

りそな為替動向マンスリー:2026年10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 大暉、荻谷 将吾
エコノミストチーム
渋谷 和樹

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
- ・日銀利上げ加速織り込み進むも、米金利の急上昇が意識され足元はやや円安水準に戻している
- ・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:足元は仏政治不安がリスクも、中期的には強含みを想定

- ・ユーロ円の足元は、仏2027年度予算案を発端とする政治不安が下押し要因となり軟調に推移
- ・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
- ・政治不安の深刻化、地政学リスク急上昇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：非ハイテク株の業況は回復初期局面にあり、金利高止まりの影響を慎重に判断する必要がある
- ・欧州：ECBの追加利上げ有無は天然ガス価格と二次波及の進行次第か

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	159.3	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 ～ 175	155 ～ 175	155 ～ 175	155 ～ 175
	ユーロ円	183.6	185.3	183.2	180.0	180.0	185.0	185.0	185.0	185.0	190.0	190.0	190.0
	想定レンジ	—	—	—	170 ～ 185	170 ～ 185	175 ～ 190	175 ～ 190	175 ～ 190	180 ～ 200	180 ～ 200	180 ～ 200	180 ～ 200
サブ1	ドル円	—	—	—	140.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0
	ユーロ円	—	—	—	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	170.0	170.0	170.0	170.0	175.0	175.0	175.0	175.0
	ユーロ円	—	—	—	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
10/1(木)	7-9月期日銀短観	9月ISM製造業景況指数	
10/2(金)	8月労働力調査	8月製造業受注	
		9月雇用統計	
10/5(月)		9月ISM非製造業景況指数	
10/6(火)	10年債入札	3年債入札	
		8月貿易収支	
10/7(水)	8月毎月勤労統計（速報）	10年債入札	
		FOMC議事要旨	
10/8(木)	30年債入札	30年債入札	
	9月景気ウォッチャー調査		
10/9(金)	8月家計調査		
10/12(月)	(スポーツの日)	(コロンブス記念日)	
10/13(火)	9月企業物価指数	9月中古住宅販売	
10/14(水)	5年債入札	9月CPI	(中) 9月CPI
		米地区連銀経済報告	
10/15(木)	8月機械受注	10月フィラデルフィア連銀製造業景気指数	
		9月PPI	
		9月小売売上高	
10/16(金)			
10/19(月)			(中) 7-9月期GDP
			(中) 9月生産・小売・投資
10/20(火)	20年債入札	9月住宅着工・許可件数	(独) 10月ZEW景気指数
10/21(水)	9月貿易統計	20年債入札	

	日本	米国	その他
10/22(木)			
10/23(金)	9月消費者物価指数		(欧) 10月PMI（速報値）
10/26(月)		2年債入札	(独) 10月IFO企業景況感指数
10/27(火)		10月消費者信頼感指数	
		5年債入札	
		9月新築住宅販売	
10/28(水)		FOMC（結果発表）	
10/29(木)	2年債入札	7-9月期GDP（速報値）	(欧) ECB定例理事会
		7年債入札	
		9月個人所得・消費支出	
10/30(金)	9月鉱工業生産		
	9月住宅着工件数		
	9月労働力調査		
	植田日銀総裁定例会見		
10/31(土)			(中) 10月PMI

- 米国では、イラン情勢に伴うインフレ圧力から、利上げへ転じており、年内の追加利上げ観測も高まっている。
- 日本では、企業の価格転嫁の定着に加え、エネルギー高や円安を受けて利上げペースが加速してきている。

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、利上げの継続をする見通し/日銀は国内の春闘やインフレを鑑みつつ、追加利上げを継続	米国は利上げ、欧州は利上げ 米国FRB内で今後の利上げ回数に関して意見相違/欧州はインフレ再燃をうけ利上げ継続								
		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	1/21-22 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～ 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。				11月中間選挙 選挙活動				
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	4月 統一地方選

出所：各種報道、Bloomberg

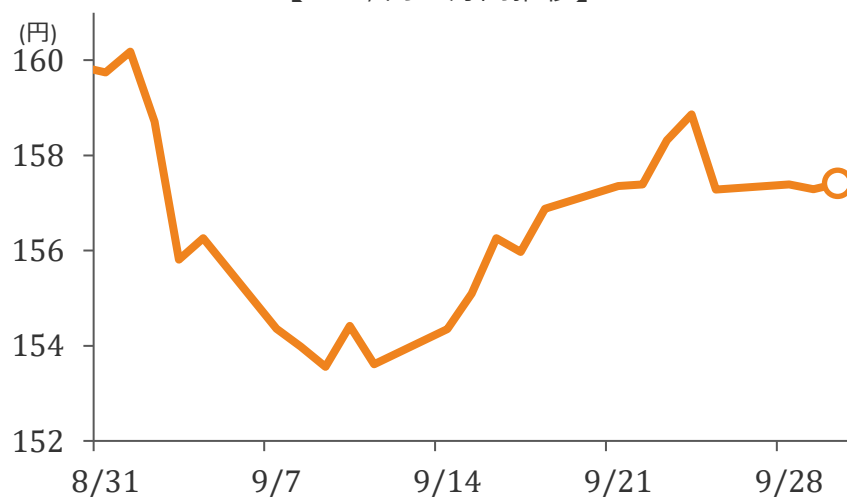
日米金融政策を巡り、円高後に円安

ドル/円

157.41円

前月比 △2.33円 (△1.46%)

【ドル/円の月間推移】



日銀の利上げ観測高まりで下落

連続利上げや大幅利上げへの懸念から、一時152円台まで円高が進行。その後はFOMCのタカ派化に加え、日銀会合への過度なタカ派懸念が後退し、円買いの巻き戻しから下げ幅を縮小。

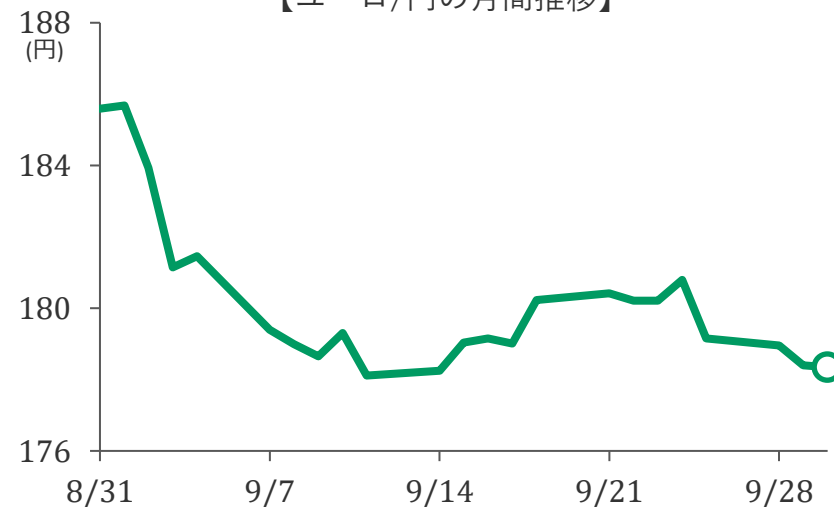
出所: Bloomberg、りそなホールディングス

ユーロ/円

178.35円

前月比 △7.24円 (△3.90%)

【ユーロ/円の月間推移】

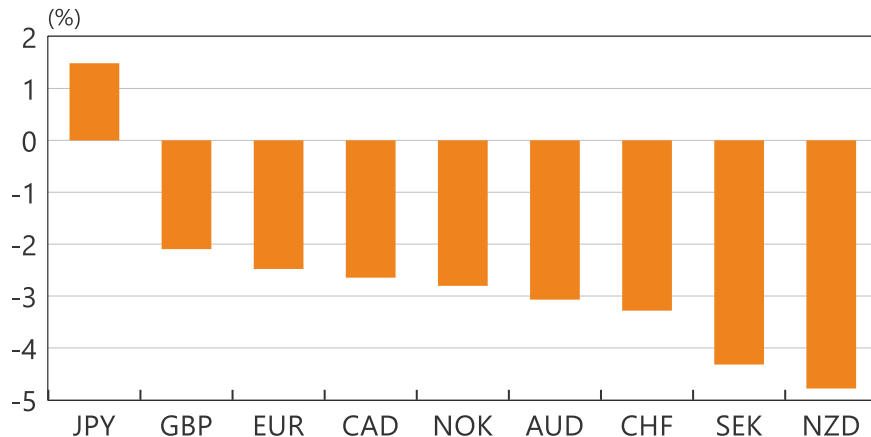


円・ドル高に加え、仏財政懸念で軟調

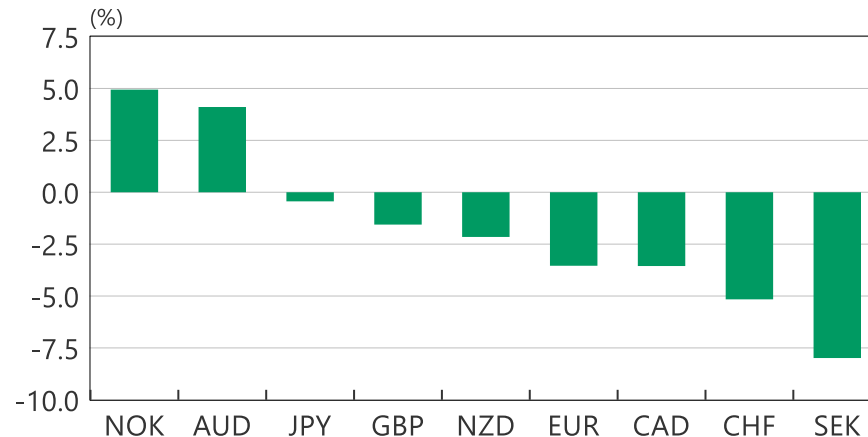
日銀の利上げ観測による円買いやFOMCのタカ派化によるドル買いに加え、仏財政懸念を背景にユーロ売りが進み、軟調に推移。

- 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
- 9月は、利上げ観測の高まったJPYやUSDが強含んで推移した一方、NZDは月を通じて軟調となった

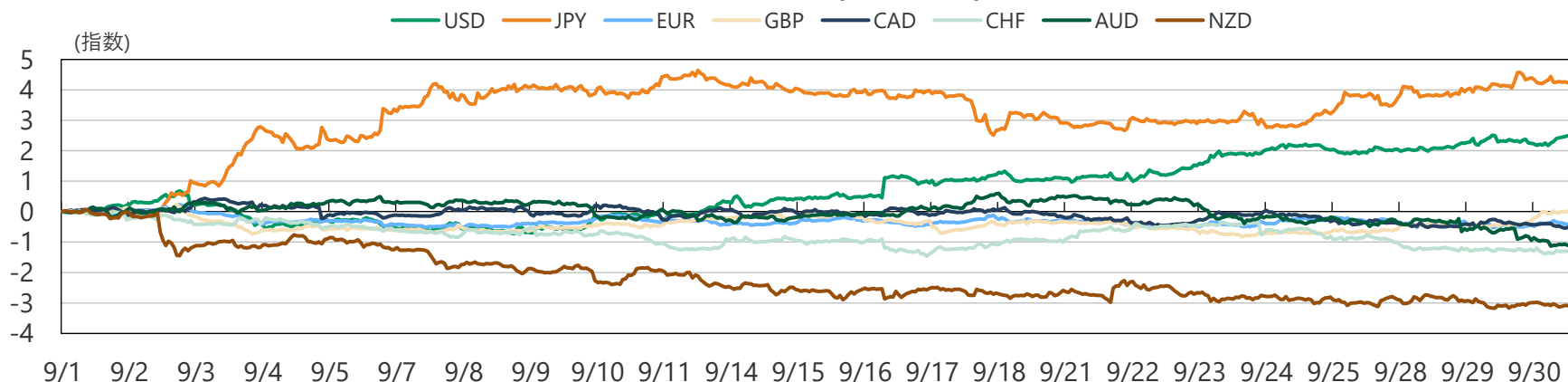
主要通貨 対USD騰落率(8月末比)



主要通貨 対USD騰落率(年初来)



通貨強弱チャート(2026年9月)

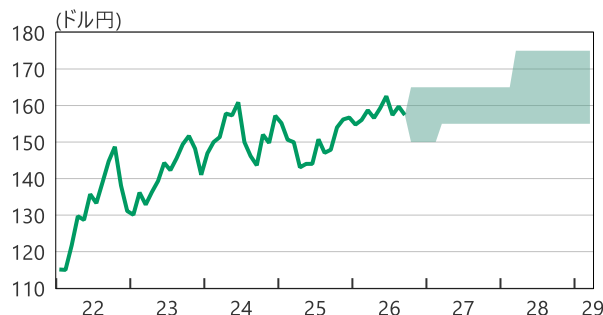


出所: Bloomberg, Macrobond

- 7月末の日米当局による協調介入以降、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、足元ではネットでロングとなっている。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年頃までは一時的に円高に振れる局面も想定され、一方向に円安が進行する展開にはなりにくいとする
- 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

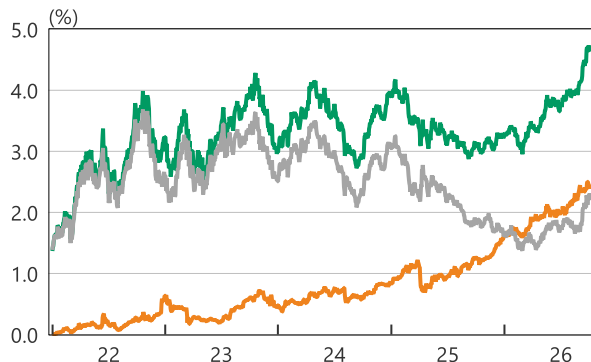


■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
10/14	米CPIの上振れ	円安
—	日米当局による為替介入の実施	円高
10/28	米FRBによる利上げの決定	円安
—	米国とイランの戦闘の長期化	円安
10/30	日銀が連続利上げ	円高

