

りそな為替動向マンスリー:2026年9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:足元は円高に警戒も、中期的にはファンダメンタルズ次第

- ・ドル円は、160円を中心とする推移を予想。ただし、一時的に150円程度まで円高となる可能性
- ・足元は日銀利上げ加速織り込み、米財務長官発言などを受け円ショート解消が優勢となったか
- ・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:中期的には引き続き180円台の最高値圏で推移

- ・ユーロは底堅い推移を予想も、ユーロ円の足元はドル円に連動し一時的に円高となる可能性
- ・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：政策金利は少なくとも年内据え置きとみるが、長期金利は高止まりが継続する公算
- ・欧州：現状、9月利上げ後の利上げ継続必要性は低いとみる

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	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	165.0	165.0	165.0
	想定レンジ	—	—	150 ～ 165	150 ～ 165	155 ～ 165	155 ～ 165	155 ～ 165	155 ～ 165	155 ～ 175	155 ～ 175	155 ～ 175	155 ～ 175
	ユーロ円	183.6	185.3	185.0	185.0	185.0	185.0	185.0	185.0	185.0	190.0	190.0	190.0
	想定レンジ	—	—	175 ～ 190	175 ～ 190	180 ～ 190	180 ～ 190	180 ～ 190	180 ～ 190	180 ～ 200	180 ～ 200	180 ～ 200	180 ～ 200
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	➤ 日銀が利上げを加速し、政策金利を2%まで引き上げる予想に変更。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	➤ 足元のエネルギー高を受け、ECBは2.5%まで利上げを実施。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
9/1(火)	10年債入札	8月ISM製造業景況指数	(中) 8月製造業PMI
	4-6月期法人企業統計調査		
9/2(水)		7月製造業受注	
		8月ADP雇用統計	
		米地区連銀経済報告	
9/3(木)	30年債入札	7月貿易収支	
		8月ISM非製造業景況指数	
9/4(金)	7月家計調査	8月雇用統計	
9/7(月)		(労働感謝の日)	
9/8(火)	4-6月期GDP (二次速報値)	3年債入札	
	5年債入札		
	7月毎月勤労統計 (速報)		
	8月景気ウォッチャー調査		
9/9(水)		10年債入札	(中) 8月CPI
9/10(木)		30年債入札	(欧) ECB定例理事会
		8月PPI	
		8月中古住宅販売	
9/11(金)	8月企業物価指数	8月CPI	
9/14(月)			
9/15(火)	20年債入札	20年債入札	(中) 8月生産・小売・投資
		9月NY連銀製造業景況指数	(独) 9月ZEW景況指数
9/16(水)	7月機械受注	8月小売売上高	
	8月貿易統計	FOMC (結果発表)	

	日本	米国	その他
9/17(木)		8月住宅着工・許可件数	(英) BOE金融政策委員会
		9月フィラデルフィア連銀製造業景況指数	
9/18(金)	8月消費者物価指数		
	植田日銀総裁定例会見		
9/21(月)	(敬老の日)		
9/22(火)	(休日)	2年債入札	
9/23(水)	(秋分の日)	5年債入札	(欧) 9月PMI (速報値)
9/24(木)		7年債入札	(独) 9月IFO企業景況感指数
		8月新築住宅販売	
9/25(金)			
9/28(月)	日銀金融政策決定会合議事要旨 (7/30～31開催分)		
9/29(火)	40年債入札	9月消費者信頼感指数	(豪) 準備銀行理事会
9/30(水)	2年債入札	4-6月期GDP (確定値)	(中) 9月PMI
	8月鉱工業生産	8月個人所得・消費支出	(中) 9月製造業PMI
	8月住宅着工件数	9月ADP雇用統計	

- 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 7/29-30	ドットチャート・経済見通し 9/15-16 9/10	10/27-28	ドットチャート・経済見通し 12/8-9 12/17	1/26-27	ドットチャート・経済見通し 3/16-17 3/18	4/27-28	ドットチャート・経済見通し 6/8-9 6/10
		欧ECB 7/23	スタッフ経済見通し 9/10	10/29	スタッフ経済見通し 12/17	2/4	スタッフ経済見通し 3/18	4/29	スタッフ経済見通し 6/10
		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	1/21-22 展望レポート	3/17-18	4/27-28 展望レポート	6/10-11
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			
		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。				1月～ 新議会が発足			
その他	主要な政治日程など	9月 G20 中銀・財務相 会合	9月(?) 内閣改造・ 自民党役員 人事	9月 国連総会 於米国	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 民主党が奪還?		1月 ダボス会議	4月(?) 仏 大統領選挙

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。

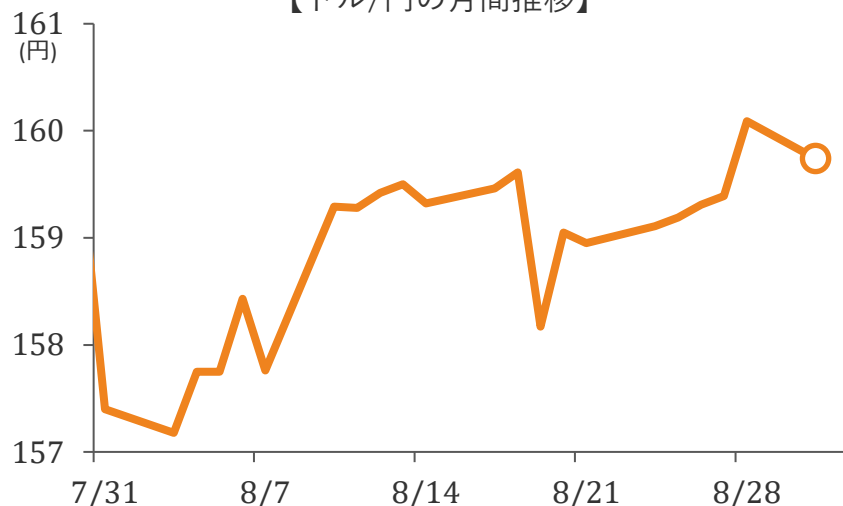
為替介入後の円高を巻き戻す展開

ドル/円
159.74円
前月比 +2.34円 (+1.49%)

日経平均
66,311円
前月比 +1,949円
(+3.03%)

ユーロ/円
185.59円
前月比 +4.16円 (+2.29%)

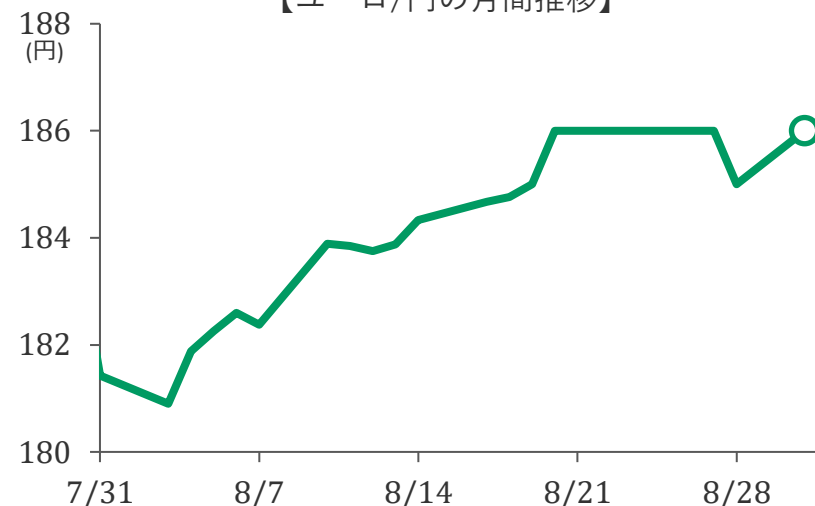
【ドル/円の月間推移】



先月末の為替介入後の下げを縮小

日銀の9月利上げの織り込みが進んだことから、上値の重い場面も見られた。一方で、介入による円買いポジション圧縮もあって160円台までじわり円安が進行。

【ユーロ/円の月間推移】



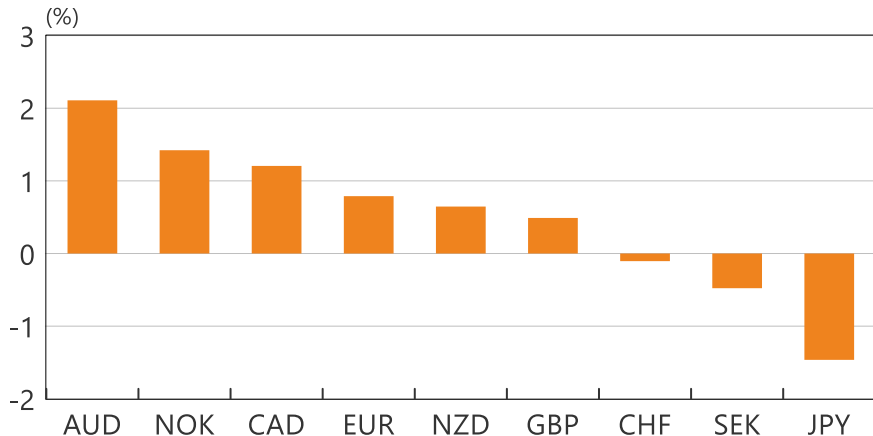
円とドルの弱さから大幅上昇

日銀の利上げ期待による円買いが一巡したほか、ドル安を背景としたユーロ高も進行。円安・ユーロ高が追い風となり、一時186円台まで上昇。

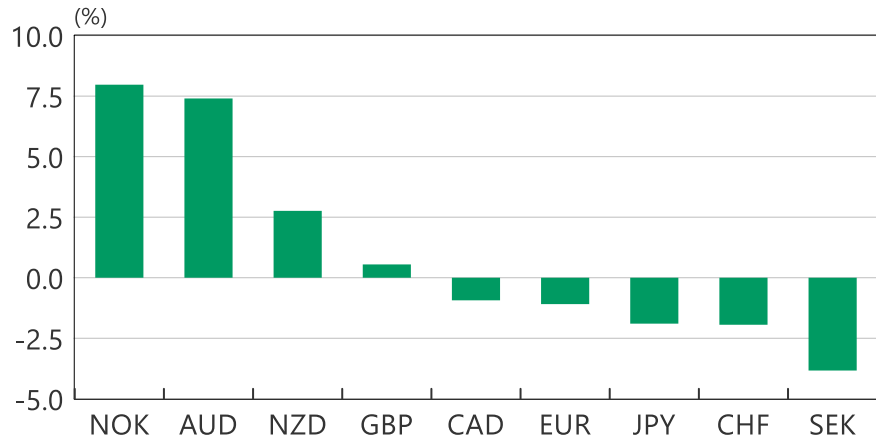
出所：Bloomberg、りそなホールディングス

- 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
- 8月は、USDが弱く推移したが、JPYが前月末の協調介入の巻き戻しで売られやすい地合いとなり、月間で最弱通貨に

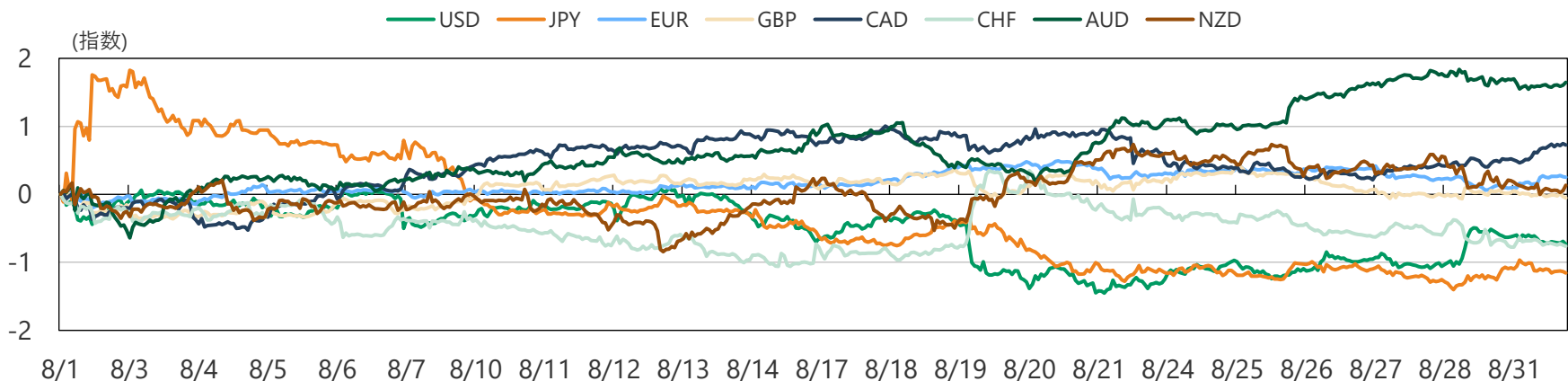
主要通貨 対USD騰落率(7月末比)



主要通貨 対USD騰落率(年初来)



通貨強弱チャート(2026年8月)

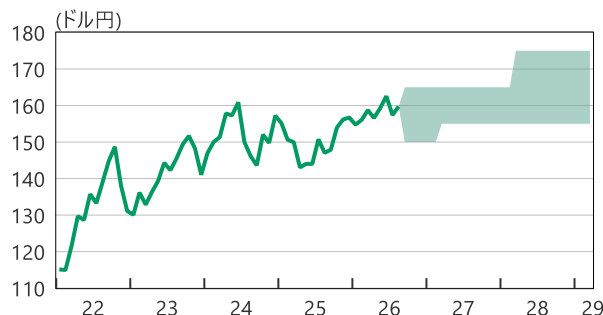


出所：Bloomberg, Macrobond

- 7月末の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った投機筋の円ショートポジションは大きく巻き戻された。また、追加介入への警戒感が上値を抑えるほか、日銀の追加利上げ観測高まりが円を支える格好となっている
- 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するが、下記理由により2027年度予想を160円に引き下げ、円安進行ペースを1年後ろ倒しに修正した
- 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という観点は不変
②日銀の政策金利到達点予想を2%に引き上げたことにより、現状の市場織り込みが剥落しづらい方向へ予想を切り替えた
- 「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

図表:ドル円の推移と予想レンジ

— USDJPY ■ 予想レンジ

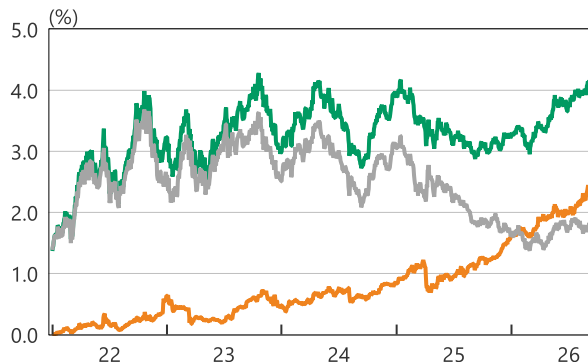


■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
9/11	米CPIの上振れ	円安
—	日米当局による為替介入の実施	円高
9/16	米FRBによる利上げの決定	円安
—	イランによるホルムズ海峡再封鎖	円安
—	日銀が利上げペースの加速を示唆	円高

