

りそな為替動向マンスリー:2026年8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:足元は為替介入警戒感も、中期的にはファンダメンタルズ次第

- ・ドル円は、年末にかけては160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
- ・足元は日米当局による為替介入への警戒感が上値を抑えよう。下値目途は150円台前半
- ・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：現時点では、天然ガス価格高騰を通じたインフレリスクは限定的とみる

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	160.0	160.0	165.0	165.0	165.0	165.0	170.0	170.0	170.0	175.0
	想定レンジ	—	—	150 ～ 165	155 ～ 165	160 ～ 170	160 ～ 170	160 ～ 170	160 ～ 170	160 ～ 180	160 ～ 180	160 ～ 180	165 ～ 185
	ユーロ円	183.6	185.3	185.0	185.0	190.0	190.0	190.0	190.0	195.0	195.0	195.0	195.0
	想定レンジ	—	—	175 ～ 190	180 ～ 190	185 ～ 195	185 ～ 195	185 ～ 195	185 ～ 195	185 ～ 205	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
8/3(月)		7月ISM製造業景況指数	(中) 7月製造業PMI
8/4(火)	10年債入札	6月製造業受注	
		6月貿易収支	
8/5(水)	6月毎月勤労統計 (速報)	7月ADP雇用統計	
	日銀金融政策決定会合議事要旨 (6/15～16開催分)	7月ISM非製造業景況指数	
8/6(木)	30年債入札		
8/7(金)	6月家計調査	7月雇用統計	
8/9(日)			(中) 7月CPI
8/10(月)	7月景気ウォッチャー調査		
8/11(火)	(山の日)	3年債入札	(豪) 準備銀行理事会
		7月中古住宅販売	
8/12(水)		10年債入札	
		7月CPI	
8/13(木)	7月企業物価指数	30年債入札	
		7月PPI	
8/14(金)		7月小売売上高	
8/17(月)	4-6月期GDP (一次速報値)	8月NY連銀製造業景気指数	(中) 7月生産・小売・投資
8/18(火)	5年債入札	7月住宅着工・許可件数	(独) 8月ZEW景気指数
8/19(水)	6月機械受注	20年債入札	
		FOMC議事要旨	
8/20(木)	20年債入札	8月フィラデルフィア連銀製造業景気指数	
	7月貿易統計		
8/21(金)	7月消費者物価指数		(欧) 8月PMI (速報値)
8/24(月)			

	日本	米国	その他
8/25(火)		2年債入札	(独) 8月IFO企業景況感指数
		7月新築住宅販売	
		8月消費者信頼感指数	
8/26(水)		4-6月期GDP (改定値)	
		5年債入札	
		7月個人所得・消費支出	
8/27(木)		7年債入札	
8/28(金)	2年債入札		
	7月労働力調査		
8/31(月)	7月鉱工業生産		(中) 8月PMI
	7月住宅着工件数		

- 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 関税やエネルギー高を主因とした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			
		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 欧ECB 日銀	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	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
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 選挙活動 1月～ 新議会が発足			
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

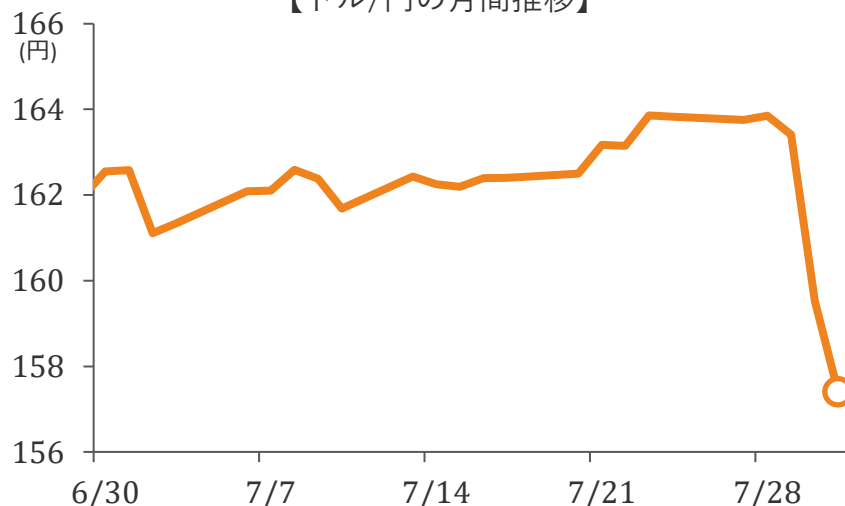
中銀会合通過後、為替介入により大幅円高

ドル/円

157.40円

前月比 △5.15円 (△3.17%)

【ドル/円の月間推移】



歴史的な円安が進行後、介入で反落

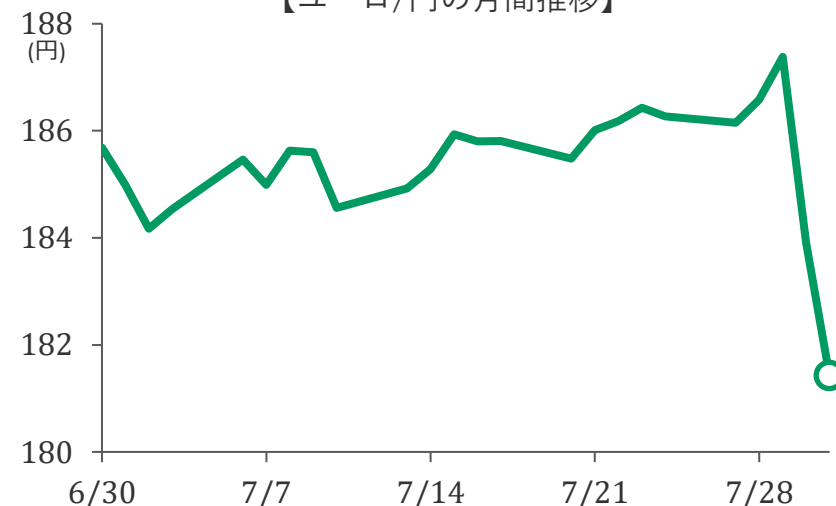
介入への警戒感が熾る中、日本の財政拡張路線を背景に円安が進行。164円台手前まで上値を更新するも、日米協調介入により一時155円台まで急落。

ユーロ/円

181.43円

前月比 △4.25円 (△2.29%)

【ユーロ/円の月間推移】



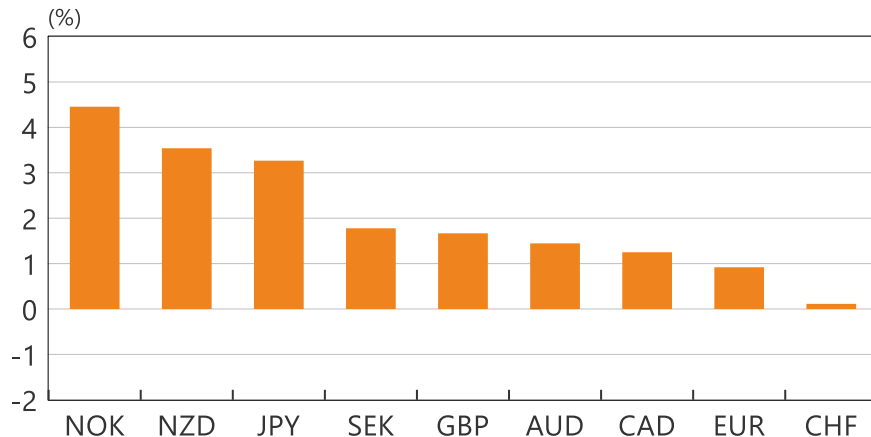
一時は最高値へ迫るも介入で反落

全般的な円安の流れから一時187円台半ばと最高値へ接近するも月末の日米協調介入を受けて急落。

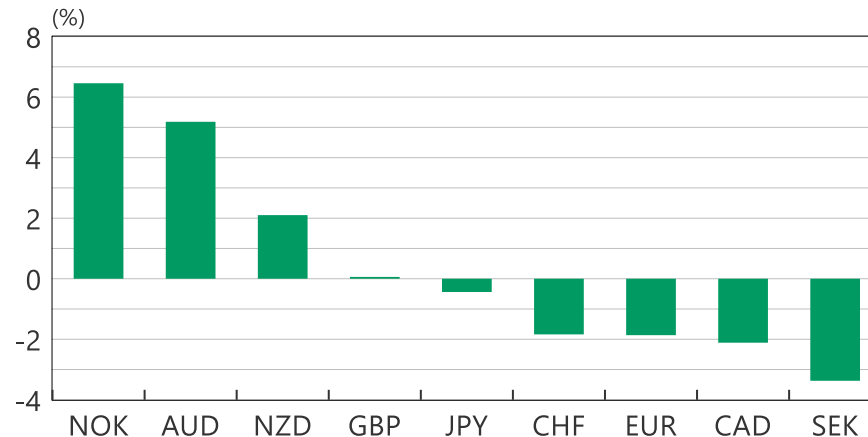
出所：Bloomberg、りそなホールディングス

- 年初来では、NOKやAUDがUSDに対して高い状態が継続。JPYは為替介入を受け、USDに対してほとんどニュートラルに
- 7月は、利上げ観測が支えとなってNZDが強含んだほか、月末に日米協調介入がありJPYが大きく上昇。一方、USDは最弱通貨に

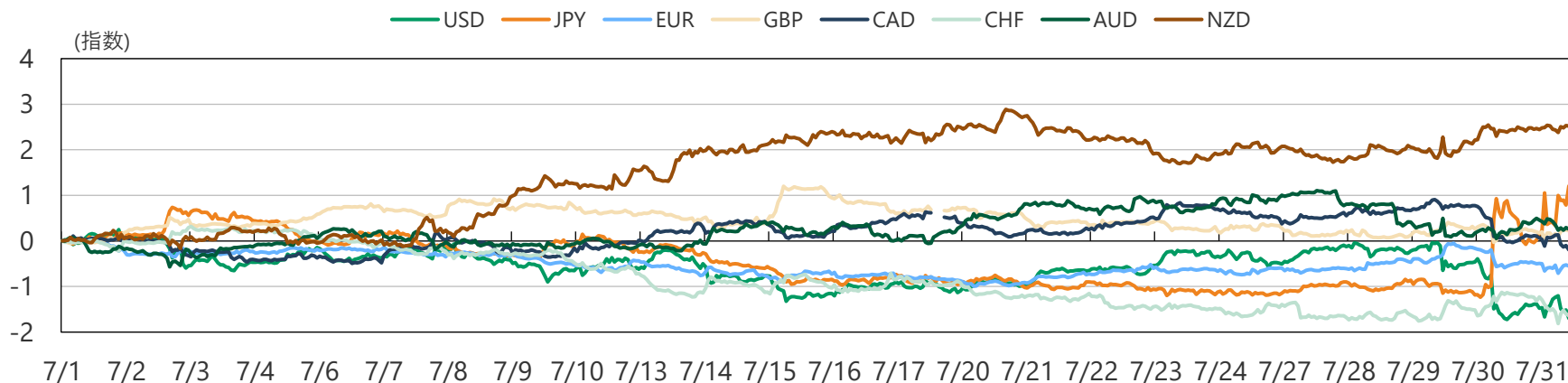
主要通貨 対USD騰落率(6月末比)



主要通貨 対USD騰落率(年初来)



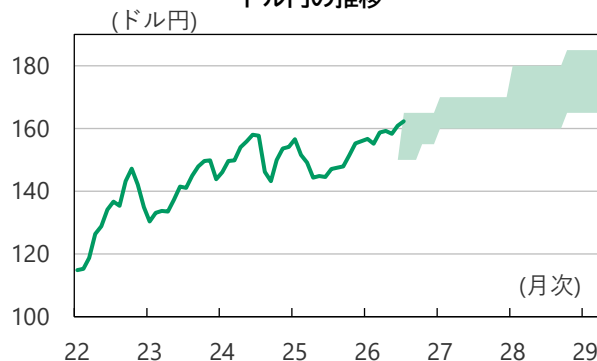
通貨強弱チャート(2026年7月)