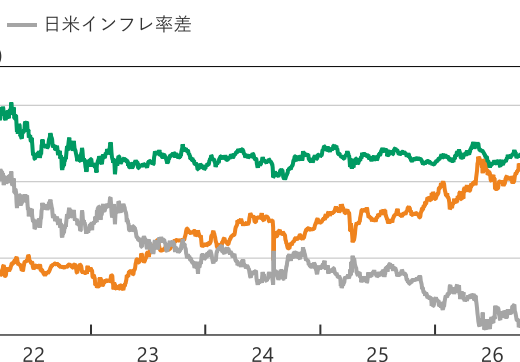
図表:市場の織り込む日米ターミナル金利

— 日2年先-1ヵ月金利 — 米2年先-1ヵ月金利 — 日米金利差



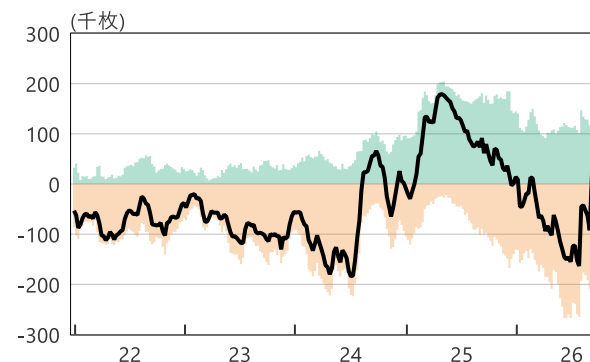
図表:市場の織り込む日米のインフレ率

— 日10年期期待インフレ率 — 米10年期期待インフレ率



図表:投機筋の円ポジション

■ Long ■ Short — Net

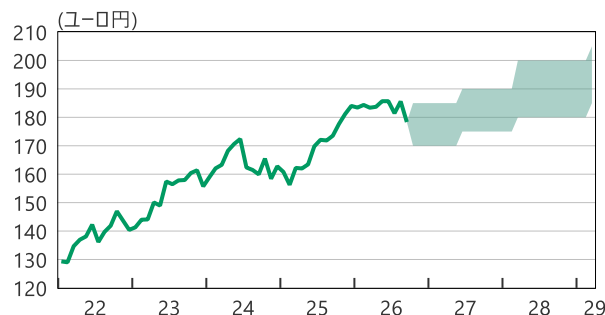


出所: Bloomberg, リそなホールディングス

- 先月末のフランスの政治混乱を発端とする金利高局面でユーロも売りが進行し、ユーロ円は170円台に下落
- 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になることが見込まれ、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。また、来年の仏大統領選までは政治の混乱が意識されやすく、ユーロ下押し要因となろう。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

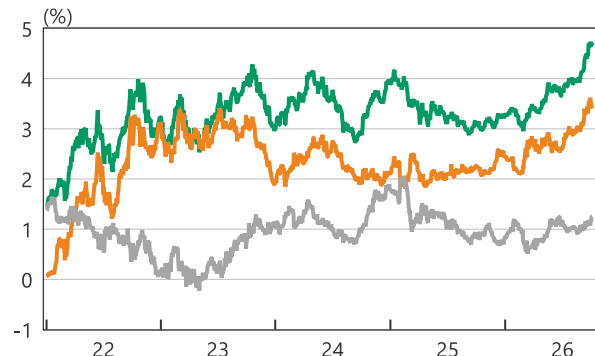


■ 今後のリスク・注目材料

日付	内容	方向性
11/4	ユーロ圏CPIの上振れ	ユーロ高
—	米国とイランの戦闘の長期化	ユーロ安
—	予算案を巡り紛糾し、内閣不信任案が可決	ユーロ安
10/29	ECBが利上げの継続を示唆	ユーロ高
10/30	日銀が連続利上げ	ユーロ安

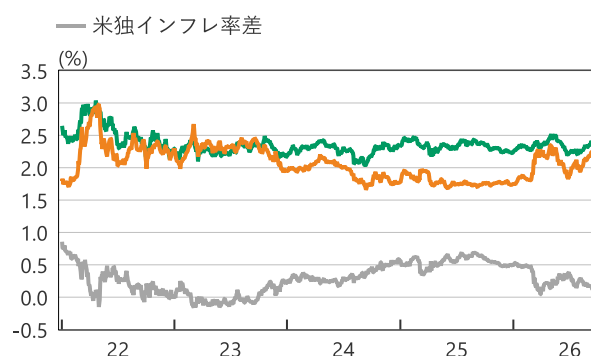
図表: 市場の織り込む米欧ターミナル金利

— 米2年先1か月金利 — 欧2年先1か月金利 — 米欧金利差



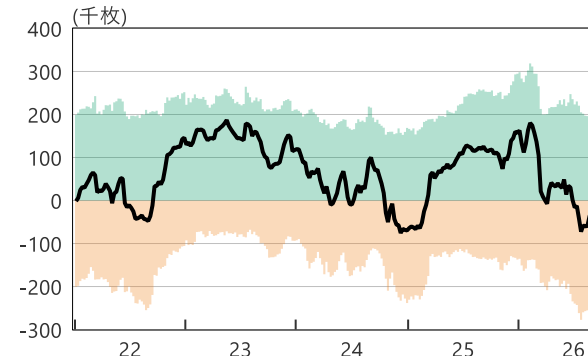
図表: 市場の織り込む米欧のインフレ率

— 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

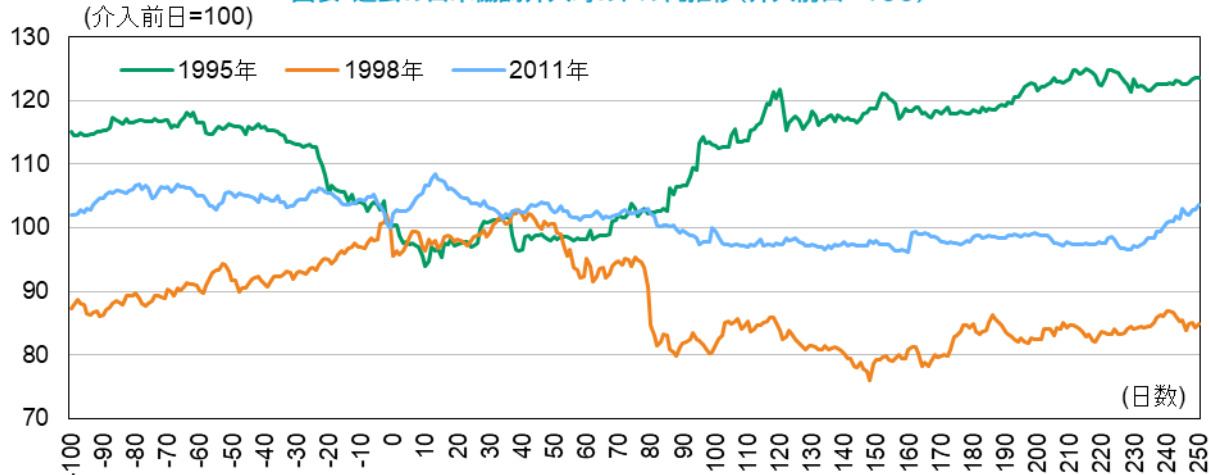


出所: Bloomberg, リそなホールディングス

ホットトピックス

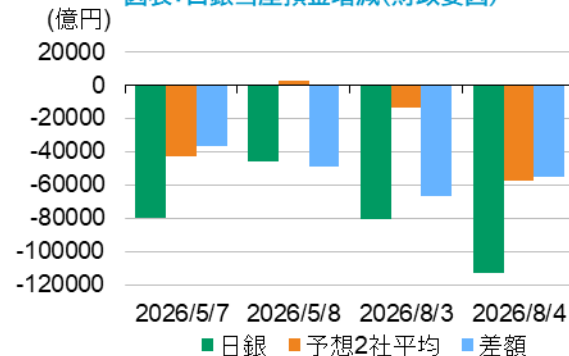
- 7月30～31日にかけて、日米通貨当局は円買い協調介入を実施。日本側の介入額は、日銀の資金需給見通しからは2日間で10兆円を上回る規模と推測され、今年4月30～5月6日にかけての日本当局による為替介入と同程度の規模あるいはそれを上回る規模だったとみられる
- 介入後は1週間物ATMインプライド・ボラティリティが上昇、1週間物25デルタ・リスクリバーサルはマイナス幅が拡大など、短期的な円高リスクが急速に織り込まれた。一方、1年物ボラティリティはほぼ横ばいにとどまるなど、市場は短期的な介入効果を強く織り込む一方、中長期的な円安構造の転換までは想定していない様子
- 米国が協調介入に応じた背景に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

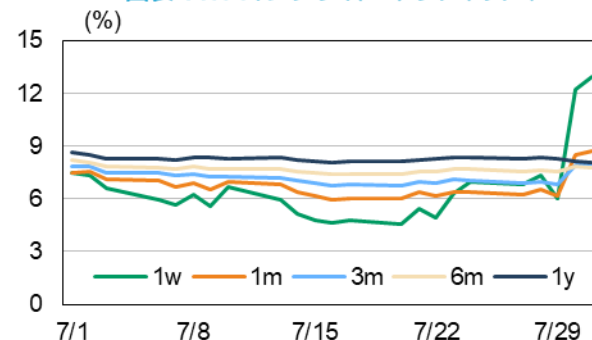


出所: 日本銀行, セントラル短資, 上田八木短資, Bloomberg

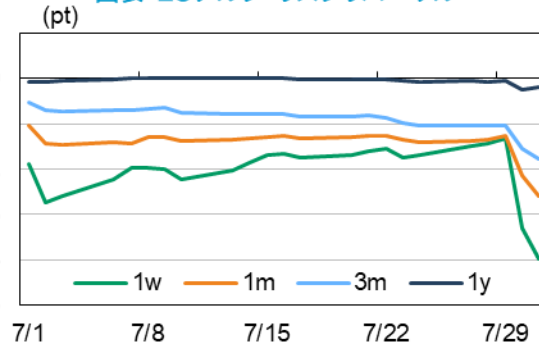
図表:日銀当座預金増減(財政要因)



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

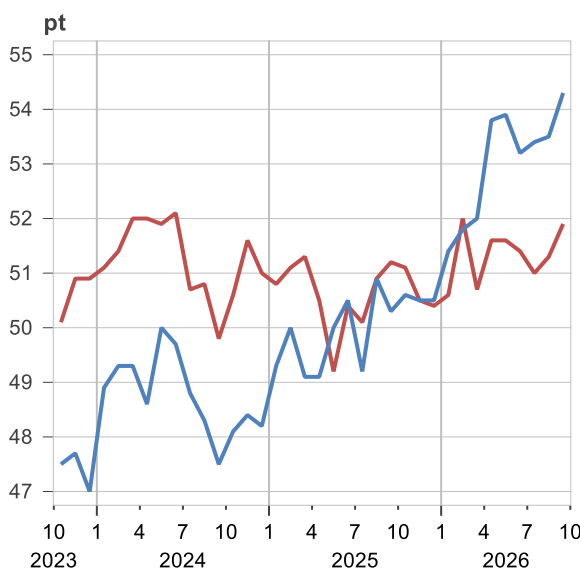
- 短期の循環を示す製造業PMIは、中東情勢の悪化にもかかわらず、先進国では改善基調の一方、新興国は停滞。主要先進国についてみると、日本、米国、EUの改善が著しい。中国は水準自体はEUよりも高いが、改善幅は相対的に低位に留まっている
- 中長期の循環を示す工作機械受注(設備投資の代理変数)は、主要先進国ではいずれも改善基調。内需は底打ちの兆しがみえる他、米国と中国はヒストリカルハイを更新中である。欧州は、やや足踏みしている様子だが、中期では改善基調を維持しているとみられる

■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鍵
- **欧州:** 足元、製造業の生産見通しの改善基調が継続。中期的にも防衛産業が牽引し、堅調な推移を見込む

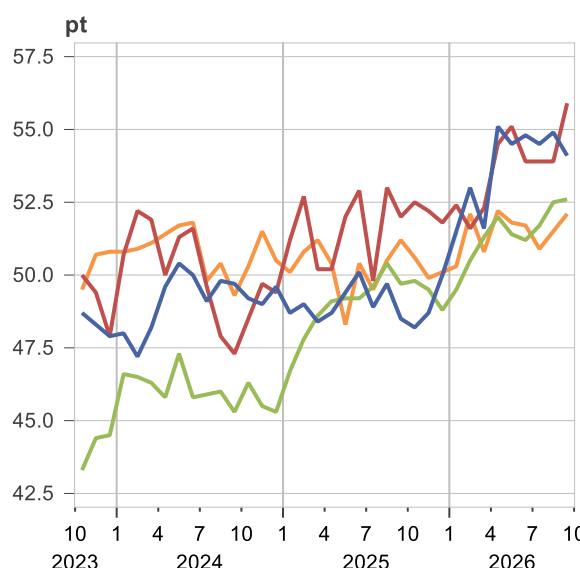
図表：製造業PMI

— 先進国 — 新興国



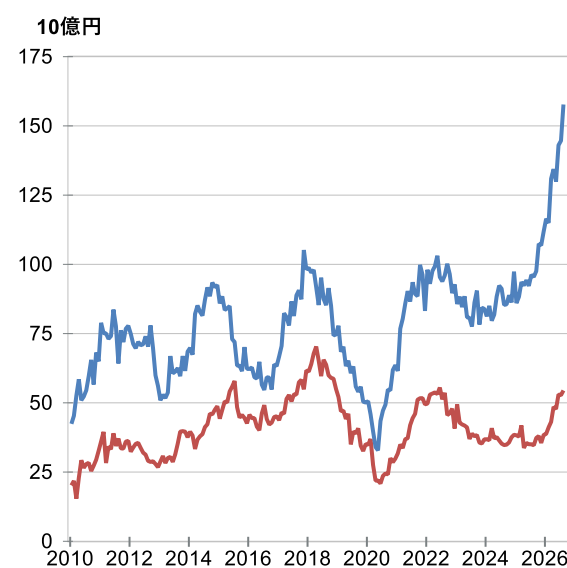
図表：製造業PMI

— 日本 — 米国 — EU — 中国



図表：工作機械受注

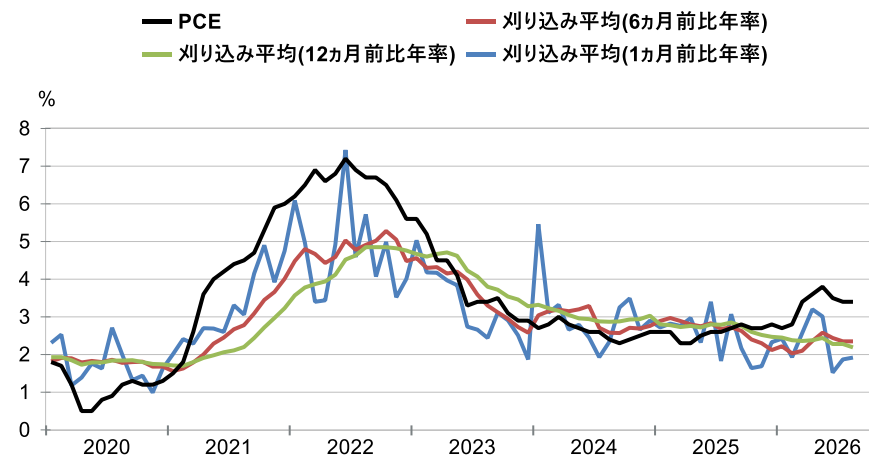
— 外需 — 内需



出所：マクロポンド、内閣府、リそなホールディングス

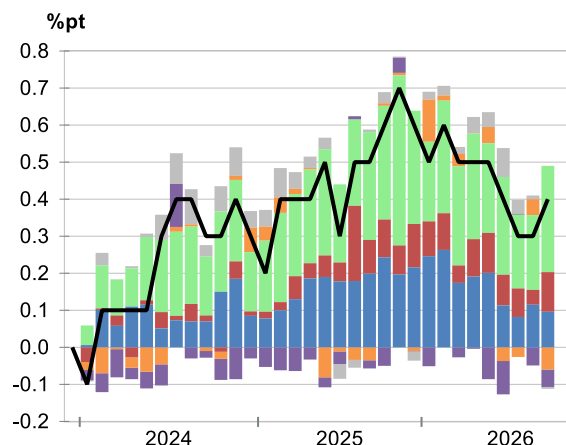
- インフレ率は、2%目標に対しては高止まりしているが、90年代と比べると、上昇している品目は相対的には一部に限られる
- 失業率は恒久的失業率も低く、労働市場は底堅さを覗かせる一方で、足元は参入要因による上昇が過半を占めており、格差が広がっている様子も窺える
- また、26年以降景気が回復基調の中、労働時間が伸びており、企業は既存労働者で需要の拡大に対応しようとしており、採用に積極的でない様子も窺える
- こうした中、平均時給が一貫して低下傾向であることは、ウクライナ戦争当時の様にディマンドプルインフレに繋がりにくいことを示唆
- 賃金上昇率が低迷する中、自発的離職率も高まっておらず、労働者の交渉力が低下している様子も窺える
- 足元のインフレは一時的なもので、再加速の兆候は見受けられない