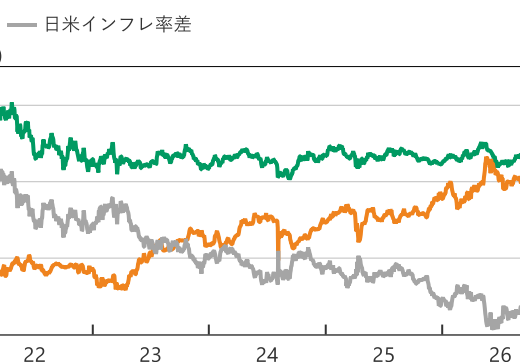
図表:市場の織り込む日米ターミナル金利

— 日2年先一ヵ月金利 — 米2年先一ヵ月金利 — 日米金利差



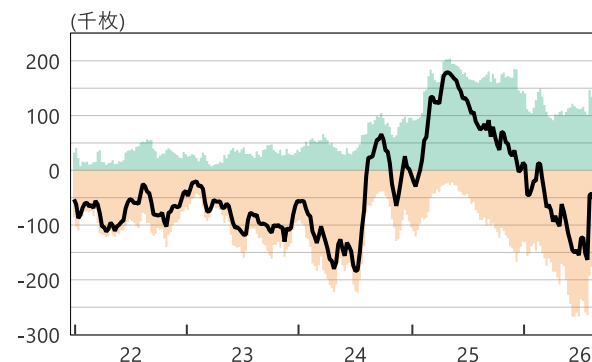
図表:市場の織り込む日米のインフレ率

— 日10年期待インフレ率 — 米10年期待インフレ率



図表:投機筋の円ポジション

■ Long ■ Short — Net

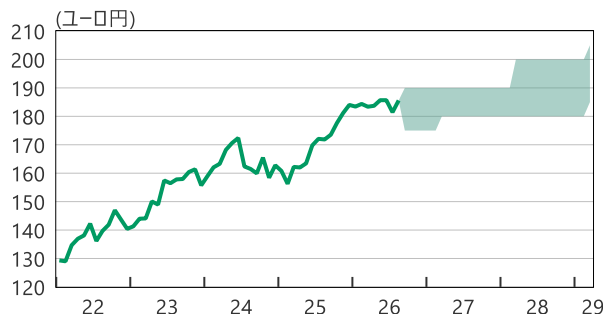


出所: Bloomberg, リそなホールディングス

- 足元、円ショートポジション解消などを受けたドル円の下落につれてユーロ円も一時180円を割り込んで推移
- 中長期的には、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、ユーロが買われやすい地合いが続くと見込まれ、180円台の最高値圏を中心に推移すると予想
- 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る。下値目途は170円前後

図表:ユーロ円の推移と予想レンジ

— EURJPY ■ 予想レンジ

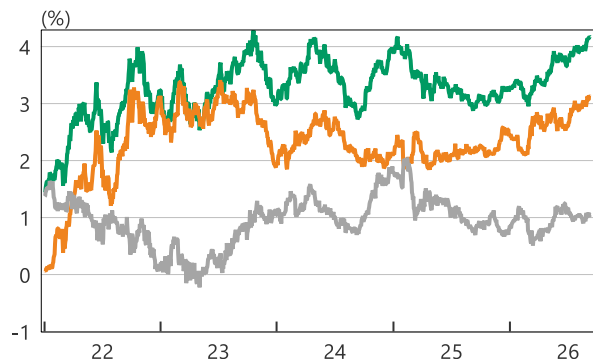


■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
10/2	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
9/10	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

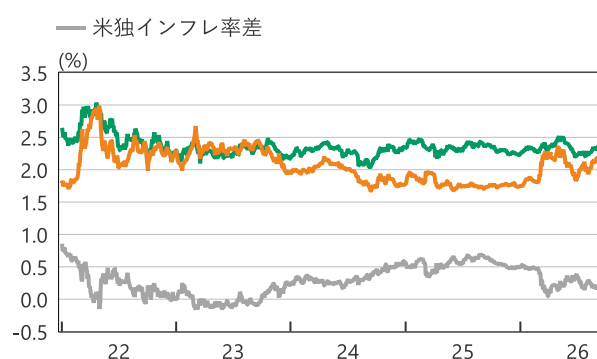
図表:市場の織り込む米欧ターミナル金利

— 米2年先1か月金利 — 欧2年先1か月金利 — 米欧金利差



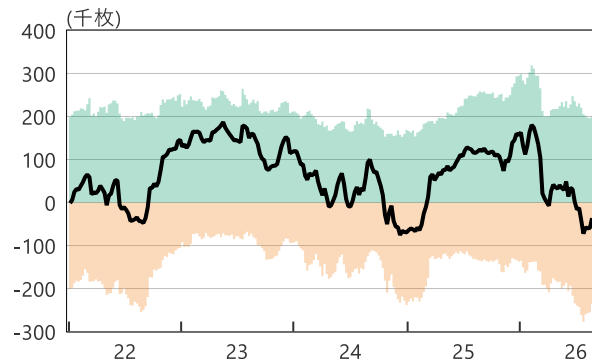
図表:市場の織り込む米欧のインフレ率

— 米10年期待インフレ率 — 独10年期待インフレ率



図表:投機筋のユーロポジション

■ Long ■ Short — Net

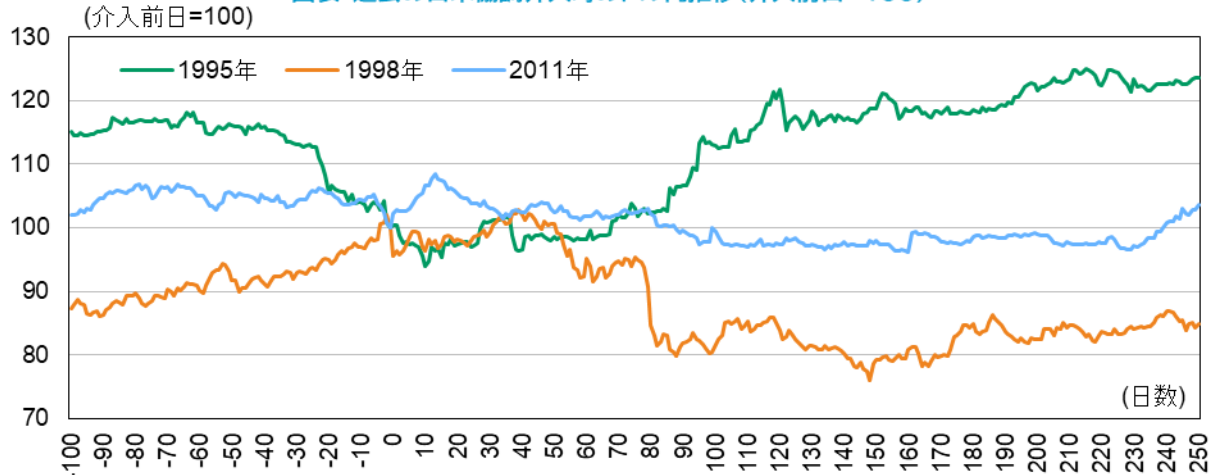


出所: Bloomberg, リそなホールディングス

ホットトピックス

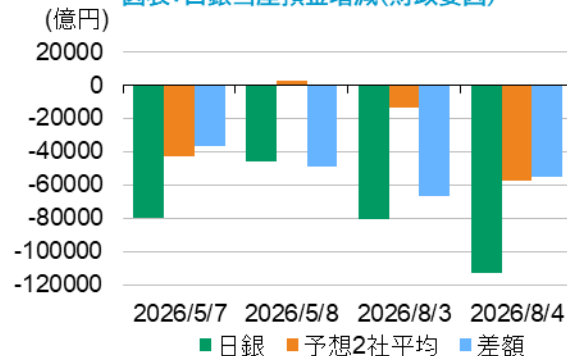
- 7月30～31日にかけて、日米通貨当局は円買い協調介入を実施。日本側の介入額は、日銀の資金需給見通しからは2日間で10兆円を上回る規模と推測され、今年4月30～5月6日にかけての日本当局による為替介入と同程度の規模あるいはそれを上回る規模だったとみられる
- 介入後は1週間物ATMインプライド・ボラティリティが上昇、1週間物25デルタ・リスクリバーサルはマイナス幅が拡大など、短期的な円高リスクが急速に織り込まれた。一方、1年物ボラティリティはほぼ横ばいにとどまるなど、市場は短期的な介入効果を強く織り込む一方、中長期的な円安構造の転換までは想定していない様子
- 米国が協調介入に応じた背景には、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)

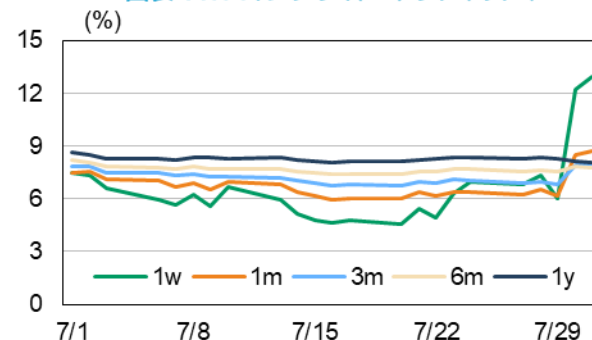


出所: 日本銀行, セントラル短資, 上田八木短資, Bloomberg

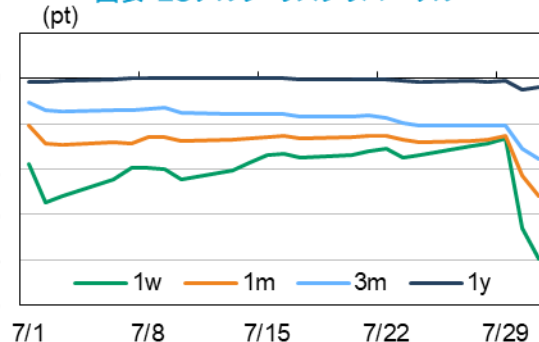
図表:日銀当座預金増減(財政要因)



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

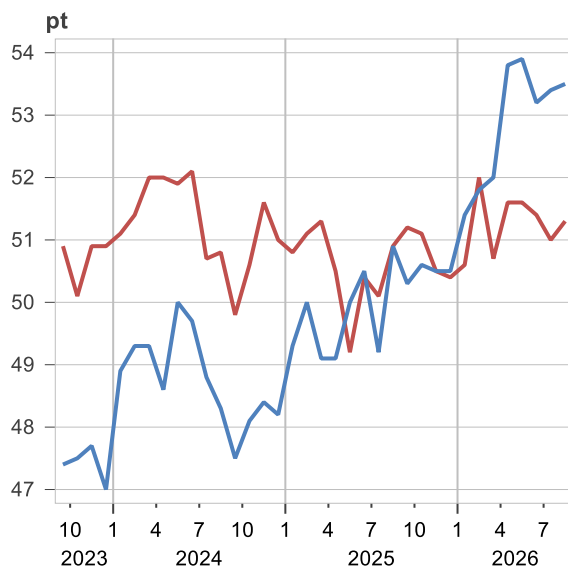
- 短期の循環を示す製造業PMIは、中東情勢の悪化にもかかわらず、先進国では改善基調の一方、新興国は停滞。主要先進国についてみると、日本、米国、EUの改善が著しい。中国は水準自体はEUよりも高いが、改善幅は相対的に低位に留まっている
- 中長期の循環を示す工作機械受注(設備投資の代理変数)は、主要先進国ではいずれも改善基調。内需は底打ちの兆しがみえる他、米国と中国はヒストリカルハイを更新中である。欧州は、やや足踏みしている様子だが、中期では改善基調を維持しているとみられる

■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

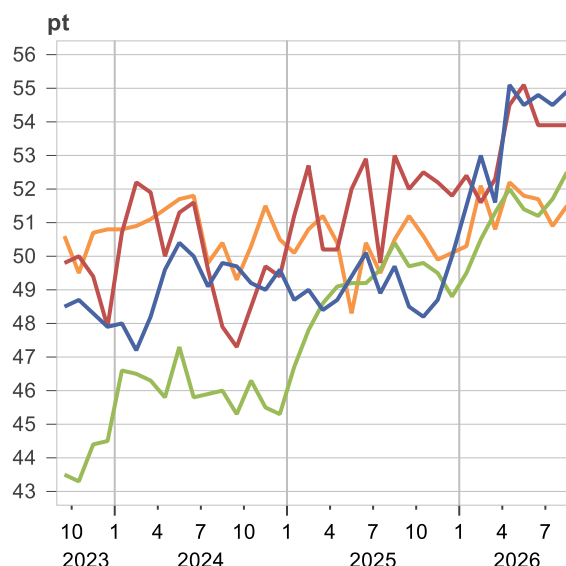
図表：製造業PMI

— 先進国 — 新興国



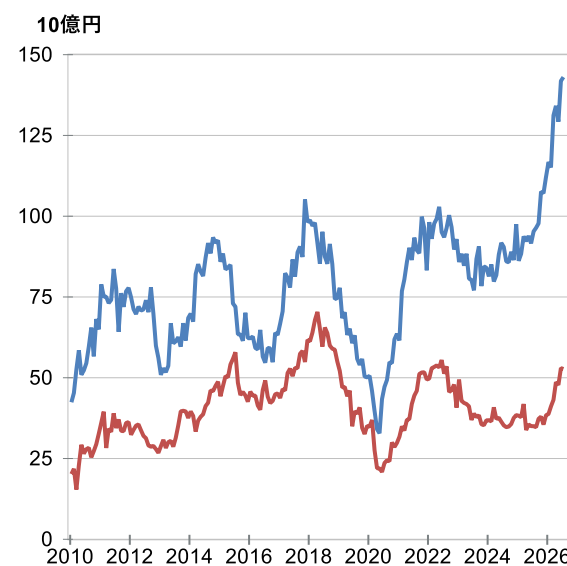
図表：製造業PMI

— 日本 — 米国 — EU — 中国



図表：工作機械受注

— 外需 — 内需

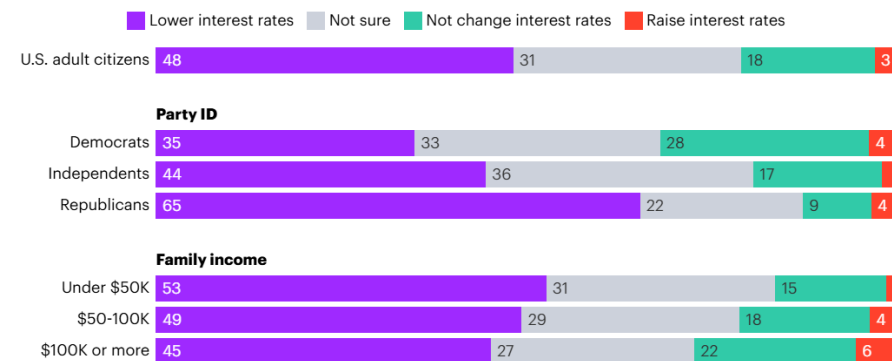


出所：マクロポンド、内閣府、リそなホールディングス

- 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

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

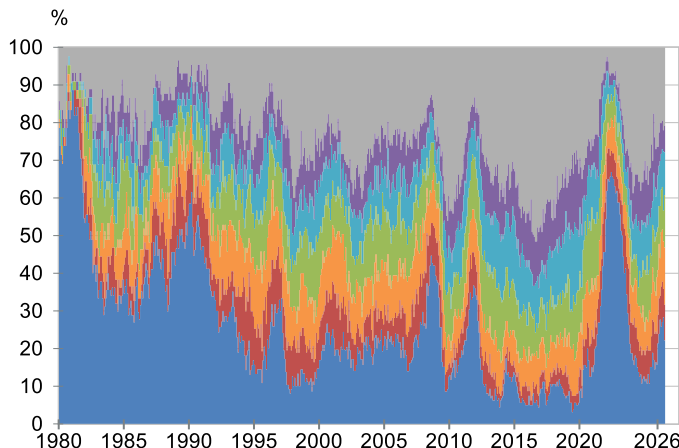
Do you think the Federal Reserve should... (%)



