

りそな為替動向マンスリー:2026年7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円を突破、中期的にも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
- ・足元は当局による為替介入への警戒感が上値を抑える一方、FRBの利上げ観測がドル買い要因
- ・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中長期的にユーロを下支え
- ・日銀のタカ派転換、ホルムズ海峡再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: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：インフレの急激な上昇リスクは一旦後退、原油高を受けた景況感悪化も底打ちへ

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	159.4	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	150 ～ 170	150 ～ 170	150 ～ 170	150 ～ 170	155 ～ 175	155 ～ 175
	ユーロ円	183.6	185.3	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	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	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0
	ユーロ円	—	—	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	170.0	170.0	170.0	170.0	175.0	175.0	175.0	175.0
	ユーロ円	—	—	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。

	日本	米国	その他		日本	米国	その他
7/1(水)	4-6月期日銀短観	6月ADP雇用統計	(中) 6月製造業PMI	7/22(水)	40年債入札	20年債入札	
		6月ISM製造業景況指数			6月貿易統計		
7/2(木)	10年債入札	5月製造業受注		7/23(木)			(欧) ECB定例理事会
		6月雇用統計		7/24(金)	6月消費者物価指数	6月新築住宅販売	(欧) 7月PMI (速報値)
7/3(金)		(独立記念日)		7/27(月)		2年債入札	(独) 7月IFO企業景況感指数
7/6(月)		6月ISM非製造業景況指数				5年債入札	
7/7(火)	30年債入札	3年債入札		7/28(火)		7月消費者信頼感指数	
	5月家計調査	5月貿易収支				7年債入札	
	5月毎月勤労統計 (速報)			7/29(水)		FOMC (結果発表)	
7/8(水)	6月景気ウォッチャー調査	10年債入札		7/30(木)	2年債入札	4-6月期GDP (速報値)	(英) BOE金融政策委員会
		FOMC議事要旨				6月個人所得・消費支出	
7/9(木)	5年債入札	30年債入札	(中) 6月CPI	7/31(金)	6月鉱工業生産		(中) 7月PMI
		6月中古住宅販売			6月労働力調査		
7/10(金)	6月企業物価指数				植田日銀総裁定例会見		
7/13(月)							
7/14(火)	20年債入札	6月CPI					
7/15(水)	5月機械受注	6月PPI	(中) 4-6月期GDP				
		7月NY連銀製造業景気指数	(中) 6月生産・小売・投資				
		米地区連銀経済報告					
7/16(木)		6月小売売上高					
		7月フィラデルフィア連銀製造業景気指数					
7/17(金)		6月住宅着工・許可件数					
7/20(月)	(海の日)						
7/21(火)			(独) 7月ZEW景気指数				

- 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		7-9月		10-12月		2027年1-3月		4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 ✓ 一時的なインフレ再燃にも警戒	景気減速が継続 景気減速がメイン予想なるも、景気後退リスクも孕む				景気は底入れ 欧米景気は底入れへ				
		インフレ再燃の可能性 関税により輸入物価が押し上げられインフレが再加速するリスク								
金融政策	✓ 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 ✓ 日銀は国内の春闘やインフレ、外部環境を鑑みつつ、追加利上げを継続	米国は利上げ?、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?								
		日銀が追加利上げを模索 底堅い景気やインフレ動向を確認しつつ 利上げスタンス維持				追加利上げは2026年後半?				
中銀会合日程		米FRB 7/29-30	9/15-16 ドットチャート・経済見通し	10/27-28	12/8-9 ドットチャート・経済見通し	1/26-27	3/16-17 ドットチャート・経済見通し	4/27-28	6/8-9 ドットチャート・経済見通し	
欧ECB		7/23	9/10 スタッフ経済見通し	10/29	12/17 スタッフ経済見通し	2/4	3/18 スタッフ経済見通し	4/29	6/10 スタッフ経済見通し	
日銀		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	4月 展望レポート	6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 レジームチェンジを検討		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	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	4月(?) 仏 大統領選挙	4月(?) 統一地方選

出所：各種報道、Bloomberg

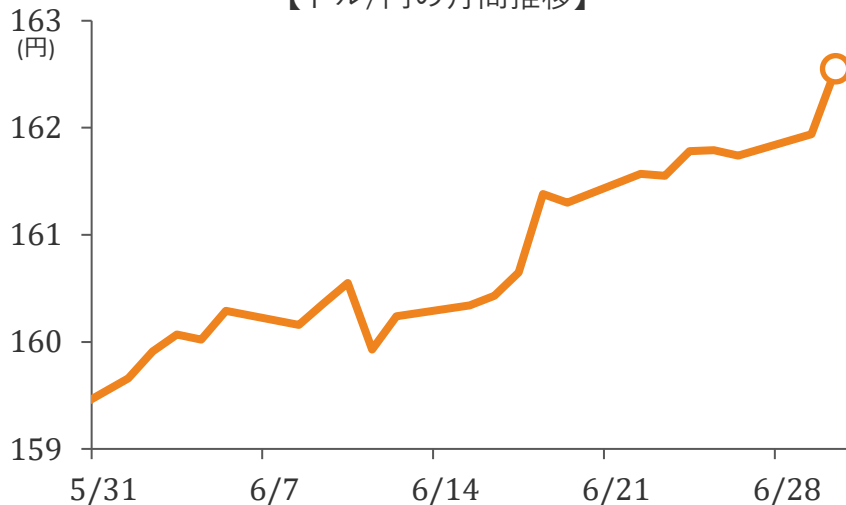
米國中銀の利上げ観測によりドル高進行

↑ ドル/円
162.55円
前月比 +3.28円 (+2.06%)

日経平均
↑ **70,062円**
前月比 +3,732円
(+5.63%)

↑ ユーロ/円
185.68円
前月比 +0.01円 (+0.01%)

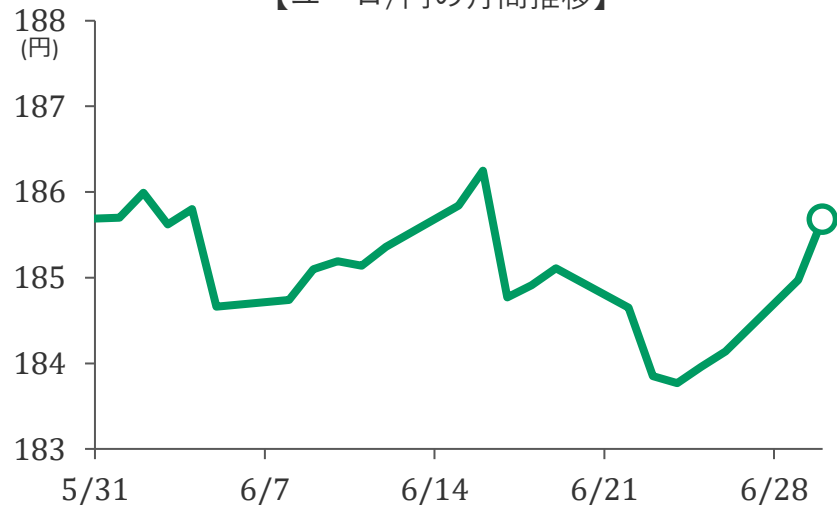
【ドル/円の月間推移】



FOMCを受けてドル高が進行

米・イランが停戦で合意したことでドルが一旦下落。その後は予想通りの日銀会合、タカ派な米国FOMCを受けてドル高・円安が進行し、2024/7の高値161.95円を上抜けて推移。

【ユーロ/円の月間推移】



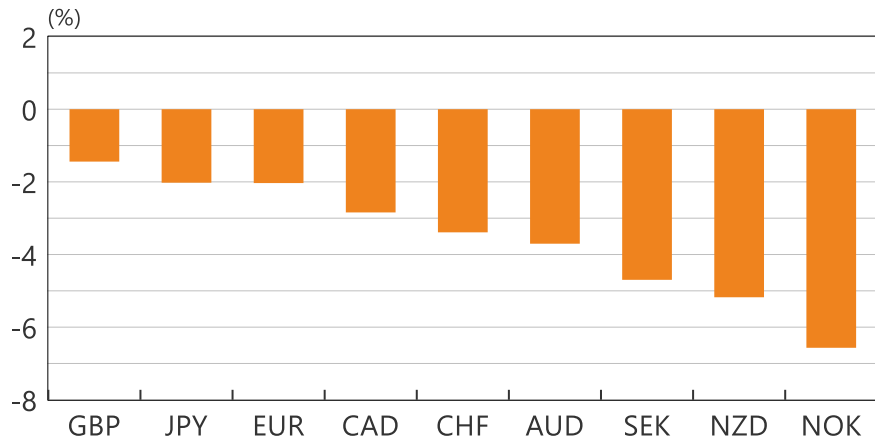
ドル高の反対でユーロは軟調

ECB理事会にて追加利上げにやや慎重なスタンスが示されたことや米国FOMCを受けたドル高を背景に、前月比横ばいで引けた。

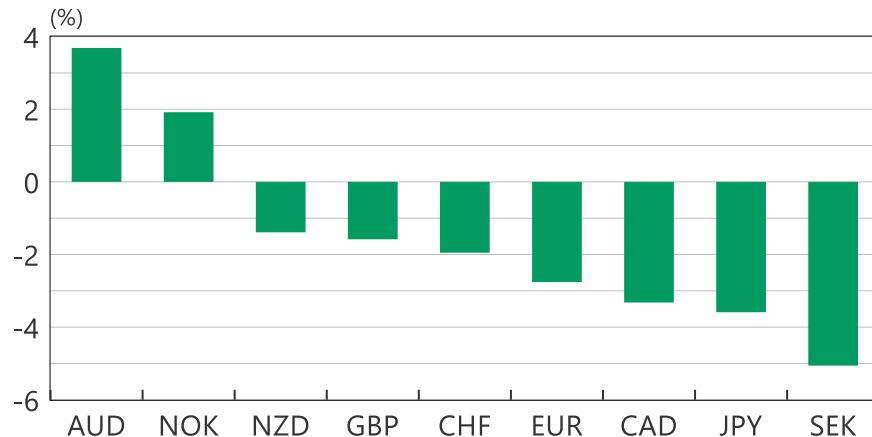
出所：Bloomberg、りそなホールディングス

- 年初来では、NOKやAUDがUSDに対して高い状態が継続。一方で、他欧州通貨やJPYの対USD下落が目立つ
- 6月は、FRBの利上げ観測を受けてUSDが独歩高、利上げ実施のJPYも比較的堅調。一方、オセアニア通貨は大きく下落

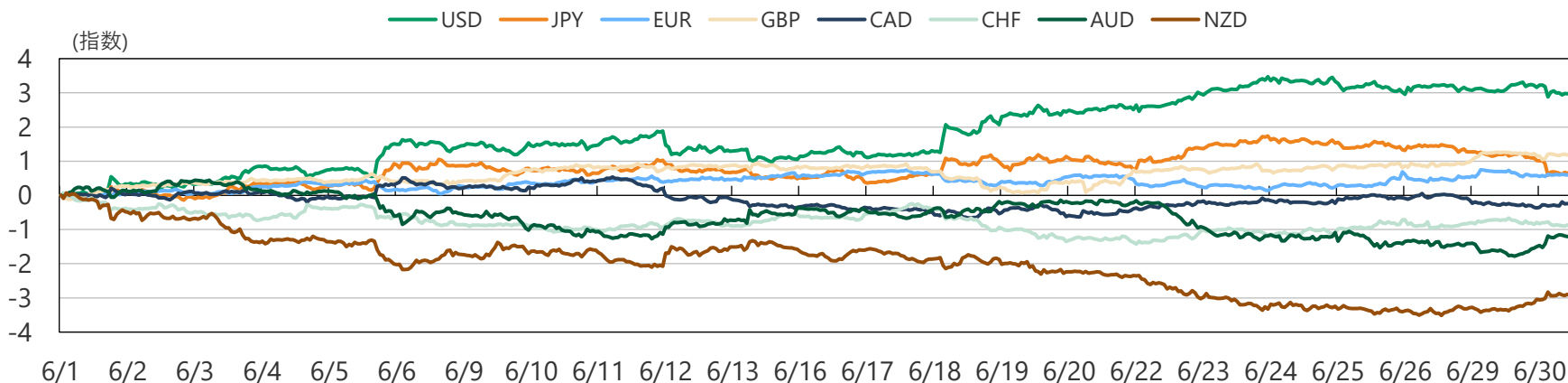
主要通貨 対USD騰落率(5月末比)



主要通貨 対USD騰落率(年初来)