図表：PCEインフレ率



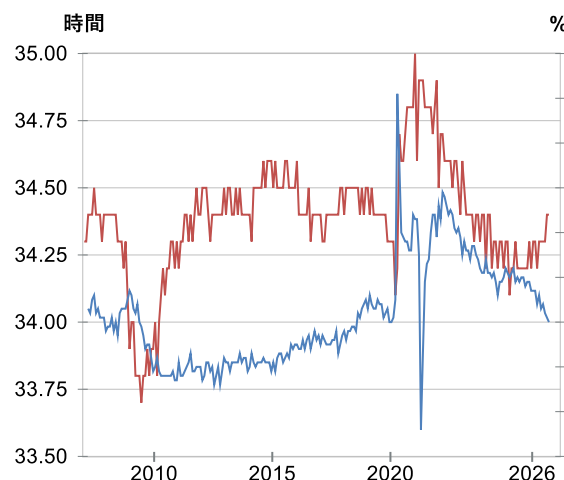
図表：失業率上昇要因分解(23年末対比)

■ 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)



図表：自発的離職率

— 自発的離職率



出所：マクロボンド、リそなホールディングス

- 2026年に入ってから米金利動向を考察すると、3点の特徴が見受けられる;①イールドカーブ全体の水準が上がっていること、②長短金利差が拡大していること、③中長期年限でタームプレミアムが上昇していること
- これまでと違うのは、①短期金利が緩やかな低下基調から反転したこと、②そうした中でイールドカーブのフラット化や逆イールドが発生せず順イールドを保っていることの2点
- 短期金利がFRBの利上げ織り込みで上昇している一方、中長期金利は財政リスク等を織り込んだタームプレミアムも上昇に寄与しているためとみられる
- 短期と中長期で金利の上昇理由が異なるため、利上げが後ろ倒しとなっても、中長期金利は短期金利程には低下せず、高止まりするリスクがある

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

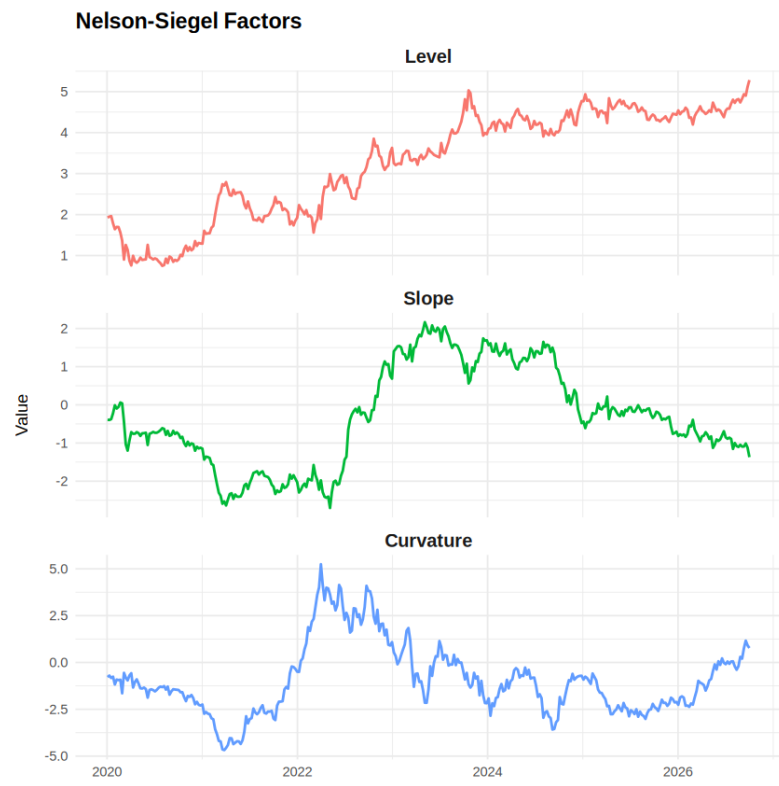
シナリオ	Level (水準)	Slope (傾き)	Curvature (曲度)
1. Base Case	5.009	0.365	-1.682
2. Inflation Surge	6.730	-0.529	-5.602
3. Hard Landing	2.364	0.859	0.082

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

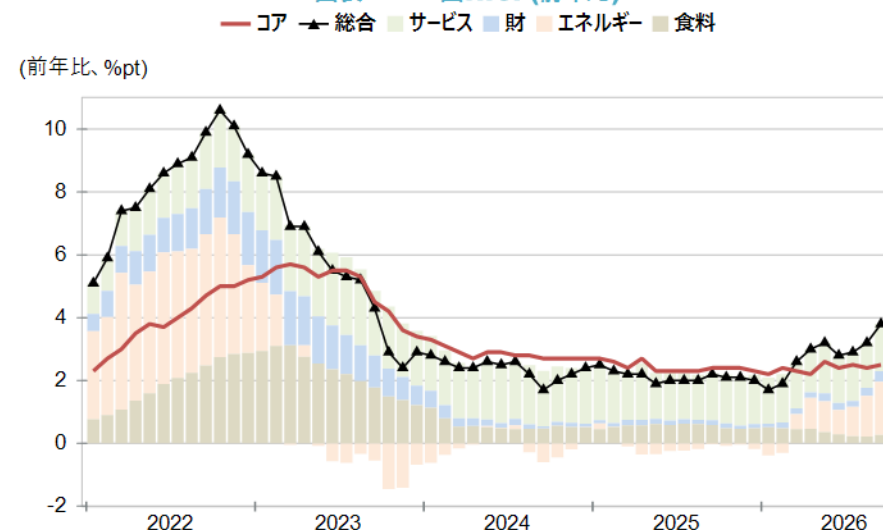
図表:米10年金利のシミュレーション

		政策期待(2年先1ヵ月)							
		3.60%	3.80%	4.00%	4.20%	4.40%	4.60%	4.80%	5.00%
インフレ期待	2.00%	4.25%	4.42%	4.60%	4.77%	4.94%	5.11%	5.29%	5.46%
	2.10%	4.32%	4.49%	4.66%	4.84%	5.01%	5.18%	5.36%	5.53%
	2.20%	4.39%	4.56%	4.73%	4.90%	5.08%	5.25%	5.42%	5.60%
	2.30%	4.45%	4.63%	4.80%	4.97%	5.14%	5.32%	5.49%	5.66%
	2.40%	4.52%	4.69%	4.87%	5.04%	5.21%	5.38%	5.56%	5.73%
	2.50%	4.59%	4.76%	4.93%	5.11%	5.28%	5.45%	5.62%	5.80%
	2.60%	4.66%	4.83%	5.00%	5.17%	5.35%	5.52%	5.69%	5.86%



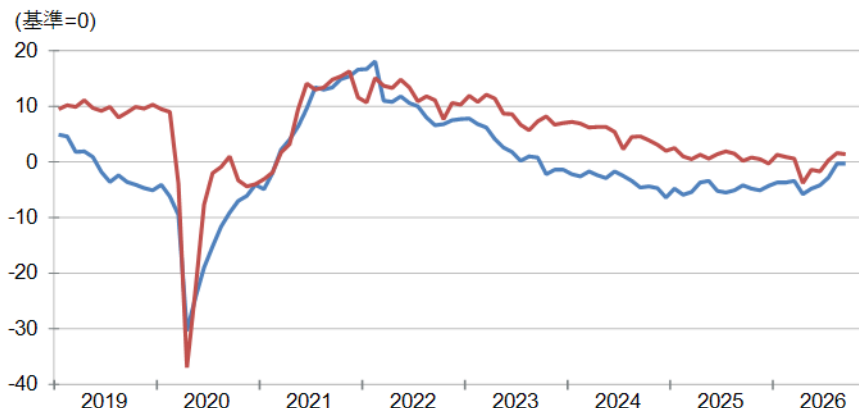
- ユーロ圏のインフレ率は、エネルギー高を主因に上昇している。ただし、総合HICPの前年比が大きく加速する一方で、サービスやコア物価の動きは相対的に落ち着いており、ECBが警戒する幅広い物価・賃金への二次波及は、足元ではなお限定的とみられる。現時点では、エネルギーによる直接的な押し上げと、それ以外の物価動向には温度差がある
- 欧州委員会の販売価格見通しは、製造業で再び上昇しているものの、過去の高インフレ局面のような高まりには至っていない。サービス業の値上げ意向も落ち着いており、企業の価格転嫁が業種横断的に急加速している状況ではない。エネルギー高の影響を受けやすい業種には足元で上昇圧力が再び強まっているとみられるが、経済全体で値上げが連鎖し、インフレが持続的に加速する兆候は、今のところ強くない
- もっとも、原材料価格の上昇が販売価格や賃金に反映されるまでには時間差がある。天然ガス価格の高止まりが続けば、企業による追加的な価格転嫁や、購買力の回復を求める賃上げ圧力が強まる可能性がある。足元の二次波及は弱い状況だが、今後は天然ガスをはじめとするエネルギー高の持続性と、賃金・サービス価格が再加速する兆候の有無を確認する必要がある

図表：ユーロ圏HICP(前年比)