注: 2026年1月16日~19日に実施された世論調査

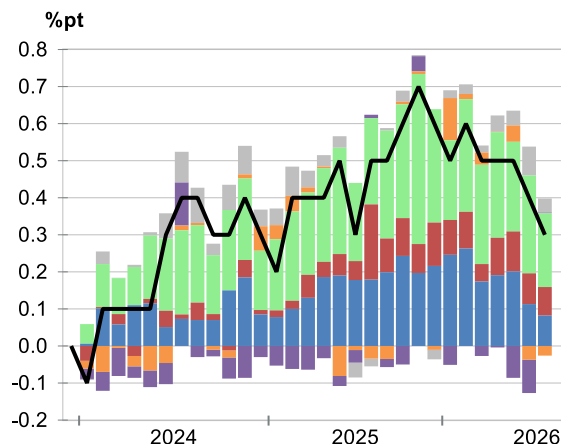
図表: CPIの品目別インフレ率の分布

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



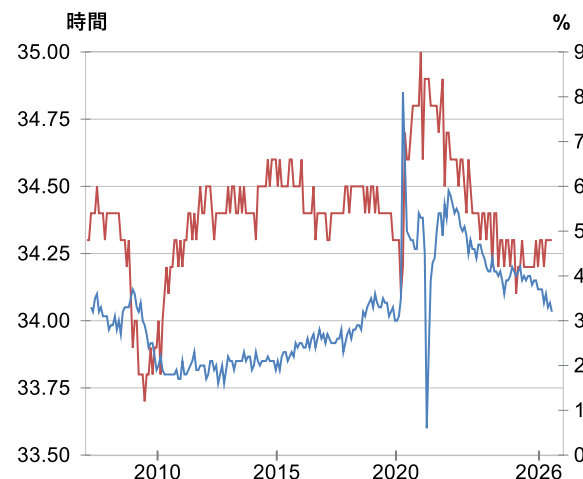
図表: 失業率上昇要因分解(23年末対比)

■ 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



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)



出所: マクロポンド、リそなホールディングス

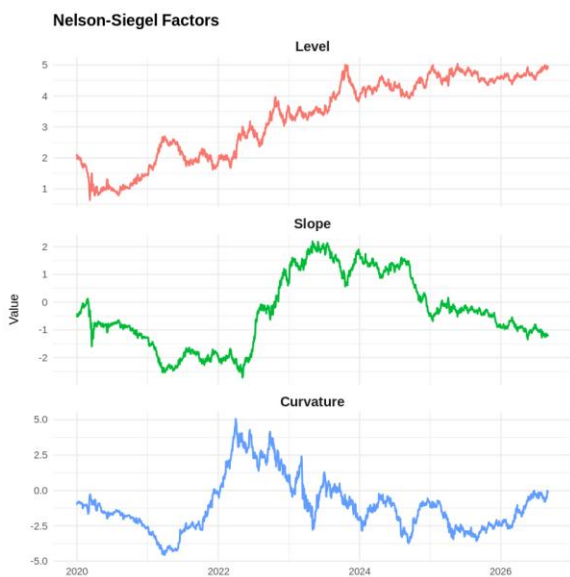
◎注意事項

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。

- 動的ネルソンシーゲルモデルによれば、足元の米10年金利上昇の多くがCurvature要因。これは政策金利が当初想定よりも高止まりする可能性を織り込んだことによるものとみられる
- 先の資料で示した様に、追加利上げが実施されるかは依然として不透明だが、マーケットは金利上昇を織り込むとみる。また、中東情勢の悪化に伴うインフレ期待の高止まり、ウォーシュ議長の不適切なコミュニケーションに伴うMOVE指数の上昇も金利上昇に寄与しよう
 - ✓ ウォーシュ議長は市場との対話に消極的であり、それが一回の発言の質に対するハードルを上げている
 - ✓ ウォーシュ議長は勝手に上げたハードルを越えられず、毎回、前回発言の火消しに走り、悪戯に市場の不確実性を高めている
- メインシナリオでは、2年先の政策金利織り込みを4%、5年先5年ブレイクイーブンインフレ率を2.3%、MOVE指数は80pt、FRBのBSの対GDP比は20%とし、その際の10年金利は4.55%~4.95%と予想

図表:ネルソンシーゲルファクター



図表:想定イールドカーブ

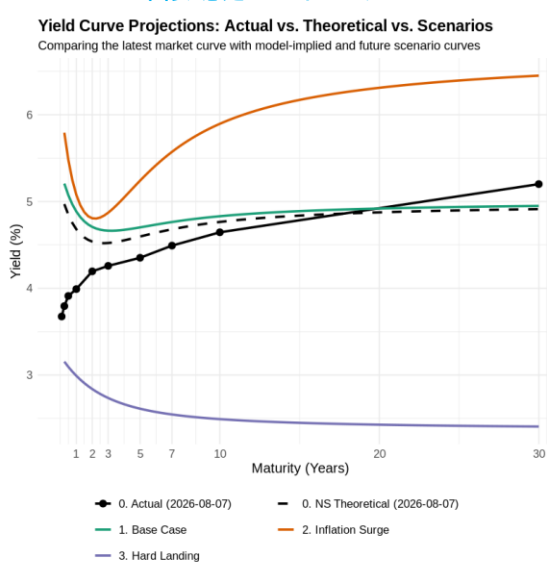


表 1 各シナリオの前提条件 (マクロ変数)

シナリオ	X2y1m (%)	MOVE	fedbs (%)	bei5y5y (%)
1. Base Case	4.0	80	20.0	2.3
2. Inflation Surge	4.5	110	15.0	3.0
3. Hard Landing	2.0	80	22.0	1.5

表 2 各シナリオに基づく予測 NS ファクター

シナリオ	Level (水準)	Slope (傾き)	Curvature (曲度)
1. Base Case	5.009	0.365	-1.682
2. Inflation Surge	6.730	-0.529	-5.602
3. Hard Landing	2.364	0.859	0.082

表 3 シナリオ別 予想イールドカーブ水準 (%)

シナリオ	3M	1Y	2Y	5Y	10Y	30Y
0. Actual (2026-08-07)	3.80	3.99	4.20	4.35	4.64	5.20
0. NS Theoretical (2026-08-07)	4.97	4.68	4.54	4.60	4.76	4.91
1. Base Case	5.21	4.88	4.71	4.70	4.83	4.95
2. Inflation Surge	5.79	5.08	4.81	5.24	5.90	6.45
3. Hard Landing	3.16	2.99	2.84	2.61	2.49	2.41

表 4 10年金利 センシビリティ・マトリックス (単位: %)

インフレ期待 \ 政策期待	3.60%	3.70%	3.80%	3.90%	4.00%	4.10%	4.20%
2.00%	4.251	4.338	4.424	4.510	4.597	4.683	4.769
2.10%	4.319	4.405	4.491	4.578	4.664	4.750	4.837
2.20%	4.386	4.472	4.559	4.645	4.731	4.818	4.904
2.30%	4.454	4.540	4.626	4.712	4.799	4.885	4.971
2.40%	4.521	4.607	4.693	4.780	4.866	4.952	5.039
2.50%	4.588	4.674	4.761	4.847	4.933	5.020	5.106
2.60%	4.656	4.742	4.828	4.914	5.001	5.087	5.173

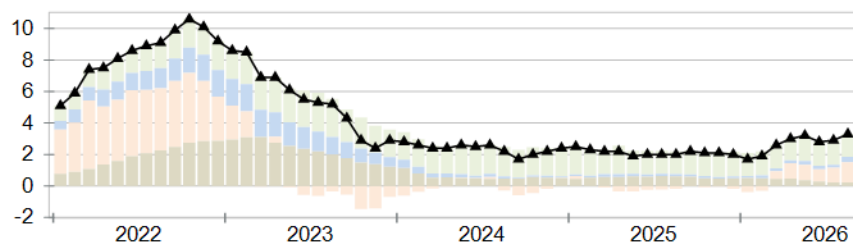
注:赤枠はメインシナリオで想定している水準とレンジを示している。特に10年金利について、5年先5年の期待インフレ率を2.1%~2.3%、政策金利の織り込みを3.80%~4.20%としている(あくまで政策金利は据え置きとみているが、市場は拙速に織り込む可能性を考慮)

- 以下の理由からECBが9月利上げ後の更なる追加利上げは行わないとの予測を維持する
 - ・中東情勢悪化以前は落ち着きつつあったサービス物価は下げ渋っており、エネルギー高の二次波及が進展してきていることが窺える。一方で、サービス物価の前年比はECBの予測を下回っており、二次波及の速度はECBの想定よりも緩やかなものにとどまっていることが示唆される
 - ・企業の販売価格見通しは、中東情勢の再度の悪化を受けても製造業、サービス業ともに落ち着いた水準となっている
- 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のあと1回程度の追加利上げを支持する内容となった。
 - ・CPIやGDPの予測値は、ECBの6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(9月会合を含め)約1回の追加利上げ、コアCPIとした場合は追加利上げなしを示唆する結果となった

図表：ユーロ圏HICP(前年比)

▲ 総合 ■ サービス ■ 財 ■ エネルギー ■ 食料

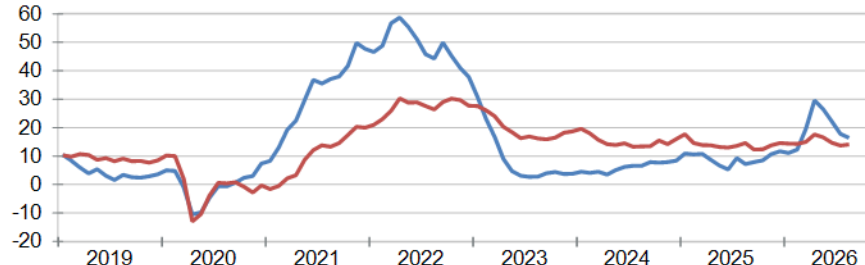
(前年比、%pt)



図表：ユーロ圏 販売価格見通し

— サービス業 — 製造業

(基準=0)



慣性テイラー・ルール

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

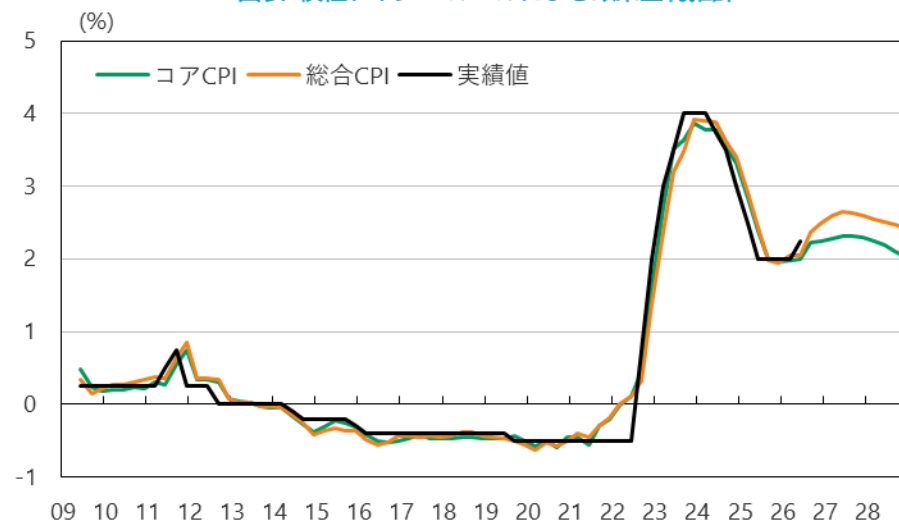
DFR_t ：預金ファシリティ金利

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

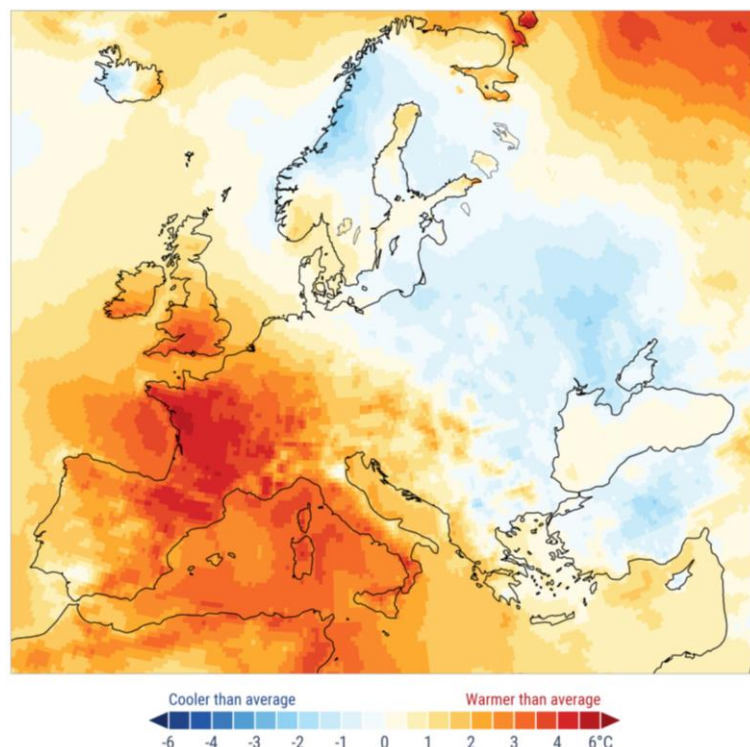
図表：慣性テイラー・ルールによる政策金利推計



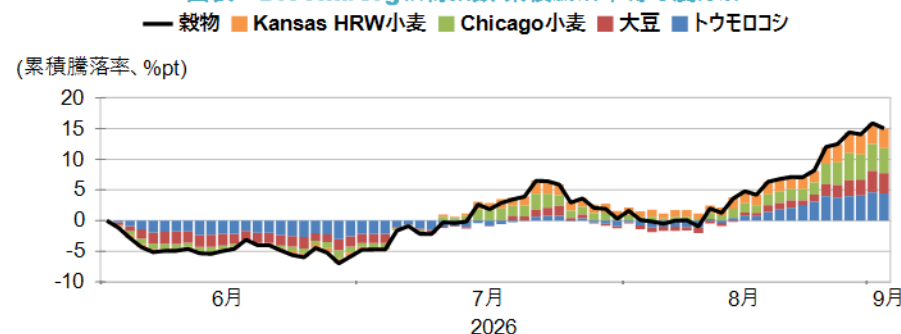
出所：Bloomberg, Macrobond, eurostat, AMECO, リそなホールディングス

- 欧州では今夏の高温・少雨を背景に、トウモロコシや大豆など夏作物の作況悪化が意識されている。加えて、黒海地域での輸出停滞や米国の小麦供給懸念なども重なり、国際穀物価格は8月にかけて大きく上昇した
- 実際、Bloomberg穀物指数の上昇寄与を品目別にみると、欧州の高温・乾燥の影響を受けやすいトウモロコシや大豆に加え、黒海情勢や米国の供給減少を背景に小麦の押し上げ寄与も大きい。
- 一方、足元のユーロ圏食料CPIは前年比で低位にとどまっており、現時点では穀物価格上昇の影響は明確には表れていない。
- ただし、2000年以降の推移をみると、Bloomberg穀物指数とユーロ圏食料CPIには一定の連動性があり、穀物価格が半年程度先行した段階から相関が高まり、10～12か月程度のラグで相関が最も高くなる傾向がある。穀物価格だけで食料物価の先行きを判断することはできないものの、足元の上昇が長期化した場合には、加工食品などを通じて2026年末から2027年前半にかけて価格転嫁圧力が強まる可能性があり、今後の食料インフレ動向には留意が必要