出所：Bloomberg, Macrobond

- 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していたが、日米当局による協調介入を受け、歴史的水準まで大きくなっていた投機筋の円ショートポジションは大きく巻き戻されている
- ただし、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
- 「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



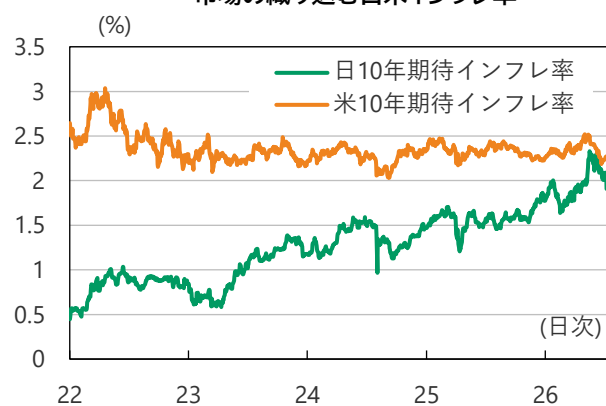
■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
8/26	米PCEコアの上振れ	円安
—	日米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

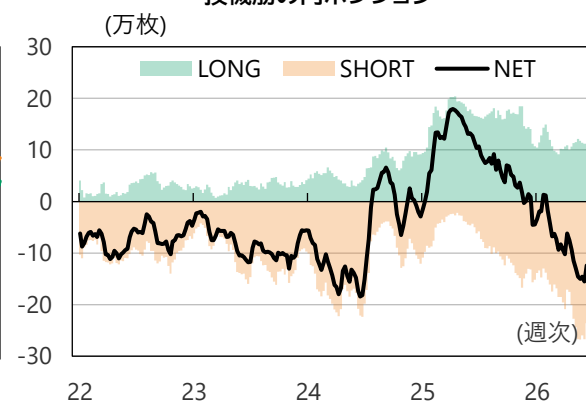
市場の織り込む日米ターミナル金利



市場の織り込む日米インフレ率



投機筋の円ポジション



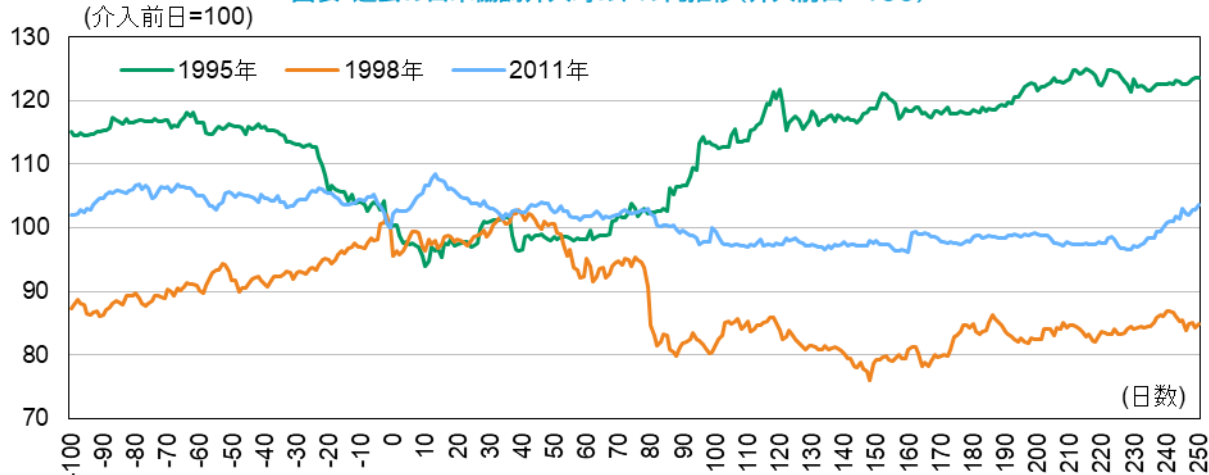
出所：Bloomberg, リそなホールディングス

- 8

ホットトピックス

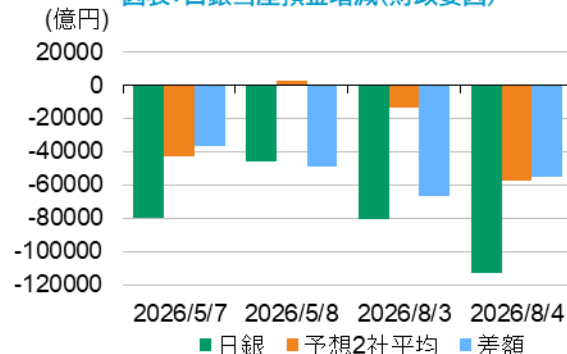
- 7月30～31日にかけて、日米通貨当局は円買い協調介入を実施。日本側の介入額は、日銀の資金需給見通しからは2日間で10兆円を上回る規模と推測され、今年4月30～5月6日にかけての日本当局による為替介入と同程度の規模あるいはそれを上回る規模だったとみられる
- 介入後は1週間物ATMインプライド・ボラティリティが上昇、1週間物25デルタ・リスクリバーサルはマイナス幅が拡大など、短期的な円高リスクが急速に織り込まれた。一方、1年物ボラティリティはほぼ横ばいにとどまるなど、市場は短期的な介入効果を強く織り込む一方、中長期的な円安構造の転換までは想定していない様子
- 米国が協調介入に応じた背景には、円安が日米金利差を反映した通常の調整を超え、投機的かつ無秩序な動きになったとの判断があるとみられる。加えて、日本の金融市場の混乱が米国債市場へ波及する可能性や、割安な円が米国製造業の価格競争力に与える影響も、米国側の対応を後押しした可能性がある
- 過去の協調介入をみると、介入は短期的な投機ポジションの解消や相場の行き過ぎを修正するうえで有効だった。一方、中長期的な為替相場の方向は、介入そのものではなく、金融政策、金利差、景気、資本フローによって決まってきた。1995年や1998年の事例では、それぞれ中長期的に円高・円安の是正に成功したようにみえるが、前者は日銀の金融緩和などが、後者はLTCM問題などがそれぞれ円安・円高進行に大きく寄与したとされる
- 今回に関しては、当面は152～154円をドル円の下値の中心とみる。ただし、FRBが高い政策金利を維持し、日銀の政策金利の最終到達点が1.5%程度にとどまる場合、日米金利差はなお大きく残る。日本からの構造的な外貨需要にも大きな変化はないため、介入効果が一巡した後に円安が再開するとの中長期見通しは維持する

図表:過去の日米協調介入時のドル円推移(介入前日=100)

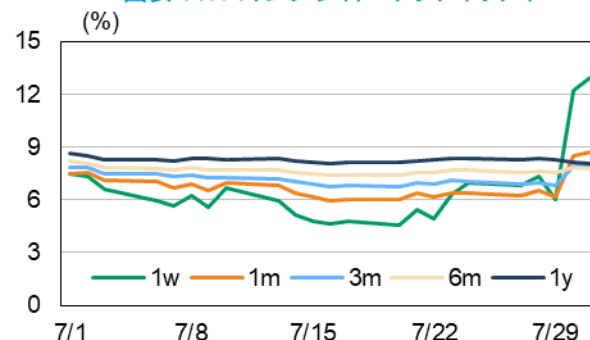


出所: 日本銀行, セントラル短資, 上田八木短資, Bloomberg

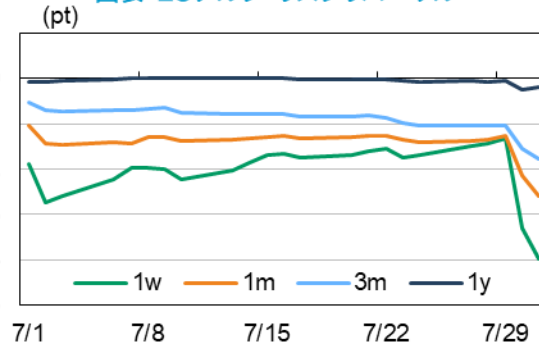
図表:日銀当座預金増減(財政要因)



図表:ATMインプライド・ボラティリティ



図表:25デルタ・リスクリバーサル



■概況

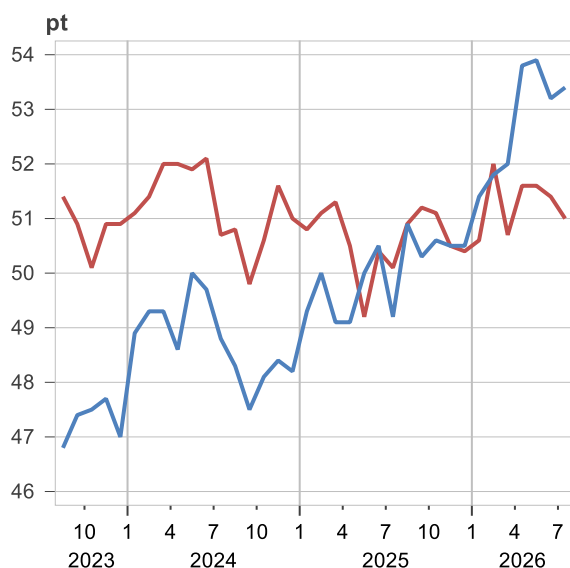
- 短期の循環を示す製造業PMIは、中東情勢の悪化にもかかわらず、先進国では改善基調の一方、新興国は停滞。主要先進国についてみると、日本、米国、EUの改善が著しい。中国は水準自体はEUよりも高いが、改善幅は相対的に低位に留まっている
- 中長期の循環を示す工作機械受注(設備投資の代理変数)は、主要先進国ではいずれも改善基調。内需は底打ちの兆しがみえる他、米国と中国はヒストリカルハイを更新中である。欧州は、やや足踏みしている様子だが、中期では改善基調を維持しているとみられる

