

# 25年の為替ストラテジー：円安は終わったのか？ ～見るべきもの、見てはいけないもの～

みずほ証券株式会社

金融市場調査部 チーフ為替ストラテジスト

山本 雅文 [masafumi.yamamoto@mizuho-sc.com](mailto:masafumi.yamamoto@mizuho-sc.com)

03-6202-8630 070-4276-0931

25年3月

ともに挑む。ともに実る。

**MIZUHO**

© 2024 Mizuho Securities Co., Ltd.

本資料は米金融取引業規制機構が定義している"institutional investors"向けに作成されており、リテール向け債券レポートに必要な独立性および開示の対象ではございません。最後の2ページに本資料の利用に関する開示事項および留意事項を掲載しておりますのでご覧ください。

### <メインシナリオ：ドル安円高へ。昨年までの円安は終わった>

- トランプ米大統領の政策に対する反応＝ドル高要因は織り込み済み、現在はドル安要因に反応
- 米景気減速（好調から普通へ）のなか利下げ継続（4.0%へ）＝ドル安（過度のドル高の修正）
- 日銀正常化継続（半年に1回程度、1.0%方向へ）＝円高（過度の円安の修正）

⇒ ドル/円は25年末にかけて145円へ、一時的に140円割れも

### <リスク要因>

- ① 米景気はやはり堅調・インフレ高止まり/再加速で利下げ見送り＝ドル高
- ② 米スタグフレーション：トランプ関税でインフレ加速の一方、実質賃金低下・投資抑制で景気悪化＝経済政策運営が困難化、ドル安
- ③ トランプ関税で世界景気後退：IMFは対米移民減少も含め25年世界GDPに対する▲0.8%ポイント、米GDPに対する▲1.0%ポイントの下押し要因と推計＝リスクオフの円高
- ④ ウクライナ停戦による世界ディスインフレ：原油・天然ガス価格が下落なら米国など海外の利下げが加速＝円高

# 主要通貨見通し

通貨ペア	3/11	25年3月末	25年6月末	25年9月末	25年12月末	26年3月末	見通し
ドル/円 (レンジ)	147.8 (145-160)	151 (145-155)	149 (140-155)	147 (140-155)	145 (140-155)	143 (135-150)	<u>メインシナリオ</u> : Fedは25年末にかけて緩やかな利下げを継続する一方、日銀は25年末にかけて中立方向へ利上げを継続する中、米日金利差の縮小期待からドル/円は緩やかに下落へ。 <u>主な前提</u> : Fedは25年末にかけて4.0%方向へ利下げへ。日銀は25年末にかけて1%方向へ利上げへ。トランプ米大統領が主張する政策のドルへの影響は強弱両面ある。 <u>リスクシナリオ</u> : 米景気の堅調継続からFedが据え置き継続に(ドル高)。本邦で賃金上昇が続かず日銀の利上げが小幅に(円安)。米関税大幅引き上げで世界景気後退(円高)。
ユーロ/円 (レンジ)	161.4 (150-168)	159 (150-168)	158 (150-168)	157 (150-168)	157 (150-168)	156 (150-168)	<u>メインシナリオ</u> : ECBの利下げがFedに先行するため対ドルで軟調だが、25年後半にかけてはECBの利下げが終了する一方でFedの利下げが続くことから対ドルで反発へ。 <u>主な前提</u> : ECBは25年年央にかけ中立金利(2%)へ利下げへ。ウクライナ戦争継続。 <u>リスクシナリオ</u> : ユーロ圏景気腰折れ、ECBが中立未満へ利下げ(ユーロ安)。ウクライナ停戦(ユーロ高)。
ユーロ/ドル	1.092	1.05	1.06	1.07	1.08	1.09	<u>リスクシナリオ</u> : ユーロ圏景気腰折れ、ECBが中立未満へ利下げ(ユーロ安)。ウクライナ停戦(ユーロ高)。
ポンド/円 ポンド/ドル	191.4 1.295	193 1.28	191 1.28	188 1.28	186 1.28	183 1.28	<u>メインシナリオ</u> : 英米の金融政策サイクルは概ね同様の中、対ドルで方向感が出にくい。 <u>主な前提</u> : BOEは半年に1回程度のペースで利下げ継続へ。 <u>リスクシナリオ</u> : 英景気の腰折れ(ポンド安)。
スウェーデンクローナ/円 ユーロ/クローナ	14.8 10.93	13.8 11.5	13.7 11.5	13.7 11.5	13.6 11.5	13.6 11.5	<u>メインシナリオ</u> : スウェーデン中銀はECBに利下げで先行したが、25年中は概ね同ペースで利下げを継続するため対ユーロで方向感が出にくい。 <u>主な前提</u> : スウェーデン中銀は毎回25bpずつ1.5%へ利下げへ。ウクライナ戦争継続。 <u>リスクシナリオ</u> : スウェーデン経済・インフレが回復せず1%へ利下げへ(クローナ安)。ウクライナ停戦(クローナ高)。
フラン/円 ドル/フラン ユーロ/フラン	167.4 0.883 0.964	170 0.886 0.93	170 0.877 0.93	169 0.869 0.93	168 0.861 0.93	168 0.853 0.93	<u>メインシナリオ</u> : 低インフレ対策でスイス中銀が利下げを続けるがECBやFedも同程度の利下げを継続する中、フランは対ユーロ、対ドルで高止まり。 <u>主な前提</u> : スイス中銀は毎回利下げしゼロ%へ。フラン売り介入強化へ。 <u>リスクシナリオ</u> : ウクライナ戦争エスカレート、中東情勢悪化(フラン高)。ウクライナ戦争、中東停戦(フラン安)。
豪ドル/円 (レンジ) 豪ドル/米ドル	93.1 (90-100) 0.630	97 (90-100) 0.64	95 (90-100) 0.64	96 (90-100) 0.65	94 (90-100) 0.65	93 (88-98) 0.65	<u>メインシナリオ</u> : 人民元に連れ安となる面はあるが、供給制約や脱炭素需要などによる銅価格の堅調や、RBAの相対的タカ派姿勢が下支えとなり対米ドルで強含み。 <u>主な前提</u> : RBAの今後の利下げは半年に1回程度、26年にかけて3.60%まで。中国景気はさらに減速へ。 <u>リスクシナリオ</u> : 中国が不動産セクター問題解決で明確な進展(豪ドル高)。中国景気的大幅減速(豪ドル安)。
NZドル/円 NZドル/米ドル	84.5 0.572	88 0.58	86 0.58	85 0.58	84 0.58	83 0.58	<u>メインシナリオ</u> : RBNZの利下げが先行するため対米ドルで下押し圧力となるが、25年後半にかけては米利下げ継続が緩やかな下支えに。 <u>主な前提</u> : RBNZは25年末にかけて3.0%へ利下げへ。中国景気はさらに減速へ。 <u>リスクシナリオ</u> : 中国が不動産セクター問題解決で明確な進展(NZドル高)。中国景気的大幅減速(NZドル安)。
カナダドル/円 米ドル/カナダドル	102.4 1.444	106 1.42	105 1.42	104 1.42	102 1.42	101 1.42	<u>メインシナリオ</u> : カナダ中銀の利下げは25年前半で一服する一方、Fedは25年後半に向けて利下げを継続するためカナダドルの下支えに。一方、トランプ米大統領による対カナダ関税賦課が重しとなり、上昇を抑制へ。 <u>主な前提</u> : カナダ中銀は3.0%までで一旦利下げ休止。原油価格は横ばい。 <u>リスクシナリオ</u> : 原油価格の大幅上昇/下落(カナダドル高/カナダドル安)。

出所: みずほ証券金融市場調査部

# 今後の重要イベント

時期	重要イベント等
3月14日	25年春闘・第1回回答集計結果公表、米つなぎ予算期限
3月24日	カナダ議会の休会が終了
3月25日	独新国会招集
3月25日	安達日銀審議委員任期満了
3月31日	仏ルペン元国民連合党首の公金不正流用罪判決期限
4月1日	米大統領令「米国第一の通商政策」に基づく大部分の調査報告期限
4月2日	米国が相互関税、自動車、半導体、医薬品、木材の関税発表
4月5日	中国SNS企業の米国事業売却期限
4月中旬	メルツ独CDU/CSU党首の新政権樹立目標の期限
4月20日	米国のウクライナ停戦目標(イースター)
5月12日	フィリピン下院(全数改選)、上院(半数改選)選挙
5月18日	ポーランド大統領選挙・第1回投票
5月24日まで	豪州連邦上院選挙(半数改選)
6月1日	ポーランド大統領選挙・決選投票 (第1回投票で過半数獲得候補がない場合)
6月1日	メキシコ裁判官直接選挙
6月22日	東京都議会議員選挙・投開票
6月30日	中村日銀審議委員任期満了
7月7日	フランス、国民議会選決選投票から1年
7月20日	本邦参院選の見込み
7月22日	東京都議会任期満了
7月28日	本邦参議院任期満了
9月27日まで	豪州連邦下院選挙
10月まで	チェコ議会選挙
10月20日まで	カナダ連邦下院選挙
11月22日まで	シンガポール総選挙
12月31日まで	中国政府が15年5月に発表した「中国製造2025」の期限

出所: 各種報道資料よりみずほ証券金融市場調査部作成

## <米国>

- トランプ米大統領就任後の政策の優先順位は?
- 就任100日(4月29日): 大減税を実現できるか?
- 最初の予算教書: トランプ前政権では17年は5月23日、バイデン政権では21年5月28日

## <欧州・中東>

- 独総選挙後の連立構成は? 債務ブレーキ緩和に必要な3分の2の賛成は得られるか?
- 7月7日に仏議会解散? ルペン氏の運命は?
- ウクライナ停戦は実現するか?

## <アジア太平洋>

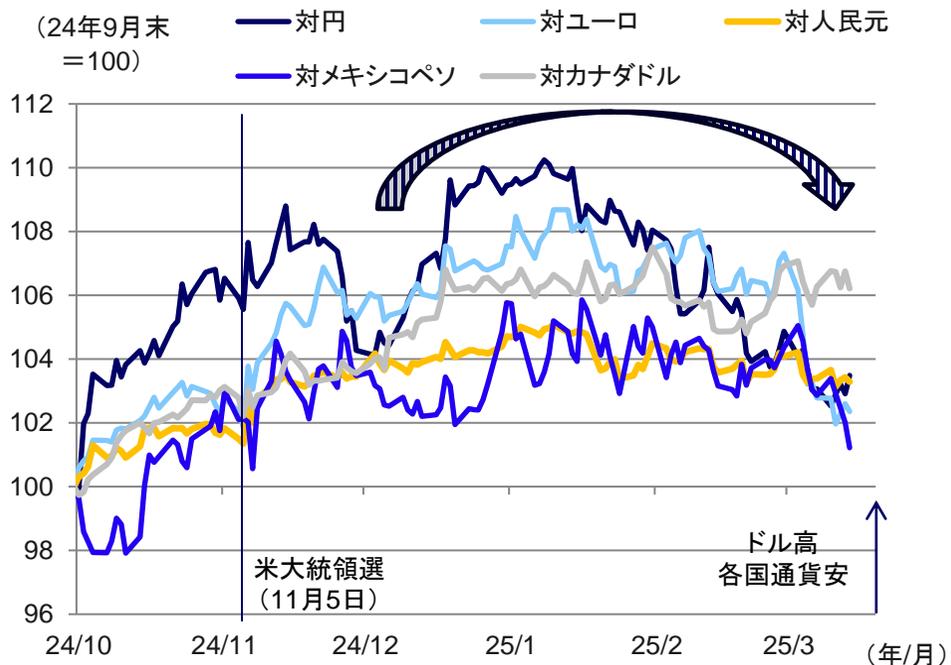
- 本邦: 少数与党政権下の財政・金融政策は?
- 中国金利はどこまで低下するか?

# トランプ・トレードの現在地：全てピークアウト、great againは困難か

大統領選前に戻らず：ビットコイン、米金融株価、ドル/カナダ、ドル/人民元

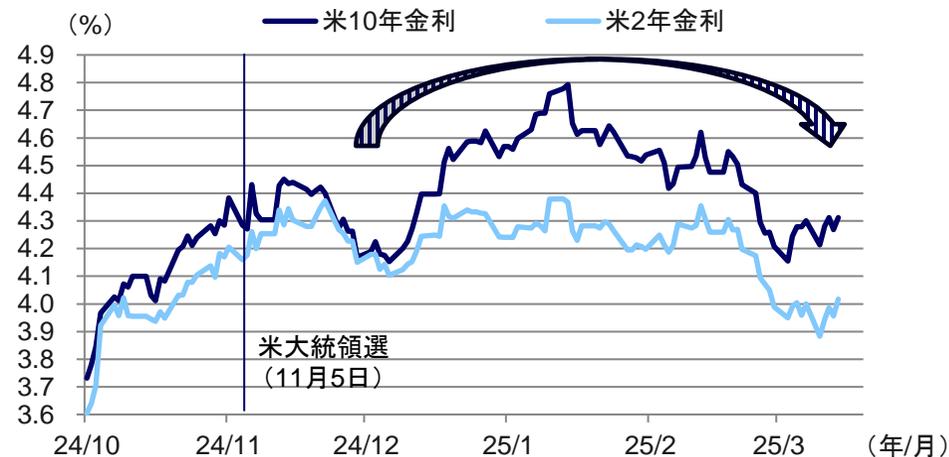
大統領選前に逆戻り：米2年金利、米10年金利、ドル/円、ドル/ユーロ、ドル/メキシコペソ、米エネルギー株価

## ドル相場の推移（24年10月以降、指数化）

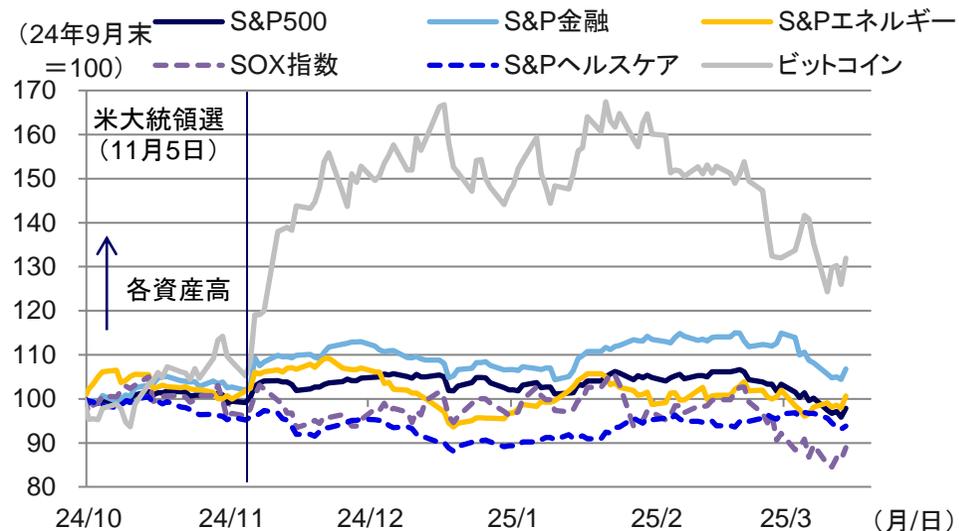


出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 米金利の推移（10月以降）



## 米株価、ビットコインの推移（10月以降、指数化）



# トランプの政策：ドルは必ずしもgreatにならない

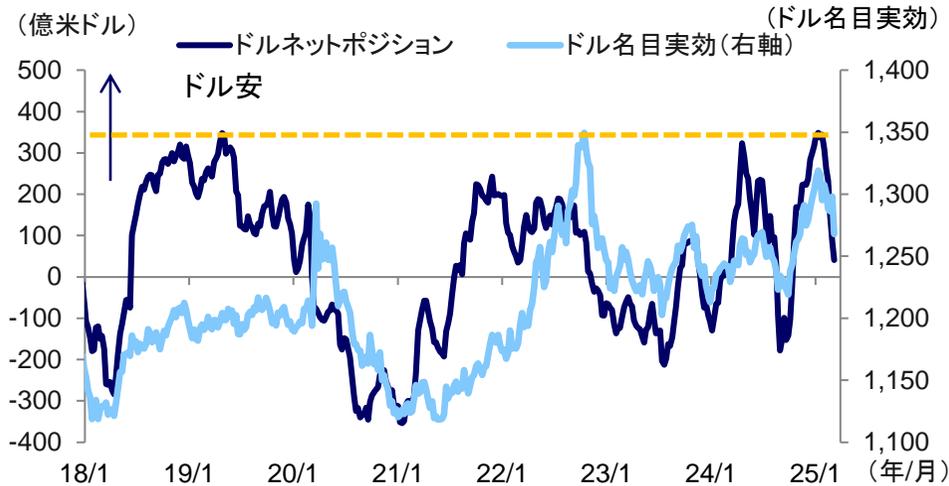
- トランプが掲げる政策にはドル高要因（水色）、ドル安要因（灰色）が混在
- ただし市場では①～③のドル高要因に着目し「トランプ・トレード」（米債売り、ドル買い）が今年1月まで流行

政策	具体的内容	為替市場への影響	他への影響
①減税	<ul style="list-style-type: none"> <li>・所得税: 17年に成立し25年末に失効する減税・雇用法の所得減税の延長・恒久化</li> <li>・国内で製造する企業の法人税を21%から15%へ引下げ</li> <li>・社会保障給付、残業代、チップ収入への免税</li> <li>・自動車ローン利用者への減税</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米景気加速期待からドル高</li> <li>・財政悪化でソプリン格下げならドル安</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・インフレ再加速懸念、財政悪化懸念から米金利上昇</li> </ul>
②保護主義政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>・対中関税を60%へ引き上げ</li> <li>・中国企業のメキシコ経由対米自動車輸出に100～200%関税</li> <li>・重要分野の対中輸入を4年で段階的に廃止</li> <li>・中国に対する最恵国待遇停止</li> <li>・全世界からの輸入に対し一律10～20%関税賦課</li> <li>・対米関税が高い国には同率へ関税引き上げ（相互関税）</li> <li>・個別品目関税（半導体、鉄鋼、アルミ、自動車、医薬品、銅等）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中国、メキシコ景気悪化懸念から人民元安、メキシコペソ安</li> <li>・関税引き上げ分貿易相手国通貨が減価しドル高</li> <li>・世界景気悪化懸念が高まると株安・リスクオフの円高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・インフレ再加速懸念から米金利上昇</li> <li>・関税引き上げによる税収増なら財政赤字縮小期待から米金利低下</li> </ul>
③不法移民対策強化	<ul style="list-style-type: none"> <li>・不法移民摘発強化、強制送還</li> <li>・不法移民への市民権付与、その他行政サービス供与制限</li> <li>・米市民権取得制限</li> <li>・メキシコ、カナダが米国への不法移民流入放置なら対メキシコ、対カナダ関税を25%賦課</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・メキシコとの関係悪化ならメキシコペソ安</li> <li>・1千万人（米人口の3%）とされる不法移民を強制送還なら米労働力人口減少・潜在成長率低下でドル安</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・労働力不足による賃金・インフレ加速なら米金利上昇</li> </ul>
④脱炭素化の後退	<ul style="list-style-type: none"> <li>・バイデン政権実施の「インフレ削減法」縮小</li> <li>・パリ協定離脱・EV促進策廃止</li> <li>・化石燃料促進「掘りまくれ！」1年でエネルギー価格半減</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・化石燃料促進による原油価格下落なら本邦貿易収支改善で円高</li> <li>・「インフレ削減法」縮小なら米景気悪化でドル安</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・エネルギー価格下落ならインフレ鈍化、米金利低下</li> <li>・「インフレ削減法」縮小なら財政改善、米金利低下</li> </ul>
⑤金融政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「大統領が金利や金融政策につき何らかの発言権持つべき」（24年8月8日）</li> <li>・パウエルFRB議長の26年5月任期満了後の再任否定</li> <li>・側近らがFRBをホワイトハウスの審査対象とし財務省にチェック機能を持たせる案を作成との報道</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・高金利批判を展開する場合には利下げ前倒し/加速期待からドル安</li> </ul>	
⑥為替政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「ドルが対円で34年振りの高値、米製造業にとり大惨事」（24年4月23日の発言）</li> <li>・「現在は大幅なドル高・円安、ドル高・人民元安となっており、我々は大きな通貨問題を抱えている」（24年7月17日の発言）</li> <li>・BRICS諸国が新たな共通通貨を創設し脱ドル化を進めるなら100%関税賦課</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・保護主義政策の一環としてドル安政策採用ならドル安</li> <li>・特に大きい対中貿易赤字削減のため、人民元安を批判する場合は人民元高・ドル安も</li> </ul>	
⑦外交政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「1日でウクライナ戦争を終わらせる」と発言</li> <li>・記録的な国防費を計上</li> <li>・防衛支出目標未達のNATO加盟国への防衛義務果たさず</li> <li>・親イスラエル</li> <li>・対イラン、ヴェネズエラ制裁強化の可能性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ウクライナ戦争停戦なら欧州通貨高</li> <li>・資源安・インフレ鈍化で海外金利低下なら円高</li> <li>・財政悪化でソプリン格下げならドル安</li> <li>・米金利上昇ならドル高</li> <li>・ロシアによるEU諸国侵攻リスクからユーロ安</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資源需給緩和期待から資源安</li> <li>・資源安ならインフレ鈍化・米金利低下</li> <li>・財政悪化懸念から米金利上昇</li> <li>・中東情勢悪化なら原油価格上昇、米金利上昇</li> </ul>