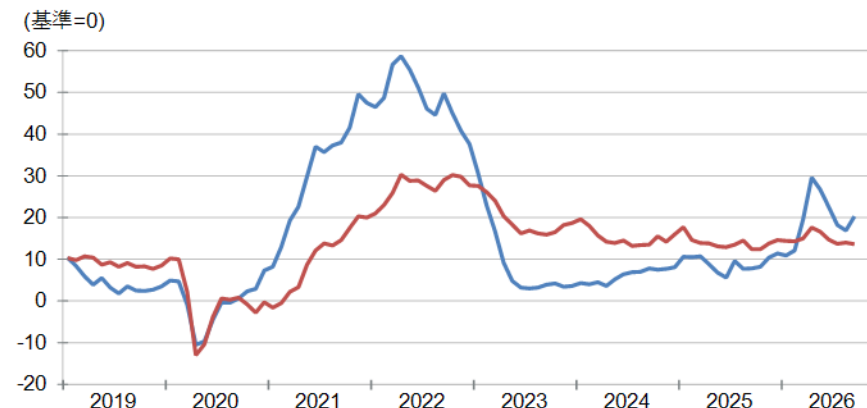
図表：ユーロ圏 雇用見通し

— サービス業 — 製造業



図表：ユーロ圏 販売価格見通し

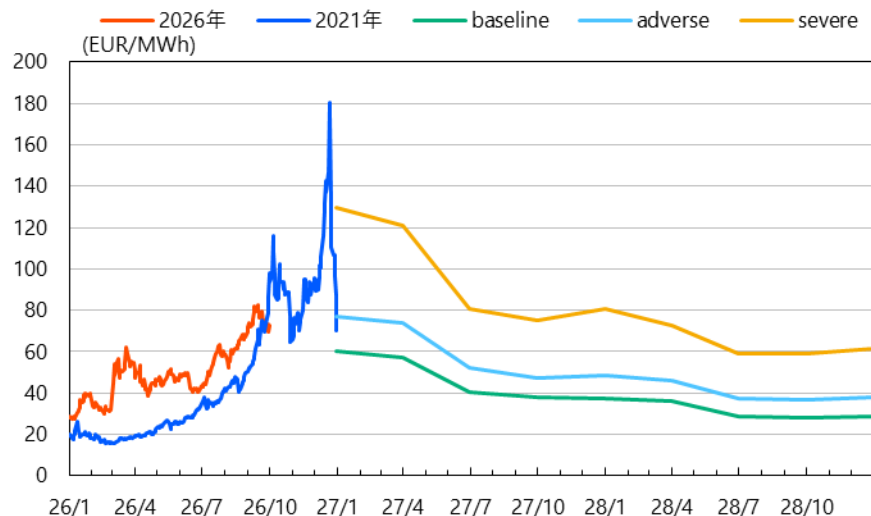
— サービス業 — 製造業



出所：Bloomberg, Macrobond

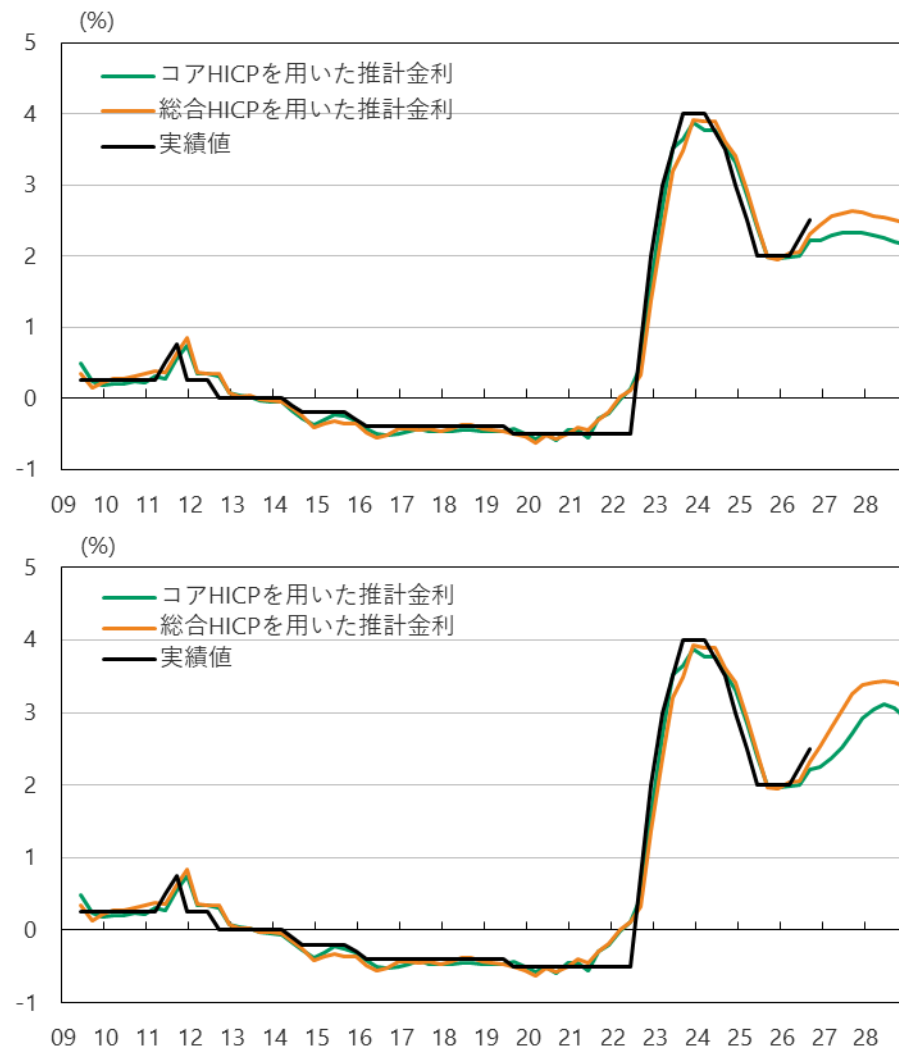
- ECBの経済・物価シナリオを慣性テイラールールに当てはめた試算では、悪化(adverse)シナリオなら追加利上げは0~1回程度にとどまる一方、深刻化(severe)シナリオでは3~4回程度が示唆される(1回25bp)。エネルギー高が一時的な物価上昇にとどまるか、賃金・非エネルギー価格への波及を伴って長期化するかによって、必要な金融引き締めの規模は大きく異なる。
- 実際の金融政策対応は、物価上振れだけでなく、エネルギー高による実質所得の減少や企業収益の圧迫、それに伴う景気の下振れリスクにもよるが、この試算をもとにすれば、足元の市場の追加利上げ織り込みは、エネルギー高騰・長期化のリスクを一部反映していると解釈できる。
- 今後の焦点は、天然ガス価格の水準と高値が続く期間である。米中間選挙後も中東情勢が沈静化せず、冬場のガス価格が高止まりする場合は12月の追加利上げの蓋然性が高まろう。これまでのECBの発信を鑑みれば、二次波及が実際に明確になる前でも、先行きの物価見通しの悪化は利上げの根拠となり得る。一方、エネルギー価格が低下し、賃金や価格への波及も抑制されれば、追加利上げの必要性は限られる。

図表：天然ガス価格と見通し



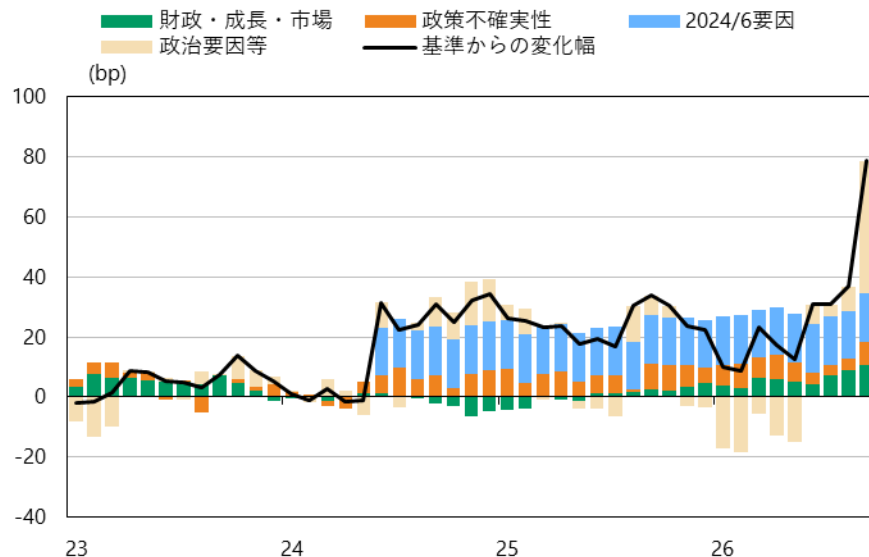
出所：Bloomberg, Macrobond, ECB, eurostat, AMECO, リそなホールディングス

慣性テイラー・ルールによる政策金利推計(上:adverse, 下:severe)



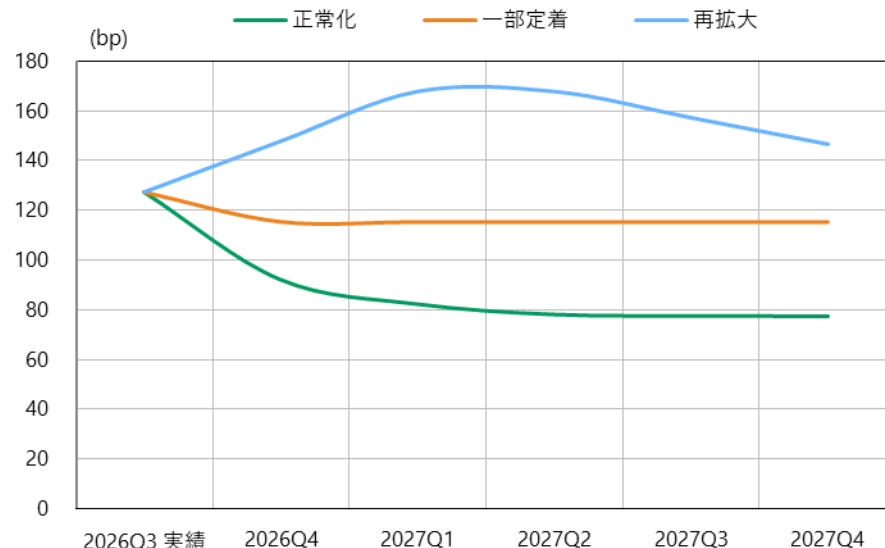
- 欧州の先行き短期金利と米10年金利を用いた推計を踏まえれば、ECBの追加利上げが多くてもあと1回程度にとどまり、米長期金利も一段と上昇しなければ、独10年金利は足元がピーク圏とみる。利上げ終着点の見極めが進むにつれ、横ばいから緩やかな低下へ向かう展開を想定する。ただし、エネルギー価格の一層の高騰を受けた利上げ長期化には注意が必要
- 独仏スプレッド(10年債利回り)は、2024年1~5月平均からの拡大約80bpのうち、財政・成長・市場要因が約10bpにとどまり、政策不確実性や2024年6月の議会総選挙を受けた水準変化、政治要因等の寄与が大きい。特に直近の急拡大はその多くが政治要因等であり、2027年度予算案を巡る不透明感が大きな要因となっていよう
- 試算では、2027年の独仏スプレッドは上乗せ解消なら80bp前後、一部定着なら115bp前後、再拡大なら年前半に170bp程度となる。予算審議や大統領選を巡る不透明感が強まれば、スプレッド拡大が独金利低下を相殺し、仏10年金利が高止まりするリスクがある。仏金利の持続的低下には、利上げ停止に加え、政治・財政への信認回復が重要となろう

図表：独仏スプレッド 変化幅の要因分解



出所：Bloomberg, eurostat, European EPU

図表：独仏スプレッド 条件付き四半期末水準見通し



図表：独10年金利推定値

		米10年金利							
		4.80	4.90	5.00	5.10	5.20	5.30	5.40	5.50
欧2年先1か月金利	3.90	3.52	3.55	3.58	3.62	3.65	3.69	3.72	3.76
	3.65	3.40	3.43	3.46	3.50	3.53	3.57	3.60	3.64
	3.40	3.28	3.31	3.34	3.38	3.41	3.45	3.48	3.52
	3.15	3.16	3.19	3.22	3.26	3.29	3.33	3.36	3.40
	2.90	3.04	3.07	3.10	3.14	3.17	3.21	3.24	3.28
	2.65	2.92	2.95	2.99	3.02	3.05	3.09	3.12	3.16

■概況と短期見通し(今後1ヵ月程度)

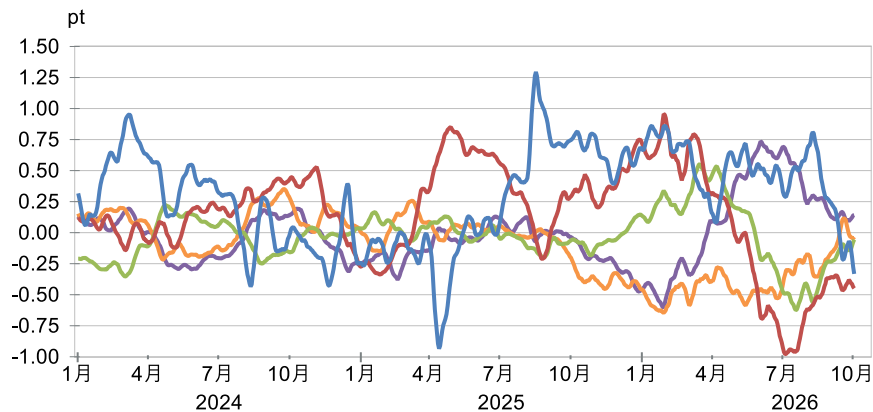
- 主要国で金利の上昇が著しく、上値の重い展開が続いた。実質金利経由の上昇であるため、短期的には、割引率上昇効果が意識されやすいが、中長期では、永続成長率の改善が織り込まれ、上昇基調へ回帰しよう
- 中期的には金利低下を見込むが、短期的には高い金利を明確に上回る成長率を示すハイテク株に物色が集まり、二極化相場となろう

■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

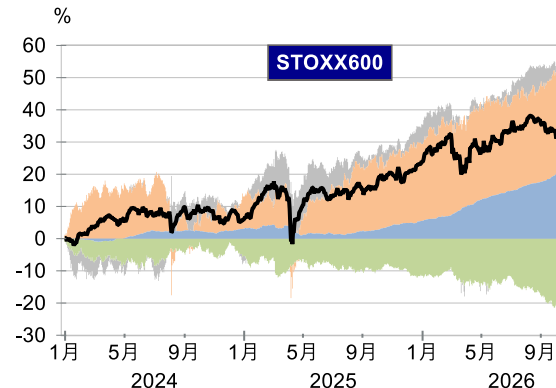
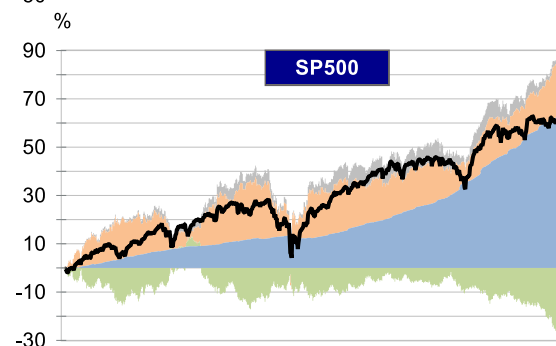
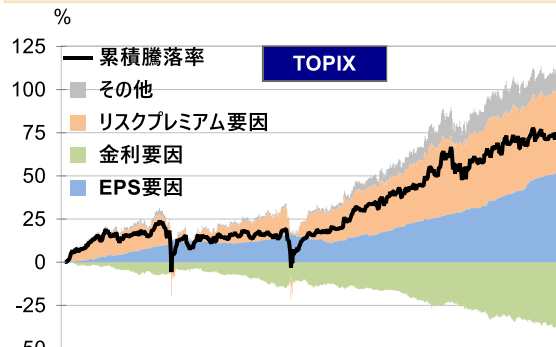
マーケット環境指数

— 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)

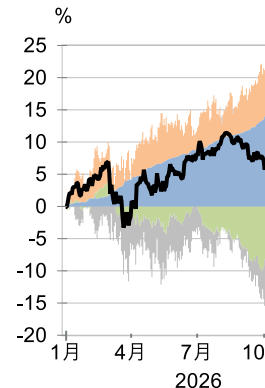
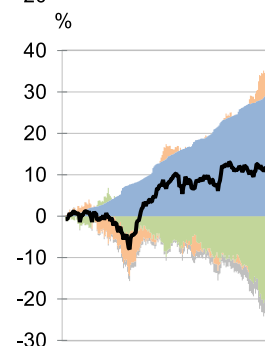
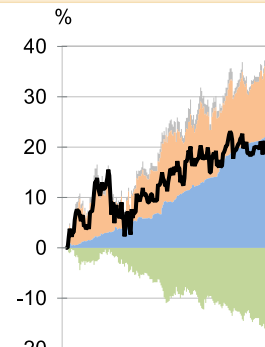


注: 株式・債券・コモディティ・通貨・センチメント指数等のリターンや変化幅に主成分分析を実行
変数名(主成分の解釈)はりそなホールディングス
出所: マクロボンド、ブルームバーグ、りそなホールディングス

日米欧主要指数のパフォーマンス分解

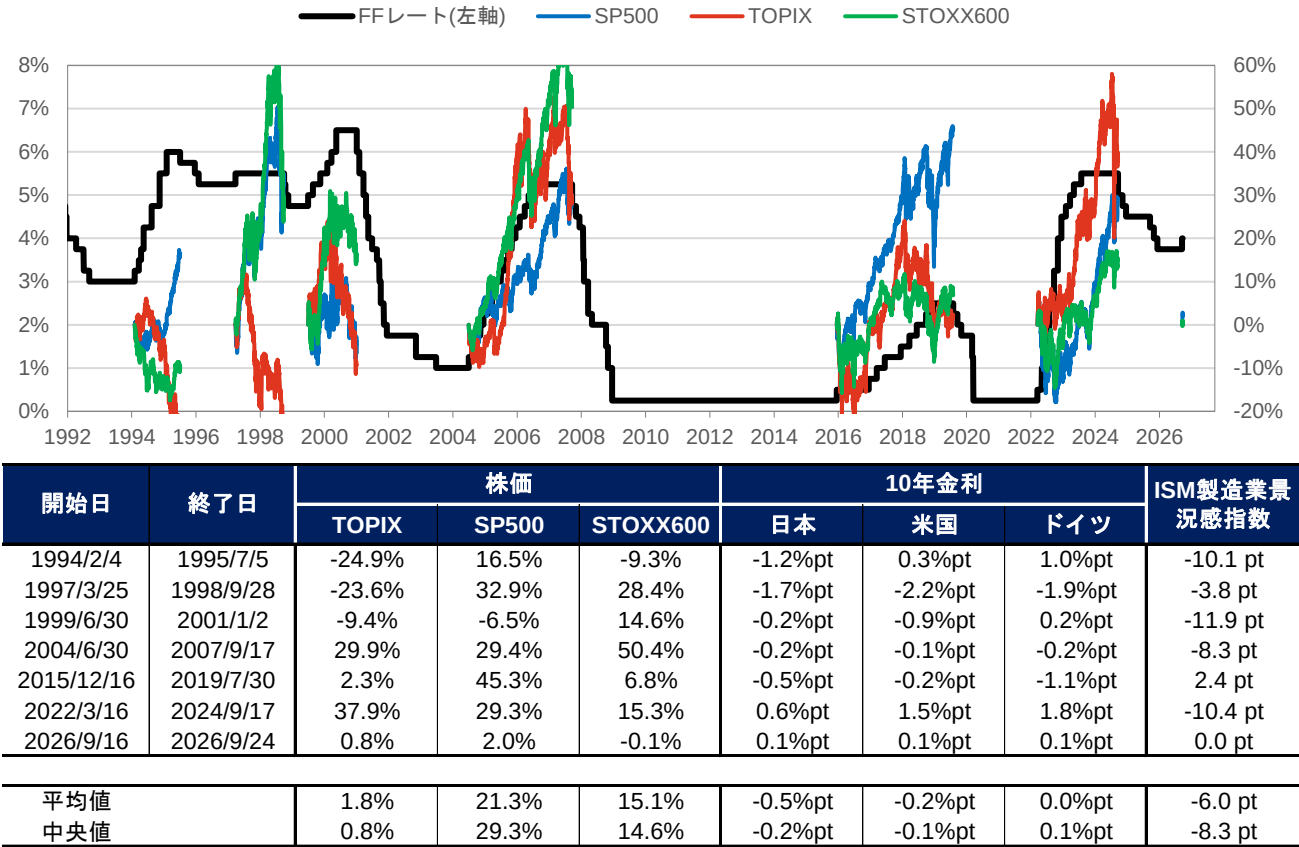


25年末基準



- 過去30年程度の利上げ局面では、そのほとんどで株価が上昇傾向を示している。TOPIXは1990年～2000年初頭にかけてパフォーマンスが低調だが、これは日本のバブル崩壊の影響が大きいであろう
- 10年金利は、いずれの国でもほとんど変化がない。利上げ開始前に一定の利上げを織り込むことや、最終的に利上げによって景気が減速し、将来利下げに転じることを考慮すると、中期的な水準は、トータルではほとんど変化しないとみられる
- もっとも、各局面で金利水準そのものは大きく異なる点は注意。ただし、裏を返せば、金利の水準が株価に与えている影響も軽微であるとみることもできる（重要なのはその時々の中立金利対比で高いか低いかな）