■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

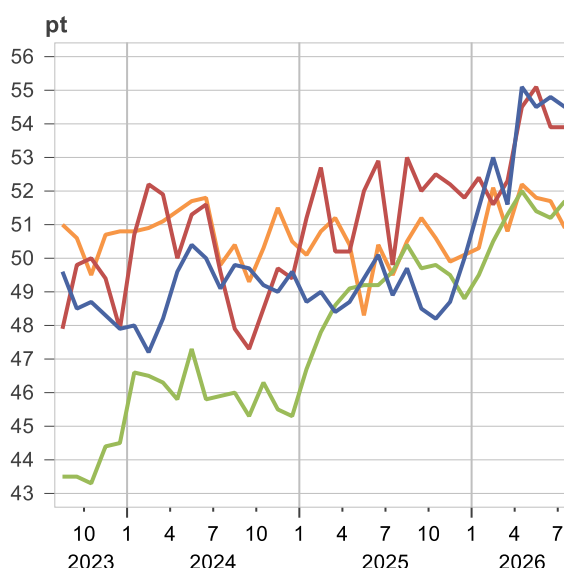
図表：製造業PMI

— 先進国 — 新興国



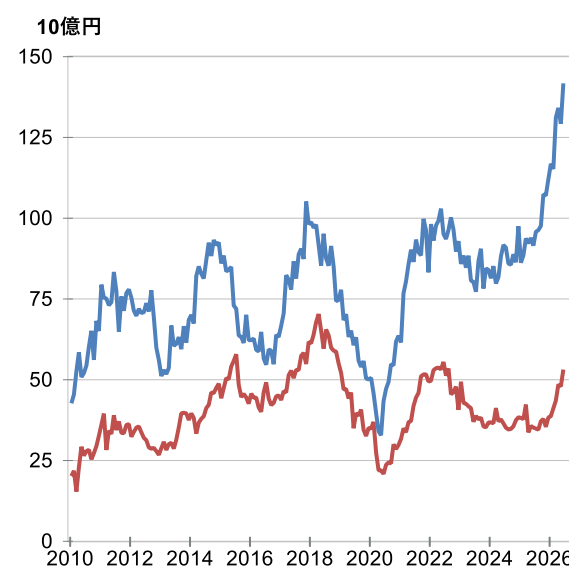
図表：製造業PMI

— 日本 — 米国 — EU — 中国



図表：工作機械受注

— 外需 — 内需

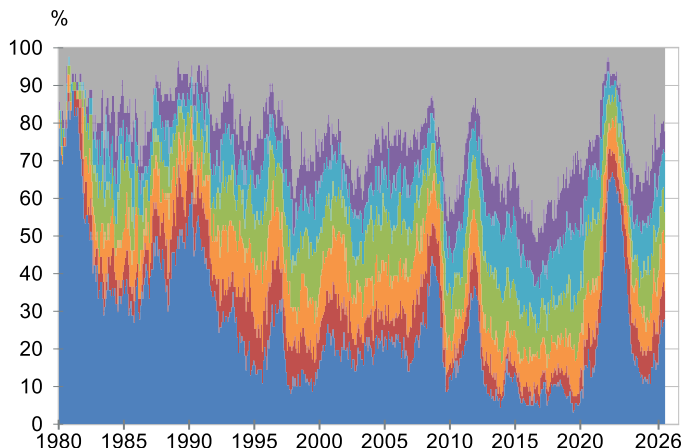


出所：マクロポンド、内閣府、リそなホールディングス

- インフレ率は、90年代の水準に迫るが、上昇している品目は相対的には一部に限られる
- 失業率は恒久的失業率も低く、労働市場は底堅さを覗かせる一方で、足元は参入要因による上昇が過半を占めており、格差が広がっている様子も窺える
- また、平均時給が低下傾向であることは、インフレの粘着性がウクライナ戦争の時ほどではない可能性を示唆しており、FRBが様子見姿勢を続ける理由となろう
- 格差の広がりという観点に戻ると、政治的圧力は無視できない程に強まっている可能性が高い
- ウォーシュ議長はトランプ大統領に指名された上、世論は大半が利上げに反対している。政治的圧力や格差の拡大に伴う世論の抵抗は無視できないとみる

図表：CPIの品目別インフレ率の分布

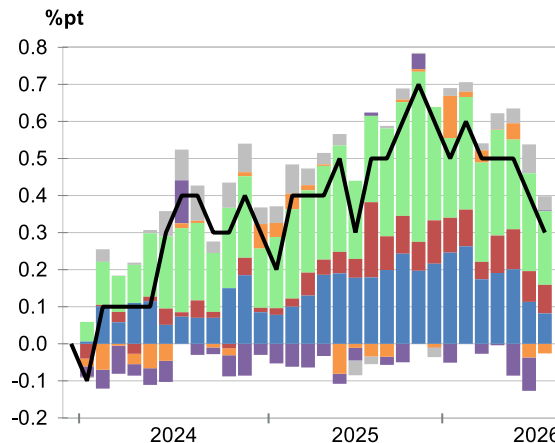
■ 5%以上 ■ 3%~4% ■ 1%~2% ■ 不変or下落
■ 4%~5% ■ 2%~3% ■ 0%~1%



出所：マクロボンド、リそなホールディングス

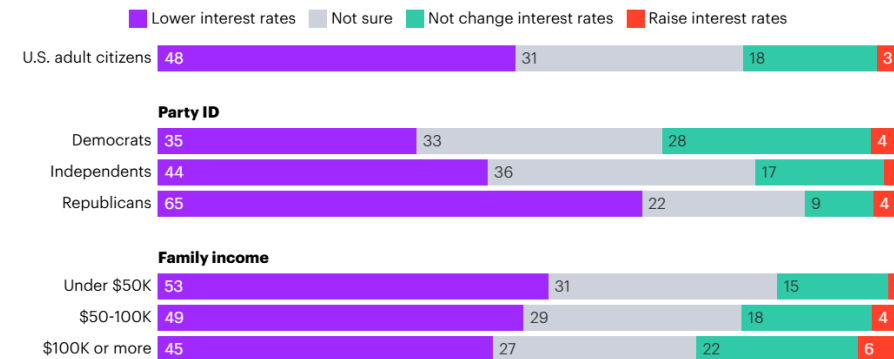
図表：失業率上昇要因分解(23年末対比)

■ 恒久的失業 ■ 新規参入 ■ 再参入 ■ 自発的失業
■ 一時解雇 ■ 一時雇用満了 — 失業率



More Americans want lower interest rates than rates that are the same or higher

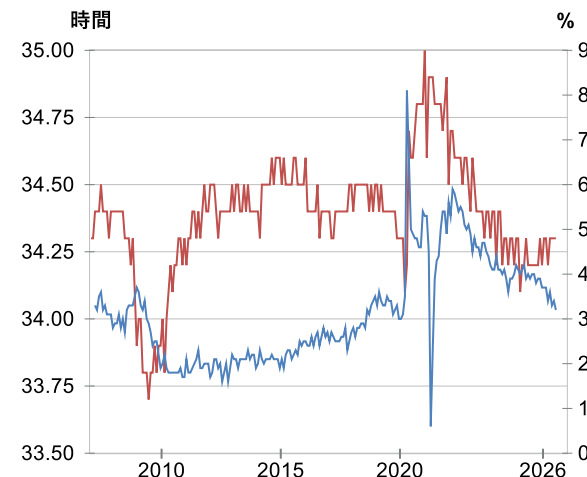
Do you think the Federal Reserve should... (%)



注：2026年1月16日~19日に実施された世論調査

図表：週平均労働時間と平均時給(前年比)

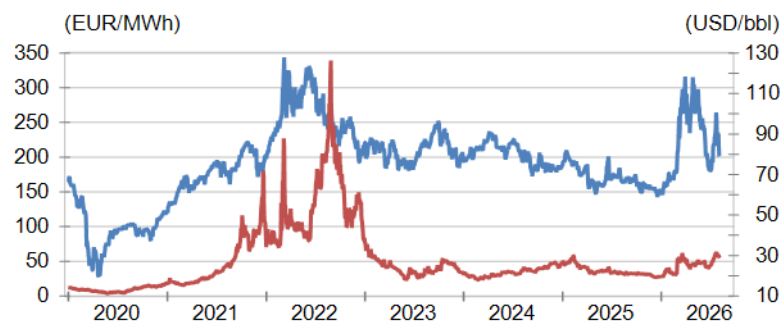
— 週平均労働時間 — 平均時給(前年比、右軸)



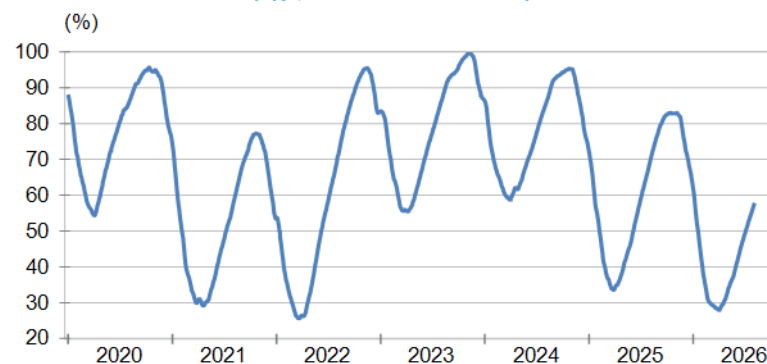
- 欧州において発電や暖房の面で重要な資源である天然ガスの価格は、中東情勢の再度の緊張高まりを受けて足元では今年3月の米国イラン戦闘開始時の高値を一時更新する局面があった
- 今年1～2月の寒波で暖房需要が高まったほか、今年3月以降はホルムズ海峡封鎖による天然ガスの価格高騰を受けた買い控えもあり、EUにおける足元の天然ガス貯蔵率は同時期としては過去15年で最低水準となっている。EU加盟国は、毎年11月1日までに天然ガス貯蔵率を原則90%以上にする義務が課されているが、今年は貯蔵率の目標達成が困難な見通し
- 中東情勢を巡っては緊張緩和期待が出ているほか、主要な季節予報モデルは今冬の欧州について暖冬方向の見通しを示している。このため、天然ガス価格の高騰が長期化して2022年のような高インフレを引き起こすリスクは、現時点では低いと考えている
- ただし、季節予報の不確実性は大きく、予想外の寒波によってガス需要が急増する場合、ホルムズ海峡のLNG輸送障害や他地域の供給障害といった事象が重なれば、天然ガス価格が急騰し、電力価格や企業の生産コストを通じてインフレを再加速させるテールリスクは残る

図表：欧州エネルギー価格推移

— オランダTTF天然ガス先物, lhs — ICE北海ブレント原油先物, rhs

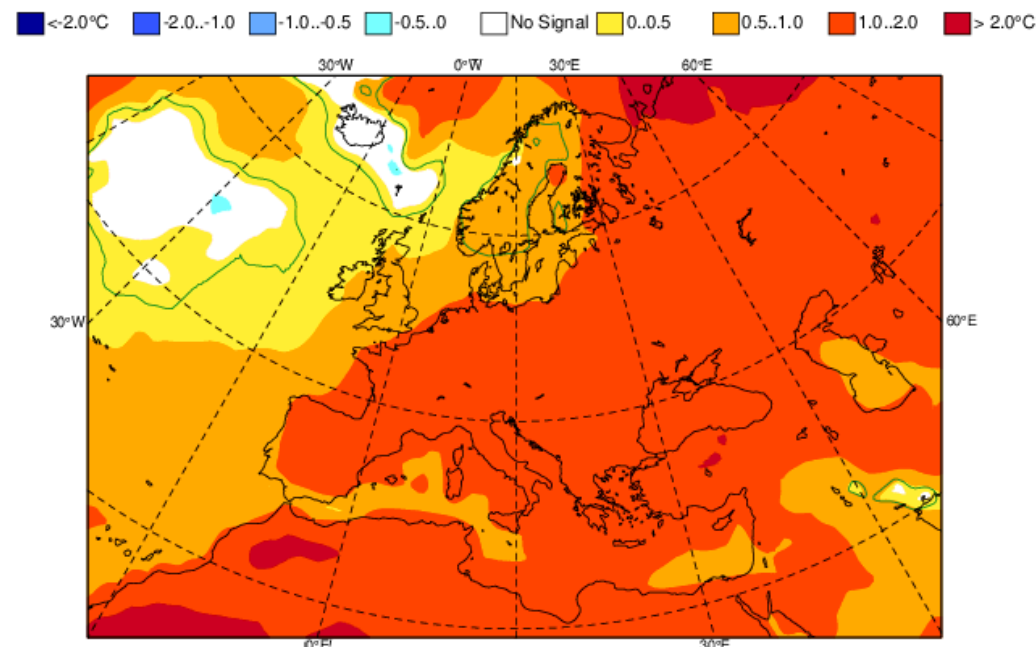


図表：欧州 天然ガス貯蔵率



出所：マクロポンド, ECMWF

図表：ECMWF 地上気温偏差(2026/12-2027/2)



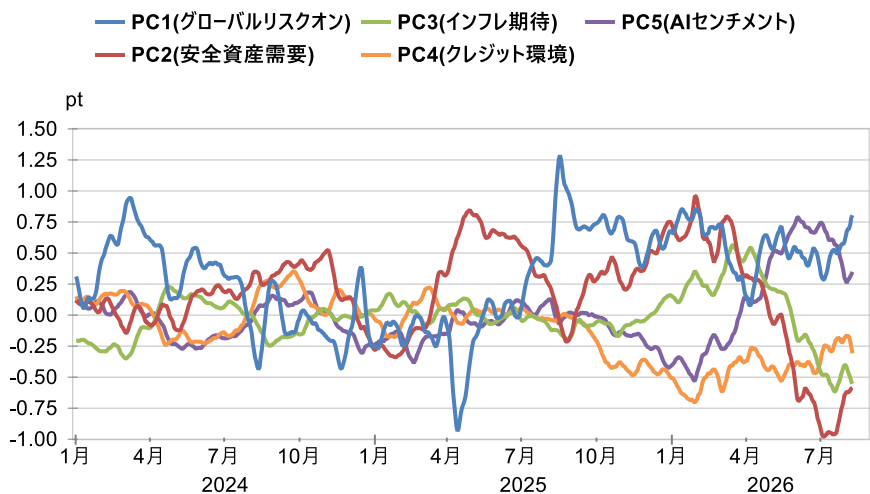
■概況と短期見通し(今後1ヵ月程度)

