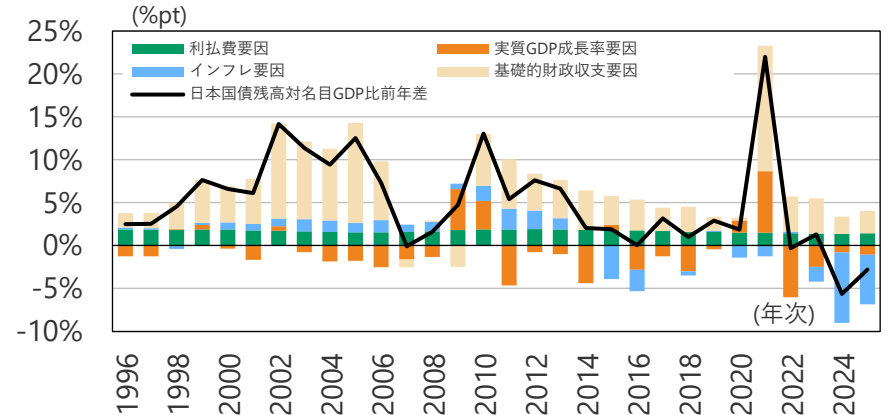
日本の政府総債務残高対名目GDP比



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

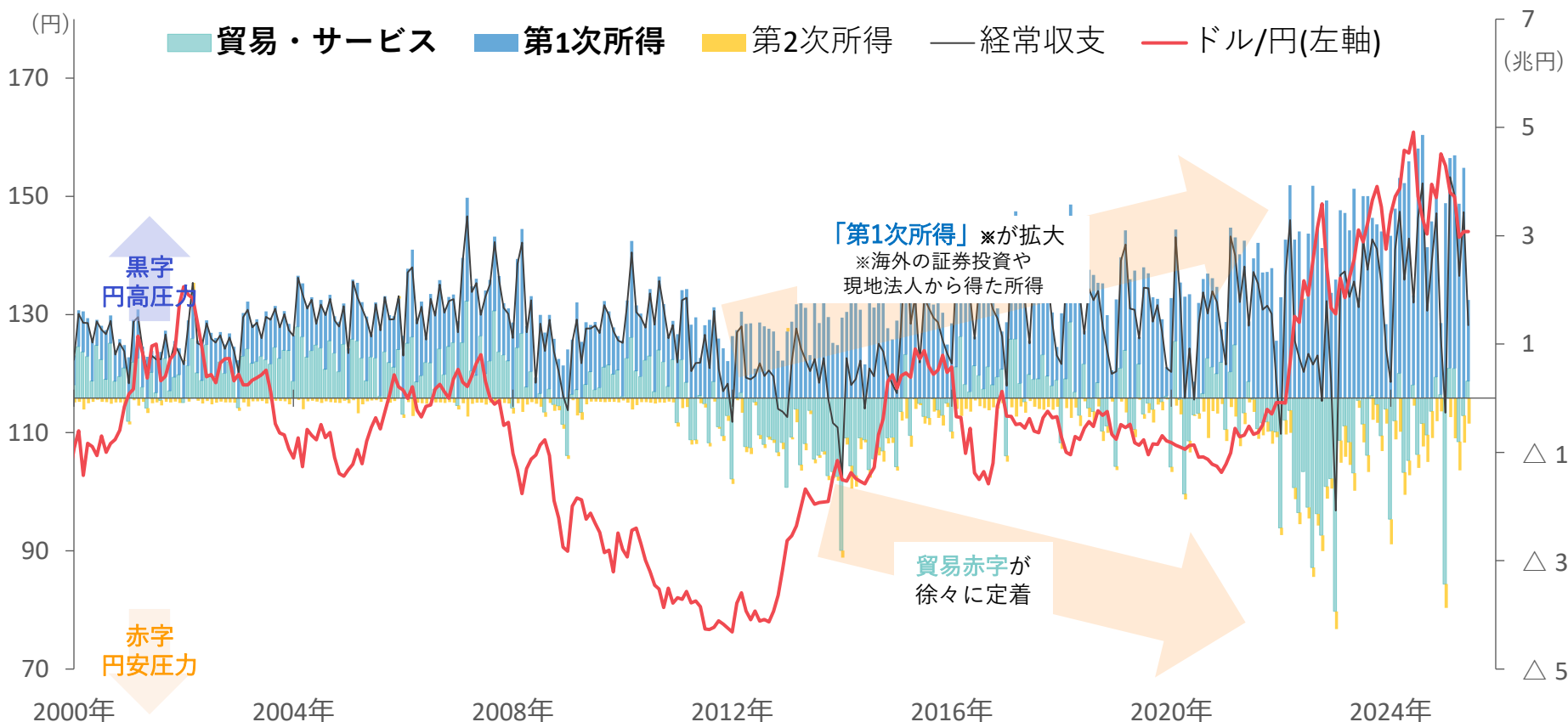
4. 弱まりつつある “有事の円買い”