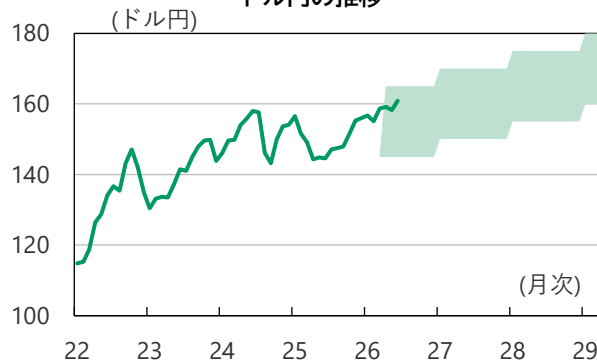
通貨強弱チャート(2026年6月)



出所：Bloomberg, Macrobond

- 中長期的にはじりじりと円安が進行する予想。概ね5円/年程度のペースでの円安進行を想定
- 中長期的に円安が進行する理由は以下の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、FRBの利上げ織り込みを背景にドル円が160円を超えるなど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
7/14	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がタカ派色を強める	円安
—	イランによるホルムズ海峡再封鎖	円安
—	日銀がタカ派転換	円高

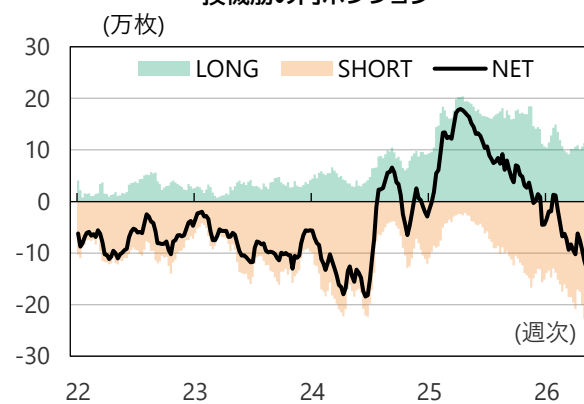
市場の織り込む日米ターミナル金利



市場の織り込む日米インフレ率



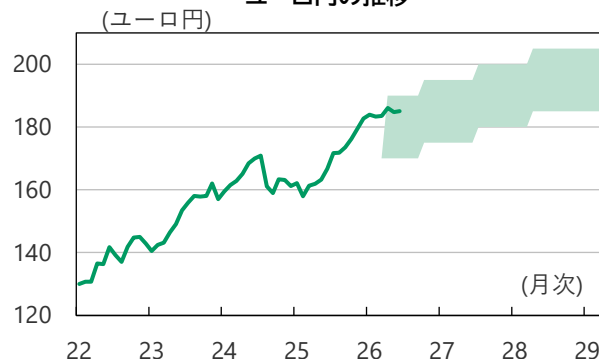
投機筋の円ポジション



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、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、中東情勢についても予断を許さない状況である。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

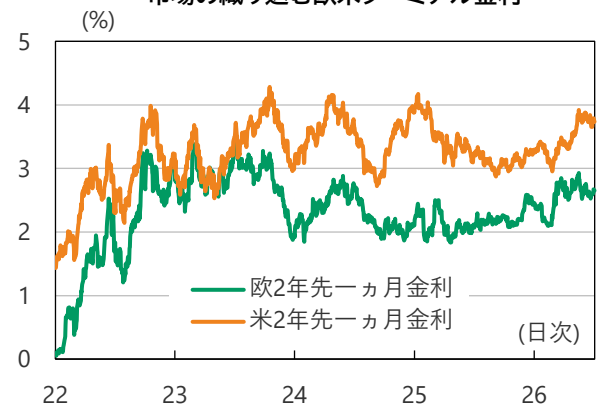
ユーロ円の推移



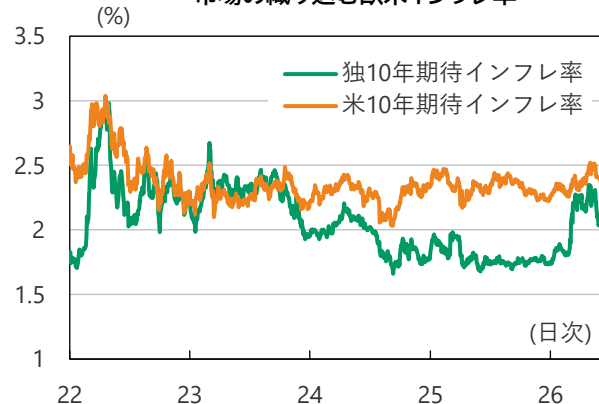
■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
7/31	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の再封鎖	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

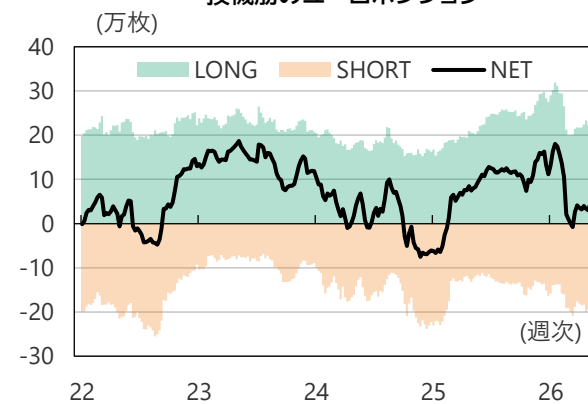
市場の織り込む欧米ターミナル金利



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

ホットトピックス

■概況

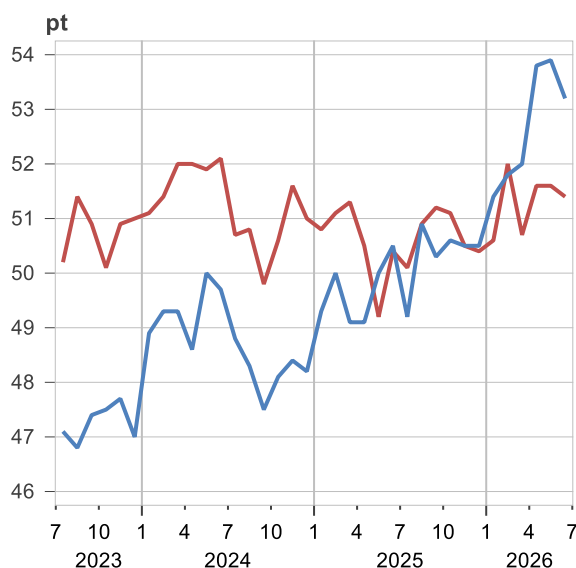
- 短期の循環を示す製造業PMIは、中東情勢の悪化にもかかわらず、先進国では改善基調の一方、新興国は停滞。主要先進国についてみると、日本、米国、EUの改善が著しい。中国は水準自体はEUよりも高いが、改善幅は相対的に低位に留まっている
- 中長期の循環を示す工作機械受注(設備投資の代理変数)は、主要先進国ではいずれも改善基調。内需は底打ちの兆しがみえる他、米国と中国はヒストリカルハイを更新中である。欧州は、やや足踏みしている様子だが、中期では改善基調を維持しているとみられる

■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

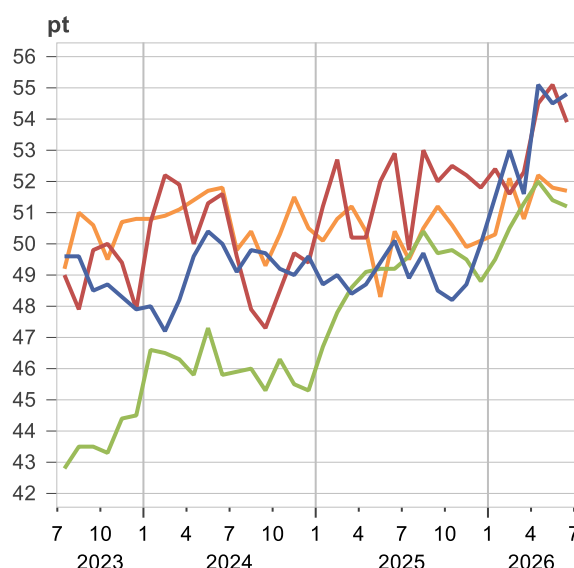
図表：製造業PMI

— 先進国 — 新興国



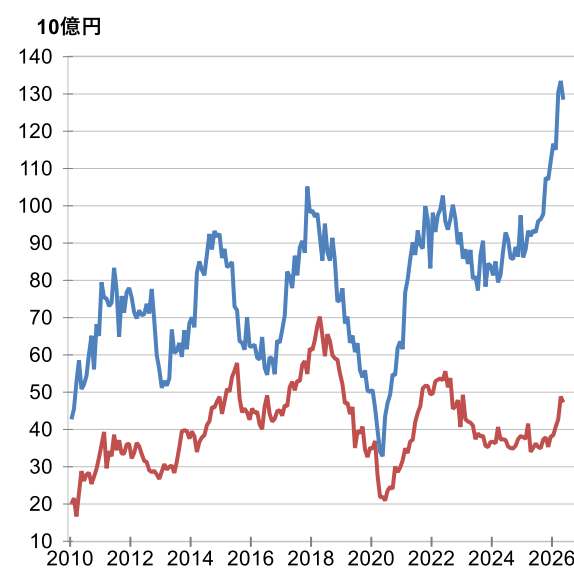
図表：製造業PMI

— 日本 — 米国 — EU — 中国



図表：工作機械受注

— 外需 — 内需

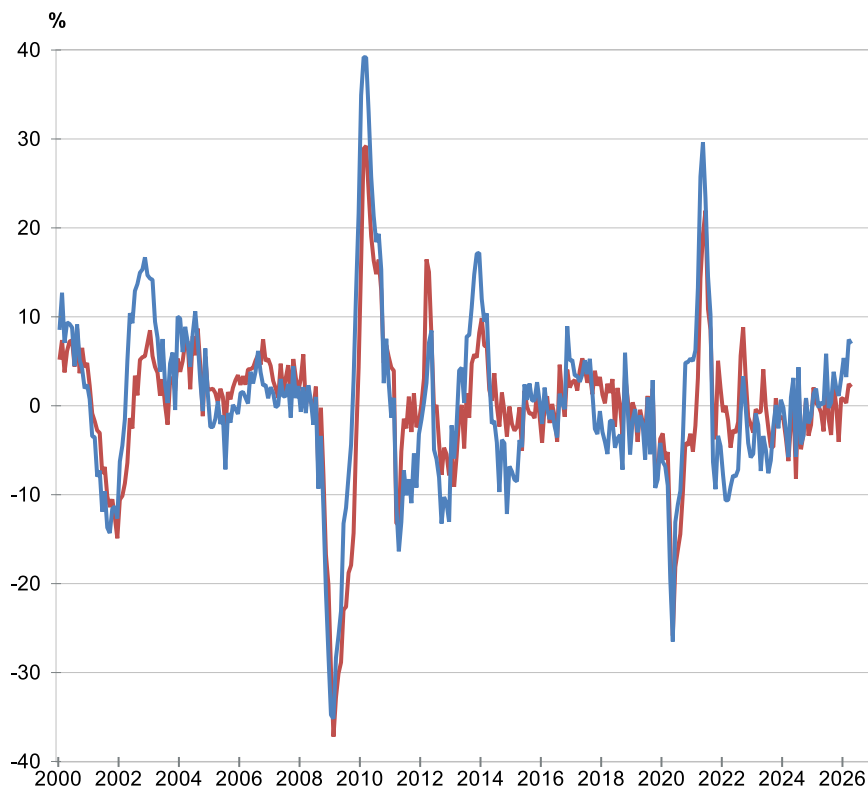


出所：マクロポンド、内閣府、リそなホールディングス

- 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えつつあるが、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：鉱工業生産指数の前年比と在庫循環(出荷前年比－在庫前年比)