図表：FFレートと株価等のパフォーマンス



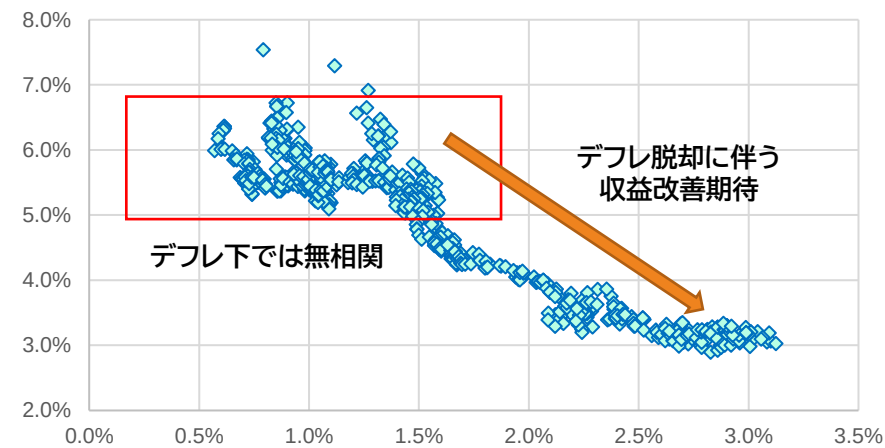
出所：Bloomberg、リそなホールディングス

- バリュエーションを左右するのは、金利(－)、リスクプレミアム(+)、中長期利益成長率(+)の3つ(残余利益モデルより)
- 欧米中銀の利上げはインフレの抑制が理由である。従って、利上げに伴って相応に期待インフレ率も上がるはずであるため、金利上昇によるネガティブ効果とリスクプレミアム改善に伴うポジティブ効果はオフセットされる
- 中長期利益成長率は、 $(1 - \text{配当性向}) \times \text{ROE}$ で決まるため、結局ROEが改善していけばバリュエーションは改善していくことが可能
- EPSは、年率10%～15%の成長が可能であるとみている。近年は旺盛な自社株買いがあり、これがEPSを押し上げる効果が3%～5%程度あるため、経常利益ベースでは5%～10%程度の成長であり、過度に楽観的な見通しではない
- EPSが10%成長、PER16.5倍、NT倍率16.5倍とすると、来年にかけての日経平均株価は、76,000円程度が妥当値と推計される
- 前頁の定性分析によれば、(利上げ期間やその時々地政学情勢等様々な要因によるが)、平均して利上げ局面の間に10%～20%の上昇が見込める

図表：TOPIXのROEとPER



図表：期待インフレ率(X軸)とリスクプレミアム(Y軸)



NT倍率：16.5倍

NT倍率：16.5倍			予想PER(TOPIX)						
			15.0倍	15.5倍	16.0倍	現状	16.5倍	17.0倍	17.5倍
						16.3倍			
予想EPS (TOPIX)	10.0%	279.5	69,200	71,500	73,800	75,000	76,100	78,400	80,700
	7.0%	271.9	67,300	69,500	71,800	73,000	74,000	76,300	78,500
	5.0%	266.8	66,000	68,200	70,400	71,600	72,600	74,800	77,000
	3.0%	261.7	64,800	66,900	69,100	70,200	71,200	73,400	75,600
	1.0%	256.6	63,500	65,600	67,700	68,900	69,900	72,000	74,100
	現状	254.1	62,900	65,000	67,100	68,200	69,200	71,300	73,400
	-1.0%	251.5	62,300	64,300	66,400	67,500	68,500	70,600	72,600
	-3.0%	246.5	61,000	63,000	65,100	66,100	67,100	69,100	71,200

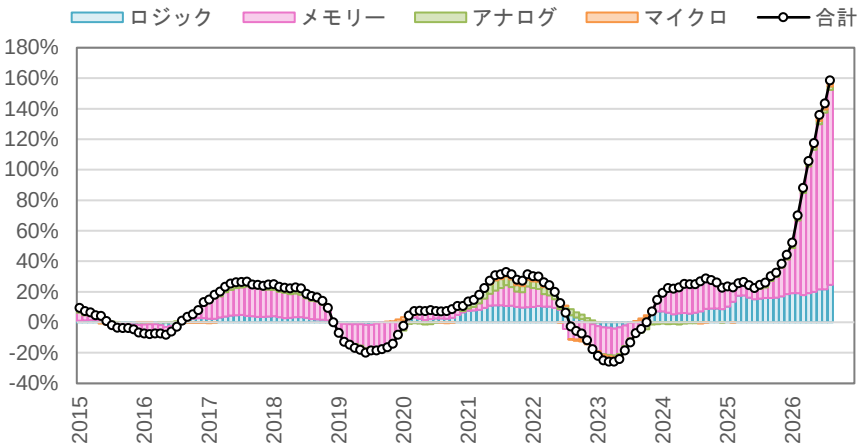
出所：Bloomberg、リそなホールディングス

◎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。

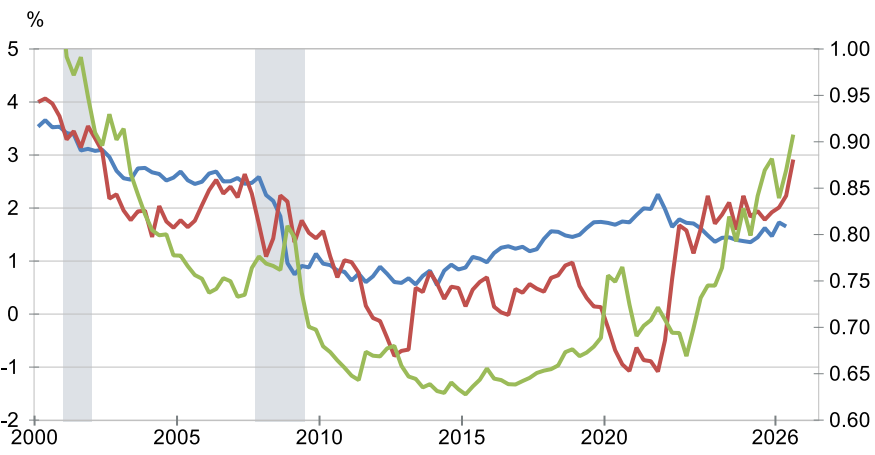
- 米金利の上昇は著しく、明確に実質金利が自然利子率を上回っている。株式市場は底堅いが、テックが牽引しているだけで非ハイテク株の業況はまちまち
- 実質金利とSPX/SPW比率は概ね連動傾向。金利を上回るリターンを得られるのは、一部のテック企業に限られており、実質金利が上昇するほど株式市場のテック集中度が上昇する可能性を示唆
- 世界半導体協会によれば、半導体出荷額は最高を更新中。AI用のメモリ・ロジックが成長を牽引
- 主要グロース指数では、半導体に特化している指数程パフォーマンスが良好。ただし、日経半導体株指数に代表されるように、日本の半導体株は大半が半導体製造装置・材料に偏っているため、ファブレス、ファウンドリ等、AI分野の主要企業をバランス良く組み込んだSOXが有望とみる

図表：世界半導体出荷額 (YoY, 3ヵ月移動平均)

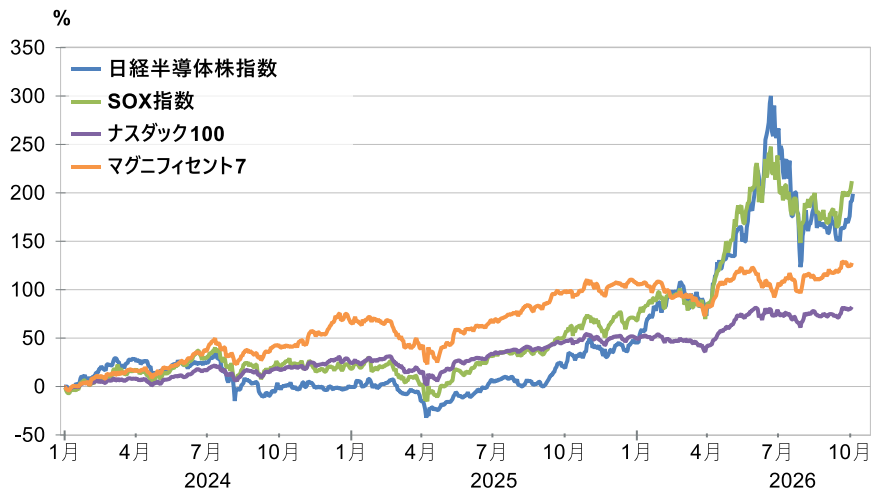


図表：米実質金利、自然利子率、株式市場のテック集中度

SPX/SPW(右軸) 実質金利 自然利子率



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：Bloomberg、リそなホールディングス

■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

- ▶ 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

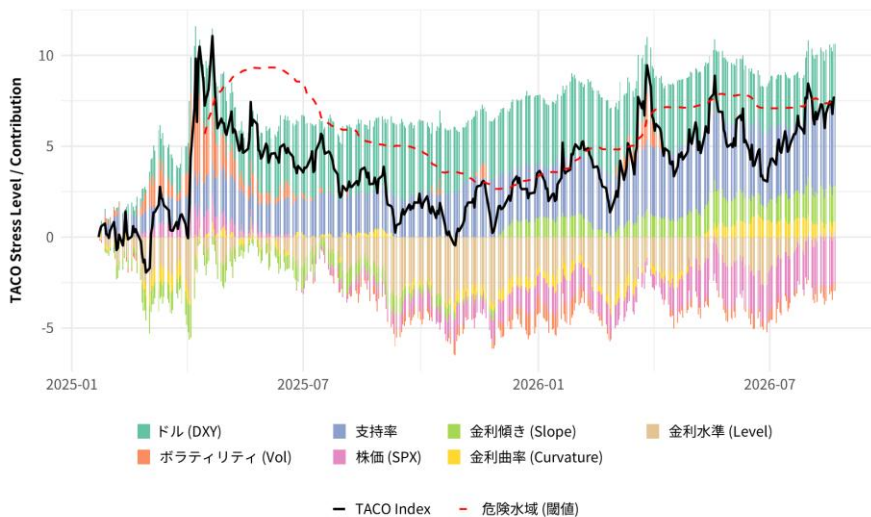
①株価バッファの剥落による閾値突破リスク

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

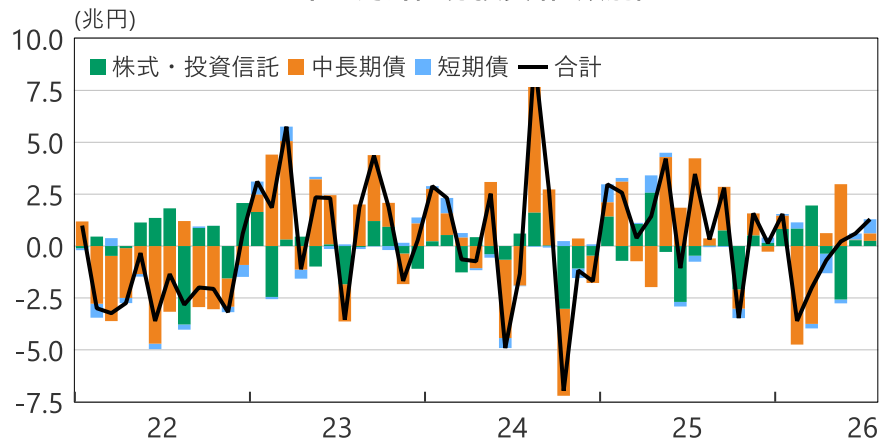


出所: Bloomberg、各種報道

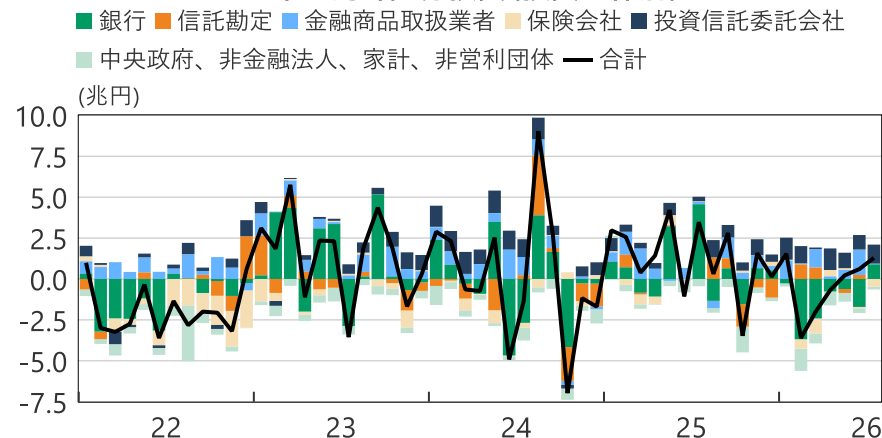
中長期テーマ

- 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

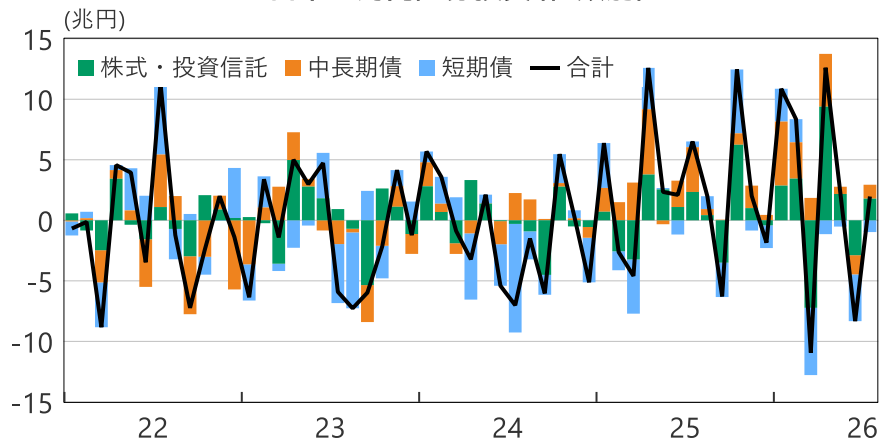
日本 対外証券投資(種類別)