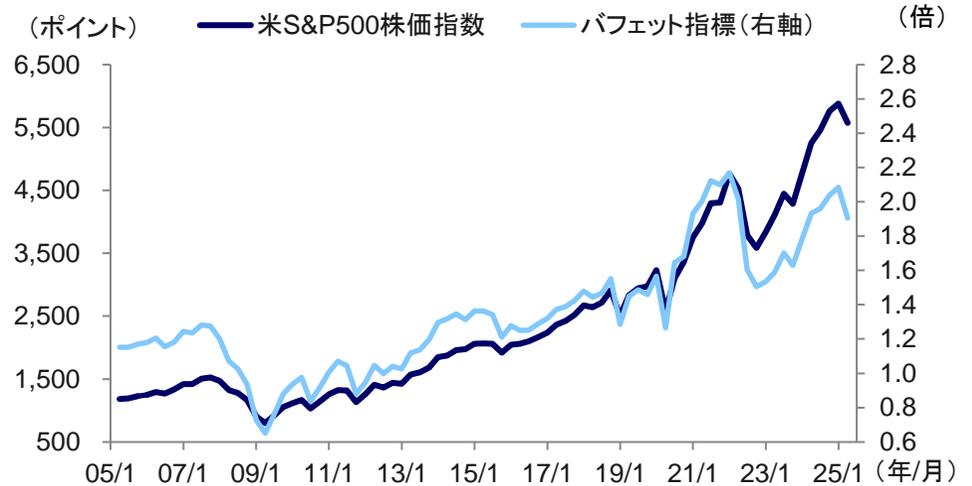
出所: 各種資料よりみずほ証券金融市場調査部作成

# 米市場の3つの過剰（ドルロング、米株割高感、米国債ショート）：米国債ショートが残る

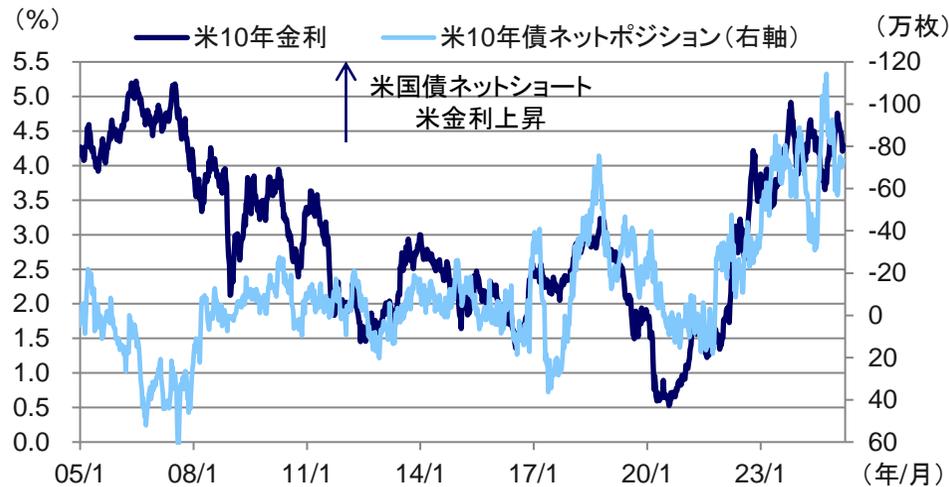
## IMM通貨先物市場の投機筋のドルポジション



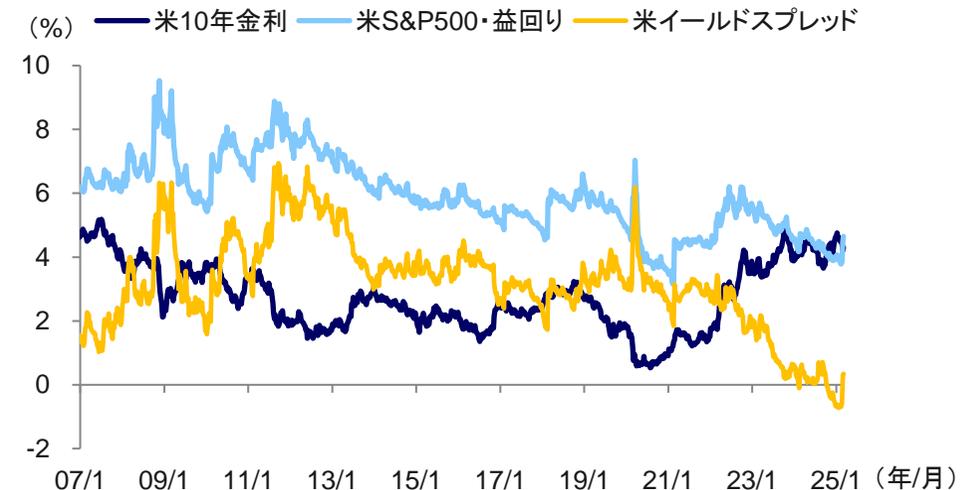
## バフェット指標（米株式市場時価総額/米GDP）



## 投機筋の米10年国債先物ポジション



## 米イールドスプレッド（株益回り-10年金利）



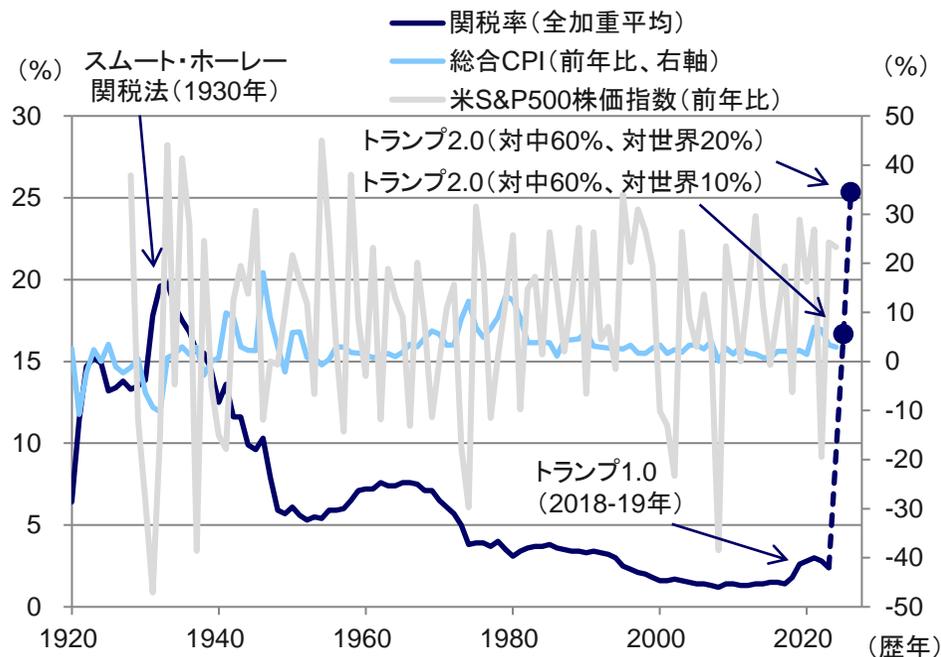
出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

# 公約通りの関税引き上げは世界大恐慌レベル/1千万人の強制送還は可能か？

## 米国の関税率と米株価、インフレ率

トランプ氏の公約通りに関税が引き上げられると、世界大恐慌の一因となったスムート・ホーレー関税法による高率関税に近い水準に  
⇒株急落、景気悪化でインフレ率はむしろ低下



出所: 米国際貿易委員会資料、Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 米強制送還の推移

01年以降は減少傾向  
1,000万人超の強制送還は可能か？  
過去には年間180万人の強制送還の実績あり

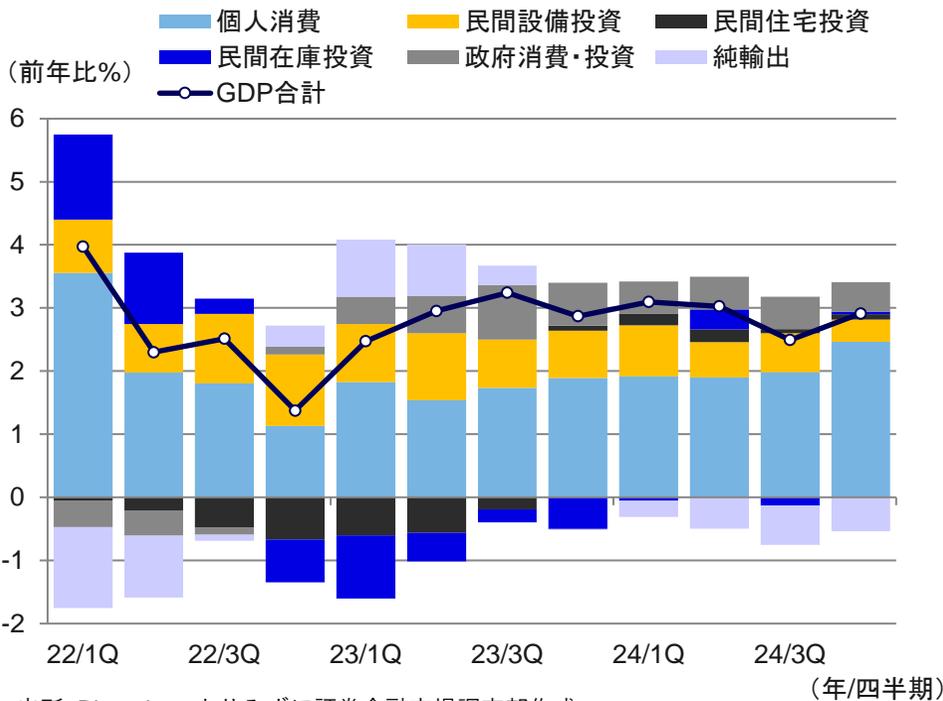


出所: 米国土安全保障省資料よりみずほ証券金融市場調査部作成

# 米国の需要項目別寄与度：政府支出の影響大

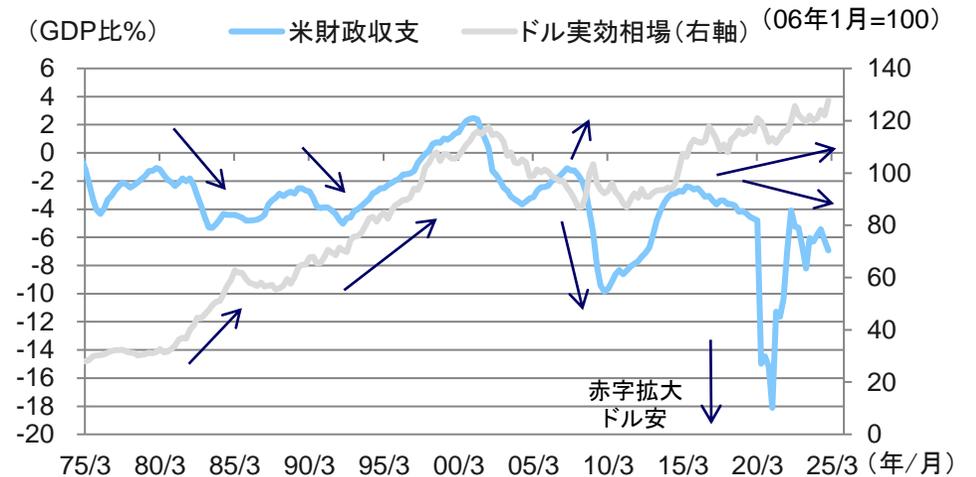
## 米国の需要項目別GDP寄与度

個人消費、設備投資が主導だが、政府消費・投資の寄与も大きい＝好況下での財政拡張は異例  
 好況にもかかわらずGDP比6%の財政刺激が継続  
 ベッセント次期財務長官は財政赤字を3%へ削減、「政府効率化省」は歳出2兆ドル削減を主張、もし実現なら景気下押しに

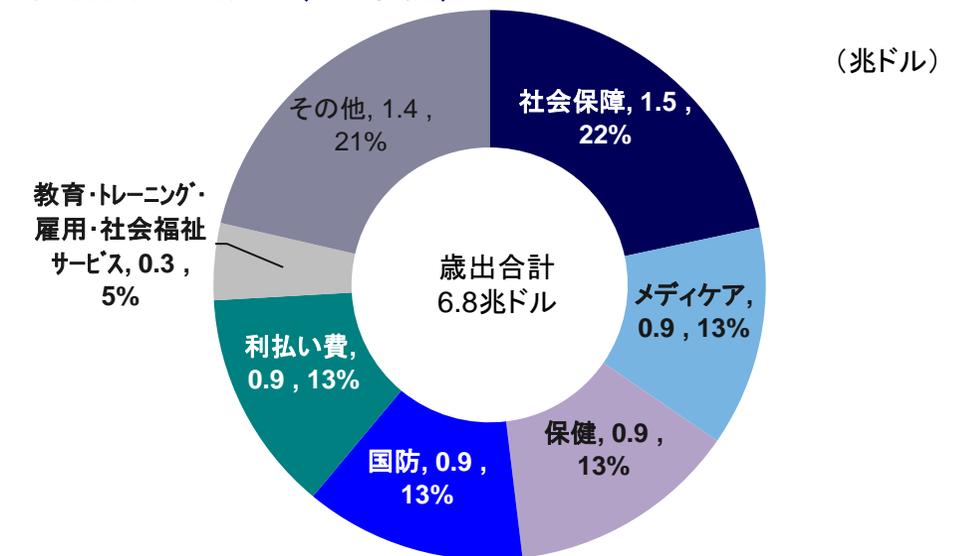


出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 米財政収支の対GDP比



## 米歳出の内訳 (24年度)



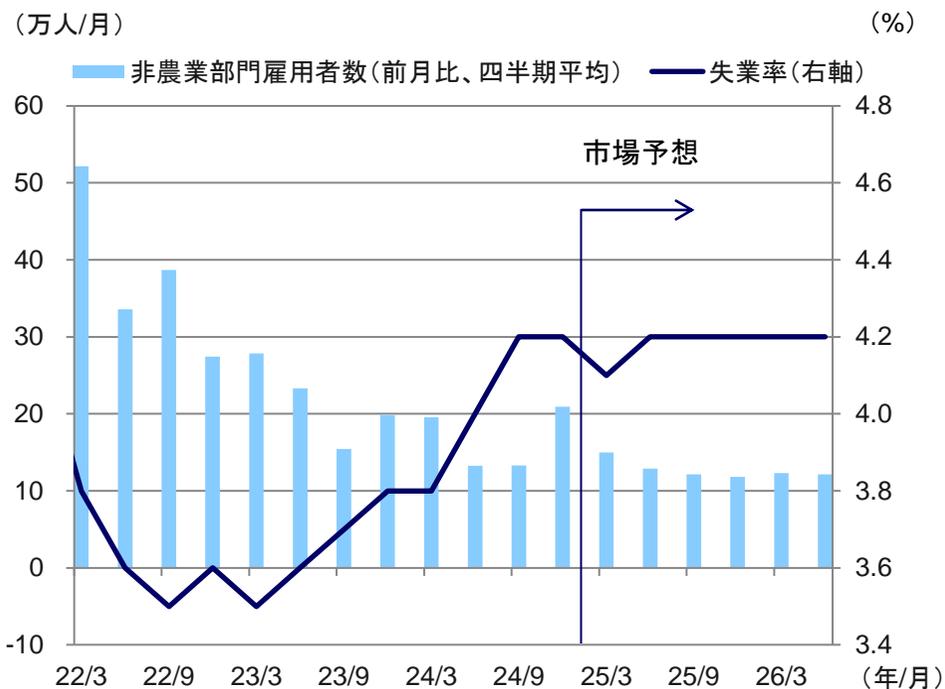
出所: 米財務省資料、Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

# 米国の雇用見通し：減速は緩やかだがFedは急速な悪化回避に重点シフト

## 米国の失業率、NFP（市場予想）

雇用創出は急速には鈍化していないがFedは急速な悪化リスク回避に重点シフト

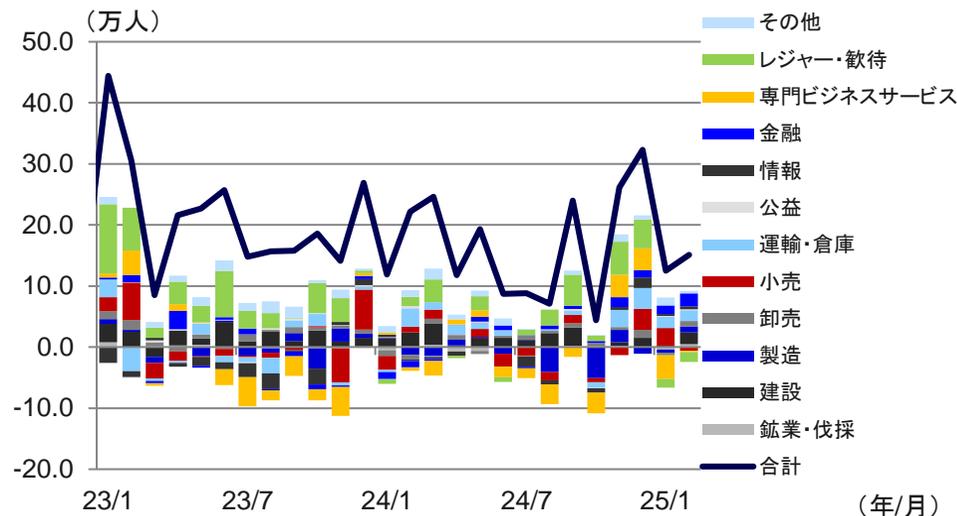
マスク氏の「政府効率化省」は政府部門雇用減につながるか？



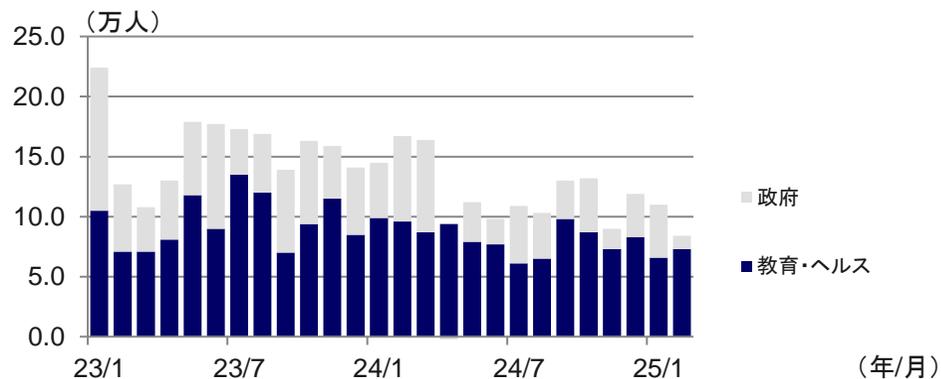
出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 業種別雇用者数変化

(合計と除く政府、教育・ヘルス)



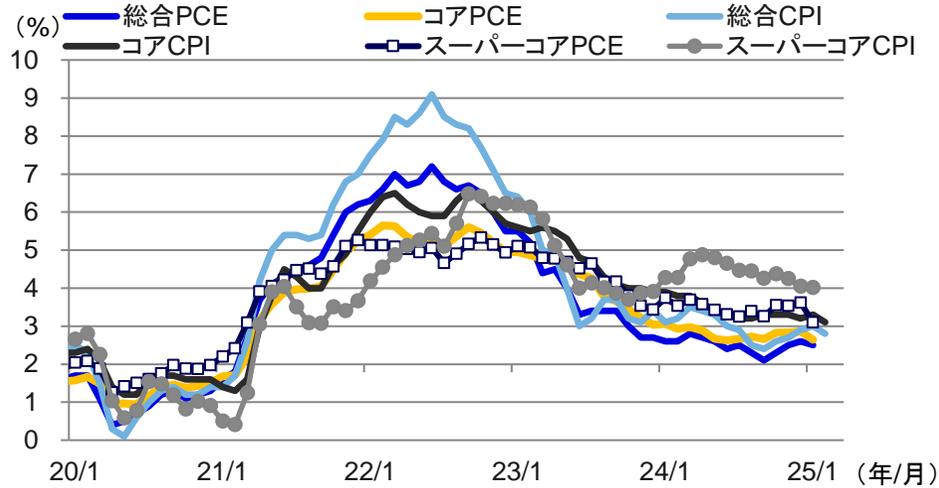
## 業種別雇用者数変化 (政府、教育・ヘルス)



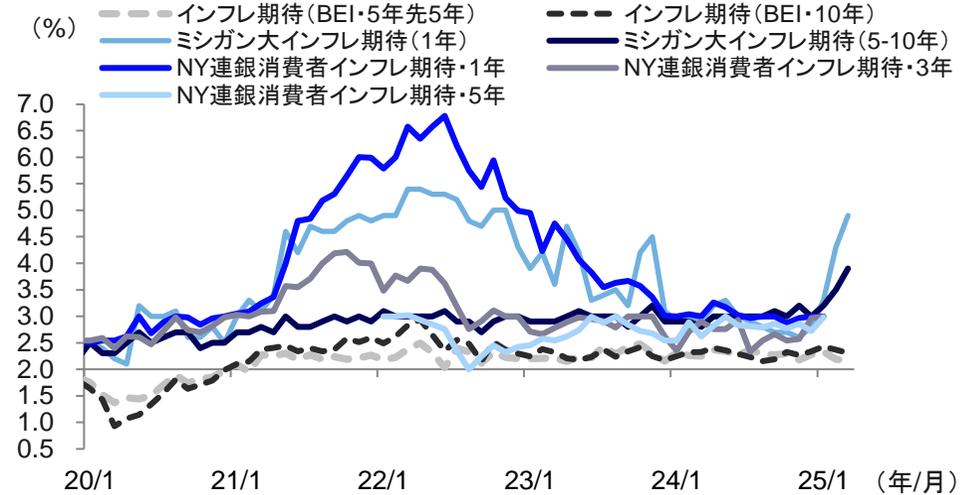
出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