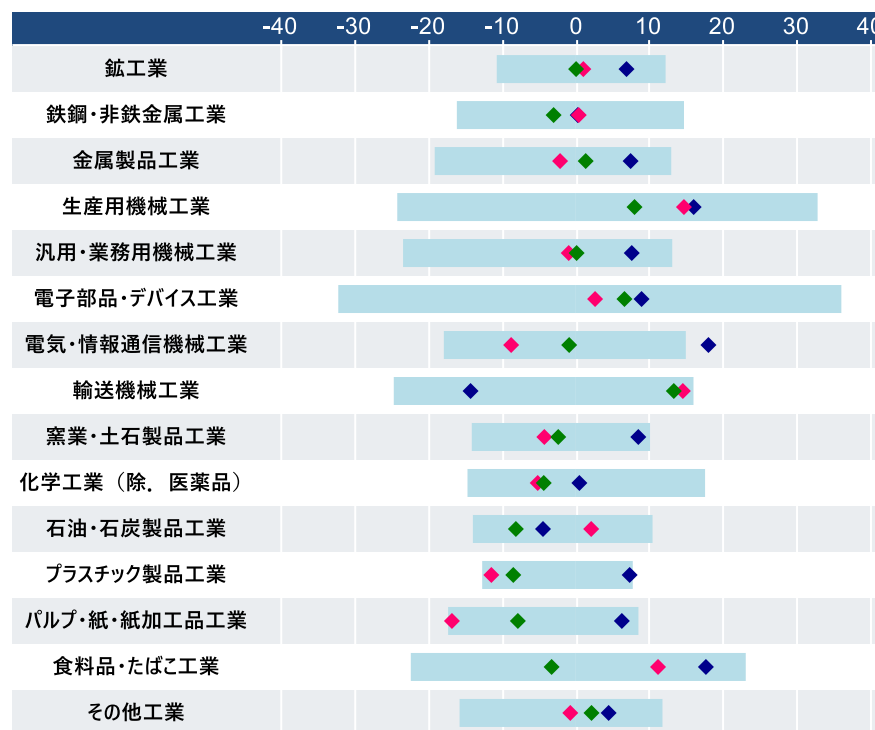
— 在庫循環(出荷前年比－在庫前年比) — 鉱工業生産(前年比)



出所：マクロポンド、リそなホールディングス

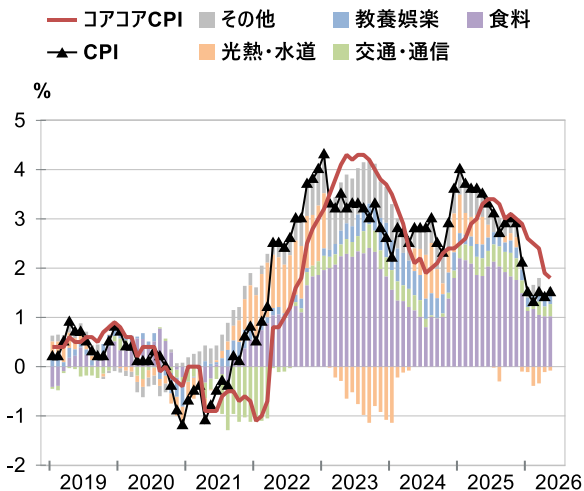
図表：鉱工業生産に基づく在庫循環分析(出荷前年比－在庫前年比)

■ 2019年以降の上位95%点～下位5%点 ■ 直近値 ◆ 6カ月前 ◆ 12カ月前

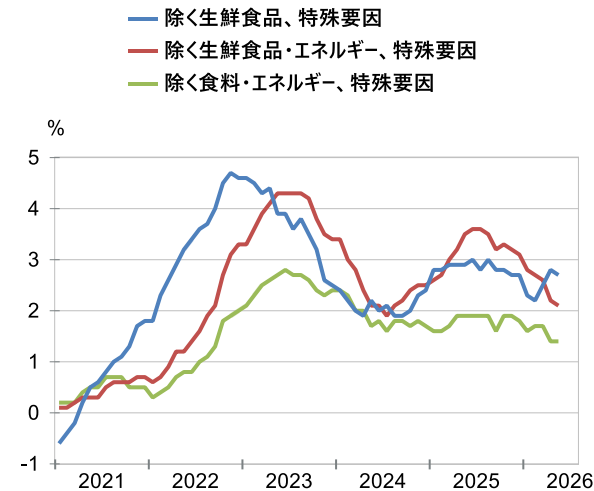


- 変動の激しい品目や原因の分かっている特殊要因を除くと、物価は高止まりしている
- 一方で、こうした指標は特殊要因が理由ではなく、大きく上昇・下落する品目があるとその影響を受けてしまう
- そこで、変動の激しい品目を除き、値上げが幅広い品目に浸透しているか見るために、刈込処理した指数を見ると、総合と同じく、下落トレンドを形成しており、価格転嫁の動きが幅広い品目に広がっているとは言い難い
- ただし、3月に発生した中東戦争の影響で、輸入物価が顕著に上昇している点を考慮すると、今後も物価の下落トレンドが継続すると考えるのは楽観的過ぎる
- 中東情勢が一部加味されているであろう3月の日銀短観を見ると、大企業では、業種に依らず将来の販売価格見通しを上方修正した
- 過去、輸入物価ショックは、CPIに段階を経て波及してきた
- 輸入物価上振れ直後に暫定的な値上げを実施し(2～3カ月後)、その後消費動向や実際のコストを勘案しながら値上げが実施される可能性がある(6～7カ月後)
- 従って、仮にコア関連指標が下落しても、物価全般が上昇トレンドに転換する場合、日銀の利上げが正当化されることとなろう。7月に公表される短観で販売価格見通しに変化が生じるか注目したい

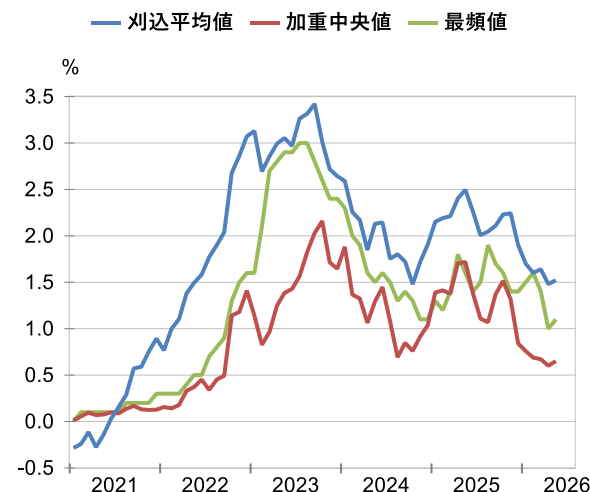
図表：CPIの前年比要因分解



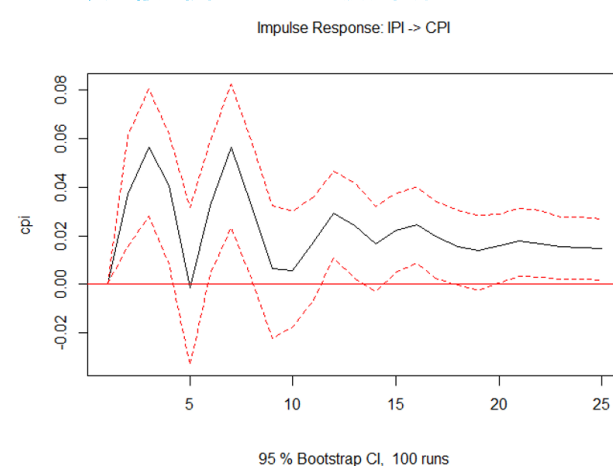
図表：特殊要因を除いた消費者物価



図表：刈込平均値・加重中央値・最頻値



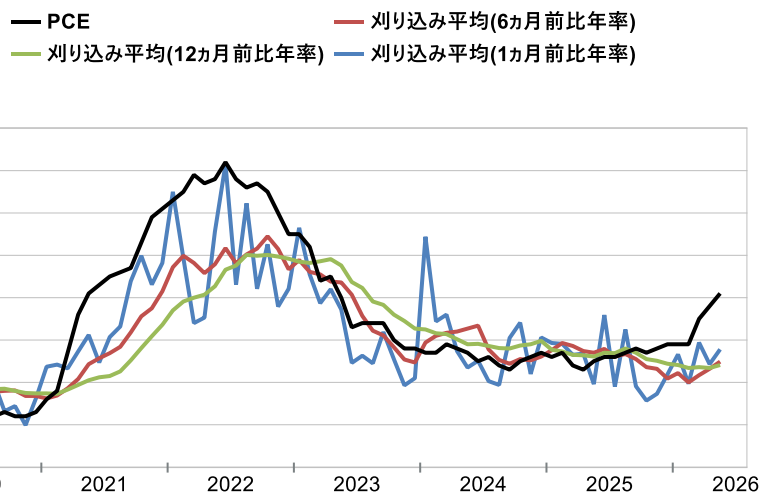
図表：輸入物価のCPIへの波及経路シミュレーション



出所：マクロポンド、リそなホールディングス

- 足元のインフレ率を見ると、ヘッドラインの上昇が著しい。エネルギーが除かれているコア指数の上昇は相対的に緩やか
- 一方で、ウォーシュFRB議長が注視している刈り込み処理をした指数は、徐々に下げ止まってきている
- 足元の物価動向は、特定の品目がインフレ率を押し上げているものの、値上げが幅広い品目へと広がりつつある、との評価が妥当
- 利下げを正当化しづらくなっているのは確かだが、長らく低迷していた伝統的製造業に、利下げ効果がようやく発現し始めた今、拙速な利上げで回復を腰折れさせることもリスクである
- 実際、ISM製造業景況感指数の改善と歩調を合わせて、若年層の失業率上昇も一服しつつある
- デュアルマンドートの観点から、FRBはどちらにも動き難い状況だが、利上げに転じる場合は、再びAIブームが米国経済を支える二極化経済が実現しよう

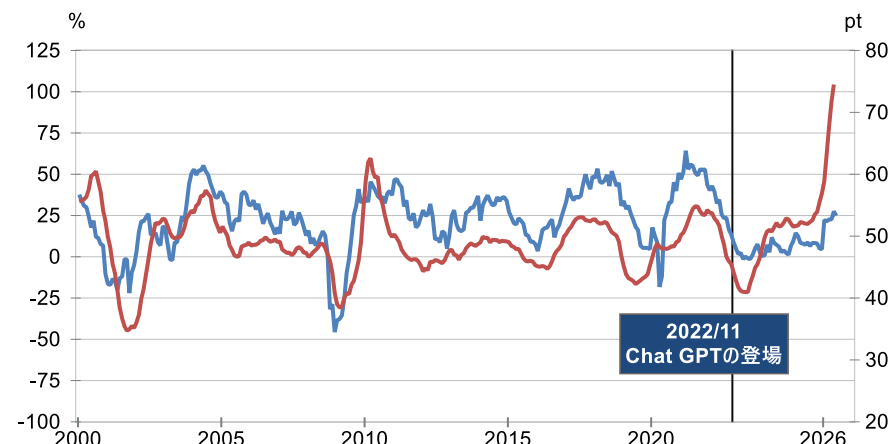
図表：PCEインフレ率及びその刈り込み値



出所：マクロポンド、リそなホールディングス

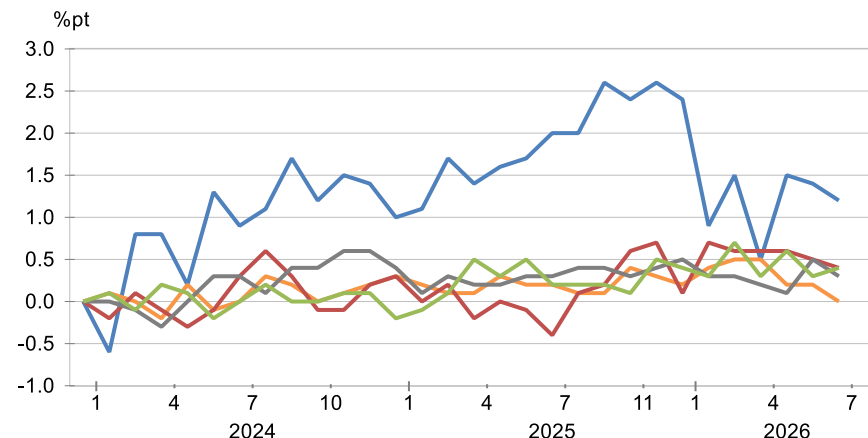
図表：シリコンサイクルと製造業の景況感

— 世界半導体出荷額(前年比) — ISM製造業景況感指数(右軸)



図表：年齢層別の失業率変化幅(2023年末～)

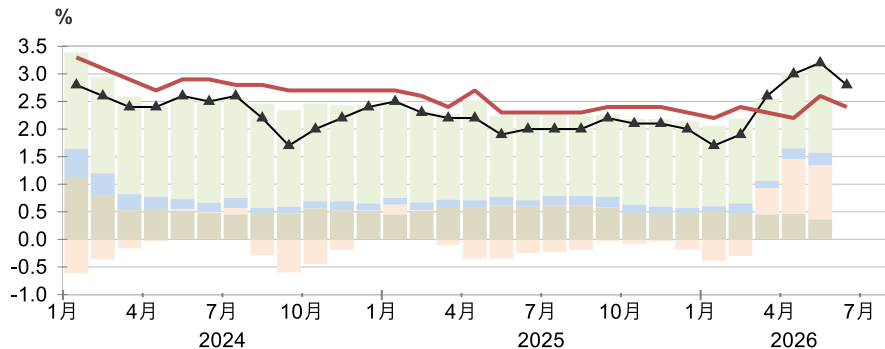
— 16-24歳 — 55歳以上 — 25-34歳 — 35-44歳 — 45-54歳