【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

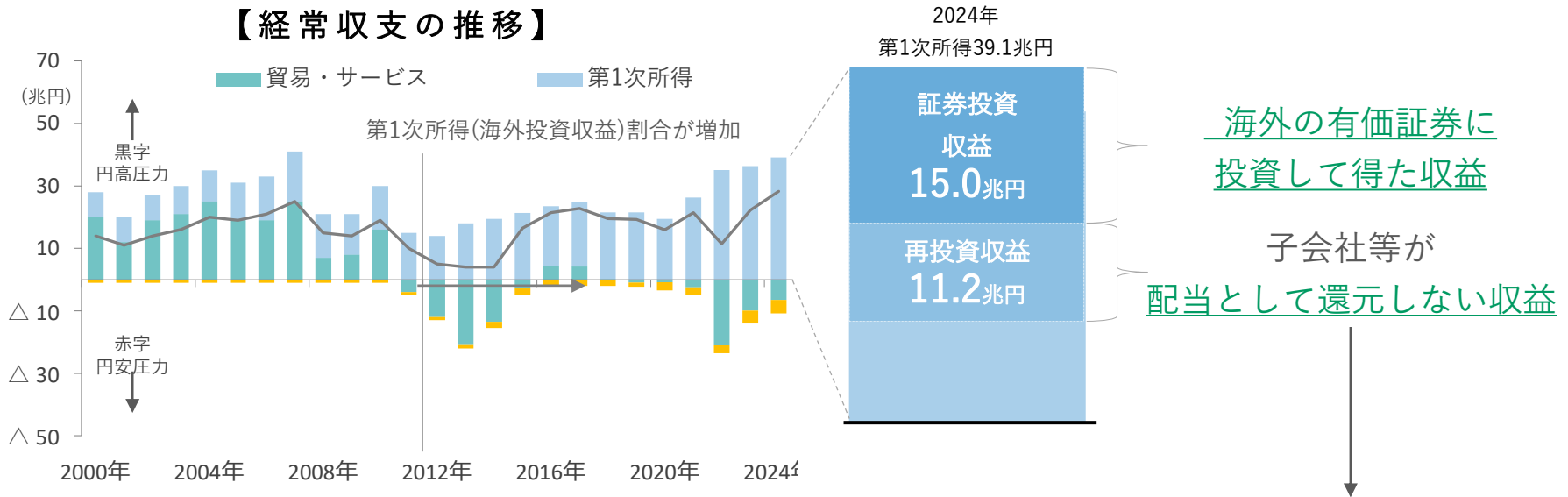


◎注意事項
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

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

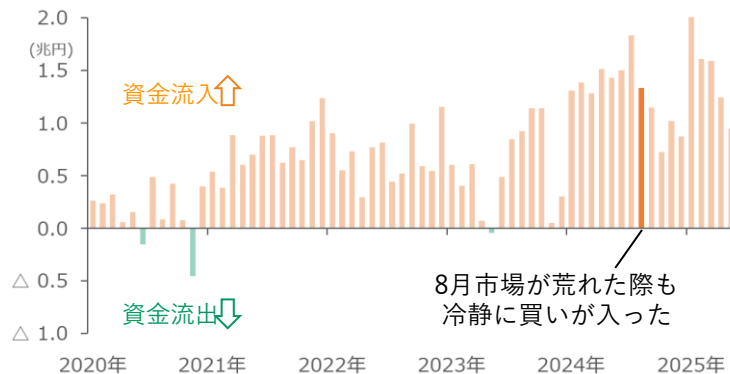
	2012年		2022年
第一次所得	14兆円	1.5倍	22兆円
現地法人の内部留保	28兆円	1.9倍	55兆円

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

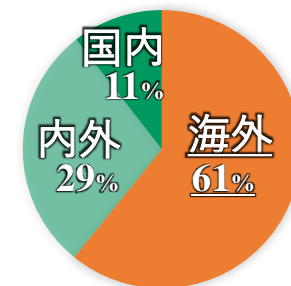
