NOMURA

Global Markets Research

国際金融為替マンスリー

2026年6月18日

為替リサーチ＆ストラテジー – Global

2026年7月：焦点は中東情勢から中銀のタカ派姿勢変化の可能性にシフト

リサーチアナリスト

為替ストラテジー

後藤 祐二朗 – NSC

郭 穎 – NSC

春井 真也 – NSC

宮入 祐輔 – NIplc

秀嶋 智輝 – NSC

小寺 勇輝 – NSC

コモディティ

高島 雄貴 – NSC

北米経済

雨宮 愛知 – NSI

日本経済

森田 京平 – NSC

野﨑 宇一朗 – NSC

目次

サマリー：焦点は中東情勢から中銀のタカ派姿勢変化の可能性にシフト 2

為替予測／株価・長期金利・為替相場の推移 3

1-1.ドル円：ウォーシュ議長デビューにドル高で反応 7

1-2.ドル円:日銀は利上げ継続姿勢もビハインドザカーブ懸念は残存 10

1-3.対外対内証券投資：年金勢は過去最大規模で外債にリバランス 14

2-1.ユーロ：ECBは23年9月以来の利上げを決定 20

2-2.欧州G10：6月中銀プレビュー/リクスバンクレビュー 23

2-3.トルコリラ：中銀は様子見継続もタカ派姿勢をわずかに弱める 31

3-1.豪ドル：4会合ぶり政策金利据え置くも利上げバイアス維持 33

3-2.NZドル：RBNZはタカ派的据え置き 35

3-3.カナダドル：BoCは中立的な姿勢で政策金利を据え置き 38

3-4.ブラジルレアル：コモディティ価格の反落などが重石に 40

3-5.メキシコペソ：USMCA見直し協議に注目 42

3-6.南アランド：予防的利上げが実施される 44

4-1.人民元：「新経済」主要分野から見る中国経済の新旧交代 46

4-2.韓国ウォン：韓国銀行はタカ派姿勢に転換 51

4-3.インドルピー：インド準備銀行は資本流入促進策を発表 54

4-4.アジア：市場コンセンサスと異なる野村の見方 56

5.コモディティ：60日間の米・イラン停戦期間の注目点 59

6.日本経済：6月利上げの「次」のシナリオ 61

7.米国経済：2026年6月FOMC会合 64

8.欧州経済：2026年6月ECB政策理事会 69

9.英国経済：首相の座を巡る動きに注目が集まろう 72

主要国の主な日程 74

Appendix A-1 75

本レポートはノムラ・インターナショナルplc、ノムラ・セキュリティーズ・インターナショナルからの寄稿を一部に含む。本レポート内容は、日本時間2026年6月18日午前9時までの情報に基づく。

2026年8月号の発行は、7月23日（木）を予定

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

Production Complete: 2026-06-18 06:29 UTC

サマリー：焦点は中東情勢から中銀のタカ派姿勢変化の可能性にシフト

リサーチアナリスト
為替ストラテジー
後藤 祐二朗 - NSC

米国とイランは6月17日に戦争終結のための覚書に電子署名、中東情勢は鎮静化に向かいつつある。14項目にわたる覚書には高濃縮ウランの現地での希釈・処分やホルムズ海峡での商船の航行再開、イランの原油輸出に関連する制裁解除などが掲げられ、今後は実効性が問われることになろう。G7首脳声明では「ホルムズ海峡の航行再開に向けた英仏主導の商船保護、機雷掃海は重要な役割を果たせる」としており、欧州や周辺国も含めたかたちで海峡の航行正常化が進むかが焦点となる。NY原油先物は80ドル割れまで調整しており、一段の調整があれば、為替市場での2月末以降のトレンド、ドル高や産油国通貨の上昇、アジアの資源輸入国通貨の下落、といった動きに巻き戻しが入りそうだ。

原油価格の低下が鮮明になる中でも、足下の為替市場ではドルが底堅い推移となっている。6月FOMCはウォーシュ議長体制で初の政策決定となったが、インフレ見通しやドッツ（FOMC参加者の政策金利見通し）中央値はFRBのインフレ警戒の高まりを示し、市場はFRBの次の一手は利上げとの見方を強めている。ただし、ウォーシュ議長はドッツやフォワードガイダンスの有用性に懐疑的と見られ、状況に応じて柔軟に対応する可能性が大きそうだ。原油価格の低下傾向持続がFRBのインフレ懸念低下につながるかを注視する必要があろう。

日銀は6月会合で25bp利上げを決定、先行きも利上げ継続の姿勢を明確にしたが、円安を受けた利上げペース加速姿勢は見られなかった。市場のビハインドザカーブ懸念は払しょくされず、為替市場では円安圧力が燻っている。6月FOMC後には年初来高値までドル円は上昇しており、当面は当局の介入レベルを睨みながらの神経質な展開が予想される。世界的な株高が進む中、本邦投資家は年金を中心に外株から外債への資金シフトを実施、外国人投資家による対日株式投資も高水準を維持した。

ECBも23年9月以来の利上げを決定したが、ユーロの反応は限定、米利上げ期待が高まる中でユーロドルは上値が重い展開だ。BoEやSNBは様子見姿勢を維持と見られ、英ポンドやスイスフランは対ユーロで明確な方向感に乏しい。

原油価格の調整色が強まっていることもあり、資源国G10通貨は対ドルで調整、特にカナダドルが相対的にアンダーパフォームしている。USMCA交渉を巡る不確実性も嫌気されていよう。豪州ではRBAの利上げ局面が休止となったことが豪ドルの上値を抑制、ニュージーランドでは利上げ機運が高まるものの、原油価格との連動性の高さもあってNZドルは軟調な推移となっている。

人民元は堅調な推移が続く。「新経済」主要分野への期待が為替市場でも評価されている面があろう。韓国ウォンの軟調が続く中、韓国銀行はタカ派姿勢に転換、インドでもルピー防衛に向けて資本流入促進策が発表された。中東情勢の改善を受け、原油高の中でアンダーパフォームしてきたアジア通貨の反発があるか注目したい。

新興国通貨ではコモディティ価格の調整もあってブラジルレアルが弱い。ブラジルでは10月の大統領選挙への警戒や対米関係悪化の可能性も懸念されていよう。中銀のタカ派姿勢後退もあり、トルコリラの減価傾向も続いている。一方、予防的利上げが実施されたこともあり、南アランドは堅調な推移となり、中銀の利下げ打ち止め姿勢からメキシコペソも底堅い推移だ。

商品市況では米・イランの合意を受けて原油価格が大きく調整している。60日間の停戦期間における4つの注目点をまとめた。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

為替予測／株価・長期金利・為替相場の推移

図表 1: 為替予想（対ドル）

※予測は情勢に応じて変更します。常に最新の予測表をご確認いただきますよう、お願いいたします。

対ドル（一部対ユーロ）		6月17日	26年6月	26年9月	26年12月	27年12月
先進国（G10）						
日本円	(USD/JPY)	160.7	157.5	155.0	**152.5**	**145.0**
ユーロ	(EUR)	1.16	1.16	1.20	**1.22**	**1.25**
スイスフラン	(CHF)	0.80	0.79	0.76	**0.74**	**0.72**
英ポンド	(GBP)	1.34	1.33	1.34	**1.36**	**1.38**
豪ドル	(AUD)	0.71	0.69	0.71	**0.73**	**0.75**
カナダドル	(CAD)	1.40	1.39	1.37	**1.35**	**1.35**
ニュージーランドドル	(NZD)	0.58	0.58	0.60	**0.62**	**0.65**
ノルウェークローネ	(EUR/NOK)	11.04	11.30	11.00	**11.00**	**11.00**
スウェーデンクローナ	(EUR/SEK)	10.91	10.80	10.60	**10.50**	**10.50**
アジア通貨						
中国人民元	(CNY)	6.76	6.75	6.60	**6.50**	**6.30**
香港ドル	(HKD)	7.836	7.840	7.820	**7.800**	**7.790**
インドネシアルピア	(IDR)	17870.0	17150	17000	**16900**	**16600**
インドルピー	(INR)	95.0	94.5	94.0	**93.5**	**92.0**
韓国ウォン	(KRW)	1516.2	1525	1500	**1470**	**1420**
マレーシアリンギット	(MYR)	4.06	4.03	4.02	**4.01**	**3.99**
フィリピンペソ	(PHP)	61.4	60.6	60.0	**59.7**	**59.0**
シンガポールドル	(SGD)	1.283	1.280	1.255	**1.240**	**1.215**
タイバーツ	(THB)	32.6	33.2	32.8	**32.0**	**31.3**
台湾ドル	(TWD)	31.6	31.9	31.3	**30.8**	**30.0**
欧州・アフリカ通貨						
ポーランドズロチ	(EUR/PLN)	4.21	4.25	4.25	**4.25**	**4.25**
トルコリラ	(TRY)	46.3	46.5	48.0	**49.5**	**56.0**
南アフリカランド	(ZAR)	15.9	16.6	16.4	**16.3**	**16.2**
ラテンアメリカ通貨						
ブラジルレアル	(BRL)	5.22	5.40	5.39	**5.37**	**5.35**
メキシコペソ	(MXN)	17.2	17.7	17.5	**17.2**	**17.1**

出所: ブルームバーグ、野村

本資料は、野村証券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

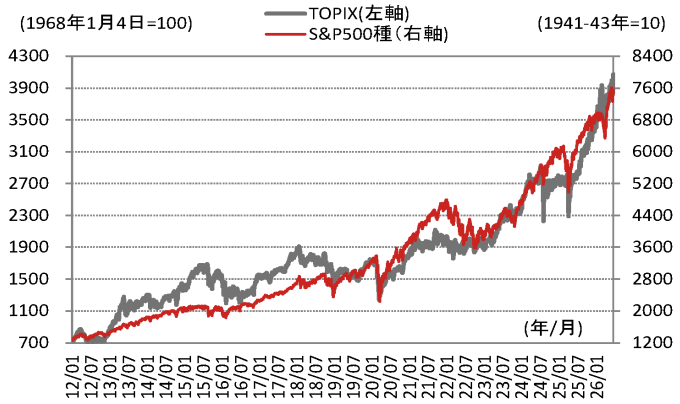
図表 2: 為替予想（対円）

対円		6月17日	26年6月	26年9月	26年12月	27年12月
先進国（G10）						
米ドル	（USD/JPY）	160.7	157.5	155.0	**152.5**	**145.0**
ユーロ	（EUR/JPY）	184.8	183	186	**186**	**181**
スイスフラン	（CHF）	200.9	199	204	**206**	**201**
英ポンド	（GBP）	213.5	209	208	**207**	**200**
豪ドル	（AUD）	112.7	109	110	**111**	**109**
カナダドル	（CAD）	113.9	113	113	**113**	**107**
ニュージーランドドル	（NZD）	92.7	91	93	**95**	**94**
ノルウェークローネ	（NOK）	16.7	16.2	16.9	**16.9**	**16.5**
スウェーデンクローナ	（SEK）	16.9	16.9	17.5	**17.7**	**17.3**
アジア通貨						
中国人民元	（CNY）	23.7	23.3	23.5	**23.5**	**23.0**
香港ドル	（HKD）	20.5	20.1	19.8	**19.6**	**18.6**
インドネシアルピア	（100IDR）	0.90	0.92	0.91	**0.90**	**0.87**
インドルピー	（INR）	1.70	1.67	1.65	**1.63**	**1.58**
韓国ウォン	（100KRW）	10.6	10.3	10.3	**10.4**	**10.2**
マレーシアリンギット	（MYR）	39.4	39.1	38.6	**38.0**	**36.3**
フィリピンペソ	（PHP）	2.65	2.60	2.58	**2.55**	**2.46**
シンガポールドル	（SGD）	124.7	123.0	123.5	**123.0**	**119.3**
タイバーツ	（THB）	4.92	4.74	4.73	**4.77**	**4.63**
台湾ドル	（TWD）	5.08	4.94	4.95	**4.95**	**4.83**
欧州・アフリカ通貨						
ポーランドズロチ	（PLN）	43.5	43.0	43.8	**43.8**	**42.7**
トルコリラ	（TRY）	3.5	3.4	3.2	**3.1**	**2.6**
南アフリカランド	（ZAR）	9.80	9.51	9.43	**9.36**	**8.95**
ラテンアメリカ通貨						
ブラジルレアル	（BRL）	31.4	29.2	28.8	**28.4**	**27.1**
メキシコペソ	（MXN）	9.3	8.9	8.9	**8.9**	**8.5**

出所: ブルームバーグ、野村

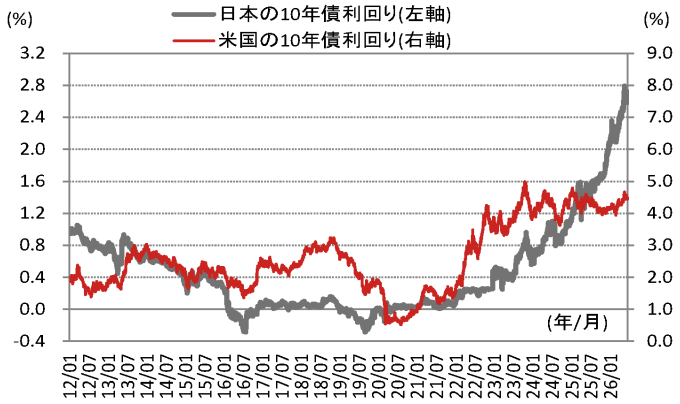
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 3: 株価



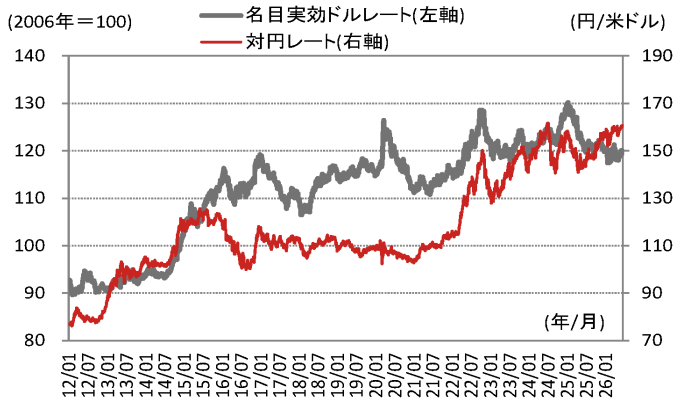
出所: ブルームバーグ、野村

図表 4: 長期金利



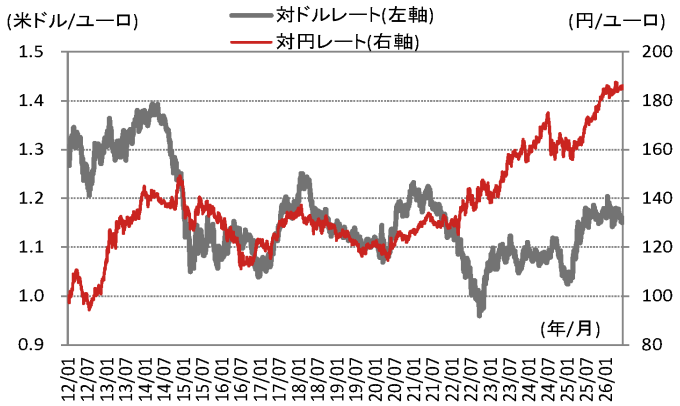
出所: ブルームバーグ、野村

図表 5: 米ドル



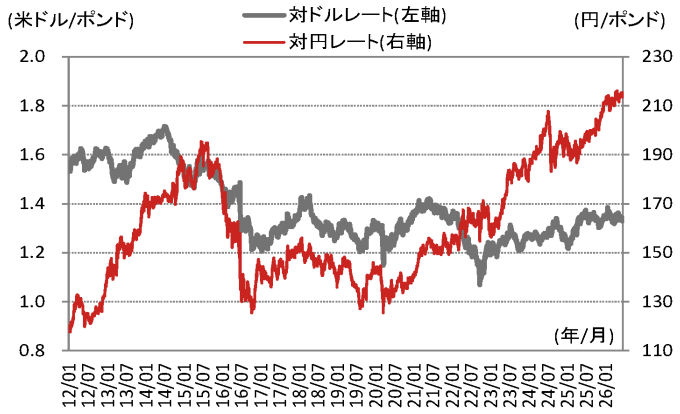
出所: ブルームバーグ、野村

図表 6: ユーロ



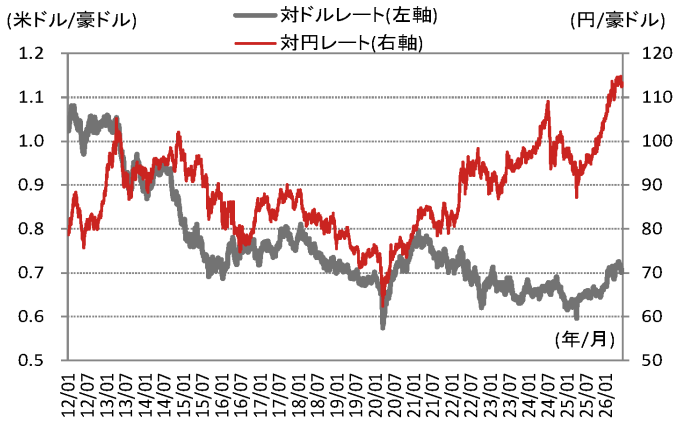
出所: ブルームバーグ、野村

図表 7: ポンド



出所: ブルームバーグ、野村

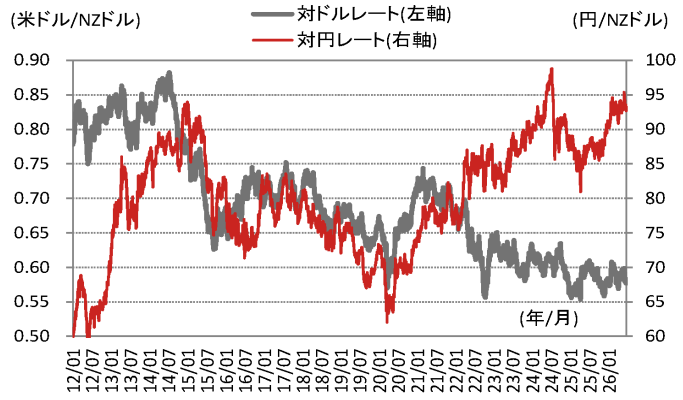
図表 8: 豪ドル



出所: ブルームバーグ、野村

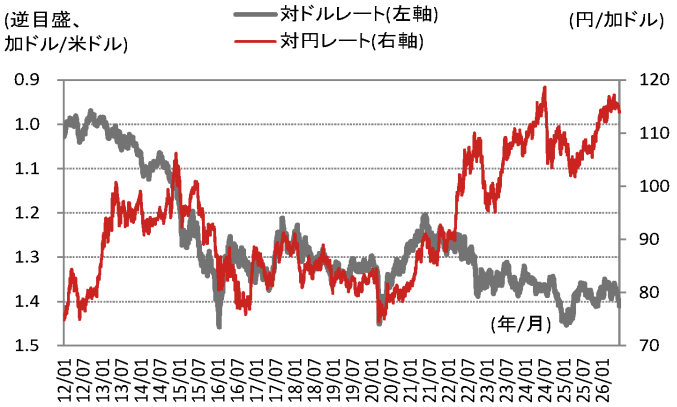
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 9: NZドル



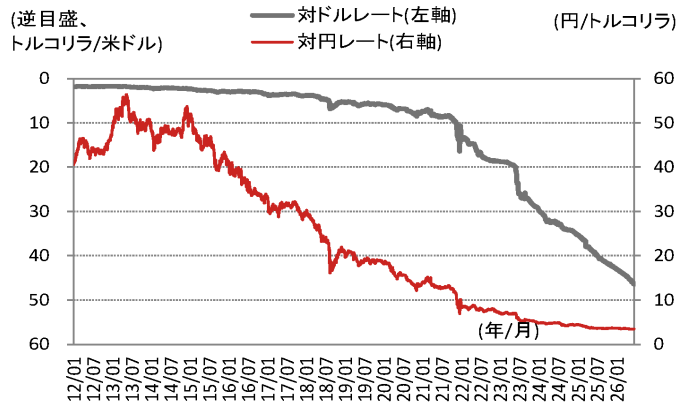
出所: ブルームバーグ、野村

図表 10: カナダドル



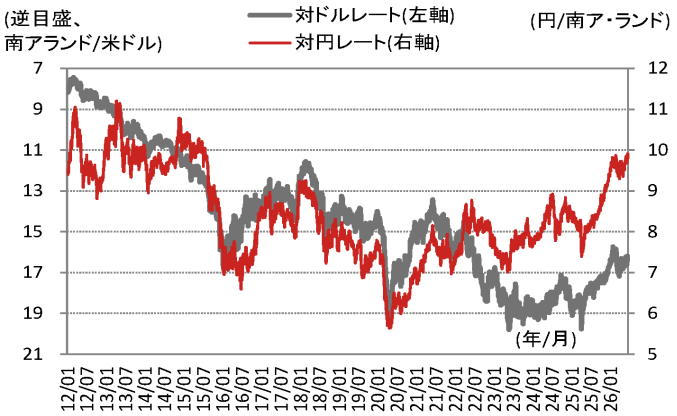
出所: ブルームバーグ、野村

図表 11: トルコリラ



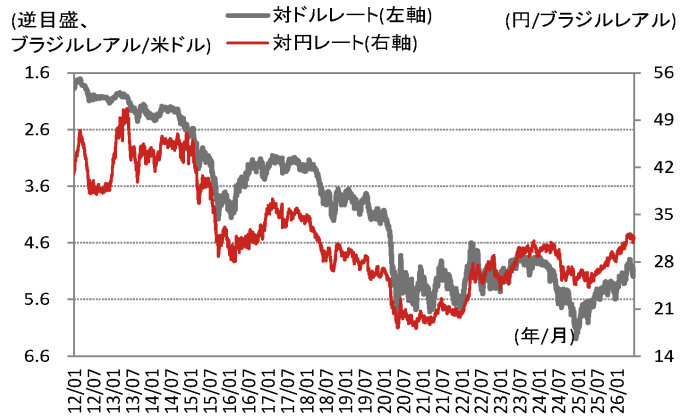
出所: ブルームバーグ、野村

図表 12: 南アランド



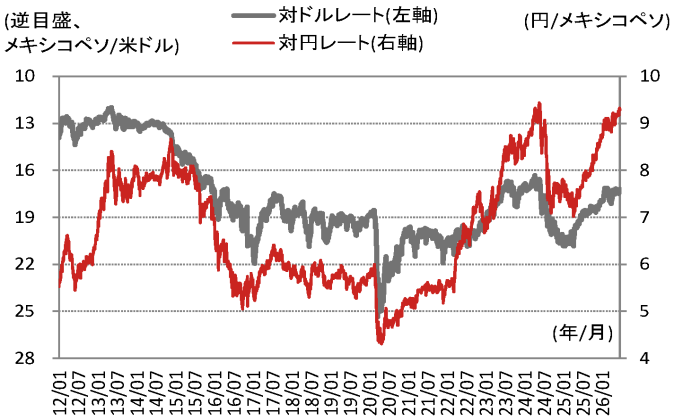
出所: ブルームバーグ、野村

図表 13: ブラジルレアル



出所: ブルームバーグ、野村

図表 14: メキシコペソ



出所: ブルームバーグ、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

リサーチアナリスト
為替ストラテジー
後藤 祐二朗 - NSC

1-1.ドル円：ウォーシュ議長デビューにドル高で反応

中東情勢に改善の兆しもドルは底堅い推移

2月末の米国とイスラエルによるイラン攻撃後、為替市場は中東情勢及び原油価格の影響を大きく受けてきたが、日本時間6月15日早朝にはトランプ大統領が「イランとの合意は完了」とSNSに投稿、事態収束に向けた期待が高まっている。

米国とイランは6月17日には戦争終結のための覚書に電子署名、発効済みと報じられており（17日付AXIOS）、14項目にわたる覚書には高濃縮ウランの現地での希釈・処分やホルムズ海峡での商船の航行再開、イランの原油輸出に関連する制裁解除などが掲げられているようだ。NY原油先物は一時80ドル割れまで調整しているが、今後はホルムズ海峡の航行がスムーズに正常化するか、通行料なしでの航行が恒久化するか、などを見極めることが重要となろう。

原油価格の調整色が強まる中、対円を含めてドルは底堅い推移となっている。市場の焦点が中東情勢から米金融政策運営に移る中、FRBの次の一手は利上げになるとの見方が高まり、ドル相場を支えていよう。

FRBは据え置きもインフレへの警戒を強める

FRBはウォーシュ議長体制下で初となる6月FOMCにおいて、市場予想通りFF金利誘導目標を3.50-3.75%で据え置いた。決定は全会一致となる。声明文は前回から大幅に短縮され、これまで言及されてきた「追加的な調整」との利下げバイアスを示す文言も削除された。「経済活動は堅調なペースで拡大」とした一方、インフレ率は「エネルギーを含む特定の部門で価格上昇を招いた供給ショックを一部反映し、FOMCが目標とする2%を上回る水準で高止まり」とし、「FOMCは物価の安定を実現する」としている。

実質GDP成長率及び失業率見通しの変更は限定的だが、コアPCE（個人消費支出）デフレータ見通しは26年で+3.3%（前回：+2.7%）、27年で2.5%（前回：2.2%）、28年で2.1%（前回：2.0%）と26年、27年について大きく引き上げられた（図表 15）。ドッツ（FOMC参加者の政策金利見通し）中央値は26年で3.75%と前回（3.375%）から引き上げられ、26年中の利上げの必要性の高まりが示されたと言える（図表 16）。27年は3.625%、28年は3.375%と来年以降は緩やかな利下げが想定されているが、18人中9人の26年中の利上げ想定は、インフレ見通しの大幅上方修正と合わせ、想定以上にインフレ警戒を強めていることを示唆と言えよう。

ウォーシュ議長は市場の利上げ期待への牽制は示さず

ウォーシュ議長は記者会見において「インフレ目標は5年も達成しておらず、これを是正していく」と発言、「今後の対応について先行きのガイダンスを示すことはできない」としながらも、市場の利上げ期待への牽制は見せなかった。「フォワードガイダンスは現局面であまり適さないと一致」と発言、「金融市場は入手された経済指標に反応している局面で最も効率的に機能」としており、今後もガイダンスを通じた情報発信は控えられる可能性がありそうだ。

金利見通しや経済予想についてもウォーシュ議長自身は提出していないとし、理由として「政策を実行するのに役立たない」としている。記者会見を通じ、景気・物価判断について足元のインフレの高さなど現状判断は示したものの、先行きについての言及はほとんど見られなかった印象だ。ウォーシュ議長自身がどの程度のタカ派度合いかを測ることは難しく、今後のデータや中東情勢などの状況次第で柔軟に政策姿勢を変更する可能性も意識しておく必要があろう。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

金融政策に関し、5分野（コミュニケーション、バランスシート、データソース、生産性と雇用、FRBのインフレ枠組み）のタスクフォースを設置して検証する意向を示しており、一段のコミュニケーション手法の変化の可能性も示唆される。ただし、2%のインフレ目標については「目標達成まで見直す理由はない」とした。

市場は10月利上げの可能性を織り込み、株安・金利上昇・ドル高で反応

FRBは全体として想定以上にインフレ警戒を強め、タカ派化と言える。ウォーシュ議長の姿勢に鑑みれば、実際には経済指標や市場動向を反映した柔軟な対応も想定されるが、市場は利上げ期待を高め、10月利上げの可能性を一時フルに織り込んだ。米債利回りベアフラット化、株安で反応し、為替市場ではドル高が進んでいる（図表 17）。ウォーシュ議長就任でのハト派化といった一部の期待が裏切られたこともあり、目先はドル高圧力が意識されそうだが、ドッツ中央値が示す年内利上げは織り込み済みと言える。ウォーシュ議長の柔軟姿勢も加味すれば、追加的な米金利上昇やドル高余地は経済指標や原油価格次第となろう（図表 18）。

FOMC後、トランプ大統領が利上げの可能性について「起こり得る」と発言したことも市場の利上げ期待上昇につながったと見られるが、後にFRBが年内の利上げ予想を示したことに対し「信じられない」と批判しており、市場が織り込む米利上げに向けては政権からの圧力に引き続き警戒が必要だろう。特に、市場が織り込む10月利上げについては中間選挙直前のタイミングとなることから、ハードルは高い可能性がある。また、米・イラン合意を受けて原油価格の調整が進む中、FRBのインフレ警戒姿勢が緩む可能性にも注意が必要となろう。

ドル円は年初来高値を更新、介入発動を睨んだ展開に

ドル円はFOMCを経て160円70銭台まで一時上昇、年初来高値を更新した（図表 19）。株安に加えて介入警戒も加わり、対円でのドル高は相対的に限定、主要クロス円は調整している。本邦当局の介入が意識されるレベルまでドル円は上昇と言え、口先介入強化ないしは実弾での介入の可能性を警戒する必要があろう。160-163円レンジでの追加介入の可能性は相応に高く、目先のドル円は高止まりも上昇ペースは緩やかとなりそうだが、介入レベルを試す神経質な相場展開が続きやすいだろう。

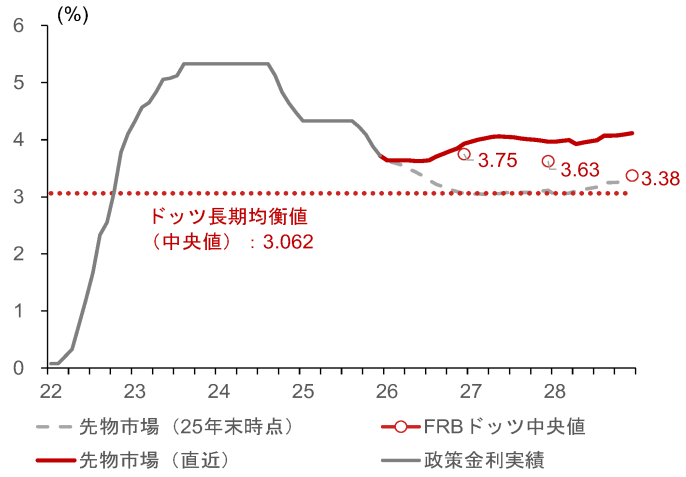
図表 15: FRBの景気・物価見通し

	実質GDP				失業率				コアPCEデフレータ			
	2026	2027	2028	長期	2026	2027	2028	長期	2026	2027	2028	長期
2026年6月	**2.2**	2.3	**2.2**	2.0	**4.3**	4.3	4.2	4.2	**3.3**	**2.5**	**2.1**	2.0
2026年3月	2.4	2.3	2.1	2.0	4.4	4.3	4.2	4.2	2.7	2.2	2.0	2.0
変化	**-0.2**	0.0	**0.1**	0.0	**-0.1**	0.0	0.0	0.0	**0.6**	**0.3**	**0.1**	0.0

注: 実質GDP、コアPCE（個人消費支出）デフレータは10-12月期の前年比、失業率は10-12月期平均。コアPCEデフレータの長期予想はPCEデフレータの予想。緑（赤）ハイライトは実質GDPとコアPCEデフレータの上方（下方）修正、失業率の下方（上方）修正。。
出所: FRB、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 16: FRBドッツ中央値と市場の政策金利織り込み



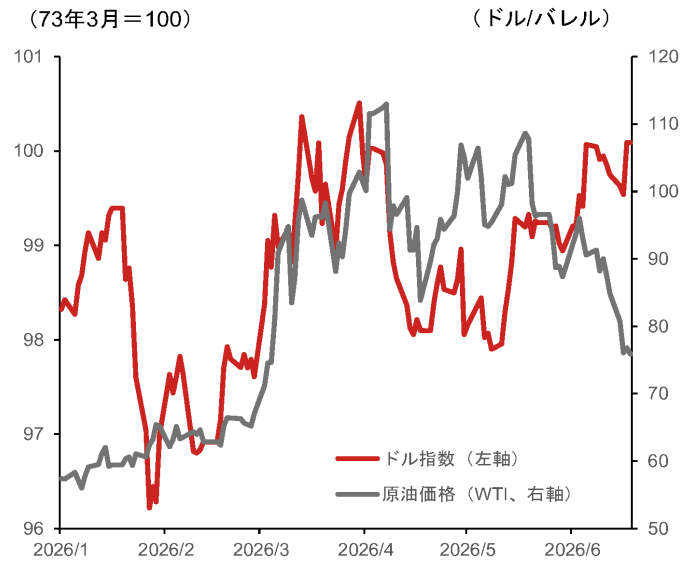
注: ドッツはFOMC参加者の政策金利見通し。直近は6月17日時点。
出所: ブルームバーグ、野村