# 米インフレ：バイデンインフレのお陰で勝利したトランプはインフレを加速できるのか？

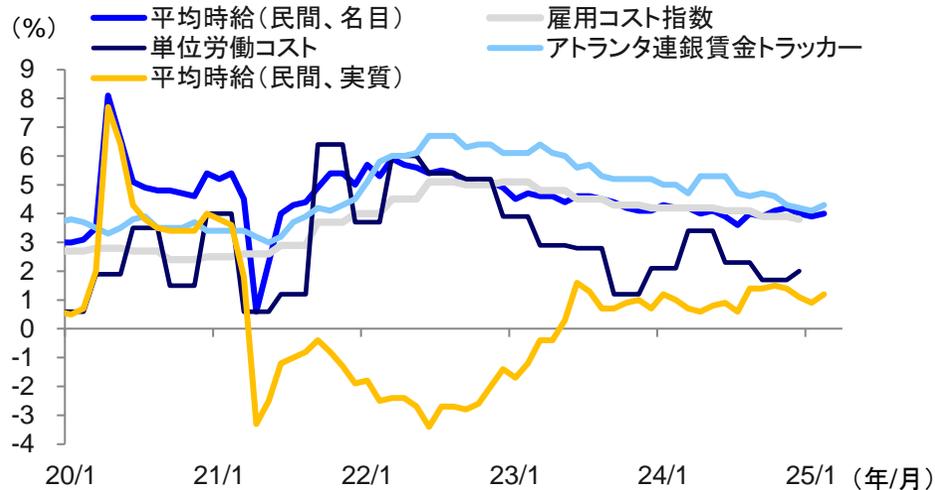
## 主要インフレ指標



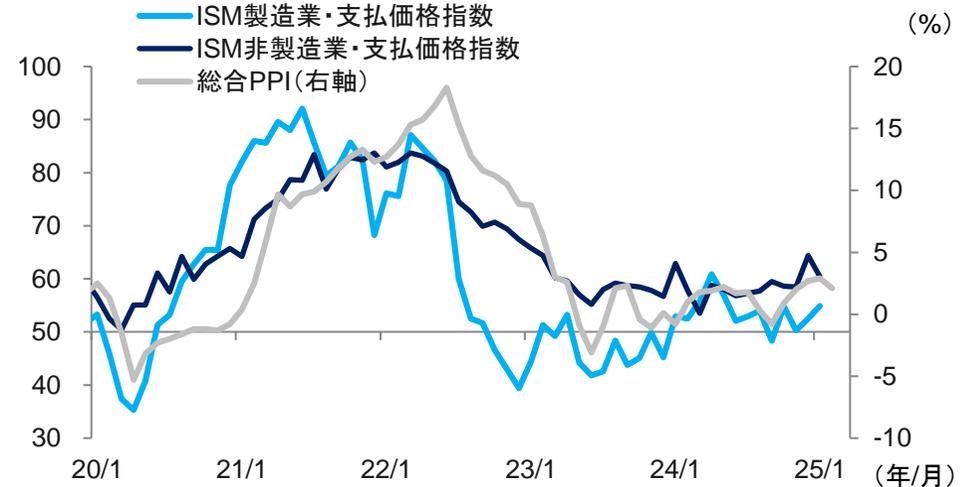
## 主要期待インフレ指標



## 賃金関連指標



## 企業の支払価格判断 (ISM支払価格指数)



出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

### <見るべきもの>

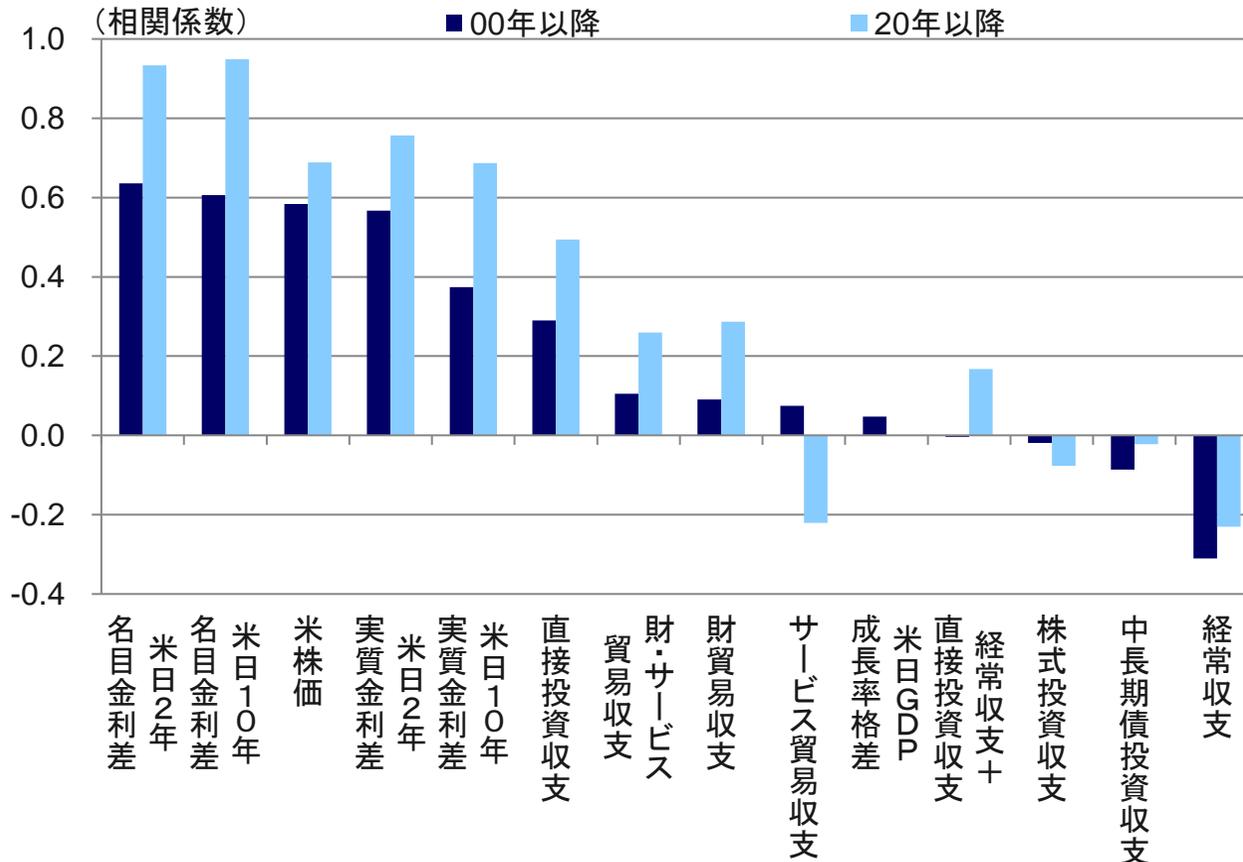
- 米日10年金利差
- 日米の10年金利、金融政策見通し
- 日米経済のファンダメンタルズ
- 米国を中心とした世界株価動向

### <見てはいけない（見ない方がいい）もの>

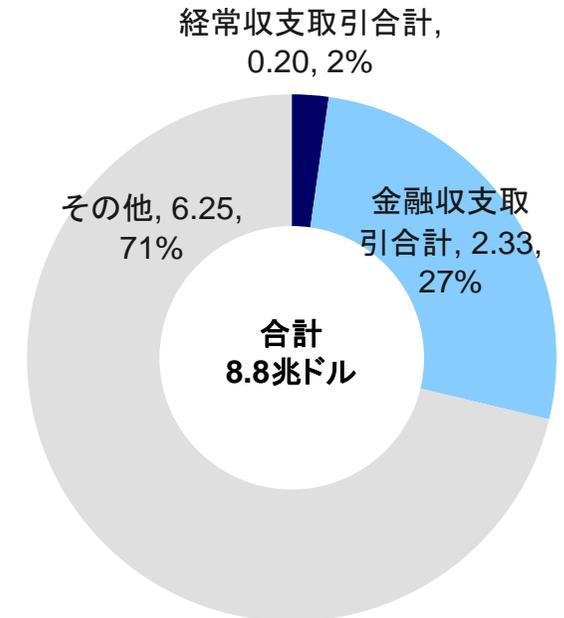
- 本邦貿易収支
- 本邦デジタル赤字
- 本邦経常収支
- 本邦直接投資収支
- 新NISAなどの対内外証券投資
- 購買力平価

## ドル/円相場と諸要因との相関係数：名目金利差が最も高く、国際収支は低い

- 米日名目金利差との相関が最も高く、近年さらに高まっている
- 国際収支関連やGDPとの相関は低い。近年高まっているが、疑似相関の可能性大
- 為替取引全体に占める本邦国際収支関連取引の比率は小さい



世界為替取引(円関連、スポット)に占める本邦国際収支取引比率 (22年4月、兆ドル/月)



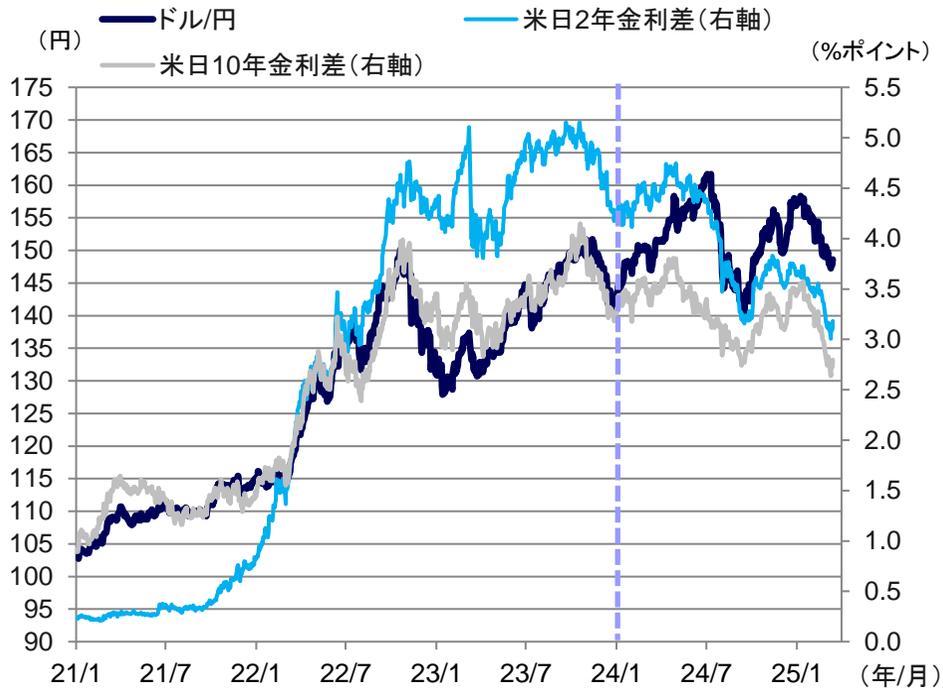
注: 国際収支項目は、黒字拡大・円高ならプラス  
出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

出所: BIS、日銀資料よりみずほ証券金融市場調査部作成

# ドル/円：米日10年金利差、米金利との連動

## 米日金利差とドル/円 (21年～)

- 2年金利は政策金利期待と、10年金利は景気・インフレ見通しと連動しやすい
- ～23年末：10年金利差と連動
- 24年初～6月：10年金利差と乖離
- 24年7月～：10年金利差に収斂
- 25年2月～：10年金利差と乖離、米2年金利と連動？



出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 米日10年金利差とドル/円 (24年～)



## 米2年金利とドル/円 (24年～)

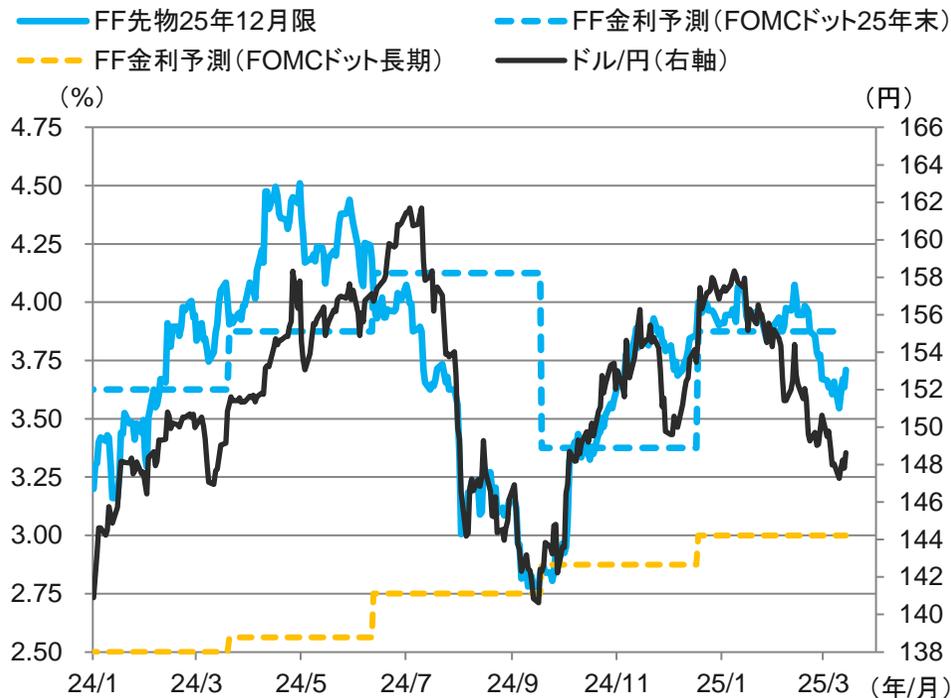


出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

# ドル/円：米利下げ期待、米株価との連動

## 米FF金利先物とドル/円

- ドル/円はFF金先市場における利下げ織り込みの変化とも連動
- 足もとはFF金先対比でドル/円は下がり過ぎの面も



出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 米株価とドル/円

- 米株価、特に半導体株価とも連動
- 特に米株価下落局面でドル/円は下落しやすい
- 米金利低下が米株高要因となる場合、ドル/円の下支えとなる可能性も



出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

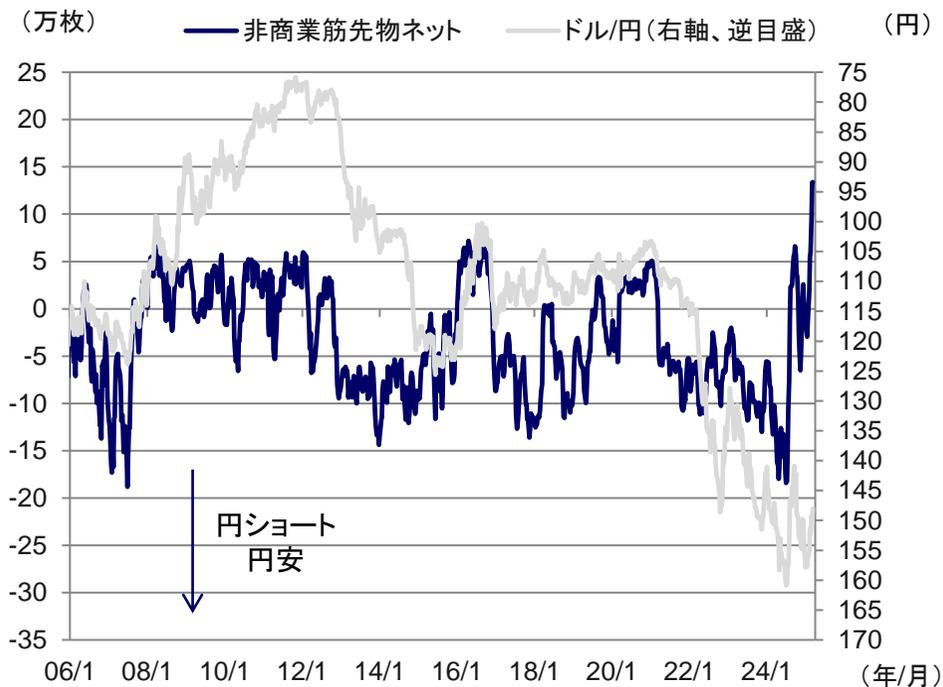
# シカゴ通貨先物市場（IMM）での円ポジション：円ロングは史上最高水準へ拡大

## 非商業筋（≒投機筋）のポジションとドル/円

世界の為替市場のごく一部だが、短期投機筋の動きを代表していると思われ注目される

円ロングは5万枚程度、円ショートは20万枚程度までしか拡大しない傾向⇒逆張り指標として注目

Bloombergティッカー：IMM5JNCN Index



出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

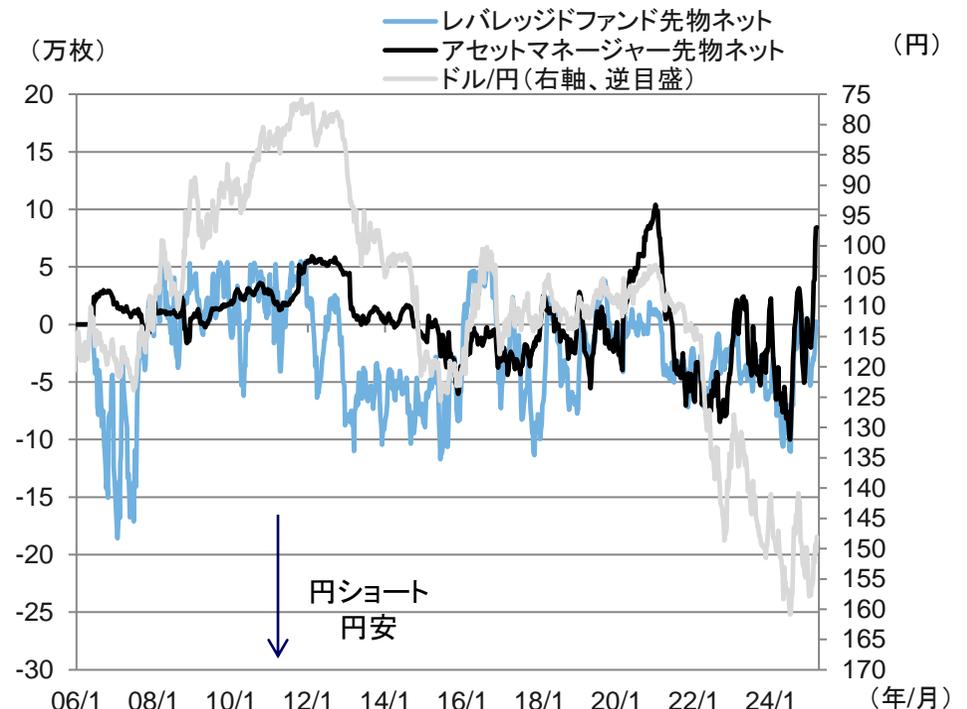
## LFとAMのポジションとドル/円

AMの方がドル/円との連動性が高い傾向

Bloombergティッカー

LF（レバレッジドファンド）：TFF1DLFN Index

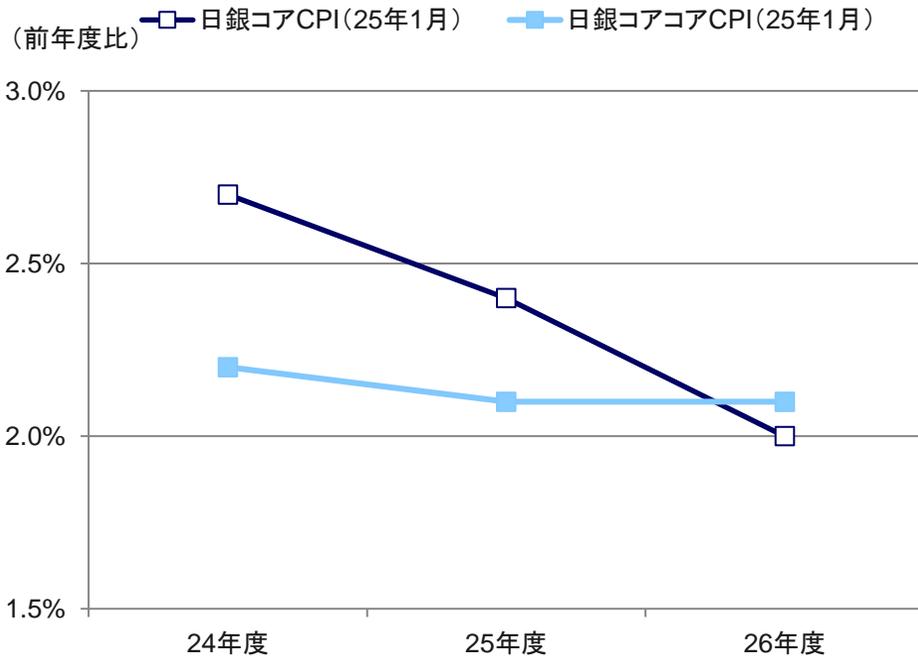
AM（アセットマネージャー）：TFF1DAIN Index



出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## <今後の政策変更ロードマップ>

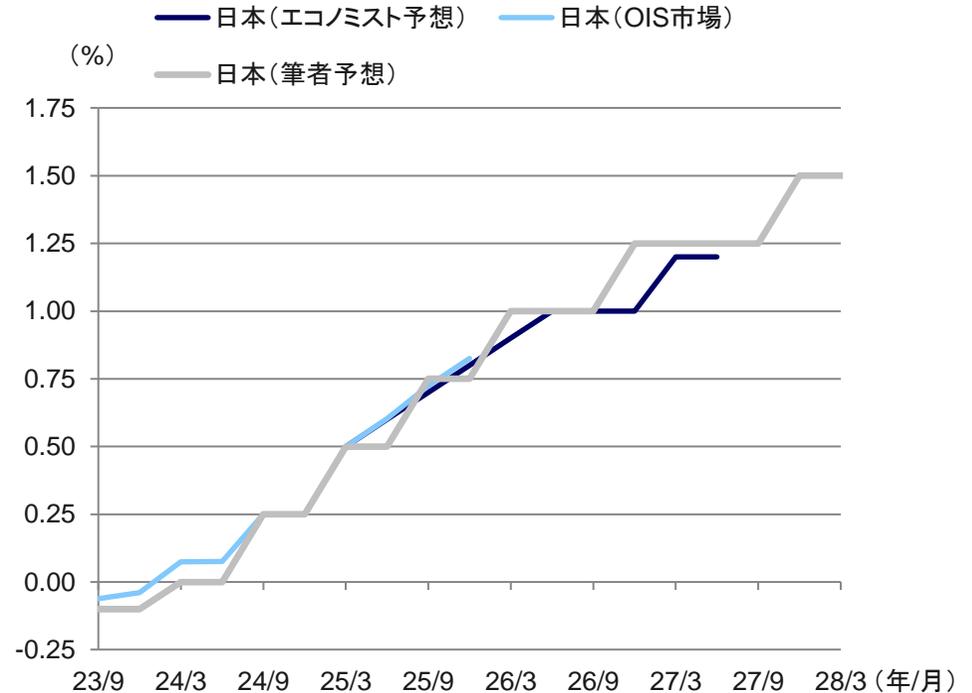
- 25-26年度にインフレ目標ほぼ達成。年に2回程度、25bpずつ利上げへ。次回は7月を予想
- 植田総裁「物価見通し実現なら見通し期間後半（26年度?）に政策は中立水準に」  
= 中立金利は？ 植田総裁は1.0~2.5%と発言