- 2024年から始まった新NISAを契機に個人マネーの「貯蓄から投資へ」が加速
- その資金の多くは海外資産へ流入していることから、円安圧力が生じている

【株式投信(ETF除く)への資金流入推移】



【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



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

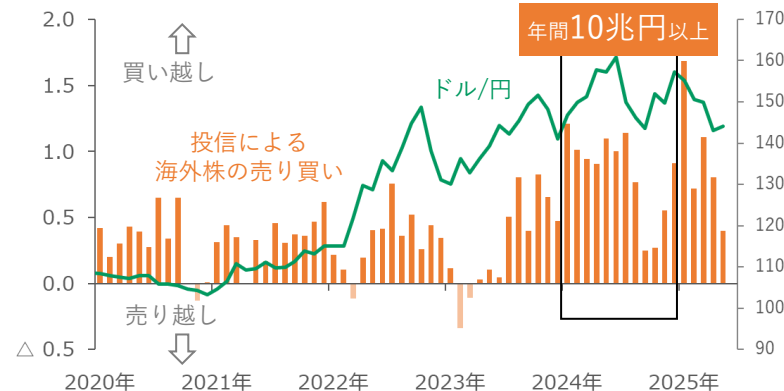
約 6 割

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



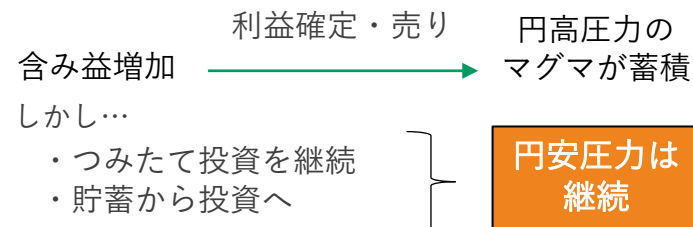
1日当たり過去最大の介入額：5.9兆円を超える水準
(2024/4当時は1日で5.6円の円高進行)