図表 17: ドル指数と5年金利差（米−海外）



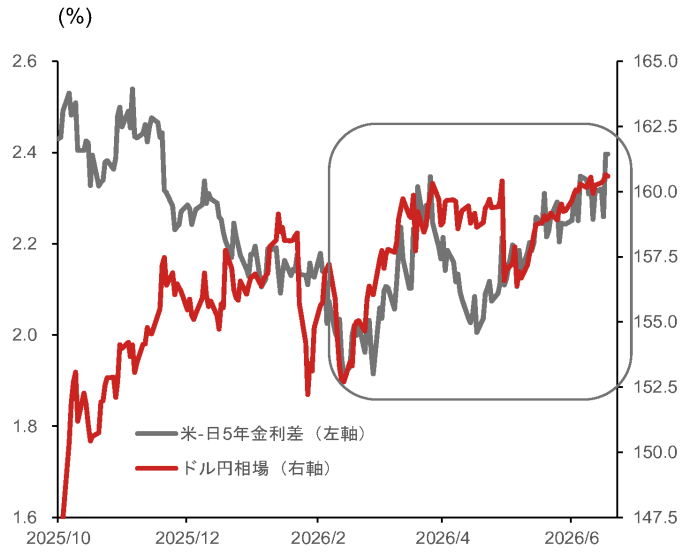
注: 海外金利はドル指数採用通貨の金利を指数ウェイトで加重平均。
出所: ブルームバーグ、野村

図表 18: 原油価格とドル指数



出所: ブルームバーグ、野村

図表 19: 米日5年金利差（米−日）とドル円相場



出所: ブルームバーグ、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

1-2.ドル円:日銀は利上げ継続姿勢もビハインドザカーブ懸念は残存

リサーチアナリスト
為替ストラテジー
後藤 祐二朗 - NSC

日銀は25bp利上げ、浅田委員が据え置き票

日銀は6月会合(15-16日)で市場予想通り25bp利上げを決定した。市場では25bp利上げの可能性がほぼフルに織り込まれていたことから、サプライズ性は乏しい(26年6月15日付国際金融為替ウィークリー - 米・イラン合意を受けた主要中銀のスタンス変化が焦点に参照)。高市政権下で任命された浅田委員が「中東情勢の影響について、物価の上振れリスクよりも生産・雇用の下振れリスク」の方が大きいとして、利上げに反対している。一方、高田委員や田村委員は物価の見通しについて、既に「物価安定の目標」を概ね達成との見方から反対を継続も、25bp利上げには賛成した。

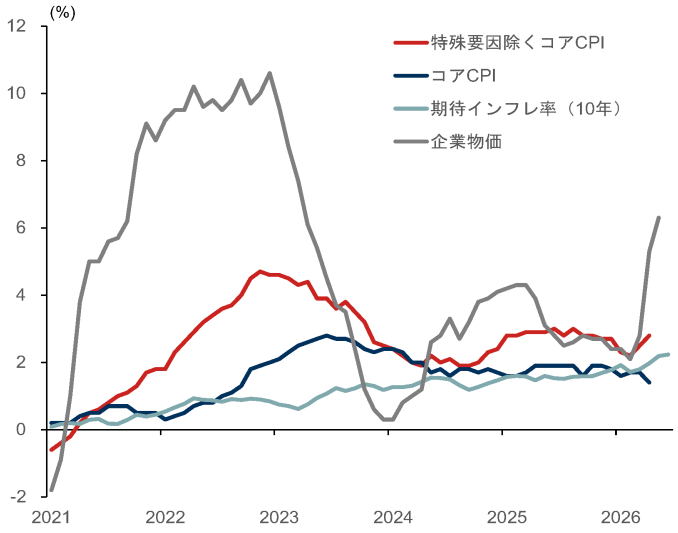
国債購入ペースについては27年4月からは月間2兆円程度の買い入れを行うとして、事前の観測報道通り、減額を休止している。田村委員は長期金利の形成は市場と市場参加者に委ねるべきとして、減額継続を提案したが否決された。

物価上振れリスクを警戒も利上げペース加速姿勢は明確には確認されず

声明文では中東情勢に関して「経済が大きく下振れるリスクはひところよりも低下」とし、緩やかな成長を続けるという中心的な見通しに概ね沿っているとの見方が示された。物価については「企業間取引における価格転嫁がやや速いスピード」で進んでいるとの認識を示した上で、「消費者物価の基調的な上昇率が2%の「物価安定の目標」を超えて上振れていくリスク」が明記されている(図表 20)。4月展望レポートで示されたようにインフレ上振れリスクへの警戒を維持と言える。これまで「きわめて低い」としてきた実質金利についての言及はなく、「金融環境は、緩和した状態」との判断が示された。

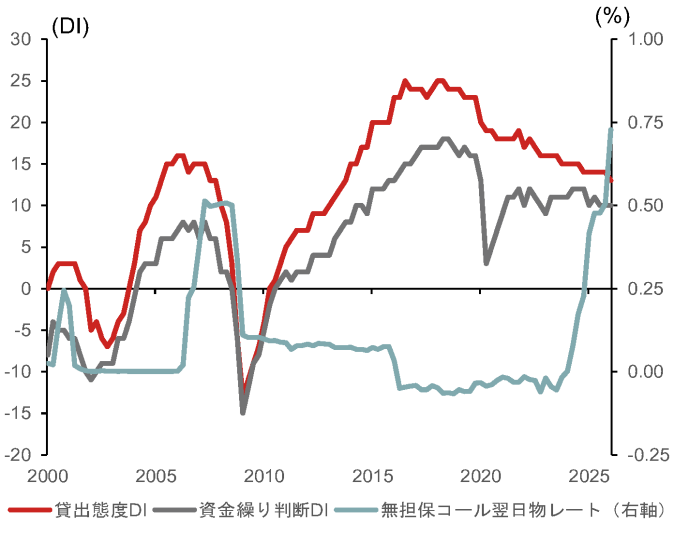
先行きについては「経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく」との姿勢が維持された。4月展望レポート同様、「調整のタイミングやペース」についても検討していく方針が示されている。基調的なインフレの上振れリスクに言及していることから、今後の利上げペース加速の可能性は排除されないが、声明文からは利上げペース加速姿勢は明瞭には示されなかったと言えよう。

図表 20: 日本のインフレ動向



出所: マクロボンド、野村

図表 21: 日銀短観における企業金融動向と政策金利



出所: ブルームバーグ、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

内田副総裁記者会見でも今後の利上げペースへの示唆は見られず

入院中の植田総裁に代わって記者会見に臨んだ内田副総裁は、物価を「2%程度の水準で安定させていくという観点が重要になる」とインフレ抑制の必要性に言及したが、今後の利上げペースについて言質を与えるような明瞭な発言は見られなかった。

一方、実質金利についての表現を金融環境についての表現に変更したことに関しては、判断の変化ではなく、あくまでも説明の仕方の変化に過ぎないと説明、利上げ休止や打ち止めといった期待の高まりの回避に努めた印象だ。日銀が自ら実質金利はきわめて低いと強調することは、利上げ余地が大きいことを示唆する一方、現状では低金利環境による円安材料として聞こえる面もあったため、このタイミングでより包括的かつ曖昧な表現に変更したのは、今後の柔軟性上昇に資する面があろう。この点、声明文では金融環境について実質金利に加え、企業等の資金需要、CP・社債市場でも良好な発行環境に言及しており、貸し出しの伸びや短観での資金繰り動向などの指標が重要となりそうだ（図表 21）。

為替市場は小幅な円安反応もビハインドザカーブ懸念は残存か

160円超では当局による円買い介入への警戒感があると見られ、ドル円相場の反応は小幅な円安に留まった。もっとも、10年債利回りは初動で小幅低下の後に上昇、債券市場のインフレ期待も小幅に上昇しており、市場のビハインドザカーブ（金融政策正常化の遅れ）への懸念は払しょくされていない印象だ。

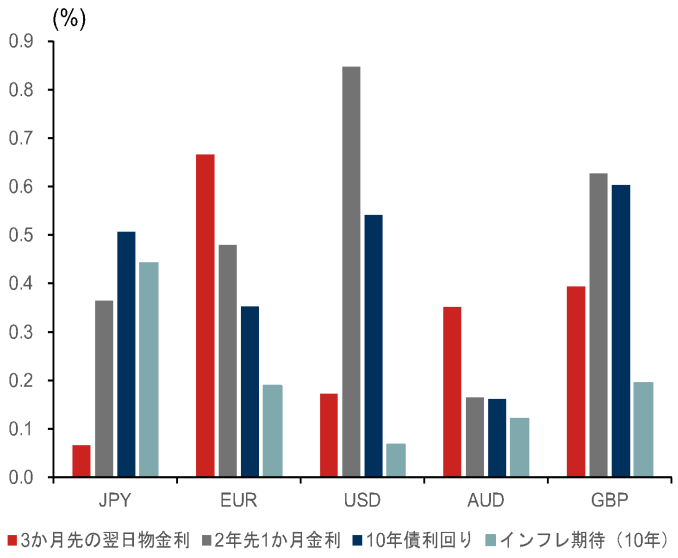
中東情勢が悪化した2月末から米・イランの合意機運が高まった6月半ばまでの主要国の金利市場における変化を見ると、日本ではインフレ期待（10年）が最も大きく上昇している一方、3か月先翌日物金利の上昇は限定的に留まってきたことが特徴的と言える（図表 22、図表 23）。日本でも10年債利回りやターミナルレート（利上げ到達点）期待（2年先1か月金利）は相応に上昇した一方、中東情勢悪化による景気下振れリスクや政治的な圧力もあり、目先の利上げペース加速の可能性は限定的と見られてきたことが示唆される。

図表 22: 主要国のインフレ期待（インフレ連動債、10年）



出所: ブルームバーグ、野村

図表 23: 主要国金利市場の2月末から6月中旬にかけての変化



注: 2月27日から6月12日にかけての変化。
出所: ブルームバーグ、野村

ビハインドザカーブ懸念が円安圧力となる構図

主要通貨の対ドル相場騰落率と対米金利差との相関係数を試算すると、歴史的な高インフレ国の通貨ほど金利差と通貨の関係が逆相関（自国金利上昇＝自国通貨安）と

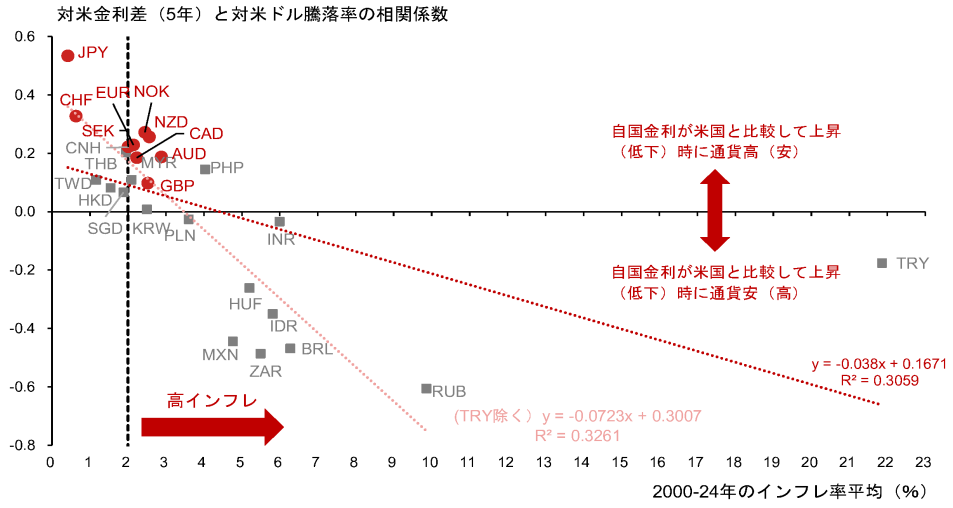
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

なりやすい（図表 24）。日本は主要国でもっともインフレ率が低く、歴史的には円は金利差との相関が強い通貨となってきたが、高市政権下のリフレ政策は円の位置づけを図表 24上で右方向に移行させる政策と言える。

日本を含む主要国が物価安定目標として設定する2%前後で日インフレが安定との信認が高まれば、ドル円と金利差の関係は正常化に向かおうが、足元の期待インフレ率の急騰に象徴されるように、市場は高市政権下のリフレ政策の行き過ぎを警戒しているよう。結果的に、昨年半ば以降は債券市場不安定化や長期・超長期債利回り上昇と円安が同時進行、「日金利上昇（低下）＝円高（安）ドル安（高）」との通常の関係が成立しにくくなってきたと言える。むしろ、日銀利上げの遅れによる円安がインフレ期待を上昇させ、長期・超長期債利回りを上昇させるとの関係が意識される。

先行きの円安余地を占う上では、市場のインフレ上振れ懸念を払しょくさせるような利上げペースの加速があるかを注視していきたい。

図表 24: 主要通貨の対米ドル騰落率と対米金利差（米−日、5年）の相関係数とインフレ率



注: 対米金利差との相関は直近520週のデータによる。インフレ率は2000−24年平均。赤はG10通貨、グレーは新興国通貨。
出所: マクロボンド、ブルームバーグ、野村

日銀への政治的な圧力への懸念は残存か

市場のビハインドザカーブ懸念や利上げペースへの期待については、今回の利上げを受けた政権側からの情報発信にも注目したい。片山財務相は「コメントは差し控える」との姿勢であり、木原官房長官は「日銀には2%の物価安定目標実現へ適切な金融政策運営を期待」との中立的な姿勢を維持している。

一方、浅田委員の利上げ反対票は市場参加者の間で高市政権による日銀への影響への警戒を維持させる材料となり得る。反対理由は中東情勢に根差したものであり、中東情勢改善が明確になれば浅田委員のハト派色が後退する可能性はあるが、7月会合からは高市政権下で任命された佐藤委員も就任、今後の利上げへの反対票増加への警戒が燻りそうだ（26年5月29日付Anchor Report: Japan Macro Report − 山場を迎える高市政権マクロ政策参照）。

中東情勢改善で海外中銀の姿勢変化があるかも焦点に

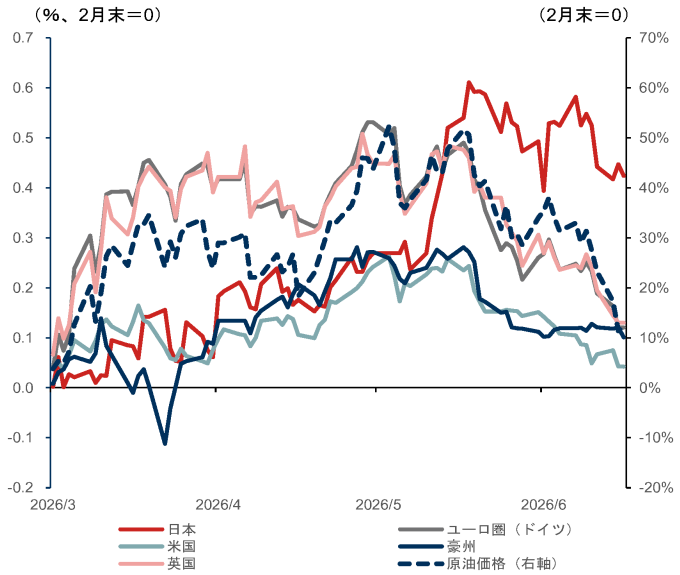
中東情勢の改善が一段と明確になれば、2月末以降に見られてきた世界的な金利市場の値動きは、部分的にせよ逆転に向かう公算が大きい。原油価格ピークアウトを受け、ドイツで債券市場のインフレ期待（10年）が既に2%割れまで調整するなど、インフレ及びインフレ期待は世界的にピークアウト感が強まり得る（図表 25）。一方、日本のインフレ圧力は賃金上昇など、より国内要因に影響を受けた色彩が強い。インフレ懸念後退で海外での利上げ期待が全般的に鎮静化に向かう中、日銀が利上げへの積

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

極姿勢を維持すれば、為替市場での円安圧力が低下に向かう可能性が出てくる。原油価格低下による需給面での円安圧力ピークアウトの可能性も市場で徐々に意識されよう(図表 26)。

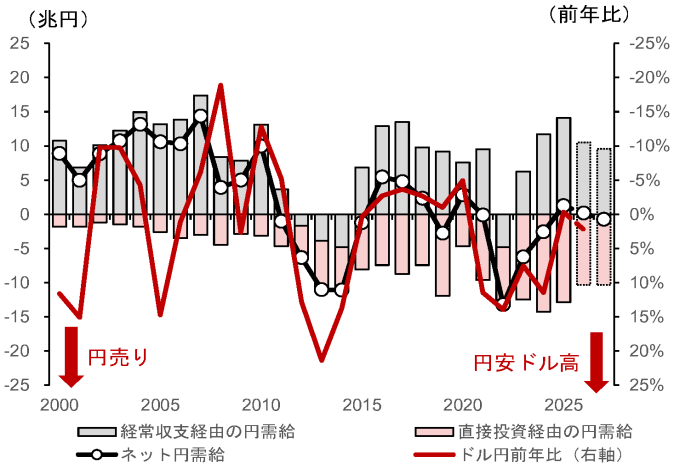
日銀が利上げを実施、原油価格も低下する中で投機的な円売りポジション蓄積により円安圧力が強まれば、本邦当局は介入の必要性を正当化しやすいだろう。日米金融政策イベント通過後、ドル円の上昇圧力が維持される場合、160-163円レンジでの円買い介入のリスクを見ておく必要がありそうだ。介入リスクの大きさを考慮すれば、ドル円の上値余地は限定的と見られる。

図表 25: 2月末以降の原油価格(北海ブレント)と主要国のインフレ期待(10年)の変化



注: インフレ期待はインフレ連動債による。
出所: ブルームバーグ、野村

図表 26: 基礎的収支に基づく円需給推計とドル円



注: 基礎的収支は経常収支と直接投資収支の合計。所得収支及び直接投資収支の円需給インパクトは5割と仮定。26-27年は野村による経常収支予測、直接投資収支は26年4月までの年率換算値で横ばいと仮定。26年のドル円相場は6月15日時点。
出所: ブルームバーグ、財務省、野村

結論:ドル円は短期高止まり、年末に向けて緩やかに調整と予想

日銀は6月会合で利上げ実施も、市場のビハインドザカーブ懸念は完全には払拭されていない印象だ。短期的には債券市場不安定化と円安の進行への警戒が必要となろう。中東情勢改善による原油価格の低下は徐々に円相場への追い風となり、介入警戒がドル円の上値を抑える構図も継続と予想されるが、目先のドル円は150円台後半から160円前後で高止まり、年後半にドル安圧力再燃とともに緩やかなペースで調整と予想される。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

1-3.対外対内証券投資：年金勢は過去最大規模で外債にリバランス

リサーチアナリスト
為替ストラテジー
秀嶋 智輝 - NSC
小寺 勇輝 - NSC
後藤 祐二朗 - NSC
宮入 祐輔 - NIplc

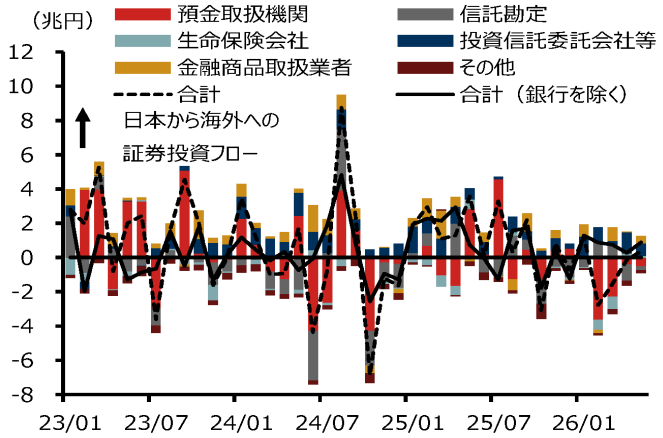
本邦投資家は株式を売り越し、中長期債を買い越し

5月に本邦投資家は外国証券を3,679億円買い越した（図表 27）。内訳は、外国株式が2兆7,182億円の売り越し、外国中長期債が3兆861億円の買い越し。主体別では、信託勘定（年金勢）による外国株式の売り越し（3兆3,839億円）、外国中長期債の買い越し（3兆1,556億円）が目立ち、5月の本邦投資家による外株、外債売買フローはいずれも年金勢の売買に集中したかたちだ（図表 28）。

銀行勢は外国株式・外国中長期債をともに売り越し

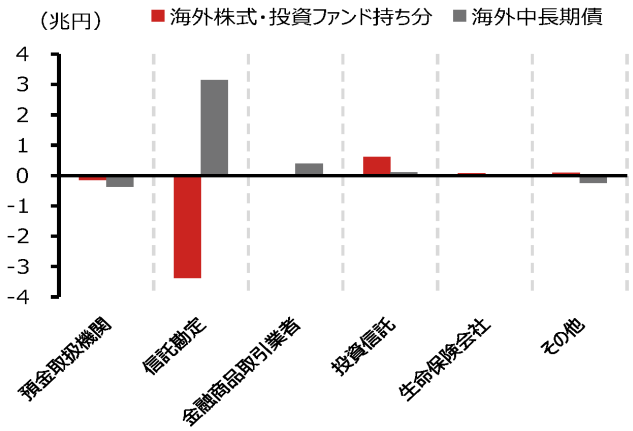
銀行勢は外国証券を5,118億円売り越した。内訳は、外国株式が1,474億円の売り越し、外国中長期債が3,644億円の売り越し。銀行勢による外債の売り越しは5か月連続となり、26年入り後は毎月売り越していたことになる。ただし、一般的に銀行勢による外債投資はレポ取引によるものが多く、多くが為替インパクトを伴わないと見られ、銀行勢の外債売りの円高インパクトは限定的とみられる。また、仮に銀行勢による売り越しがショートポジションの構築ではなく、ロングポジションの手じまいである場合、外債投資で取っていたリスクが減少することになる。この場合、国内債投資が積極化する可能性も考えられる。しかし、少なくとも6月から7月にかけての各種財政イベントを通過するまでは、銀行が国内債に対して強気になる可能性は限定的だろう。この期間中、銀行は償還資金の再投資に伴う通常の国内債券投資を継続するとみられるが、デュレーションを延ばす目的で長期・超長期国債の積極的な買い手となる可能性は限定的とみられる。

図表 27: 本邦投資家の対外証券投資フロー



出所: マクロボンド、野村

図表 28: 投資主体別の対外株式・中長期債投資フロー



注: 26年5月分の結果。
出所: マクロボンド、野村

信託勘定は過去最大規模で外債を買い越し

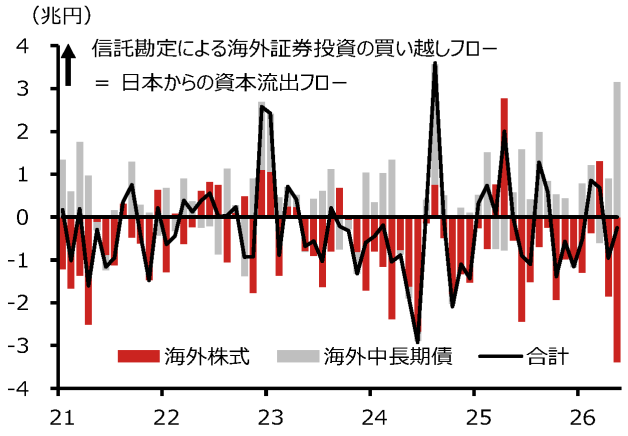
信託勘定は外国証券を2,283億円売り越した。内訳は外国株式が3兆3,839億円の売り越し、外国中長期債が3兆1,556億円の買い越しとなる（図表 29）。単月の外国中長期債の買い越し額としては過去最大。5月は内外株価の上昇が著しく、年金勢は株式から債券へのリバランスに取り組んだとみられる。

5月末のGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の基本ポートフォリオ推計結果（図表 30）を基に、足元から6月末まで価格指標が一定と仮定した上で、GPIFによるリバランス余地を推計すると、国内債は2.3兆円程度買い越し余地があるとの結果となった。足元は中東情勢安定化を端緒とする市場心理の改善を受け、外株が上昇、リバラ

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

ンス余地が拡大しつつあるものの、先行きテック株が再度調整する場合、国債買い越余地が減少、ないしは減少との観測が市場で広がり、円需給悪化への警戒が再燃する可能性がある。

図表 29: 信託勘定の海外証券投資フロー



出所: マクロボンド、野村

図表 30: GPIFポートフォリオの推計

	単位：%	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
	25年3月末	27.6	24.4	23.9	24.1
	25年6月末	26.1	24.4	24.3	25.2
	25年9月末	26.3	24.2	24.4	25.1
	25年12月末	25.3	24.7	24.7	25.3
(a) 信託勘定による買い入れ額の50%がGPIFと仮定したケース					
推計	最新値 (a)	*23.8*	***24.3***	*26.0*	***25.9***
(b) 信託勘定による買い入れ額の75%がGPIFと仮定したケース					
推計	最新値 (b)	*24.3*	***24.7***	*25.6*	***25.4***
(c) 信託勘定による買い入れ額の100%がGPIFと仮定したケース					
推計	最新値 (c)	*24.8*	***25.2***	*25.1*	***25.0***
新基本ポートフォリオ	資産構成割合（%）	25	25	25	25
	乖離許容幅	+/-6%	+/-5%	+/-6%	+/-6%
		+/-9%		+/-9%	

注: 25年12月末のポートフォリオをベースに、主要資産クラスのベンチマークの値動きと月次のフローデータから最新のポートフォリオを推計。為替ヘッジ外債については国内債に組み入れている。
出所: 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）、財務省、日本証券業協会、日本取引所、ブルームバーグ、野村

生命保険会社は外国株式・外国中長期債をともに買い越し

生命保険会社は外国証券を954億円買い越した（図表 31）。内訳は、外国株式が775億円の買い越し、外国中長期債が179億円の買い越し。外国中長期債は4か月ぶりの買い越しとなったが、金額は小さい。26年度運用計画（26年4月27日付国際金融為替ウィークリー－3.ドル円③：本邦生保運用計画には中東情勢の不確実性の影響参照）において、生保各社はオープン外債への消極姿勢を見せていたものの、現時点では大規模な外債売り越しフローは確認されていない。

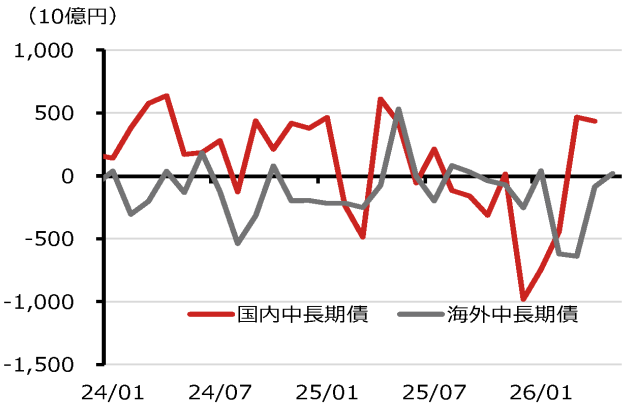
投資信託は外国株式・外国中長期債をともに買い越し

投資信託経由で外国証券は7,243億円の買い越しとなった。内訳は、外国株式が6,146億円の買い越し、外国中長期債が1,097億円の買い越し。4月と比べて投信経由での外株買い越しフローは減少したものの、4月分は私募投信経由での買い越しにより一部押し上げられていた可能性がある。6月以降に目を向けると、NRI集計の公募外国株式投信への資金流入フロー（6月分）はクレジットカード経由での外株投信買い越しフローが集中する月初について昨年同時期を上回っており、引き続き堅調な資金流入が続いている（図表 32）。

7月頃には骨太の方針が閣議決定される見込みだが、新NISAによる円安圧力是正に向けた制度変更が政府内で加速している様子は現時点の報道を見る限り確認されない。政策由来で投信経由の外株買い越しが減速する可能性は限られるだろう。

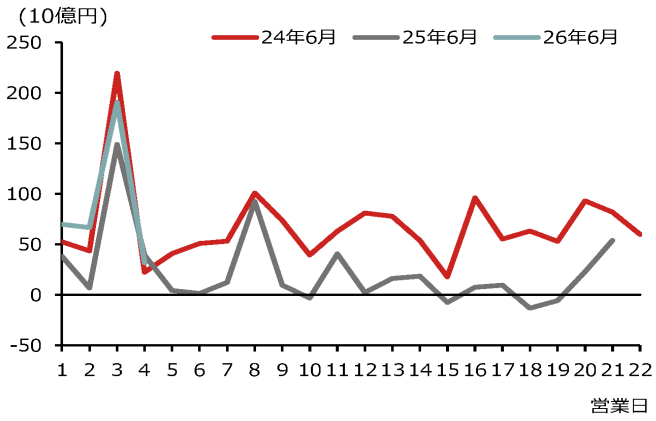
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 31: 保険会社による債券投資フロー



出所: マクロボンド、野村

図表 32: 公募外株投信への資金流入（6月）



出所: NRI、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

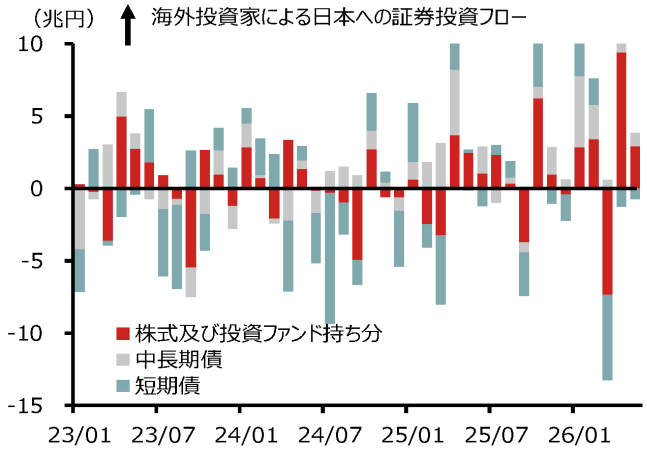
海外投資家は日本株・日本中長期債をともに買い越し

海外投資家は日本の証券を3兆8,217億円買い越した（図表 33）。

株式は2兆9,272億円の買い越しとなった。なお、財務省公表の週次の対外対内証券投資をみると、5月第4週（24日-30日）には9週間ぶりに海外投資家による日本株の売り越しが確認されており、目先は週次統計を通じて海外投資家の日本株に対するスタンスに一定の注意を払うべきだろう。

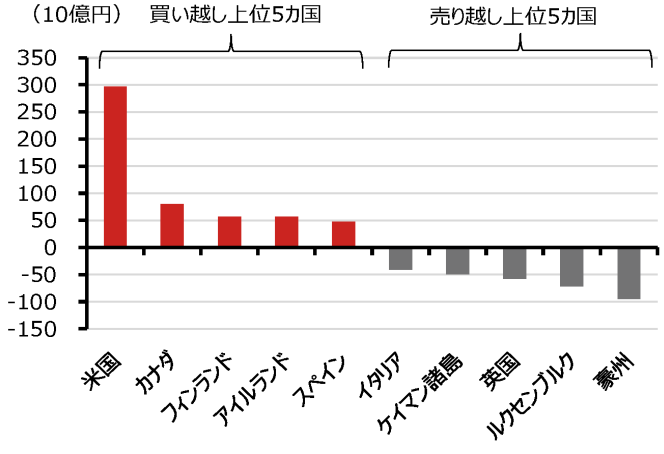
債券は8,945億円の買い越しとなった。4月も海外投資家は債券を買い越していたが、年限別の売買動向がわかる4月公社債売買統計をみると超長期債を売り越していた。5月公社債売買統計では海外勢が再び超長期債の買い越しに転じているか注目したい。