出所: 日銀資料、Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 日銀政策金利見通し

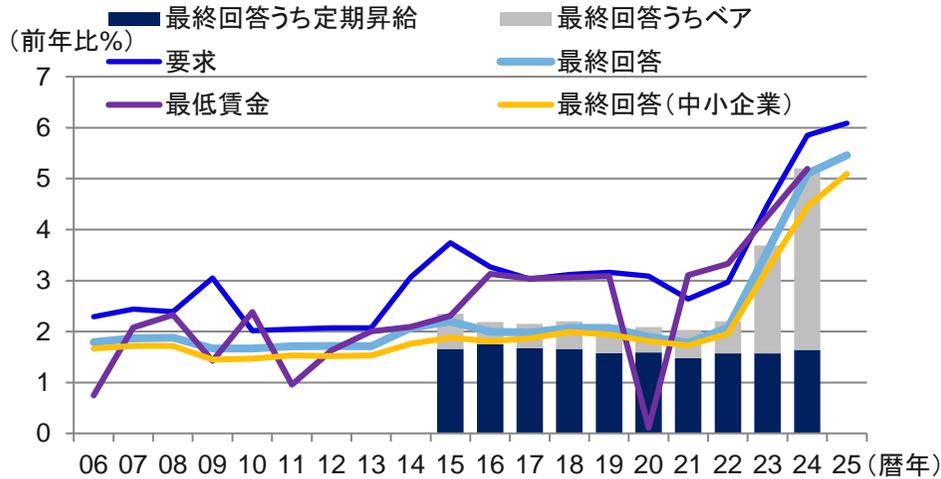
日銀審議委員らは展望レポート作成にあたり市場の政策金利予想を参考にしている  
= 市場予想程度の利上げでも物価目標達成との見通しなので、追加利上げに支障なし  
ただし植田総裁は中立に近付くと慎重化を示唆、利上げペース鈍化リスクが高まる



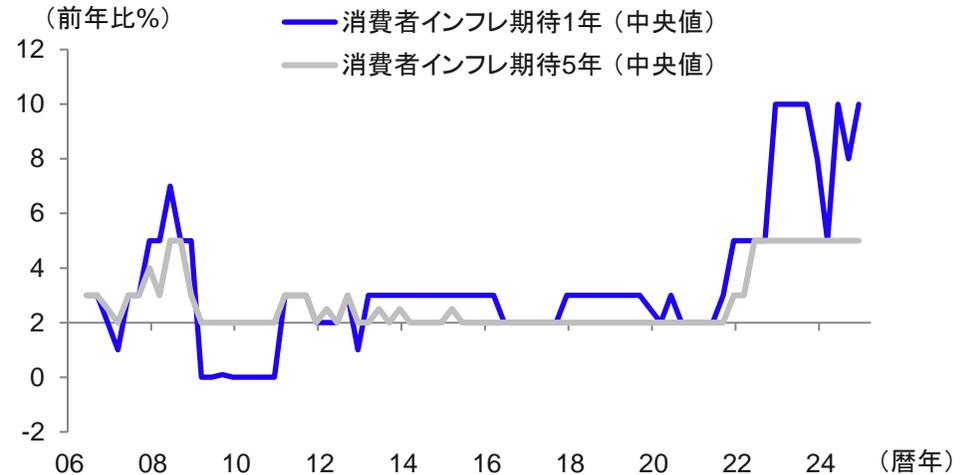
出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

# 賃金・期待インフレ：利益率改善により賃上げ継続へ/期待インフレも2%を上回る

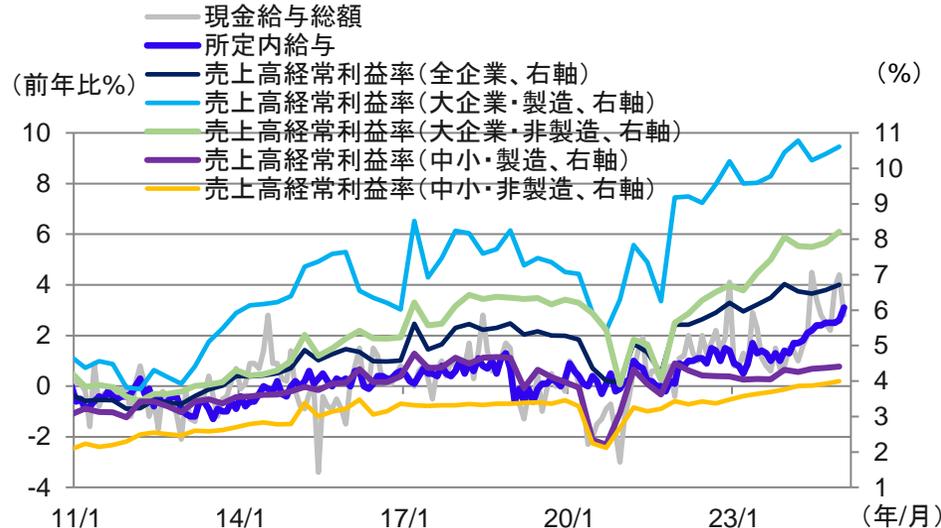
## 春闘：25年第1回集計は中小も5%超



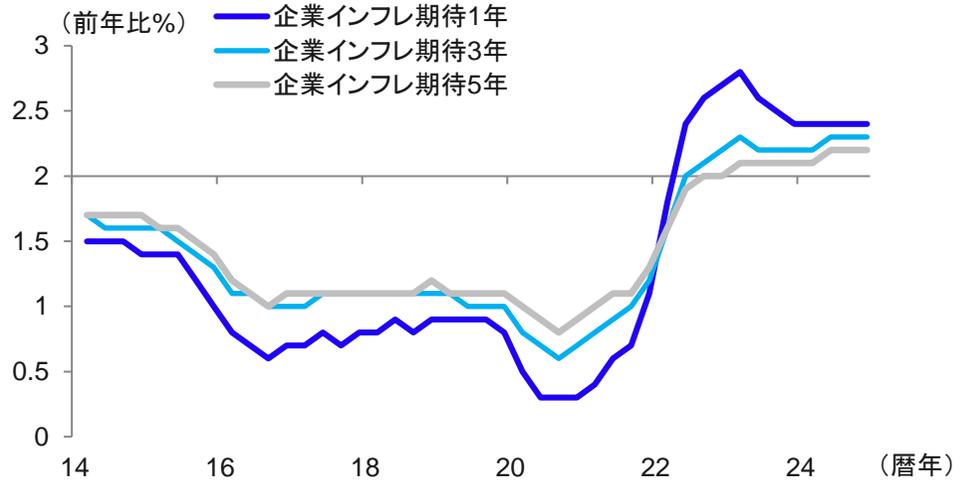
## 消費者の期待インフレ率



## 日銀短観・売上高経常利益率と給与：高い連動性



## 企業の期待インフレ率



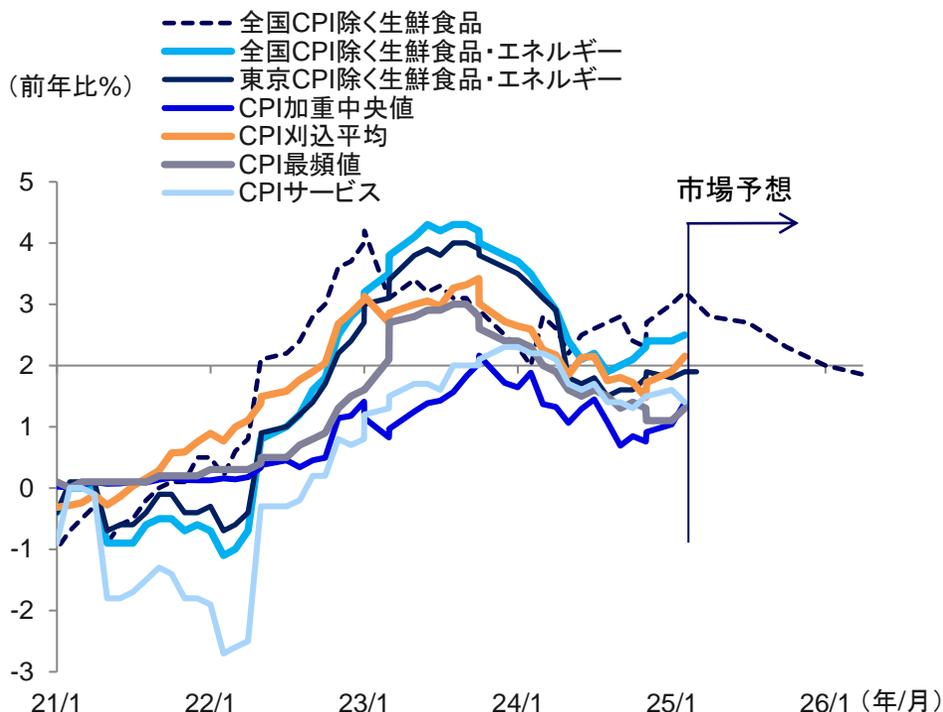
出所：連合、厚生労働省資料、Bloomberg、各種報道よりみずほ証券金融市場調査部作成

# 物価：再加速の兆し?

## 各種インフレ指標：ピークアウトも鈍化一服

総じてピークアウトしたが鈍化に一服感

一部（コアコア、サービス等）に再加速の兆しも

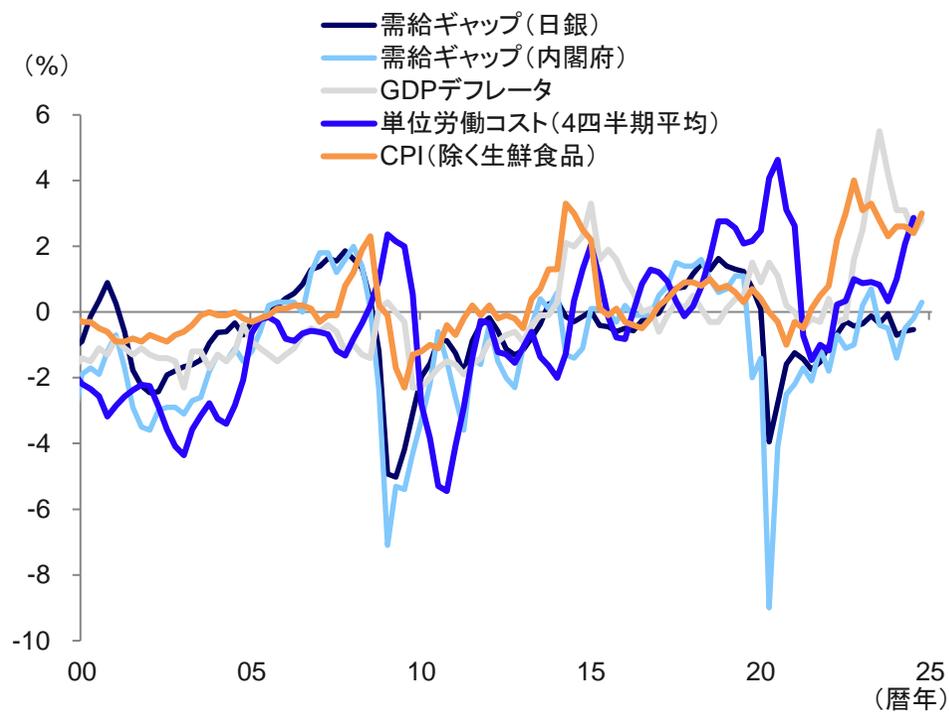


出所：日銀資料、Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 政府の「デフレ脱却」判断の4つの指標

①CPI、②GDPデフレーター、③単位労働コスト、④需給ギャップ、のうち④が出遅れ、政府はデフレ脱却宣言に至らず

ただし植田日銀総裁は需給ギャップを重要視せず



出所：日銀、内閣府資料、Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## ドル/円長期見通し（メインシナリオ）：日米経済・金利見通しを基に策定

- 本邦要因：貿易黒字縮小により過去のような円急騰が起きにくいが、脱炭素化進展で貿易黒字定着なら変化も
- 米国要因：コロナ前は低インフレ・低成長・低金利化し「長期停滞論」「日本化」が言われていた。もっとも、その後の米中分断、コロナ、ウクライナ戦争、脱炭素化等により高インフレ経済化し、高金利がドル安を抑制

【25年】米コアインフレは2.5%で高止まりも、高金利維持の長期的景気下押しリスク削減のためFedは年2回利下げし4.0%へ。日銀は半年に1回の利上げ継続するため、ドル/円は145円へ下落

【26年】米コアインフレが2%方向へ緩やかながら鈍化、Fedは年2回利下げし3.5%へ。日銀は1月に1%へ利上げし中立に到達するが、可能なら1.25%へ追加利上げへ。ドル/円は137円方向へ。トランプ減税は米経済を大きく押し上げるわけではない

【27年】米コアインフレは2%へ収束、Fedは年2回利下げし中立水準の3%へ。日銀は1.5%へさらに利上げし、ドル/円は130円へ続落しボトムを付ける

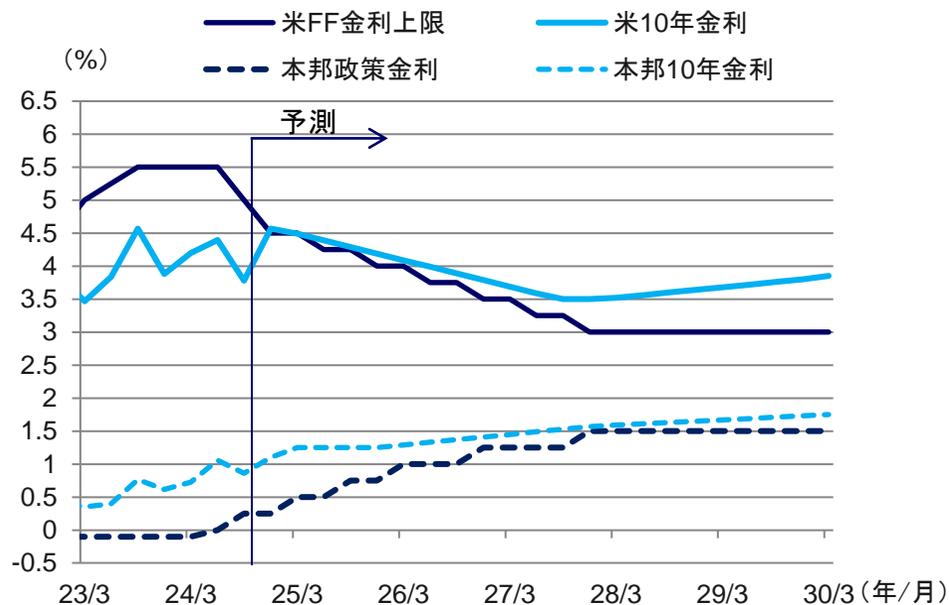
【28～29年】日米とも金融政策は中立で不変だが次期米大統領選に向けた景気刺激期待からドル/円はじり高に

通貨ペア	3/11	24年12月末	25年12月末	26年12月末	27年12月末	28年12月末	29年12月末
米ドル/円	147.8	157	145	137	130	132	134
(年間レンジ)		(140-162)	(140-160)	(125-150)	(125-145)	(125-145)	(125-145)
通貨ペア		25年3月末	26年3月末	27年3月末	28年3月末	29年3月末	30年3月末
米ドル/円		151	143	135	130	132	134
(年度レンジ)		(140-162)	(135-155)	(125-150)	(125-145)	(125-145)	(125-145)