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

◎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】

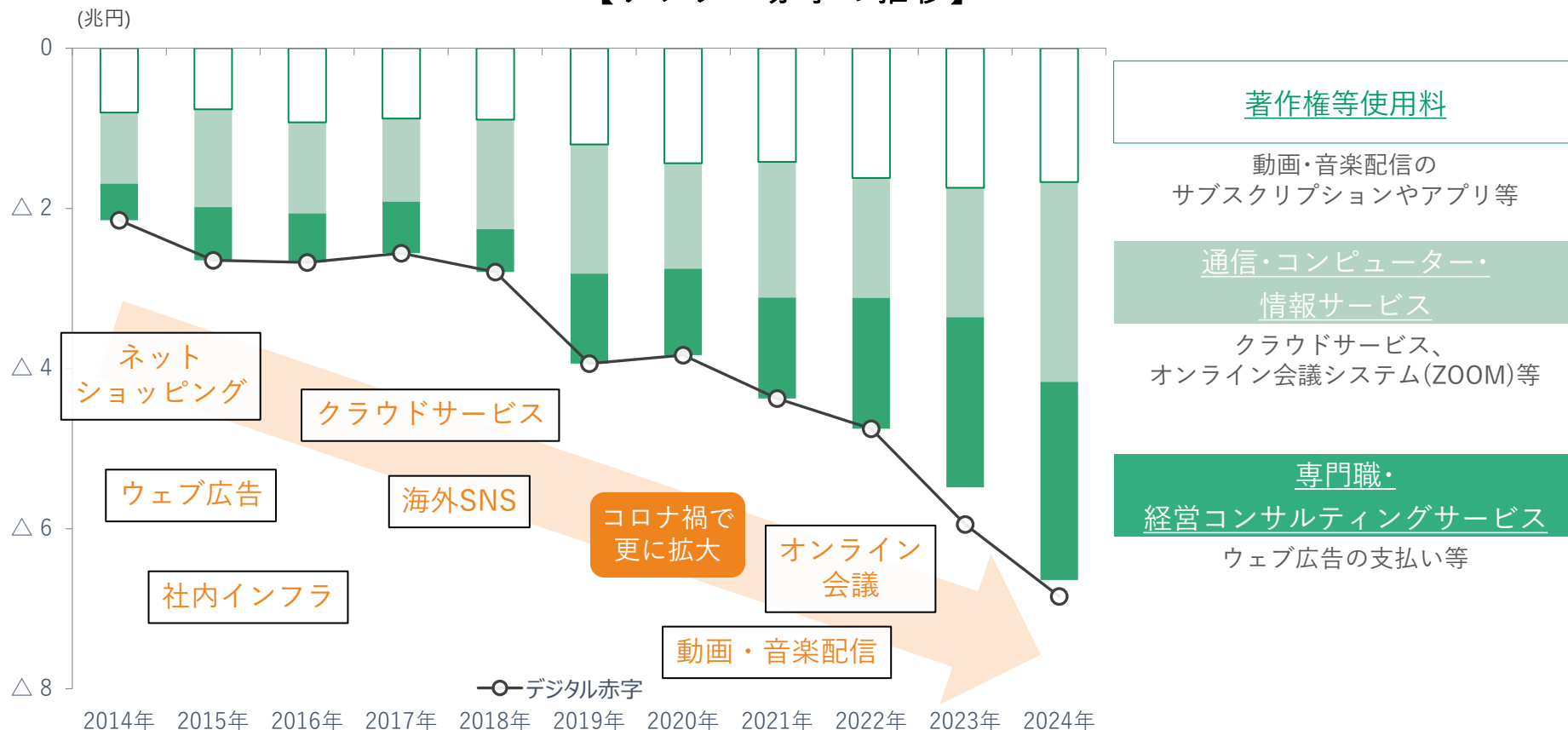
2011年の東北地震以降、一時全ての原発が停止後、段階的に再稼働も、鉱物性燃料の割合は概ね20%、貿易赤字の要因になっている。