図表 33: 海外投資家の対内証券投資フロー



出所: マクロボンド、野村

図表 34: 本邦投資家 外国中長期債投資



注: 26年4月分の結果。
出所: マクロボンド、野村

本邦投資家は4月に米債を買い越し、欧州債の投資動向はマチマチ

本邦投資家による4月分の対外中長期債投資フローをみると、買い越しの多くは米債（2,972億円）に集中していた（図表 34、図表 35）。もっとも、過去の米債買い越しフローと比べると、買い越し額は限定的だ。

欧州債のフローは国ごとにマチマチであり、英債（573億円）、イタリア債（409億円）の売り越しが目立った。5月7日投開票の地方選での与党労働党の大敗及びそれに伴うスターマー首相の辞任リスク台頭、といったシナリオを事前に織り込んだ上で、本邦投資家は英債を売り越した可能性がある。一方、フィンランド債（564億円）、アイルランド債（562億円）、スペイン債（472億円）の買い越しが確認された。

その他では豪債の売り越し（948億円）が目立った。本邦投資家は豪州準備銀行（RBA）の追加利上げによる金利上昇リスクを警戒したとみられる。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 35: 本邦勢の対外中長期債投資フロー

億円		25年5月	25年6月	25年7月	25年8月	25年9月	25年10月	25年11月	25年12月	26年1月	26年2月	26年3月	26年4月
合計		**42,859**	**18,476**	**42,264**	**3,498**	**21,071**	**-9,334**	**10,663**	**-2,707**	**4,886**	**-47,371**	**-37,500**	**6,218**
アジア		**-1,794**	**-1,065**	**-1,659**	**173**	**-245**	**445**	**-201**	**-1,580**	**-1,499**	**-276**	**-375**	**4,419**
北米		**29,849**	**-1,438**	**32,214**	**3,126**	**13,793**	**-781**	**5,981**	**8,324**	**3,497**	**-36,652**	**-19,493**	**3,773**
	米国	29,668	-1,659	29,843	2,936	13,569	-1,322	4,732	7,935	2,525	-36,000	-20,015	2,972
	カナダ	181	221	2,371	190	224	541	1,249	389	972	-652	522	801
中南米		**4,051**	**268**	**2,274**	**1,982**	**1,232**	**-2,527**	**5,232**	**616**	**345**	**641**	**231**	**-257**
	メキシコ	202	333	231	372	12	172	109	263	417	271	-686	2
	ブラジル	43	-12	-7	1	33	13	14	-0	-18	-13	17	119
	ケイマン諸島	3,726	-631	3,105	1,545	1,211	-1,751	5,183	321	-54	336	1,151	-489
オセアニア		**3,229**	**2,961**	**-164**	**229**	**1,137**	**-1,065**	**1,026**	**-874**	**-1,271**	**-1,342**	**-337**	**-989**
	オーストラリア	2,926	2,822	-168	158	1,202	-1,165	828	-1,246	-1,326	-1,368	151	-948
	ニュージーランド	302	139	4	71	-69	98	199	373	56	26	-488	-41
ヨーロッパ		**6,196**	**13,857**	**7,212**	**-2,367**	**4,329**	**-5,758**	**-2,646**	**-8,196**	**2,989**	**-6,568**	**-15,409**	**-104**
	ドイツ	99	5,705	3,147	709	-1,650	-4,336	4,036	482	3,366	-4,035	-5,398	-394
	英国	106	2,563	432	-1,173	644	2,178	-4,373	-143	-294	-1,099	-2,474	-573
	フランス	2,213	266	3,673	-65	1,403	-6,068	-1,145	-3,607	279	-3,005	-4,202	-105
	オランダ	625	-435	313	-1,795	89	659	-522	-1,319	-1,874	-413	-1,663	173
	イタリア	1,214	-546	-3,188	-1,350	3,757	679	1,591	-692	-846	1,726	-612	-409
	ベルギー	722	-426	-157	-325	-79	1,049	-998	-270	-1,485	520	298	354
	ルクセンブルグ	-325	-43	1,748	-11	-120	-51	136	-245	259	-564	-468	-722
	スイス	-30	30	-91	95	-41	-63	-103	-516	-299	46	-55	-213
	スウェーデン	364	12	-122	247	7	186	-893	44	9	51	-71	28
	スペイン	-745	1,315	-127	87	-1,736	916	-1,131	-762	3,190	-1,236	-231	472
	アイルランド	-331	2,769	2,308	3,056	2,544	863	1,056	673	-256	2,829	122	562
	オーストリア	342	-146	-179	-159	-635	-141	-10	-907	1,197	-144	-348	-166
	ノルウェー	470	341	-156	32	-100	-197	97	-20	-220	-483	125	46
	フィンランド	403	-66	-158	-263	813	-1,050	9	799	853	-1,099	7	564
	デンマーク	-205	81	-186	-70	-163	-313	-189	-263	-445	31	-261	-398
	ポルトガル	292	159	-331	154	35	-7	-51	18	264	334	-206	-378
	ギリシャ	33	-12	7	-24	29	-25	-10	1	-39	-23	-39	47
	ロシア	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ユーロ圏		4,541	8,539	7,057	15	4,450	-7,510	2,960	-5,831	4,908	-5,110	-12,742	-3
中東		**283**	**249**	**37**	**-38**	**198**	**175**	**-73**	**25**	**475**	**185**	**121**	**-251**
	サウジアラビア	219	5	11	41	-22	34	-113	-51	287	48	9	-76
	アラブ首長国連邦	14	33	-91	50	221	29	42	-67	101	157	-27	-10
	イラン	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	バーレーン	-28	30	4	1	7	32	22	44	-16	1	10	-18
アフリカ		**-12**	**12**	**498**	**5**	**22**	**65**	**11**	**435**	**66**	**73**	**-79**	**89**
	南アフリカ	11	-8	5	-11	-8	25	-7	12	24	-9	-31	36
非分類		**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**-134**	**-108**	**-176**	**-126**
国際機関		**1,056**	**3,632**	**1,854**	**387**	**605**	**112**	**1,331**	**-1,456**	**417**	**-3,324**	**-1,982**	**-336**

注: 1. 単位は億円。2.「ユーロ圏」の系列は「ヨーロッパ」の系列のうち、通貨ユーロを使用する国への中長期債投資フローの総和。
出所: 財務省、日銀、野村

4月経常収支は個社要因により黒字幅が拡大

4月の日本の経常収支（季節調整済）は4兆2,111億円の黒字と前月（3兆9,006億円の黒字）から黒字幅が拡大した（図表 36）。黒字幅拡大には研究開発サービス（前月差0.5兆円、野村による季節調整値）の急増が寄与している。もっとも、財務省への問い合わせでは、同系列の増加は「日本の製薬会社による海外法人への特許権譲渡による受取」との回答を受けた。今回の急増はあくまで一時的なものと言えよう。

5月貿易統計では、名目輸入（前月比+4.7%）が名目輸出（同+1.8%）の伸びを上回った。貿易収支（季節調整後）は-904億円と小幅な赤字を記録している。輸入増の背景には、原油および粗油（前月比+33.1%、名目輸入に対する前月比寄与度+1.4%ポイント、野村による季節調整値）の増加が指摘できる。もっとも、原油および粗油の数量は473万kℓと、前月（448万kℓ）からは小幅増加したものの、中東情勢悪化前の2月分（1,176万kℓ）対比では依然として低水準で推移している。米国からの原油輸入増も見られるが、政府の代替調達は緩やかに進んでいることがうかがえる内容だ。

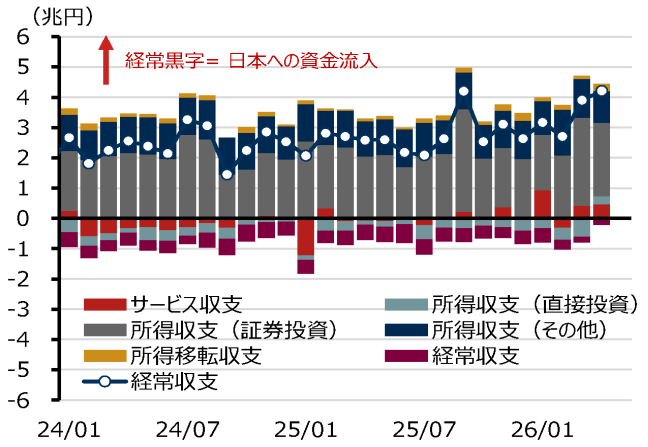
6月以降について、5月製造業生産予測調査では、生産活動の顕著な停滞は確認されなかったことから、目先の輸出の急減は回避されるとみられる。特に、半導体価格上昇もあり、名目ベースでの関連輸出増は本邦貿易収支にとっての支えとなろう。他方、原油や石油製品を中心とする鉱物性燃料の輸入は、政府の代替調達がさらに進むことで、目先は価格上昇による名目輸入額押し上げ効果が顕在化する可能性が高い。中東からの原油輸出シナリオ毎の原油価格に基づく試算では、2026-27年の貿易収支に1.1-6.1兆円の赤字圧力がかかるとみられる（26年4月28日付Anchor Report: 国際金融為替インサイト – ホルムズ海峡開放4シナリオと原油見通しを参照）。足元では中東情勢の改善期待が膨らんでいるが、原油価格は依然として中東情勢悪化前の水準を上回っており、夏場にかけては貿易収支悪化による円安圧力に引き続き警戒が求められよう。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

4月の直接投資収支は前月から増加

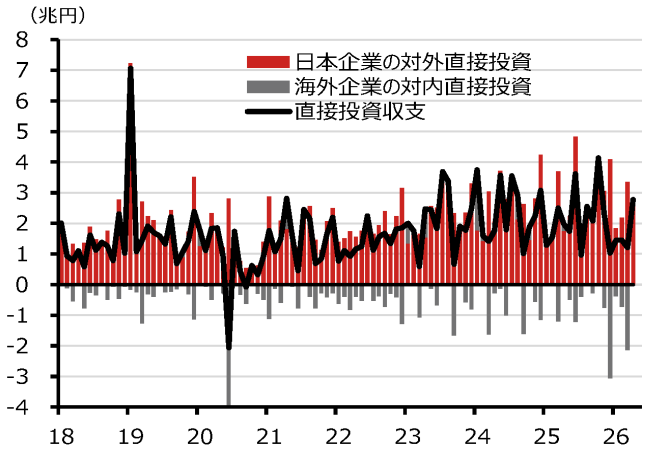
4月の直接投資収支は2兆7,747億円の流出超過となり、前月（1兆2,094億円の流出超過）から増加した（図表 37）。対外直接投資は2兆8,011億円と前月（3兆3,546億円）から減少、対内直接投資も264億円と前月（2兆1,453億円）から減少した。対外直接投資は25年後半（同期間平均：2兆8,815億円）と概ね同程度の水準を維持しているが、日本企業による対外直接投資の勢いが続くか、注目したい。

図表 36: 日本の経常収支（季節調整値）



出所: マクロボンド、野村

図表 37: 直接投資収支



出所: マクロボンド、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

リサーチアナリスト
為替ストラテジー
後藤 祐二朗 - NSC

2-1.ユーロ：ECBは23年9月以来の利上げを決定

ECBは利上げ決定

ECBは6月会合で大方の予想通り、政策金利の25bp引き上げを決定した。23年9月以来の利上げとなる。声明文では「中東での戦争がインフレ圧力を生じさせており、今回の利上げ判断は、当該ショックがどのように推移し、ユーロ圏の中期的な見通しにどのような影響を及ぼし得るかについて想定される幅広いシナリオに対しても、十分に頑健なもの」としている。

先行きについては、「データ次第かつ会合ごとの判断」「特定の金利経路をあらかじめ約束するものではない」との姿勢が声明文で維持された。特に、金利決定は「流入する経済・金融データに加え、基調的なインフレの動向および金融政策波及の強さを踏まえたインフレ見通しとそのリスク評価」に基づくとされている。

26-27年の成長率見通しは小幅下方修正の一方、コアHICP見通しは26-28年にかけて上方修正された（図表 38）。ECB会合後には米国とイランの合意が実現しているが、ECB見通しからはスタグフレーションリスクの高まりが示唆されよう。ラガルド総裁も記者会見において、今回のショックは「経済全体に広がり始めている」と発言、「インフレの進行を放置して制御不能な状態にしてしまえば、物価安定の水準へ戻すことがはるかに難しくなる」とのインフレ警戒姿勢を示した。利上げが予防的措置だったとの見方も否定している。

ECBは追加利上げのタイミングを模索へ

会合後、ロイターは関係筋二人の話として「エネルギー価格が現状水準近辺で推移する場合、7月会合で据え置く可能性がより高い」と報じた。その後、ブルームバーグが事情に詳しい関係者の話として「イラン戦争をきっかけとしたインフレ懸念を背景に、7月の利上げも排除できない」と報じており、見方は割れている。

会合後の高官発言を見ても、6月12日にタカ派の独連銀ナーゲル総裁は「必要であれば7月に追加利上げの用意」と発言したが、スロベニア中銀ドレンツ総裁は今後の対応については具体的に言及せず、エストニア中銀カーシク総裁は次回利上げ時期について「極めて判断が難しい」とした。ECB内でも次回利上げ時期については定まっていない印象だ。中東情勢やデータを睨みながら、基本シナリオとして年内追加利上げのタイミングを窺う展開となろう。

市場は9月までの追加利上げをほぼフルに織り込み、12月までに年内3回目の利上げの可能性が高いと見ている。当社はECB見通しを修正、9月、12月、来年3月にそれぞれ25bp利上げを実施し、今局面でのターミナルレート（利上げ到達点）を3.00%と予想している（旧：7月に25bp利上げ、ターミナルレートは2.50%）。

当面のECB政策運営は中東情勢の影響を受ける公算

ECBの政策姿勢は中東情勢により大きく影響を受ける可能性が高い。日本時間の6月15日早朝にはトランプ大統領がイランとの合意を発表、イラン側からも合意を示唆する情報発信が行われている。仮にホルムズ海峡航行正常化の機運が高まり、原油価格が調整するようだと、ECBのタカ派姿勢後退につながり得る。

ECB利上げに対するユーロの反応は限定的に

6月会合での25bp利上げの決定は織り込み済みであり、ユーロ相場の反応は限定的となった。目先のユーロドルは中東情勢次第となろう。米・イランの合意報道を受け、ユーロドルは反発しており、ホルムズ海峡の航行正常化機運が高まるようだと1.15ドルを大きく割り込む公算は低いとの見方が強まる可能性があろう（図表 39）。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

中東情勢悪化による原油高もあり、ECBは既に6月会合で25bp利上げを実施、ラガルド総裁が「利上げ判断は全てのシナリオで妥当」と発言するなど、中東情勢改善時にもECBは基調的なインフレへの二次的波及への警戒を当面は維持しそうだ。一方、トランプ政権からの政治的な圧力もある中、原油高が収まればFRBが利上げに動く必要性は低下との見方が強まり、ユーロ高ドル安材料となり得る。原油安は需給面を通じても相対的にはユーロドルにプラスだ(図表 40)。

ユーロ圏景況感改善で資金流入は回復するか

ホルムズ海峡の航行正常化の機運が高まる際に、ユーロ圏の景況感改善が明確になるかも注目される。ユーロ圏の主要景況感指数を見ると、5月には総合PMIが47.5と23年10月以来の低水準を記録するなど、中東情勢悪化で景況感には下押し圧力が掛かっている。一方、5月独Ifo期待指数は83.8と前月(83.5)から改善、6月ZEW期待指数や6月Sentix投資家信頼感指数なども底打ち感を示した。米・イランの合意に纏わる不確実性は残るが、ユーロ圏景況感の底打ち感が高まれば、ユーロドルの下値余地は限定的となろう(図表 41)。

中東情勢悪化への懸念により、海外投資家は3月にユーロ圏向け株式投資を144億ユーロの売り越しとなった(図表 42)。25年4月以来の売り越しとなり、投機筋のユーロロングポジション取り崩しと並び、3月のユーロ安をもたらすフローになってと見られる。景況感の底打ち感が明確となれば、ユーロ圏向けの証券投資流入も回復、ユーロ高圧力回復に繋がろう。

結論:ユーロドルの下値は1.15ドル前後で固いとの見方が強まるか

米・イスラエルによるイラン攻撃開始後、ユーロ相場は対ドルで調整圧力を受けてきたが、主要中銀で先んじてECBが利上げに踏み切ったことで、ユーロドルの下値余地は限定されやすくなったと言える。米・イランの合意により、ホルムズ海峡の航行正常化の機運が高まるようだと、ユーロドルの下値は1.15ドル前後で固いとの見方が一段と強まりそうだ。ユーロ圏景況感が底打ちし、原油価格調整に対してECBがFRB対比で相対的にタカ派的な姿勢を維持するようだと、ユーロは対ドルで反発しよう。対円でもユーロの堅調な値動きは続きやすい。

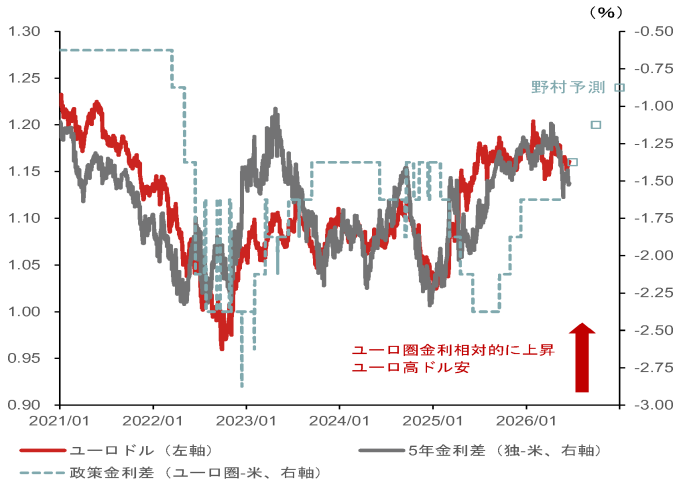
図表 38: ECBの景気・物価見通し

		実質GDP			消費者物価 (HICP)			コアHICP		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
2026年6月	ベースライン	0.8	1.2	1.5	3.0	2.3	2.0	2.5	2.5	2.2
	穏健	0.8	1.4	1.6	2.9	1.8	1.8	2.4	2.3	2.1
	下振れ	0.7	0.9	1.5	3.3	3.0	2.3	2.5	2.7	2.3
	深刻な下振れ	0.5	0.4	1.6	4.0	5.3	3.0	2.5	3.8	2.9
2026年3月のベースライン		0.9	1.3	1.4	2.6	2.0	2.1	2.3	2.2	2.1
ベースラインの変化		-0.1	-0.1	0.1	0.4	0.3	-0.1	0.2	0.3	0.1

注: 単位:前年比%。コアHICPは食品とエネルギーを除く。強調は野村による(3月のベースライン予測対比で上方(下方)修正は緑(赤))。
出所: ECB、野村

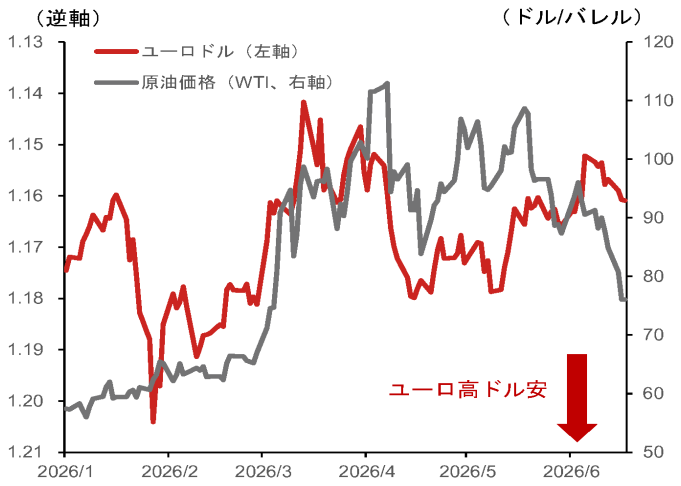
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 39: ユーロドルと金利差（政策金利差、5年金利差）



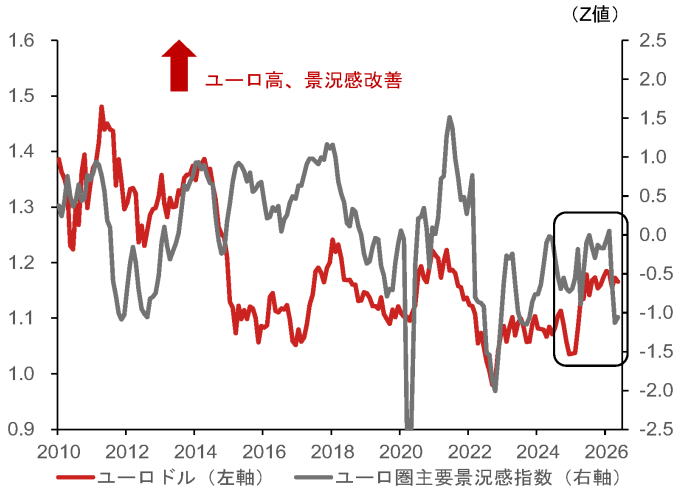
出所: ブルームバーグ、野村

図表 40: 原油価格とユーロドル



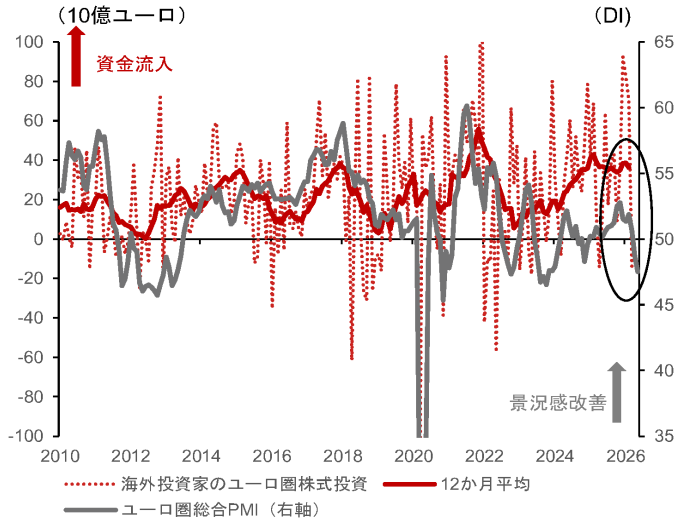
出所: ブルームバーグ、野村

図表 41: ユーロドルとユーロ圏の主要景況感指標



注: PMI総合指数、Sentix投資家信頼感、ZEW期待指数、独Ifo指数を合成。
出所: ブルームバーグ、野村

図表 42: 海外投資家のユーロ圏株式投資とユーロ圏総合PMI



出所: Markit、ブルームバーグ、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

2-2.欧州G10:6月中銀プレビュー/リクスバンクレビュー

リサーチアナリスト
為替ストラテジー
小寺 勇輝 - NSC
秀嶋 智輝 - NSC
後藤 祐二朗 - NSC

英ポンド:BoE6月会合は金利据え置きを見込む

前回会合対比で利上げ票が1票増加するだろう

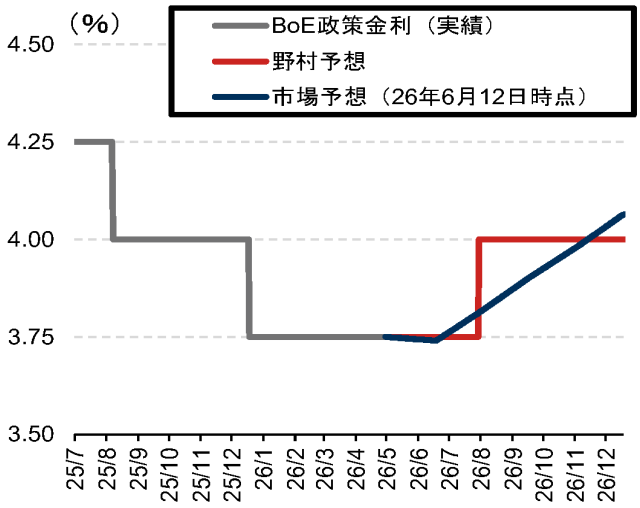
6月18日(木)、BoEは6月会合の結果を公表する。当社は7-2(2票は25bp利上げ、図表 43)で金利据え置きが決定されると予想する。多くの市場参加者も、6月会合では金利据え置きを見込んでいると見られ、政策金利の決定自体が市場のサプライズとなる可能性は低いだろう(図表 44)。

図表 43: BoE政策委員の投票結果と傾向

姿勢	政策委員名	26年2月会合	3月会合	4月会合	6月会合(野村予想)
タカ	マン委員	据え置き	据え置き	据え置き	据え置き
ややタカ	グリーン委員				25bp 利上げ
	ピル理事			25bp利上げ	
中道	ロンバルデリ副総裁			据え置き	据え置き
	ベイリー総裁				
	ブリーデン副総裁	25bp利下げ			
ややハト	ラムスデン副総裁				
ハト	テイラー委員				
	ディングラ委員				
結果		据え置き	据え置き	据え置き	据え置き

注:「姿勢」は各委員のこれまでの発言などから野村が判断したもの。6月会合の結果は野村予想。
出所: BoE、野村

図表 44: BoE政策金利における野村と市場の予想



注: 市場予想はOIS(オーバーナイト・インデックス・スワップ)を参照した。
出所: BoE、ブルームバーグ、野村

フォワードガイダンスは前回から概ね不変か

中東情勢悪化以降、BoEは一貫して「必要に応じて行動する用意がある」との文言をフォワードガイダンスで使用している(図表 45)。前回4月会合以降、米国とイランが合意に達したものの、中東情勢の先行きには依然として不透明感が強いなか、6月会合でもBoEは前回と概ね同様のフォワードガイダンスを示すだろう。

図表 45: 26年3月会合以降のBoEのフォワードガイダンス

会合時期	政策金利	主要なフォワードガイダンス
26年3月会合	3.75% 前回会合から据え置き	委員会(MPC)は今後も、中東情勢とそれが世界のエネルギー供給およびエネルギー価格に及ぼす影響を注意深く見極めていく。CPIインフレ率が中期的に2%目標の達成に向けた軌道を維持できるよう、**必要に応じて行動する用意**がある。
26年4月会合	3.75% 前回会合から据え置き	委員会は今後も、中東情勢と、その影響が経済全体にどのように波及していくかを注意深く監視し続ける。また、CPIインフレ率が中期的に2%目標の達成に向けて軌道に乗り続けるよう、**必要に応じて行動する用意**がある。

注: 日本語訳は野村による。
出所: BoE、野村

ベイリー総裁は引き続き英経済の先行き不安に重きを置くだろう

声明文に記載される各委員のコメントのうち、直近の利下げ局面でキャスティングボートを握っていたベイリー総裁のコメントも注目に値する。ベイリー総裁は直近の発言で、「**英国にとって重要な課題は経済成長だ**」、「**経済成長のためには労働供給の維持が必要**」など、弱い経済を重視する姿勢を見せていた。「**金融環境は引き締め的で**

本資料は、野村証券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

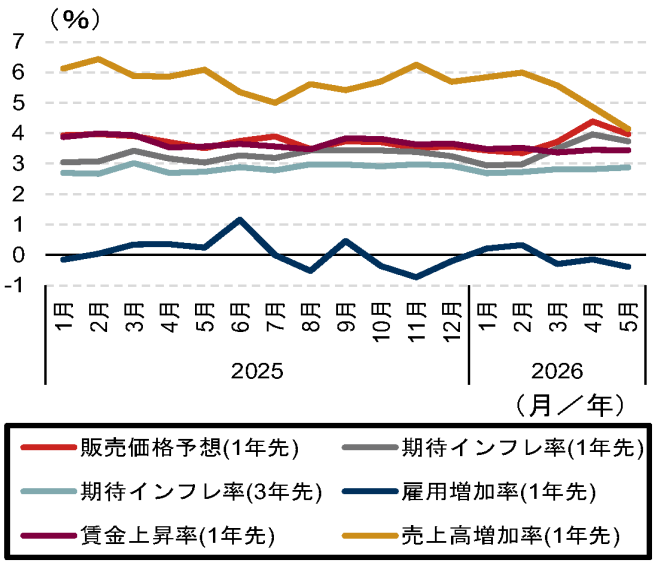
あるため、時間的余裕がある」と目先の利上げを急がない旨も表明している。エネルギー高による二次的波及効果には引き続き警戒姿勢を維持するが、英経済の先行き不安を重視し、早期の利上げの確度を高めるコメントは残さないだろう。

直近のBoE企業サーベイは英景気の弱さが窺える内容

4月会合以降に公表されたデータを振り返ると、総じて英経済の先行きに弱さが窺える内容だ。エネルギー高の二次的波及効果が明確に表れたデータは乏しく、6月会合での金利据え置きをサポートする材料と言える。

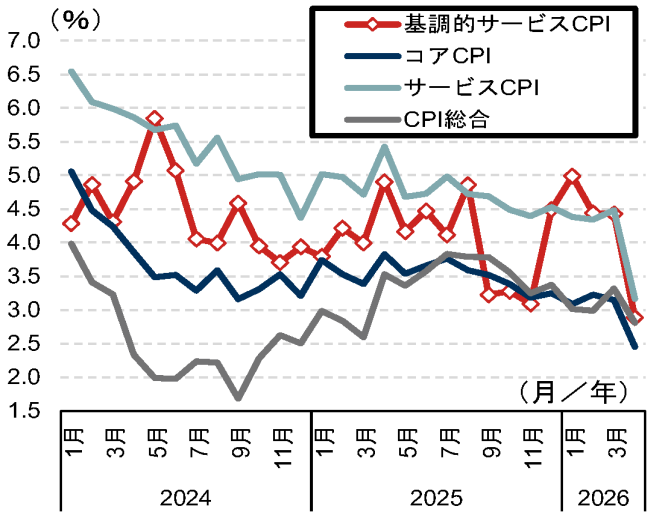
- **BoE企業サーベイ**：直近公表された5月分は、英景気の失速リスクが目立つ結果となった（図表 46）。期待インフレ率（1年先）や売上高増加率（1年先）、雇用増加率（1年先）、賃金上昇率（1年先）が軒並み前月から低下した。3年先の期待インフレ率も2.9%と前月（2.8%）から小幅上昇にとどまり、エネルギー高によるインフレへの二次的波及効果は現時点で限定的とみられる。
- **CPI**：4月CPIのインフレ低下の背景には、昨年4月の自動車税の過大算出による反動や、中東情勢悪化前に決定されたOfgemのエネルギー価格における上限の改定と、一時的な側面が大きい（図表 47）。4月CPIが示すディスインフレは、持続的なインフレ鎮静化を確認する内容とは言い難い。
- **家庭用エネルギー価格上限額**：7-9月分の上限額は前期比+13.5%上昇した（図表 48）。7-9月期のCPIインフレ率を約0.4%ポイント押し上げる要因となろう。もっとも、BoEは4月会合の金融政策レポートにて、同期の上限額をおよそ1,900ポンド/年と予想していた。実績はBoEの見通しと概ね一致しており、市場のBoE利上げ期待をさらに高める材料とはならなかった。
- **雇用**：労働市場の軟化傾向は続いている。賃金上昇率は減速トレンドが続くほか、3月の失業率は再び上昇へ転じた（図表 49）。労働需給の軟化傾向が窺える雇用統計は、BoEの利上げに対して慎重であるべきだという議論を一段と後押ししよう。