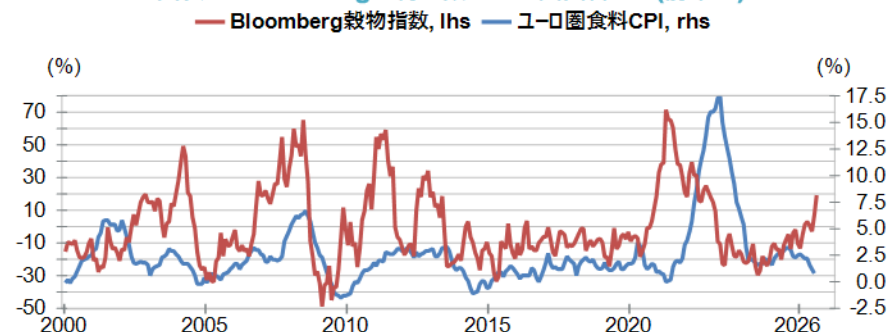
図表：欧州 地上気温偏差(2026/6-2027/8)



図表：Bloomberg穀物指数 累積騰落率寄与度分解



図表：Bloomberg穀物指数とユーロ圏食料CPI(前年比)

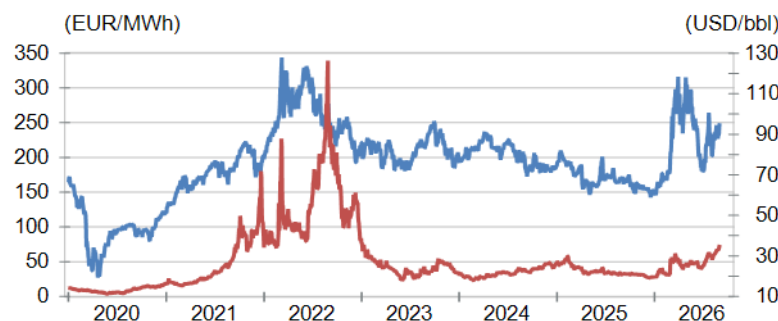


出所：Macrobond, ECMWF

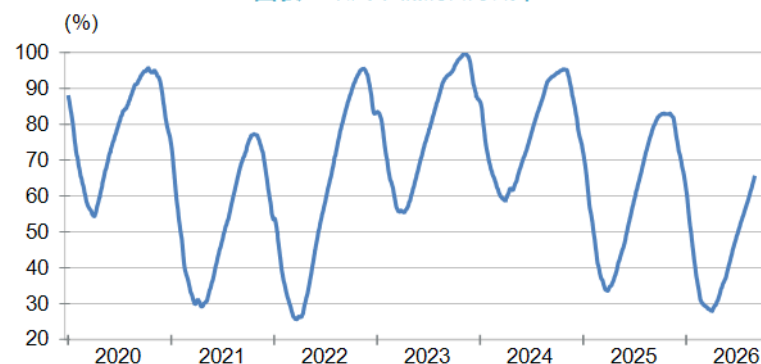
- 欧州において発電や暖房の面で重要な資源である天然ガスの価格は、中東情勢の再度の緊張高まりを受けて足元では今年3月の米国イラン戦闘開始時の高値を更新して上昇している
- 今年1～2月の寒波で暖房需要が高まったほか、今年3月以降はホルムズ海峡封鎖による天然ガスの価格高騰を受けた買い控えもあり、EUにおける足元の天然ガス貯蔵率は同時期としては過去15年で最低水準となっている。EU加盟国は、毎年10月1日～12月1日までに天然ガス貯蔵率を原則90%以上にする義務が課されているが、今年は貯蔵率の目標達成が困難な見通し
- 中東情勢を巡っては不透明感が継続しているものの、主要な季節予報モデルは今冬の欧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

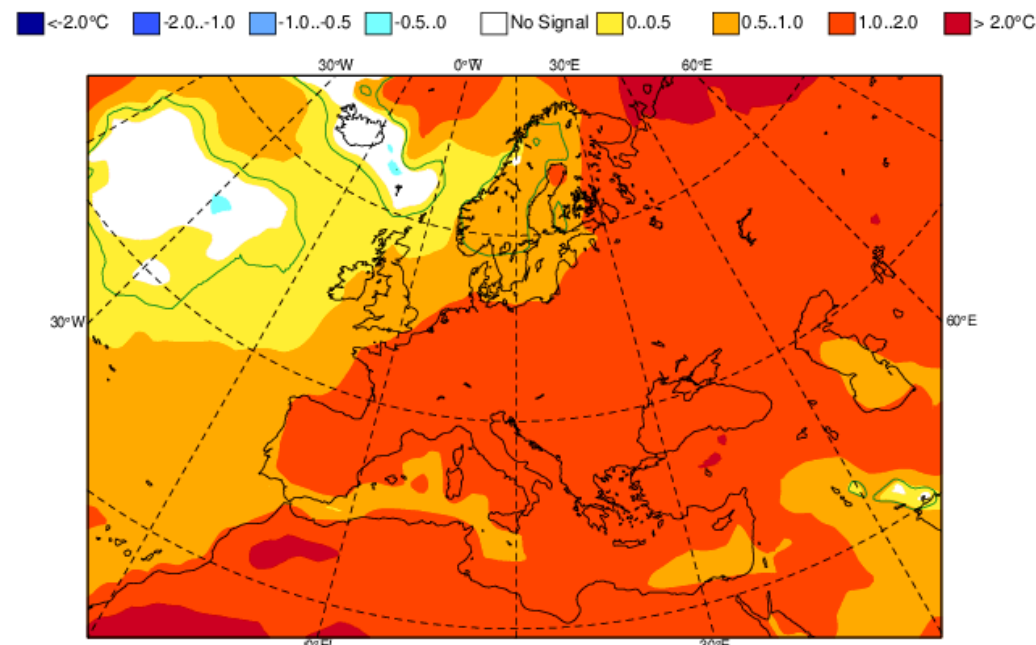


図表：欧州 天然ガス貯蔵率



出所：Macrobond, 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)

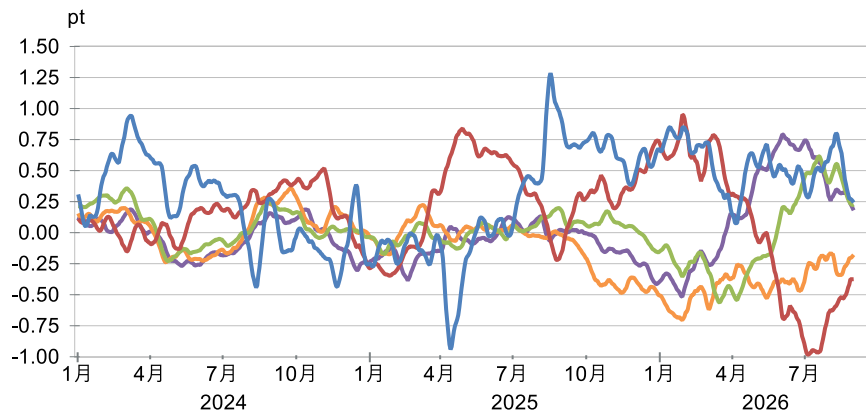
- 主要国で金利の上昇が著しく、好決算の割には上値の重い展開が続いた。実質金利経由の上昇であるため、短期的には、割引率上昇効果が意識されやすいが、中長期では、持続成長率の改善が織り込まれ、上値は軽くなる
- 今後は、マクロのファンダメンタルズが良好なため、EPSの改善と同程度の株価上昇は見込めるものの、中東情勢悪化、金利上昇、米中間選挙を控えていること等を背景に、バリュエーション面の寄与は限定的となろう

■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

マーケット環境指数

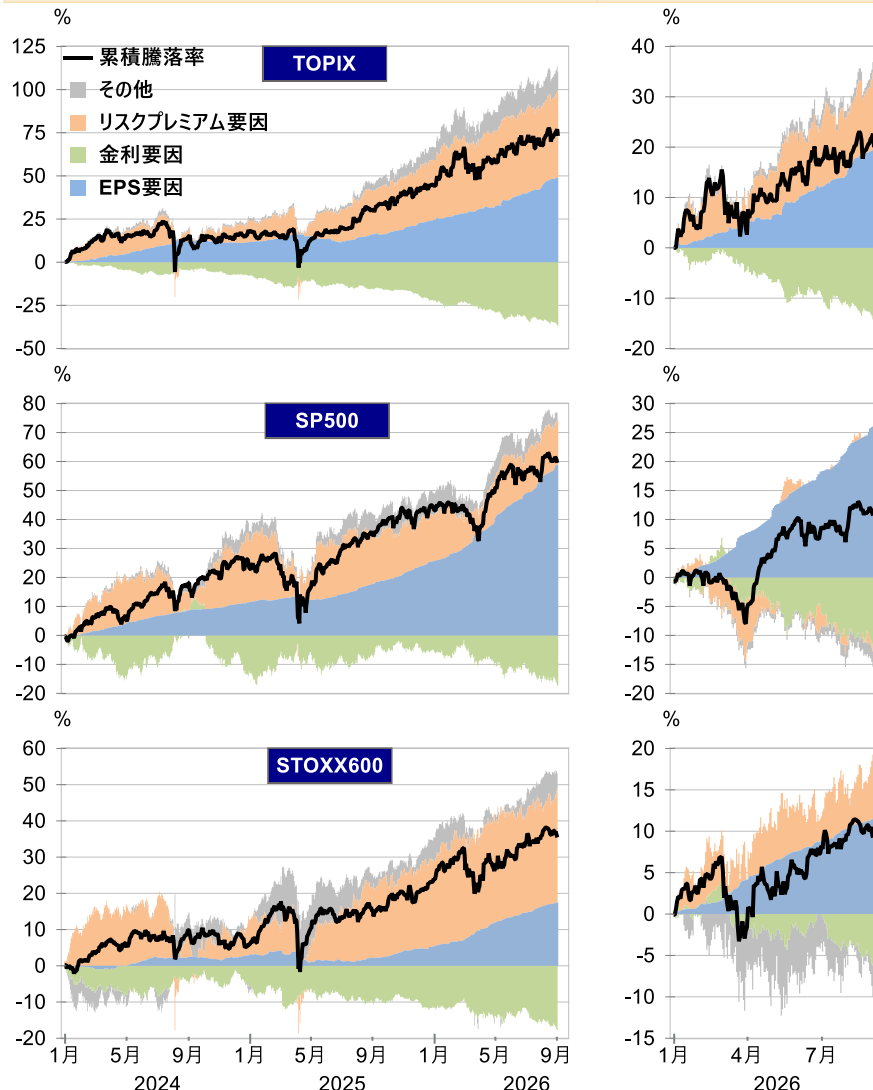
— PC1(グローバルリスク) — PC3(インフレ期待) — PC5(AIセンチメント)
— PC2(安全資産需要) — PC4(クレジット環境)



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

日米欧主要指数のパフォーマンス分解

25年末基準



- ▶ トランプ大統領は、強硬な政策(関税引き上げ、FRB介入、中東への武力行使など)を打ち出した後、市場の混乱や世論の反発(政治的コスト)に耐えきれずに姿勢を軟化・撤回させることがある。こうした行動様式は“TACO”(Trump Always Chickens Out)と呼ばれ、マーケット参加者の注目を集めている
- ▶ 情報戦略Tでは、このTACOを視覚的に捉えるためにTACO指数を開発した。トランプ大統領が方針を転換するタイミングとTACO指数の高まりは概ね一致している様に見受けられる
- ▶ 寄与度分解を見ると、株高はバッファとして機能し、関税引き上げやFRBへの介入といった政策を強硬に推し進める原動力となっている。しかし、その強硬姿勢が債券市場を巻き込んだパニックを引き起こし、有権者の離反と景気後退リスクが同時にダイナミック閾値を突破した瞬間に、経済的成果のアピールという自身のナラティブを守るため、急速に態度を軟化・妥協させる様に見受けられる
- ▶ 今後の政権の政策運営およびTACO化のタイミングについて、以下の3つのリスクシナリオが示唆される

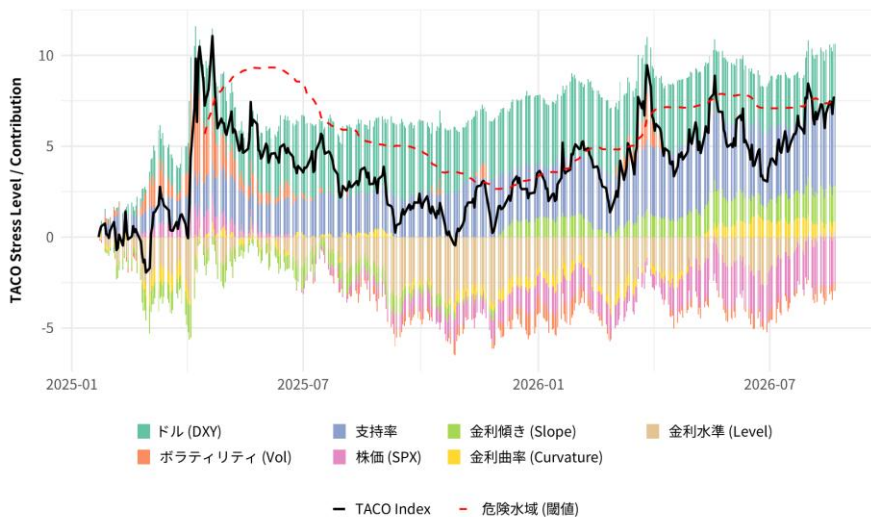
①株価バッファの剥落による閾値突破リスク

現在の政権の強気姿勢は、株式市場の堅調さに強く依存している。金利の傾き(景気後退シグナル)やドル安が既に一定のストレスを蓄積している現状において、株価が本格的な調整局面に突入した場合、政権の政治的余裕は消失する。株安への転化はTACO指数を急角度で押し上げ、急速なTACO化を強いるトリガーとなり得る

②支持率低下による「政治的コスト感応度」の増幅

支持率の低迷は、TACO指数のベースラインを恒常的に押し上げている。これ以上の支持率低下(例えば岩盤支持層の離反など)が進行した場合、指数全体のベース水準が高止まりすることになる。これは、政権が直面する政治的コストの許容度が枯渇していることを意味し、平時であれば耐えられるはずの軽微な市場の変動であっても、容易にTACO化へと追い込まれることとなる