- 日米を中心に底堅い決算が示されたこと、AI・半導体銘柄の下落が一服したことを受け、米国を中心に指数は反発基調。中東情勢は鎮静化へ向かっているとみられるものの、当初想定していたような短期間での終結は見込み難くなってきている
- マクロのファンダメンタルズが良好なため、EPSの改善と同程度の株価上昇は見込めるものの、中東情勢や米中間選挙を控えていることを背景に(後述)、バリュエーション面の寄与は限定的となろう

■先行き(今後1年程度)

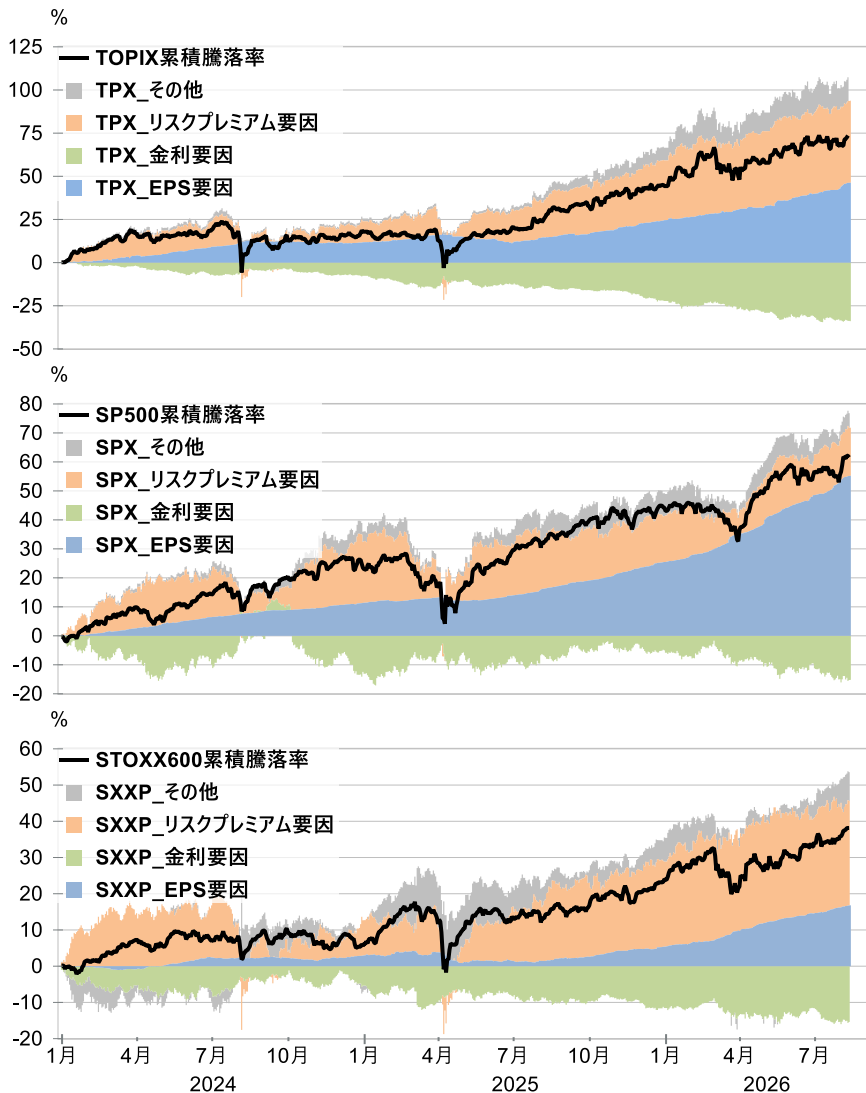
- 米国: AI過剰投資懸念は杞憂。非ハイテク製造業の業況も循環的回復局面にあり、ファンダメンタルズ、バリュエーションの両面から投資妙味有
- 日本: バリュエーションの修正余地は小幅だが、業績改善モメンタムは引き続き強く、投資妙味がある
- 欧州: バリュエーションの修正余地は限定的で業績改善モメンタムも弱い。但し、防衛産業等、特定セクターでは日米を上回るパフォーマンスが期待できる

図表：マーケット環境指数



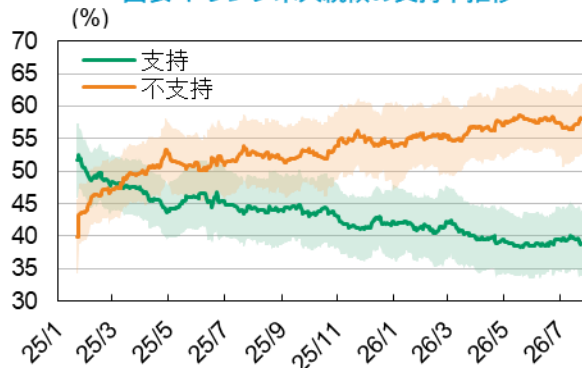
注：株式・債券・コモディティ・通貨・センチメント指数等のリターンや変化幅に主成分分析を実行
変数名(主成分の解釈)はりそなホールディングス
出所：マクロポンド、ブルームバーグ、りそなホールディングス

図表：日米欧主要指数のパフォーマンス分解

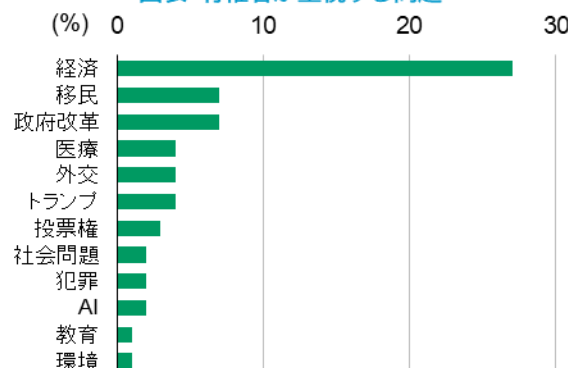


- トランプ大統領の支持率は政権発足以来低下を続けている。一般に中間選挙は現職大統領に対する信任投票の性格を持つため、低支持率は共和党候補にとって全国的な逆風となりやすい
- 有権者が重視する問題としては経済が圧倒的多数を占めるが、経済政策についての支持率は両党ほとんど拮抗している状況
- 過去の中間選挙において、下院の投票意向調査は、最終的に全国得票率で優位となった政党の方向を正しく示している。これに従えば、今回は現時点で民主党が優位に立っているといえる。予測市場における選挙区ごとの勝利確率を利用し民主党の獲得議席数を試算したところ、最も確率の高い議席数は226議席で、過半数となる218議席以上を獲得する確率は94.4%となった。
- 一方、上院では共和党が多数を維持する公算が大きいとみている。複数の主要選挙予測期間を集計した270toWinのコンセンサスでは、共和党49議席が優勢または確実で、拮抗する4議席のうち1議席を共和党が確保すれば共和党が多数派となる
- 以上から、下院民主・上院共和の「ねじれ議会」となる公算が大きいとみる。ただし、民主党優位は政策が評価されてのものというよりは、トランプ政権へのアンチテーゼの面が大きく、大統領候補者の分散や党内での民主社会主義者の台頭が弱点

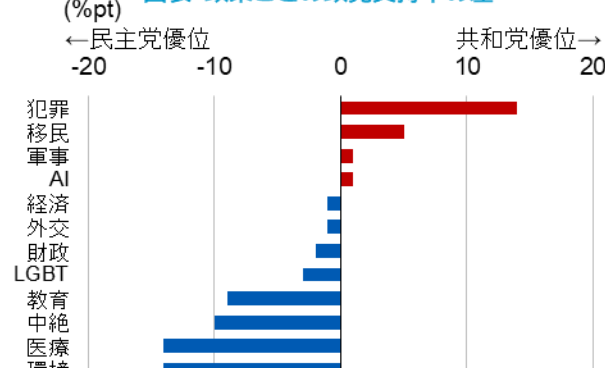
図表:トランプ米大統領の支持率推移



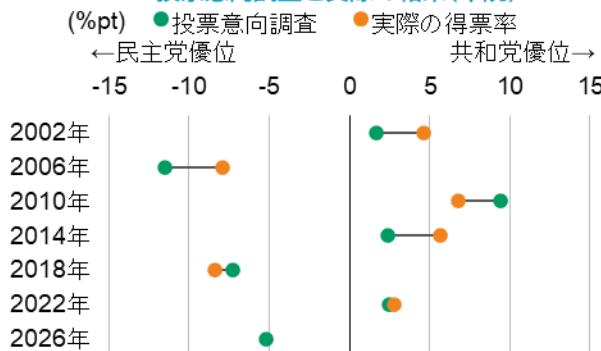
図表:有権者が重視する問題



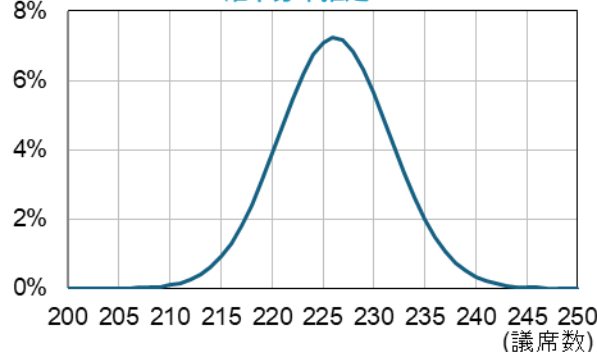
図表:政策ごとの政党支持率の差



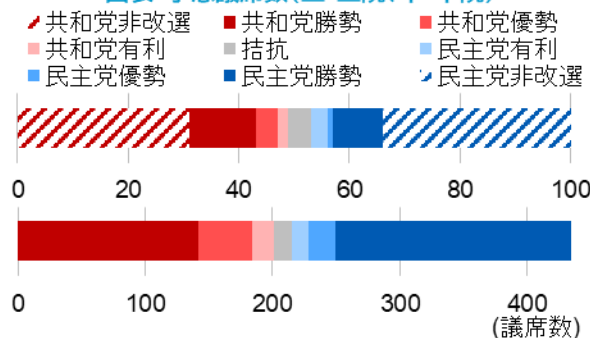
図表:過去の中間選挙における投票意向調査と実際の結果(下院)



図表:下院における民主党獲得議席数の確率分布推定



図表:予想議席数(上:上院、下:下院)



出所: Silver Bulletin, Pew Research Center, RealClearPolling, Kaishi, 270toWin

■株式(TOPIX、SP500)・VIX

- 中間選挙前までは不確実性の台頭が株価の上値を抑え、選挙通過後は不確実性の後退を背景に株価が強含む傾向
- マクロ経済のファンダメンタルズを代表するISM製造業景況感指数をあわせてみると、同指標が選挙後に改善傾向を示した2006年や2010年の株価パフォーマンスは、例年以上に強い傾向が窺えた

■米金利

- 選挙動向よりマクロ経済のファンダメンタルズを反映。ISM製造業景況感指数は、選挙の前後で悪化することが多く、米金利も経済の弱含みを受け低下基調となることが多かった。ただし、同指標が選挙後に傾向を示した2006年の低下幅は限定的で、2010年に至っては上昇傾向であった

■ドル円

- 米国の政策やそれを受けた経済成長への期待等から、選挙にかけて期待形成が進み、円安が進行する傾向
- 株式市場と異なり、選挙後も政策期待が残るため、ドル高は巻き戻されず、ドル円は横ばい圏で推移することが多い模様