図表 46: BoEの企業サーベイ（DMP）結果



注: DMPはDecision Maker Panelの略称。
出所: BoE、野村

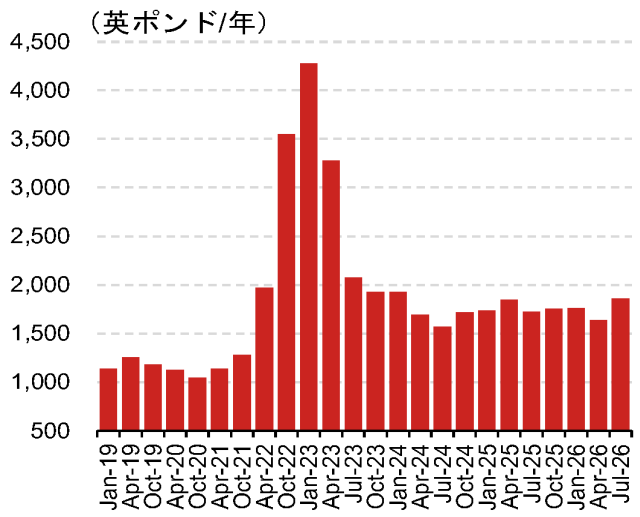
図表 47: 英国のインフレ指標



注: 基調的サービスCPIは、BoEの金融政策レポート（Monetary Policy Report）で掲載されている系列、「インフレ連動型品目、変動の大きい品目、家賃、海外旅行を除くサービス（Services excluding indexed and volatile components, rents and foreign holidays）」にて採用された品目をもとに作成。各品目ごとに季節調整をかけたうえで、各品目の前月比を算出。それらを加重平均したものの3か月移動平均値の年率換算値を掲載した。季節調整の手法などからBoEと数値が異なる点に留意。コアCPI、サービスCPIは前年同月比。
出所: ONS、BoE、野村

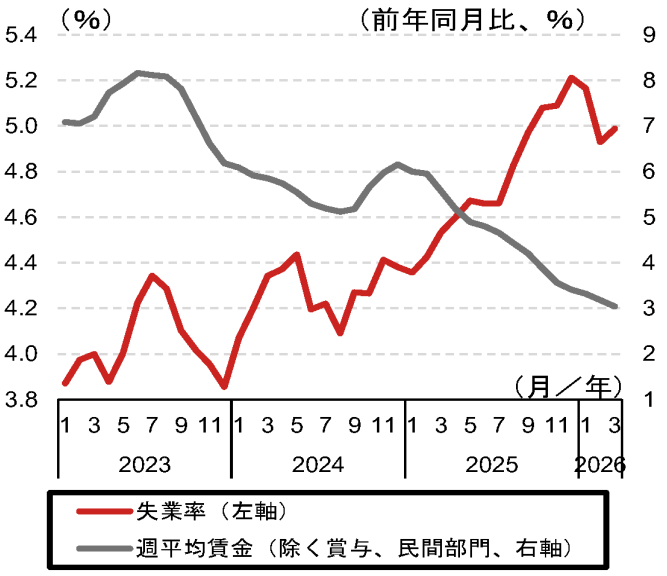
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 48: 英Ofgem（エネルギー資源庁）が定める家庭用エネルギー価格の上限額の推移



出所: Ofgem、野村

図表 49: 英雇用統計の推移



注: いずれも3か月移動平均値。
出所: ONS、野村

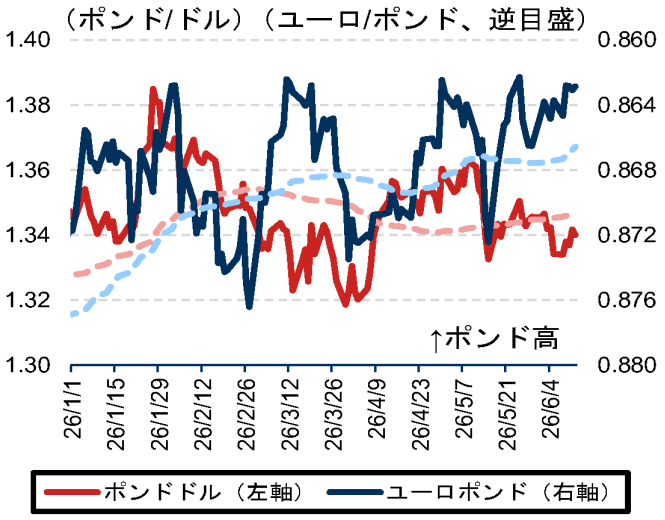
結論：英政治/財政不安は秋まで注視、ポンド安の反応に警戒

直近の英ポンドは、5月初旬にこそ政治不安の高まりからポンド安となったものの、対ユーロでは足元にかけて値幅を戻している（図表 50）。先行きは、ECB（当社予想：26年9月会合、26年12月会合、27年3月会合で各会合25bp利上げ）とBoE（当社予想：26年7月会合で25bp利上げ、27年7月会合と27年11月会合で各会合25bp利下げ）の金利差（ユーロ圏−英国）のマイナス幅縮小から、ユーロポンドはポンド安の地合いとなろう。もっとも、中東情勢の進展次第では、当社予想ほど金利差面でのポンド安圧力が強まらない可能性はある。

加えて、英政治/財政不安は秋まで市場のテーマとして燻るとみられる。6月18日（木）予定の英補欠選挙では、労働党党首の座を狙う穏健左派のアンディ・バーナム氏が国政復帰を実現させる可能性がある（図表 51）。穏健左派は現政権と比較して拡張財政を志向する。既にバーナム氏は、現行の財政ルールを維持する姿勢は表明しているものの、党首選に向けた議論の中で、拡張的な政策を公表する可能性がある。党首選から秋季予算案まで、英市場における財政不安再燃の可能性、それに伴う英中長期債利回り上昇やポンド安の反応には警戒する必要があろう。

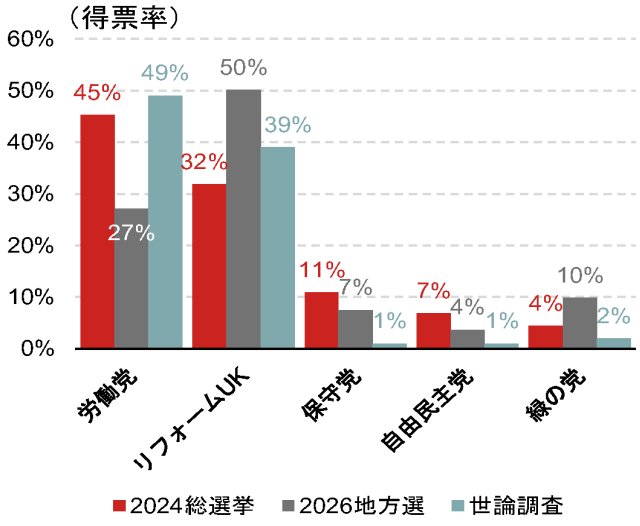
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 50: ポンドの対主要通貨における推移



注: 薄い色の点線は、同系色系列の50日移動平均値。
出所: ブルームバーグ、野村

図表 51: メイカーフィールド（Makerfield）選挙区における2024年総選挙と2026年地方選の主要政党の得票率、26年6月補欠選挙に向けた世論調査



注: 2026年地方選の得票率は8つの地域（Abram、Ashton-in-Makerfield South、Bryn with Ashton-in-Makerfield North、Hindley、Hindley Green、Orrell、Winstanley、Worsley Mesnes）の合計得票数をもとに算出。メーカーフィールドの97%程度の有権者が含まれている。世論調査はSurvationによるもの。調査対象は補欠選挙の有権者とみられる518名。調査期間は2026/5/26-2026/6/1。
出所: UK Parliament, Wigan Council、Survation、野村

スイスフラン：SNB6月会合は金利据え置きへ、通貨高警戒を改めて示すか

SNB6月会合は金利据え置きへ、インフレはSNBの想定内の推移

6月18日（木）に予定されているSNBの6月会合では、政策金利の据え置きが見込まれる。ブルームバーグの調査でも、19人中18人が据え置きを予想しており、政策金利の決定自体が市場のサプライズとなる可能性は低いだろう。

直近で公表された統計を確認すると、インフレ率は前回3月会合時点のSNB予想に概ね沿って推移している。一方、景況感については、PMIが堅調な一方で、KOFスイス先行指数は弱含んでおり、まちまちな内容となっている。3月会合後の記者会見で、SNBシュレーゲル総裁は「**マイナス金利導入のハードルは低下している**」と述べた。ただし、インフレ率がSNBの見通しに沿って推移していることに加え、景況感も明確な景気下振れを示唆するには至っていないことから、6月会合では金利据え置きが決定されるとみられる。

フラン高への警戒は維持、介入姿勢を改めて強調へ

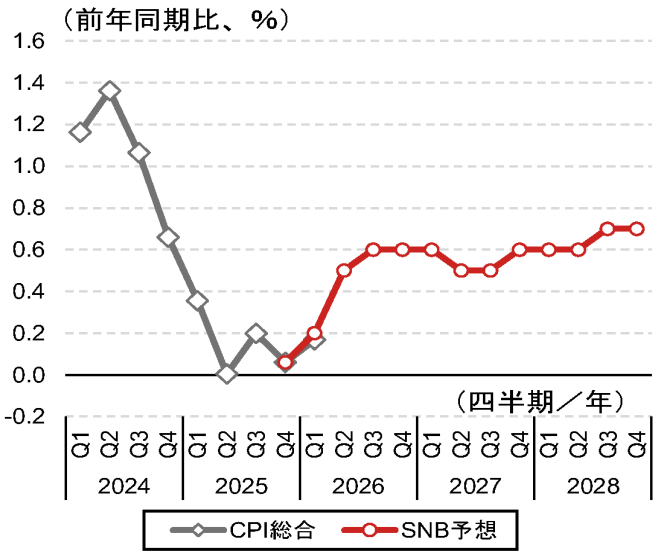
3月会合以降、対ドルや対ユーロでのスイスフランはレンジ内での動きが続いている（図表 54）。特に、ユーロフランは0.91付近がレンジ下限として意識されている。もっとも、SNBの外貨準備高からは、明確な為替介入の動きは読み取れない（図表 55）。足元の値動きは、実際の介入というよりも、市場参加者の介入警戒感を反映したものと考えられる。

SNBマーティン副総裁は「**中期的なインフレ圧力は基本的に変わらない**」（5月22日）と評価している。6月会合でも、スイスフラン高がインフレ圧力を抑制し、エネルギー価格上昇による二次的波及効果を相殺するとの見方は維持されるだろう。また、声明文では前回会合と同様に、為替市場への介入姿勢の強まりが改めて示されるとみられる。実際の介入が確認されていないなかでも、SNBはフラン高を抑制するため、口先介入

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

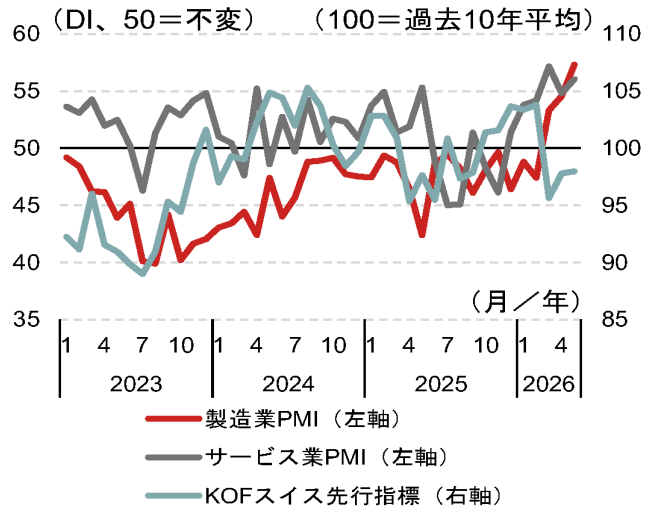
を含めた為替市場へのけん制を継続するだろう。

図表 52: スイスのCPIとSNB予想



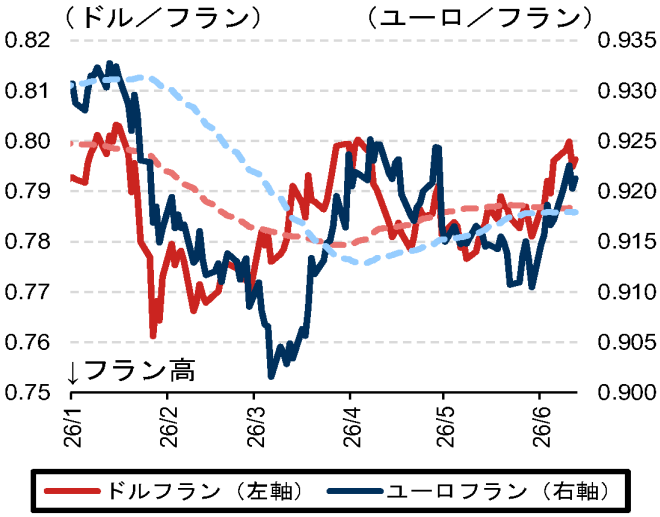
注: SNB予想は26年3月会合時点。
出所: SNB、SFSO、野村

図表 53: スイスの景況感指標の推移



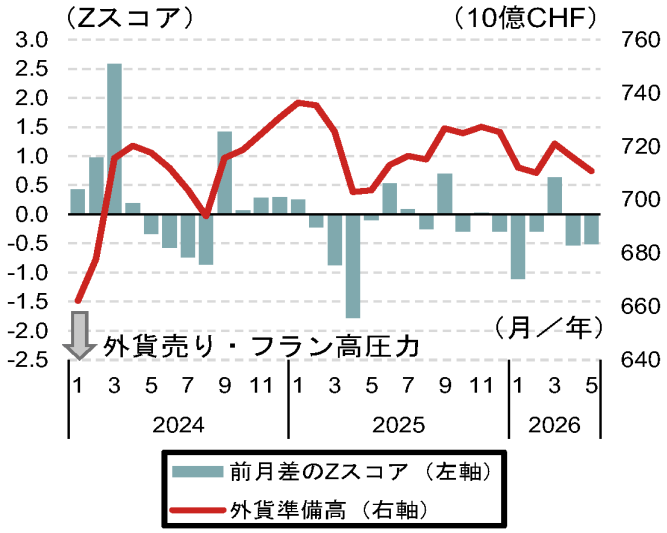
出所: KOF、S&P Global、野村

図表 54: フランの対主要通貨における推移



注: 点線は、同系色の系列における50日営業日の移動平均値を意味する。
出所: ブルームバーグ、野村

図表 55: SNBの外貨準備高



注: 推計期間は2000年以降。為替介入だけでなく、SNBが保有する各資産の価格変動などに伴い、外貨準備高が変化する点に留意。
出所: SNB、野村

スウェーデン・クローナ:リクスバンク6月会合は金利据え置き

6月18日（水）、リクスバンクは6月会合の結果を公表した。当社や多くの市場参加者の予想どおり、政策金利が1.75%に据え置かれた。フォワードガイダンスは「**今後起こり得る結果の幅は広く、リクスバンクは金融政策を調整する用意を十分に整えている**」としつつ、「**26年内後半に政策金利が引き上げられる可能性が高まった**」とした。詳細は以下に記述するが、新たな景気・物価見通しに沿った文言となっている。もっとも、6月会合前の時点でOIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）市場は年内20bp程度の利上げを織り込んでいたため、フォワードガイダンス変更による市場インパクトは限定的だった。

中東情勢悪化による供給制約がインフレや政策金利の見通しを押し上げ

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

リクスバンクの新たな経済予想に目を移すと、26年のCPIF（金利変動の影響を除く消費者物価指数）インフレ率見通しを引き下げた一方、27年や28年については引き上げている（図表 56、図表 57）。実質GDP成長率については、26年と27年が下方修正、28年が小幅上昇修正だ。政策金利見通しは、前回予想から26年10-12月期以降利上げペースが小幅加速するも、予測期間の終盤にかけては概ね前回予想から不変だ（図表 58）。

以上の見通しは、エネルギー価格の上昇を筆頭とする中東情勢悪化による供給制約が中期にわたり、物価押し上げ効果、景気押し下げ効果として現れる可能性が前回会合から高まったと、リクスバンクが評価していることがうかがえる内容だ。もっとも、予測期間の終盤にかけては、供給制約の影響が逓減し、景気は回復、物価も概ね物価目標（CPIFインフレ率2%）に沿った推移を見込む予想値と言えよう。

当社は27年12月会合まで金利据え置きを予想、利上げ時期前倒しリスクに警戒

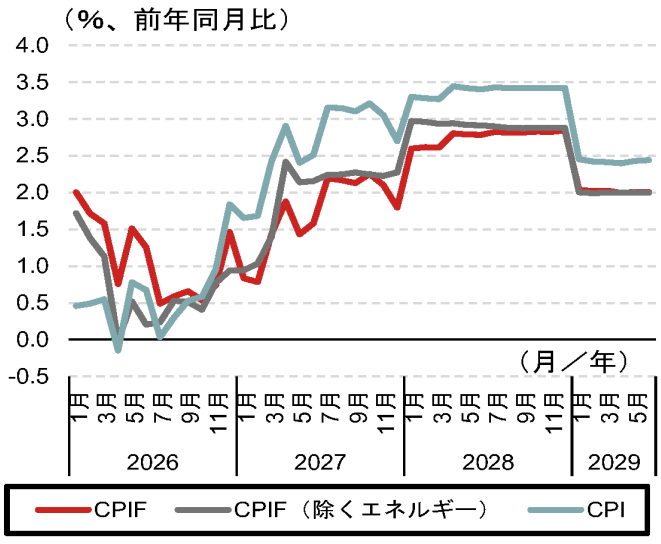
当社は、リクスバンクは27年12月会合まで金利を据え置き続けると見込む。もっとも、供給制約が当社およびリクスバンクの想定以上にインフレを押し上げ、利上げ時期が前倒しされるリスクには警戒が必要だ。

図表 56: リクスバンクの主要指標予測値（暦年ベース）

		2026			2027			2028	
		今回	前回		今回	前回		今回	前回
CPI	↓	0.6	0.8	↑	2.7	2.0	↓	3.4	3.5
CPIF	↓	1.1	1.5	↑	1.7	1.3	↑	2.8	2.7
GDP	↓	2.2	2.5	↓	2.3	2.6	↑	1.4	1.3
失業率	↑	8.6	8.4	↑	8.2	8.0	↑	7.8	7.6
政策金利	→	1.8	1.8	→	1.9	1.9	→	2.1	2.1

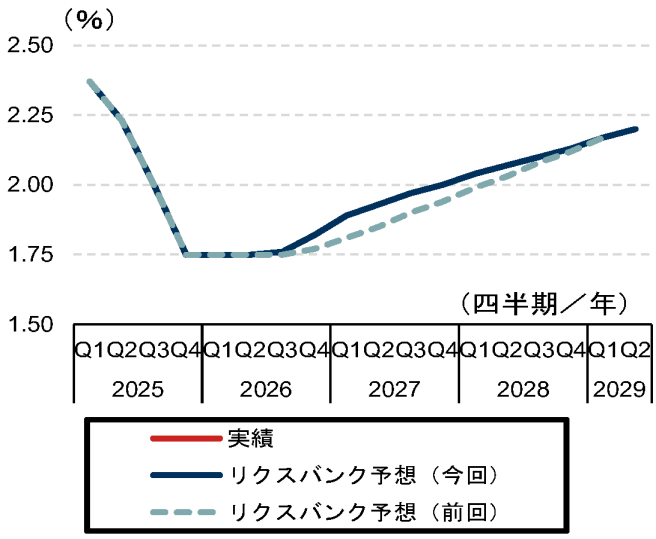
注: CPI、CPIF（金利変動の影響を除く消費者物価指数）、GDPは前年比。GDPは実質値の成長率。今回は26年6月会合時点、前回は26年3月会合時点の各予測値。矢印の方向感は、前回会合からの予測値の変化であり、小数点第1位同士の比較。28年のCPIFインフレ率は、26年4月から27年末までの食料品を対象とした消費税減税の反動からCPIFインフレ率は0.8%ポイント程度押し上げられ、2%を超える姿となっている。リクスバンクは、28年のCPIFインフレ率は一時的要因により2%を上振れるとしており、29年には物価目標に沿った動きになることを見込んでいる。
出所: リクスバンク、野村

図表 57: リクスバンクのインフレ指標見通し



出所: リクスバンク、野村

図表 58: リクスバンクの政策金利見通し



注: 四半期ベース。今回は26年6月会合時点、前回は26年3月会合時点。
出所: リクスバンク、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

ノルウェー・クローネ：ノルウェー中銀6月会合では据え置きの公算が大きい

ノルウェー中銀は6月18日（木）、6月会合の結果を公表する。ブルームバーグのエコノミスト調査では当社エコノミスト含む15人全員が据え置きを予想、OIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）市場では25bpの利上げが2割程度織り込まれている。一部では追加利上げの可能性を警戒する向きがあるものの、大半の市場参加者は据え置きを見込んでいる。

直近の経済指標は強弱混在の様相

直近の各種経済指標は、景気下振れリスク及びインフレ上振れリスクを示唆、マチマチな内容となっている。目先、ノルウェー中銀が追加利上げを急ぐ状況には至っていないといえ、本会合では据え置きが決定される公算が大きい。

- **景気関連指標**：1-3月期GDPは、個人消費や総固定資本形成がマイナス寄与する形で、前期比+0.2%と市場予想（同+0.3%）及びノルウェー中銀予測値（同+0.4%）から下振れた。また、4-6月期地域ネットワーク調査でも、当期見通し及び来期見通しいずれも1-3月期分より減速、小幅ながら企業のセンチメントが悪化した可能性が示された。
- **インフレ関連指標**：インフレ圧力の根強さが示唆された。4-6月期地域ネットワーク調査では26年及び27年の賃金上昇率見通しがいずれも上方修正され、賃金上昇圧力の根強さが確認された。また、5月CPIではコアCPI（ノルウェー中銀が重視する税金とエネルギー除く、ATE）が前年比+3.4%と市場予想（同+3.2%）及びノルウェー中銀の予測値（同+3.3%）から上振れるなど、インフレ圧力の根強さが確認された（図表 59）。

ノルウェー中銀の政策金利見通しは前回見通し時点からほぼ不変となるだろう

本会合ではノルウェー中銀の政策金利見通しが公表される。この点、前回5月会合でバーチェ総裁は会合後の記者会見にて、市場がノルウェー中銀による引き締めを見込む中で政策金利を据え置く場合、ノルウェークローネの下落を通じて更にインフレ圧力が高まる可能性があるとの考えを示していた。こうしたノルウェー中銀の市場の織り込みを重視する姿勢を踏まえると、本会合ではOIS市場が示唆する通り（図表 60）、ノルウェー中銀は追加利上げの可能性を示唆するとみられる。政策金利見通しは前回見通し時点（3月）からほぼ不変となるだろう。

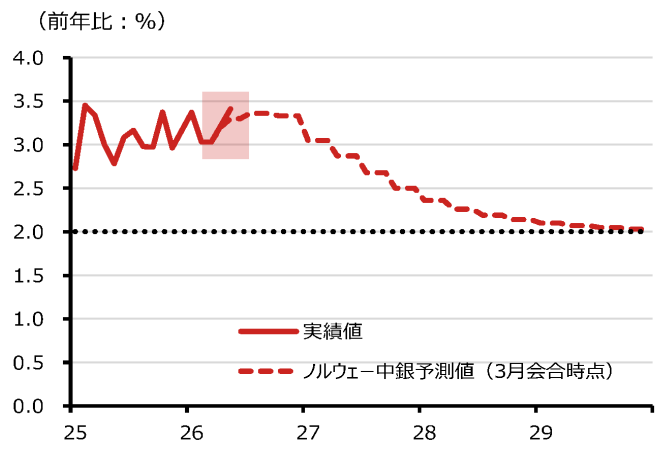
もっとも、先述した通り直近の経済指標では一部で景気の弱さが見られることから、残り2回（累計50bp）の追加利上げを示唆するような大幅な政策金利見通しの上方修正は回避されるだろう。

結論：ノルウェークローネは底堅い推移が見込まれる

先行きのノルウェークローネは底堅い推移が見込まれる。米国・イランの停戦合意への期待上昇を受け、足元原油価格は調整しており、産油国通貨のノルウェークローネにとって逆風といえる。もっとも、ノルウェー中銀のタカ派姿勢は6月会合後も当面維持されるとみられ、市場心理が安定する局面ではキャリートレードの運用通貨としての需要を集める可能性がある。

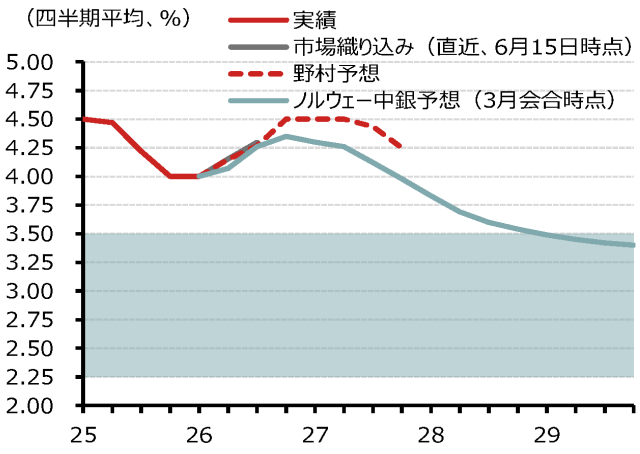
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 59: ノルウェー コアインフレ指標



注: コアインフレ指標はノルウェー中銀が重視する税金とエネルギー除くベース。26年6月分までのノルウェー中銀による予測値は月次ベース。26年7月以降は四半期ベース。黒い点線はノルウェー中銀のインフレ目標（2%）。
出所: マクロボンド、野村

図表 60: ノルウェー中銀の政策金利見通し



注: 市場の織り込みは、OIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）金利に基づく。27年9月会合の日程は未定のため、26年同様9月24日開催と仮定し計算。シャドーはノルウェー中銀の中立金利推計値。
出所: マクロボンド、ブルームバーグ、ノルウェー中銀、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

リサーチアナリスト
為替ストラテジー
春井 真也 - NSC

2-3.トルコリラ：中銀は様子見継続もタカ派姿勢をわずかに弱める

トルコ中銀は政策金利を据え置く

トルコ中銀（TCMB）は6月11日、市場予想通り政策金利を37.00%に据え置いた（図表 61）。25年7月から26年1月会合まで5回連続で累積900bpの利下げが行われてきたが、3月以降は様子見を続けている。声明文では経済活動の減速を示す指標がある一方、前回会合まであったエネルギー価格の上昇による二次的波及効果を重視するとの文言を削除した。政策スタンスは前回と比べるとわずかにタカ派姿勢を弱めたと言えよう。

ディスインフレ傾向が持続すれば、中銀は利下げを再開する公算

先行きに関しては、ディスインフレ経路が中間目標と整合的になるような金融引き締めを確保しつつ、実際のインフレと予想インフレ、およびその基調的なトレンドを考慮して政策金利を決定するとした。金融政策の決定はインフレ見通しを重視して会合ごとに慎重に行われ、インフレ見通しが大幅かつ持続的に悪化した場合には金融政策スタンスは引き締められるとした。もっとも、エネルギー価格の上昇一服で5月の消費者物価は季節調整済みの前月比で減速しており（図表 62）、ディスインフレ傾向が継続すれば、TCMBが利下げを再開する可能性はある。中東情勢次第ではあるが、野村では現時点において次回7月会合で利下げが再開されるとの予想を維持している。

トルコの裁判所はCHPのオゼル党首の職務を暫定的に停止

一方、トルコの高等裁判所は5月21日、一部の代議員による利益受取の不正などを理由に最大野党・共和人民党（CHP）の23年党大会を無効とし、オゼル党首ら党幹部の職務を暫定的に停止するとともに、クルチダルオール氏を党首に復職させる仮処分を下した。オゼル氏は政権批判の急先鋒として人気が高く、28年5月14日までに実施予定の大統領選挙に向けて、市場ではエルドアン政権がCHPの有力候補者排除に動いたとの見方が強まっている。

CHPは近い将来、党大会で党首を選出する見込み

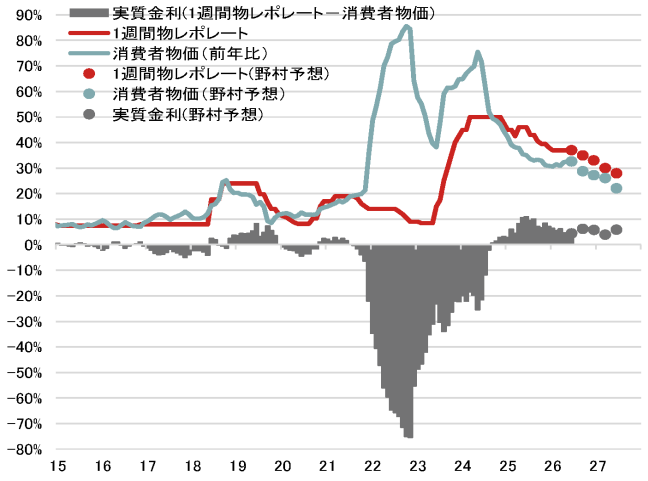
また、CHPは6月11日に政策決定などを担う最高執行機関である党評議会の57人のうち28人が辞任したと発表した。党評議会は機能を失い、45日以内に党大会が開催されると見込まれ、党首の選出が注目される。トルコの大統領選挙は28年5月14日までに実施される予定だが、CHPの混乱を狙ってエルドアン氏が同選挙の前倒しを計画する可能性はある。25年3月にトルコ当局がエルドアン大統領の政敵であるイスタンブール市長を拘束した際には海外投資家の債券資金流出がリラの減価につながったが、政治リスクには引き続き注意が必要だ（図表 63）。

今後のトルコリラ

先行きのリラは対ドルで減価基調を続けると見込まれる（図表 64）。当面、原油価格の高止まりが需給面でリラの減価圧力となるだろう。他方、26年末に向けて原油価格が徐々に下落していけば、TCMBは緩やかなペースでの利下げを再開すると予想される。利下げサイクルは継続し、実質金利は低位安定と想定されるため、リラ減価に歯止めはかかりにくい。

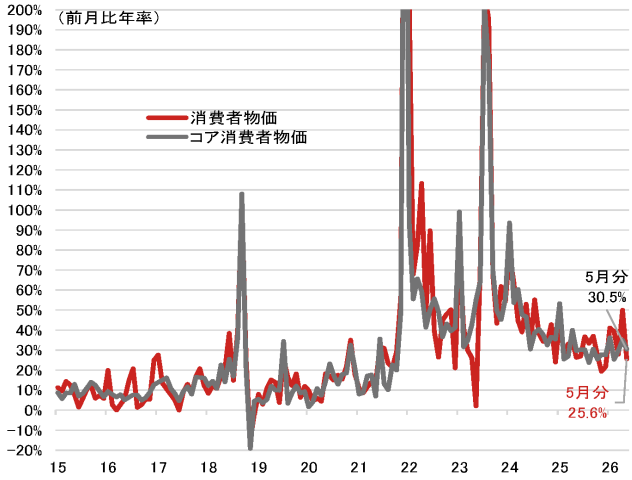
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 61: トルコの政策金利と消費者物価



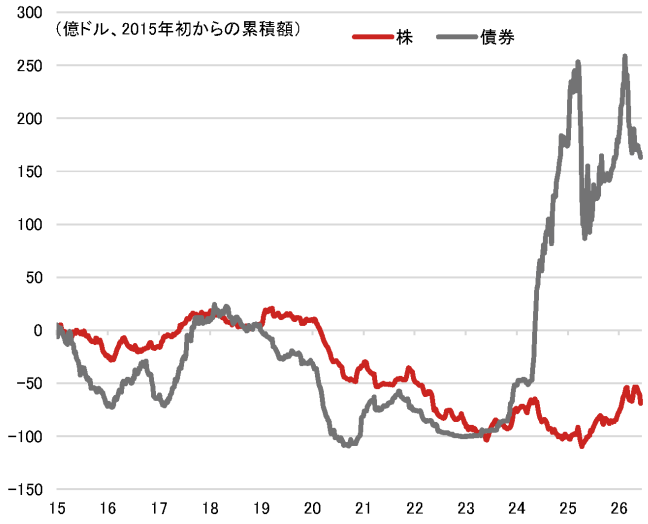
注: 1.実質金利は政策金利から消費者物価の前年比上昇率を除いて算出、2.26年6月の消費者物価は26年5月と同じ伸びとした
出所: マクロボンド、野村