- 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

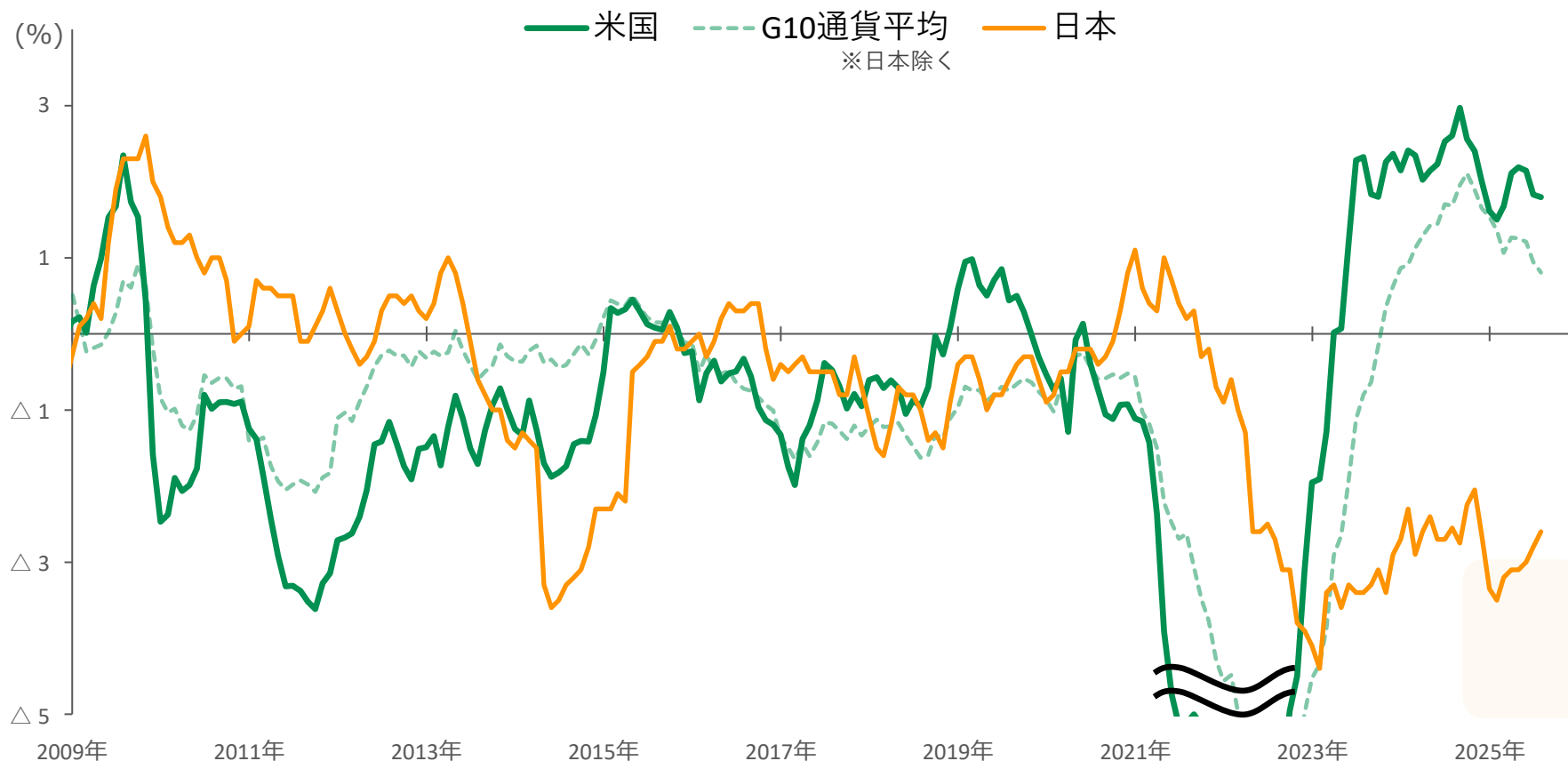
【デジタル赤字の推移】



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%

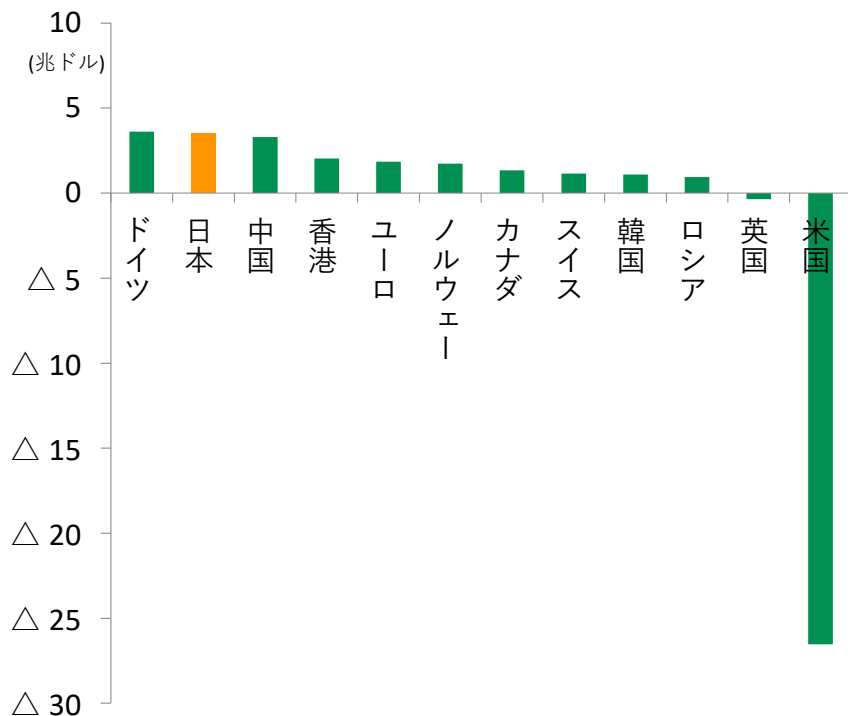