- 米国とイランの戦闘終結合意を背景とした原油安を受け、ガソリン価格等が下落したことから総合CPIは前年比伸び率がやや鈍化。また、販売価格見通しは製造業・サービス業ともに上昇が一服しており、短期間で急激にインフレが再加速するリスクはやや後退
- 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た悪化に底打ちの兆しがみられる
 - ・製造業：原油をはじめとする原材料不足から生産見通しがやや悪化も、新規受注の改善が全体の景況感を下支え
 - ・サービス業：中東情勢悪化を背景としたエネルギー高を受けて需要見通しが悪化も、全体としては下げ止まり傾向
- 意外に底堅い景況感のなか、ECBはインフレへの警戒を継続することから、中立金利レンジ範囲内の利上げ継続は正当化されよう

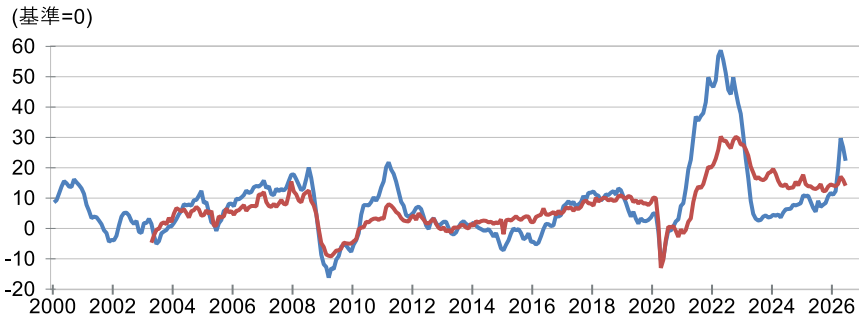
図表：ユーロ圏HICP(前年比)

— コア ▲ 総合 ■ サービス ■ 財 ■ エネルギー ■ 食料



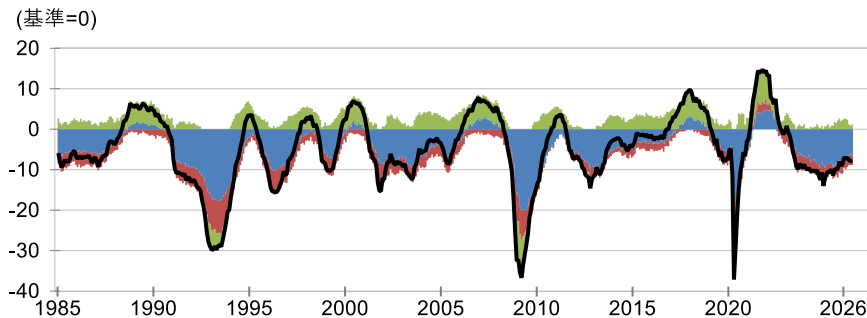
ユーロ圏 販売価格見通し

— サービス業 — 製造業



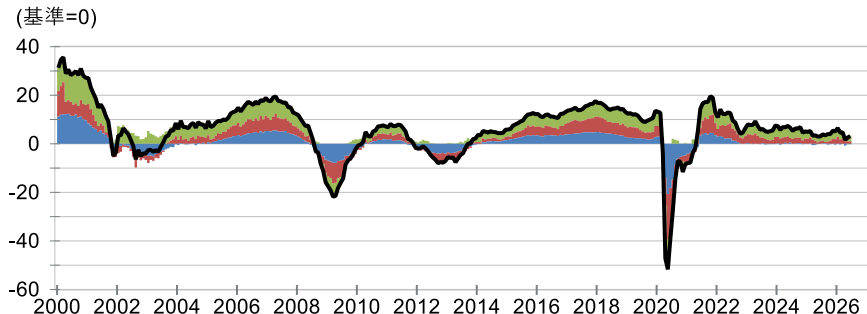
ユーロ圏 信頼感指数 製造業

— 信頼感指数 ■ 生産見通し ■ 在庫 ■ 新規受注



ユーロ圏 信頼感指数 サービス業

— 信頼感指数 ■ 需要見通し ■ 需要状況 ■ ビジネス状況



出所：Macrobond

■概況

- 中東情勢の鎮静化を受け、業績改善の前倒しが継続。AI・半導体も底堅い推移であったが、月末にかけては四半期末のリバランス売りに押され、下落基調となった。主要国指数の騰落率は、欧州>日本>米国となった

図表：主要国指数 前月比(%)

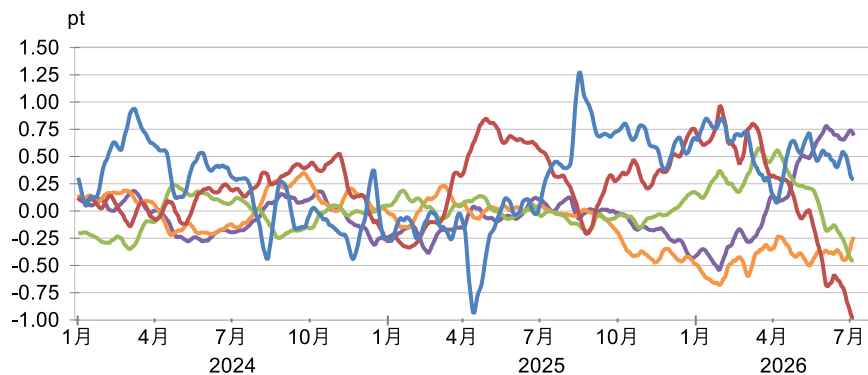
	2025/07	2025/08	2025/09	2025/10	2025/11	2025/12	2026/01	2026/02	2026/03	2026/04	2026/05	2026/06
TOPIX	3.2	4.5	2.0	6.2	1.4	0.9	4.6	10.4	-11.2	6.6	6.2	0.9
日経平均	1.4	4.0	5.2	16.6	-4.1	0.2	5.9	10.4	-13.2	16.1	11.9	5.6
SP500	2.2	1.9	3.5	2.3	0.1	-0.1	1.4	-0.9	-5.1	10.4	5.1	-1.1
ナスダック100	2.4	0.8	5.4	4.8	-1.6	-0.7	1.2	-2.3	-4.9	15.6	10.5	-0.2
STOXX600	0.9	0.7	1.5	2.5	0.8	2.7	3.2	3.7	-8.0	4.8	2.4	2.5
MSCI新興国	1.7	1.2	7.0	4.1	-2.5	2.7	8.8	5.4	-13.3	14.5	9.5	-1.7

■先行き(今後1年程度)

- 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有
- 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弱い。但し、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

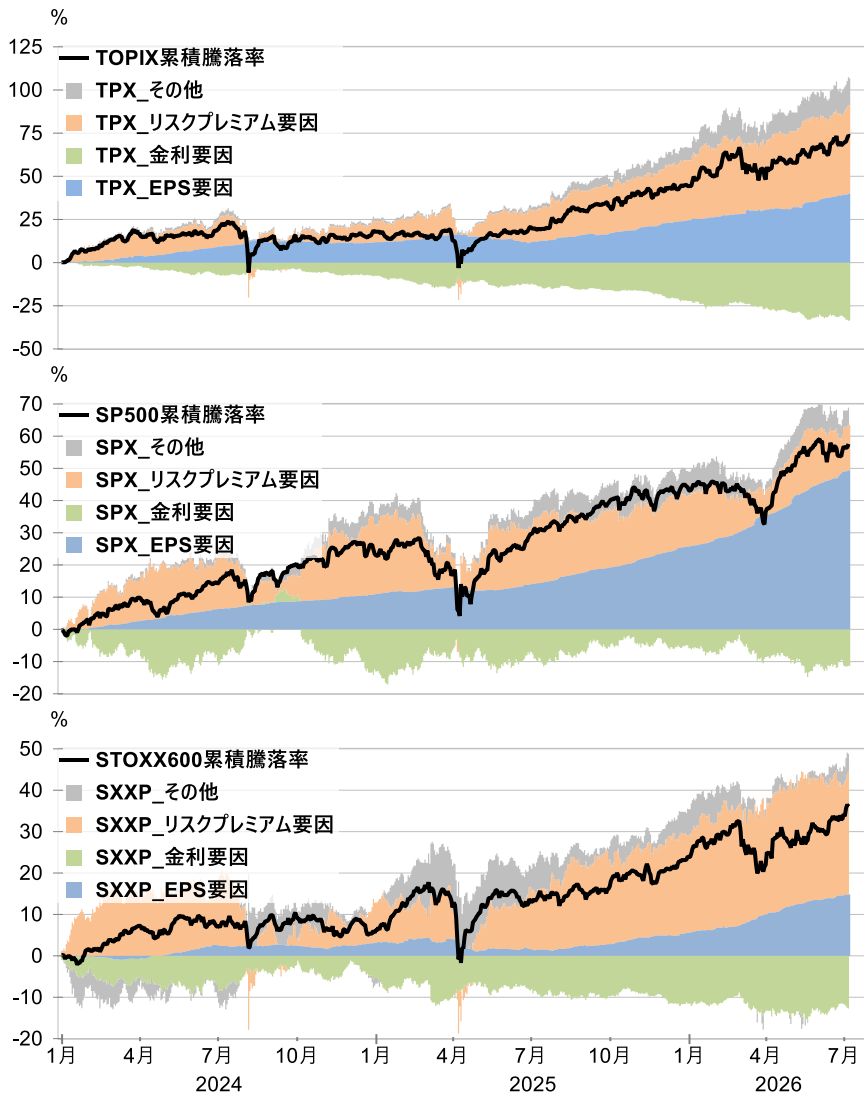
図表：マーケット環境指数

PC1(グローバルリスクオン) PC3(インフレ期待) PC5(AIセンチメント)
PC2(安全資産需要) PC4(クレジット環境)



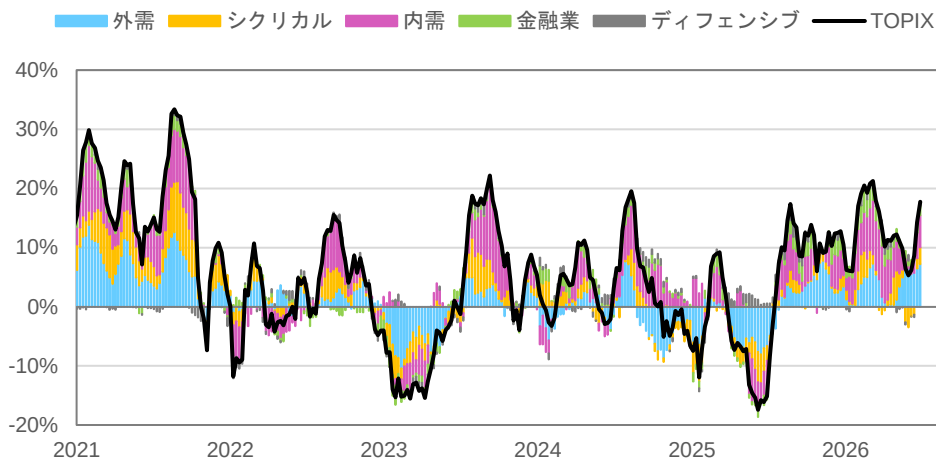
注：株式・債券・コモディティ・通貨・センチメント指数等のリターンや変化幅に主成分分析を実行
変数(主成分の解釈)はりそなホールディングス
出所：マクロボンド、ブルームバーグ、りそなホールディングス

図表：日米欧主要指数のパフォーマンス分解

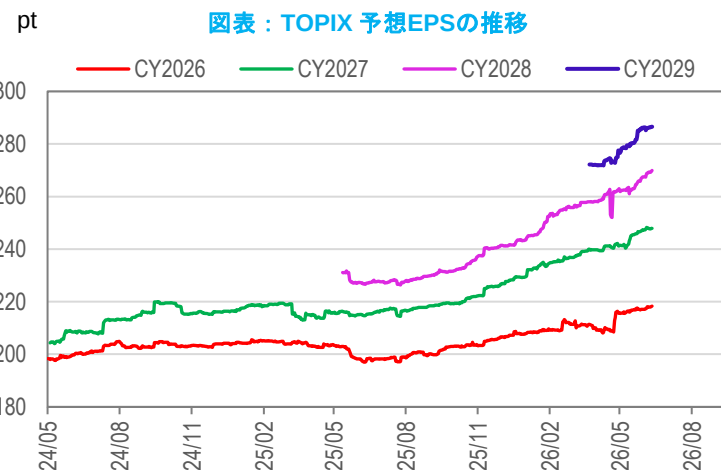


- TOPIXのリビジョンは、7月末にかけて改善基調で推移すると見込む。中東情勢は鎮静化に向かう公算が大きいですが、断続的な対立が続いており、6月末時点での業績改善の織り込みは限定的であった
- 中東情勢影響について織り込んでいないとみられる27年以降のTOPIXの予想EPSを考慮すると、TOPIXの12ヵ月先予想EPSには、年末にかけて10%~15%程度の改善余地があるとみている。従って、米国とイランの協議が進み、7月も中東情勢鎮静化の織り込みが進めば、リビジョンは緩やかに改善するであろう
- 日本の株式市場では、ハイテクの上昇が著しく、過去最高水準に位置している。一方で、市場ベータは改善基調にあるものの、過去のピーク程には高まっていない様子が窺える。AI関連企業への一極集中の様相が見て取れる。また、中東情勢一服でシクリカルや資源にピークアウト感が出ていることも分かる。
- 以上を踏まえると、AIブームが持続することや、高い成長が見込めることに疑念の余地はないが、徐々に割安感のある業種へ資金をシフトしていくことが推奨される