図表 62: トルコ消費者物価



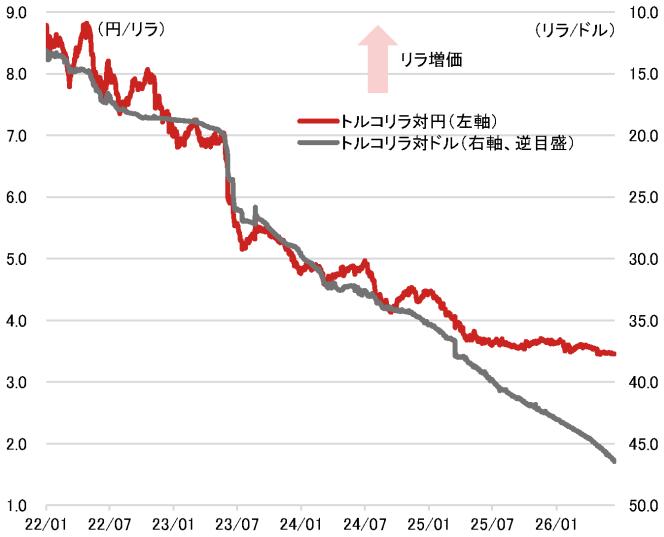
注: コア消費物価は除く食品、アルコール、飲料、たばこ、金
出所: トルコ統計局、野村

図表 63: 海外投資家のトルコへの株式、債券資金流入額



出所: トルコ中銀、野村

図表 64: トルコリラ相場推移



出所: ブルームバーグ、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

3-1.豪ドル：4会合ぶり政策金利据え置くも利上げバイアス維持

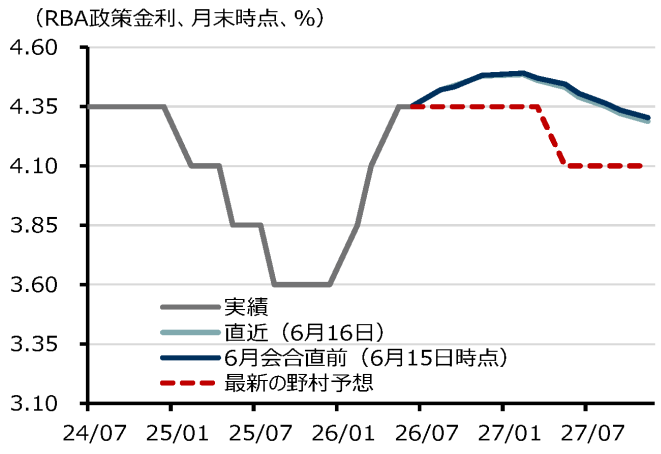
リサーチアナリスト
為替ストラテジー
秀嶋 智輝 - NSC

後藤 祐二朗 - NSC

RBAは6月会合で4会合ぶりとなる政策金利の据え置きを決定

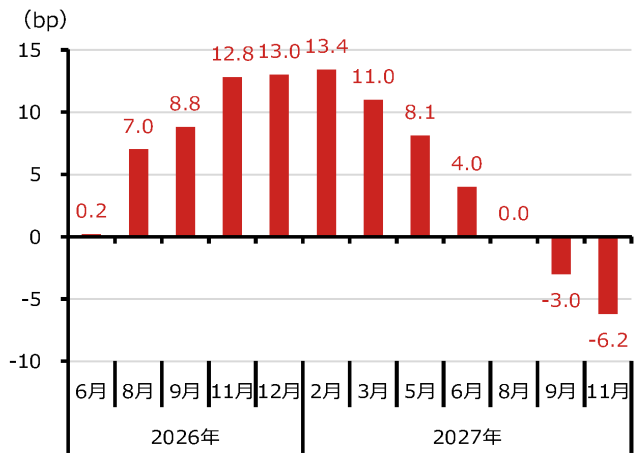
豪州準備銀行（RBA）は6月16日、6月会合の結果を公表した。市場予想通り、政策金利の据え置きが決定された。政策決定は全会一致による。据え置きの理由について、声明文では「インフレ率は依然として高すぎる水準にあり、これまでの利上げへの反応と原油供給の混乱による影響を見極める間、政策金利を据え置くことが適切と判断した」と説明されている。

図表 65: RBAの政策金利に関する市場の織り込み



注: 市場の織り込みは先物金利に基づく。
出所: ブルームバーグ、野村

図表 66: 豪金利先物市場の利上げ織り込み



注: 各会合月末における、豪金利先物市場が織り込む政策金利からの乖離。26年6月16日時点。
出所: ブルームバーグ、野村

RBAからの情報発信は利上げ打ち止め感の醸成に繋がるものではなかった

本会合での焦点は利上げ打ち止め感が醸成されるような情報発信が行われるかどうかであった（26年6月15日付国際金融為替ウィークリー - 5.豪ドル：RBA6月会合では利上げ打ち止め感は高まらない公算参照）。この点、追加利上げの可能性を示唆するややタカ派的な情報発信だったと評価できる。

- **金利ガイダンス**：声明文では前回5月会合では「**必要と判断することを行う**」との文言が、「**必要であれば、政策金利をさらに引き上げることも含め、必要と判断することを行う**」との文言に修正された。やや利上げバイアスが強調された格好。
- **経済・物価の情勢判断**：
  - RBAの見通し通り、需要が減速しているとの判断が示された。声明文では個人消費の鈍化や住宅市況のモメンタム変化が言及された。なお、雇用については4月雇用統計での失業率上昇が言及された一方、他の指標が底堅い点が指摘された。RBAは雇用減速リスクを強くは警戒していない模様。
  - 物価について、引き続き声明文では総合CPI、基調的インフレ率いずれも高すぎる水準にあるとの見解が示された。なお、前回5月会合声明文にはあったインフレ上振れリスクに関する文言は、6月会合声明文では削除されたものの、ブロック総裁は記者会見で引き続き政策委員会がインフレ上振れリスクを懸念しているとの見方を示した。
- **中東情勢安定化の影響**：声明文では、中東情勢の緊張緩和はまだ初期段階にあり、5月会合時点の見通し対比でインフレが上振れ、あるいは成長率見通しが下振

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

れる可能性は依然として残るとされた。また、記者会見でブロック総裁は中東情勢悪化前からのインフレ圧力について言及した。中東情勢安定化を受けても目先、RBAのスタンスが大きくハト派化する可能性は限定的とみられる。

- **インフレ目標達成と完全雇用の関係**:ブロック総裁は記者会見にて目先はインフレ指標を重視する姿勢を示した。両者はいずれも重要との見方を示しつつも、政策が後手に回る場合、失業率の上昇を伴う利上げが後々必要になるとの見方が示された。

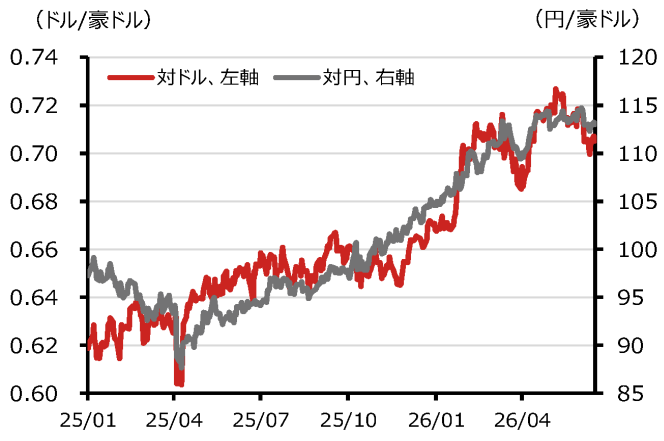
当社はRBAの金融政策見通しを維持、27年5月に利下げを決定すると予想

こうした情報発信は、市場での利上げ打ち止め感の醸成には繋がらなかったとみられ、会合結果公表直後の豪ドルは対ドルでほぼ不変、豪金利先物市場が織り込む政策金利期待もほぼ変わらず、引き続き26年末までの追加利上げを5割程度織り込んでいる。当社では6月会合での情報発信や先行きの需要減により基調的インフレ率の上振れが回避されるとの当社予想を踏まえ、RBAの政策金利見通しを維持した。27年5月会合で25bpの利下げを決定し、その後政策金利を据え置くと予想する(利下げ到達点は4.10%)。

結論:先行きの豪ドルは堅調な推移が見込まれる

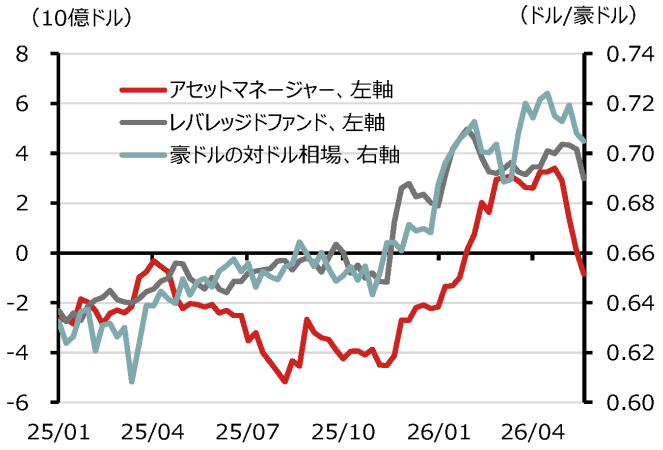
先行きの豪ドルは堅調な推移が見込まれる(図表 67)。6月9日時点のCFTC公表の豪ドル先物ポジションをみると、先週時点と比べてアセットマネージャー、レバレッジドファンドの間で豪ドルネットロングポジションの解消が進んだ(図表 68)。もっとも、6月会合を受け、RBAの利上げ打ち止め感が当分の間醸成されない可能性が高まったことから、中東情勢の安定化を受けて市場心理が改善し、キャリートレードが活発化する局面で、高金利通貨である豪ドルが運用通貨として選好される可能性は高まったとみられる。テック株の調整を端緒とする市場心理悪化の可能性には注意が必要だが、少なくとも豪国内要因にて豪ドルが調整するリスクは限定的と判断される。引き続き豪ドルに対しては押し目買い目線で臨みたい。

図表 67: 豪ドルの対円、対ドル相場



出所: マクロボンド、野村

図表 68: 投機筋の豪ドル先物ネットポジション



出所: マクロボンド、ブルームバーグ、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

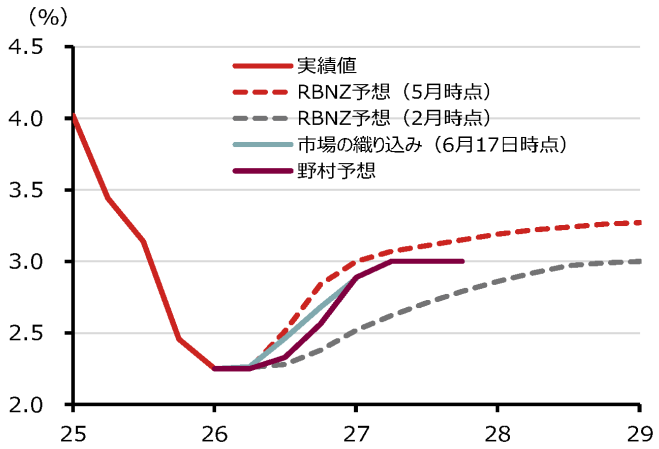
3-2.NZドル：RBNZはタカ派的据え置き

リサーチアナリスト
為替ストラテジー
秀嶋 智輝 - NSC

RBNZは5月会合で3会合連続となる政策金利の据え置きを決定

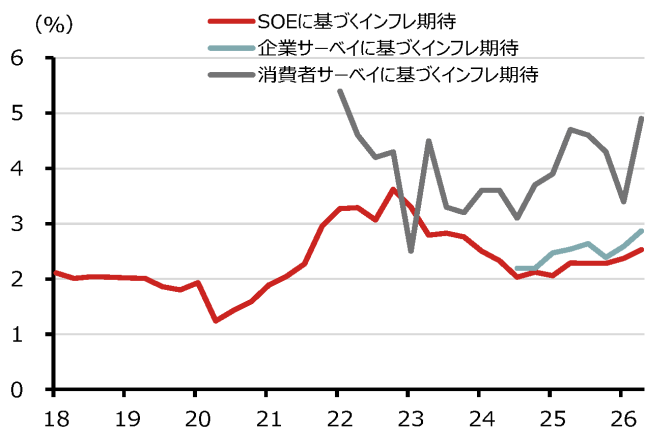
NZ準備銀行（RBNZ）は5月会合の結果を公表、政策金利を3会合連続で据え置くことを決定した（図表 69）。ブルームバーグのエコノミスト調査では当社エコノミスト含む23人全員が据え置きを予想、OIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）市場では25bp利上げの織り込みが2割程度となっており、利上げ期待は一部の市場参加者に限られていた。

図表 69: RBNZの政策金利織り込み



注: 政策金利織り込みはOIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）金利による。全系列とも四半期平均。
出所: ブルームバーグ、野村

図表 70: NZ 2年先インフレ期待



注: SOEはRBNZの期待調査（survey of expectations）で、企業経営者やエコノミストから得た回答を集計したもの。
出所: マクロボンド、野村

5月会合での情報発信は総じてタカ派的

本会合での情報発信は前回会合対比でタカ派的と解釈できる内容がいくつか見られた。

- **投票結果**：本会合での据え置き決定は、極めて拮抗した採決の結果だった。本会合では内部委員3名（ブレマン総裁、シルク総裁補、コンウェイ・チーフエコノミスト）が据え置きに投票、外部委員3名（ハンセン委員、ガーリー委員、ガイ委員）が25bpの利上げに投票した[1]。据え置き票、利上げ票が同数となったことから、政策委員会の議長であるブレマン総裁の裁定により据え置きが決定された。
- **声明文**：声明文では「総合的に判断すると、政策金利は2月の金融政策声明で想定されていたよりも早く、かつ大幅に引き上げる必要が生じる可能性が最も高い」との文言が追加された。前回の「こうした条件（中長期のインフレ期待の2%前後での維持）が満たされない場合には、政策金利の断固かつ迅速な引き上げが必要となる」との文言と比べてタカ派的だ。
- **政策金利見通し**：本会合で公表された政策金利見通しは前回2月時点と比べて大きく上方修正された（図表 69）。7-9月期の平均政策金利は2.51%とされ、7月会合での25bp利上げの可能性が非常に高いことが示されたといえる。

1. 内部委員はRBNZの職員、外部委員はRBNZの非職員であることを意味する。

タカ派的なメンバーは需要が弱い中でも企業が価格転嫁を行う可能性を警戒か

これまでRBNZは需要の弱さから価格転嫁が限定的との想定により、原油高を一旦見過ごし、中長期のインフレ期待に着目する姿勢を示していた。先述した内部委員3名は概ねこうした見方を維持していた模様。他方、タカ派的な外部委員の間では価格転嫁

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

に対する見方が変化、全体の情報発信のタカ派化に繋がった可能性がある。

議事要旨によると、タカ派的なメンバーは1)投入財の価格上昇が広範囲で確認されている点を重視、2)ヒアリング調査で一部の企業が価格転嫁に前向きな姿勢を示していることが判明、3)一部の調査で2年先のインフレ期待が上昇(図表 70)、といった点を懸念していた。他方、景気に対する見方は大きく変化していない模様。ブレマン総裁がこうした意見を尊重したことで、政策委員会全体の意見がタカ派化したとみられる。先行きのRBNZの金融政策を占う上では、四半期CPIに加え、食料品価格の動向がわかる月次インフレ指標や各種企業景況感調査における価格指標の動向が重要になるだろう。

先行きのRBNZは市場の利上げ織り込みを重視する可能性

今回利上げを主張したメンバーは、早期の利上げにより先行きの利上げ局面における利上げ幅を抑えることができるとの議論を展開していた。ビハインドザカーブ(政策対応の遅れ)への懸念が存在しているといえよう。また、ノルウェー中銀が5月会合で市場の利上げ織り込みを重視した上で利上げ決定したように、RBNZもハト派サプライズによる通貨安圧力を防ぐべく、市場の利上げ織り込みを先行き重視する可能性がある。

ブレマン総裁就任を受け、政策委員の間で意見の乖離が進んでいる模様

また、RBNZの投票結果が大きく割れた点を踏まえると、やはりブレマン総裁体制の下で、政策委員の意見の多様化が進んでいるといえそうだ(25年11月20日付国際金融為替マンスリー – 2025年12月:3-2.NZドル:ブレマン新総裁就任でRBNZはどう変わる?参照)。RBNZの透明性に関する改革に伴い、外部委員の講演は今後も増加する可能性が高いが、ブレマン総裁を中心とする執行部と比べてややタカ派バイアスを帯びている可能性には注意が必要だ。

市場はNZドル買い、金利上昇で反応

本会合でのRBNZの情報発信は市場の事前想定対比でややタカ派的といえ、NZドルは一時対ドルで0.5%程度増価、OIS市場での7月会合への利上げ織り込みも7割程度から9割程度に上昇、7月会合での利上げ転換が本命視されつつある。

当社は9月、12月、翌年2月での25bpずつの利上げを予想

当社では、ブレマン総裁のスタンスが依然としてハト派的であり、他の内部メンバーが追随する可能性が高い点を踏まえ、市場が想定する利上げ開始時期より遅い、26年9月会合でRBNZが利上げを開始、同年12月、27年2月に追加利上げを決定すると予想する(いずれも25bpずつの利上げ)。ただし、本会合でのタカ派的情報発信を受け、従来見通しと比べて利上げサイクルの想定を全体的に早めた(旧:12月、27年2月、同年5月にそれぞれ25bpの利上げ)。これにより政策金利は3.00%とRBNZの中立金利推計値と概ね整合的な水準に到達するだろう。

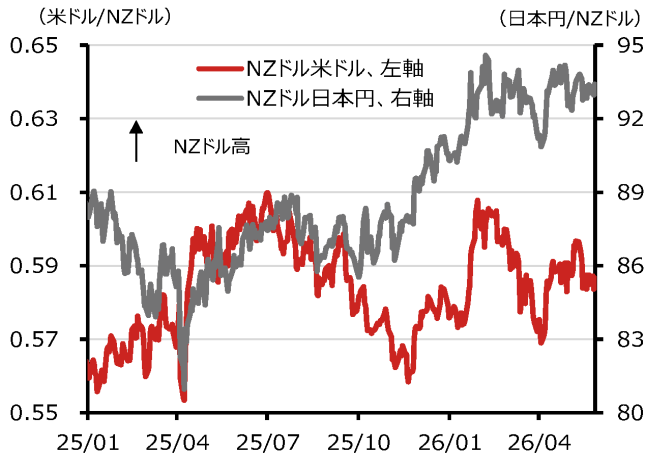
結論: 先行きのNZドルは上値の重い展開が見込まれる

先行きのNZドルは上値の重い展開が見込まれる(図表 71)。各国1年先1か月金利の変化と原油価格の関係性をみると、直近のNZの金利は他国と比べて原油価格との連動性が高い(図表 72)。市場はRBNZが原油価格の上昇やそれに伴うNZドル安を受け、やや予防的にタカ派姿勢を強めたとの見方に基づき、足元で利上げ期待を後退させているとみられる。原油価格が更に下落する場合、市場心理改善はNZドルにとって追い風となる公算が大きいものの、RBNZへの利上げ期待も同時に後退、NZドルにとって減価圧力となる可能性がある。目先は豪州準備銀行(RBA)への利上げ打ち止め感が醸成される可能性も限られる点を踏まえると(26年6月16日付国際金融為替フラッシュ – 豪ドル:RBAは4会合ぶりに政策金利を据え置きも、利上げバイアスは維持

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

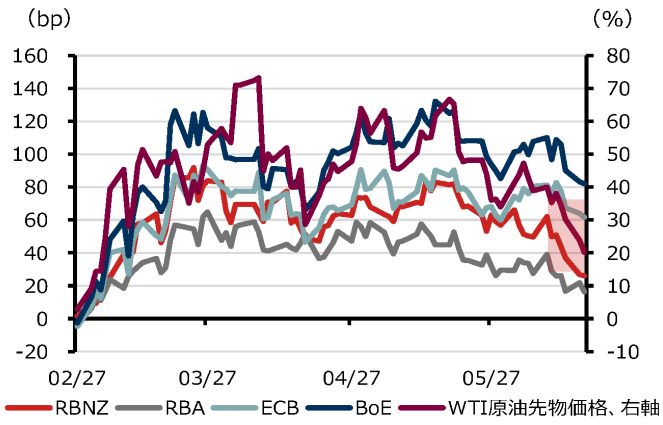
参照）、豪ドルを対NZドルでショートする動きが活発化することで、NZドルが対豪ドルに加えて対ドルでアウトパフォーム局面を迎えるシナリオは時期尚早といえよう。

図表 71: NZドル相場



出所: ブルームバーグ、野村

図表 72: 各国の1年先1か月金利及び原油価格の2月27日からの累積変化



出所: ブルームバーグ、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

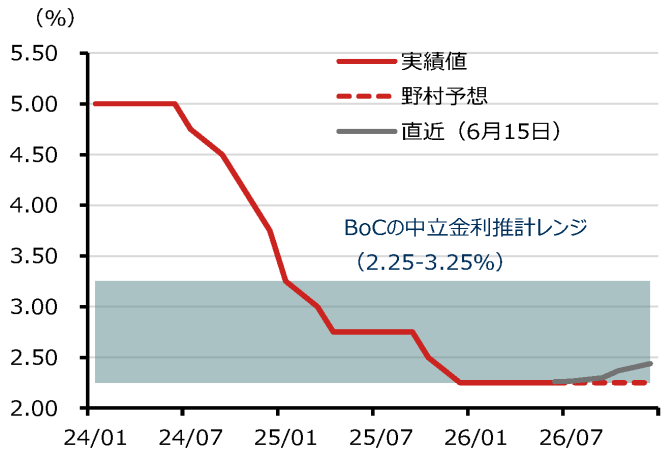
3-3.カナダドル：BoCは中立的な姿勢で政策金利を据え置き

リサーチアナリスト
為替ストラテジー
秀嶋 智輝 - NSC

カナダ銀行は6月会合にて政策金利を据え置き

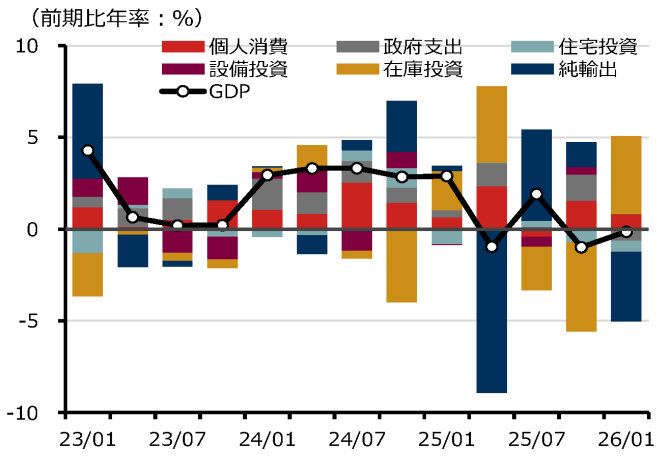
カナダ銀行（BoC）は6月会合（10日結果公表）にて、政策金利を現行の2.25%で据え置くことを決定した（図表 73）。決定は市場コンセンサス通り。

図表 73: 市場のBoCへの政策金利織り込み



注市場の政策金利織り込みは: OIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）市場による。
出所: マクロボンド、ブルームバーグ、野村

図表 74: カナダ 実質GDP（前期比年率）



出所: マクロボンド、野村

情報発信は概ね4月会合から不変で中立的なものに

本会合での情報発信は、先行きの政策金利見通しを示さない中立的なものとなった。

- **先行きの政策の方針**：声明文では明確な金利ガイダンスは示されなかった。また、記者会見の冒頭発言では、米国がカナダに対して新たな貿易上の制限を課す場合、利下げ対応の可能性が示された。もっとも、この点は4月会合でも示されていたため特段サプライズではない。なお、記者会見でマックレム総裁はUSMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）を巡る協議が今後数カ月行われる可能性に言及、米国との貿易摩擦に起因する景気下振れリスクが、USMCAの見直し協議期限（7月1日）後も続くとみているようだ。他方、原油高が持続的なインフレに繋がる場合、利上げで対応する姿勢が示された。引き続きBoCは原油高を端緒とするインフレ上振れリスク及び米国との貿易摩擦による景気下振れリスクといった、相反する要因に対して、利上げ、利下げいずれの政策対応の余地を残しているといえよう。
- **経済・物価への認識**：
  - 1-3月期GDPでいわゆるテクニカルリセッション入りが確認された（図表 74）景気について、声明文では直近のデータが4-6月期に景気が持ち直す可能性を示唆しているとされたものの、引き続き供給超過の状況が続くとの見方が示された。4月金融政策報告書では成長率見通しについて、徐々に供給超過が解消に向かうとの見方が示されていたため、やや景気に対する認識が弱気化した可能性がある。なお、5月雇用統計では大幅な雇用増が確認されたものの、BoCのスタンスを大きく変えるには至らなかったとみられる。
  - 物価について、記者会見でマックレム総裁はエネルギー価格上昇が他の財やサービスに広く波及している証拠は限定的との見方を示した。また、政策委員会として中東情勢がインフレに与える影響について引き続き一時的と判断との見方が示された。FRB高官の間ではインフレ上振れリスクへの懸念が強まって

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

いるが、BoCのボードメンバーは依然として様子見姿勢を維持しているようだ。

当社は引き続き27年末までBoCが政策金利を据え置くと予想

本会合での据え置き決定及び中立的な情報発信は、概ね市場の事前想定の範囲内だったとみられ、カナダドル及びカナダ金利の反応は限定的となった。当社では6月会合での情報発信を踏まえ、引き続きBoCが27年末までの間、政策金利を現行の2.25%で維持すると予想する。

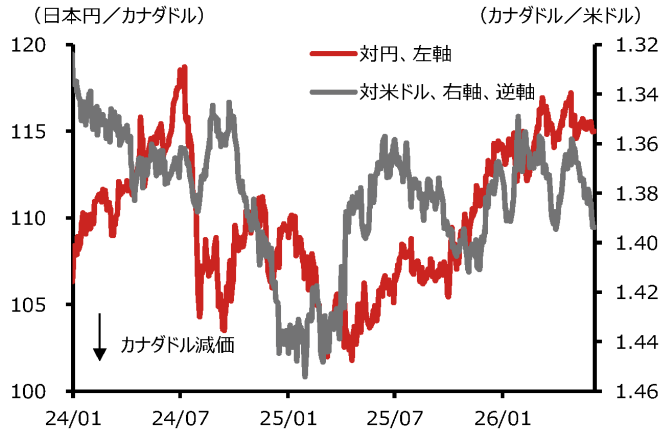
なお、市場ではBoCの政策金利の水準がBoCの中立金利推計値(2.25-3.25%)の下限にあることから、年内利上げを見込む向きがあるものの(図表 73)、1)USMCAを巡る不確実性が今後も数カ月にわたって継続する公算が大きく、設備投資を中心に景気が弱含む可能性が高い、2)6月会合でBoCの先行きの景気に対する見方が若干弱気化した可能性がある点を踏まえ、年内利上げ開始はあくまでリスクシナリオとみている。

結論:カナダドルは上値の重い展開が見込まれる

先行きのカナダドルは上値の重い展開が予想される(図表 75)。BoCの早期利上げが想定されないことに加え、米国との通商交渉を巡る不確実性の高さも、引き続きカナダドルの上値の重さに繋がりそうだ。6月5日にブルームバーグが関係筋の話として、USMCA見直し協議の期限(7月1日)までの妥結は困難と報道、10日にトランプ大統領もUSMCAを延長するつもりはないと発言した。こうした中、足元ではアセットマネージャーを中心にカナダドルのネットショートポジションの構築が行われるなど(図表 76)、市場ではある程度の減価に対する備えは既に進んでいるとみられる。もっとも、トランプ大統領がカナダとの貿易交渉の中で、追加関税を発動ないしはUSMCA自体の解体を主張する可能性は否定できない。こうした潜在的なリスクを受け、市場は積極的にカナダドル買いに動きにくいとみられる。

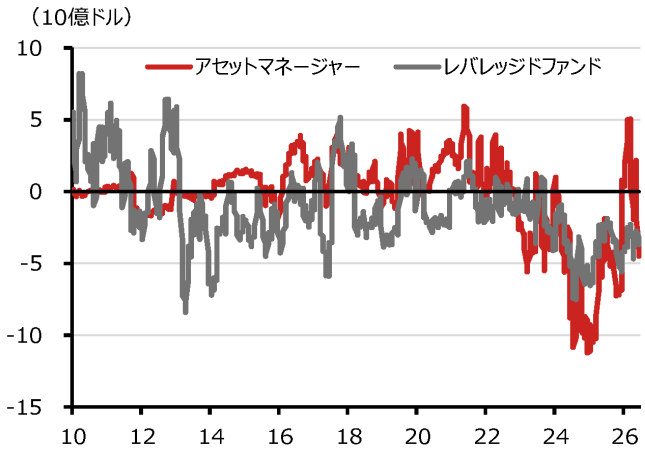
また、米国との金融政策のスタンスの違いが材料視される場合、カナダドル安が進む可能性がある。FRB高官がインフレ上振れリスクへの懸念を強める中、BoC高官は比較的インフレ上振れリスクに対して楽観的な姿勢を示している。仮に、6月FOMC(17日結果公表)にてFRBがインフレ上振れリスクを懸念、ウォーシュ新議長を含め明確にタカ派化する場合、両国中銀の政策スタンスの違いが意識される形で、カナダドル安が進む可能性がある。

図表 75: カナダドルの対円、対ドルレート



出所: ブルームバーグ、野村

図表 76: カナダドルのネットロングポジション



出所: マクロボンド、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

リサーチアナリスト
為替ストラテジー
春井 真也 - NSC

3-4.ブラジルレアル：コモディティ価格の反落などが重石に

ブラジルレアルは対ドル、対円で調整

6月に入ってからのブラジルレアルは対ドルで調整している（図表 77）。レアルは6月10日に一時、1ドル＝5.19レアルと4月2日以来のドル高レアル安水準をつけた。直近1か月の対ドルパフォーマンスにおいても、レアル（-1.3%）は主要新興国平均（+0.1%）を下回っている。レアルは対円でも上値重く、17日の終値で1レアル＝31.43円と直近ピーク（5月12日終値：32.20円）から調整している。

コモディティ価格の反落がレアルの重石に

相場調整の背景として、第一にコモデティ価格の反落が挙げられる。S&P GSCI商品指数は6月12日終値で667.2と、直近ピーク（5月4日終値：777.8）から低下している（図表 78）。米利上げ期待の高まりがコモディティ価格の押し下げ要因となっている。加えて、トランプ米大統領が6月14日にイランと戦闘終結の覚書で合意したと発表したことで、エネルギー価格は一段と下落する可能性がある。米地質研究所によれば、ブラジルは鉄鉱石（25年、世界シェア16%）、ボーキサイト（同7%）、原油（同4%）などの産出国であり、コモデティ価格の下落は貿易収支悪化を通じてレアル減価材料となる。

大統領選挙に向けてルラ氏の優勢もレアルの悪材料となる

第二にブラジル大統領選挙（10月4日：第一回投票、25日：決選投票）に向けたルラ氏の優勢が、レアル相場の悪材料となっている可能性がある（図表 79）。ボルソナロ前大統領の長男であるフラビオ・ボルソナロ氏は、マスター銀行の元CEOで収監中のダニエル・ヴォルカロ氏との関係を巡るスキャンダルで劣勢に立たされている。市場では初期反応としてルラ氏の勝利はレアル減価材料、ボルソナロ氏の勝利はレアル増価材料になると想定されている。ルラ氏は左派で財政赤字懸念を強め、フラビオ・ボルソナロ氏は右派で政府支出削減を進めると見られている。