選挙年	大統領	上院議席数				下院議席数				S&P500		TOPIX		米10年金利		ドル円		VIX		ISM製造業PMI	
		選挙前		選挙後		選挙前		選挙後		選挙前	選挙後	選挙前	選挙後	選挙前	選挙後	選挙前	選挙後	選挙前	選挙後	選挙前	選挙後
		共和	民主	共和	民主	共和	民主	共和	民主												
2002	ブッシュ	49	49	51	48	221	212	229	205	-15.7%	0.2%	-18.5%	-10.0%	-99bp	-23bp	-4.3%	-2.5%	+11.2pt	-10.0pt	-3.4pt	-2.9pt
2006	ブッシュ	55	44	49	49	229	201	202	233	5.9%	7.2%	-5.9%	5.2%	-48bp	-3bp	3.8%	1.6%	-1.5pt	+3.1pt	-3.8pt	+1.3pt
2010	オバマ	41	57	47	51	178	255	242	193	-0.7%	14.2%	-18.6%	6.1%	-110bp	+70bp	-14.7%	0.7%	+1.4pt	-6.8pt	-1.2pt	+1.5pt
2014	オバマ	45	53	54	44	233	199	247	188	6.8%	3.6%	15.8%	16.4%	-28bp	-30bp	11.0%	5.1%	+1.6pt	-0.3pt	-0.4pt	-4.3pt
2018	トランプ	51	47	53	45	235	193	199	235	3.8%	6.9%	-6.5%	-2.5%	+26bp	-73bp	3.2%	-1.8%	+4.4pt	-6.8pt	-0.5pt	-4.5pt
2022	バイデン	50	48	49	49	212	220	222	213	-7.9%	8.9%	3.1%	5.1%	+114bp	-70bp	11.9%	-6.4%	-6.8pt	-9.8pt	-5.0pt	-4.0pt
2026	トランプ	53	45			218	212			2.7%		6.3%		+24bp		4.4%		+1.2pt		+0.6pt	

平均値	-1.3%	6.8%	-5.1%	3.4%	-24bp	-22bp	1.8%	-0.6%	+1.7pt	-5.1pt	-2.4pt	-2.2pt
中央値	1.5%	7.1%	-6.2%	5.2%	-38bp	-27bp	3.5%	-0.5%	+1.5pt	-6.8pt	-2.3pt	-3.5pt

注1：議席数で有利な党を塗りつぶした。なお、民主党・共和党のどちらにも属していない議員は民主党に有利に動く傾向があるため、民主党勢力と考えた。従って、議席数と塗りつぶされている党が必ずしも対応していない場合がある

注2：選挙日を基準に、前後6ヵ月の変化を計算。TOPIX、SP500、ドル円は変化率、その他は変化幅を計算した

注3：2026年は7/28まで。平均値及び中央値の計算には含めていない

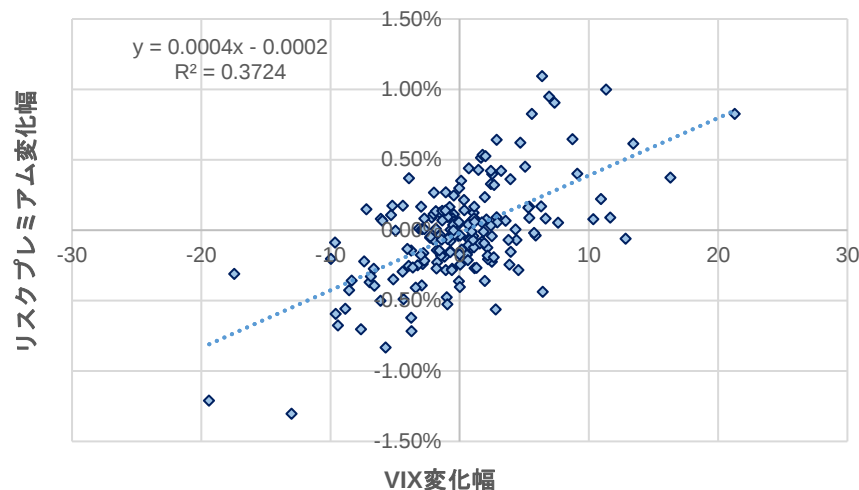
出所：Bloomberg、各種報道

◎注意事項

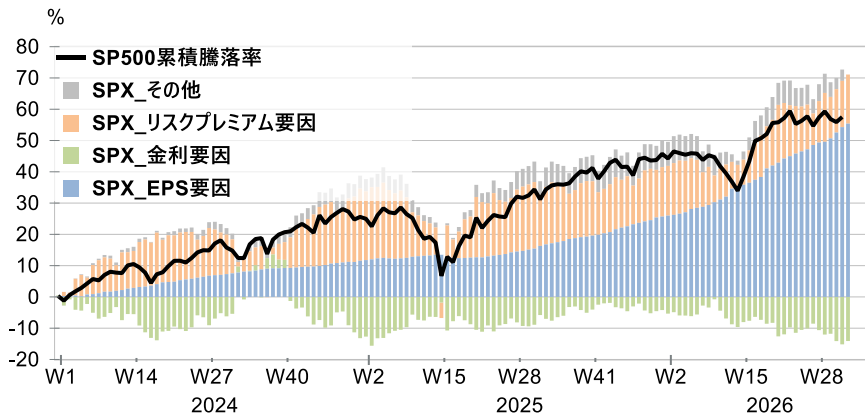
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- VIX指数が例年通り5pt程度低下する場合、SP500のリスクプレミアムは0.24pt程度低下し、SP500を4%押し上げよう。また、後述する様に米10年金利については20bp程度の低下余地があることは、SP500を3.5%程度押し上げよう
- 次に、マクロ経済のファンダメンタルズを確認すると、循環的回復局面に差し掛かっていることから、選挙後も改善基調が継続しよう
- ISM製造業景況感指数が1pt~2pt改善する場合、予想EPSは2%~4%改善し、SP500を同程度押し上げよう
- 以上をまとめると、SP500は中間選挙後半年程度の間10%前後上昇する可能性が高い
- TOPXについて、詳細は割愛するが、SP500のショックの半分程度が波及する傾向にあるため、5%前後の上昇が見込める

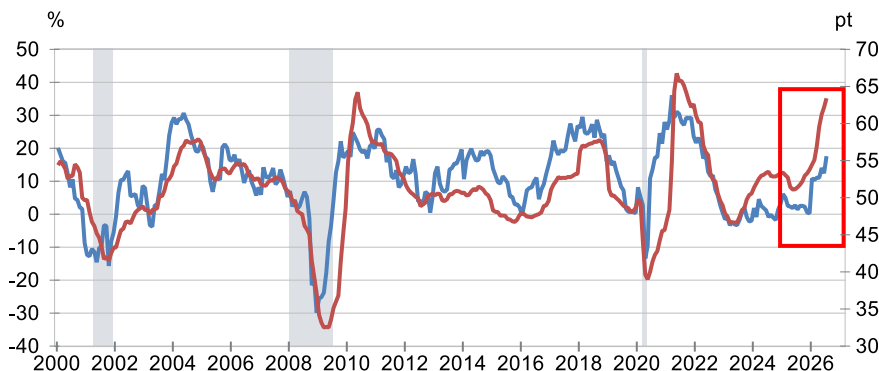
図表：VIXとSP500リスクプレミアムの
変化幅の関係

図表：SP500のパフォーマンス分解



図表：製造業の景況感とSP500のEPS成長率

— ISM製造業景況感指数(右軸) — SP500予想EPS(前年比)



出所：マクロボンド、リそなホールディングス

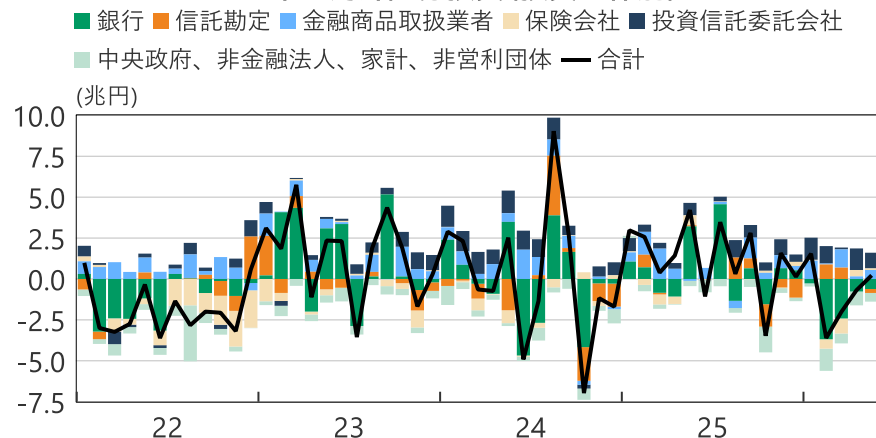
中長期テーマ

- 5月の対外証券投資は中長期債を買越しの一方、株式を売越し。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
- 5月の対内証券投資は株式・投資信託を買越し。地域別では、欧州が買越しも、その他地域は小幅な変動にとどまる

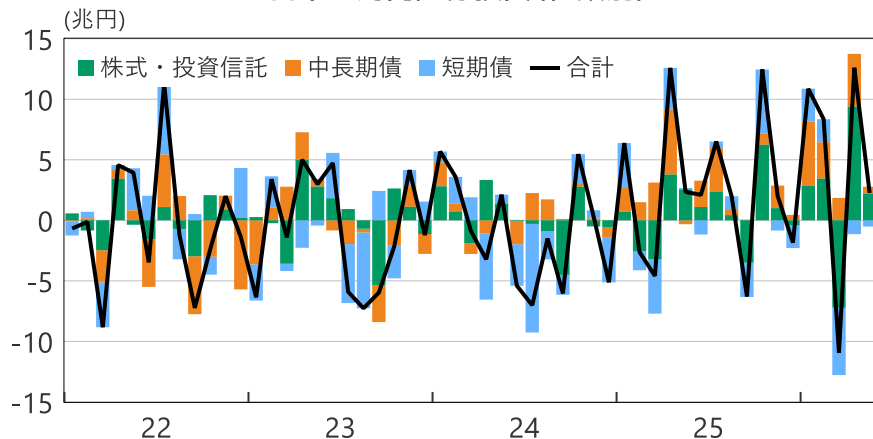
日本 対外証券投資(種類別)



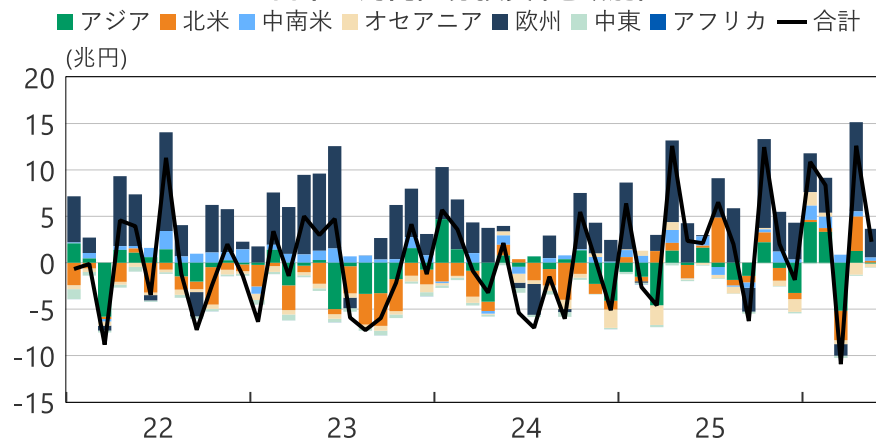
日本 対外証券投資(投資主体別)



日本 対内証券投資(種類別)