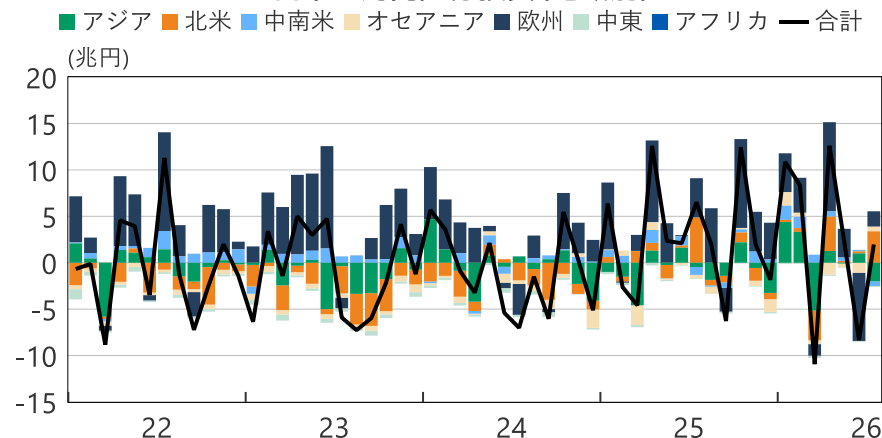
日本 対外証券投資(投資主体別)



日本 対内証券投資(種類別)



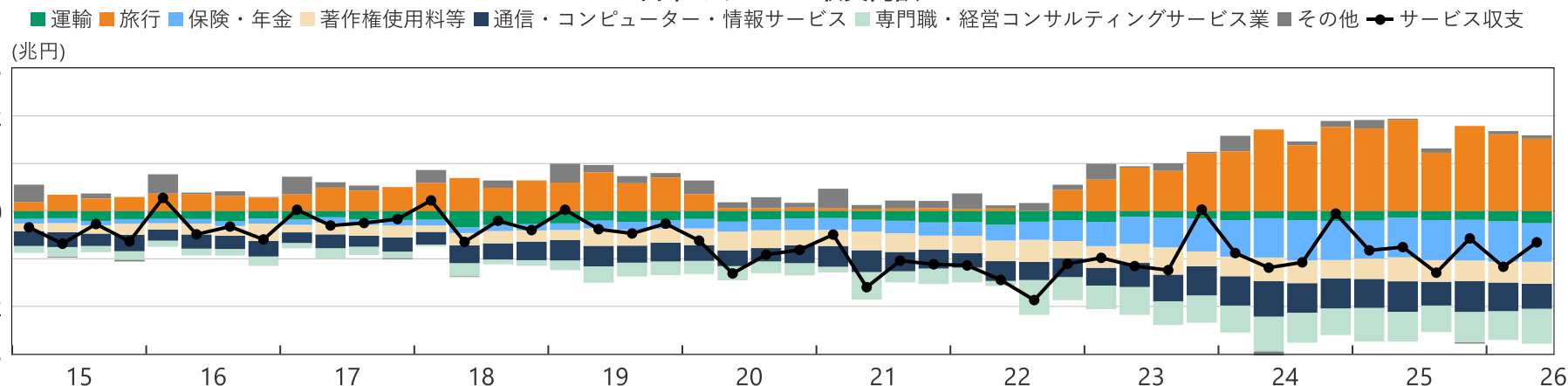
日本 対内証券投資(地域別)



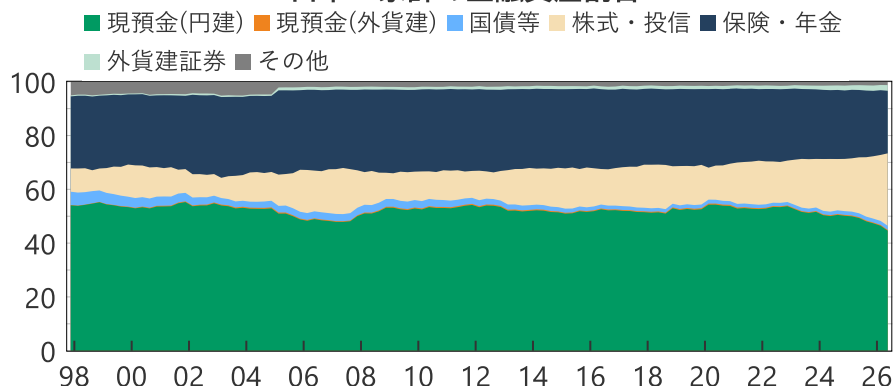
出所：Macrobond

- ファンド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

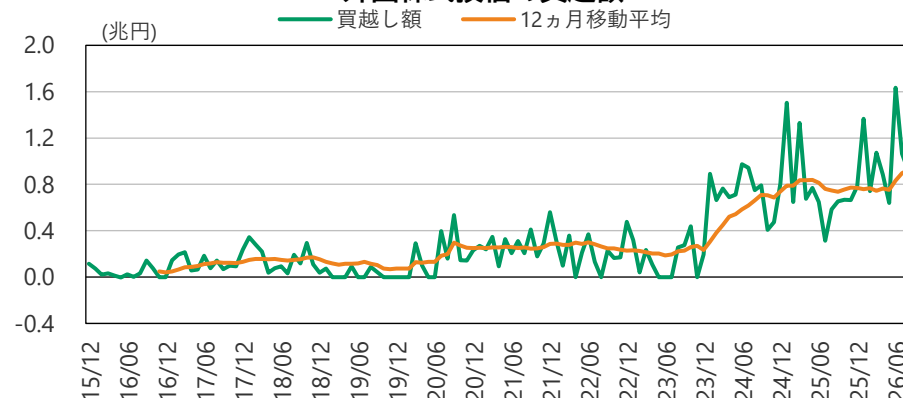
日本のサービス収支内訳



日本 家計の金融資産割合



外国株式投信の買越額

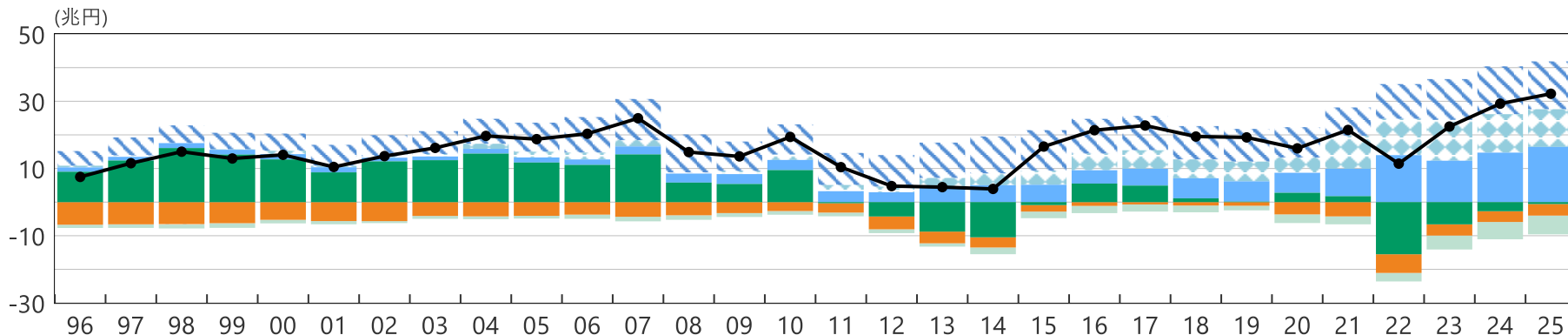


出所：Macrobond, 投資信託協会

- 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

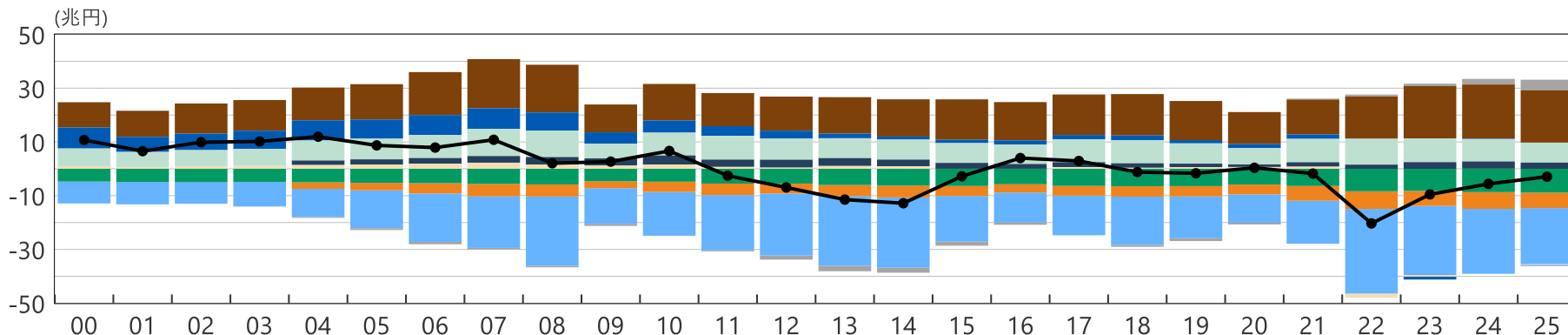
日本の経常収支内訳

■ 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

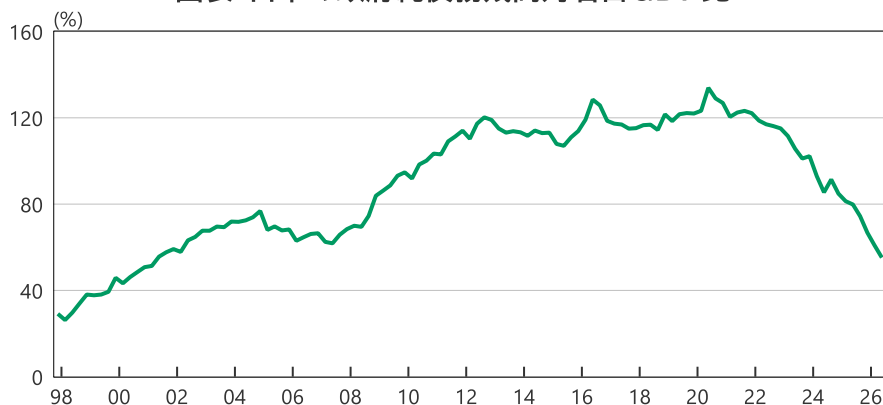
■ 食料品 ■ 原料品 ■ 鉱物性燃料 ■ 化学 ■ 製品 ■ 一般機械 ■ 電気機械 ■ 輸送用機器 ■ その他 ● 財収支