米国との関係悪化が懸念される

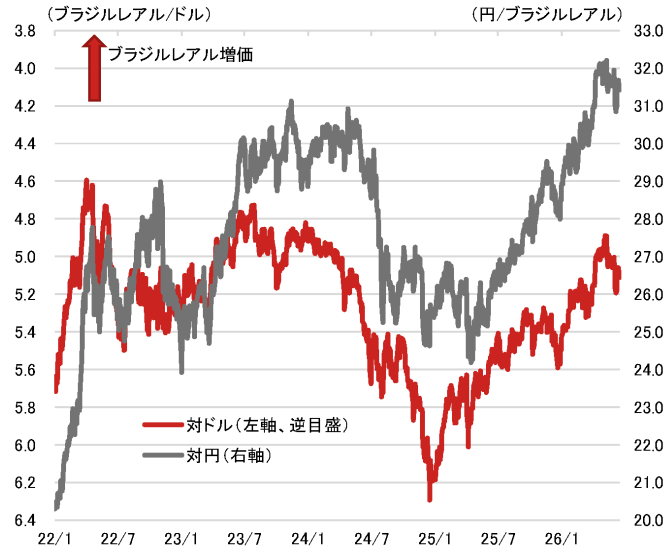
第三に米国との関係悪化への懸念が挙げられる。米国務省は5月28日、ブラジルの犯罪組織である首都第1コマンド（PCC）とコマンド・ベルメーリョ（CV）を外国テロ組織に指定すると発表した（6月5日発効）。米国はブラジルの麻薬組織をテロ組織として指定することで、国際的な資金封鎖や捜査権限拡大の狙いがあると見られる。また、米国は6月1日、通商慣行の不公正を理由にブラジルからの一部輸入品に25%の追加関税を課す方針を固めた。ただし、牛肉、コーヒー、航空機部品などは除外され、ブラジル貿易省によれば関税対象はブラジルの米国向け輸出（金額）の21%になると見られ、ブラジル経済への悪影響はそれほど大きくないだろう。

今後のレアル相場見通し

26年末に向けてレアルは対ドルで徐々に調整地合いを強めていくと見込まれる。26年10月の大統領選挙を巡る不透明感に加えて、ブラジル中銀による利下げも、高金利を背景とするレアルの魅力を徐々に弱めるだろう。ブラジル中銀は6月17日会合で政策金利を14.50%から14.25%に引き下げることを決定した（図表 80）。ただし、他の新興国に比べて相対的な高金利水準は維持されるため、レアルが大幅にアンダーパフォームしていくとまでは考えにくい。声明文では「調整サイクルの総合的な規模は新たな情報を踏まえて決定されるべきであると再確認する」とし、データ次第の姿勢で先行きの見通しを明示しなかった。消費者物価（5月）は前年比+4.72%と前回（同+4.39%）や市場予想（同+4.67%）を上回り、ブラジル中銀はインフレ警戒姿勢を強めている。

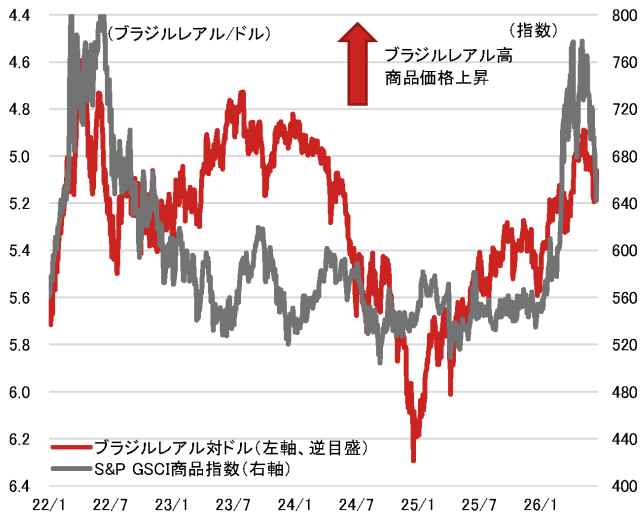
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 77: ブラジルレアルの対ドル、対円推移



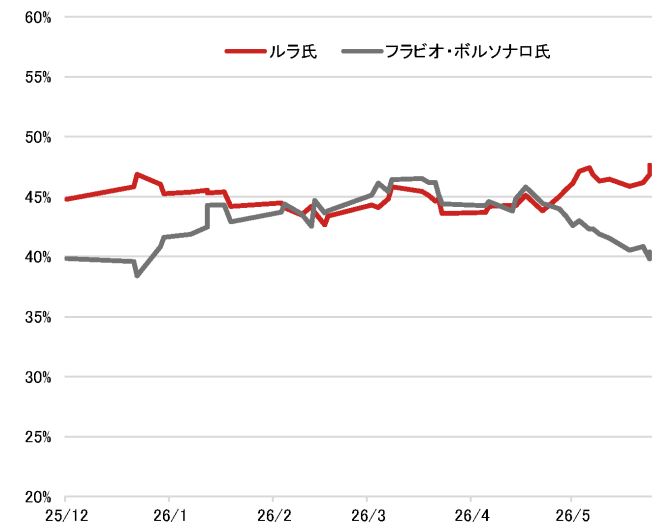
出所: ブルームバーグ、野村

図表 78: ブラジルレアルとコモディティ価格



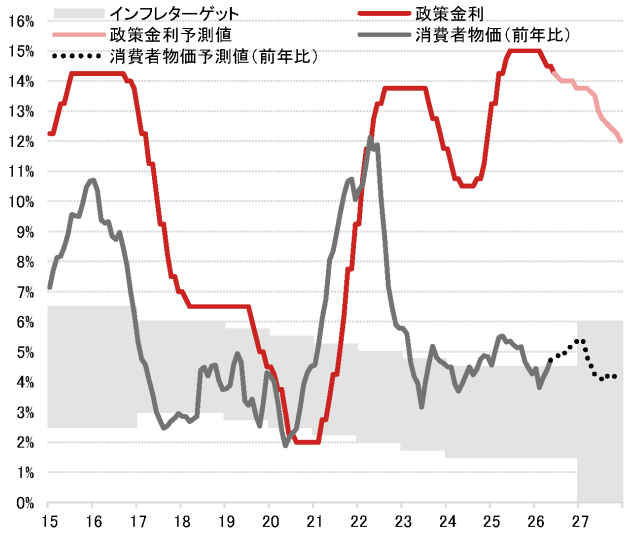
出所: ブルームバーグ、野村

図表 79: ブラジル大統領選の支持率(決選投票)



注: 1.ルラ氏は現大統領で労働者党(左派)、フラビオ・ボルソナロ氏はボルソナロ前大統領の長男で右派・自由党所属の上院議員(右派)、2.後方5日移動平均値
出所: 各種世論調査、野村

図表 80: ブラジル政策金利、消費者物価



注: 1.予測値はブラジル中央銀行が集計・公表している民間エコノミスト予測中央値で6月15日公表時点、2.2024年以降のインフレ目標は3.00%で許容範囲は上下1.5ポイント
出所: ブラジル中銀、ブルームバーグ、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

3-5.メキシコペソ:USMCA見直し協議に注目

リサーチアナリスト
為替ストラテジー
春井 真也 - NSC

メキシコペソは対ドルで好調を維持

メキシコペソは対ドルで好調を維持している。ドルペソ相場は6月17日終値で1ドル=17.30ペソとなり、4月中旬以降、おおむね17.15～17.55ペソのレンジで安定推移している(図表 81)。直近1か月においての対ドルパフォーマンスを見ると、メキシコペソ(+0.6%)は主要新興国通貨平均(+0.1%)を上回っている。ペソ円も16日に一時、9.33円と24年5月以来の高値をつけた。

メキシコ中銀がすぐに利下げを再開するとは考えにくい

ペソのサポート材料として中銀の利下げ打ち止め方針が挙げられる。メキシコ中銀は5月7日、政策金利を6.75%から6.50%に引き下げることを決定した上で、24年3月からの利下げ局面を終了することが適切とした(図表 82)。消費者物価(5月)は前年比+3.94%と前回(同+4.45%)から減速したものの、中銀目標レンジ(3±1%)の上限近くにあり、メキシコ中銀がインフレ圧力の低下を理由にすぐに利下げを再開するとは考えにくい。6月15日時点の各社エコノミスト予想では27年末まで政策金利は6.50%に据え置かれると見込まれている。

米国はUSMCAの見直し協議において米産部材の調達比率引き上げを要求か

一方、メキシコと米国は29日、米国・メキシコ・カナダ協定(USMCA)の見直しに向けて第一回交渉を終えた。米国はメキシコに対して自動車を域内産と見なすための条件として米国産部材の調達比率を最低でも50%とすること、域内産の比率を75%から82%に引き上げることを求めているようだ(WSJ紙、5月29日付)。USMCAは条件を満たした域内生産品について免税としており、現協定では自動車を域内産と見なす域内原産割合(RVC)は75%に設定されている。メキシコ生産車の米国ないしカナダの部品割合は平均20%であり、仮に米国産部材の調達比率が最低でも50%に設定された場合、メキシコへの投資インセンティブが低下する可能性がある。

米国がカナダ、メキシコとそれぞれ2国間協定を締結する可能性

なお、二回目の協議は農業や公平な競争条件を中心に6月16-17日に実施されたが、現時点では詳細は明らかにされていない。トランプ米大統領は17日、USMCAがない方が米国は上手くやれるだろうとし、新たな協定は望まないが、署名するかもしれないと述べた(ロイター、6月17日)。今後、米国はUSMCAからの離脱を視野にカナダ、メキシコとそれぞれ2国間協定を締結する可能性もある。メキシコとの次の会合は7月1日ならびに7月20日開始の週に実施する予定だ。

司法の独立性への懸念も投資意欲の低迷につながっている可能性

USMCAの見直しを巡る不透明感に加え、司法の独立への懸念も投資意欲の低迷につながっている可能性がある。メキシコ議会は5月29日、司法改革の修正案を承認した。投資家の懸念に対応するために裁判官候補者に対する試験制度の復活、裁判官の資質を審査する委員会の設置、信任判事に対する業績評価の導入などが盛り込まれたものの、裁判官の公選制は維持されており、投資家の不安が完全に払拭されるとは考えにくい。さらに議会は同日、外国による干渉があった場合に選挙を無効にできる憲法改正案も可決した。一部では与党・MORENA(国家再生運動)が同制度を権力維持に利用するのではと不安視されている。

今後のメキシコペソ見通し

当面のメキシコペソは対ドルで緩やかな増加基調を継続すると見込まれる。メキシコ中銀が利下げサイクルの終了を示唆し、ペソの逆風は弱まっている。USMCA見直し協議の不透明感には注意が必要だが、26年末に向けてペソは他の新興国通貨に対して

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

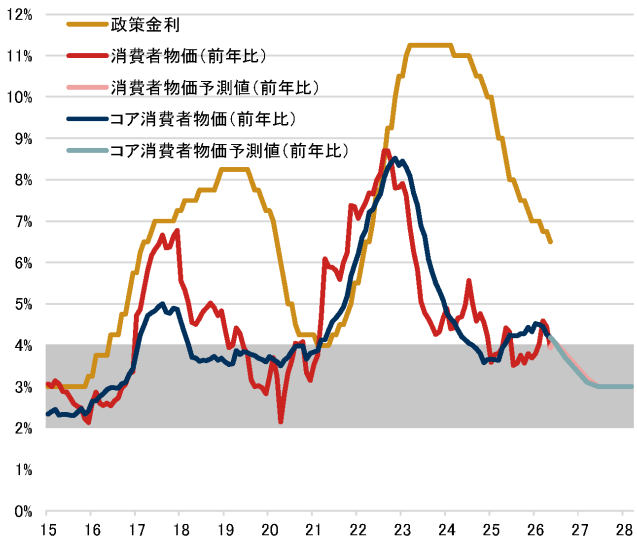
アウトパフォームすると見込まれる。

図表 81: メキシコペソの対ドル、対円推移



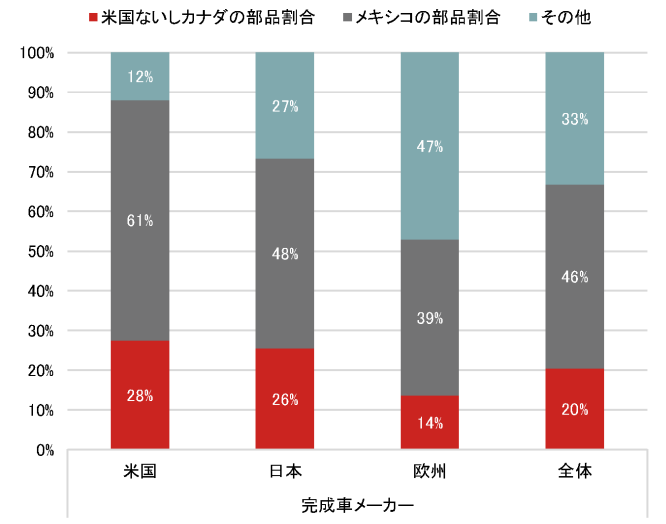
出所: ブルームバーグ、野村

図表 82: メキシコ政策金利とインフレ率



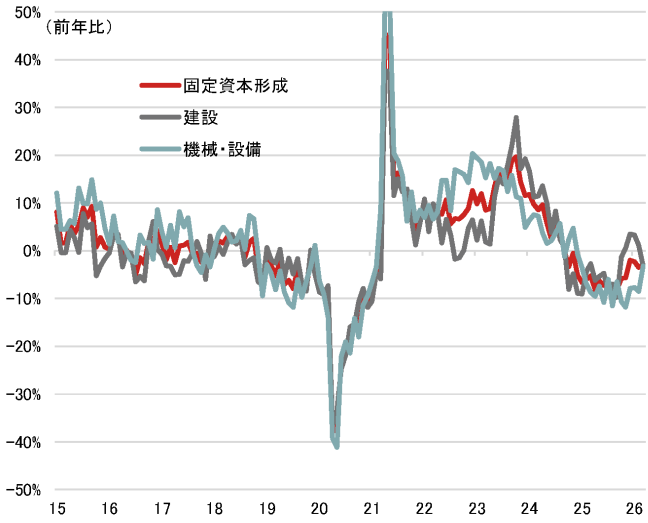
注: 1.消費者物価予測値、コア消費者物価予測値はメキシコ中銀による26年5月7日時点のもの、2.コア消費者物価は変動の大きい食品、エネルギーなどを除く、3.グレーはメキシコ中銀のインフレ目標値（3%、許容範囲は上下各1%）
出所: ブルームバーグ、野村

図表 83: メキシコ生産車の国・地域別部品割合



注: 1.データは米国自動車ラベリング法（AALA）に基づく各自動車メーカーの報告（26年）、2.部品割合は平均値
出所: 、野村

図表 84: メキシコの実質固定資本形成



出所: 国立統計地理研究所(INEGI)、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

3-6.南アランド：予防的利上げが実施される

リサーチアナリスト
為替ストラテジー
春井 真也 - NSC

南ア準備銀行は予防的な利上げを実施

南ア準備銀行（SARB）は5月28日、市場予想通り政策金利を6.75%から7.00%に引き上げることを決定した（図表 85）。SARBは24年9月会合から25年11月までで累積150bp（25bpを6回）の利下げを実施してきたが、本会合で23年5月以来の利上げに転じた。今回の決定は4人の委員が利上げ、2人の委員が据え置きを支持した（前回会合では全員が政策据え置きを支持）。食料品価格上昇の懸念なども踏まえてインフレ見通しを引き上げ、予防的な利上げに踏み切った。

目先においては大幅利上げ期待は高まりにくい

先行きの金融政策に関してSARBはデータ次第の方針を示したが、目先において大幅利上げへの期待は高まりにくいだろう。中銀モデルによる政策金利見通しは26年末：6.70%、27年末:6.04%となり（前回はそれぞれ6.47%、6.05%）、インフレ低下にあわせた利下げが想定されている。5月の消費者物価は前年比+4.5%と4月の同+4.0%から加速して中銀目標のレンジ上限（3%±1%）を上回ったが、中銀のメインシナリオではエネルギー価格の下落とともにインフレ圧力は弱まっていくと見込まれている。また、SARBは声明文においてインフレ上昇の賃金やインフレ期待に対する二次的波及を現時点ではデータで明確に確認していないと述べた（図表 86）。次回、6月30日公表予定のインフレ期待調査が金融政策を占ううえで注目される。

ムーディーズは南ア国債の格付け見通しを引き上げ

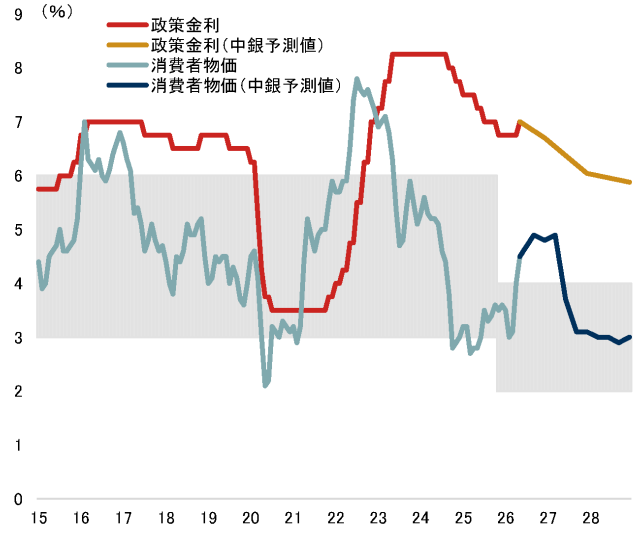
一方、格付け会社ムーディーズは5月22日、南アフリカ国債の格付け見通しを「※安定的」から「※ポジティブ」に引き上げた（※全て無登録格付）。長期外貨建ておよび現地発行体格付けは「※Ba2」に据え置かれた。見通し引き上げ理由として、南アの財政パフォーマンスが徐々に改善していること、構造改革への継続的な取り組みなどが挙げられた。財政予算（2月公表）では政府債務残高が25年度にGDP比78.9%とピークをつけて、徐々に低下していく見通しとなっている（年度：4-3月、図表 87）。エネルギー価格上昇への対応で燃料税が4月から6月末まで引き下げられ、歳入は172億ランド（GDP比0.2%）減少する予定であるが、市場では現時点で財政への懸念は高まっていない。

今後のランド見通し

当面のランドはSARBのタカ派姿勢などに支えられて対ドルで緩やかな増加基調を辿ると見込まれる。ただし、ランドが持続的に増価するためには貴金属価格のサポートが力不足だ。南アは金やプラチナの生産国であり、貴金属価格の変動は貿易収支などを通じてランドの動きに大きく影響する。FRBの利下げ期待後退は米金利上昇を通じて金利のつかない金の投資妙味を低下させており、金価格は3月以降、調整が続いている（図表 88）。

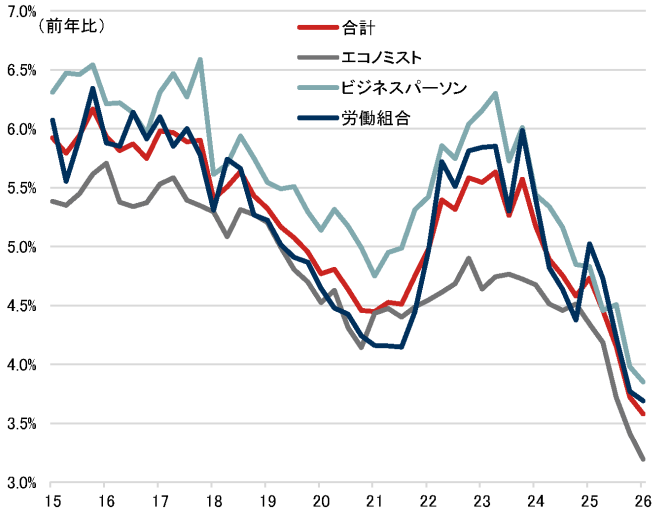
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 85: 南ア政策金利と消費者物価



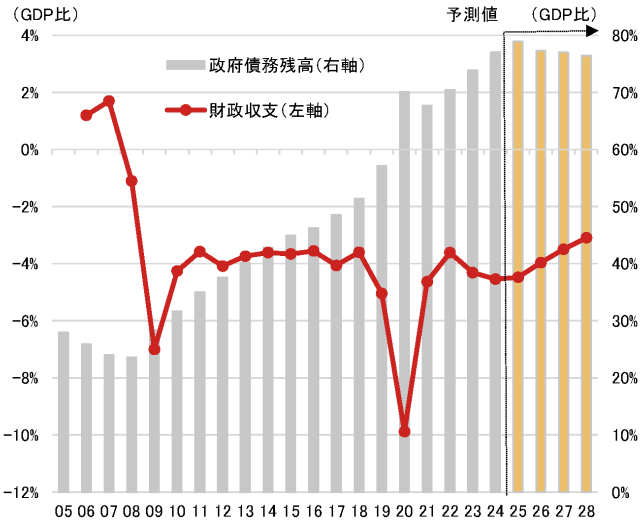
注: 1.シャドーは中銀のインフレ目標のレンジ、2.インフレ目標は従来3-6%となっていたが25年11月12日に3±1%に変更された、3.中銀見通しは26年5月会合時点、4.消費者物価は前年比、5.先行きの政策金利見通しは中銀モデルで示された値
出所: 南ア準備銀行、ブルームバーグ、野村

図表 86: 南アのインフレ期待（消費者物価2年後の見通し）



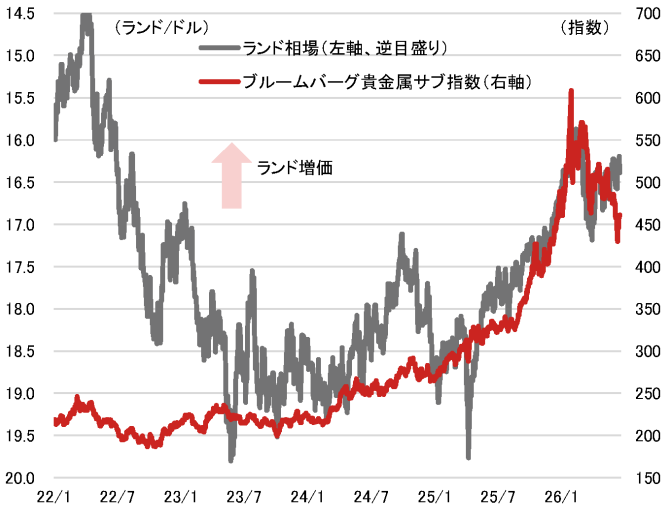
出所: マクロボンド、野村

図表 87: 南ア財政収支



注: 1.見通しは南ア財務省による、2.年度は4月から翌3月、3.債務残高は総債務（グロス）
出所: 南ア財務省、野村

図表 88: ランド相場と貴金属価格



出所: ブルームバーグ、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

4-1.人民元:「新経済」主要分野から見る中国経済の新旧交代

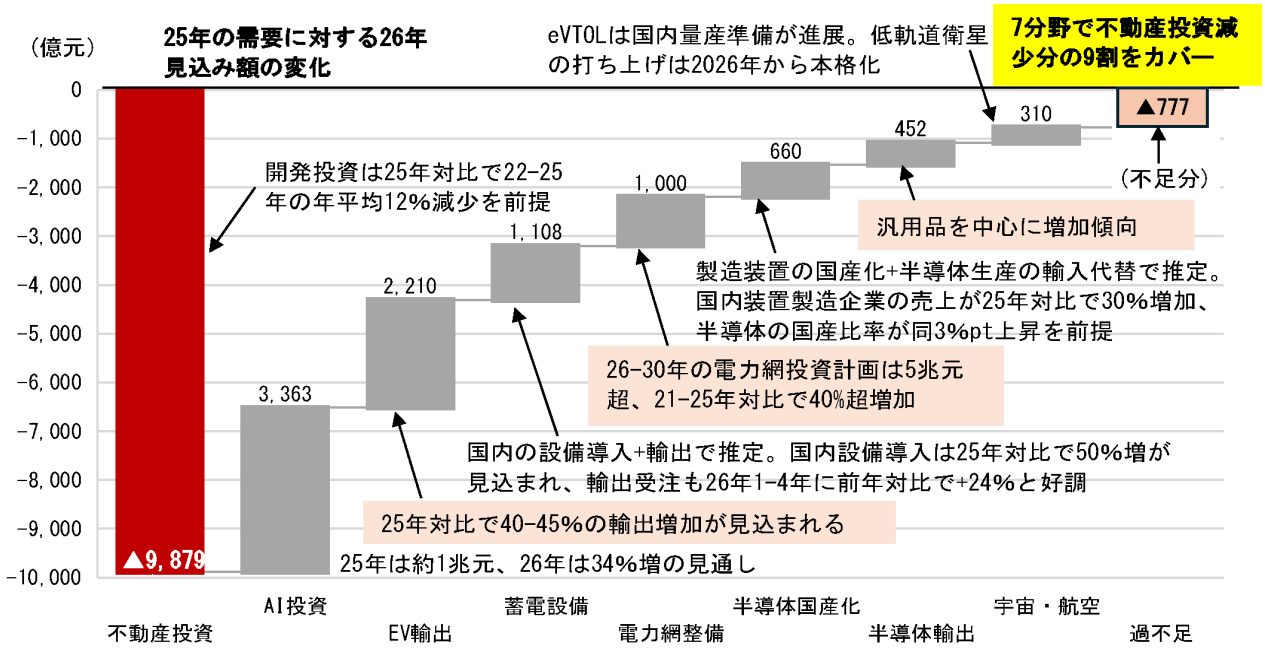
リサーチアナリスト
為替ストラテジー
郭 穎 - NSC

新経済の拡大は26年の不動産投資調整による需要減の9割をカバーか

中国の不動産開発投資は26年も減少が予想される一方で、主要「新経済」7分野がそのマイナス影響を相殺する規模に成長している。筆者はAI投資、EV輸出(国内の販売増は国産燃料車の代替に過ぎない)、蓄電設備の国内投資及び輸出、電力網の整備、半導体の国産化(国産設備の導入と半導体の輸入代替)、半導体輸出、宇宙・航空(衛星打ち上げ+電動垂直離着陸機(eVTOL)の量産・輸出など)の7分野において、フローベースの新規需要増加と不動産投資需要減少(25年対比での26年の変化)を推計、比較した。「新経済」の増加分は不動産の減少分の9割強を埋め合わせるまでに至っていると見られる(図表 89)。

中国当局は20年8月に不動産バブルの抑制に動き、代わりに「製造業立国」を国家戦略に据え、ハイテク産業・先進製造業の新規創造及び輸出市場拡大で不動産業の縮小を相殺する構造転換を図った。この構造転換により、26年に中国経済は脆弱局面から脱却しつつあると考えられる。中国経済は「不動産の調整」という重い負担を抱えながら(26年は近年の年平均-12%の投資額の減少に基づくと、9,879億元の減少が目安)、停滞から成長モメンタムの緩やかな改善に向かう可能性が高まっていると言えよう。

図表 89: 不動産投資調整の需要ギャップを、新経済7分野の新規需要創造が下支え



注: 右側の過不足項目の水準は不動産投資から宇宙・航空までの8項目の合計である。AI投資はAI半導体の国内調達数量及び単価、AIデーターセンターの投資に占めるAI半導体コスト比率(36%)に基づいて推定。電力網投資は年平均の投資増加試算額を使用。半導体の輸入代替及び輸出は個数増加見通し×単価(輸入は3.75元/個、輸出は4.00元/個)×付加価値比率(35%)で推定。加工貿易の側面がある他、26年はAI特需により輸出入額ベースの推計は過大評価になるためである。eVTOLは電動垂直離着陸機の略。
出所: 中国国家統計局、中国海関総署、各種報道資料、CEICデータ、野村

中国におけるAI投資は26年に3割増以上が見込まれる

米中の技術争いが激しいAI投資は、引き続き高い成長が見込まれる。中国のAI投資は大手民営企業の他、国有系通信キャリア、政府によるデータセンター建設など参入主体が多く、その規模を正確に見積もることが難しい。筆者は中国国内向けAI半導体の出荷数に基づいてAIデータセンター投資規模を推定した。25年において、中国のAI半導体市場規模は400万個(ロイターがIDCの見積もりとして報道、26年4月1日付)、平均単価は9.0万元/枚と推定される。また、データセンターの建設費用おける設備のコ

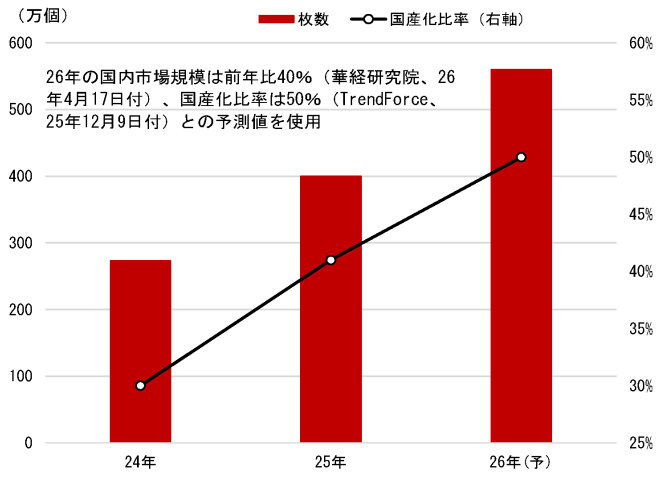
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

ストが全体の55%、そのうちAI半導体の比率が65%と仮定すると、25年の中国AIデータセンターの投資規模は約1兆元と推定される。26年に関しては、中国AI半導体市場は数量ベースで40%増加するとの予想（華経研究院、26年4月17日付）、国産化比率の上昇による平均単価の低下を考慮すると、34%増になる公算が大きい（図表 90）。それに基づくAI投資規模増加は3,363億元と推定される。

EVでは大きな輸出市場を新規創造

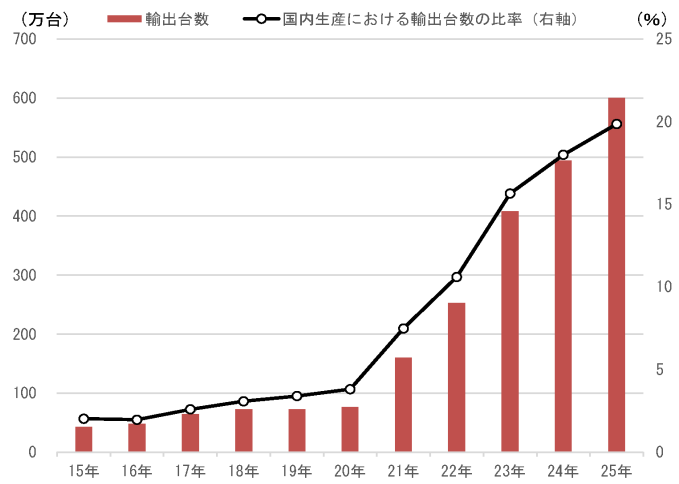
21年以降は中国が大きなEV輸出市場を創造してきた。中国の乗用車国内市場規模は2,500万台程度で安定しているが、中国の生産台数も20年に既に2,500万台に達している。一方で、中国の乗用車輸出台数は18-20年の平均で75万台弱だったが、25年は601万台に拡大した。25年の中国乗用車生産台数は3,023万台に拡大したが、国内生産における輸出比率は20年の3.8%から19.9%に高まり、輸出増加が国内生産の拡大背景となっている（図表 91）。乗用車輸出のうち65%がEVであり、25年の輸出額は722億ドルに達している。26年はEV輸出が1-4月の累積で前年比+73.4%増であり、年後半の前年同期水準の上昇を考慮すると、通年の輸出増加率も40-45%程度になる可能性が高いだろう。45%のEV輸出増加が実現すれば、26年の増加額は2,210億元と見込まれる。

図表 90: 中国のAI半導体市場規模と国産化比率



出所: 各種報道資料、Windシステム、野村

図表 91: 中国の乗用車輸出動向



出所: 中国自動車工業協会、CEICデータ、Windシステム、野村

世界的な再生可能エネルギー発電の投資増加で蓄電設備の市場も拡大

再生エネルギー発電設備は中国の「新・三種の神器」の一つである。、近年では太陽光パネル、風力発電市場の国内投資規模・輸出規模が大きく、相対的に蓄電設備の需要増加が顕著である。海外の化石燃料発電に対する代替需要と電力網整備需要が輸出の追い風にもなっている、蓄電設備に関しては、26年の国内新規設備導入が前年比約50%増（Sina、26年6月2日付）、26年の海外新規受注も1-4月期の前年比+24%の高い成長が想定される（図表 92）。この前提では、蓄電設備の国内投資及び輸需要の26年増加額は1,108億元と見込まれる。