出所：United Nations, World Population Prospects 2024, OECD

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

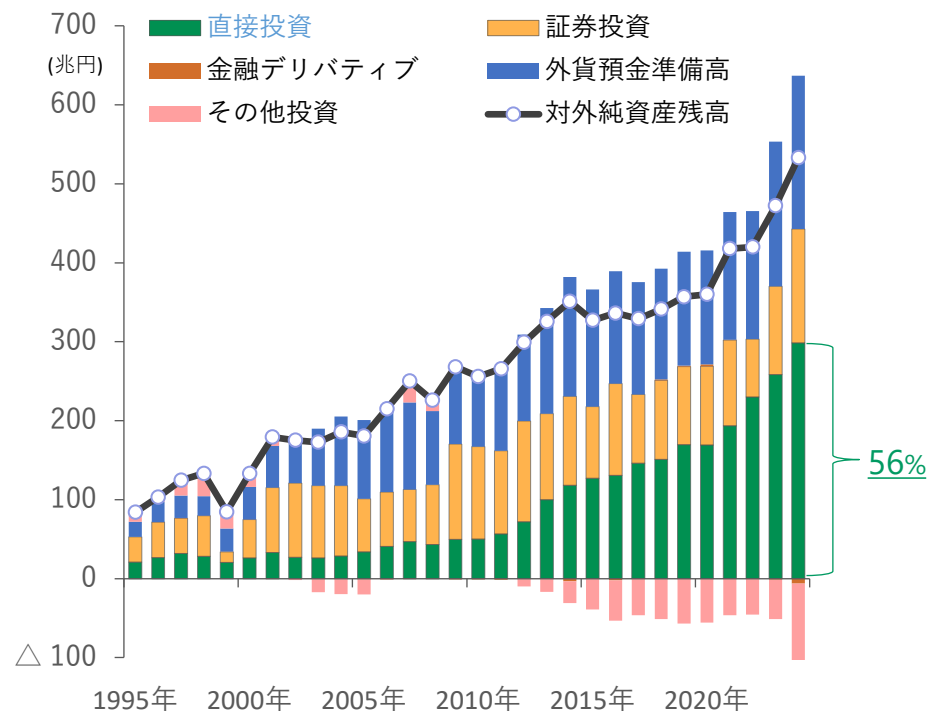
【主要国の対外純資産】

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】