図表：TOPIXリビジョンの業種別要因分解

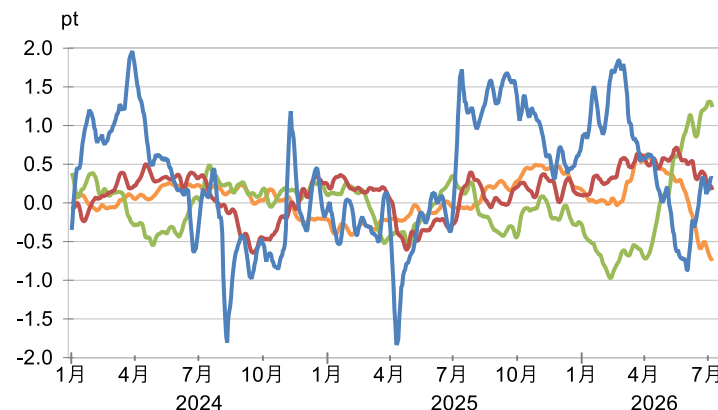


出所：マクロポンド、ブルームバーグ、リそなホールディングス



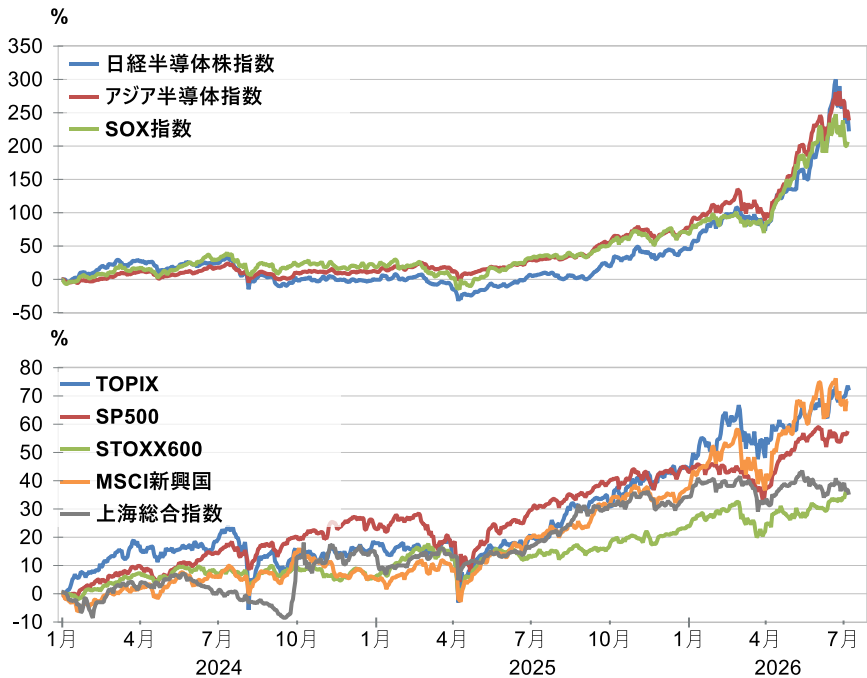
図表：日本株のテーマ

PC1(市場ベータ) PC2(シクリカルvsディフェンシブ) PC3(ハイテク) PC4(資源)



- 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%、28年は74%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%

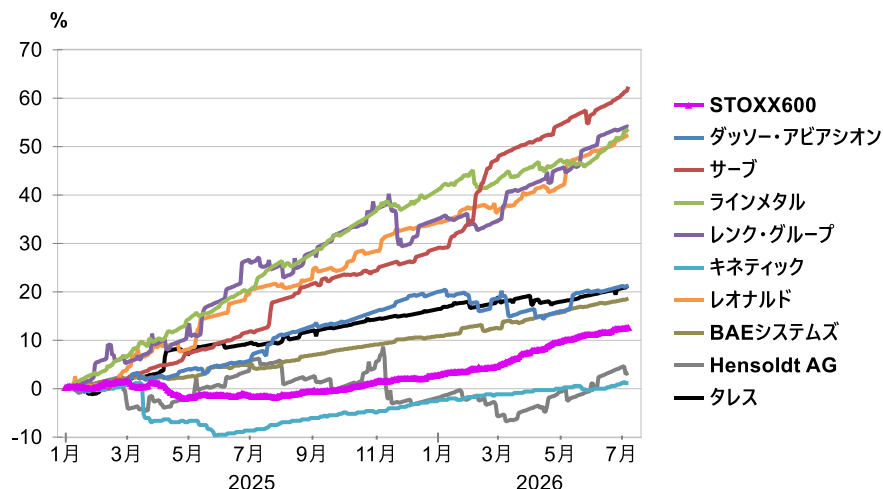
- ユーロ圏の製造業景況感と欧州防衛企業の純利益成長率は、コロナ禍前までは概ね連動する動きであった
- ウクライナ戦争開戦以後、欧州防衛企業の純利益成長率は、ECBの利上げによって大きく落ち込んだ製造業景況感によらず大幅な上昇が続いている
- 12ヵ月先予想EPS成長率をみると、防衛企業各社は指数平均に比べて高い伸びとなっている。高止まりする受注残や防衛支出積極化の流れを鑑みれば、今後も欧州防衛株は指数比アウトパフォームが見込まれる
- 政府支出に対する防衛費の割合をみると、ウクライナ戦争開戦後はドイツを中心に高まってきている
- 政府支出の実に2割近くを防衛費に充てるロシアと国境を接すること、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

— ユーロ圏製造業景況感指数 — 24ヵ月先純利益+12ヵ月先純利益(右軸)



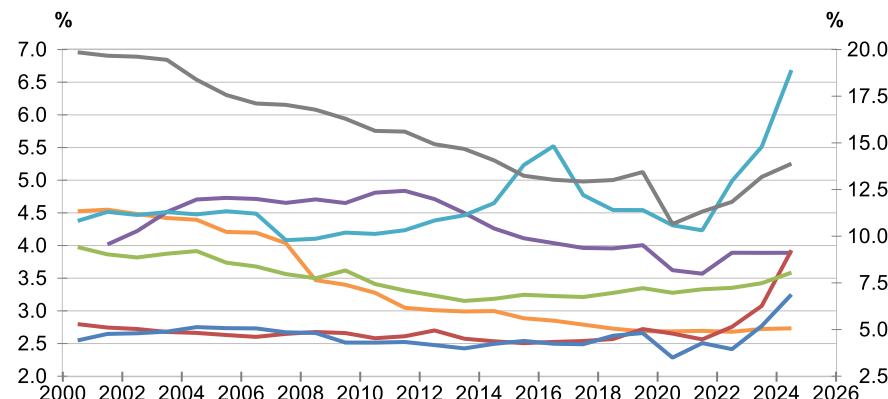
図表：欧州防衛企業の12ヵ月先予想EPS成長率



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

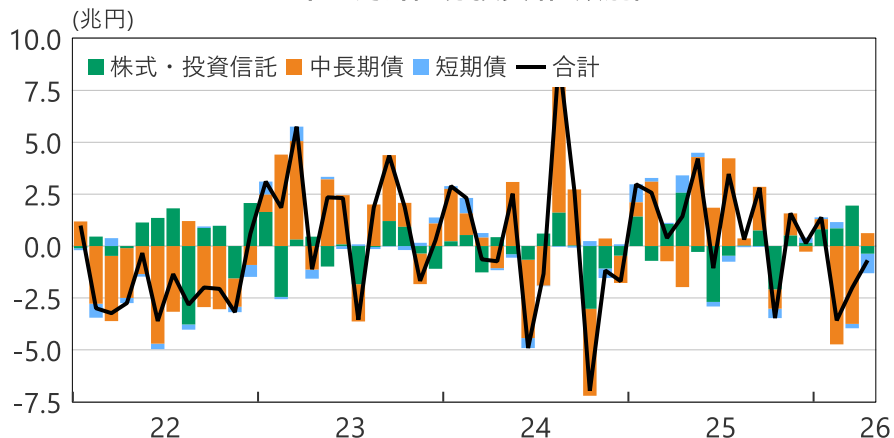
— 日本 — ドイツ — ロシア(右軸) — 中国(右軸)
— フランス — 英国 — 米国(右軸)



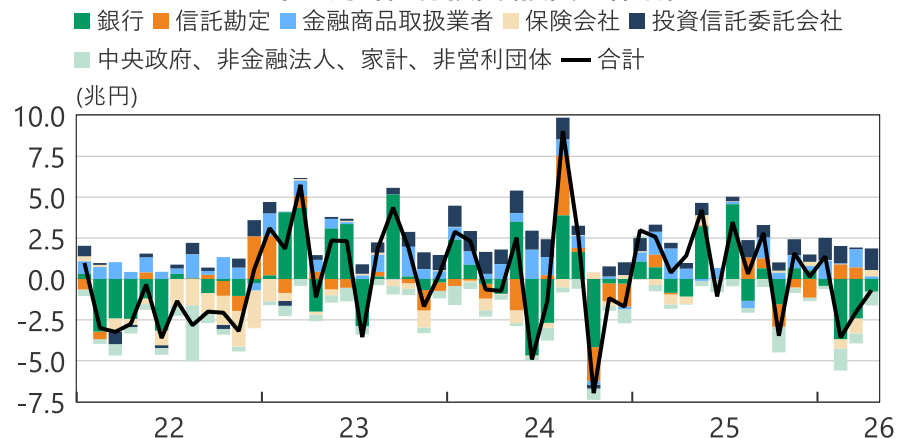
中長期テーマ

- 4月の対外証券投資は中長期債を買越しの一方、短期債を売越し。主体別では、投資信託委託会社が買越しの一方、銀行が売越し
- 4月の対内証券投資は株式・投資信託と中長期債が大きく買越し。地域別では、オセアニアを除く全地域が大きく買越し

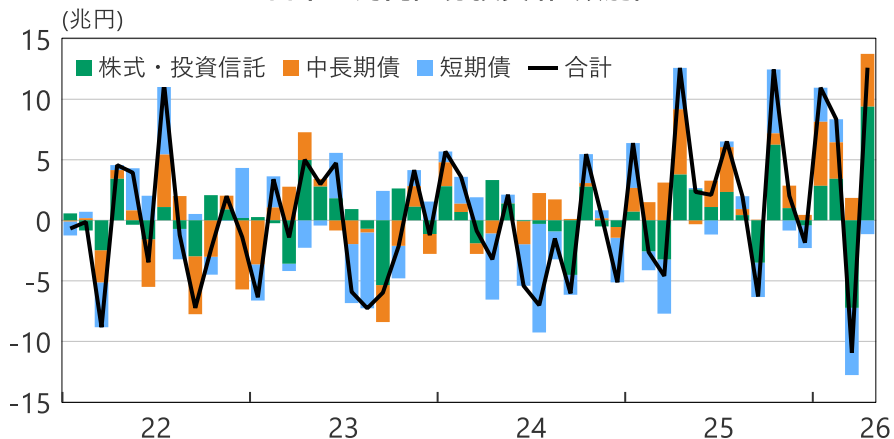
日本 対外証券投資(種類別)