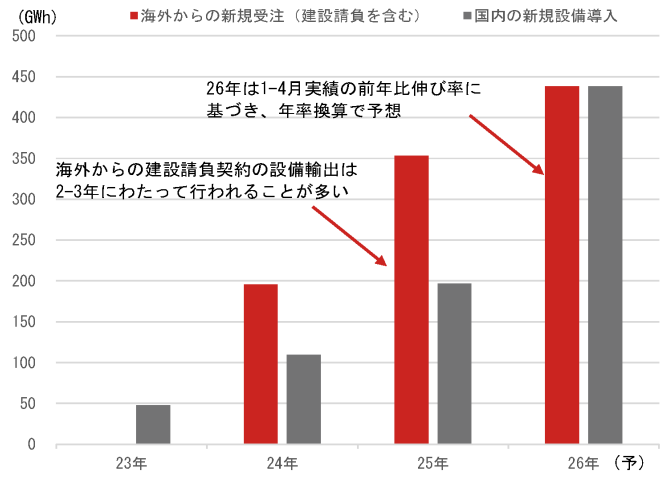
国内の電力網については「十四五」対比で約40%増の投資計画

電力網整備は第十五次五カ年計画「十五五（26-30年）」における中国インフラ投資の重要な分野である。2大国有系電力網について、国家電力網は十五五の投資計画として十四五（21-25年）より40%増の4兆元になると計画され（国有資産監督管理委員会、26年1月19日付）、南方電力網は当局公表がないものの、同+34%増の1兆元に上ると見込まれる（光明網、26年5月20日付）。電力網投資の伸び率は、十四五の十三五（16-20年）対比での+20.8%から、十五五の対十四五では+38.9%増になる見込みで

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

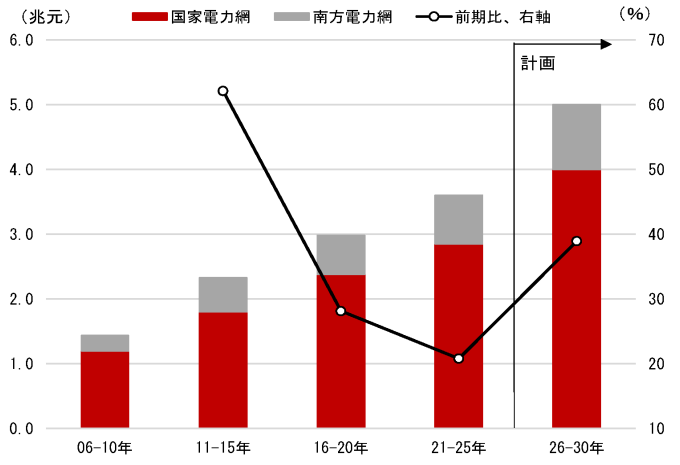
ある。毎年の投資額計画は公表されていないが、仮に毎年一定金額で投資額が増加する場合、年間1,000億元ずつ投資が増えると試算される（図表 93）。

図表 92: 中国の蓄電設備の海外新規受注と国内新規導入



出所: 中国化学物理電源業界協会蓄電応用分会（CESA）、野村

図表 93: 国家電力網公司の固定資産投資動向



出所: 各種報道資料、野村

半導体では製造装置と集積回路の国産化代替が進む

半導体サプライチェーンの国産化は国家戦略であり、現状では進捗も順調なようだ。半導体製造装置の中国企業の売上動向は25年において公表されていないが、筆者が集計した主要上場企業22社の売上高は25年に前年比+16.8%増加している。中国国内の半導体製造装置の市場規模は国際半導体製造装置材料協会（SEMI）の集計では約3,400億元であることから、製造装置の国産化比率は20年の19.7%から32.5%に上昇している（図表 94）。25-26年に国内の半導体設計・製造企業の株式市場における資金調達が大幅に増加しており、半導体製造装置市場の好況も続く見通しである（21-25年の前述上場企業の売上高の年平均成長率は34%）。26年の国内半導体製造装置企業の売上増加も30%に達するとすれば、国内企業にとって332億元の市場規模拡大と推定される。

また、半導体輸入代替の効果も無視できない。中国の集積回路の生産量は26年1-4月に前年比で+35.5%と急成長が続く。国産化比率も数量ベースで20年の48.3%から25年に66.8%、毎年3.7%pt程度上昇している（図表 95）。26年初来、旺盛なAI投資を背景に、中国の半導体は生産、輸出、輸入とも好調である。26年の半導体輸入代替による国内需要の増加は328億元と推定される。26年は半導体価格が急騰しており、金額ベースでの推定は実態を過大評価することになる。筆者は通年で15%の国内見掛け消費数量の増加、3%pt国産化比率上昇、付加価値比率35%、輸入単価3.75元/個の前提で試算を行った。前述の製造装置と併せて、半導体国産化による新規需要創出規模は660億元と計算される。

また、半導体輸出の増加も顕著である。同様に、26年は数量ベースで9.2%の増加（26年1-4月の実績）、付加価値比率35%、輸出単価4.0元/個の前提とすれば、付加価値ベースの輸出増加は452億元と見込まれる。

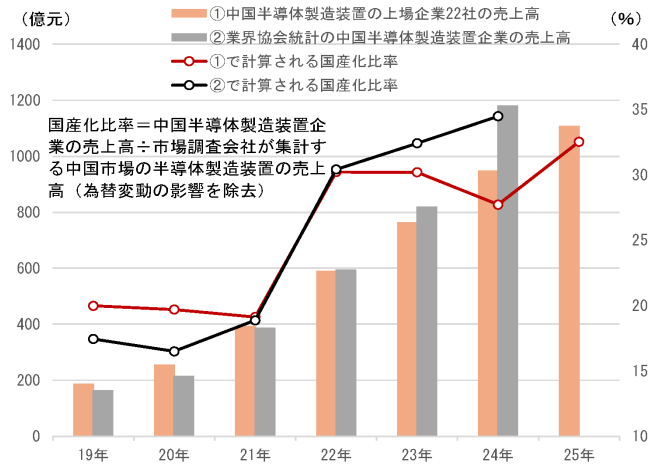
宇宙航空産業は次世代新規産業として注目される

宇宙（低軌道衛星打ち上げ）、低空経済（ドローン、eVTOL）は新規成長産業であり、精緻な規模拡大の推定が難しい。衛星打ち上げ・地上制御製造業（Future PHECDA、25年10月12日付）、衛星・ロケット製造（iiMedia、26年2月10日付）の国内市場規模増加、ドローンとeVTOLの輸出などから、26年に310億元程度の国内投資や輸出需要の増加が見込まれる。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

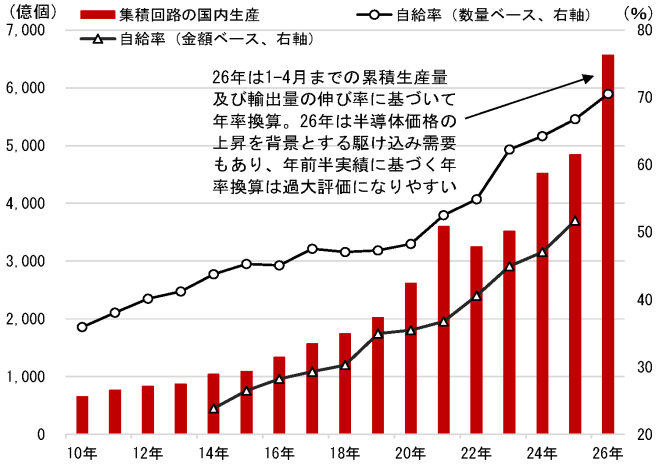
近年の注目は、(1)中国における大規模な低軌道衛星打ち上げ計画、(2)低空経済の一環であるeVTOLのテスト量産開始、である。特に(1)については、低軌道衛星の場所取りは未来の軍事産業における米中競争にとっても重要であるため、当局は力を入れている。現状では、1)GWコンステレーション計画、2)千帆コンステレーション計画の2つの大きい計画がある。1)については、35年に12,992個の衛星を打ち上げる予定だが、現状の累積打ち上げ数は150個余りのようだ(通信世界、26年3月13日付)。2)については、30年に1.5万個の衛星打ち上げ予定だが、現状では126個の打ち上げが実現しており(通信世界、26年4月8日付)、26年からは打ち上げ加速局面に入る公算が大きい。

図表 94: 中国の半導体製造装置の国産化動向



出所: 中国電子専用設備工業協会(CEPEA)、SEMI、Windシステム、野村

図表 95: 集積回路の国内生産と自給率



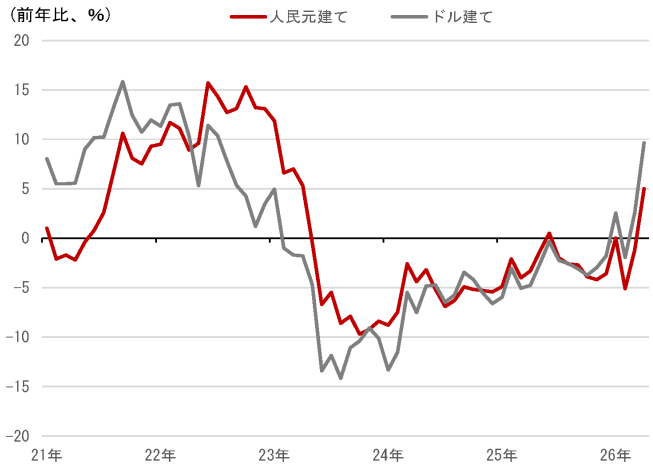
出所: 中国国家統計局、中国海関総署、中国半導体業界協会、CEICデータ、野村

結論:済新旧交代の進展は中国デフレ輸出脱却に向けた国内要因

中国は26年に入ってから輸出物価でのデフレ脱却の傾向が見られている。特に25年12月以降の人民元高相場もあり、ドル建ての輸出物価上昇がより顕著である(図表96)。26年5月25日付の国際金融為替ウィークリー-5.人民元:デフレ輸出脱却への期待が燻るで分析したように、イラン情勢悪化による供給制約由来の素材価格インフレ、人民元高、中国国内外需要の一部修復、「反内巻」政策の効果、貿易障壁の高まり、などの理由が挙げられる。本レポートでは、中国「新経済」の7大分野における国内投資・輸出需要の創造が、26年に不動産調整による投資需要減少の9割超を既にカバーする規模まで成長する状況を示している。他方、人民元に対する市場の見通しも5月からより本格的に元高期待が台頭している(図表 97)。これらの構造変化は引き続き、世界的なインフレ期待変化を判断する上で重要な視点であろう。

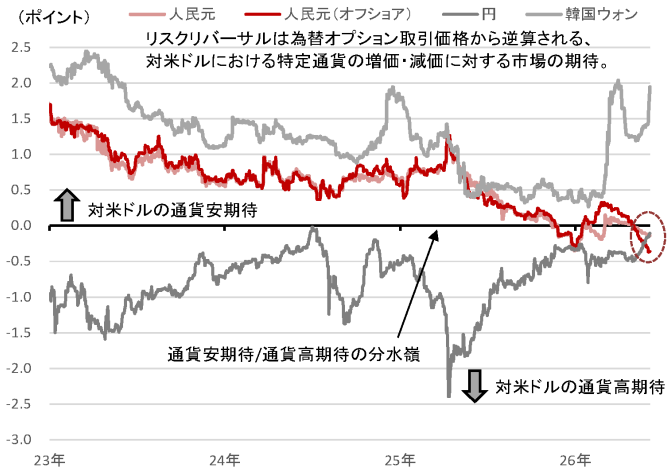
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 96: 中国の輸出物価動向



出所: 中国海関総署、中国人民銀行、CEICデータ、野村

図表 97: 東アジア通貨の対米ドルの1年物リスクリバーサル



出所: ブルームバーグ、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

4-2.韓国ウォン：韓国銀行はタカ派姿勢に転換

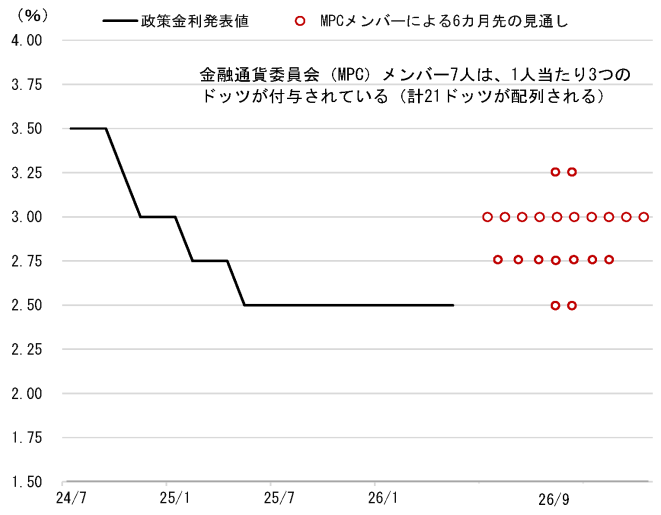
リサーチアナリスト
為替ストラテジー
郭 穎 - NSC

韓国銀行は5月会合で政策金利を据え置いたがタカ派姿勢に転換

5月28日の韓国金融政策決定会合では野村の予想通り政策金利が据え置かれた。しかし、今後の金利パスに対する韓国銀行（BOK）の姿勢は急速にタカ派化している。公表されたドッツ分布（金融通貨委員による向こう6カ月間の政策金利水準に対する予想、計21票）は2.50%の据え置きが2票、25bp利上げが7票、50bp利上げが10票、75bp利上げが2票と、利上げ方向に傾いている（図表 98）。

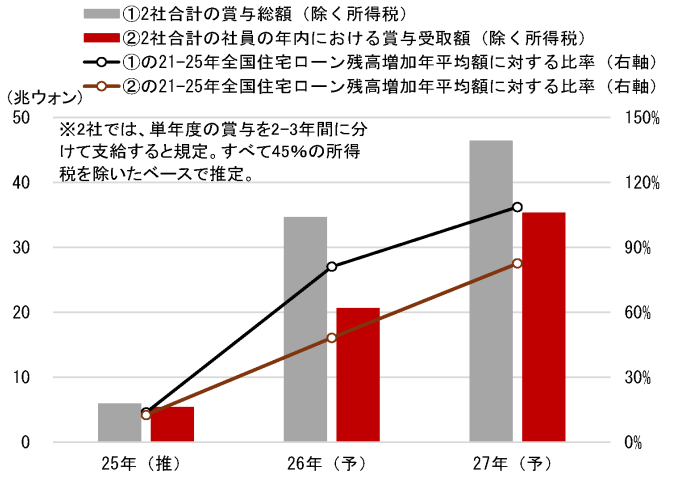
同時に発表されたBOKの景気見通しも金利予想の変化と整合的であり、当局は経済成長率の予想を26年、27年でそれぞれ、従来の前年比+2.0%、同+1.8%から、同+2.6%、同+2.1%に引き上げ、CPI予想をも同+2.2%、同+2.0%から、同+2.7%、同+2.3%に上方修正した。BOKは半導体産業の景況感改善の他分野への波及効果について、賃金上昇を通じてインフレ圧力を強める方向に見方を変えている。野村は韓国政策金利は27年まで据え置きとの従来の判断を修正し、今後3回の利上げ（26年7月、26年10月、27年1月に25bpずつ）に予想を変更した。

図表 98: 韓国銀行のK-Dot分布



出所: 韓国銀行、野村

図表 99: サムスン電子とSK Hynixの賞与支給額の規模感



注: サムスン電子については、25年は会社発表の平均年俸、主要部門の人数構成比及び基本給に対する賞与の支給比率等に基づき、総賞与支給額を5.9兆ウォンと推定。26-27年の賞与総額は25年分に追加賞与（ブルームバーグによる全社営業利益コンセンサス予想の9割が半導体部門に帰属することを前提、労使交渉の結果に基づきその10.5%を賞与の原資とする）を加えて推定。年内の賞与受取額は労使交渉結果に基づき、追加賞与が本年～翌々年にわたって3分の1ずつ相当分の自社株売却で換金されることを前提（株価の変動を考慮しない）。SK Hynixについては、労使交渉の結果に基づき、営業利益（同ブルームバーグのコンセンサス予想）の10%を支給原資とし、本年度に8割支給、翌年度に残り2割を支給することを前提。すべて45%の所得税を除いたベースで推定。
出所: 会社資料、各種報道資料、韓国銀行、野村

メモリー大手2社の賞与支給は26-27年に大幅増、経済インパクトが大きい

従来までインフレ及び景気見通しについて慎重だったBOKの姿勢を一気にタカ派化させた背景は、足元の韓国労使交渉の情勢である。代表的な事例として5月27日に合意されたサムスン電子の賞与支給に関する労使交渉が挙げられる。合意によると、同社国内社員12.8万人のうち、7.8万人のデジタル・ソリューション（DS）部門（半導体製造が中心）が26年に同社営業利益の10.5%相当の自社株を特別経営成果賞与として支給される（従来の賞与も別途一部支給される）。また、25年9月に、半導体大手のSK Hynix社（国内社員は約3.5万人）も営業利益の10%を賞与として支給する形で制度を変更している。

この2社は26-27年に大幅な増益が見込まれるため、賞与支給規模も韓国経済・金融

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

市場への影響が大きい。2社の26-27年営業利益のブルームバーグコンセンサス予想、実際の賞与の支給時期に基づき、筆者は2社社員の手取り額は26、27年にそれぞれ、20.5兆ウォン、35.1兆ウォンと試算、21-25年の韓国住宅ローン残高増加年平均額のそれぞれ48%、82%相当の規模である(図表 99、自社株売却は解禁と共に行われ、株価の変動を考慮せず)。これは今後韓国の消費、住宅価格に影響を及ぼすのに十分な水準で、金融政策姿勢を変えるのに十分な理由でもある。

労使交渉は他業界にも飛び火、賃金上昇加速圧力も意識されよう

企業の超過利益をより多くの雇用者に分配することを求める動きが他の業界にも広がっている。現代自動車の労組は26年の賃金交渉で「前年純利益の3割を成果給として支給」と要求すること、カカオの労使は5月27日の第2回調整会議で合意に至らず、6月には創業以来初のストライキに突入する可能性が高まったこと、建設業界でもタワークレーン労組が28日に総ストライキを宣告し、15%の賃金総額の引き上げと法定労働時間の順守を要求したこと、等が挙げられる。また、大手企業(元請)と中小企業(下請)間の賃金格差縮小を求める動きなども報じられている(FNNews、5月29日付)。

こうした動きが広まった背景には、26年3月に施行された労働組合法改正(通称「黄色い封筒法」)がある。同改正によって、雇用主の範囲が拡大され、直接の雇用契約がなくても、下請企業の労働者の労働条件を実質的・具体的に支配・決定する元請企業が、団体交渉に応じる義務を負う雇用主と認められるようになった。従って、従来は元請企業を相手に直接交渉ができなかった下請業者の労組が、元請企業と直接交渉を要求できるようになった。また、交渉中の争議行為に伴う賠償責任も法改正で一部限定されるようになったため、ストライキのハードルがより低下した。更に、サムスン電子・SK Hynixのように、「営業利益に対する一定割合」の成果報酬が支給される形式の労使合意の事例も示されたため、26年の労使交渉は例年以上に過熱していると見られる。

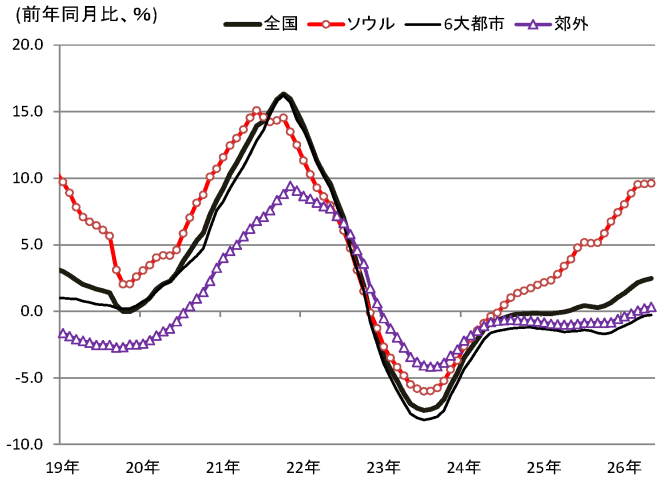
韓国当局はこれを単なる個別企業の労使紛争を超えた問題として捉え、大企業の超過利益の社会的配分を議論すべき局面と判断している模様だ。雇用労働部の金栄訓(キム・ヨンフン)長官は、「大企業の超過賃金を如何に社会的に配分するか、韓国型社会連帯賃金政策の可能性模索すべきだ」として、近々フォーラムを設ける計画に言及している。さらに、申鉉松BOK総裁も就任後初の金融通貨委員会後に「韓国は両極化が深刻化しているだけに、成果給の支給が両極化を更に深刻化させない範囲で行われることが望ましい」と発言し、26年の労使交渉の展開は政策運営の注目議題にもなっている(FNNews、5月29日付)。この政治的な動きもあり、韓国の賃金上昇の加速圧力、消費やインフレへの波及効果も、26年後半や27年にかけて留意すべきテーマである。

住宅価格の上昇に加え、輸入物価の上昇も足元で加速

また、大手メモリー会社の高額賞与による住宅市況への影響も今後注目できる。サムスン電子のDS部門7.8万人、SK Hynixの3.5万人の計11.3万人が、現状の市場予想に基づくと26-27年に一人当たりで5億ウォン近くの手取り賞与を受け取る計算であり、住宅市況押し上げ圧力はそれなりにあるだろう。韓国の住宅価格は、25年後半に上昇が加速しており、ソウルでは前年比での上昇率で足元ピーク感が見られつつ、水準としては+10%近くで上昇幅が大きい(図表 100)。このような国内要因に加えて、イラン情勢悪化の波及効果も引き続き顕在化している。韓国の輸入物価は国際商品市況の上昇と対前年比でのウォン安もあり、ウォン建てで3-4月に前年比で+20%強に急加速している(図表 101)。

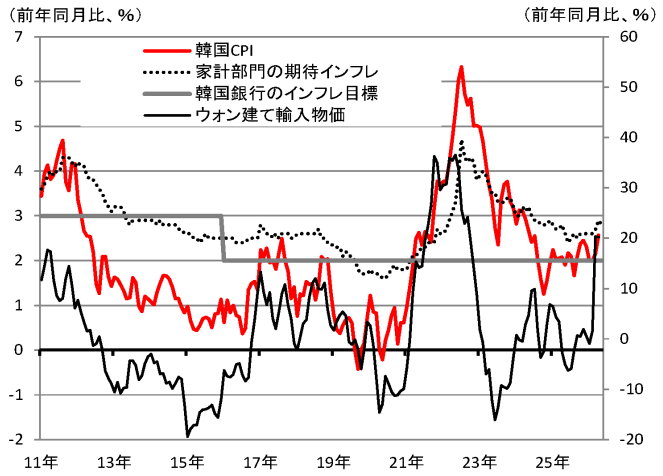
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 100: 韓国の住宅価格動向



出所: 国民銀行、CEICデータ、野村

図表 101: 韓国の物価動向



出所: 韓国統計庁、韓国銀行、CEICデータ、野村

結論:韓国銀行はタカ派姿勢を明確にし、年内2回の利上げ余地

韓国銀行は5月28日の金融政策決定会合で政策金利を据え置いたものの、金融通貨委員による向こう6カ月の政策金利見通しでは年内2回利上げ(50bp)の可能性を示唆した。これを受けて、野村は26年7月、10月、27年1月の計3回の利上げ実施へと予想を改定した(従来は27年末まで据え置き)。当局姿勢を大きく変えた主因は国内の労使交渉動向で、大手メモリー企業2社は高額の賞与支給で労組と合意し、その支給規模は同国の金融市場・住宅市況に影響するものになっているからである。また、賃上げを求める労使交渉の動きは他の産業にも広がり、今後の賃金上昇加速の一因になり得る。AI特需が韓国にK字型経済の構造変化をもたらしているが、企業部門から家計部門へ所得移転がやや進む傾向も見られ、年後半や27年にかけて賃金・消費への波及効果が引き続き注目される。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

4-3.インドルピー：インド準備銀行は資本流入促進策を発表

リサーチアナリスト
為替ストラテジー
春井 真也 - NSC

インド準備銀行は6月会合で政策金利を据え置き、政策スタンスも中立を維持

インド準備銀行（RBI）は6月5日、市場予想通り政策金利を5.25%に据え置いた（図表 102）。RBIは25年2月から12月会合までで累積125bpの利下げを実施した後、様子見を続けている。本会合では金融政策スタンスも中立を維持した。

26年度において景気見通しは下方修正、物価見通しは上方修正

景気・物価見通しにおいて26年度の実質GDP成長率見通しは前年比+6.6%と、4月時点の同+6.9%から下方修正された。エネルギー価格の高止まり、供給懸念などが景気の下振れリスクになるとした。一方、26年度の消費者物価見通しは同+5.1%と、4月時点の同+4.6%から上方修正された。需要増による物価押し上げ効果は抑制されているが、エネルギー価格の高止まりやモンスーン期（6-9月）の雨量が例年を下回ると想定されることに伴う農産品価格の上昇などが物価の上振れリスクになるとした。インド気象局（IMD）は5月29日、今年のモンスーンの降雨量予測を例年に比べて10%下回るとし、前回4月の8%下回るとの予測から下方修正していた（図表 103）。

RBIは資本流入を促すための政策を発表

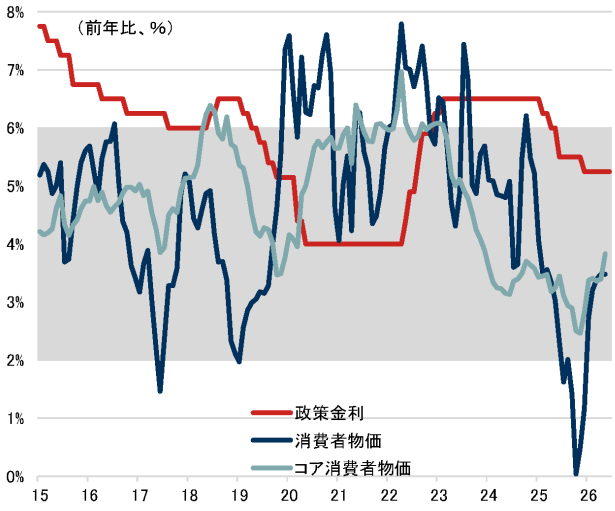
RBIは様子見姿勢を維持したが、本会合では資本流入を促すための政策を発表した（図表 104）。特に注目されるのが非居住インド人向けの優遇ドル預金制度だ。RBIがヘッジコストを負担することで銀行は低コストで非居住インド人からドルを調達し、それをルピー転して国内融資に回すことが可能となる。当局は直近では2013年のテーパータントラム（米量的金融緩和の縮小に対する懸念が引き起こした金融市場の混乱）の際に同様の政策を導入し、約260億ドル（GDP比1.4%）の資金が流入した。野村では金利動向などを踏まえて、今回の非居住インド人向けの優遇ドル預金制度は約550億ドル（GDP比1.5%）程度になる可能性があると見ている。

今後のルピー相場見通し

当面のインドルピーは対ドルで減価基調を一服させると見込まれる（図表 105）。RBIは先行きの金融政策についてはエネルギー価格上昇の二次的波及を警戒しつつ、データ次第の姿勢を示した。野村では27年末まで政策金利は据え置かれると見ており、金融政策による通貨下支えは期待しにくいものの、資本流入策は需給面での通貨安圧力の緩和につながる可能性がある。ただし、インドはAI関連銘柄による株式資金流入の恩恵を受けにくいうえに、原油価格の高止まりは引き続き経常収支の悪化につながる。また、インフレ率が上昇するなかでもRBIが様子見姿勢を継続すれば、実質金利の低下が通貨減価材料となるリスクに注意したい。

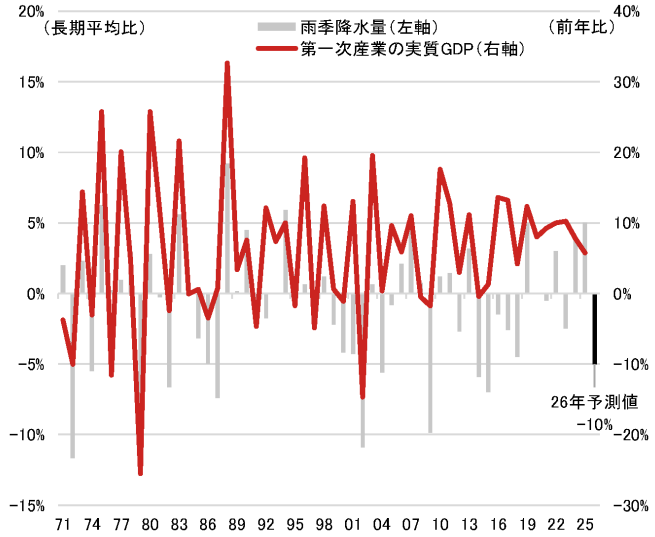
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 102: インド政策金利とインフレ率



注: コア消費者物価はマクロボンドによる試算で除く食料品、燃料など
出所: ブルームバーグ、マクロボンド、野村

図表 103: インドの雨季降雨量と第1次産業実質GDP



注: 雨季は6-9月
出所: インド気象庁、ブルームバーグ、野村

図表 104: インド準備銀行や政府による資本流入を促す政策

項目	内容
税制上の優遇	非居住者の国債投資において利子やキャピタルゲインにかかる所得税を引き下げ
市場参入障壁の引き下げ	非居住者が保有上限なしにインド国債を購入できる投資枠（完全アクセス可能ルート）の範囲を15年、30年、40年の超長期国債の新規発行分、グリーン・ソブリンボンドに拡大
	非居住者の証券投資において短期投資の制限、特定銘柄への集中投資制限、個別証券ごとの保有上限などの規制を撤廃
非居住インド人などによるインド株投資の規制緩和	非居住インド人（NRI）や海外インド市民（OCI）がインド証券取引委員会（SEBI）への登録なしにインド株を購入できる上限を引き上げ
対外商業借入の促進	国営企業による対外商業借入を促進するために26年9月30日まで優遇外為スワップ制度を導入
非居住インド人向けの優遇ドル預金制度	3～5年の外貨建て非居住インド人預金（FCNR(B)）を集める銀行に対し、RBIは2026年9月30日までヘッジコストを全額補助する。外貨建て非居住者預金は現金準備率などの積み立てが求められない。
輸出代金の規制厳格化	輸出企業の輸出代金の回収期限は15か月から9か月へ変更
債券投資に対するキャピタルゲイン課税などを免除	海外投資家などを対象に国債の売却益にかかるキャピタルゲイン税（従来：12か月以上保有で12.5%）や利子に対しての源泉徴収税（20%）などを免除（26年4月1日からの適用）。

出所: インド準備銀行、野村

図表 105: インドルピーの対ドル、対円推移



出所: ブルームバーグ、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

4-4.アジア：市場コンセンサスと異なる野村の見方

リサーチアナリスト
アジア経済
Sonal Varma – NSL
Euben Paracuelles – NSL
Jeong Woo Park – NSL
Si Ying Toh, CFA – NSL

※本稿は、野村の関連会社が26年6月5日に発行したレポートを野村證券で翻訳、編集したものです。

アジアレター(2026年6月)

- 野村では、(1)インド準備銀行(RBI：中央銀行)のタカ派姿勢が市場の想定ほど強まらず、(2)韓国におけるAI(人工知能)ブームの国内景気波及効果は限定的にとどまり、(3)インドネシアにおける国際収支への圧力が悪化し、(4)シンガポールと(5)マレーシアの成長上振れを予想している。