図表:TACO指数の寄与度分解



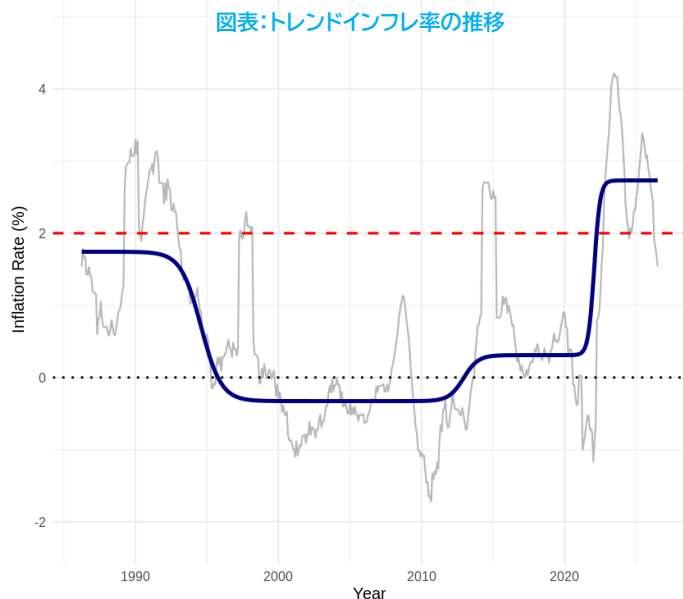
図表:TACO指数の推移とトランプ大統領の言動



出所: Bloomberg、各種報道

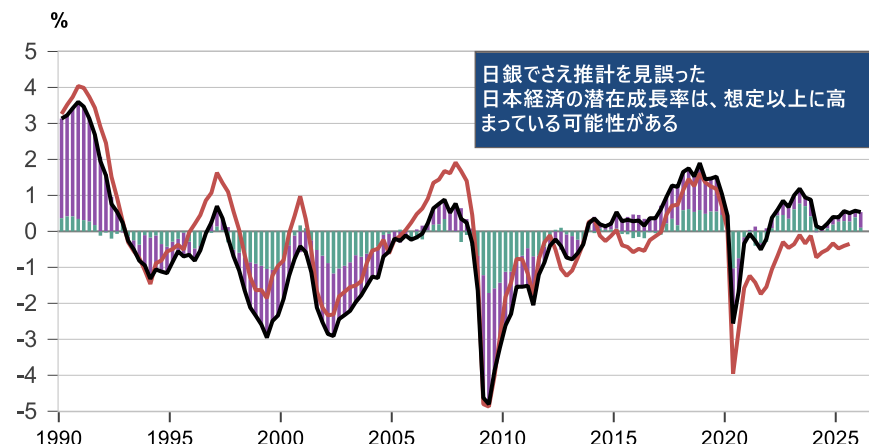
- 日本経済をトレンドインフレ率の観点からレジーム分類すると、1985年以降で4つの局面が存在
 - ✓ バブル崩壊前:1985年～1995年
 - ✓ バブル崩壊～アベノミクス前:1995年～2012年
 - ✓ アベノミクス～コロナ禍:2013年～2021年
 - ✓ コロナ禍～現在:2022年～
- 日銀は3月にGDPギャップを大幅に上方修正。従来考えていたよりも、日本の潜在成長率は、コロナ禍以降高まっている可能性がある
- レジーム毎に、GDPギャップとインフレ率の関係を確認すると、トレンドインフレ率の高い局面程、両者の感度は高い
- 足元で10年金利は3%を超え始めているが、経済成長率の改善が割引率の上昇を相殺し、今後も株はの上昇基調は維持されよう

Estimated Trend Inflation Rate vs. YoY Inflation in Japan (Core2 CPI)
Gray: Actual YoY Inflation (%) | Navy: Trend Inflation (μ_t) | Red Dashed: BOJ 2% Target



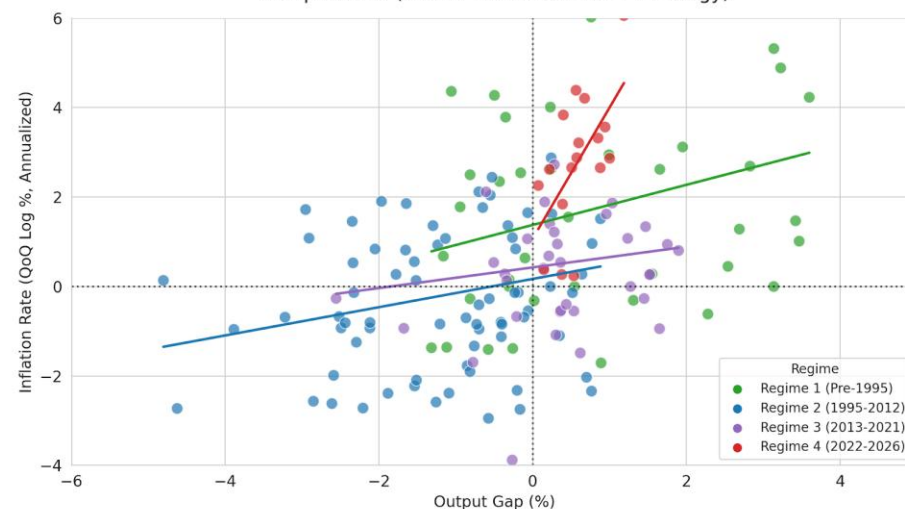
図表: GDPギャップと要因分解

— GDPギャップ — GDPギャップ(改定前) ■ 資本投入ギャップ ■ 労働投入ギャップ



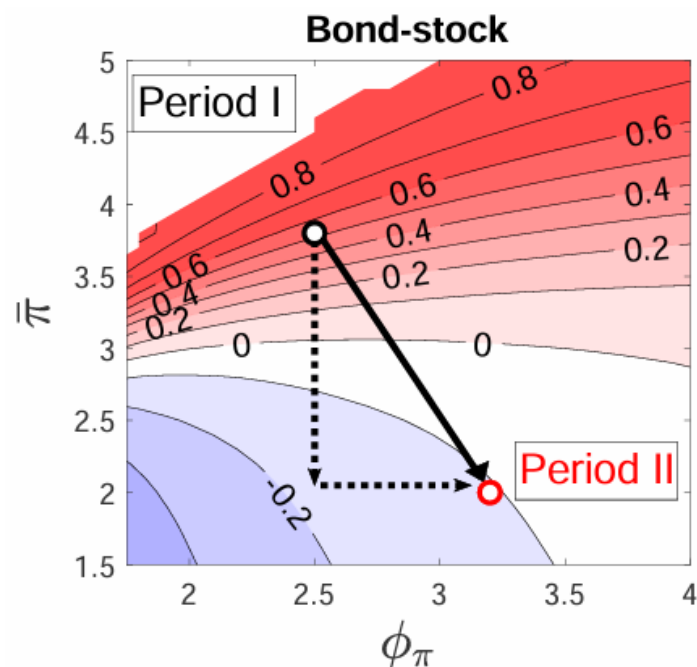
図表:GDPギャップとインフレ率の関係性

Phillips Curve (Core2: Excl. Fresh Food & Energy)



トレンドインフレ率が高い状況下で想定すべきこと

- トレンドインフレ率は、マーケット資産や経済構造を変容させる可能性がある
- 図表の縦軸はトレンドインフレ率、横軸はインフレ率が2%を1%pt上回った際に政策金利をどれだけ引き上げるか、を意味している。そして、両者を動かした時に、株式と債券の相関係数がどのように動くかを示している
- 日本の場合は、トレンドインフレ率が2%～3%の間に位置しており、政策金利はインフレ率を下回っている。この状況でも債券と株の相関はほとんど失われる
- なお、Period I は1965年～1998年、Period IIは1998年～2019年



Seo, 2024 J. Seo

The determinants of bond-stock correlation: the role of trend inflation and monetary policy

SSRN (2024)

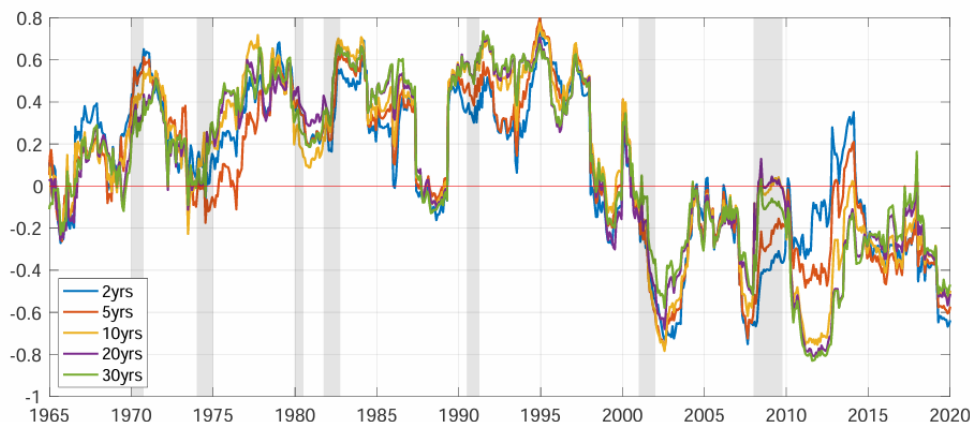


Figure 15: Bond-stock correlation for different maturity

Notes: 3-year rolling correlations and betas of bond and stock excess returns. Bond return (xr^b) is measured by one-quarter holding return of 2/5/10/20/30-year Treasury bonds excess of 3-month T-bills. Stock return (xr^s) is measured by one-quarter return from the value-weighted S&P 500 including dividends excess of 3-month T-bills. The shaded area indicates the recession date identified by NBER.

出所：Bloomberg、りそなホールディングス

©注意事項

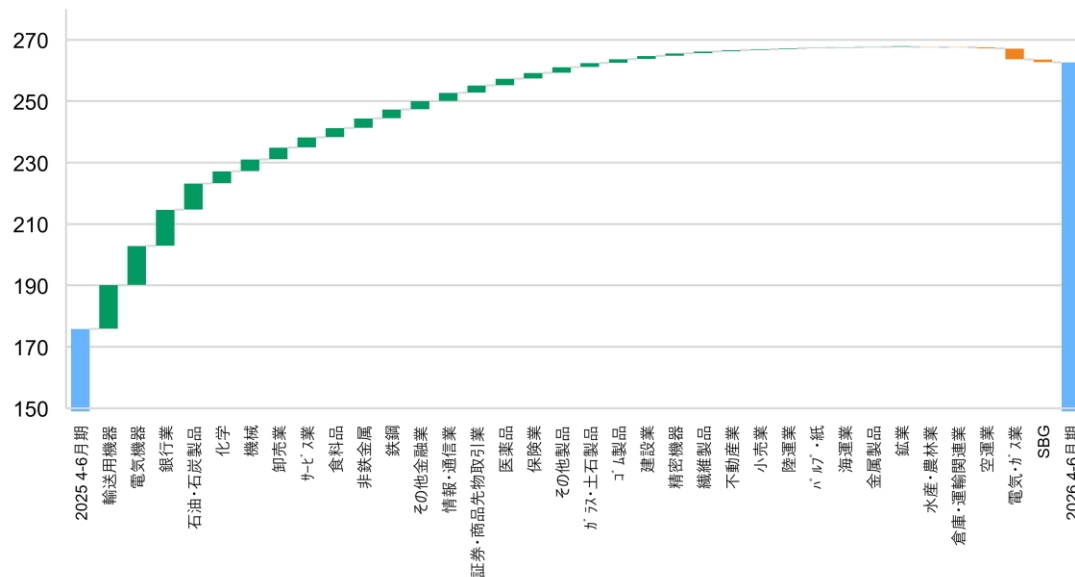
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

- TOPIX500採用企業の4-6月期の経常利益の前年比は、全体では+49.4%、製造業では+79.6%、非製造業では+26.8%となった
- 前年同期に米国の追加関税が利益を大きく押し下げた自動車関連を中心に、その反動や関税負担の軽減が増益に寄与したほか、前年同期からの円安進行などが製造業の大幅増益につながったとみられる。また、非製造業でも、価格転嫁の浸透や国内金利の上昇に伴う金融機関の資金利益拡大などが、利益を押し上げたとみられる
- 1Qの進捗率は、約34%とコロナ禍以来の水準かつ、2010年度以降では最大。類を見ない程の良好な決算であり、日本企業がインフレに伴うコスト高を着実に価格転嫁できる構造となりつつあることを示唆
- 日経平均株価の26年末値は74,300円程度と予想。早ければ27年内には8万円到達も考えられる

図表：前年同期からのTOPIX500経常利益の変化

■ 増加 ■ 減少 ■ 合計



出所：QUICK、りそなホールディングス

図表：期初計画対比での進捗率

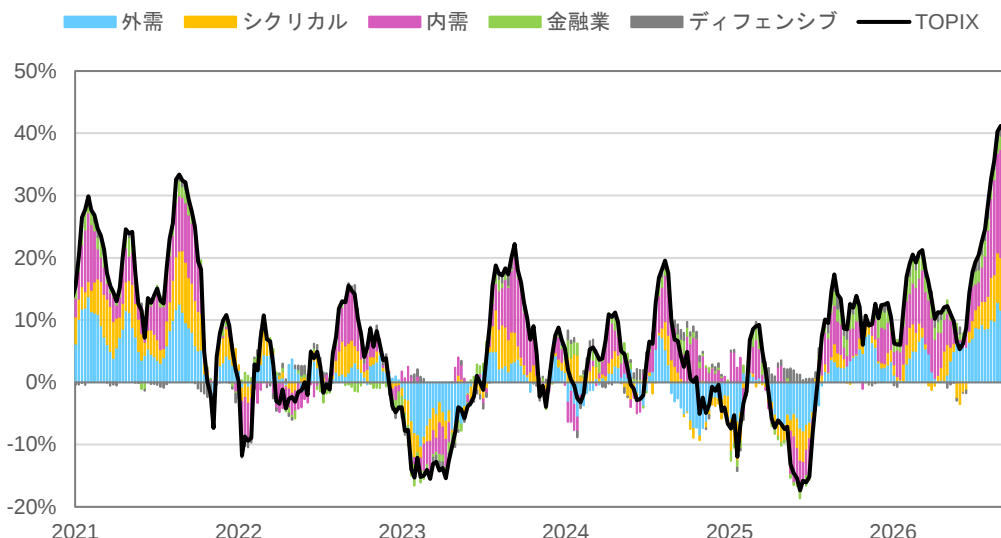
	1Q進捗率	2Q進捗率	3Q進捗率	4Q進捗率
FY10	30.3%	64.8%	96.9%	113.9%
FY11	26.6%	48.0%	71.3%	92.5%
FY12	22.0%	44.8%	69.8%	99.5%
FY13	27.8%	58.2%	88.6%	116.9%
FY14	26.4%	56.1%	85.2%	107.1%
FY15	27.9%	54.5%	79.8%	97.7%
FY16	24.7%	52.0%	81.7%	106.7%
FY17	29.4%	59.2%	93.4%	114.8%
FY18	28.9%	55.9%	78.8%	99.0%
FY19	19.3%	47.7%	75.4%	85.0%
FY20	22.7%	57.7%	111.4%	149.4%
FY21	33.7%	64.9%	99.6%	126.4%
FY22	29.7%	56.3%	82.8%	104.7%
FY23	31.6%	60.5%	93.1%	118.4%
FY24	30.3%	55.7%	89.1%	106.0%
FY25	25.9%	56.2%	89.0%	107.6%
FY26	33.8%	NA	NA	NA
直近5年平均	30.2%	58.7%	90.7%	112.6%

図表：日経平均株価の見通し

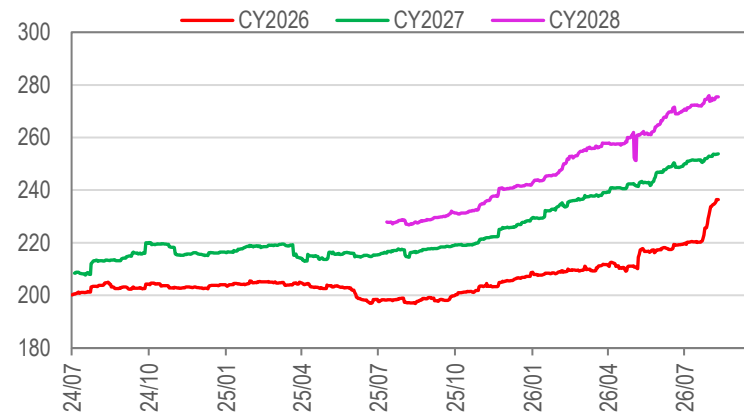
		26年末	27年末	28年末
メイン	TOPIX	4,505	4,663	4,990
	想定レンジ	4,240 ~ 4,770	4,664 ~ 5,247	4,990 ~ 5,614
	日経平均株価	74,333	79,536	85,103
	想定レンジ	67,840 ~ 81,090	74,624 ~ 89,199	79,848 ~ 95,443
楽観	TOPIX	4,770	5,104	5,461
	想定レンジ	4,505 ~ 5,035	4,820 ~ 5,387	5,158 ~ 5,765
	日経平均株価	81,090	89,199	95,443
	想定レンジ	74,333 ~ 88,113	81,766 ~ 96,924	87,489 ~ 103,708
悲観	TOPIX	3,975	4,253	4,551
	想定レンジ	3,710 ~ 4,240	3,970 ~ 4,537	4,168 ~ 4,764
	日経平均株価	57,638	60,519	63,545
	想定レンジ	51,940 ~ 63,600	54,537 ~ 66,780	57,264 ~ 70,119