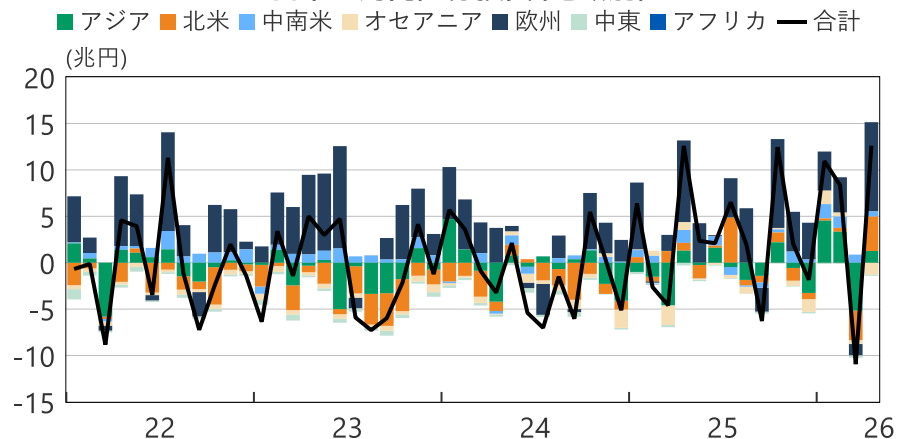
日本 対外証券投資(投資主体別)



日本 対内証券投資(種類別)



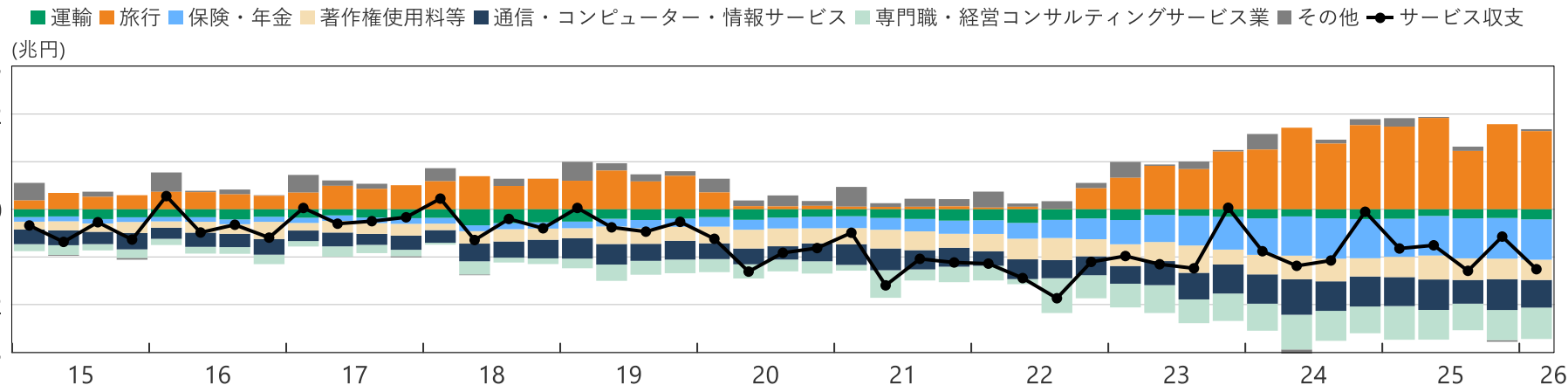
日本 対内証券投資(地域別)



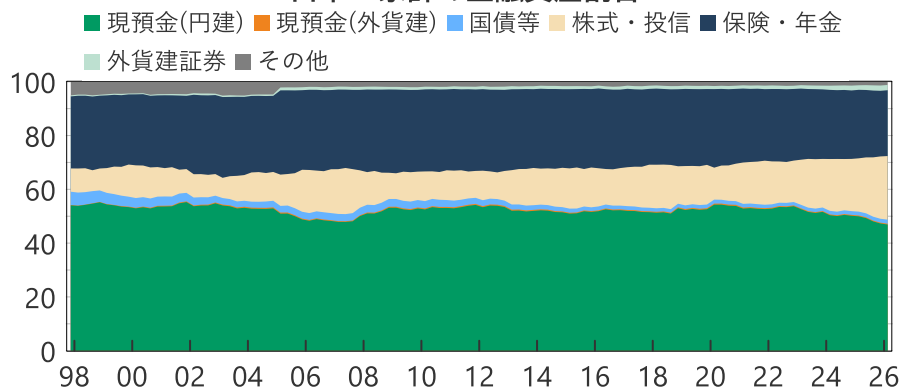
出所：Macrobond

- 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

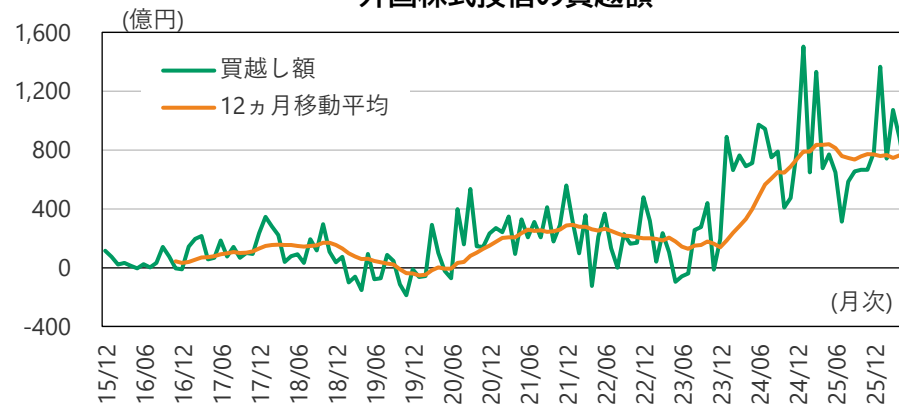
日本のサービス収支内訳



日本 家計の金融資産割合



外国株式投信の買越額

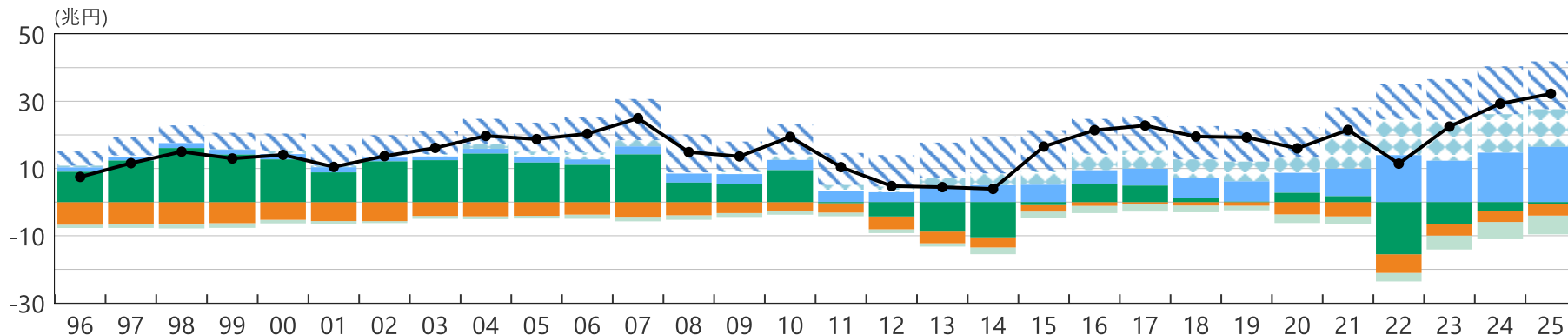


出所：Macrobond, 投資信託協会

- 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

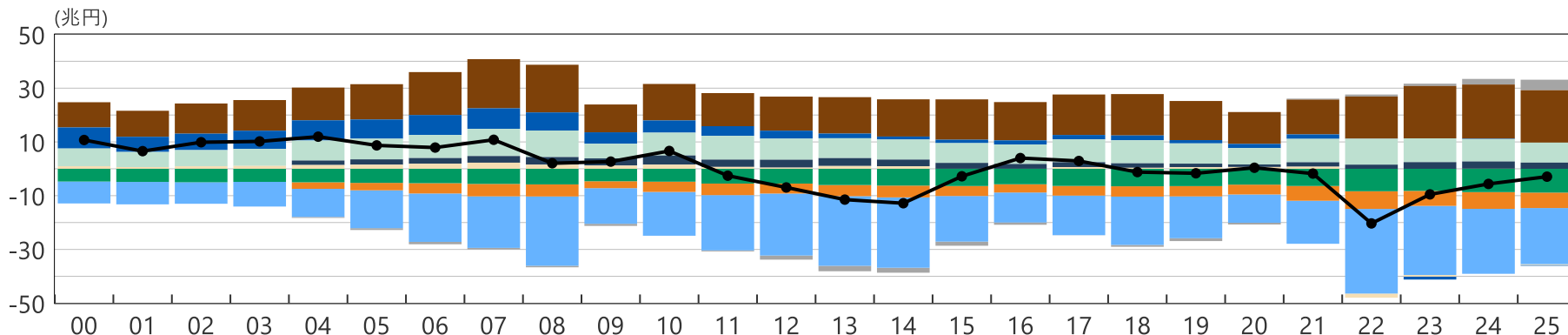
日本の経常収支内訳

■ 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

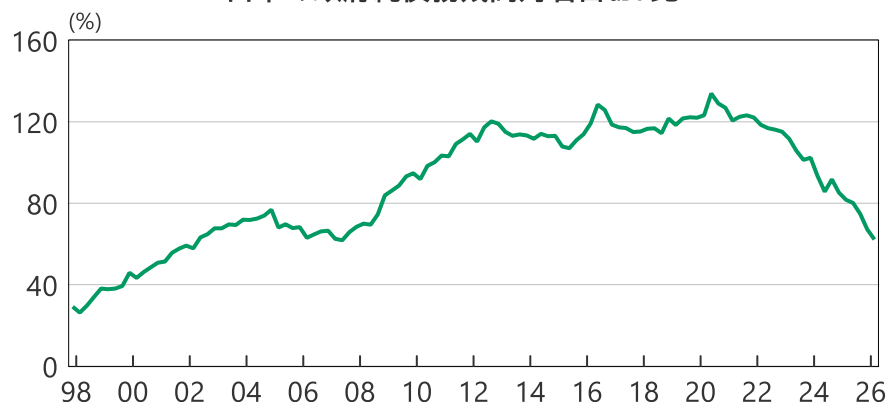
■ 食料品 ■ 原料品 ■ 鉱物性燃料 ■ 化学 ■ 製品 ■ 一般機械 ■ 電気機械 ■ 輸送用機器 ■ その他 ● 財収支



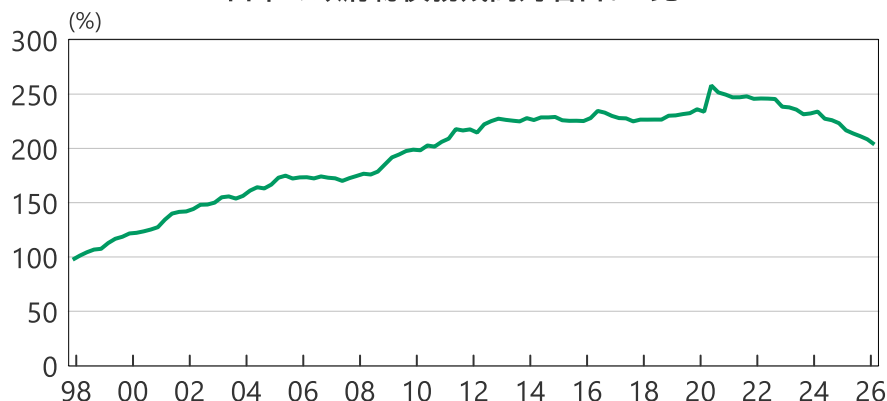
出所：Macrobond

- 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の市場の思惑が、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

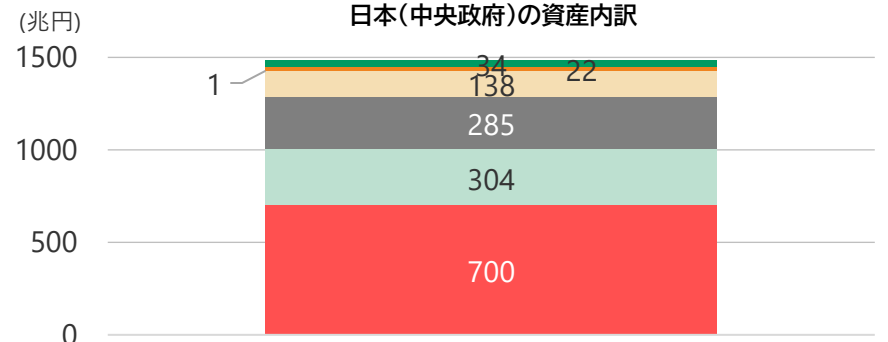
日本の政府純債務残高対名目GDP比



日本の政府総債務残高対名目GDP比



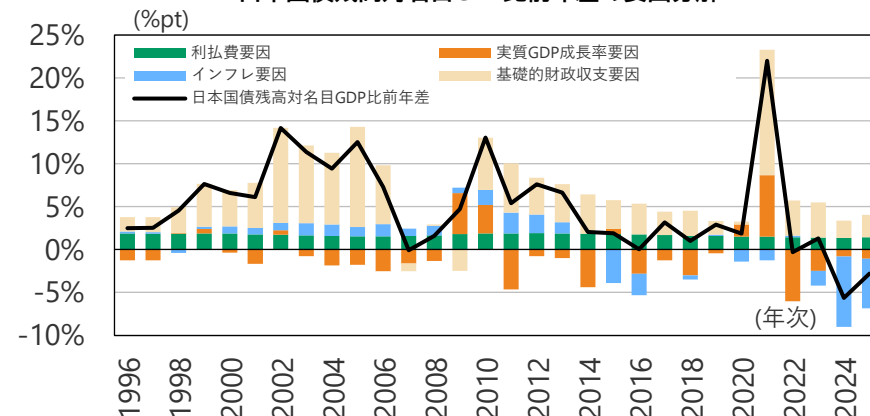
日本(中央政府)の資産内訳



2024年度

■ 現金(うち円貨) ■ 現金(うち外貨) ■ 有価証券(うち円貨) ■ 有価証券(うち外貨)
■ その他流動資産 ■ 固定資産 ■ 純債務

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

- 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「新常態」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