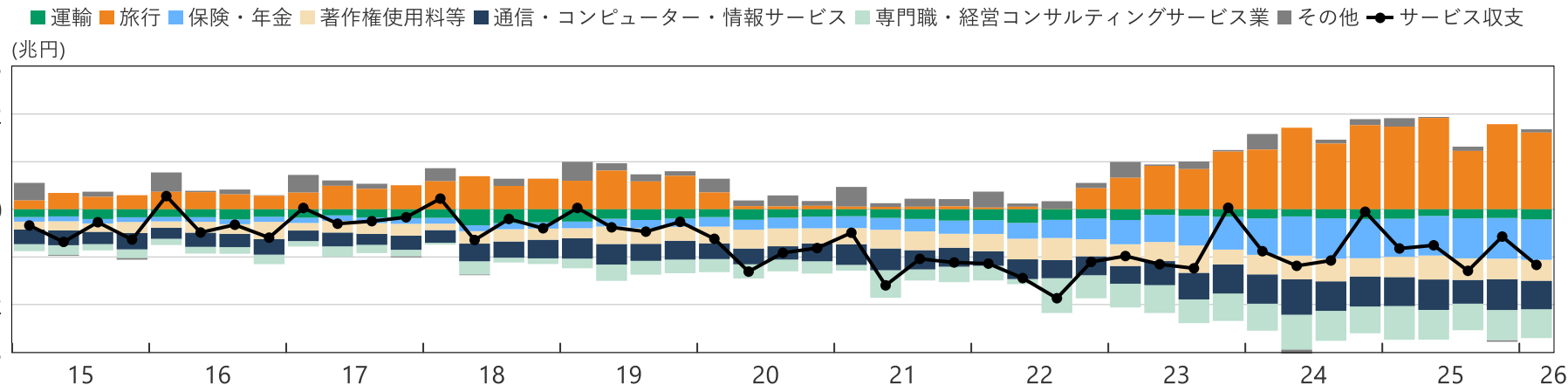
日本 対内証券投資(地域別)



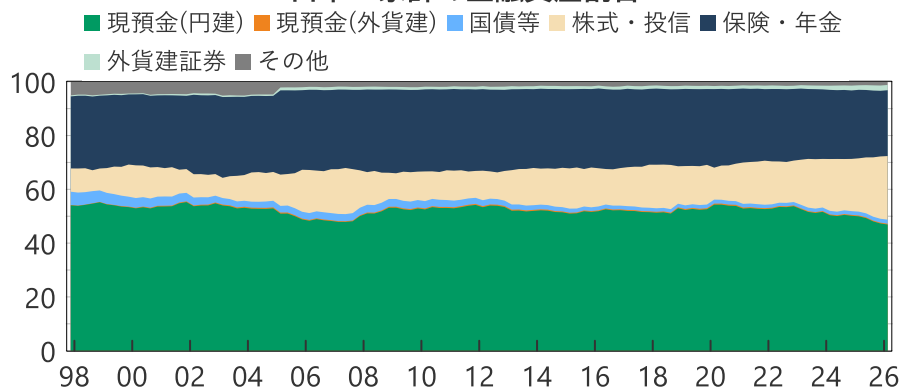
出所：Macrobond

- 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

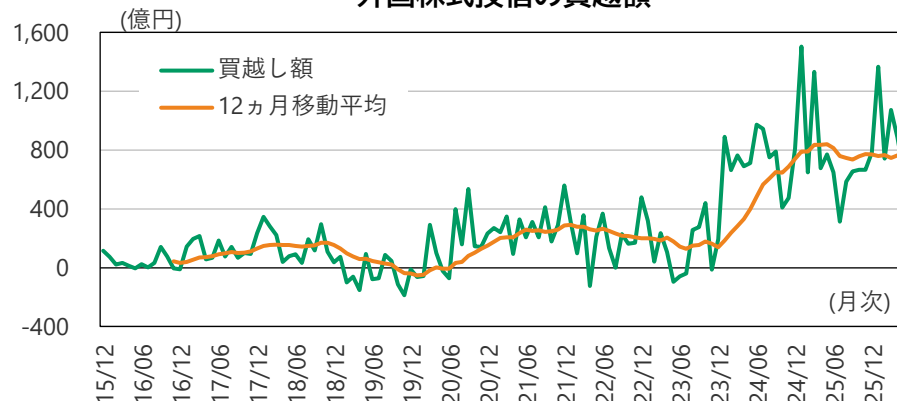
日本のサービス収支内訳



日本 家計の金融資産割合



外国株式投信の買越額

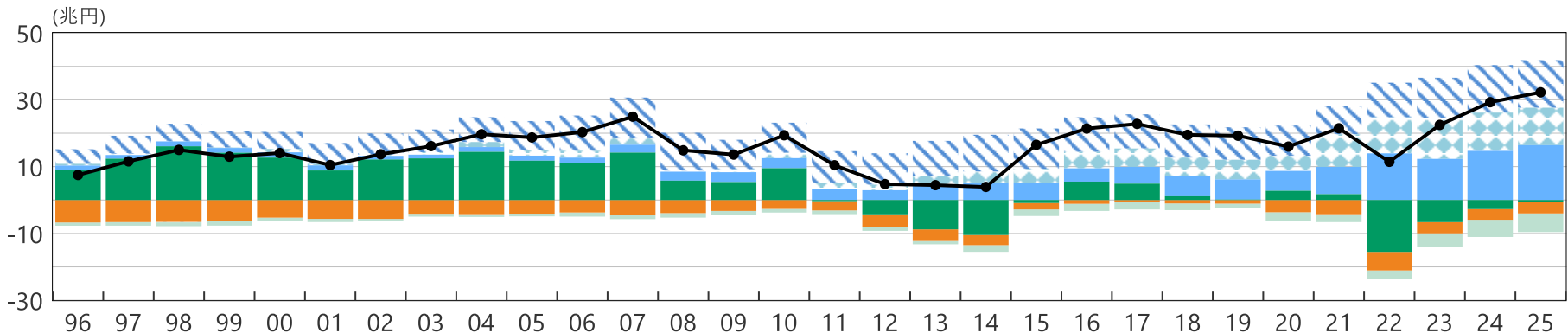


出所：Macrobond, 投資信託協会

- 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

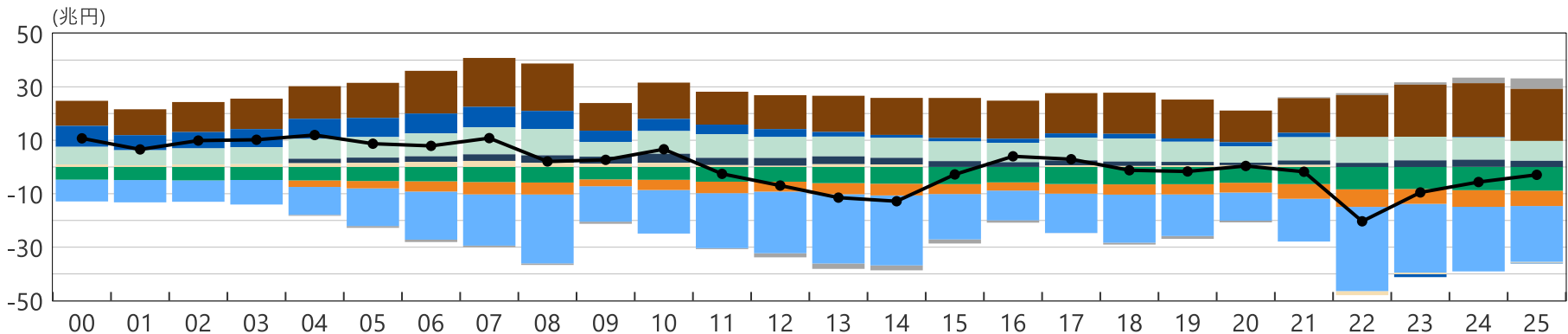
日本の経常収支内訳

■ 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

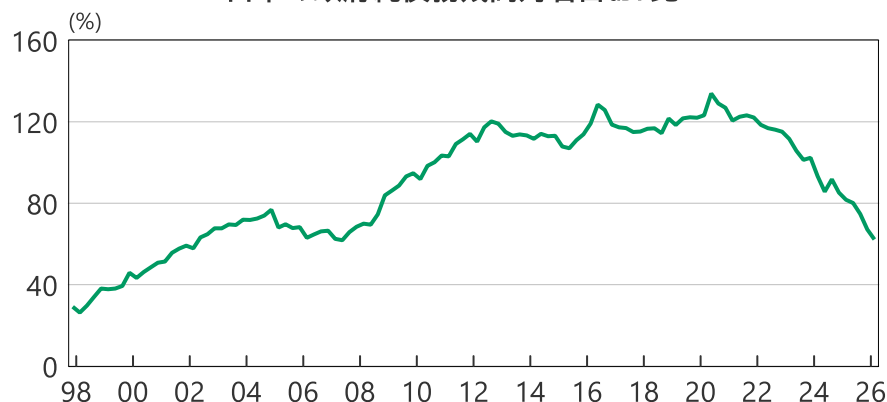
■ 食料品 ■ 原料品 ■ 鉱物性燃料 ■ 化学 ■ 製品 ■ 一般機械 ■ 電気機械 ■ 輸送用機器 ■ その他 ● 財収支