注: 24年12月末は実績。  
出所: みずほ証券金融市場調査部

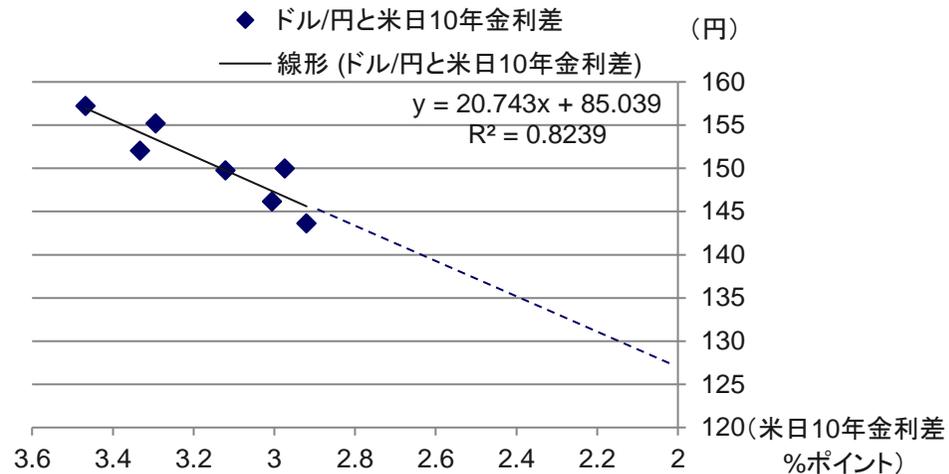
## 日米金利

FF金利は中立金利 (3%と想定) 方向へ引下げ  
 日銀は28年にかけて1.5%へゆっくりと利上げ  
 米日金利差は27年にかけて縮小継続へ

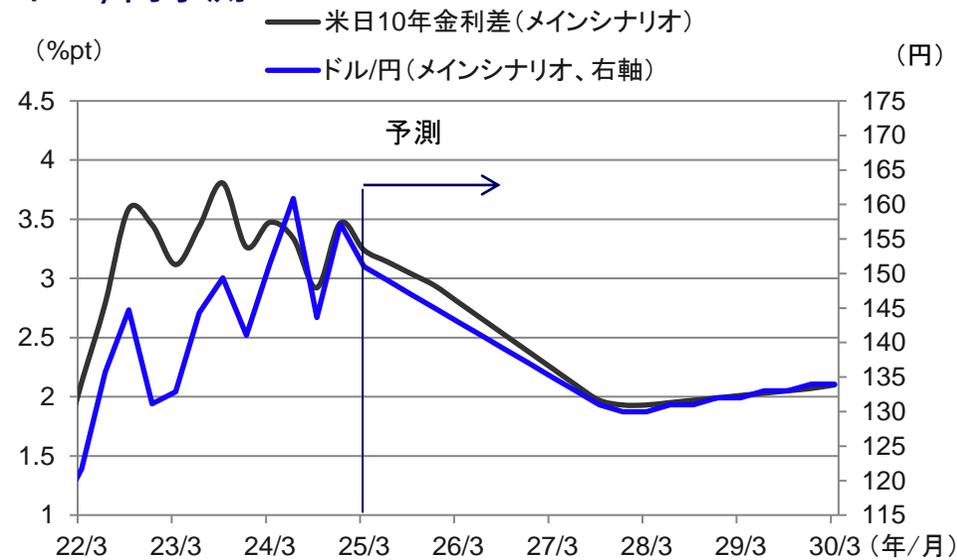


出所: みずほ証券金融市場調査部

## 24年7月~25年1月のドル/円と米日10年金利差



## ドル/円予測

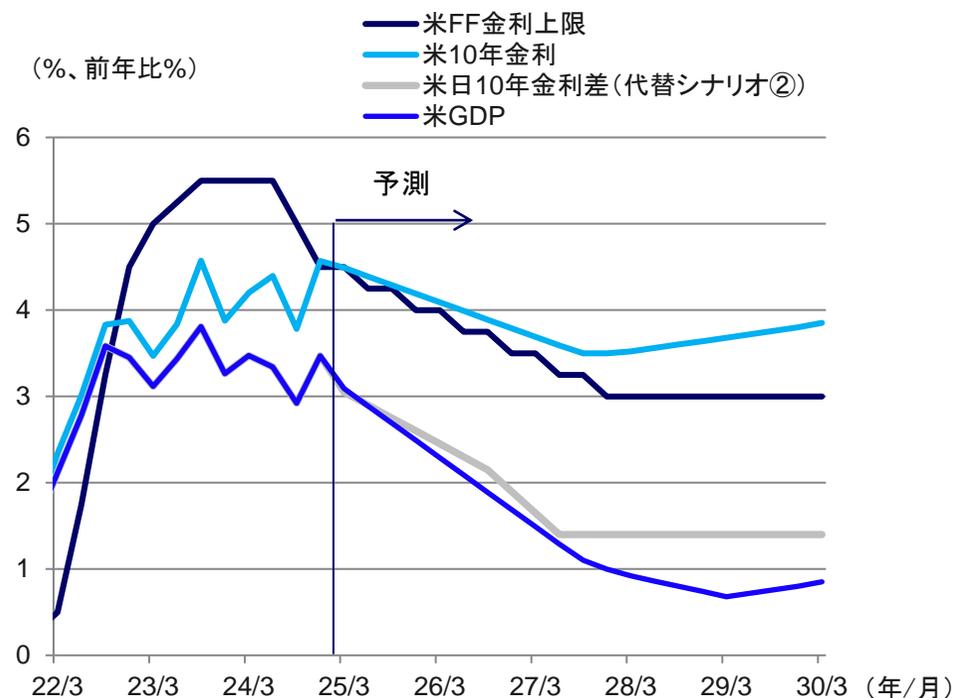


# (参考) 日米の成長率、インフレ率の長期イメージ (メインシナリオ)

## 米国

コアPCEデフレーターは2%への収束は27年までかかる

成長率は25年にかけて2%へ鈍化も、潜在成長率(1.8~2.0%)を下回らない公算

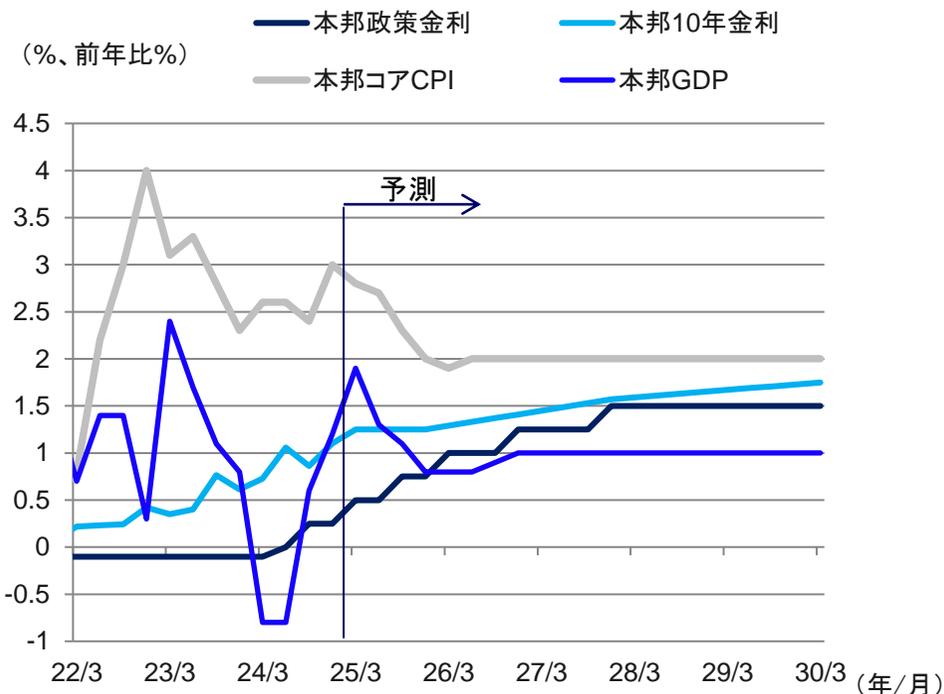


出所: みずほ証券金融市場調査部

## 本邦

成長率は潜在成長率(0%台前半)を若干上回る1%前後で推移

インフレ率は目標2%をほぼ達成へ

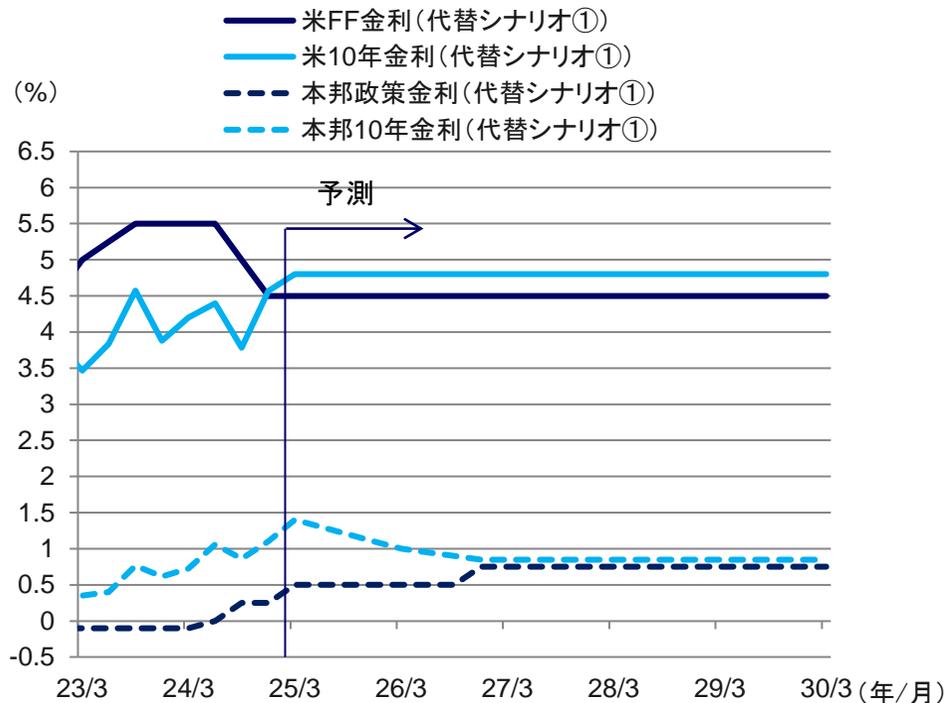


出所: みずほ証券金融市場調査部

# 長期代替シナリオ①：米利下げなし⇒165円へ

## 日米金利

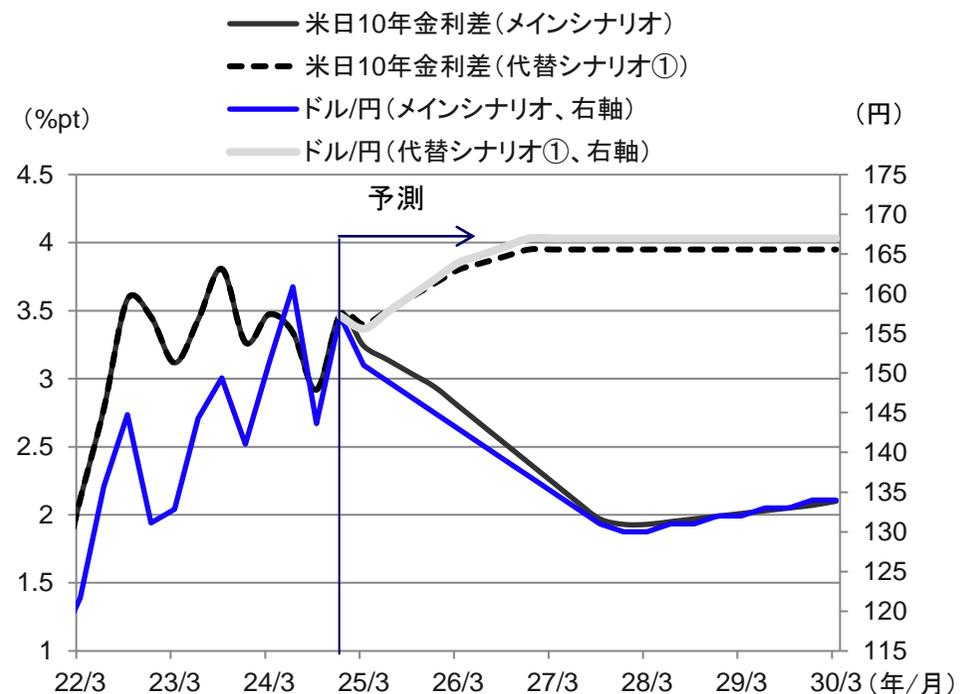
米経済が堅調継続、FF金利は4.5%で長期横ばい  
一方、日銀はあと1回しか利上げできず



出所: みずほ証券金融市場調査部

## ドル/円代替シナリオ①

金利差が拡大、ドル/円は金利差と連動し上昇



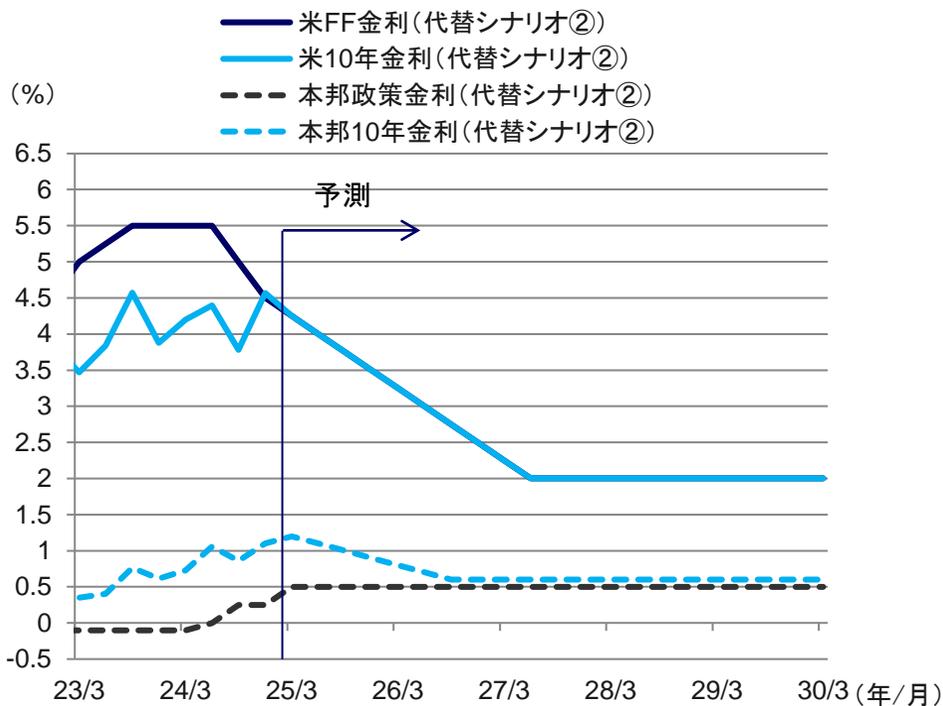
出所: みずほ証券金融市場調査部

# 長期代替シナリオ②：米景気減速・大幅利下げ⇒115円へ

## 日米金利

米景気の想定外の減速でFF金利は中立を下回る  
2.0%へ

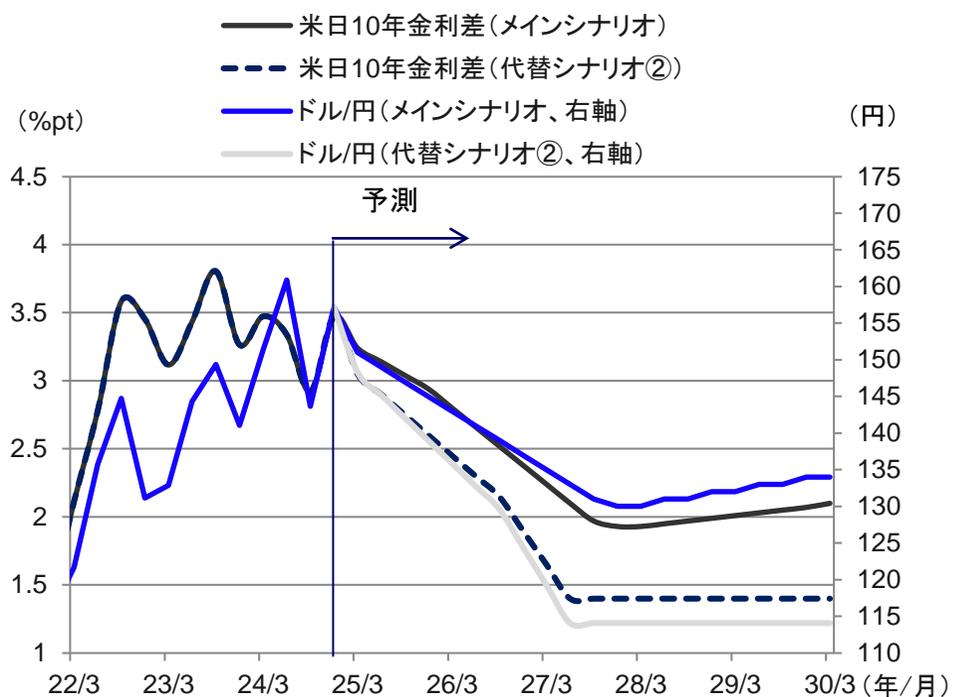
日銀も追加利上げできず0.5%で長期据え置き  
= 悪い円高シナリオ



出所: みずほ証券金融市場調査部

## ドル/円代替シナリオ②

金利差が縮小、ドル/円は金利差と連動し下落



出所: みずほ証券金融市場調査部

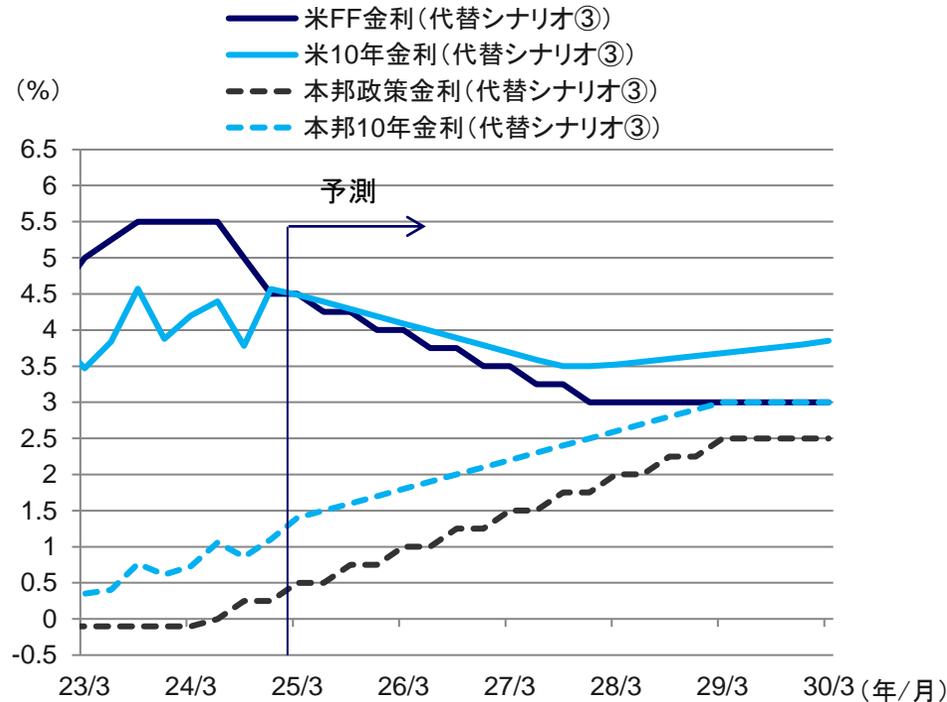
### 日米金利

FF金利は中立（3.0%）へ

日銀は日本経済活性化で中立上限2.5%へ

= 良い円高シナリオ

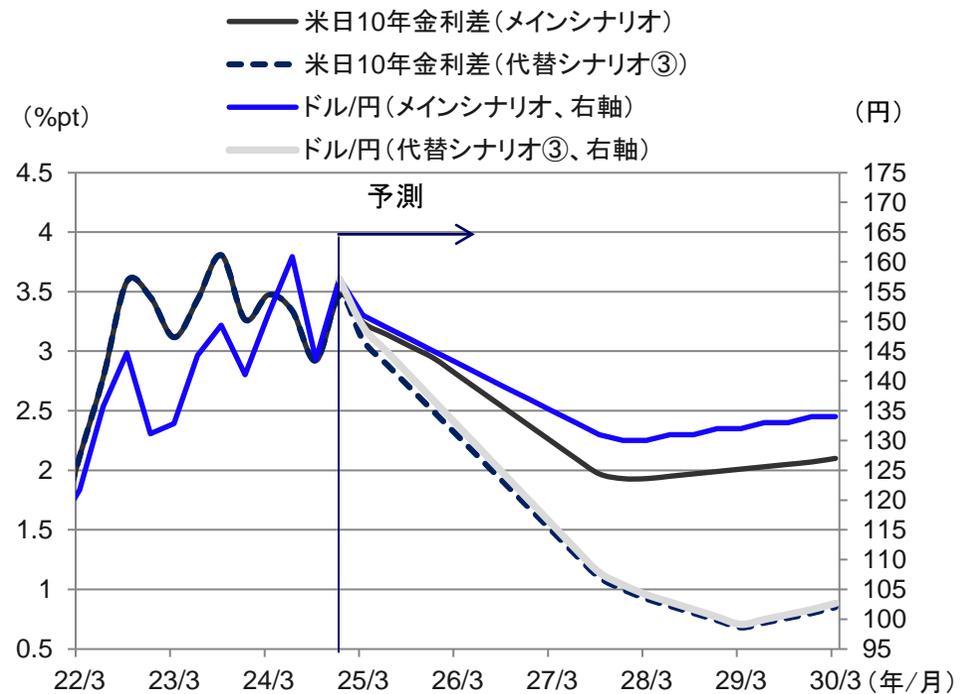
外国人労働者の大量受け入れ・定着など政策転換が必要



出所: みずほ証券金融市場調査部

### ドル/円代替シナリオ③

金利差が縮小、ドル/円は金利差と連動し下落

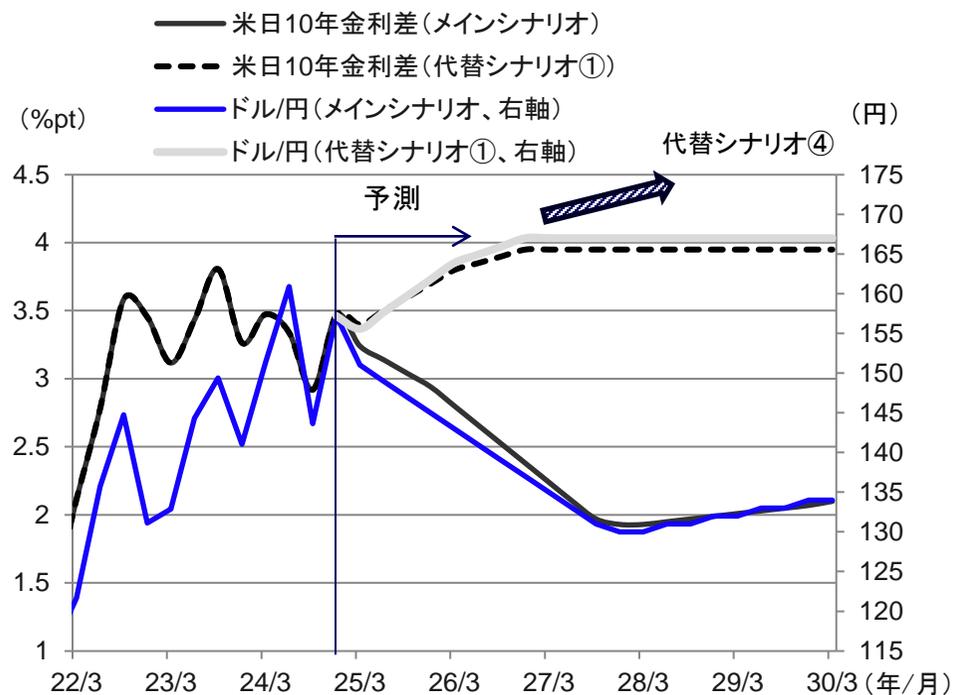


出所: みずほ証券金融市場調査部

# 長期代替シナリオ④⑤：円キャリー活発化/本邦貿易黒字化

## ドル/円代替シナリオ④

FF金利の長期高水準横ばいで円キャリー取引活発化  
 ⇒金利差横ばいでもドル/円は上昇、175円方向へ



出所: みずほ証券金融市場調査部

## ドル/円代替シナリオ⑤

本邦貿易収支が黒字化  
 ⇒ドル/円は金利差と関係なく100~120円へ下落  
 本邦の輸出競争力向上か、脱炭素化進展による輸入減少が必要…



出所: みずほ証券金融市場調査部

## 歴史的円安の是正に必要な対策は？

### ① 潜在成長率を高める構造改革・成長戦略の実行＝本邦金利上昇余地拡大

- ◎ 移民（外国人労働者とその家族）流入による人口増、人的資本の質的向上、企業・研究機関の研究開発支援による技術進歩向上等＝本邦金利の上昇余地拡大

### ② 対外収支改善策＝需給面での円売り抑制：ただし正攻法は時間がかかる

- ◎ 再生可能エネルギー・原子力へのシフト加速による化石燃料輸入依存引き下げ：政府は30年度までに電源構成における火力を足もとの73%から41%へ引き下げる計画
- ◎ インバウンドのさらなる拡大？ 政府は2030年までに来日外客数を6,000万人へ増やす計画（19年の倍）
- ◎ 輸入代替策（医薬品、食料など）・日本の輸出拠点化（輸入減少・輸出増加）
- ◎ 対日直接投資促進（半導体は成功）
  - ⇒ 輸入代替策、対日直投促進には、労働力不足解消が必要
- △ リパトリ減税？ 米国（05年、HIA）では資金還流時の高率課税がネックだったため時限的減税措置が奏功したが、日本では国内の投資機会が少なく、国内資金（内部留保：24年3月末で601兆円）が余る中、海外留保利益残高（23年3月末で55.0兆円）の還流インセンティブは低い。09年度より既に海外子会社からの配当の95%は国内で益金不算入



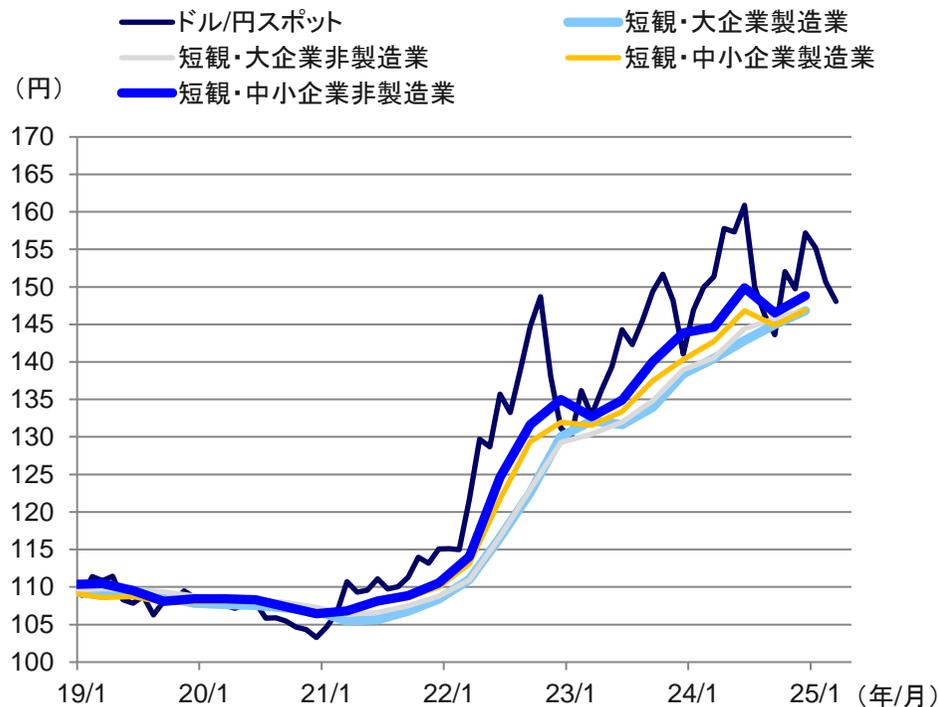
# 事業計画の前提、損益分岐点となるドル/円は？

## 事業計画の前提となるドル/円相場

短観回答企業の事業計画の前提（右の採算レートとは異なる） = 居心地の良い水準？

この水準対比での上下動が業績・株価に影響

小林日商会頭「中小企業が心地よい水準は120～125円」（24年8月17日）



出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 採算レート（損益分岐レート）

財務省は採算レートも一要因として為替介入の必要性を判断している可能性

企業の回答ベースであるため、輸出企業（主に製造業）は高めに、輸入企業（主に非製造業）は低めに回答している可能性も

実勢相場が円高化すれば、採算レートも円高化へ



出所: Bloomberg、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」資料よりみずほ証券金融市場調査部作成