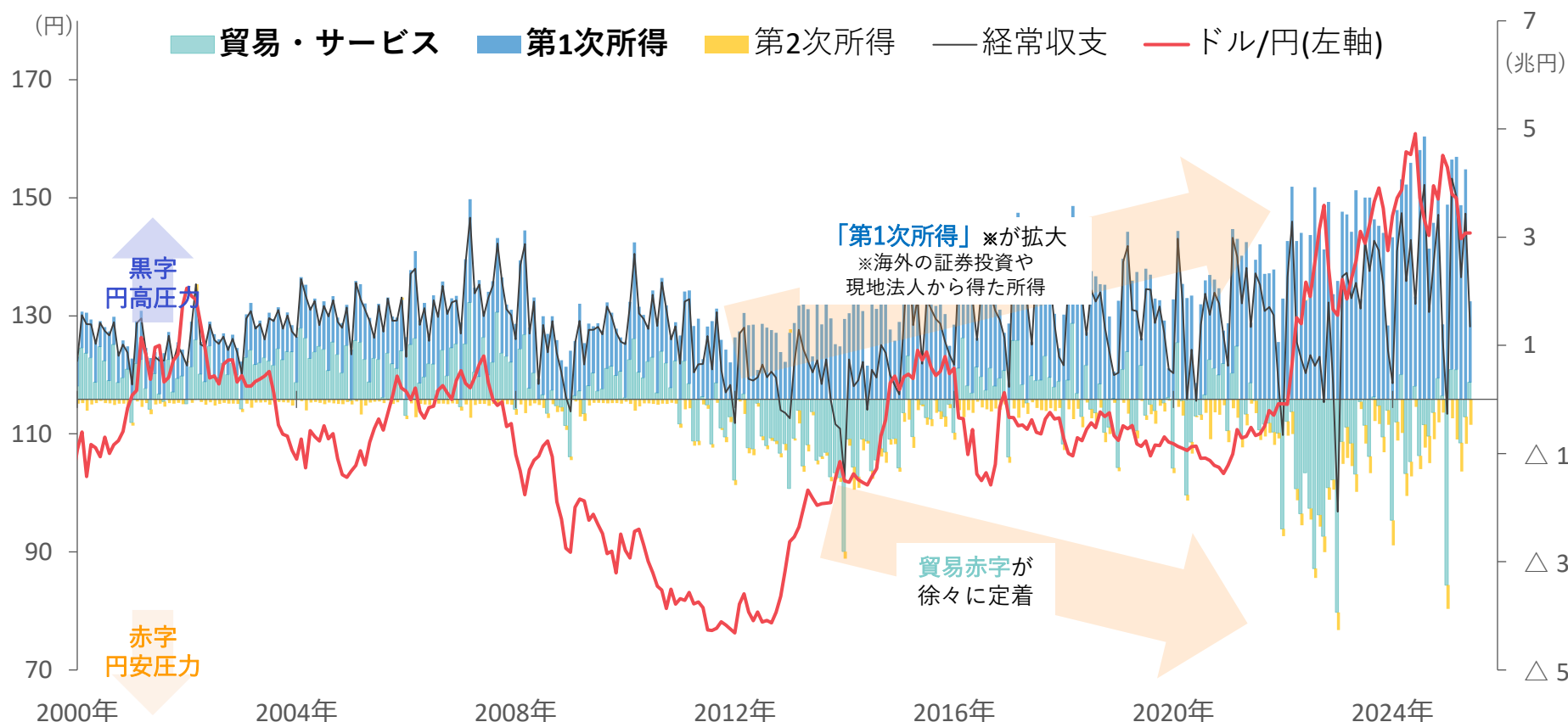
4. 弱まりつつある “有事の円買い”

【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



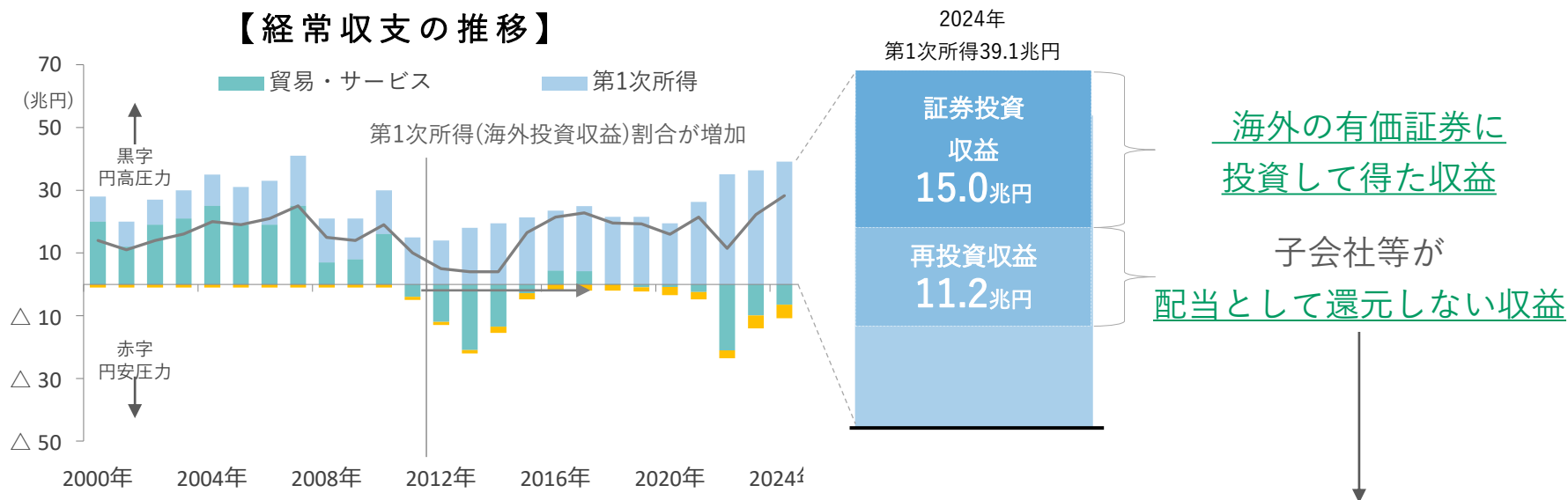
「モノづくり」で稼ぐ
自動車の輸出を中心に（貿易黒字）で稼ぐ

「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

- 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

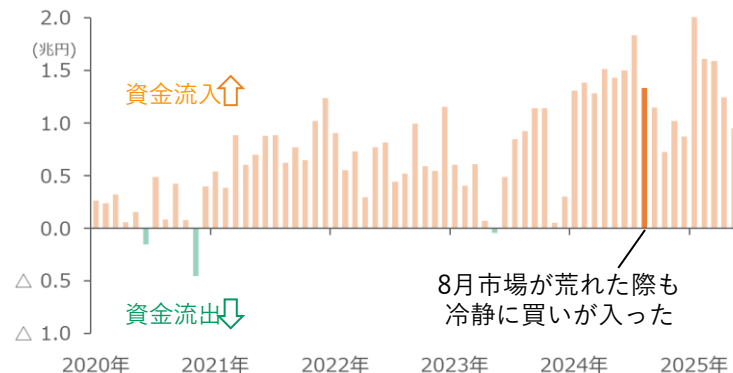
	2012年		2022年
第一次所得	14兆円	1.5倍	22兆円
現地法人の 内部留保	28兆円	1.9倍	55兆円

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

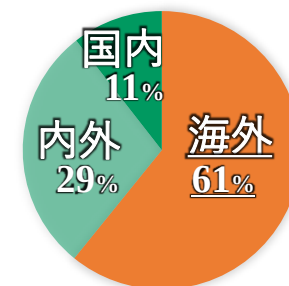
- 2024年から始まった新NISAを契機に個人マネーの「貯蓄から投資へ」が加速
- その資金の多くは海外資産へ流入していることから、円安圧力が生じている

【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



海外資産に投資する
投信への流入額が

約 6 割

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

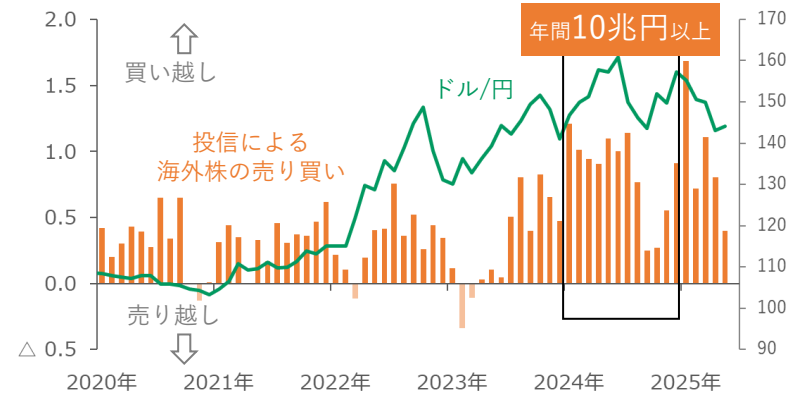
資産は
海外へ

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



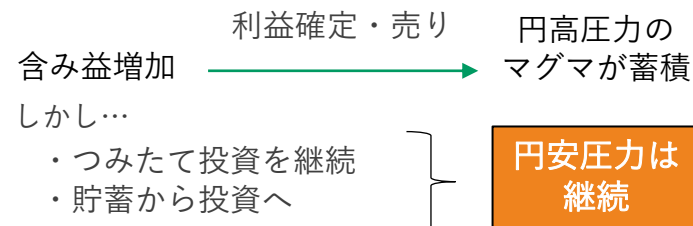
1日当たり過去最大の介入額：5.9兆円を超える水準
(2024/4当時は1日で5.6円の円高進行)