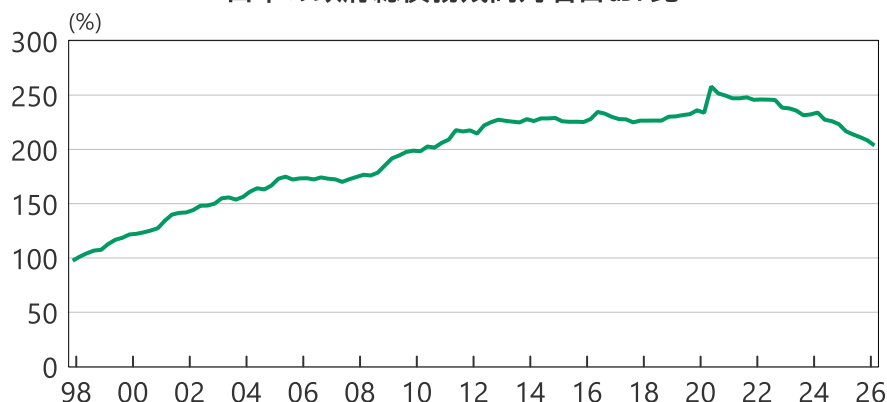
出所：Macrobond

- 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

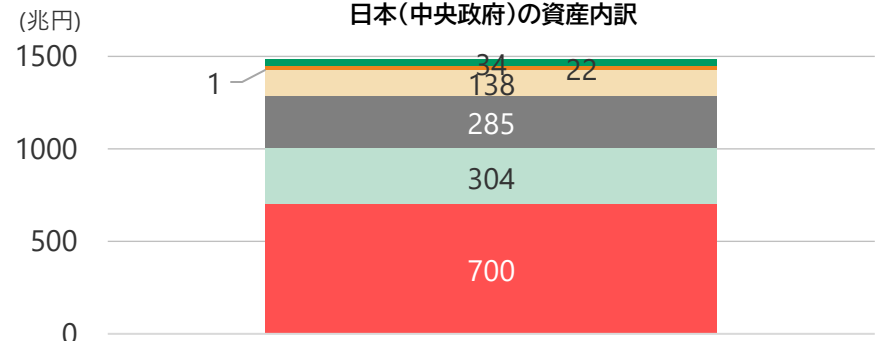
日本の政府純債務残高対名目GDP比



日本の政府総債務残高対名目GDP比



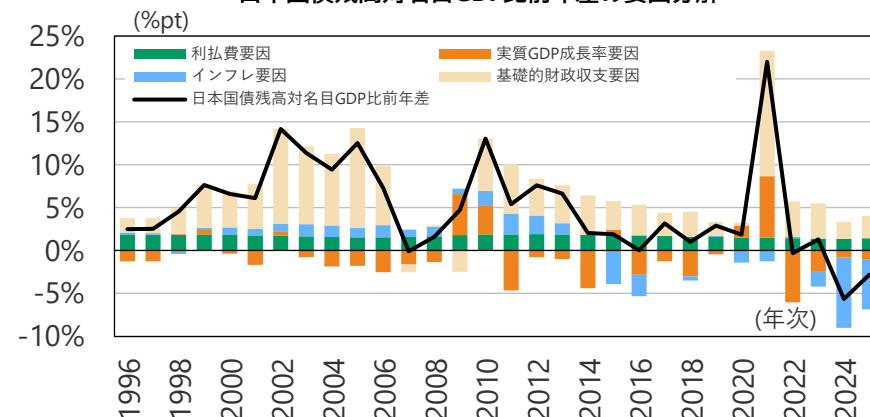
日本(中央政府)の資産内訳



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

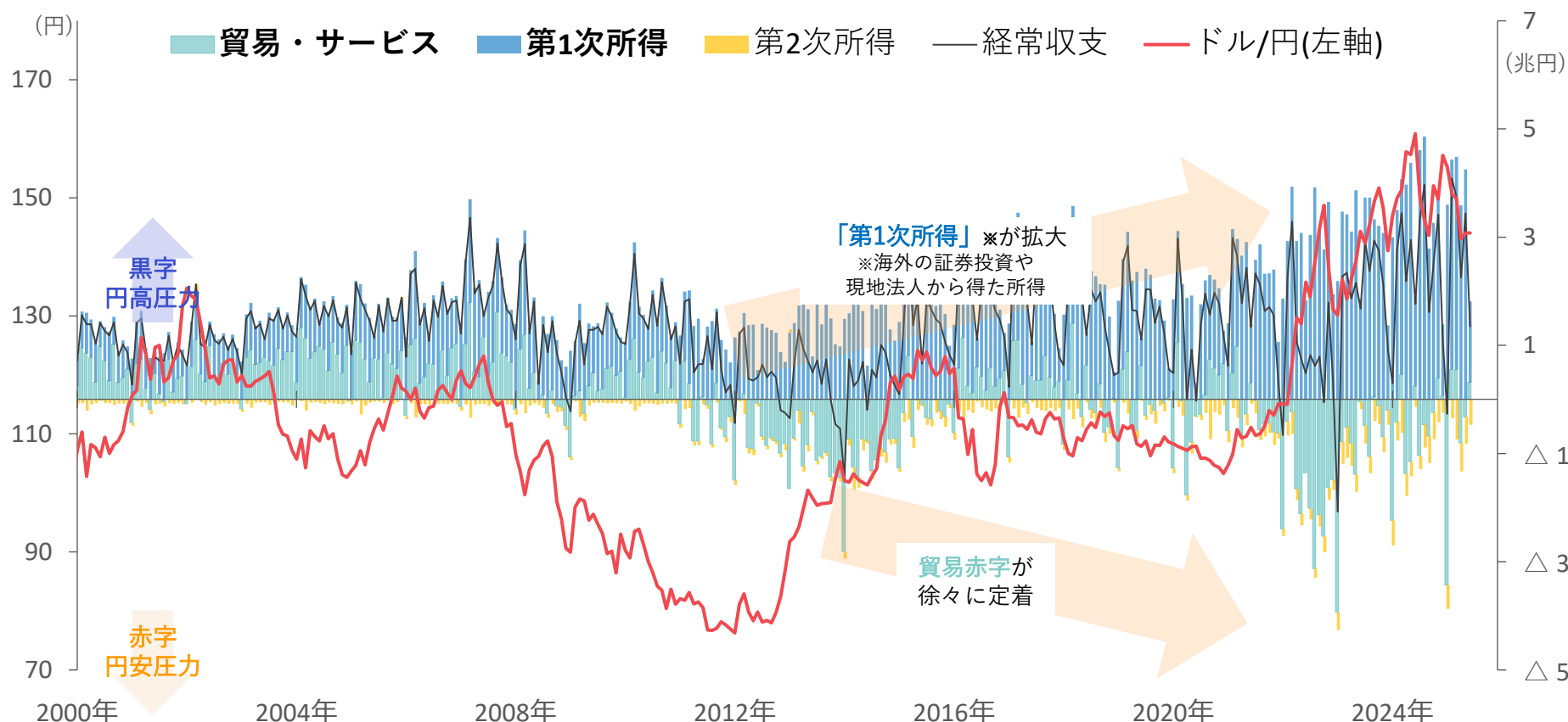
4. 弱まりつつある “有事の円買い”

【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



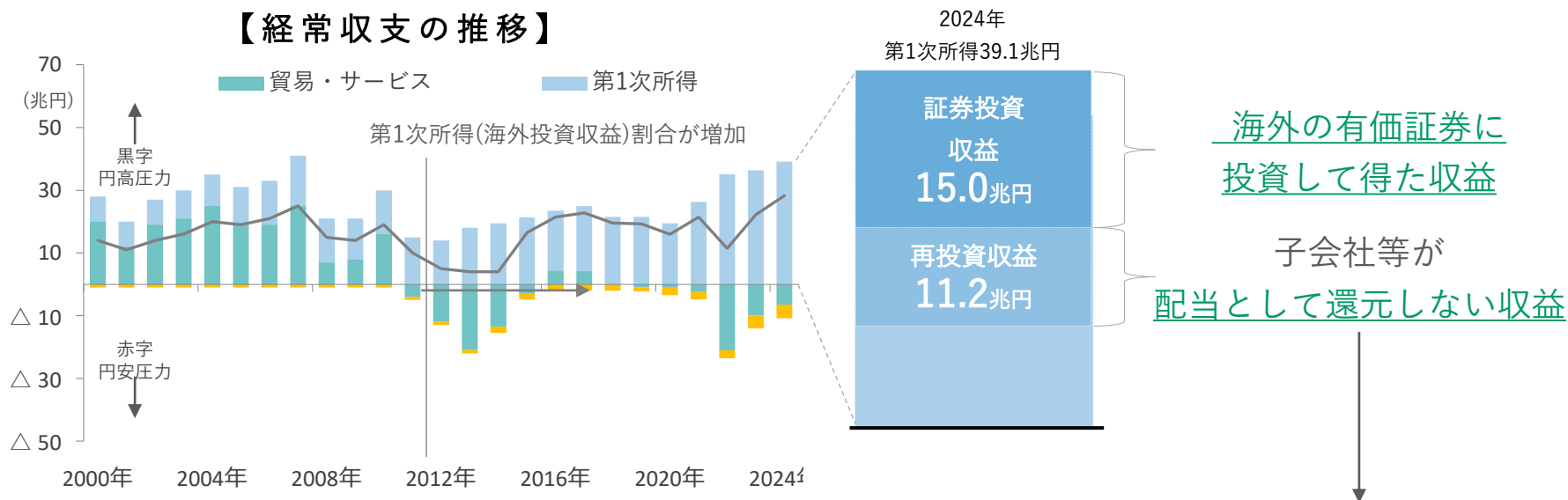
「モノづくり」で稼ぐ
自動車の輸出を中心に（貿易黒字）で稼ぐ

「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

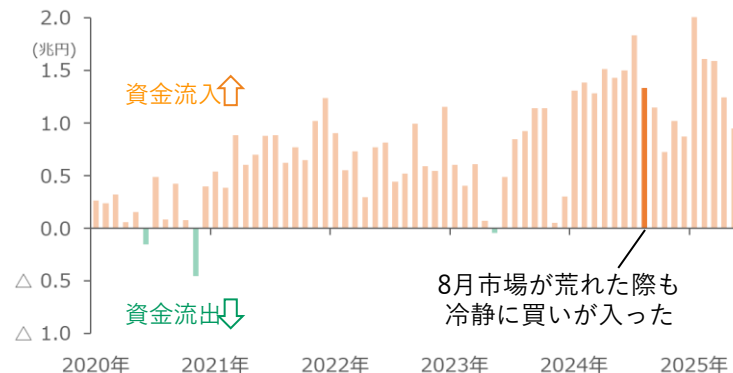
	2012年		2022年
第一次所得	14兆円	1.5倍	22兆円
現地法人の内部留保	28兆円	1.9倍	55兆円

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

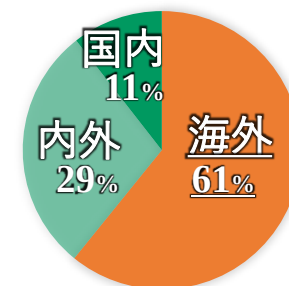
- 2024年から始まった新NISAを契機に個人マネーの「貯蓄から投資へ」が加速
- その資金の多くは海外資産へ流入していることから、円安圧力が生じている

【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

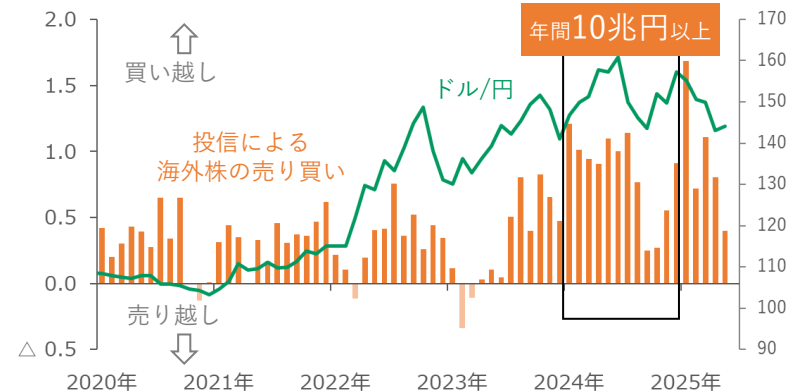
資産は
海外へ

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



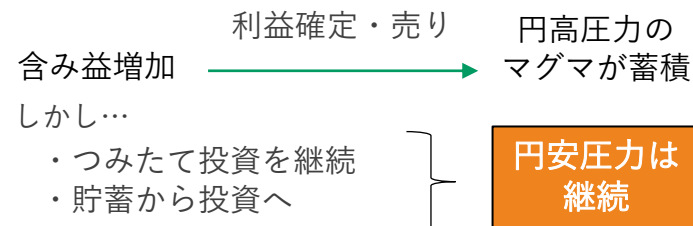
1日当たり過去最大の介入額：5.9兆円を超える水準
(2024/4当時は1日で5.6円の円高進行)