# 米日実質金利差（短期）：名目金利差より連動性が低い本邦期待インフレは為替の影響を受ける

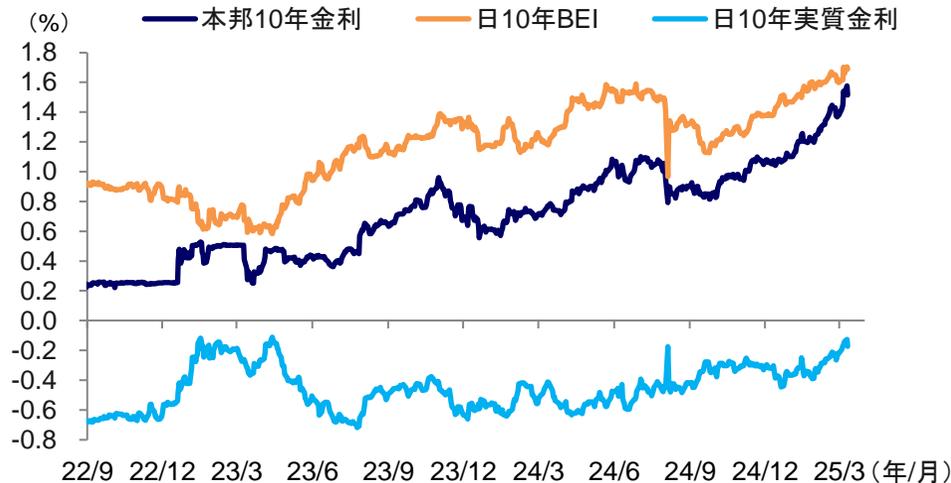
## 米10年名目金利、BEI、実質金利



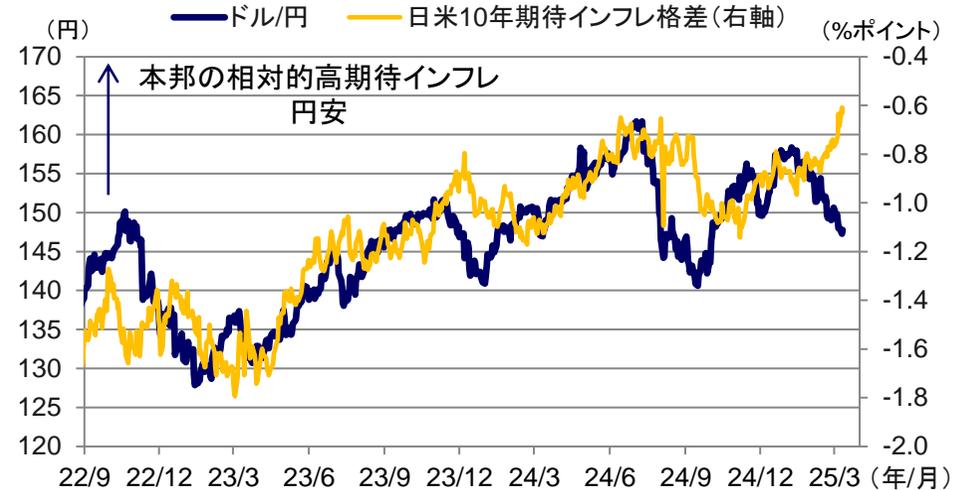
## 米日10年実質金利差とドル/円



## 本邦10年名目金利、BEI、実質金利



## 日米期待インフレ格差とドル/円

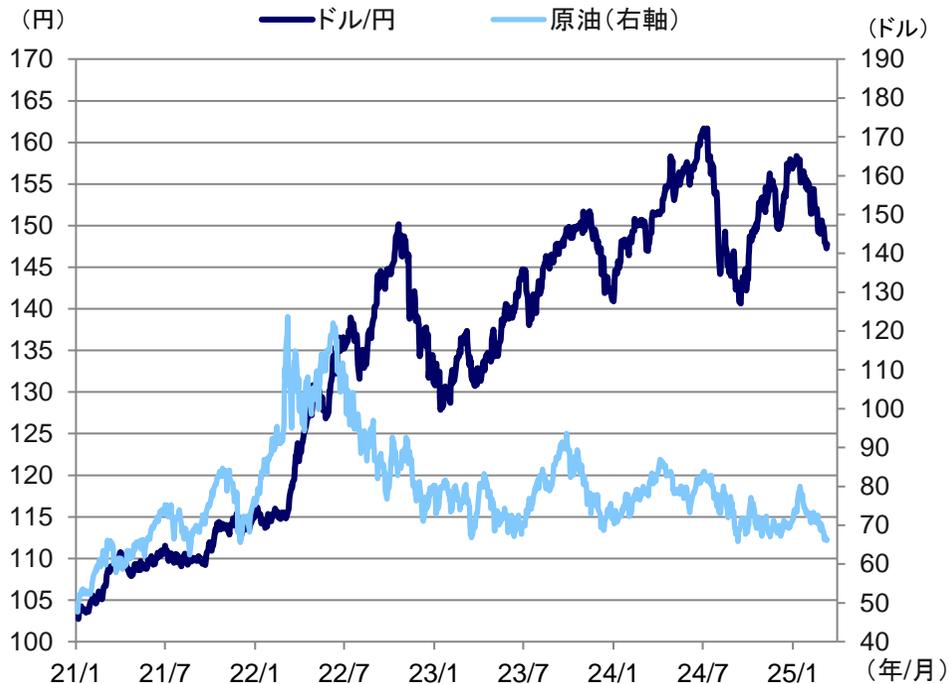


出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

# 原油、本邦貿易収支とドル/円：連動性は低い

## 原油価格とドル/円（21年以降）

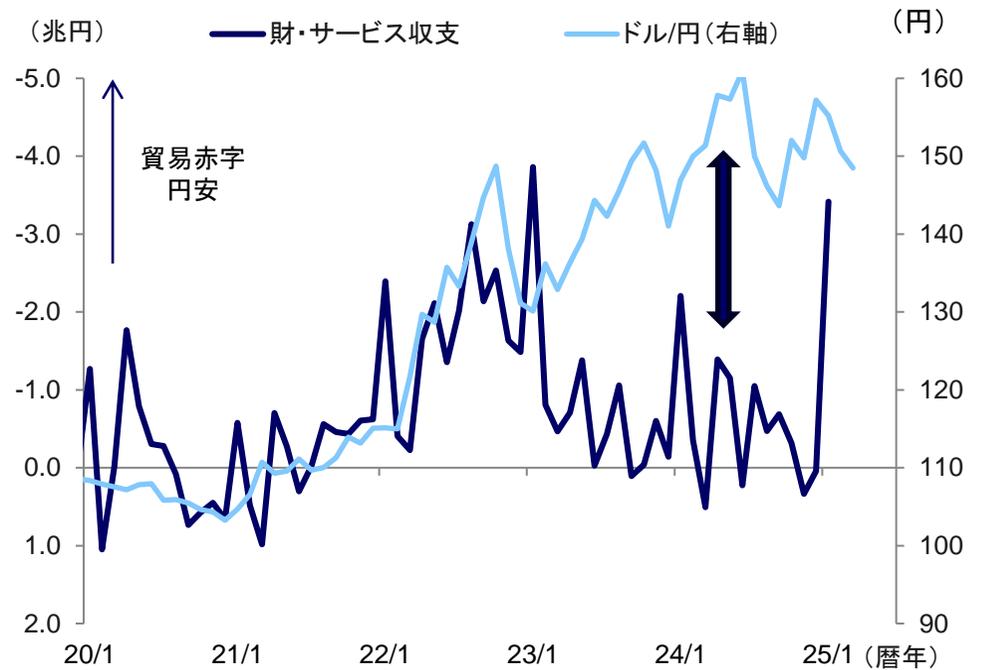
原油価格上昇⇒本邦貿易収支悪化⇒円安  
⇒原油の円建て輸入価格上昇  
⇒本邦貿易収支悪化⇒円安という悪循環も  
22年入り後は連動性が低下



出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 本邦貿易収支とドル/円（長期）

長期的に見て連動性は低い  
21-22年の高い連動性は例外的  
23年以降は貿易赤字が縮小する中で円は下落



出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

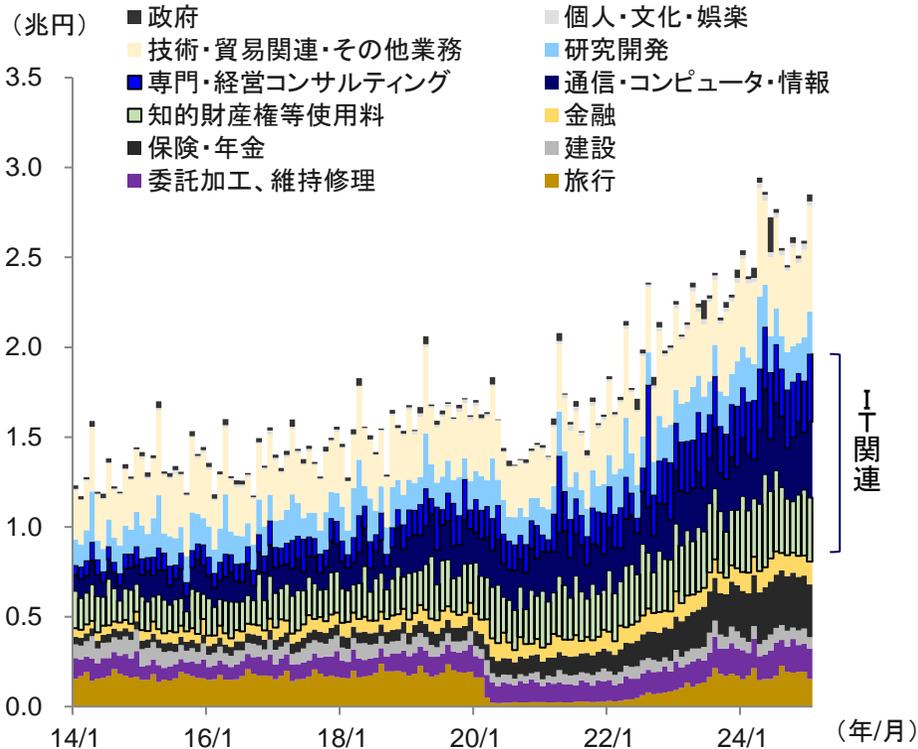
# 「デジタル赤字」 サービス輸入はIT関連中心に増加も、インバウンドが相殺

## 品目別サービス輸入

IT関連が増加傾向 = IT産業の国際競争力が弱い

「専門・経営コンサルティング」 ネット広告など  
「通信・コンピュータ・情報」 クラウド、ウェブ会議など

「知的財産権等使用料」 動画・音楽サブスクなど



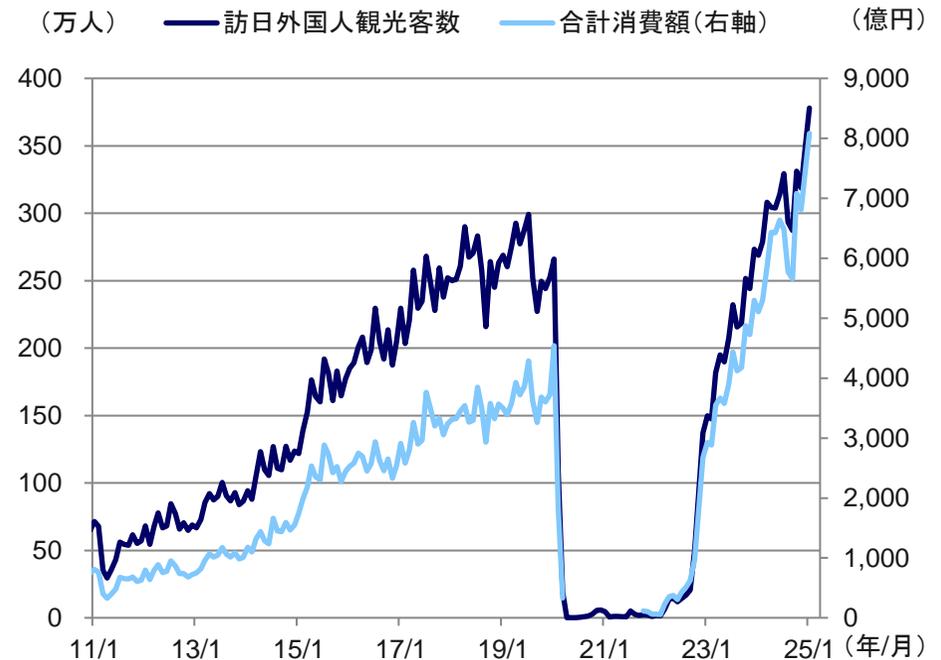
出所: 日銀資料よりみずほ証券金融市場調査部作成

## 訪日外国人観光客数と消費額 (月次)

訪日外客の消費はサービス輸出の「旅行輸出」

円安もあり一人当たり消費額が増加、合計消費額はコロナ前を上回る

訪日外客数はコロナ前の水準を回復

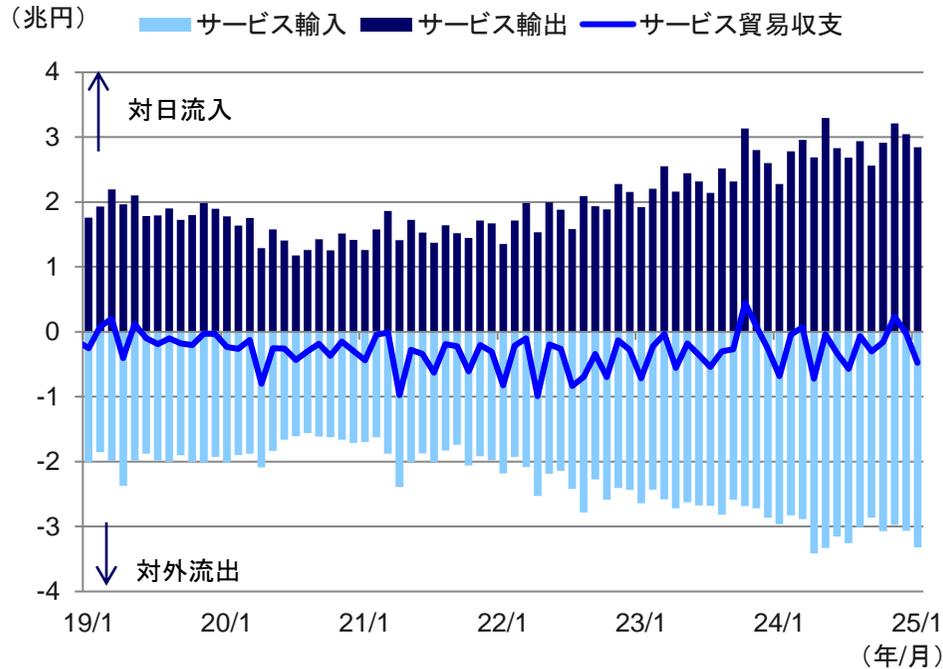


出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

# サービス貿易赤字は拡大傾向ではない

## サービス貿易収支

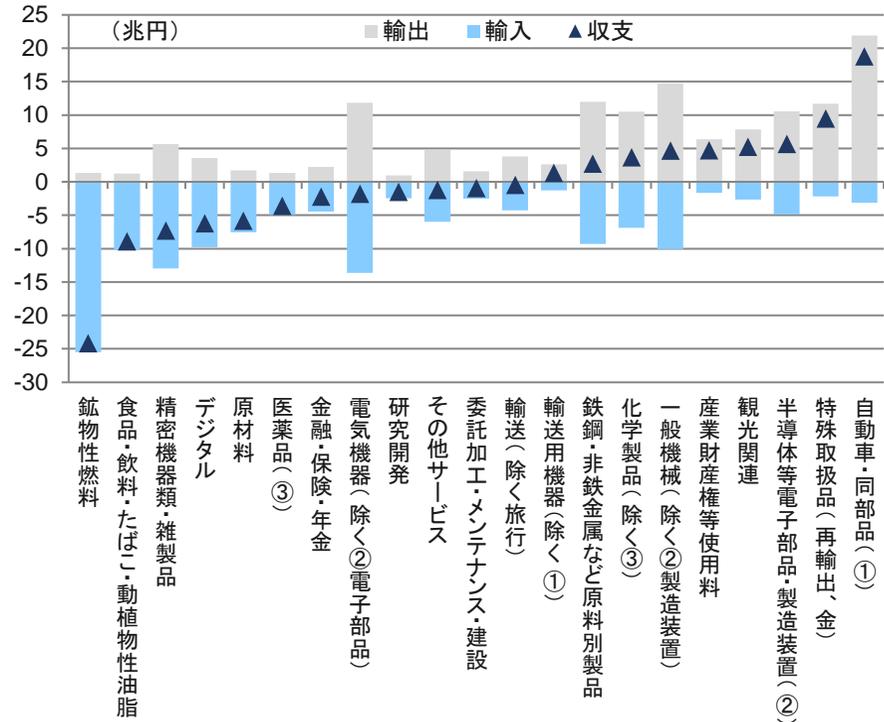
サービス輸入増加も、旅行輸出増加もあってサービス輸出が増加しているため、サービス貿易赤字は拡大していない



出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 品目別貿易収支 (24年)

鉱物性燃料の赤字が貿易赤字の元凶。ただし食品、精密機器、デジタル、医薬品の赤字も懸念材料  
一方、世界的なEV化にもかかわらずハイブリッド再評価もあり自動車の黒字は大きい

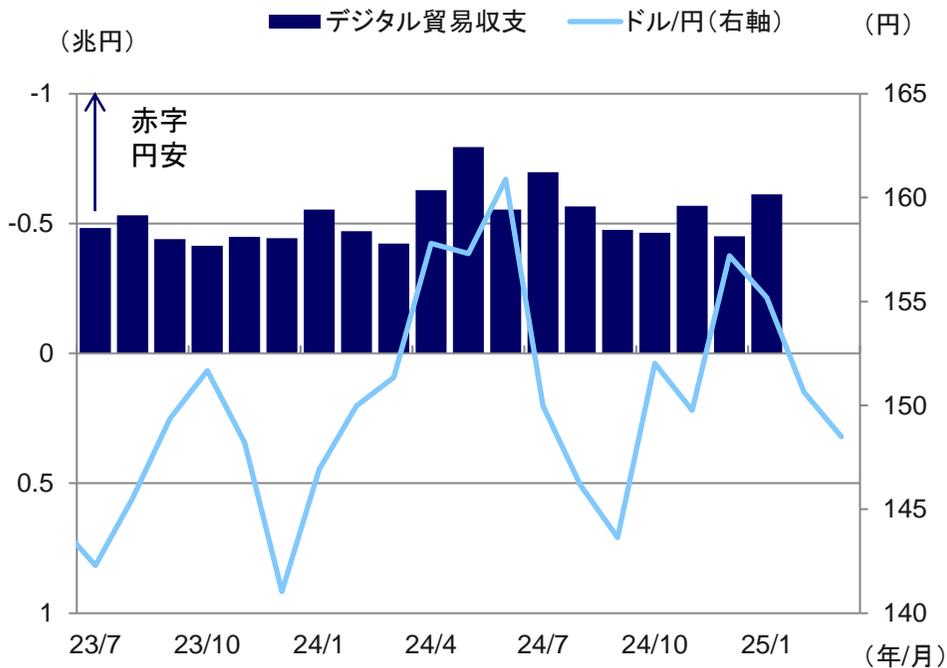


出所: 本邦税関資料よりみずほ証券金融市場調査部作成

# デジタル赤字、直接投資収支赤字とドル/円：連動性は低い

## 本邦デジタル貿易収支とドル/円（21年以降）

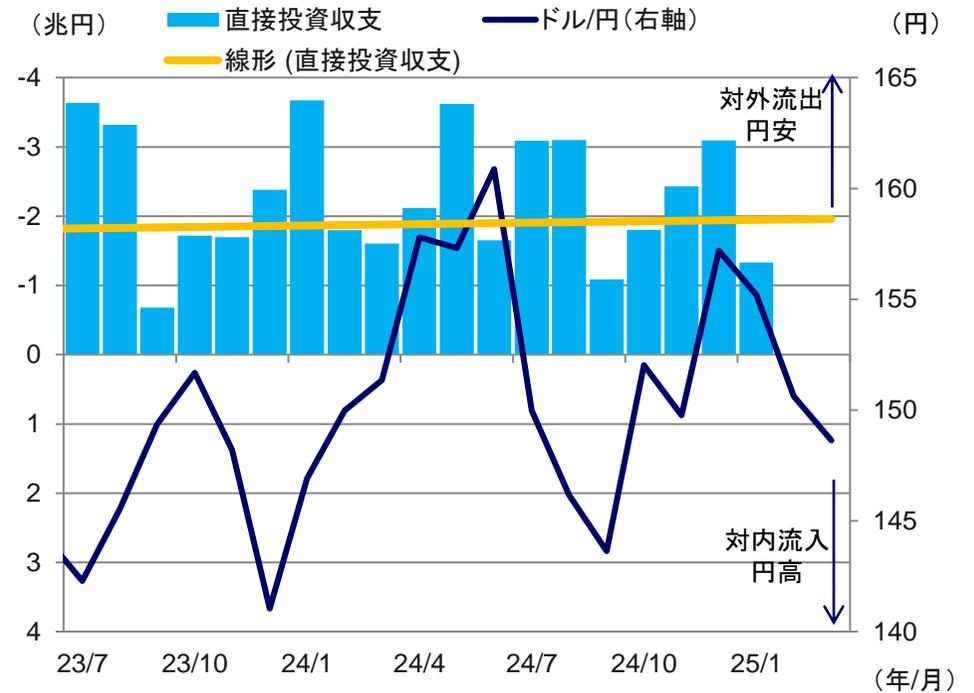
毎月0.5兆円前後の赤字（円売り）傾向だが、ドル/円は下落する（円高化する）時も多い