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】

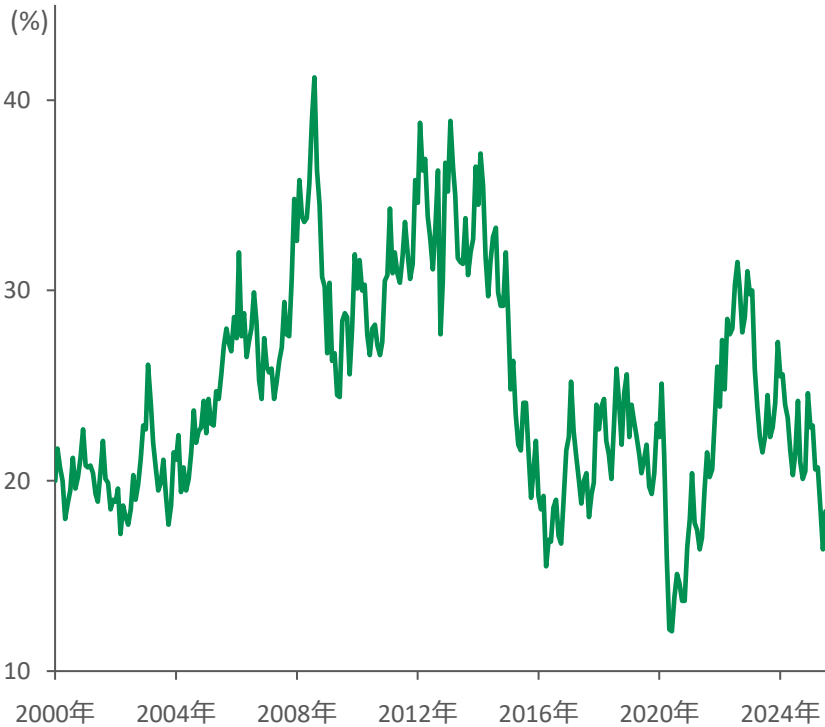
日本は資源の自給は限られており、ほとんどが輸入に頼っている状況が続く。

	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

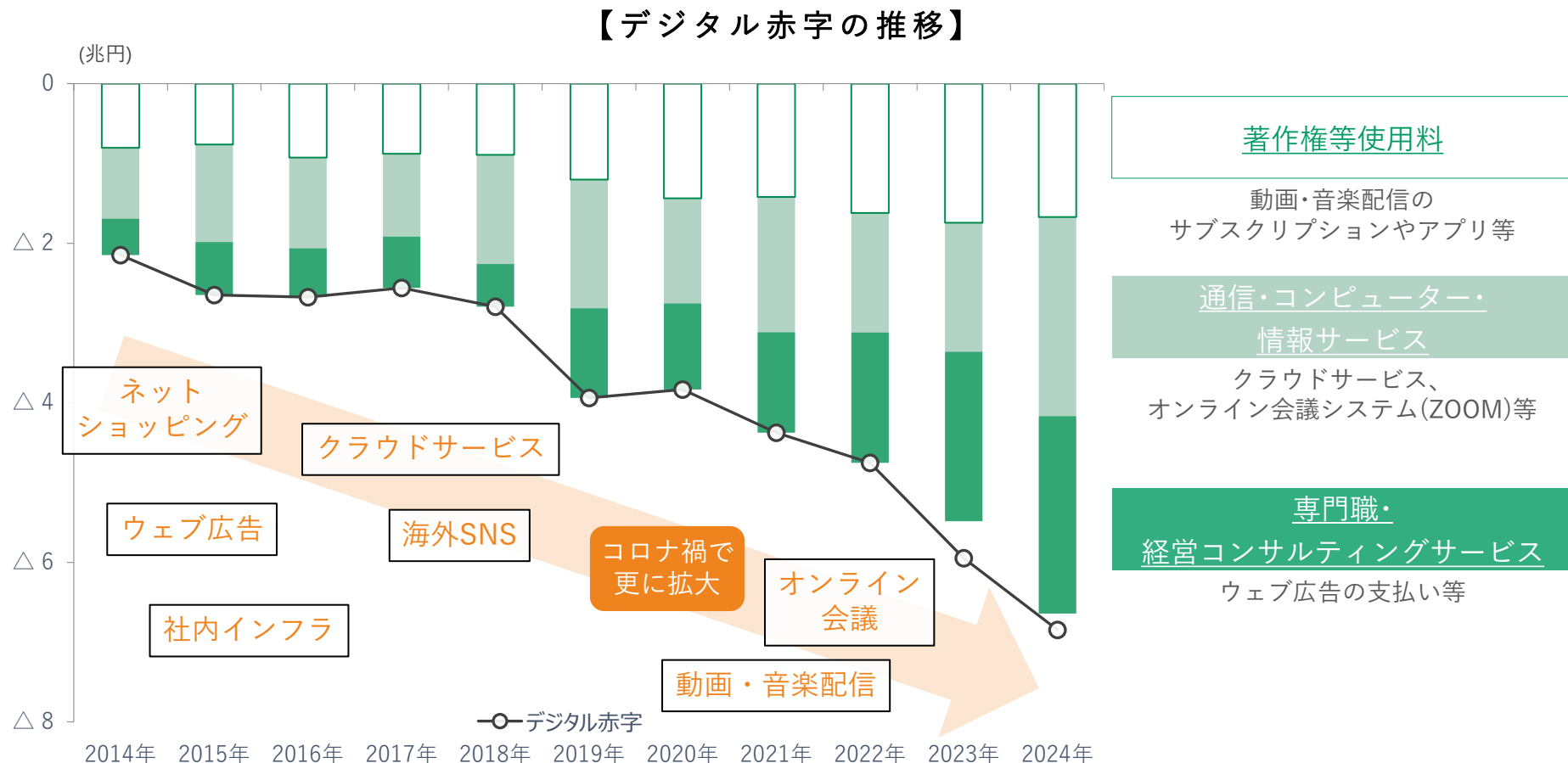
【輸入金額に占める鉱物性燃料の割合】

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

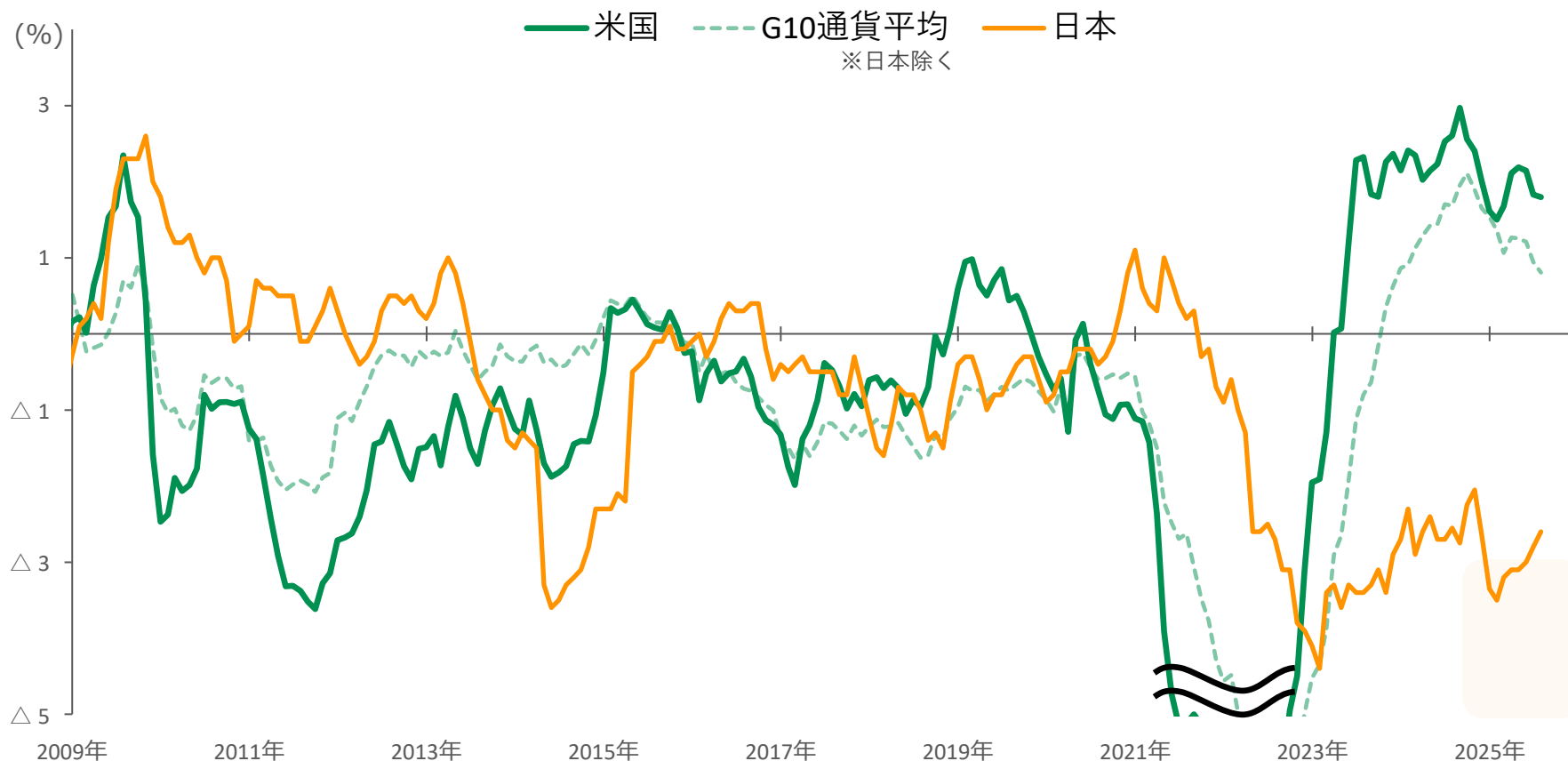
※日銀レビュー内の分類に基づく



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

- 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。

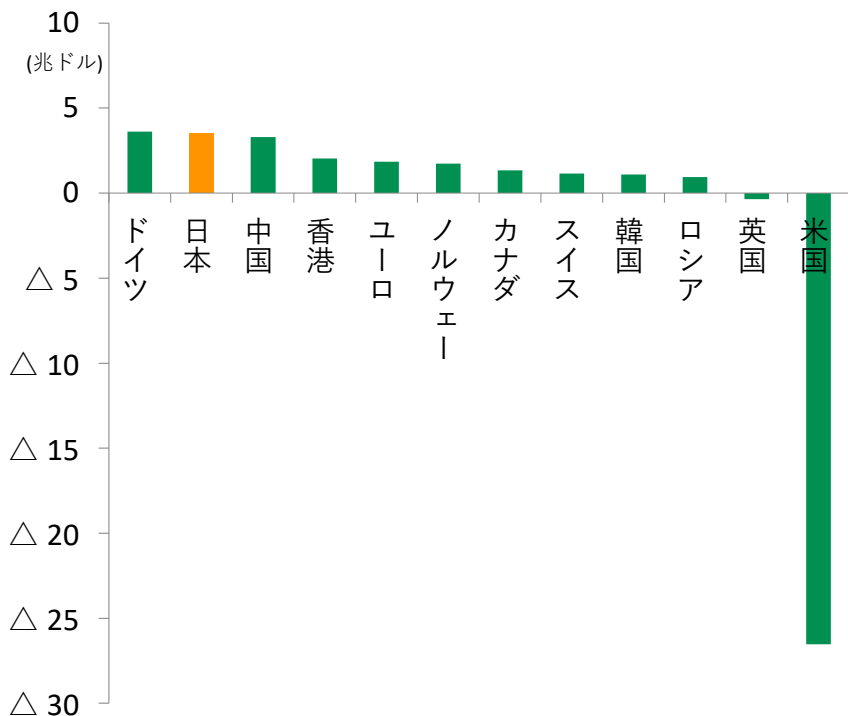
	潜在成長率
中国	3.87%
G20	2.93%
世界	2.82%
オーストラリア	2.44%
ニュージーランド	2.12%
米国	1.98%
英国	1.60%
カナダ	1.39%
スイス	1.18%
ユーロ圏	1.14%
日本	0.84%

出所：United Nations, World Population Prospects 2024, OECD

- 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】

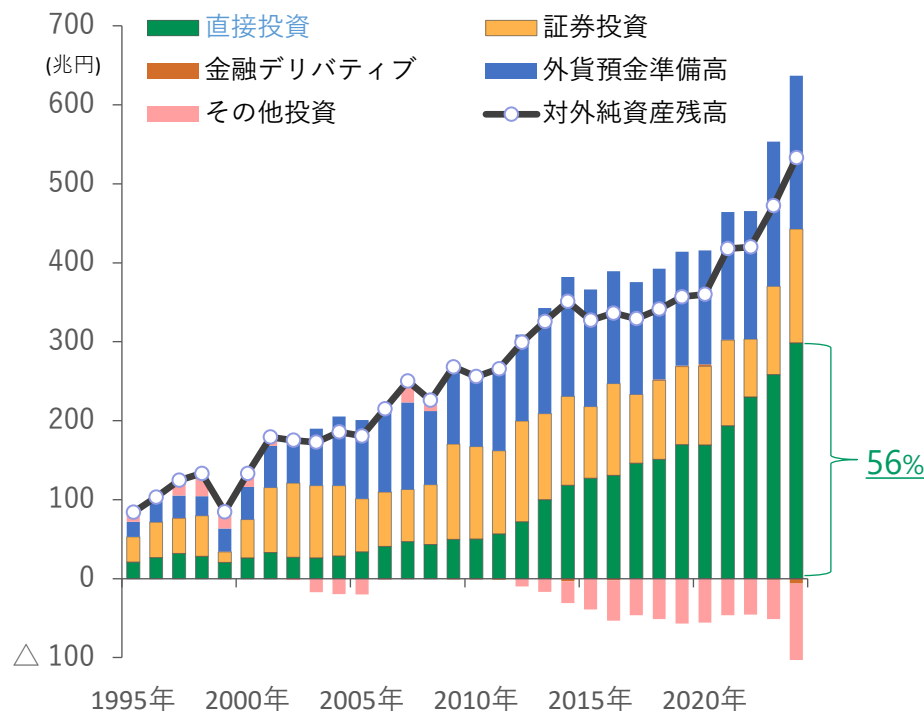
日本は世界有数の「対外純資産国」であり、有事には海外資産を円に戻すことができるとされていることが“有事の円買い”と言われてきた理由



出所：財務省HP、Bloomberg

【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



【ドル/円の「新常態」は130～150円台へ】