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】

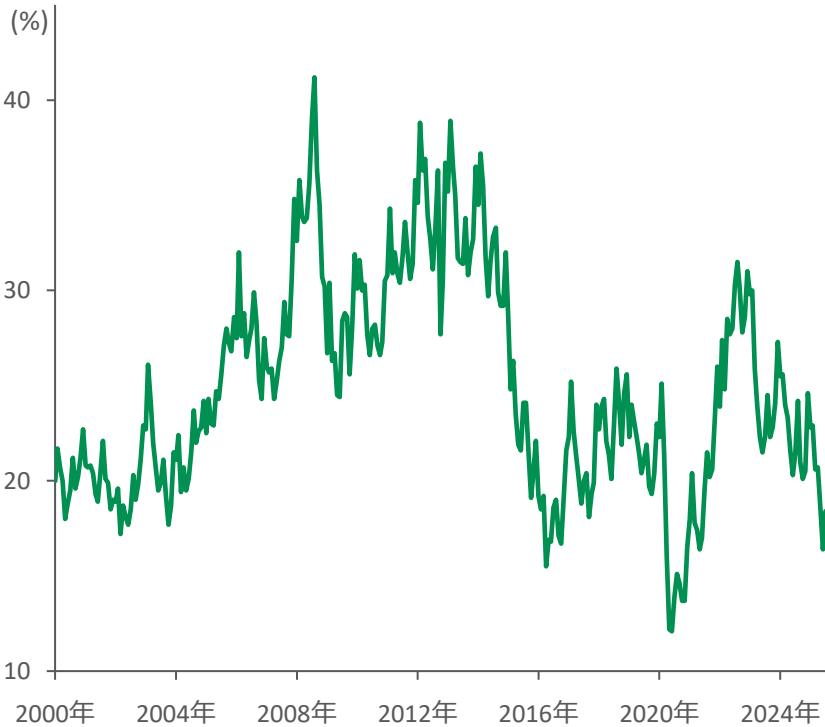
日本は資源の自給は限られており、ほとんどが輸入に頼っている状況が続く。

	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

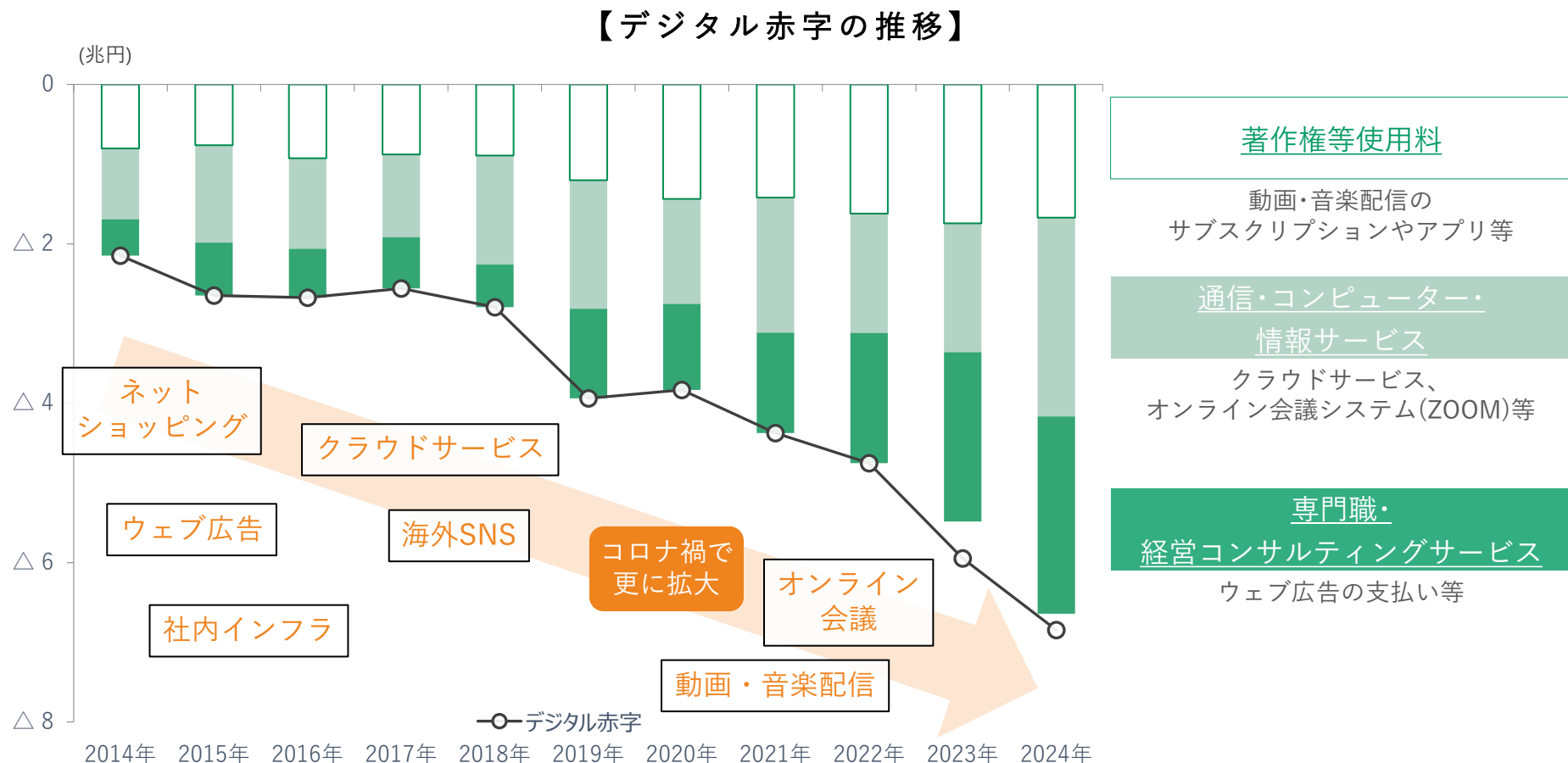
【輸入金額に占める鉱物性燃料の割合】

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

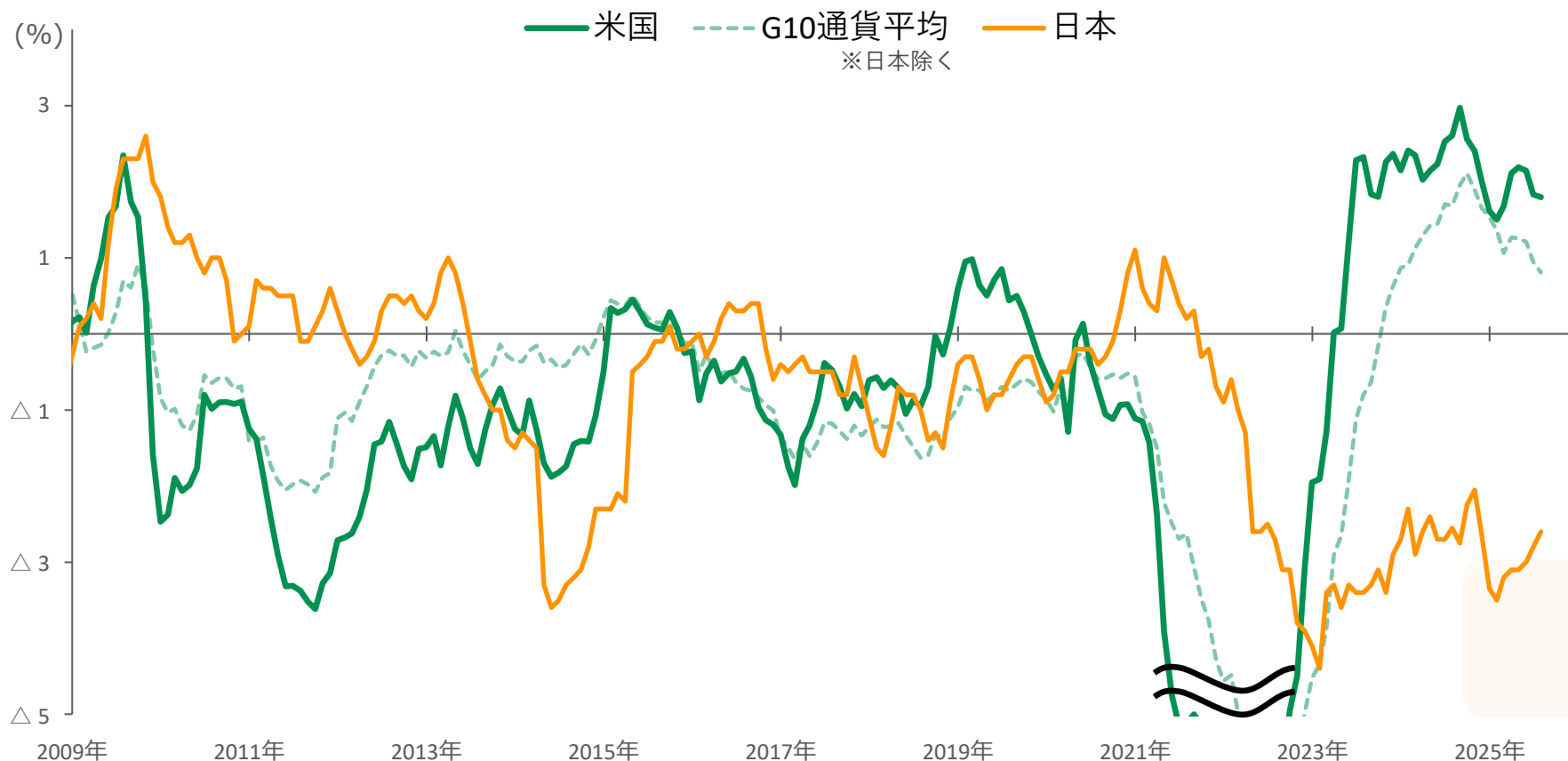
※日銀レビュー内の分類に基づく



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。

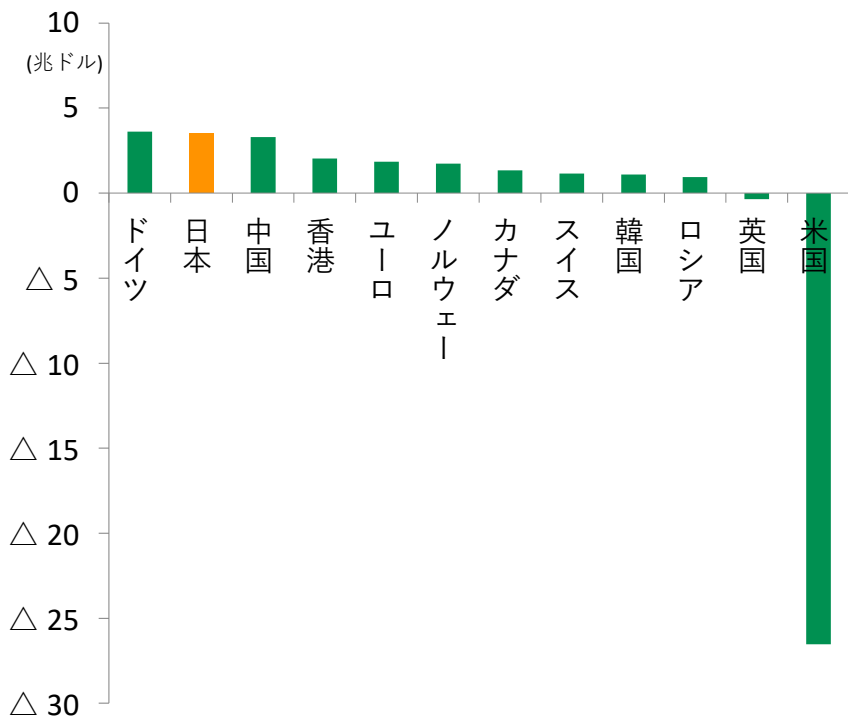
	潜在成長率
中国	3.87%
G20	2.93%
世界	2.82%
オーストラリア	2.44%
ニュージーランド	2.12%
米国	1.98%
英国	1.60%
カナダ	1.39%
スイス	1.18%
ユーロ圏	1.14%
日本	0.84%

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】

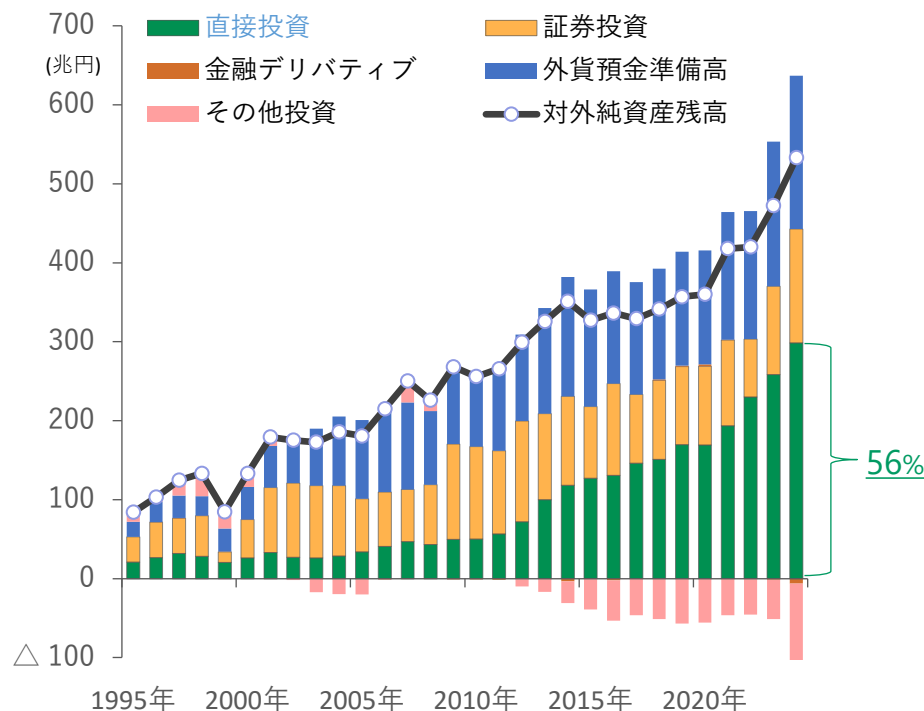
日本は世界有数の「対外純資産国」であり、有事には海外資産を円に戻すことができるとされていることが“有事の円買い”と言われてきた理由



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】