- アナリストのリビジョン動向を確認すると、8月末のTOPIXのリビジョンは41.2%と、前月末(24.6%)から大幅に改善した
- 8月末時点のTOPIXのリビジョンに対する業種別寄与度は、外需: +11.7%pt、シクリカル: +8.4%pt、内需: +17.4%pt、金融業: +2.2%pt、ディフェンシブ: +1.5%ptであった
- リビジョンの大幅な回復に伴い、2026年末EPSは急激に改善
- ただし、2027年末が同じペースでは改善していないので、若干材料出尽くし感も出ている模様
- 個別での物色が進んでおり、市場ベータは横ばい圏
- ハイテク株は、中期ではニュートラルの水準。前回の中東情勢激化時は、アンダーパフォームしていたので、弱気派が退出し、急反発した
- 今回は調整が足りない

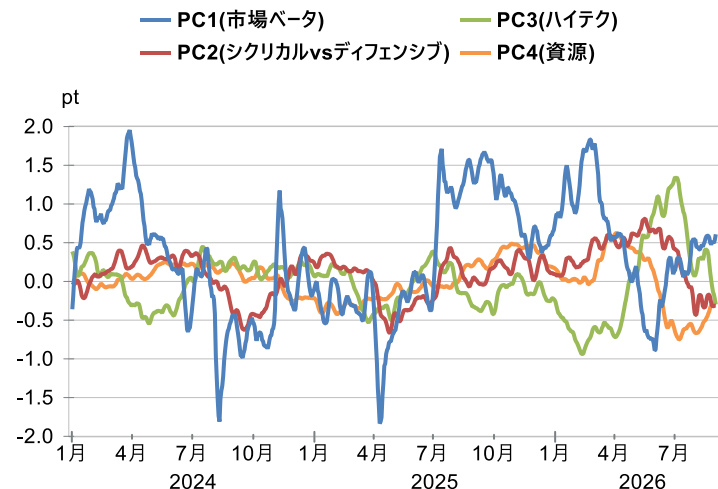
図表: TOPIXリビジョンの業種別要因分解



図表11: TOPIX 予想EPSの推移



図表: 日本株のテーマ



出所: QUICK、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。

■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

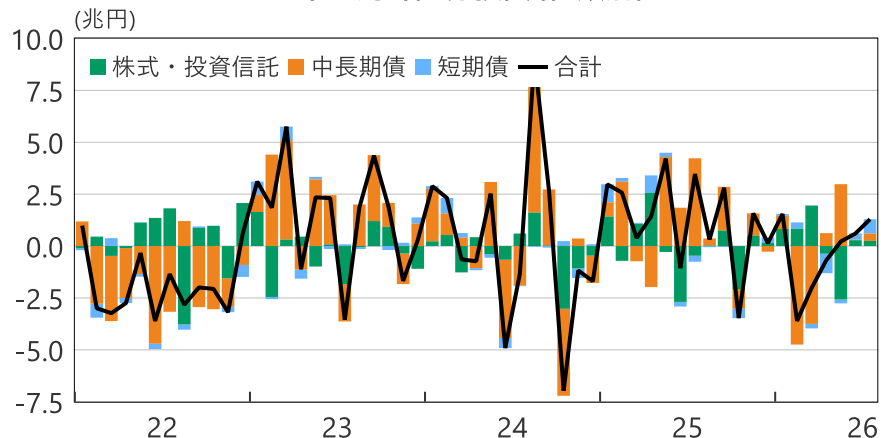
選挙年	大統領	上院議席数				下院議席数				S&P500		TOPIX		米10年金利		ドル円		VIX		ISM製造業PMI		
		選挙前		選挙後		選挙前		選挙後														
		共和	民主	共和	民主	共和	民主	共和	民主	選挙前	選挙後	選挙前	選挙後	選挙前	選挙後	選挙前	選挙後	選挙前	選挙後	選挙前	選挙後	
2002	ブッシュ	49	49	51	48	221	212	229	205	-15.7%	0.2%	-18.5%	-10.0%	-99bp	-23bp	-4.3%	-2.5%	+11.2pt	-10.0pt	-3.4pt	-2.9pt	
2006	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

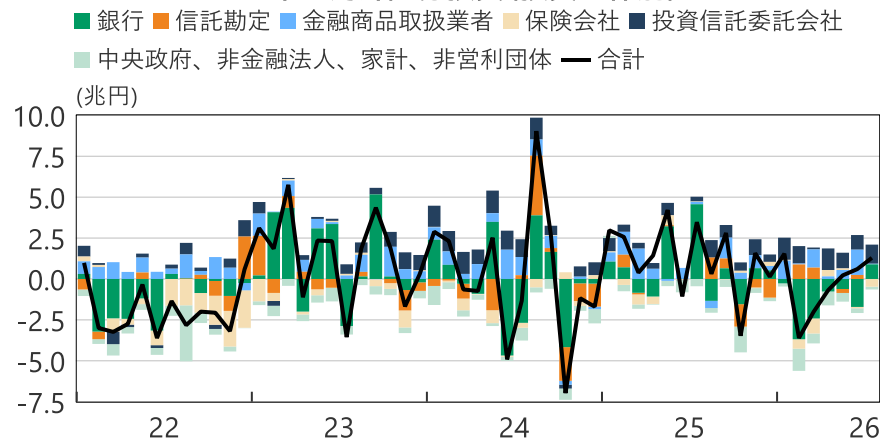
中長期テーマ

- 7月の対外証券投資は株式・中長期債・短期債を小幅に買越し。主体別では、銀行・投資信託委託会社が買越し
- 7月の対内証券投資は株式・中長期債・短期債を買越し。地域別では、北米・欧州が買越しの一方、アジアが売越し

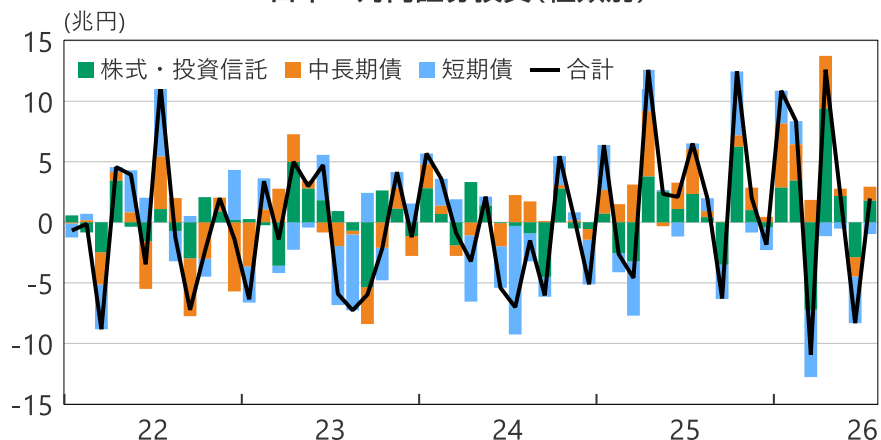
日本 対外証券投資(種類別)



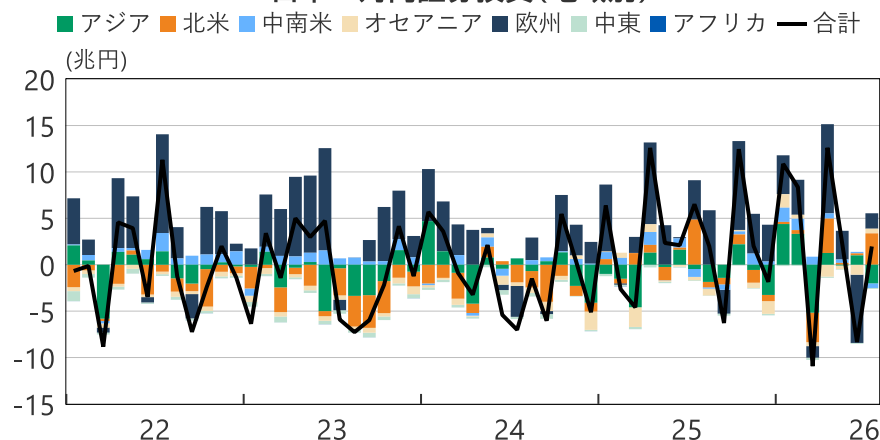
日本 対外証券投資(投資主体別)



日本 対内証券投資(種類別)



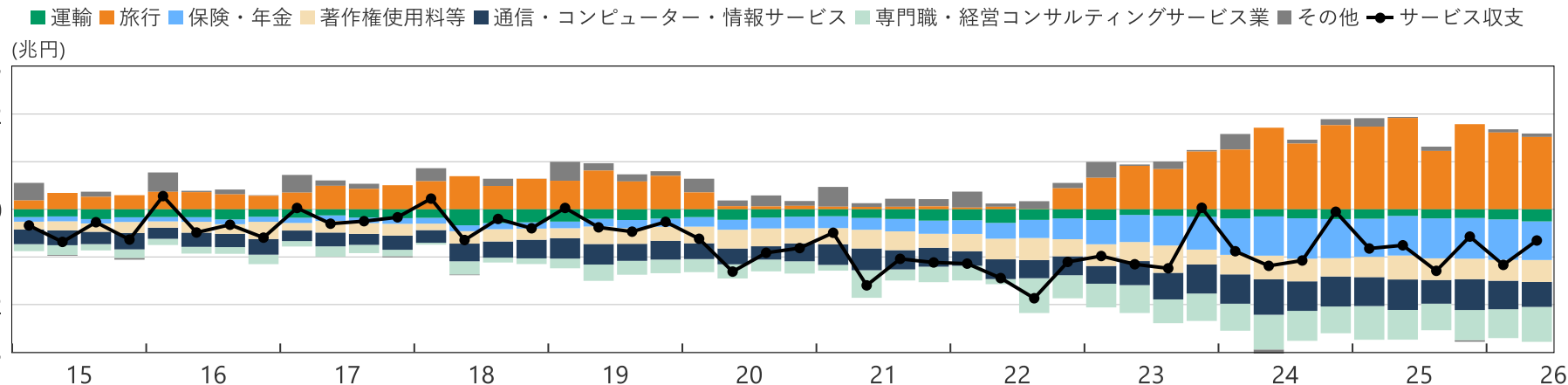
日本 対内証券投資(地域別)