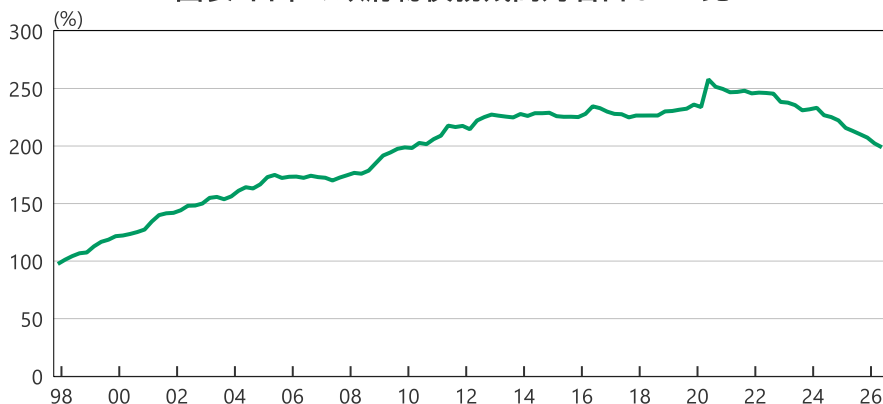
出所：Macrobond

- 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

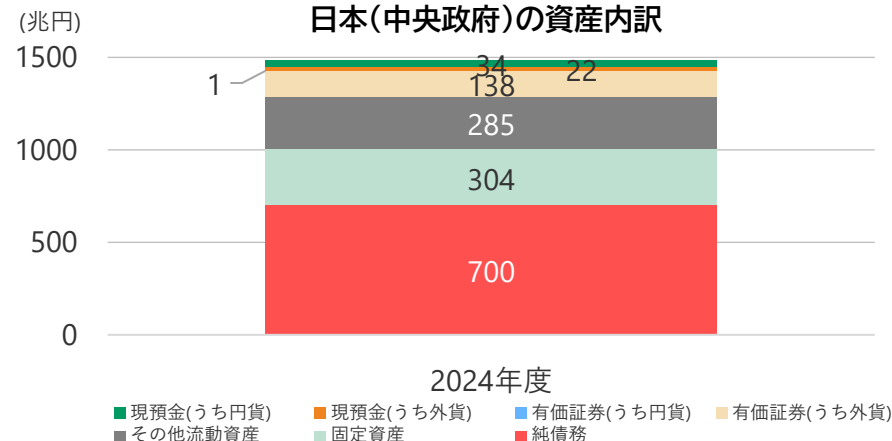


図表：日本の政府総債務残高対名目GDP比

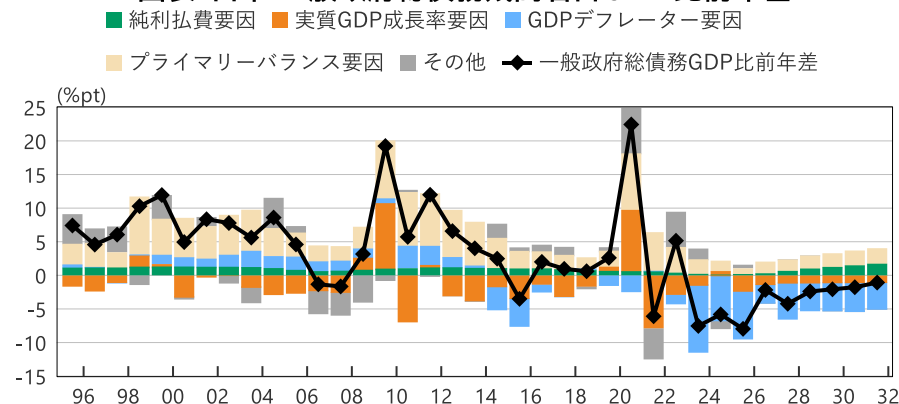


出所：Macrobond, 日本銀行, 財務省

日本(中央政府)の資産内訳

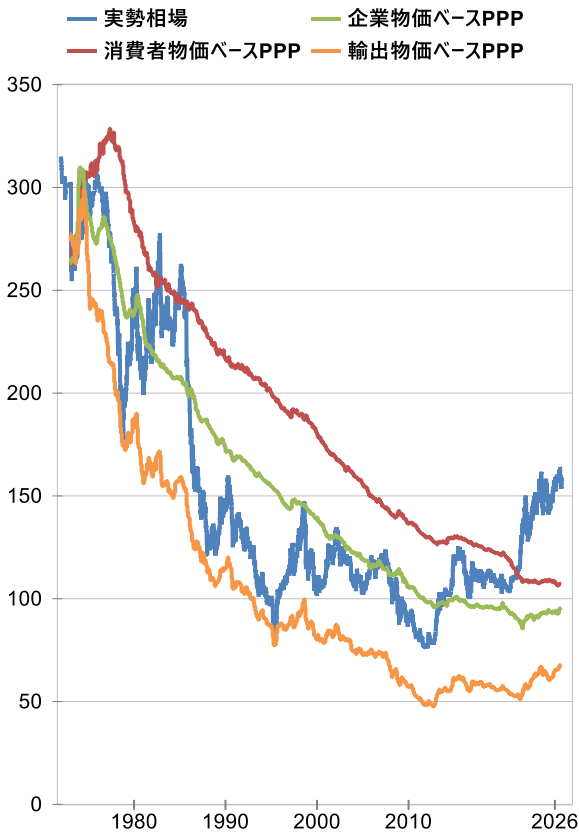


図表：日本 一般政府総債務残高名目GDP比前年差

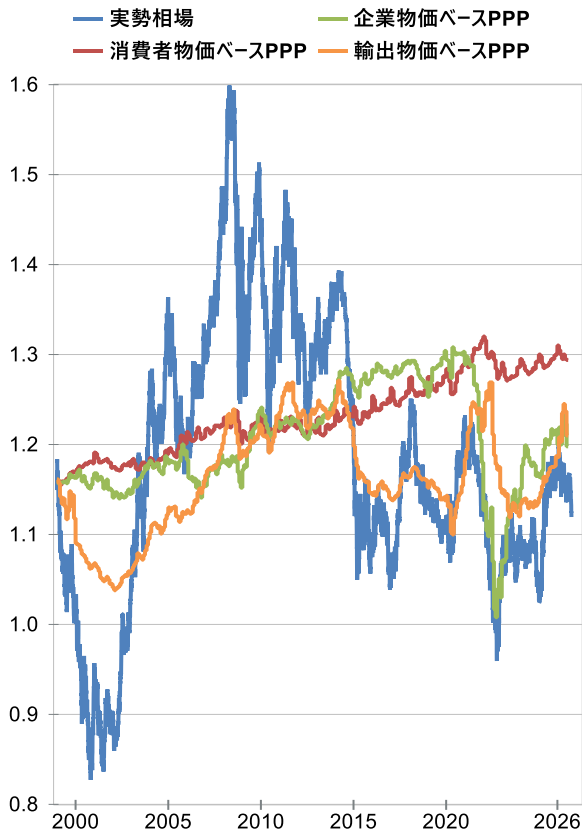


- 購買力平価(PPP)は、「一物一価の法則」が成り立つときの二国間の為替相場のことを指す。下記は、1973年(ドル円)、1999年(ユーロドル・ユーロ円)を基準とした相対的購買力平価の推移
- ドル円の相対的購買力平価は、長らく実勢相場と比べて円安であったが、2022年以降の円安局面でその関係が逆転。足元の実勢相場は、相対的購買力平価から円安方向に大きく乖離している

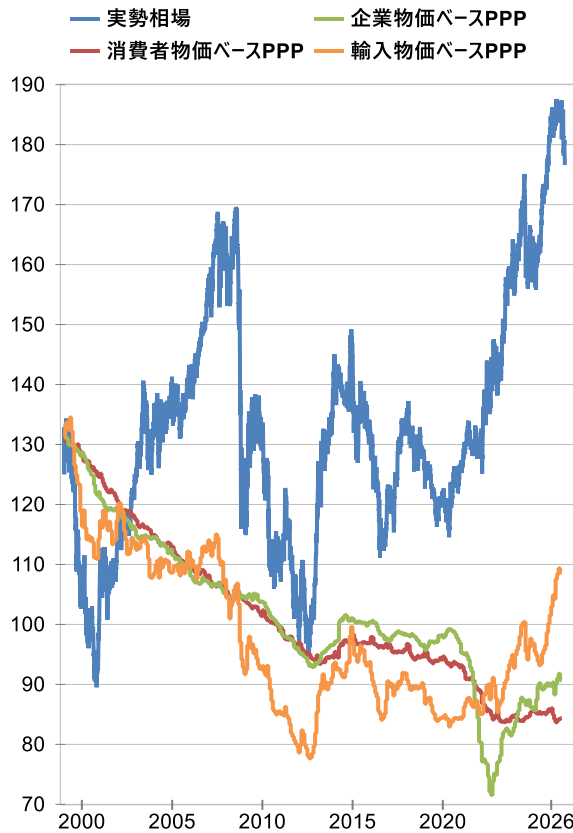
図表：ドル円の購買力平価



図表：ユーロドルの購買力平価



図表：ユーロ円の購買力平価



出所：Bloomberg, Macrobond, 国際通貨研究所

©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。

- 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

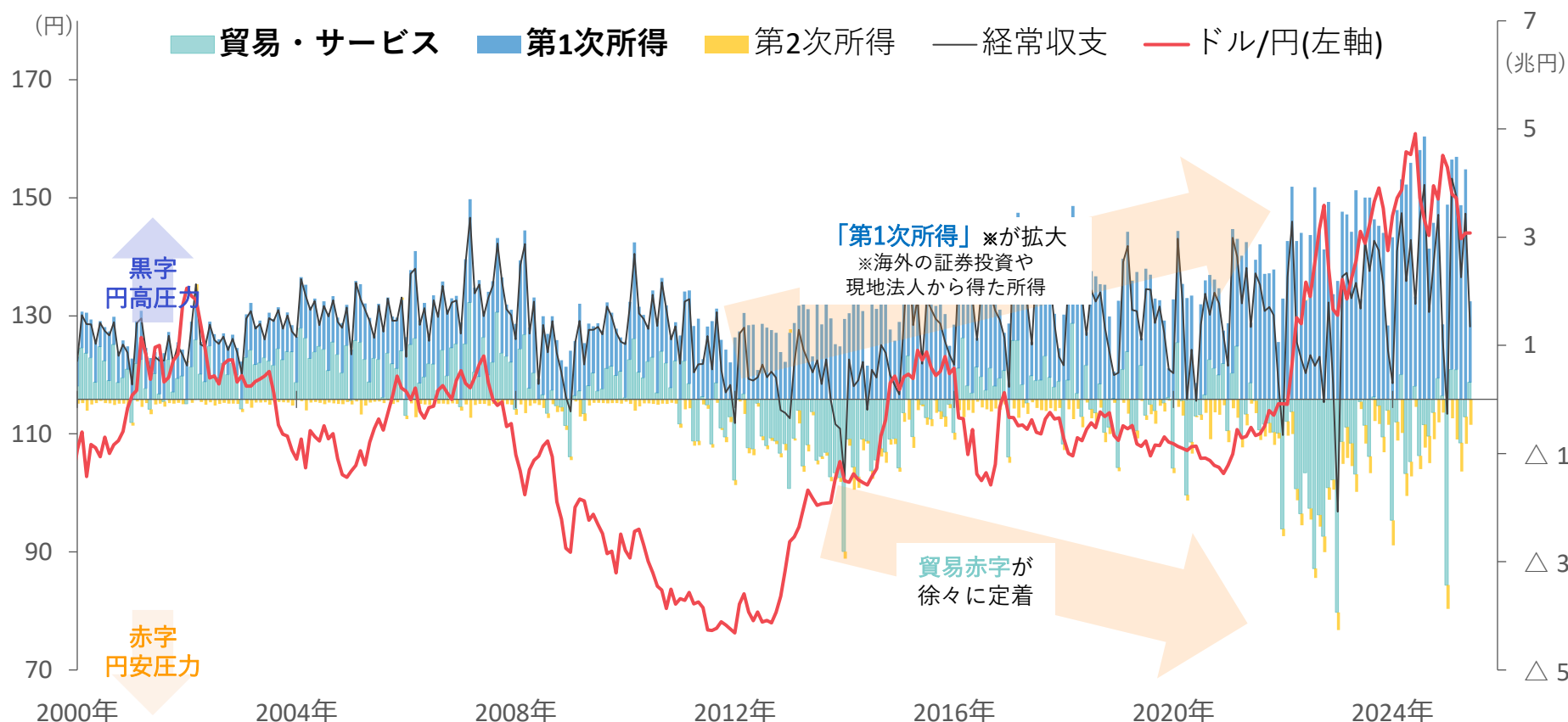
4. 弱まりつつある “有事の円買い”

【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



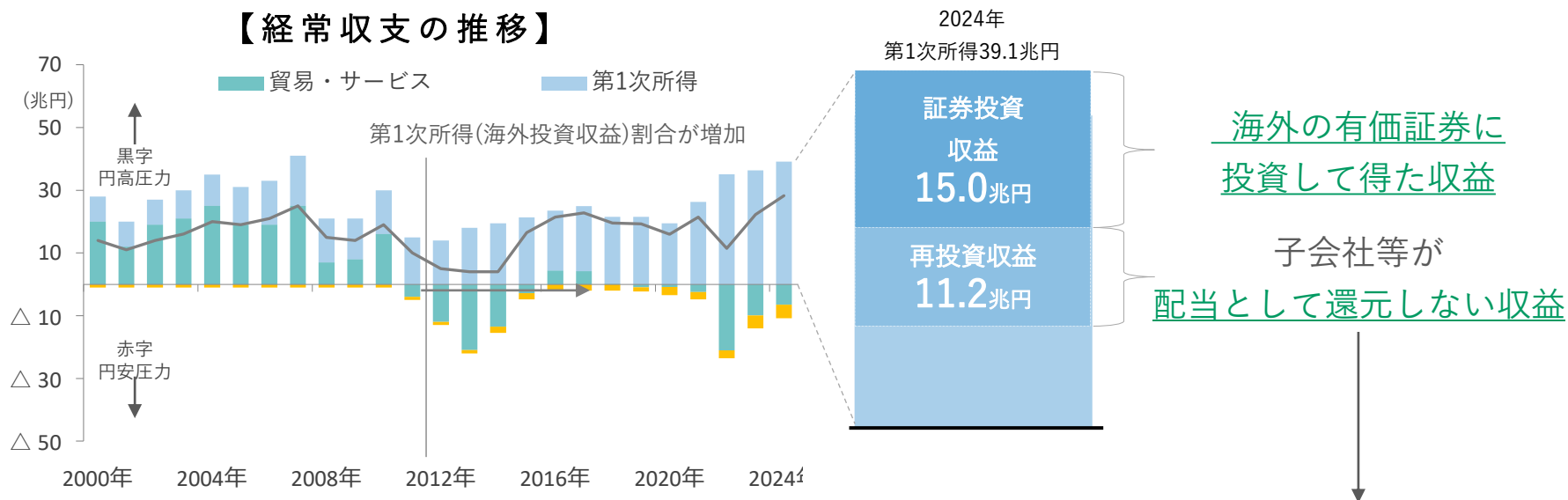
「モノづくり」で稼ぐ
自動車の輸出を中心に（貿易黒字）で稼ぐ

「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

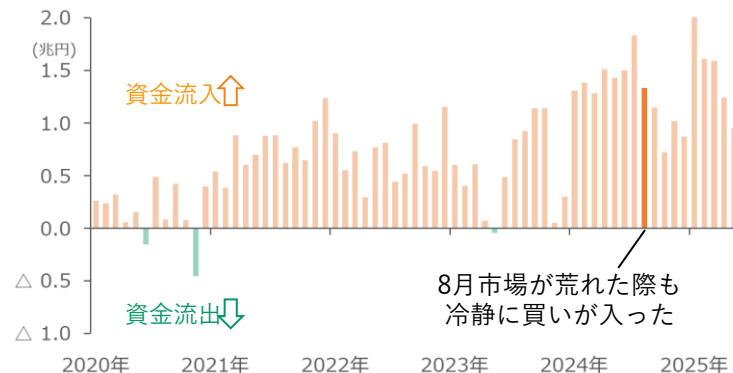
	2012年		2022年
第一次所得	14兆円	1.5倍	22兆円
現地法人の内部留保	28兆円	1.9倍	55兆円

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

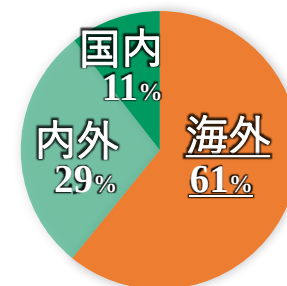
- 2024年から始まった新NISAを契機に個人マネーの「貯蓄から投資へ」が加速
- その資金の多くは海外資産へ流入していることから、円安圧力が生じている

【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

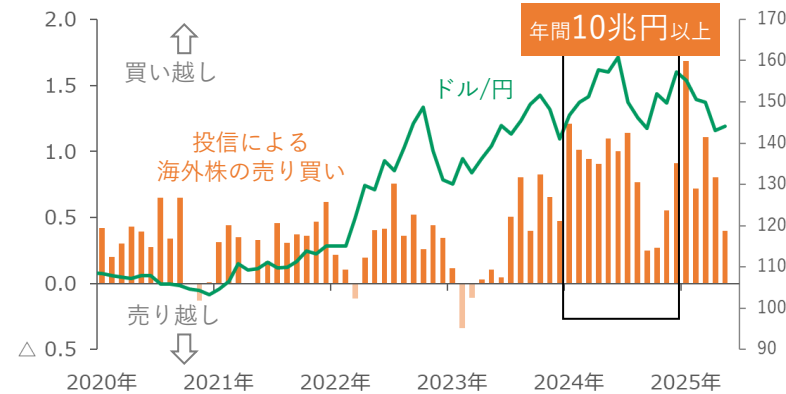
資産は
海外へ

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



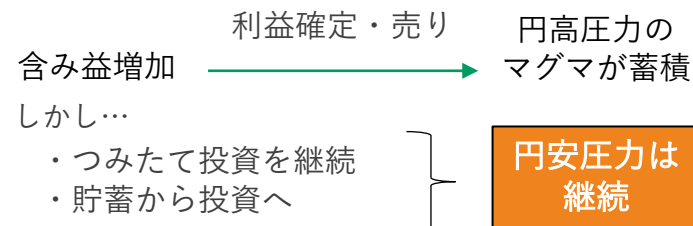
1日当たり過去最大の介入額：5.9兆円を超える水準
(2024/4当時は1日で5.6円の円高進行)