出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 本邦直接投資収支とドル/円

毎月2兆円前後の赤字（円売り）傾向だが、ドル/円は下落する（円高化する）時も多い



出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

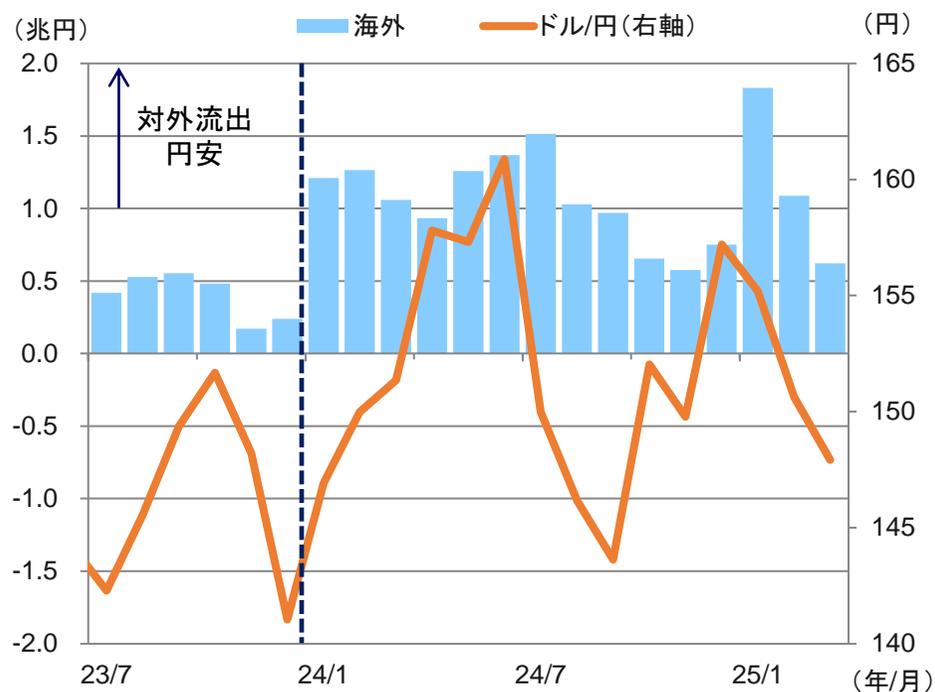
# 新NISA経由の円売りで円安になったのか？

## 新NISA対象投信への資金流入額（推計）

24年入り後は新NISAの影響もあり海外投信を中心に流入が倍以上に増加

24年7-9月は月間1兆円の海外投信への流入（円売り）が続いたが円は急騰

25年1月は海外投信への流入加速も円安化せず



注: 25年3月は11日まで。

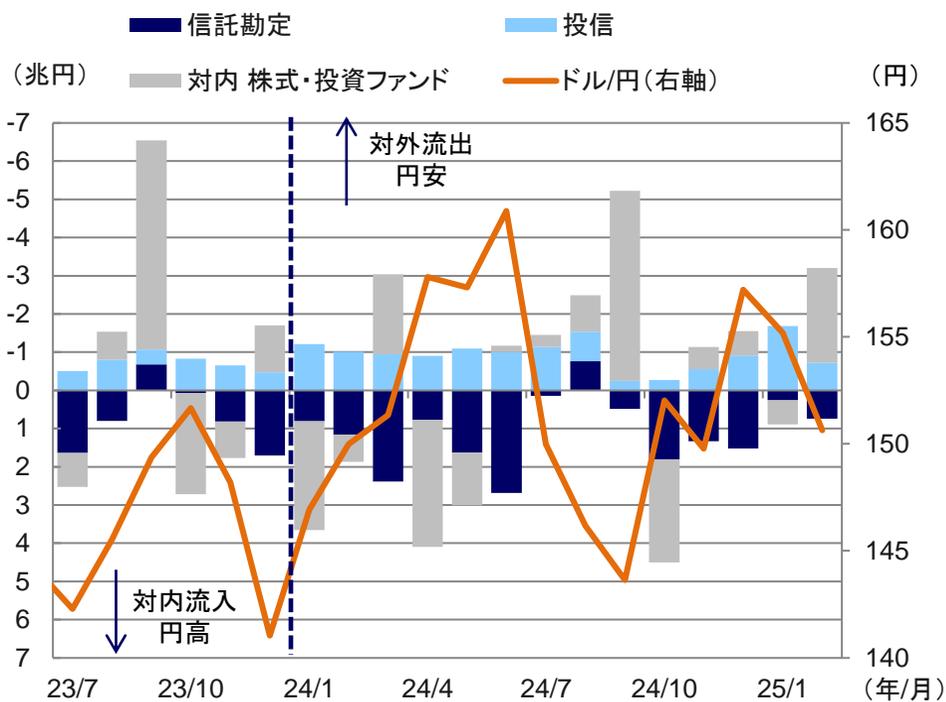
出所: 投信協会、金融庁資料、Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 対内外株式投資（主体別抜粋、月次）

24年1-6月、10-12月の円安局面では新NISA経由の円売りより信託勘定（年金）の外株売りや海外投資家の日本株買いによる円買いの方が大

7-9月はフローが円売りに傾いたが円高化

10月はフローが円買いに傾いたが円安化



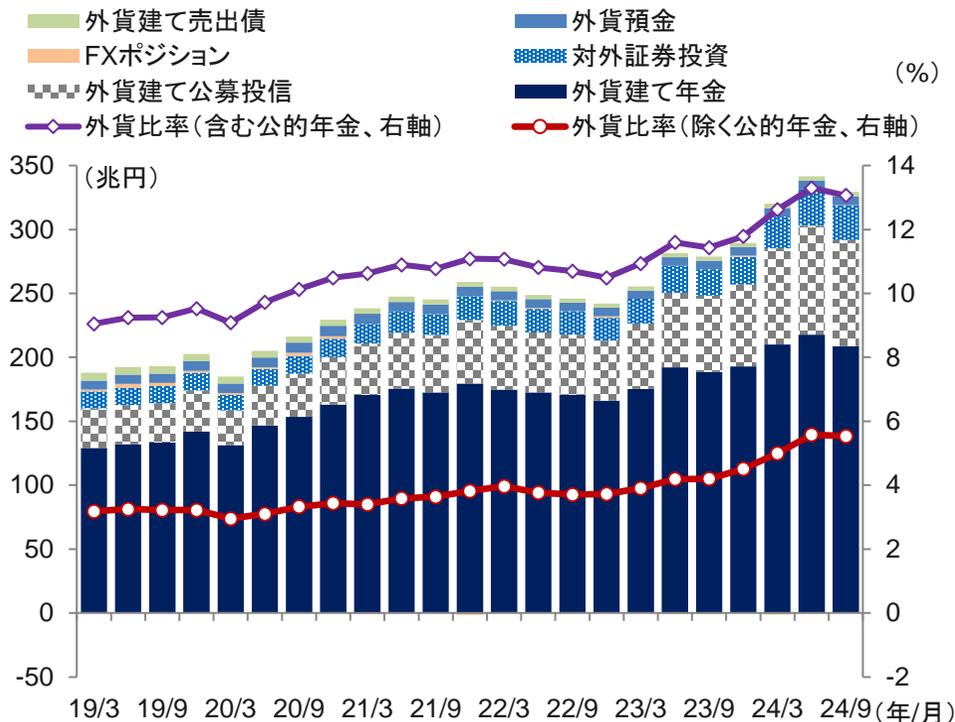
出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 家計の外貨資産

外貨資産は121兆円、年金を加えれば329兆円

これまでの増加は大半が円安と海外資産価格上昇  
(債券価格、株価) による

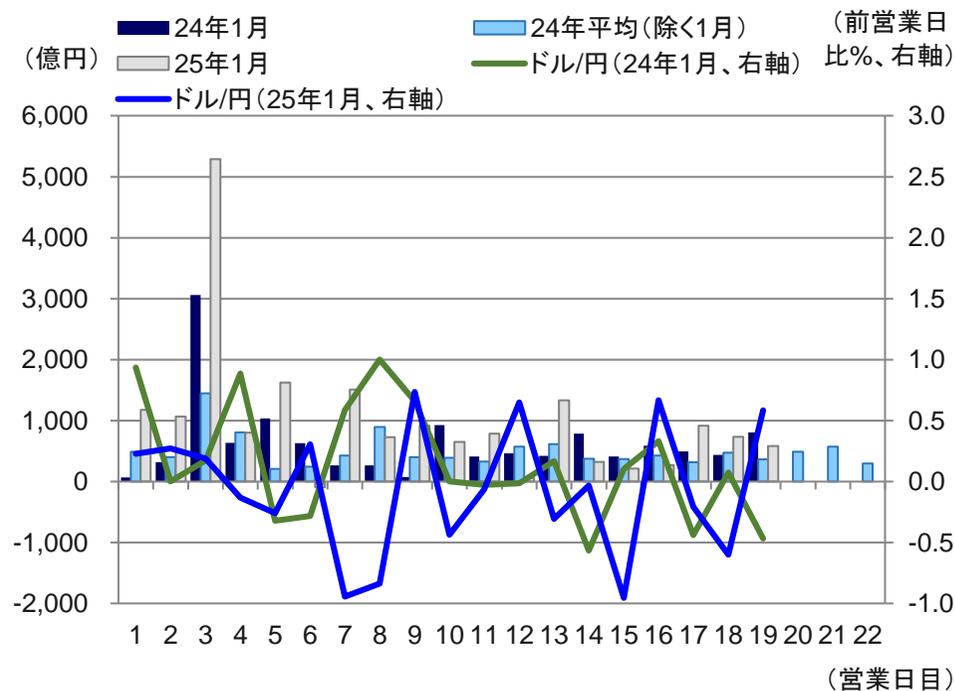
外貨投資比率 (足もとで5%台) は低過ぎ、今後  
10%程度へ増加する余地も



出所: 日銀資料等よりみずほ証券金融市場調査部作成

## 新NISA対象海外投信への日次資金流入額 (推計)

積み立て投資の自動引き落としが第1営業日、実  
際の投信買い付けは第3営業日となる傾向  
ただし第3営業日の円安傾向は見られない

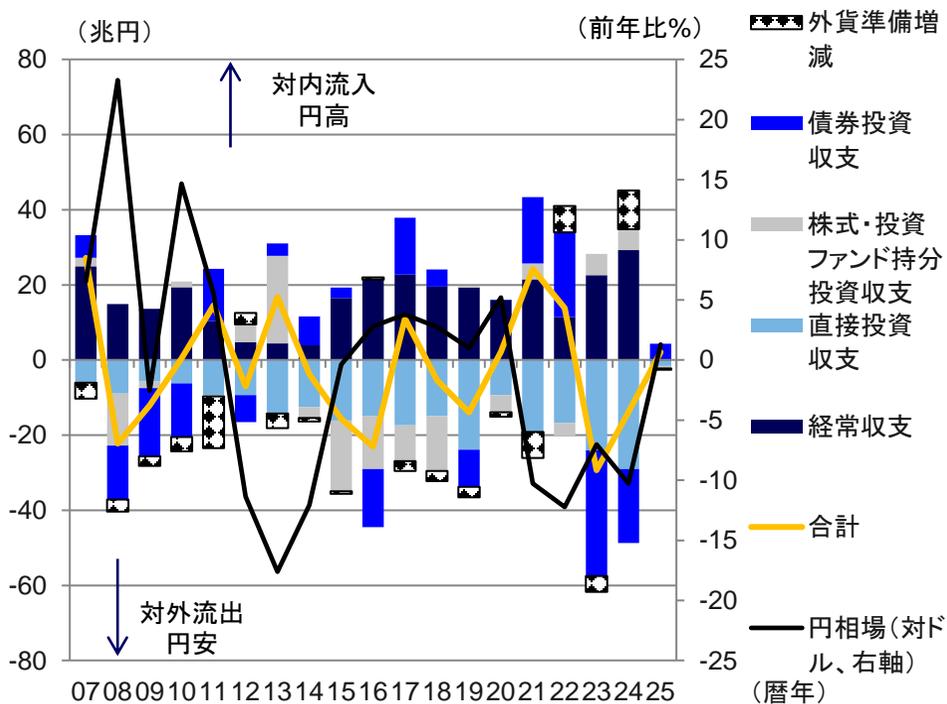


出所: 金融庁、投信協会資料、Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

# 国際収支と為替：連動性が低い

## 本邦の主要国際収支フロー（暦年）

第一次所得収支黒字中心の経常黒字からくる円高圧力を、直接投資収支赤字で概ね相殺してきた



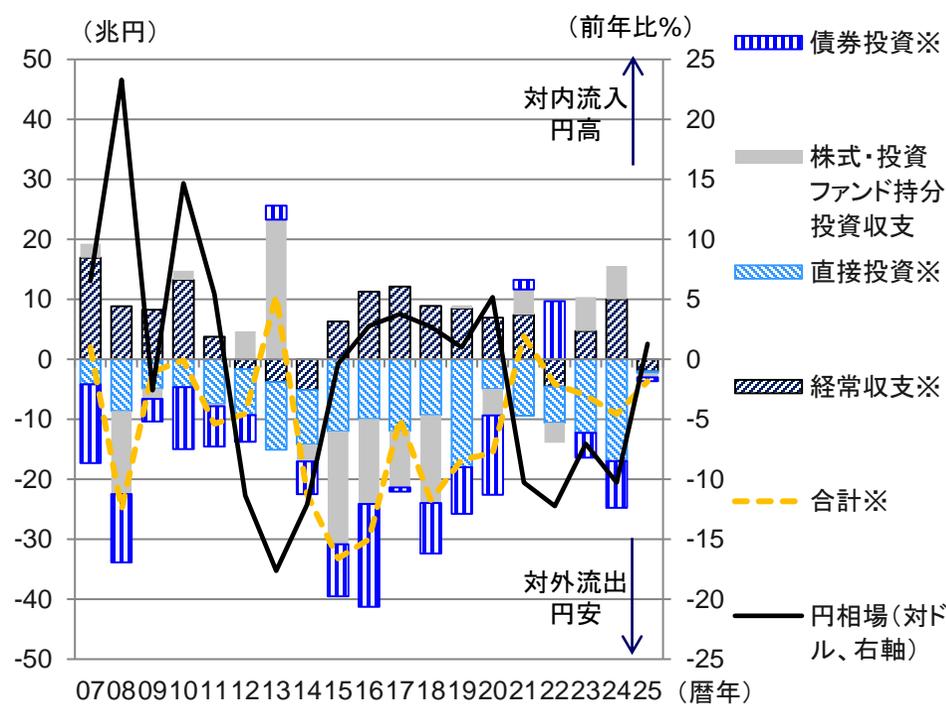
注: 25年は1月まで。  
出所: Bloomberg、日銀、財務省資料よりみずほ証券金融市場調査部作成

## 本邦の主要国際収支フロー（調整後）

為替に影響が小さい項目を除く

- ※経常収支 - (再投資収益、証券投資収益の半分)
  - ※直接投資 - 収益の再投資 (= 上述の再投資収益)
  - ※債券投資 - (短期債収支、対内投資、銀行の対外投資)
- ⇒合計フローと円相場の変動の連動性は低い

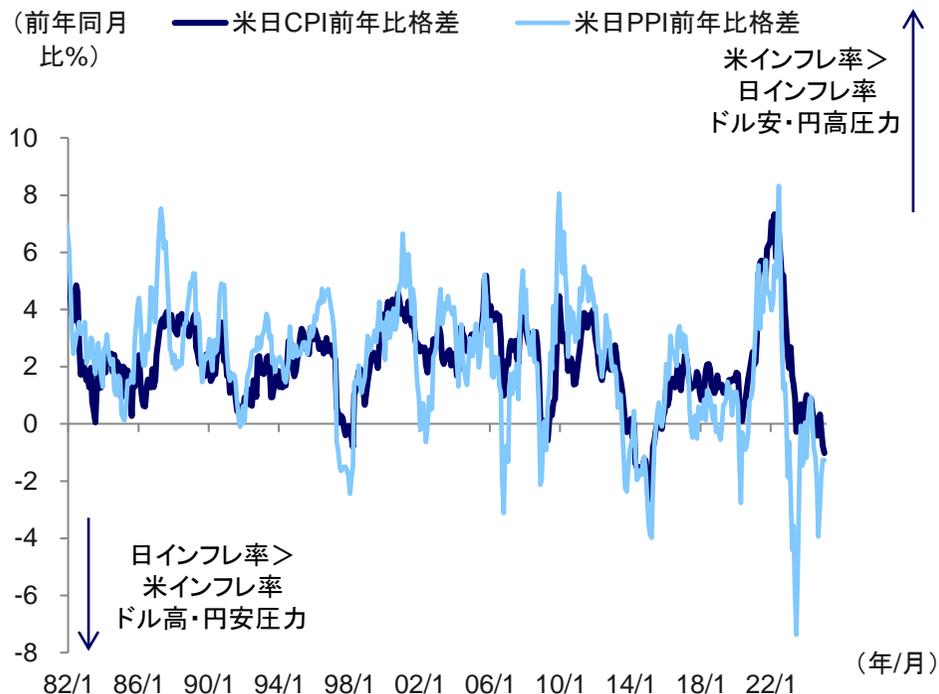
(23年、24年は対外流出と円安が一致していたが)



注: 25年は1月まで。  
出所: Bloomberg、日銀、財務省資料よりみずほ証券金融市場調査部作成

## 米日インフレ率格差

米日間のインフレ格差は平均2%ptだったため、毎年2%程度のドル安円高圧力がかかっていた。22年の米インフレ加速はドル/円購買力平価のドル安円高を示唆も、ドル/円はむしろ大幅上昇



出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## ドル/円の購買力平価（PPP）

実勢相場は購買力平価を中心に上下動しているように見えるが、21年以降は購買力平価から長期間乖離かつ乖離が拡大しており短期予測に適さない。エコノミストもようやくPPPの有効性を疑問視



出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

### 「リスクオン」状態

- 世界的好景気、低ボラティリティで、投資家がリスクを取りやすい環境
    - － 株高、信用スプレッド縮小
  - 資金が余り低金利の経常黒字国から、資金が足りず高金利の経常赤字国へ、国際収支上の「資本勘定」を通じたフローが拡大（直接投資、証券投資、貸出など）
  - 低金利通貨を借りて高金利通貨に投資する「キャリー取引」が活発化しやすい
- ⇒ 経常黒字国通貨が下落しやすい  
（円、フランなど）
- ⇒ 経常赤字国通貨が上昇しやすい  
（新興国通貨、資源国通貨など）

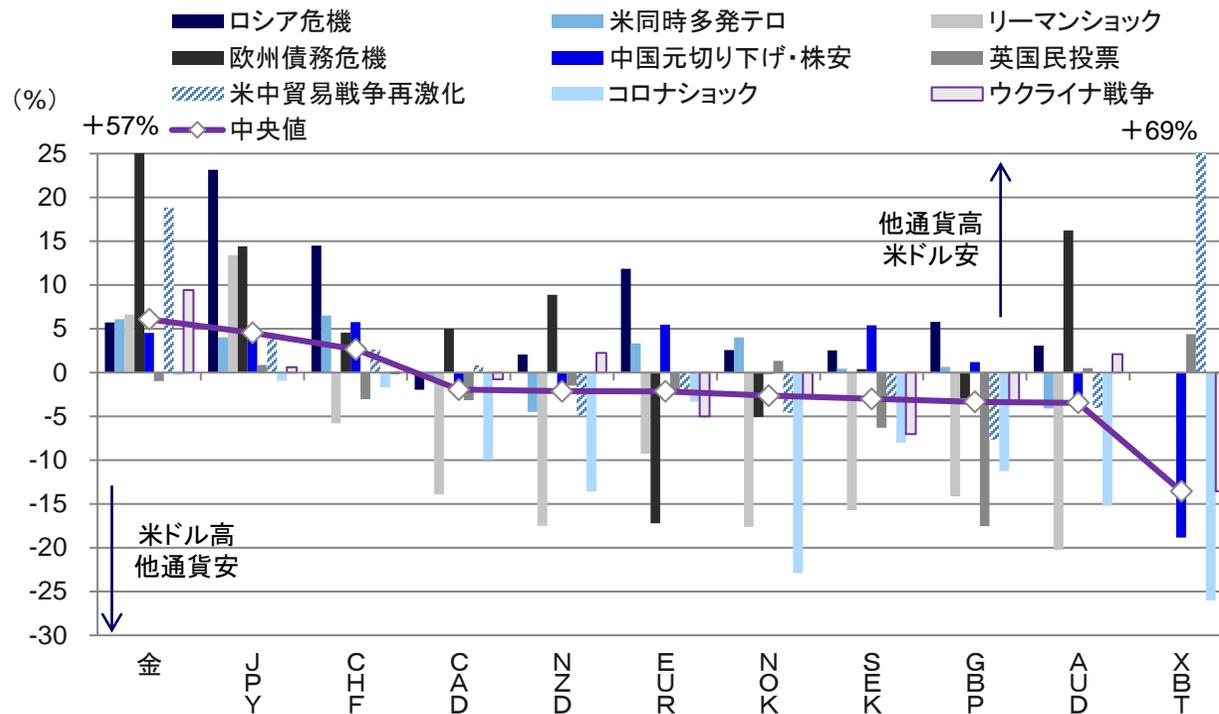


### 「リスクオフ」状態：リスクオンの逆流

- 何らかの経済・市場ショックが起き、世界的景気後退リスクが高まり、市場ボラティリティが上昇、投資家がリスクを取れなくなる
  - 「ホームバイアス」が強まり、経常赤字国から経常黒字国へ資金が逆流
  - 米経済も悪化、安全資産とされる米国債に資金流入、米金利低下でドル/円に下落圧力
  - 「キャリー取引」も巻き戻され、高金利通貨を売り、低金利通貨を買い戻す動きに
- ⇒ 経常黒字国通貨が反発しやすい  
（円、フランなど）
- ⇒ 経常赤字国通貨が反落しやすい  
（新興国通貨、資源国通貨など）
- 過去のリスクオフ局面での円のアウトパフォームンス（トラックレコード）

## リスクオフの円高（対ドル）：弱まったのか？

- 円は過去の多くのリスクオフ局面で大きく上昇。有事でも下がらない、という意味で「安全」通貨
- コロナショック時は、ドル調達難懸念から円よりドルの方が上昇したが、Fedの大量資金供給によりすぐに解消しており、今後は同様のドル高は起きにくくなると思われる
- ウクライナ戦争後も対ドルでの円高は限定的だったが、対欧州通貨では上昇した



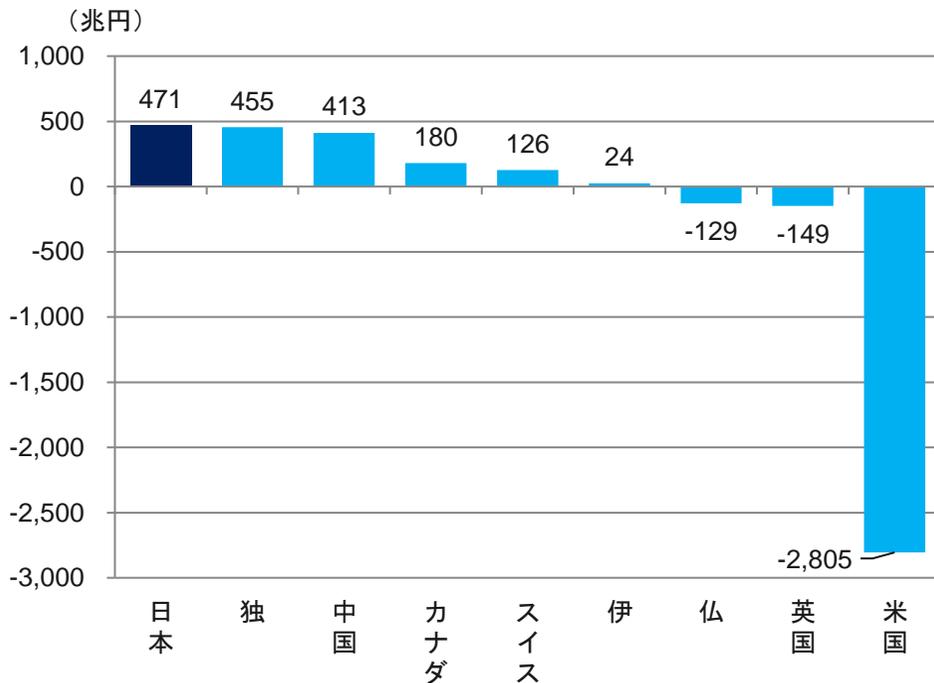
注: ビットコイン (XBT) はデータ入手可能な11年以降のイベントに関して算出。コロナショックは20年1月20日から3月23日まで。