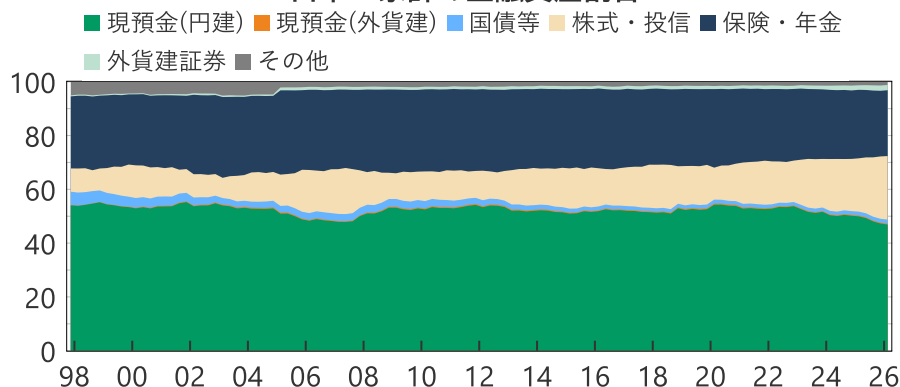
出所：Macrobond

- 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

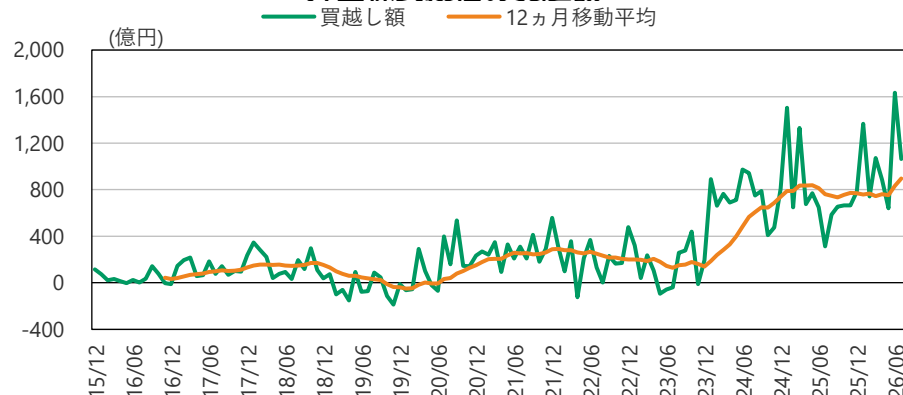
日本のサービス収支内訳



日本 家計の金融資産割合



外国株式投信の買越額

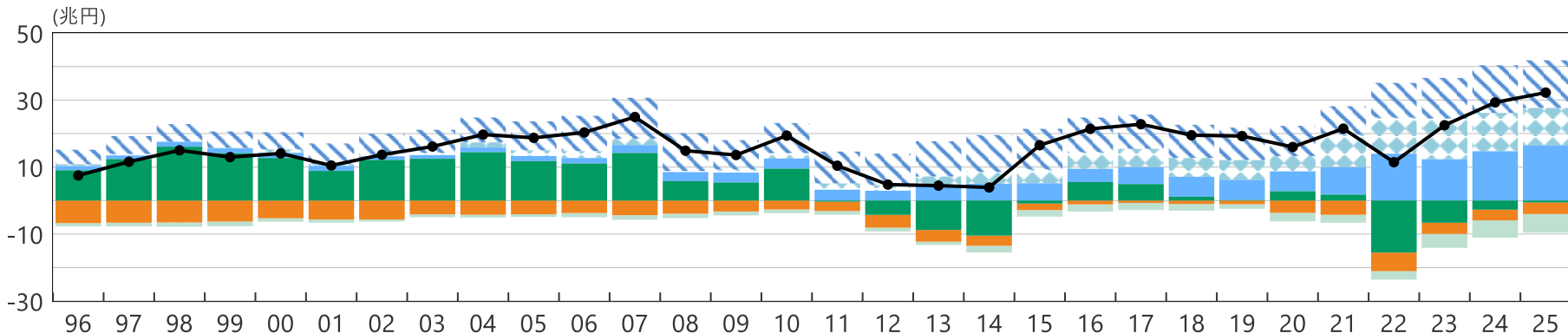


出所：Macrobond, 投資信託協会

- 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

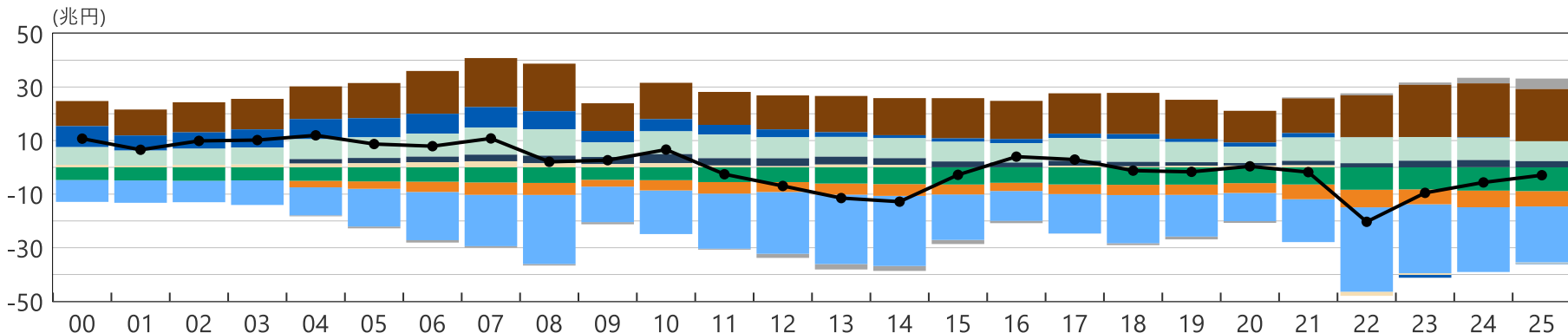
日本の経常収支内訳

■ 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

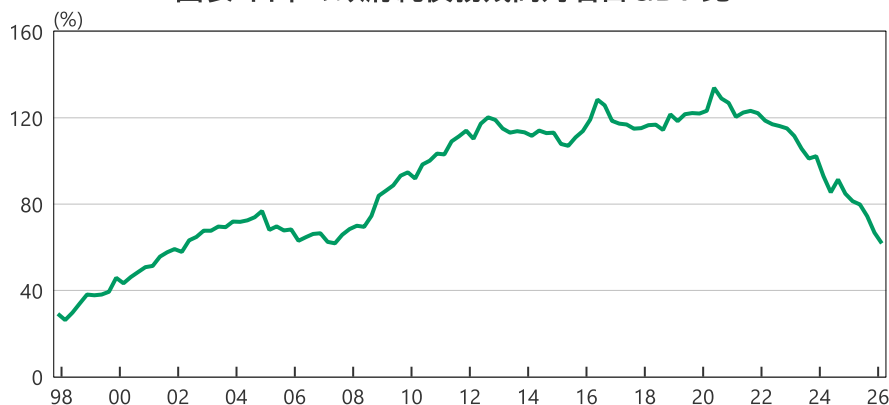
■ 食料品 ■ 原料品 ■ 鉱物性燃料 ■ 化学 ■ 製品 ■ 一般機械 ■ 電気機械 ■ 輸送用機器 ■ その他 ● 財収支



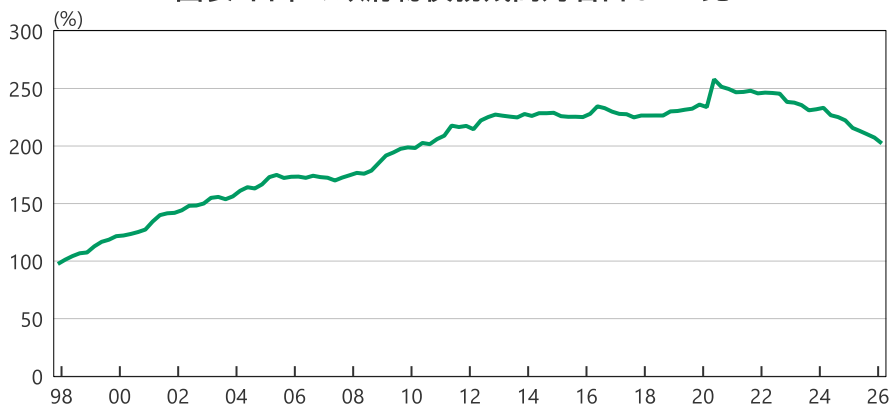
出所：Macrobond

- 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

図表：日本の政府純債務残高対名目GDP比

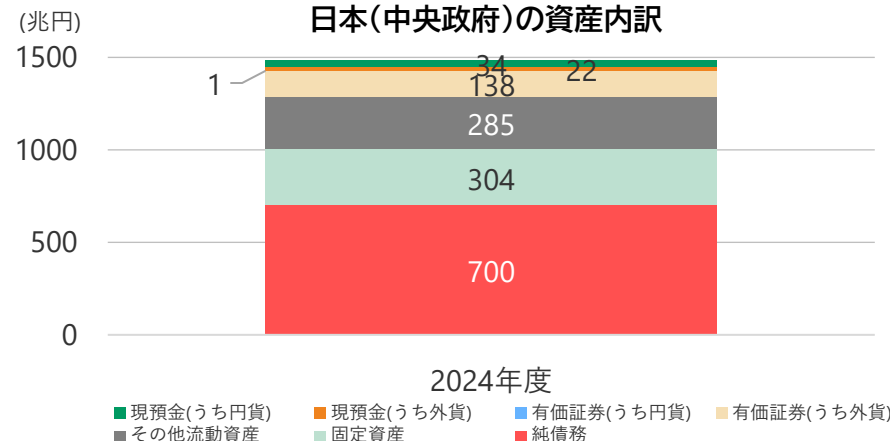


図表：日本の政府総債務残高対名目GDP比

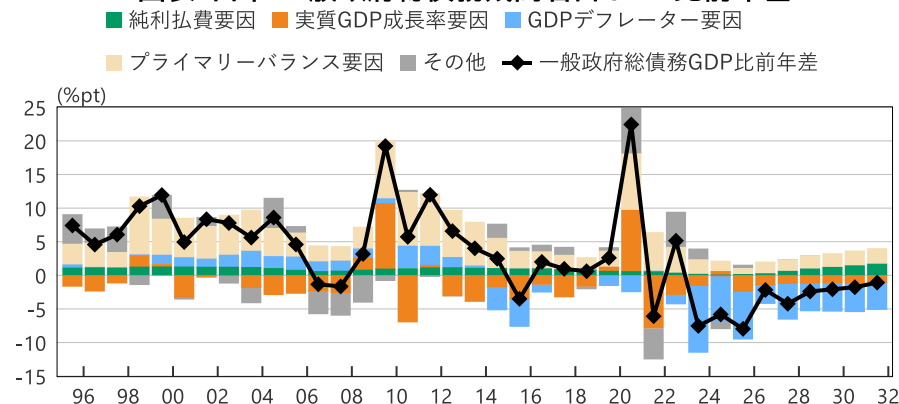


出所：Macrobond, 日本銀行, 財務省

日本(中央政府)の資産内訳



図表：日本 一般政府総債務残高名目GDP比前年差



- 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

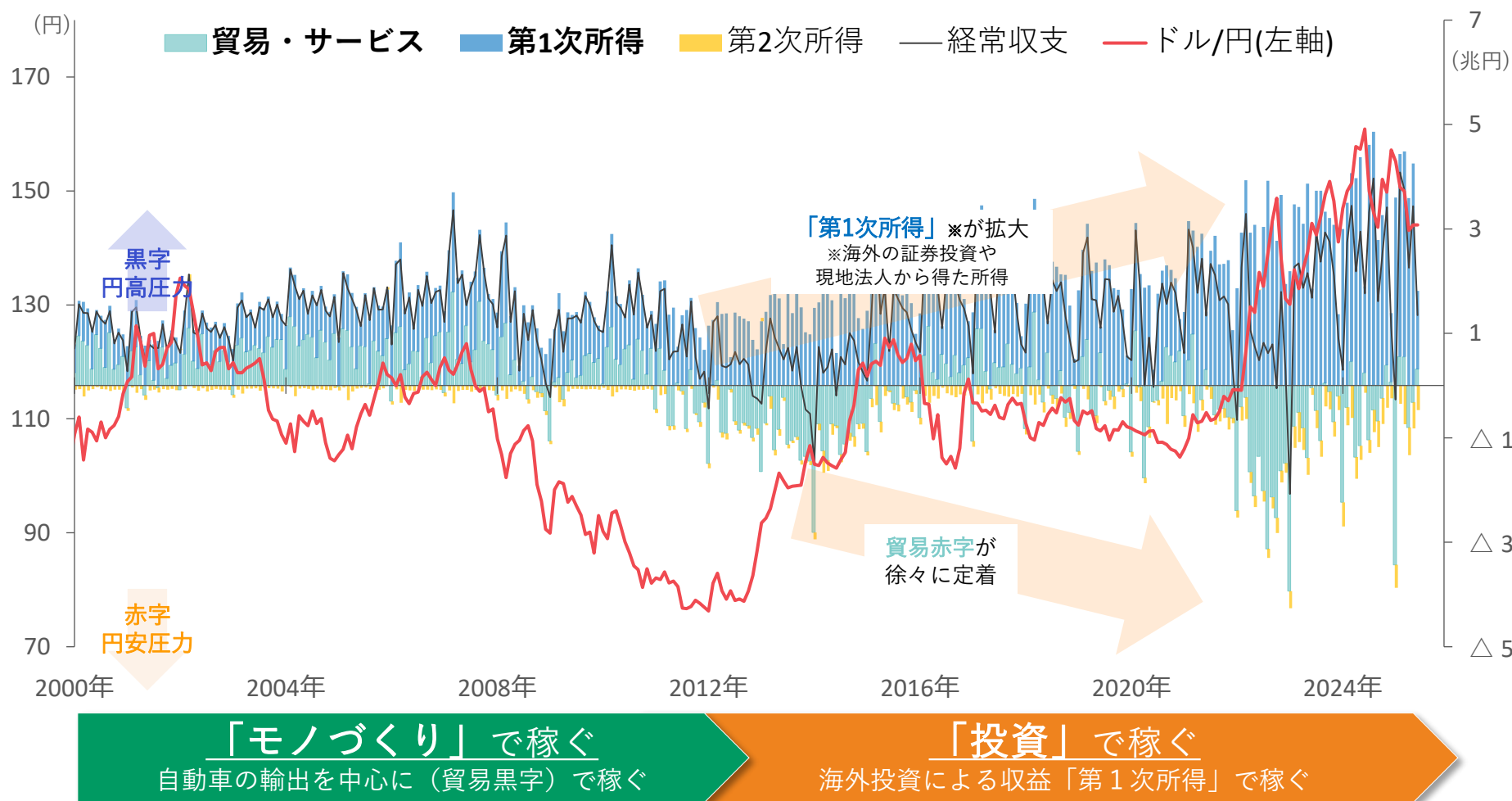
4. 弱まりつつある “有事の円買い”

【切り上がってきたドル/円のレンジ】



出所：Bloomberg

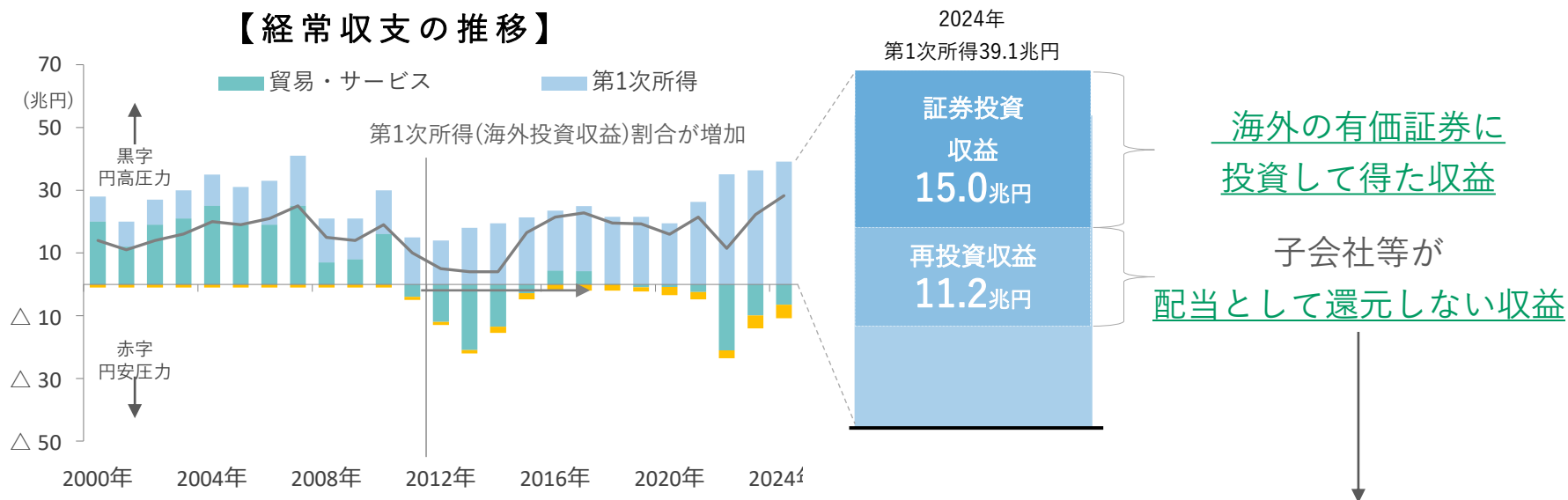
- 日本の経常収支は、自動車などの輸出による貿易黒字が中心だった。国内市場の縮小や人口減少を背景に、製造拠点の海外移転が進み、現在は証券投資や現地法人からの収益などの投資による稼ぎ方へと移行している



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

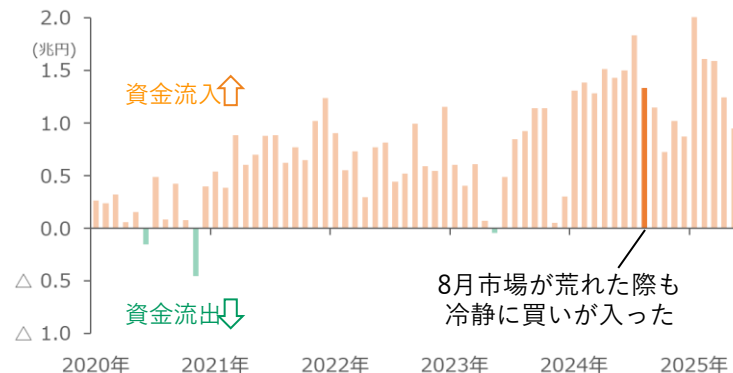
	2012年		2022年
第一次所得	14兆円	1.5倍	22兆円
現地法人の内部留保	28兆円	1.9倍	55兆円

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

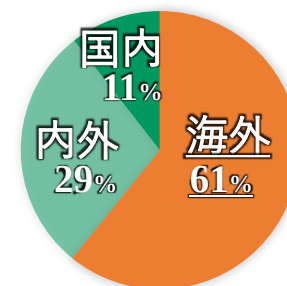
- 2024年から始まった新NISAを契機に個人マネーの「貯蓄から投資へ」が加速
- その資金の多くは海外資産へ流入していることから、円安圧力が生じている