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】

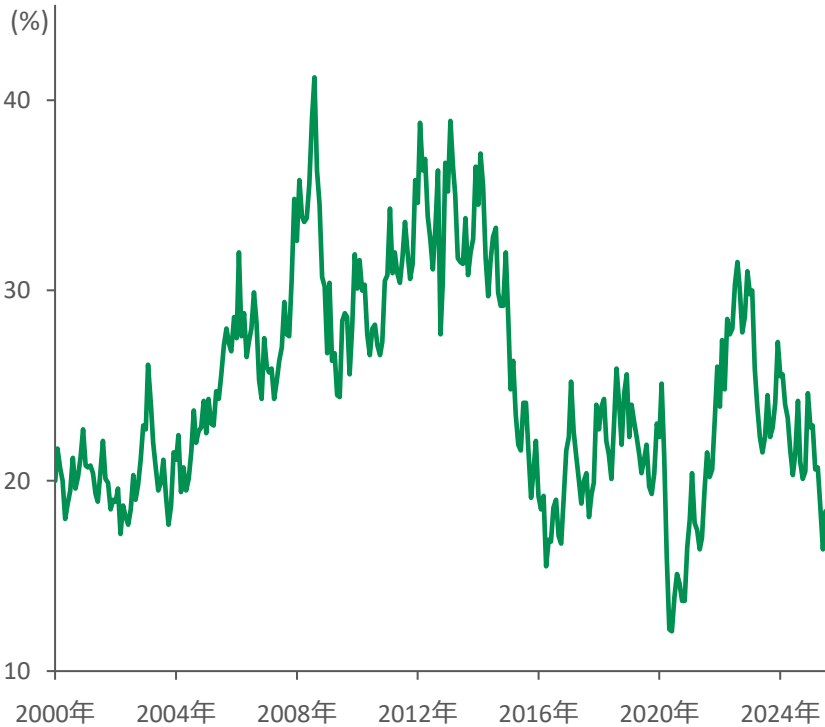
日本は資源の自給は限られており、ほとんどが輸入に頼っている状況が続く。

	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】

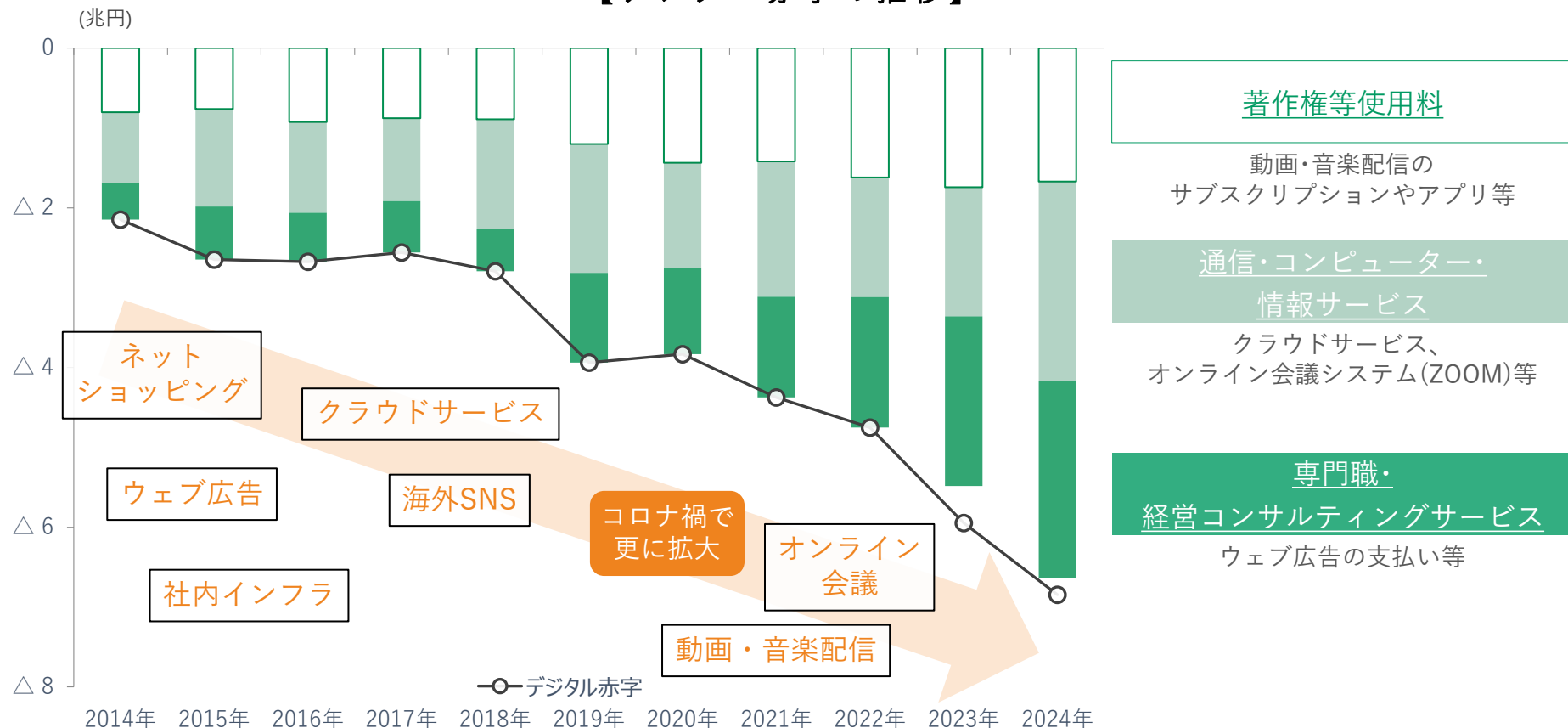
2011年の東北地震以降、一時全ての原発が停止後、段階的に再稼働も、
鉱物性燃料の割合は概ね20%、貿易赤字の要因になっている。



- 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

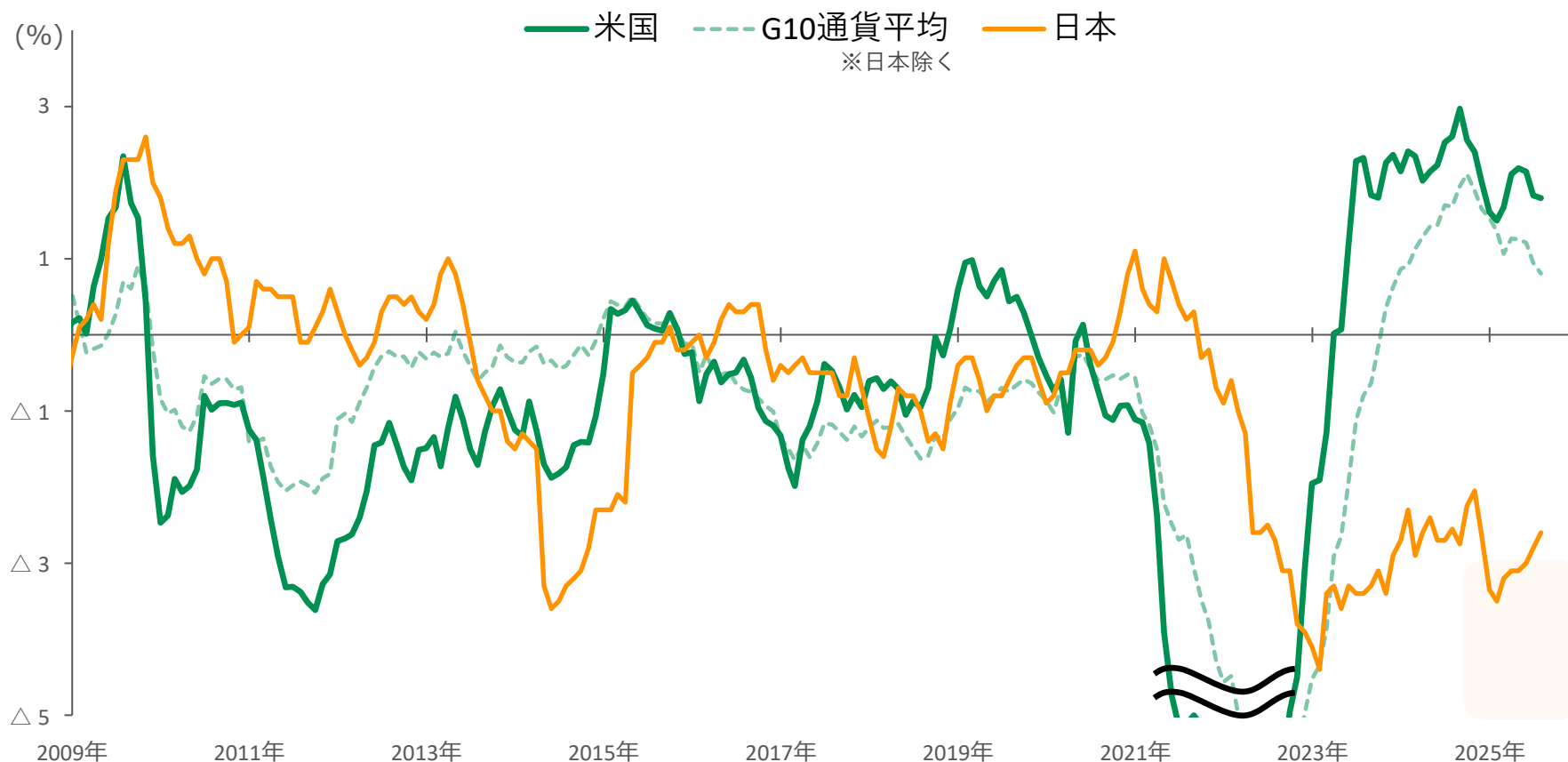
【デジタル赤字の推移】



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

- 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。

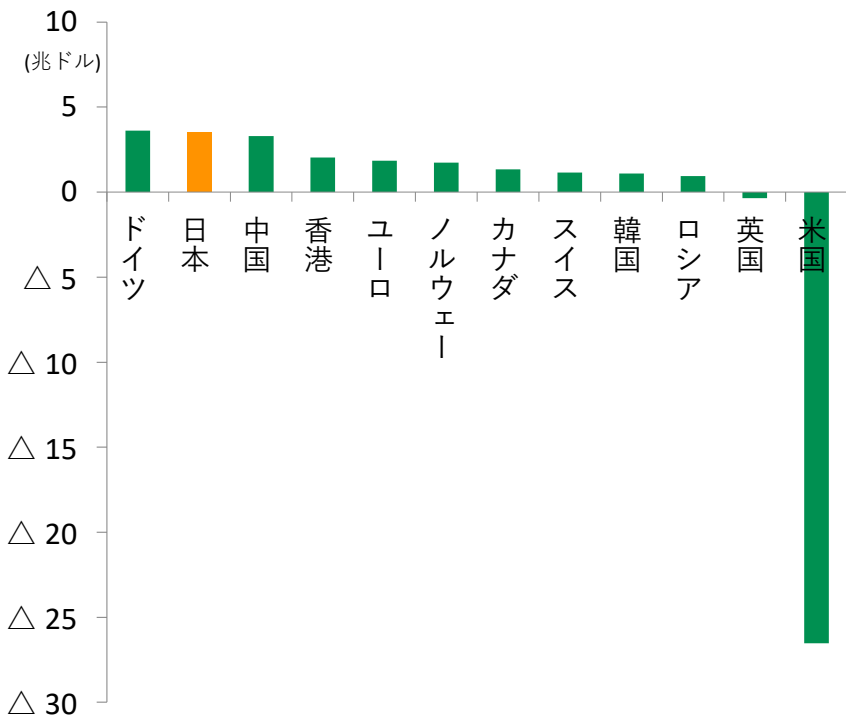
	潜在成長率
中国	3.87%
G20	2.93%
世界	2.82%
オーストラリア	2.44%
ニュージーランド	2.12%
米国	1.98%
英国	1.60%
カナダ	1.39%
スイス	1.18%
ユーロ圏	1.14%
日本	0.84%

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】

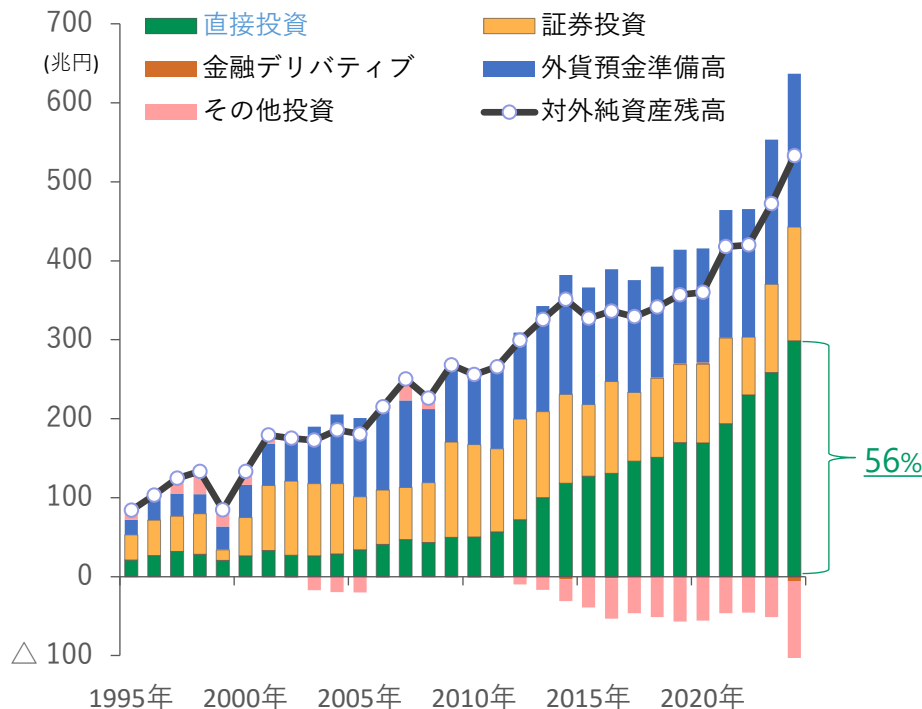
日本は世界有数の「対外純資産国」であり、有事には海外資産を円に戻すことができるとされていることが“有事の円買い”と言われてきた理由



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】