出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## G7とスイス、中国の純対外資産/負債（23年末）

本邦は最大の純対外債権国

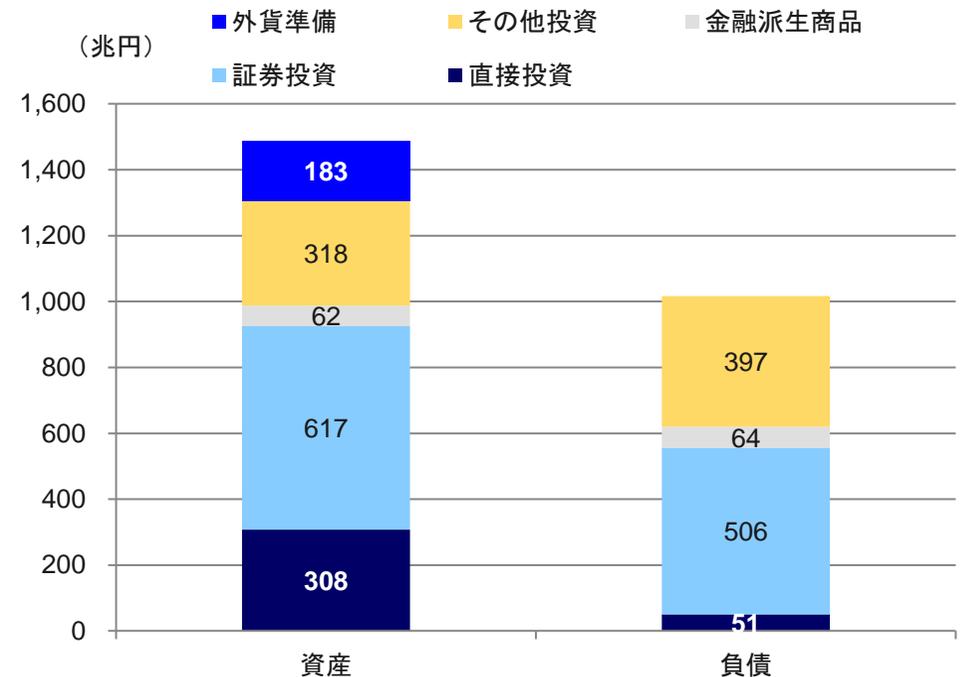
= 世界の投資家が、対外債権を全て自国に還流する事態となったら、円は上昇へ



出所: 財務省資料、Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 本邦の対外資産・負債（23年末）

外準に加え直接投資、証券投資の純資産が大きい



出所: 財務省資料よりみずほ証券金融市場調査部作成

## <ウクライナ戦争：3つのシナリオ>

- ① 停戦：欧米の支援疲れ、トランプ米大統領の停戦志向（4月20日の復活祭での停戦が目標）、ウクライナ・ロシア両方/いずれかで「損害受忍（cost tolerance）が低下、などが契機となる可能性
  - ウクライナの停戦条件：91年独立時へ回帰（領土回復）、戦後賠償金獲得、戦争裁判、戦後安全保障、など
  - ロシアの停戦条件：併合したクリミア半島、東部・南部4州の承認、ウクライナ中立化・非武装化、など
  - 米国の要求：ウクライナにおける資源権益（ウクライナ資源収益の50%をファンドに拠出）⇒ リスクオフ後退・欧州通貨高・（制裁解除期待で）エネルギー安
- ② エスカレーション：ロシアが戦況打開のため戦術核兵器を使用/NATOが参戦し第3次世界大戦化  
⇒ 世界景気後退・インフレ鈍化・利上げ期待後退・円急騰
  - 軍事力が優位なNATO軍は勝利できるか？
  - 兵力：ウクライナ軍20万人<ロシア軍90万人<欧州NATO軍184万人<全NATO軍325万人
- ③ トランプ米政権の下で米国がNATO脱退＝ロシアによるEU諸国侵攻リスクから欧州通貨安

## <中東情勢>

- 世界経済や原油価格に悪影響が長期間及ばないのがメインシナリオ。  
戦火拡大はリスクオフ・米株安・円高  
ただしイラン石油施設への攻撃等により原油供給に支障が出ると原油高・円安  
＝リスクオフの円高・本邦貿易収支悪化懸念による円安が交錯

## <台湾情勢>

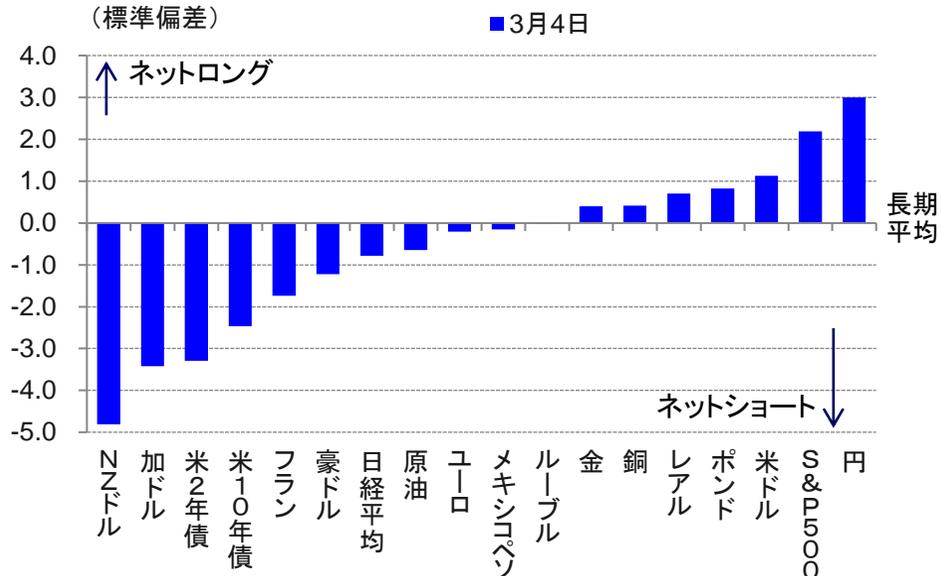
- 中台間の緊張が高まらないのがメインシナリオ。頼台湾総統は独立派だが議会在野党過半数で反中政策実現困難
- 緊張が高まるなら米中関係悪化＝人民元安、リスクオフの円高

# 中東情勢悪化の影響チャネル：リスクオフと原油高の両面

## リスクオフ：戦火拡大による世界景気への悪影響

- ① リスクオン時に売られる経常黒字国通貨が買い戻され  
リスクオン時に買われる経常赤字国通貨が売られる  
(CHF、EUR、JPY上昇/USD、新興国通貨下落)
- ② 国債に資金が集中し海外金利低下、本邦金利低下幅が相  
対的に小さい <円高>
- ③ 投資家が保有ポジションを削減 <フラン高>

## シカゴ通貨先物市場の非商業筋ネットポジション (標準化)



出所: Bloombergよりみずほ証券金融市場調査部作成

## 原油高

イスラエル、パレスチナともに主要産油国ではないが、イランその他主要産油国の関与が強まると、原油供給不安から原油価格が上昇

- ⇒イランが関与 = 欧米諸国の制裁強化、原油輸出減少
- ⇒イランがホルムズ海峡封鎖 = 中東からの原油供給途絶 (ただしサウジ等が増産し原油高抑制を図る可能性も)

- ④ 産油国の貿易収支改善、原油輸入国の貿易収支悪化 = 産油国通貨高 (CAD、NOK、USDなど) = 原油輸入国通貨安 (JPY、EURなど) <円安>
- ⑤ インフレ・インフレ期待上昇 = 長期金利上昇なら、円金利が相対的に上昇しにくい <円安>
- ⑥ 世界景気が悪化し原油需要が減少するとリスクオフ = 結果的に原油高は限定的に <円高>
- ⑦ 原油収入が増加しドル外貨準備が増えすぎた産油国がドル売り (EUR買い)

#### 【開示事項】

Mizuho Securities USA LLC (MSUSA)はみずほ証券とグループ会社の関係にあり、本資料を第三者レポートとして米国機関投資家に配布しています。MSUSAはみずほ証券のアナリストカバレッジの選定および主題企業の投資判断の決定に影響を及ぼす権限は有しておりません。本レポートはMSUSA、またはその関連会社の“proprietary interests”と無関係ではない場合がございます。MSUSA、またはその関連会社は自己勘定、および特定顧客のための一任勘定取引において本レポートで記載している証券の売買を行っております。これら取引は本レポートで推奨している取引と相反する可能性がございます。

#### 【アナリスト確認事項】

本資料に記述された有価証券や発行体に関する意見は、本資料の表紙に記載されたアナリストの見解を正確に反映したものであり、また直接間接を問わず本資料記載の特定の投資判断または見解の対価として報酬を受け、もしくは報酬の受領を約していないことをアナリスト自身がここに確認するものです。

#### 【留意事項】

本資料はみずほ証券が、みずほ証券および、またはその関係会社の顧客への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券やその関連金融商品の売買を推奨する、勧誘する、あるいは申込む目的で提供されるものではありません。

本資料はみずほ証券がすべて公に入手可能な情報に基づき作成したものです。本資料は信頼できると考えられる情報に基づいていますが、情報は必ずしも個別に検証されたものではなく、また本資料は投資家の投資決定に必要な情報をすべて網羅するものではありません。みずほ証券は本資料の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、また、使用した結果についてもなんら責任を負いません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

本資料は税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものではありません。本資料は個々のお客様の財務状況や投資目的とは無関係に作成されています。本資料で論じられている有価証券やその関連金融商品はすべての投資家に適合するとは限りません。特定の投資や投資戦略に関してはお客様ご自身で独自に検討する必要があります。本資料において言及された証券に関連する投資や取引を実行する前にファイナンシャルアドバイザーの助言を受けることをお勧めします。みずほ証券およびその関係会社は投資の適合性について評価する責任を負いません。

みずほ証券およびその関係会社は本資料への信頼または使用の結果(直接的、間接的または結果として生じた損失、利益の喪失、損害を含むがこれらに限定されない)がどのようなものであっても、いかなる賠償責任を負うものではなく、本資料を直接または間接的に受領するいかなる投資家に対しても法的責任を負うものではありません。最終的な投資決定は投資家自身が行い、投資に対する責任も投資家自身が負う必要があります。

過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆しないしは約束するものではありません。特に断わりのない限り将来のパフォーマンス予想はアナリストが有意と考える要因に基づく推定を表すものです。実際のパフォーマンスは予想と異なることがあります。従って将来のパフォーマンスに関して、いかなる明示的あるいは暗示的な保証もなされることはありません。

本資料で言及されたみずほフィナンシャルグループ(「MHFG」)、あるいはその関係会社に関する内容は、すべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はMHFGならびに本資料で言及された会社の一切の内部者情報の使用が禁じられています。みずほ証券はMHFGの子会社であるため、会社の方針としてMHFGについての投資判断を差控えることとしています。みずほ証券およびその関係会社、または他のMHFGの関係会社は、本資料で言及されている企業が発行する有価証券・有価証券の派生商品等を自己または委託にて取引することがあります。さらに本資料に示されている投資判断とは相反する形での取引を執行することもあります。これらの発行会社やその関係会社に対して、幅広い金融サービスを提供する可能性があります。ただしみずほ証券はMHFG株式会社については会社法135条に従い、自己売買を行うことを禁じられております。

英国/ドイツ/欧州地域/ドバイ国際金融センター(DIFC): 英国では、MHFGグループの一員であるMizuho International plc(「MHI」)、30 Old Bailey, London EC4M 7AUが本資料を配布します。MHIはブルーデンス規制機構(the Prudential Regulation Authority)の認可を受け、金融行為監督機構(the Financial Conduct Authority,「FCA」)及びブルーデンス規制機構の規制の下にあり、ロンドン証券取引所の会員です。ドイツでの本資料の配布はMizuho Securities Europe GmbH(「MHEU」)、Taunustor 1, 60310 Frankfurt, Germanyが行います。MHEUはドイツ連邦金融監督庁(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht,「BaFin」)の認可を受け、その規制の下にあります。本資料は欧州経済領域のその他の加盟国の顧客にMHI、MHEUより配布されることがあります。DIFCでの本資料の配布は、MHI(DIFC Branch)が行います。MHI(DIFC Branch)は、ドバイ金融サービス機構(DFSA)の規制下にあり、DFSAの規則により定義されたプロフェッショナル投資家またはマーケットカウンターパーティに限り金融サービスを提供することを認可されています。MHI(DIFC Branch)の登録地はUnit 501, Level 5, The Gate Building, East Wing, Dubai International Financial Centre, Dubai, U.A.E., Tel. +971 4 279 4400です。なお、本資料はFCA、BaFinの規則により定義された個人投資家向けではありません。利益相反の防止および回避に関する組織的、経営的管理の詳細についてはウェブサイト<https://www.mizuhogroup.com/emea/who-we-are/governance>をご覧ください。

米国: 本資料の米国での配布または配布の承認は、Mizuho Americas LLCの子会社でFINRA会員であるMizuho Securities USA LLC, 1271 Avenue of the Americas, New York, NY 10020, USA、連絡先+1-212-209-9300が行い、同社がその内容に責任を負います。企業に関する新展開や発表、市場環境、公表されたその他の情報に基づき、会社および業界の定期的なアップデートが提供されることがあります。本資料の内容を基に米国の投資家が行う取引はすべてMizuho Securities USA LLC(「MSUSA」)を通してのみ行うことができます。関心のある米国の投資家の方々は、MSUSAの営業担当者までご連絡下さい。

香港: 本資料の香港での配布はMizuho Securities Asia Limited(「MHSA」)、14 - 15/F, K11 Atelier, 18 Salisbury Road, Tsim Sha Tsui, Kowloon, Hong Kongが行います。MHSAはMHFGグループの一員で、香港証券先物委員会により免許を与えられ、その規制を受けます。本資料は香港証券先物条例の定義に基づく「プロ投資家」向けに作成されたものです。本資料はMHSAが定める利益相反管理規程に基づいて作成されています。利益相反防止・回避に関する管理体制の詳細をご希望の場合はMHSAにご連絡ください。

オーストラリア: 本資料はオーストラリアの2001年会社法(「CA法」)708条に基づくプロ投資家または洗練された投資家、またはCA法761G条に基づくホールセール顧客にのみ配布されるものです。オーストラリア国内における前述の投資家層以外に渡ることは直接的であれ間接的であれ想定しておらず、認められません。各々の法域の免許を保有するMizuho Securities Asia Limited (ABRN 603425912)およびMizuho Securities (Singapore) Pte. (ARBN 132105545)は、オーストラリアにおいて外国企業として登録されており、CA法に基づくオーストラリア金融サービス免許の取得義務をそれぞれオーストラリア証券投資委員会の会社法(廃止および移行)に関する規則2016/396により免除されています。

シンガポール: 本資料のシンガポールでの配布はMizuho Securities (Singapore) Pte. Ltd.(「MHSS」)が行います。MHSSはシンガポール金融管理局の規制下にあり、資本市場サービス免許を保有するとともに、免許取得を免除されたファイナンシャルアドバイザーです。金融アドバイザー規則(「FAR」)の32Cに基づき、MHSSはその関連会社やその他の外国の調査会社によって作成された分析やレポートを配布することができます。本資料はFARで定義される「機関投資家」、「適格投資家」、「エキスパート投資家」向けにのみ配布されるものです。本資料に起因または関連する事項についてのお問い合わせは、MHSS, 12 Marina View, #25-02/03, Asia Square Tower 2, Singapore 018961までお願いいたします。

日本: 本資料の日本での配布は、みずほ証券株式会社〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目5番1号大手町ファーストスクエアが行います。日本における適格機関投資家以外への配布については日本の法令に従ってみずほ証券株式会社が責任を負っています。本資料は日本を除き、適格機関投資家以外への配布は行っておりません。

みずほ証券において債券を購入する場合は、購入対価のみお支払いいただくこととなります。その他のお取引をいただく場合には、各取引の種類に応じて、所定の手数料等をご負担いただく場合があります。国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.155%(税込み)、最低2,750円(税込み)(ただし、売却時に限り、約定代金が2,750円未満の場合には、約定代金に99.0%(税込み)を乗じた金額)の委託手数料をご負担いただきます。手数料等に関する税率は10%で表示されています。消費税率が変更された場合、変更後の税率が適用されます。本資料の著作権はみずほ証券が保有し、書面による事前の承諾なしにすべてまたは一部を変更、複製、再配布、第三者に転送することはできません。

各商品等への投資には価格の変動等により損失が生じるおそれがあります。

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本STO協会

みずほ証券株式会社

## ご注意事項

本資料は、勉強会の為に作成されたものであり、有価証券の取引、その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

本資料及び資料にある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本資料及び資料にある情報の使用による結果について、当社は何らの責任を負うものではありません。

本資料で記載しております価格、数値、金利等は概算値または予測値であり、諸情勢により変化し、実際とは異なる場合がございます。また、本資料は将来の結果をお約束するものではなく、お取引をなさる際に実際に用いられる価格または数値を表すものでもございませんので、予めご了承くださいませようをお願いいたします。

# 外国為替証拠金取引（FX）のリスクと費用等について

## 外国為替証拠金取引(FX)の取引にかかるリスク

外国為替証拠金取引（FX）は、取引通貨の価格変動や、スワップポイントの支払いにより、損失が生じるおそれがあります。また、外国為替証拠金取引（FX）は少額の証拠金で、その差し入れた証拠金を上回る金額の取引をおこなうことができるため、大きな損失が発生する可能性があります。また、その損失額は差し入れた証拠金を上回るおそれがあります。

## 外国為替証拠金取引（FX）の取引にかかる費用等

外国為替証拠金取引（FX）の取引手数料は無料です。なお、取引にあたっては各通貨の売付価格と買付価格には差（スプレッド）があります。スプレッドは通貨ペアごとに異なります。詳しくは取引説明書等をご確認ください。

## 証拠金について

〔楽天FX〕

レバレッジコースに応じて取引金額の4%～100%(最大レバレッジ25倍)の証拠金が必要となります。

(法人のお客様の場合は、取引金額に当社が定める証拠金率(\*)を乗じた金額以上の証拠金が必要となります。)

〔楽天MT4〕

想定元本の4%以上の証拠金が必要となります。

(法人のお客様の場合は、想定元本に当社が定める証拠金率(\*)を乗じた金額以上の証拠金が必要となります。)

\*当社は、金融先物取引業協会が算出した「為替リスク想定比率」以上となる証拠金率を通貨ペアごとに定めております。「為替リスク想定比率」とは、金融商品取引業等に関する内閣府令第117条第27項第1号に規定される定量的計算モデルを使い算出されるものです。

## スプレッドについて（例外あり）

通常時は広告表示のスプレッドでお取引いただいておりますが、為替市場における取引高の低下又は売買が一方に集中しているなどの状況においてはスプレッドが広がる場合があります。また、広告表示の値は実際の取引時のスプレッドを保証するものではなく、お客様の約定結果による実質的なスプレッドが広告表示の値と合致しない場合がありますのでご注意ください。

なお、スプレッドの拡大は、以下のような状況において発生する場合があります。

- 平日早朝時（概ね6時30分～7時30分※サマータイム期間中は一時間繰り上がります）
- 国内外の金融市場休場日（海外のクリスマス休暇や年末年始など）
- 主要経済指標の発表前後
- 震災などの天変地異や政変又は金融・経済関連の重大な出来事などの突発事象の発生時

商号等：楽天証券株式会社／金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号、商品先物取引業者

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会



## CFD取引にかかるリスクと費用等について

### CFD取引にかかるリスク

CFD取引は、お取引の対象となる銘柄の価格変動、金利相当額、配当相当額、価格調整額の支払い、各国の経済、社会情勢、金融政策、金融指標等の変動により損失が生じるおそれがあり、投資元本が保証されたものではありません。また、CFD取引は差し入れた証拠金を上回る金額の取引をおこなうことができるため大きな損失が発生する可能性があり、その損失額は差し入れた証拠金を上回るおそれがあります。

### CFD取引にかかる費用等

CFD取引の取引手数料は無料です。なお、取引にあたっては各銘柄の売付価格と買付価格には差（スプレッド）があります。スプレッドは銘柄ごとに異なります。詳しくは取引説明書等をご確認ください。

### 証拠金について

〔楽天CFD〕

取引金額に対して、指数CFDは10%以上、商品CFDは5%以上、バラエティCFDおよび株式CFDは20%以上の証拠金が必要となります。  
(楽天CFDのお取引は現時点では個人口座のみとなります。)

〔楽天MT4CFD〕

個人口座、法人口座ともに取引金額に対して、MT4証券CFDは10%以上、MT4商品CFDは5%以上の証拠金が必要となります。

商号等：楽天証券株式会社／金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号、商品先物取引業者

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会



## 店頭通貨バイナリーオプション取引にかかるリスクと費用等について

### 店頭通貨バイナリーオプション取引にかかるリスク

当社の取扱う店頭通貨バイナリーオプションは満期時（判定時刻）に権利が自動行使されるヨーロピアンタイプのオプション取引です。取引対象である通貨の価格変動が予測通りとなった場合には利益が得られることもある反面、予想が外れ権利が消滅した場合、支払ったオプションの購入金額を全額失うこととなります。また、オプションの購入価格と売却価格には差（スプレッド）があり売却時に損失を被る可能性があります。

### 店頭通貨バイナリーオプション取引にかかる費用等

店頭通貨バイナリーオプション取引の取引手数料は無料です。

### オプションの購入価格について

1枚あたりの最大購入価格は999円です。

商号等：楽天証券株式会社／金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号、商品先物取引業者

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会