【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

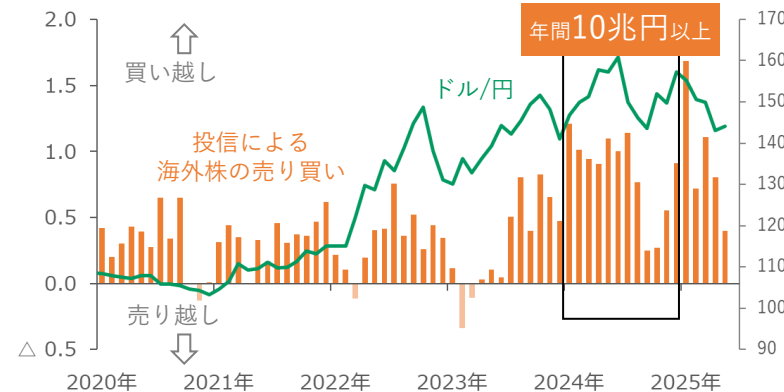
資産は
海外へ

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



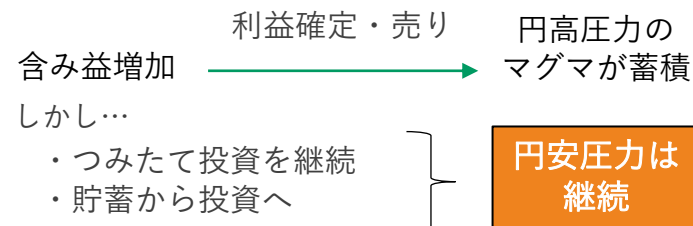
1日当たり過去最大の介入額：5.9兆円を超える水準
(2024/4当時は1日で5.6円の円高進行)

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】

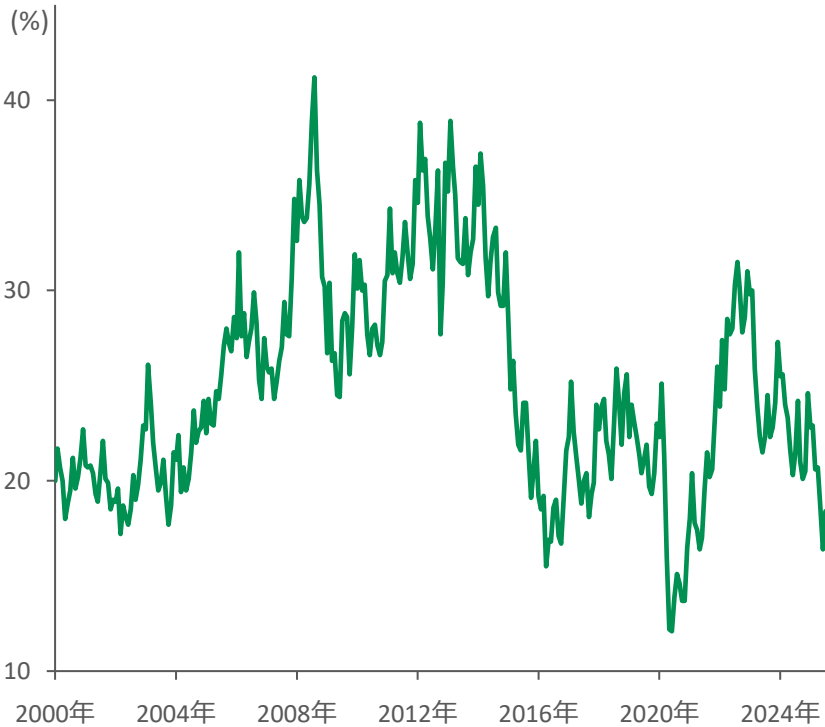
日本は資源の自給は限られており、ほとんどが輸入に頼っている状況が続く。

	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

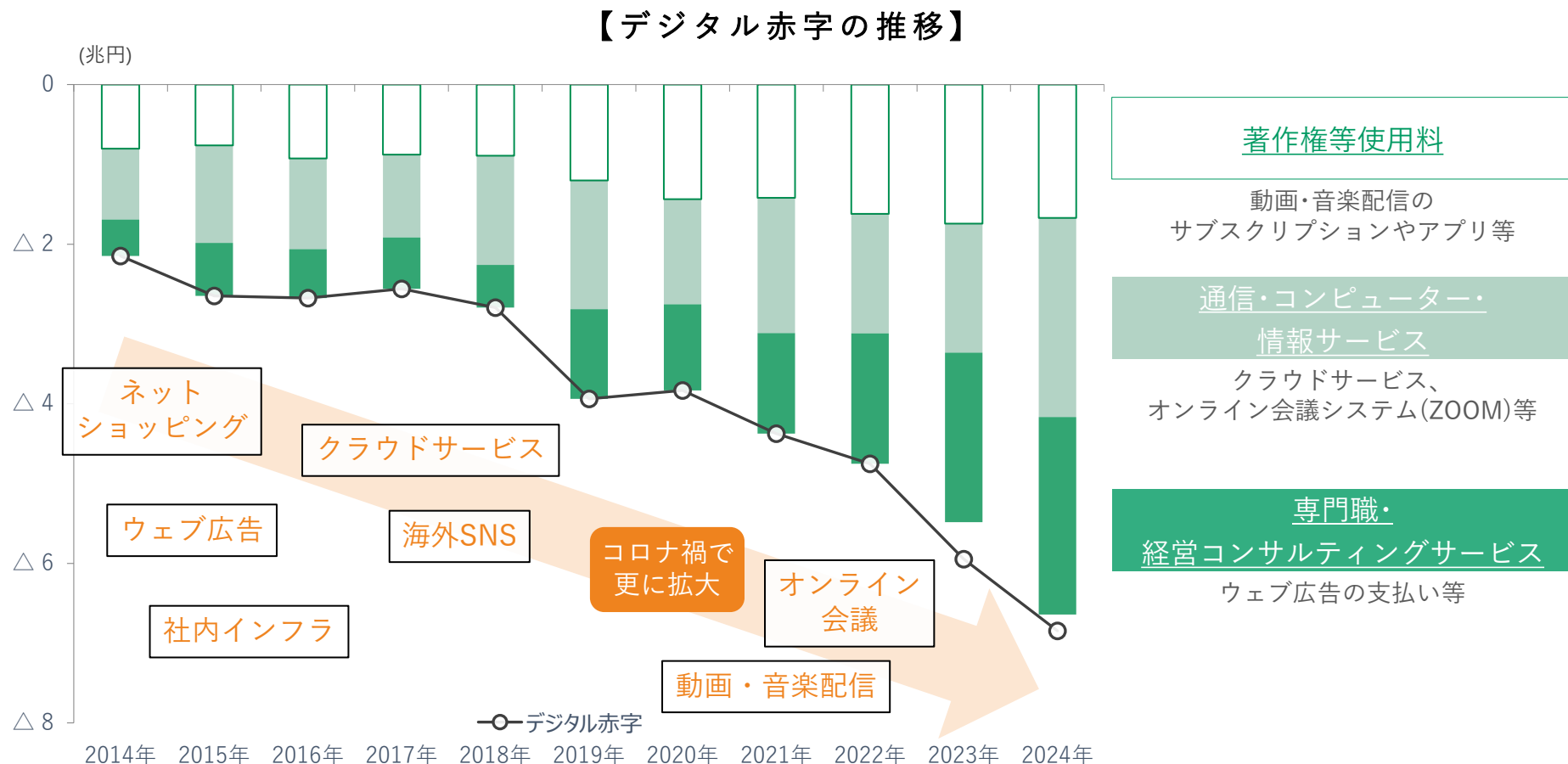
【輸入金額に占める鉱物性燃料の割合】

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

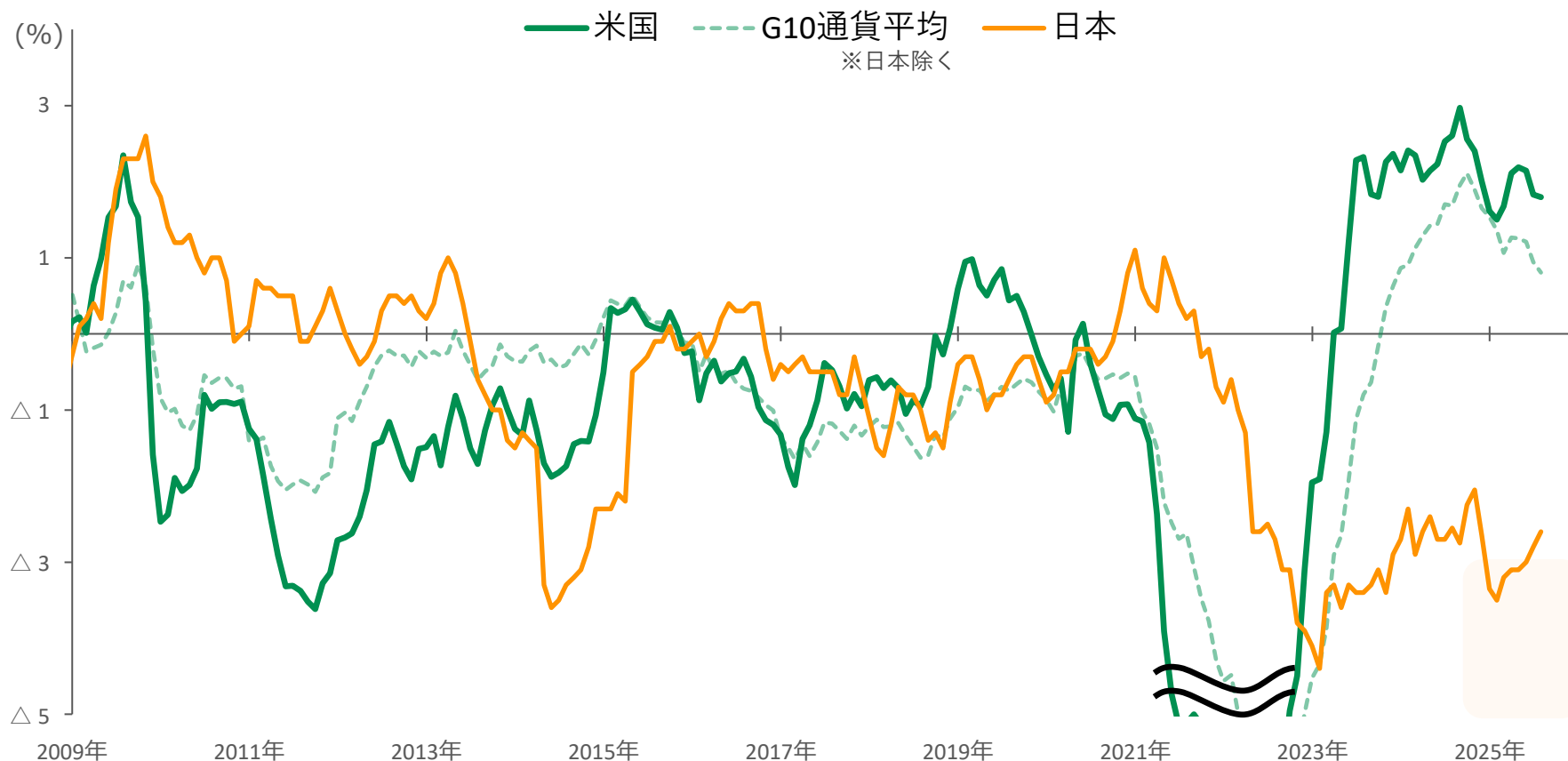
※日銀レビュー内の分類に基づく



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。

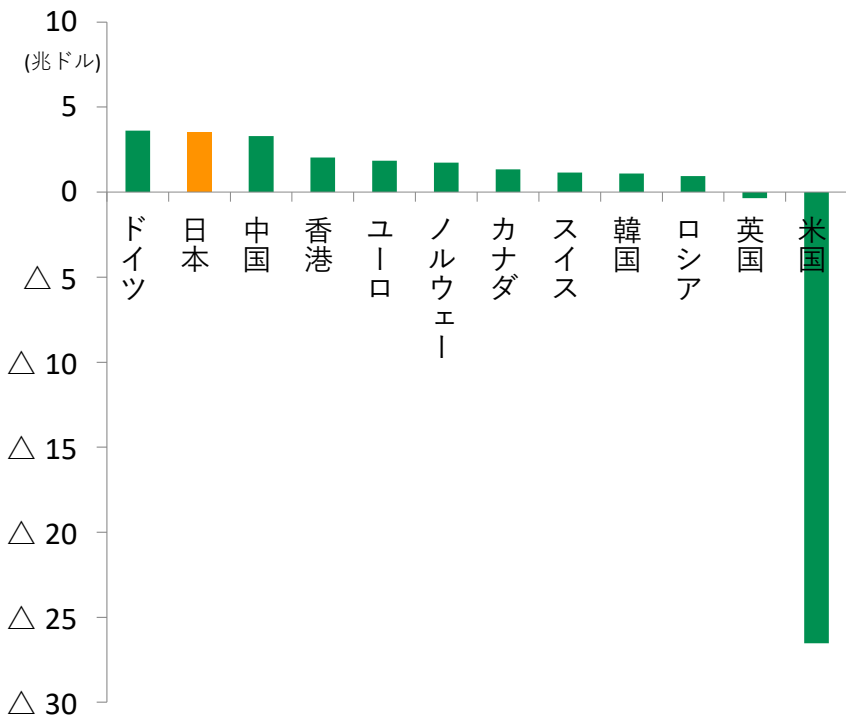
	潜在成長率
中国	3.87%
G20	2.93%
世界	2.82%
オーストラリア	2.44%
ニュージーランド	2.12%
米国	1.98%
英国	1.60%
カナダ	1.39%
スイス	1.18%
ユーロ圏	1.14%
日本	0.84%

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】

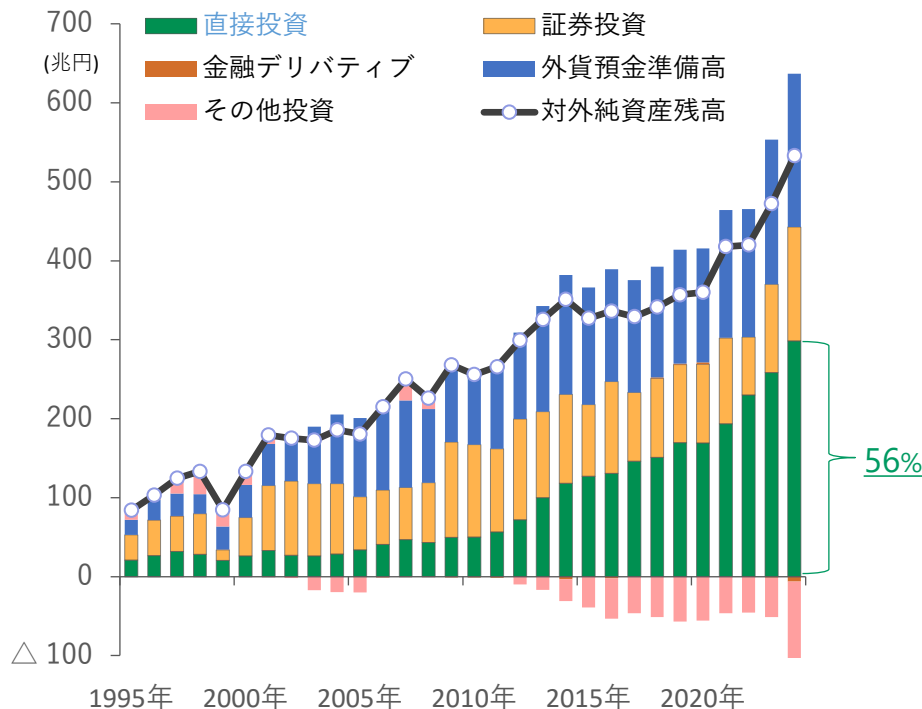
日本は世界有数の「対外純資産国」であり、有事には海外資産を円に戻すことができるとされていることが“有事の円買い”と言われてきた理由



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】