以下では、アジアに関し、市場コンセンサスとは異なる野村の5つの見方を提示する(図表 106)。

インド：RBIのタカ派姿勢は市場想定ほど強まらず

野村は、エコノミストのコンセンサス予想(27年半ばまでに0.50%ポイントの利上げ)および金融市場の織り込み(1.00%ポイントの利上げ)とは対照的に、RBIが政策金利を据え置くと予想している。RBIは伝統的なインフレ目標に基づく政策運営を責務としており、通貨防衛を目的とした利上げの可能性は低い。インフレ率は27年度に前年比＋5%へ上昇する可能性が高いものの、これは極めて低い水準(同＋2.1%)からの上昇である。基調的インフレ率は低位にとどまっており(4月の刈込平均(変動の大きい上下の項目を一定比率除いた尺度)は同＋2.3%、図表 107)、平年を下回るモンスーン期の雨量が必ずしも食料品インフレの上昇につながるわけではない。投入コストの上昇、燃料価格の上昇、賃金上昇率の鈍化を踏まえると、エネルギー供給ショックが需要ショックへと転化するリスクがある。したがって、金融引き締め局面入りに向けたマクロ環境は整っていないと我々はみており、仮に利上げが実施されても、27年には巻き戻しを迫られる可能性が高いと考えている。

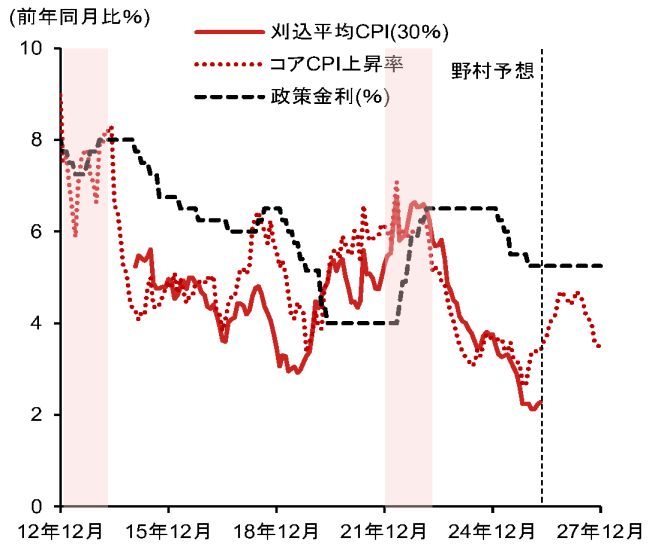
図表 106: コンセンサスとは異なる野村の5つの予想

	野村	コンセンサス	根拠
インド	RBIのタカ派姿勢は市場想定ほど強まらず 金利は長期据え置き	今後12ヶ月：コンセンサス：0.50%ポイントの利上げ 市場：1.00%ポイントの利上げ	利上げは通貨防衛策として効果が乏しいほか、コアインフレ率は低水準にあり、成長下振れリスクが高まっている。
インドネシア	国際収支圧力の悪化 2026年経常赤字：対GDP比2%	2026年経常赤字：対GDP比1%	原油価格の上昇により経常赤字が拡大。政策不確実性を背景に証券投資および直接投資の流入も減少。
韓国	K字型回復 2026年実質GDP：前年比＋2.4%	2026年実質GDP：前年比＋2.6% BOKおよびコンセンサス	AIから国内需要への波及効果は限定的にとどまる一方、資産価格インフレ圧力と高級品需要は増大。
マレーシア	成長率の上振れ 2026年実質GDP：前年比＋5.2% 10－12月期に利上げ	2026年実質GDP：前年比＋4.5% 政策金利は据え置き	世界的なテクノロジー需要の拡大、LNG輸出国としての恩恵、設備投資拡大、政府による消費下支え。金融不均衡のリスクが高まりつつある。
シンガポール	成長率の上振れ 2026年実質GDP：前年比＋4.6%	2026年実質GDP：前年比＋3.2%	堅調なテクノロジー需要とその波及効果、建設活動、安全逃避的な資金流入による押し上げ。

注: コンセンサス予想はブルームバーグ調査による。国旗は https://www.flaticon.com.
出所: ブルームバーグ、野村

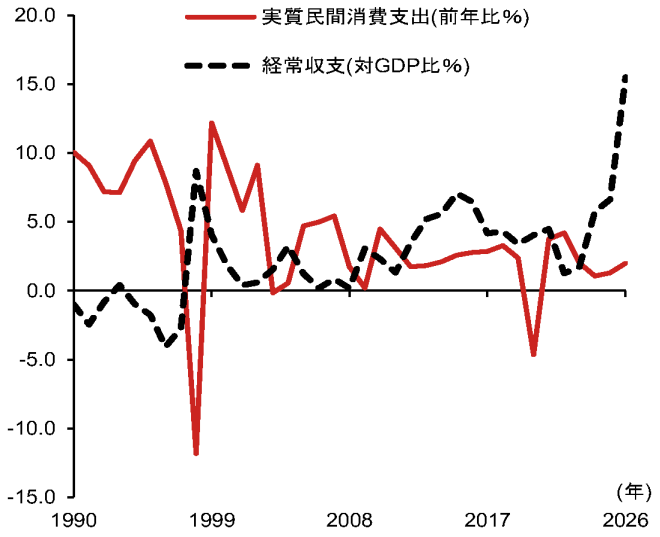
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 107: インド：刈込平均CPI/コアCPI上昇率と政策金利



注: 網掛け部分は2013年(テーパリング・ショック)と2022年(ウクライナ紛争)。
出所: CEICデータベース、野村

図表 108: 韓国：実質民間消費支出と経常収支



注: Data for 2026 are Nomura forecasts.
出所: CEICデータベース、野村

韓国：「K字型」の成長回復

AI関連の交易条件改善による恩恵を受け、韓国の経常収支黒字は26年に対GDP比15.5%と過去最高水準に拡大すると予想しているが、国内経済への波及効果はより限定的にとどまるとみている(図表 108)。半導体企業による従業員賞与引き上げの恩恵を受けるのは全労働者の0.6%に過ぎず、その多くは現金ではなく自社株の形で支給される。半導体以外のセクターでは、利益率への圧力を背景に、賃金の伸びはより抑制されよう。政府税収は半導体セクターの利益拡大から恩恵を受けるが、補正予算による成長押し上げ効果は、エネルギーショックによる下押しの一部を相殺するにとどまる。AI関連需要の拡大局面による恩恵は主として資産価格(株式および住宅)の上昇に反映され、資産効果が高所得世帯に及ぶなか、高級品消費が支えられるとみている。26年については、実質個人消費は前年比＋2%程度とトレンド並み、実質GDP成長率は同＋2.4%(コンセンサス：＋2.6%)と予想する。BOKによる利上げ幅は27年半ばまでに0.75%ポイントと、市場の織り込み(約1.25%ポイント)を下回るとみている。

インドネシア：国際収支圧力の悪化

26年の経常収支赤字をコンセンサス(対GDP比1.0%)を大幅に上回る同2.0%と予想し、純資本流入の低迷を背景に、国際収支圧力が悪化すると野村は判断している(図表 109)。インドネシアはエネルギーの純輸出国であるものの、原油については純輸入国である。一次産品(当初の対象はパーム油、石炭、フェロニッケル)の輸出代金を一元管理する政府方針や、インドネシア銀行(BI：中央銀行)の責務を拡大する法改正を巡って、政策不確実性とBIの独立性を巡る懸念が高まっており、証券投資と直接投資の両面で資金流入に重しとなっている。政府は引き続き燃料価格に上限を設けており、補助金負担の増加により財政赤字は(法定上限である)対GDP比3%に向けて拡大し、予算外収支の支出も増加すると我々はみている。その結果、S&Pグローバルが6～7月に同国の政府債格付け見通しを「※ネガティブ」に変更するリスクがあるとみており、格付け自体の引き下げの可能性も排除できない。BIの外貨準備の十分性は域内最低水準にある。BIは6月9日に0.25%ポイントの追加利上げを実施した。野村では今後政策金利は据え置かれると予想しているが、リスクは利上げ幅が上振れる方向に傾いている。

注)※は無登録の格付け業者が付与した格付け。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

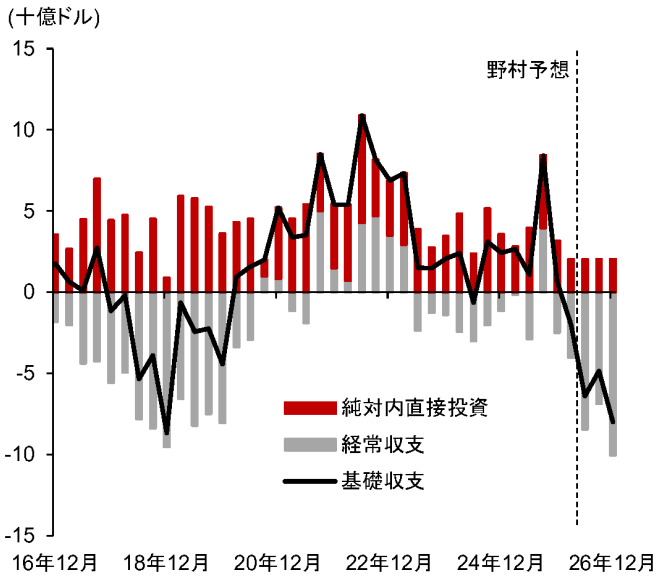
シンガポール：成長率は幅広いエンジンを背景に上振れ

26年の実質GDP成長率は前年比＋4.6%と、コンセンサス予想(同＋3.2%)を大きく上回ると野村は予想している。野村の成長見通しは、世界的なテクノロジー需要の上昇基調とAI関連需要の裾野拡大、堅調な製造業から国内サービス業への波及効果、継続的な建設活動、拡張的な財政スタンスといった複数の成長エンジンを前提としている。重要な点として、シンガポールは政策の信認と最上位の信用格付けを背景に、相対的に安全逃避先としての資金流入の恩恵を受けており、これが国内主要銀行の預金増加、SORA(シンガポール翌日物平均金利)の抑制、シンガポールドル高につながっている。野村は、コアインフレ率が26年に前年比＋2.2%へ上昇すると予想しており、それに伴いSORAも押し上げられる可能性が高く、シンガポール金融通貨庁(MAS)は7月に再び通貨政策を引き締めるとみている。

マレーシア：成長率の上振れとBNMの利上げ

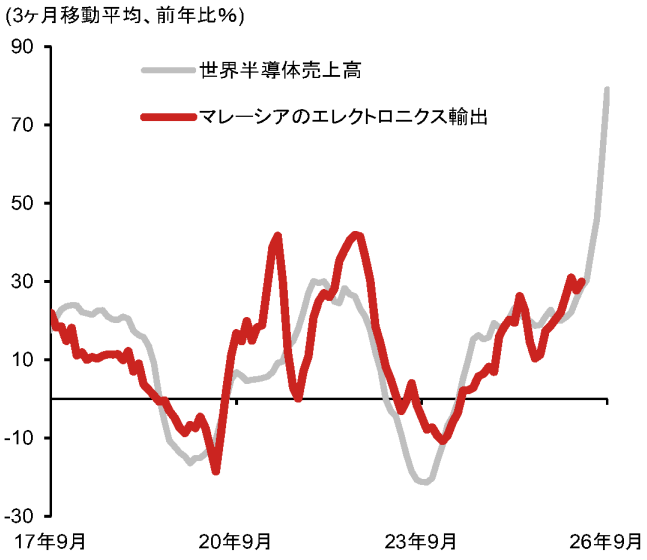
シンガポールと同様、マレーシアは相対的に堅調を維持すると野村はみており、26年の実質GDP成長率は前年比＋5.2%と、コンセンサス予想の同＋4.5%を上回ると予想している。世界的なテクノロジー需要の拡大局面とAI関連需要が引き続き輸出の伸びを押し上げる一方(図表 110)、ジョホール・シンガポール経済特区(JS-SEZ)やインフラプロジェクトを中心に過去最高水準の承認済み投資が実行に移されることで、投資が支えられるとみている。マレーシアは液化天然ガス(LNG)関連の貿易黒字が大きく(25年は対GDP比2.2%)、エネルギー価格上昇の恩恵も受けている一方、広く利用されているレギュラーガソリン「RON95」に対する政府補助金によって消費者の負担は軽減されている。バンク・ネガラ・マレーシア(BNM：中央銀行)については、金融不均衡リスクの高まりを示す兆候が強まるなか、10－12月期に政策金利を0.25%ポイント引き上げて3.00%とすると野村は予想しており、コンセンサス予想の長期据え置きとは異なる見方をしている。

図表 109: インドネシア：基礎収支



出所: CEICデータベース、野村

図表 110: マレーシア：エレクトロニクス輸出と世界半導体売上高



出所: CEICデータベース、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

リサーチアナリスト
コモディティ
高島 雄貴 - NSC

5.コモディティ:60日間の米・イラン停戦期間の注目点

米・イラン和平合意成立を受けて原油価格は急落

日本時間6月15日6時15分に、「米国とイランの間で和平合意が成立した」、「レバノンを含む全ての戦線における、即時かつ恒久的な軍事行動の停止を双方が宣言した」、「正式な署名式は19日にスイスで行われる」と、仲介役であるパキスタンのシャリフ首相がSNSで述べた。同投稿では、停戦合意に貢献した国として、カタール、サウジアラビア、トルコへの謝辞も述べられた。その後、米国・イラン双方からも和平合意成立の発表がなされた。19日にはスイスのビュルゲンシュトックにて署名式が行われる予定である。

これらを受けて、WTI期近物(7月限)先物価格(清算値)は6月15日に前営業日比-4.9%、16日に同-5.8%と大幅下落となり、WTIは3月上旬以来の80ドル割れに至った(図表 111)。

60日間の停戦期間における交渉の焦点

今後に関しては、60日間の停戦期間において、米・イランは下記4点について詳細を詰めていくと想定される。

1. イランによるホルムズ海峡の管理・通航料徴収の是非
2. イランの凍結された金融資産の解除の有無
3. レバノン停戦も含むか
4. イランの高濃縮ウランの管理方法

ただし、まずは米・イラン和平合意に反対姿勢を示しているイスラエルに対して、米国が賛同するよう説得できるかどうかが注目される。イスラエルは和平合意成立の発表後にもレバノン南部でドローン攻撃を行った。

次に、ホルムズ海峡の開放動向が原油市場の関心事項であろう。トランプ米大統領は「6月19日(金)にホルムズ海峡の開放が始まる」と述べたが、従来は機雷の撤去におよそ1カ月の期間を要するとされていた(5月26日付、日本経済新聞)。60日の停戦期間において、少なくとも前半30日の間に原油および石油製品輸出が正常化する(26年2月時点の水準まで回復する)可能性は現時点で高くないと考えられる。

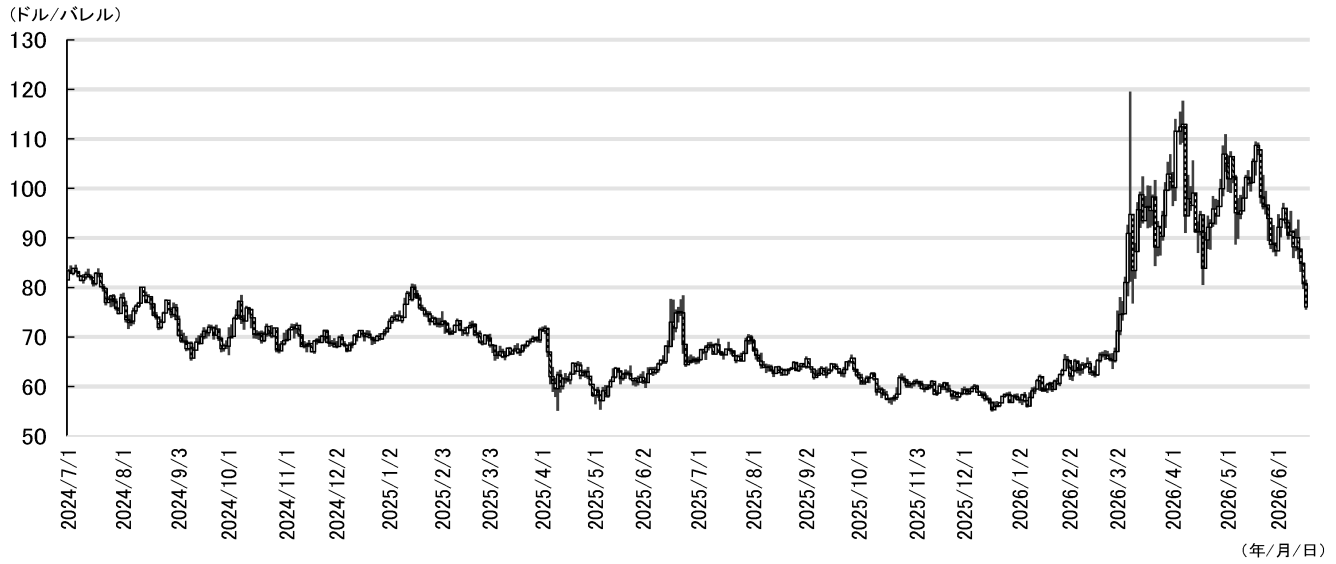
そのほか、停戦期間においては、湾岸諸国のエネルギー施設の損傷度合いが判明していくと見込まれ、復旧に要する期間がどの程度となるかも原油市場参加者にとって注目度が高い。仮に損傷度合いが大きく、復旧に要する期間が年単位となった場合には、OPEC+による生産計画(増産計画)は引き続き「生産枠の増加」のみの格好にとどまり、原油生産・輸出が伸び悩むリスクがある(図表 112、図表 113)。この場合、米国などの湾岸諸国以外の国々による増産で賄える量であるかが原油市場の注目点となり、それが難しい場合には短期的に原油価格が再び上昇するリスクに注意を要する。

結論:湾岸諸国のエネルギー施設損傷度合いの調査結果にも要注目

イスラエルが今回の米・イラン和平合意へ同意するか、ホルムズ海峡における機雷撤去に要する期間がどの程度となるかが、ホルムズ海峡開放に関する注目点であろう。60日間の停戦期間においては、従前から言われる4つの焦点のほか、湾岸諸国のエネルギー施設の損傷度合い、復旧に要する期間が判明するかにも要注目である。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 111: WTI期近物先物価格の推移



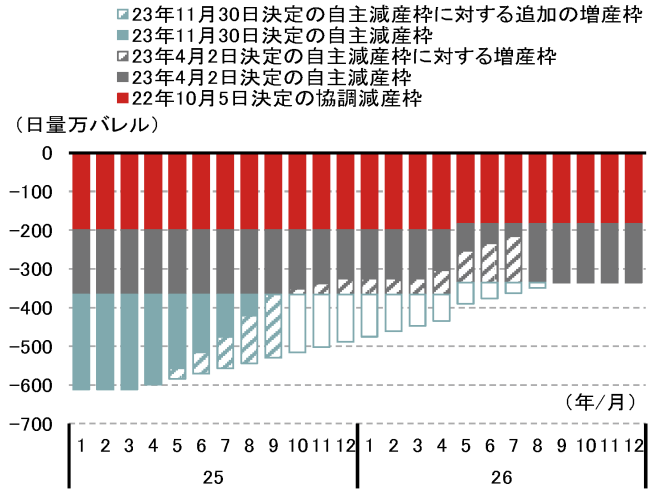
注: 日付は現地時間。箱は前営業日の清算値から当営業日の清算値までの値動き、ヒゲは当営業日の最高値・最低値を示す。直近は2026年6月16日。
出所: ブルームバーグより野村作成

図表 112: OPEC+の減産枠の変遷

国名	22年10月5日決定	23年4月2日決定	23年11月30日決定
アルジェリア	4.8	4.8	5.1
（アンゴラ）	7.0	-	-
コンゴ	1.5	-	-
赤道ギニア	0.6	-	-
ガボン	0.9	0.8	-
イラク	22.0	21.1	22.3
クウェート	13.5	12.8	13.5
ナイジェリア	8.4	-	-
サウジアラビア	52.6	50.0	100.0
アラブ首長国連邦	16.0	14.4	16.3
OPEC諸国 計	**127.3**	**103.9**	**157.2**
アゼルバイジャン	3.3	-	-
バーレーン	0.9	-	-
ブルネイ	0.5	-	-
カザフスタン	7.8	7.8	8.2
マレーシア	2.7	-	-
メキシコ	-	-	-
オマーン	4.0	4.0	4.2
ロシア	52.6	50.0	50.0
スーダン	0.3	-	-
南スーダン	0.6	-	-
非OPEC諸国 計	**72.7**	**61.8**	**62.4**
OPEC+ 計	**200.0**	**165.7**	**219.6**

注: OPEC+は石油輸出国機構とロシアなどの石油市場安定化に関する協議国。アンゴラは23年末、アラブ首長国連邦は26年4月末でOPECを脱退。太字は加盟国の合計。単位は日量万バレル。
出所: OPECより野村作成

図表 113: OPEC+の生産計画



注: OPEC+は石油輸出国機構とロシアなどの石油市場安定化に関する協議国。23年11月30日決定分の減産枠に関しては25年9月をもって巻き戻し完了。22年10月5日決定分の減産枠は26年末まで維持される予定である一方、23年11月30日決定分の減産枠に関しては段階的に解消していくこと（追加増産）が決定。23年11月30日決定分の減産枠の25年4月からの段階的解消が決定された24年12月5日に、新規設備の稼働開始が重なったUAEに関して設けられた別途の増産枠も23年11月30日決定分に反映している。斜線は追加の増産（減産巻き戻し）枠、白抜きは減産巻き戻し完了後の枠。26年5月分からは、5月1日にアラブ首長国連邦がOPECおよびOPEC+を脱退したことを反映。
出所: OPECより野村作成

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

6.日本経済：6月利上げの「次」のシナリオ

リサーチアナリスト
日本経済
森田 京平 - NSC

野﨑 宇一朗 - NSC

6月決定会合：(1)政策金利引上げ、(2)利上げ継続姿勢を維持

6月16日、日銀は金融政策決定会合（以下、決定会合）を終え、政策金利（無担保コールレート・オーバーナイト物）の誘導水準は「1.0%程度」と、これまでの「0.75%程度」から引き上げられた。（「BOJウォッチ」、6月16日付）。声明文における、先行きの金融政策運営に関する文言から、「**実質金利がきわめて低い**」という表現は削除されたものの、金融環境は引き続き緩和的であり、「**経済・物価の中心的な見通しが実現する確度やリスクを点検**」しながら、利上げのタイミングやペースを検討する姿勢に変化はない。

野村の日銀シナリオ：メインシナリオ据え置き、新たなリスクシナリオを設定

今回の決定会合を受けて、野村は引き続き「26年12月、27年6月」の利上げをメインシナリオとする（図表 114）。

一方、(1)物価の基調が2%を超えて上振れていくリスクに日銀が言及したこと、(2)日銀がビハインド・ザ・カーブになることへの警戒が市場に根強くあること、(3)ビハインド・ザ・カーブとの見方に端を発する円安リスクが今後も残ること、などを踏まえると、メインシナリオより速く、かつ多い利上げも一定程度、想定しうる。そこで、新たなリスクシナリオでは、「26年10月、27年3～4月、27年9～10月」の利上げを見込む。

図表 114: 野村の日銀シナリオ

	メインシナリオ（確率70%）	リスクシナリオ（確率30%）
● 追加利上げ回数	・2026年1回 ・2027年1回	・2026年1回 ・2027年2回
● 利上げのタイミング	・2026年12月 ・2027年6月	・2026年10月 ・2027年3～4月 ・2027年9～10月
● 政策金利水準		
・現在	1.00%	1.00%
・2026年末	1.25%	1.25%
・2027年末	1.50%	1.75%

注: 各シナリオの確率分布は一定の有力性のあるシナリオについての相対的なものであり、これら以外のシナリオの実現性を排除するものではない。
出所: 野村作成

利上げ判断の軸：(1)利上げ後の金融環境、(2)経済・物価見通しの確度、(3)物価の上振れリスク

日銀は、経済・物価見通しの確度（第一の柱）とリスク（第二の柱）に基づく政策運営を行っており、6月会合においても、その双方が利上げの根拠となった。また、利上げを実施した後には、これまでと同様、利上げが経済・物価・金融情勢に悪影響を及ぼしていないかの確認も行われるだろう。

以下、及び図表 115では、野村の金融政策に関するメイン・リスクシナリオの蓋然性や今後の再評価の可能性を考えるにあたって、年内の各会合時点における利上げ条件の充足度合いを

(a)利上げ後の金融環境
(b)経済・物価見通しの確度
(c)物価の上振れリスク

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

の3点から検討する。なお、7月会合については、高田委員などが利上げを主張する可能性はあるものの、執行部（正副総裁）が連続利上げを検討するとは考えにくいため、ここでの検討対象から外している。

図表 115: 26年後半における利上げのチェックポイント

	26年9月会合	26年10月会合	26年12月会合
利上げ後の金融環境	× ・利上げ後の貸出データは十分確認できない	○ ・利上げ後、複数月の貸出データと短観における企業の貸出態度等が確認可能	○ ・利上げ後の貸出データが更に蓄積
経済・物価見通しの確度	× ・最低賃金引上げの動きは確認可能 ・それ以外に経済・物価上昇の持続性を確認できるデータは限定的	△ ・企業や家計の中長期予想インフレ率 ・連合基本構想による労組の賃上げ要求姿勢	○ ・賃上げ要求をうけた経営側の姿勢が判明 ・10月分の期初の値上げが確認可能
物価の上振れリスク（想定される材料）	・円安、原油高、企業の値上げ報道 ・実際のCPIの上振れが限定的か	・中長期予想インフレ率の上振れ ・春闘における組合要求姿勢の強気化 ・CPI上で価格転嫁の動きがより顕著に	・実際のCPIインフレ率が大きく加速

注: ○、△、×の評価は野村による。○は十分確認可能、△は部分的に確認可能、×は殆ど確認できないを示す。
出所: 野村作成

(a)利上げ後の金融環境

6月会合での利上げが実際の貸出金利に反映されるのは26年8月からと見込まれる。直近3回の利上げ（24年7月、25年1月、25年12月）の後、主要行の短期プライムレート（1年未満の貸出に適用される最優遇金利）は、いずれも翌々月の初旬に引き上げられていた。従って、利上げ後の金融環境は、8月以降に調査されたデータに基づく判断が基本となろう。

日銀企画局が26年3月にまとめたレポート[1] では、金融環境を「**総合的に判断**」するために用いる指標として、貸出や社債発行の残高、日銀短観（全国企業短期経済観測調査）における金融機関の貸出態度や企業の資金繰り、といったものが例示されている。

9月会合の時点では、利上げが市中金利に反映され始める8月単月分の貸出統計しか入手できず、かつ、利上げ後が調査基準日となる短観の結果は利用できない。9月時点ではまだ、利上げ後の金融環境を評価するに足るデータは揃っていないだろう。一方、10月会合では、利上げ後複数月の貸出データや、9月調査・短観が入手できるため、緩和的な資金調達環境が続いているとの評価は可能となろう。

1. 日本銀行企画局（2026年3月27日）「自然利子率の動向と金融緩和度合いの評価」

(b)経済・物価見通しの確度

経済・物価見通しの確度を判断するにあたっては、基調的なインフレ率の上昇継続がポイントとなろう。その際には、中長期の予想インフレ率や賃上げの持続性が重要となる。なお、26年度の賃上げ継続自体は、既に25年12月や26年6月の利上げ判断に反映されており、日銀の情報集合を更に拡大させるものではないだろう。

重要なチェックポイントとしては、(1)7月末に予定される最低賃金引上げ額の決定、(2)短観や生活意識に関するアンケート調査における企業・家計のインフレ予想、(3)10月半ばに連合（日本労働組合総連合会）が示す27年春闘の「基本構想」などが挙げられる。こうした情報は、9月会合時点では限定的だが、10月会合ではある程度蓄積されるだろう。

一方、要求段階の情報だけでは、賃上げが本当に実現可能かは十分確認できない。実際、25年10月会合後の記者会見において、植田総裁は26年の賃上げに向けた動きを「**もう少し確認したい**」と述べたうえで、次の12月会合で利上げを行った。原油高による交易条件（輸出物価÷輸入物価）の悪化を通じて、企業収益の下押しも見込まれる

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

中で、植田総裁は、昨年と同様に、賃上げに対する経営側の姿勢をもう少し確認したいと考えることも十分、想定可能だ。

(c)物価の上振れリスク

上記の(a)、(b)と異なり、リスクにはいつ、どのような形で顕在化するかを見通すことは難しい。ただし、円安は常に日銀にとって重要な警戒対象といえよう。政府による為替介入もあり、中東紛争発生以降の円安進行は今のところ限られている。しかし、仮に22年のように円安が進めば、原油高による輸入物価の上昇圧力が増幅されかねない。ドル円が160円付近で膠着する、或いは上抜けるようなケースでは、日銀の利上げ前倒しも視野に入ろう。

また、10月に明らかになる(1)企業や家計の中長期のインフレ予想が従来の上昇トレンドから上振れる、あるいは、(2)27年春闘に向けた労働組合の要求姿勢が強気化するようなケースにも注意したい。これらのケースでは、原油高に端を発する物価上昇に対して、インフレ予想や賃金の上昇を介した2次的波及が発生することへの警戒が強まろう。そのような警戒が日銀に利上げを迫る展開も想定しうる。

一方、実際のCPI(消費者物価指数)インフレ率に関しては、(1)価格転嫁までのラグ、(2)食料インフレの鈍化継続、(3)政府による価格抑制策(ガソリン補助金、夏場の電気・ガス代抑制策)を踏まえると、26年7-9月期にかけて、前年比2%程度を上回る明確な加速は見込みがたい。

ただし、この間も、CGPI(企業物価指数)などでサプライチェーンの川上から川下にかけての価格転嫁は順次進むだろう。6月会合後の声明文には、「**企業間取引における価格転嫁がやや速いスピードで進んでおり、これが、今後、消費者段階における幅広い品目の価格上昇に波及していく可能性がある**」とあり、日銀が相応に警戒していることが窺われた。こうした実際の物価指標の動きも、物価リスクに対する日銀の評価を左右しよう。

6月利上げの後:追加利上げは12月がメインシナリオ、10月がリスクシナリオ

以上をまとめると、9月会合時点では、これまでの利上げと同様のロジック、すなわち、経済・物価見通しの確度上昇(第一の柱)に基づく利上げ判断は難しいと野村は見ている。仮に日銀が9月利上げに傾く場合、円安進行などがトリガーとなり、物価の上振れリスク(第二の柱)がかなり高まったという見方に依拠した判断となるだろう。野村は現時点では、9月利上げの可能性を低く見ている。

一方、10月会合時点では、経済・物価見通しの確度がある程度、高まっている可能性がある。その場合でも、25年10月や26年4月に利上げが見送られたことを想起すると、(1)経営側の賃上げ姿勢を確認せず、(2)これまでよりも短い間隔で利上げを行うことを、現執行部が正当化するハードルはそれなりに高いと推察される。仮に10月会合で追加利上げを決定する場合には、一定程度の見通しの確度の高まり(第一の柱)を、物価の上振れリスク(第二の柱)で補完する形になるのではないか。

こうした見方を背景に、野村は12月利上げをメインシナリオ、10月利上げをリスクシナリオと位置付けている。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

7.米国経済：2026年6月FOMC会合

※本稿は、野村の関連会社が26 年6月17日に発行したレポートを野村證券で翻訳、編集したものです。

政策金利据え置き、ウォーシュ新議長はハト派(緩和に前向き)姿勢を示す

- 2026年6月16～17日の連邦公開市場委員会(FOMC)では、政策金利が据え置かれた。FOMC参加者のフェデラル・ファンド(FF)金利見通し(ドット・チャート)と経済見通しは予想よりもタカ派(インフレ警戒)的だったが、ウォーシュ議長は記者会見でハト派(緩和に前向き)寄りの姿勢を示した。
- 政策声明はこれまでよりも大幅に短縮され、フォワード・ガイダンス(政策指針)を示す箇所が削除され、ウォーシュ議長はFOMCの情報発信(コミュニケーション)の簡素化を直ちに実現した。
- ウォーシュ議長は、連邦準備制度理事会(FRB)の改革に向けた5つのタスクフォースを創設すると発表した。これには、現在使われている統計の代替データの情報源とデータ測定に関するものが含まれる。ウォーシュ議長は、現在作業部会(タスクフォース)のメンバーを選考しており、年末までに提言を行う方針を示した。
- ウォーシュ議長は、自身の政策見通しを明らかにせず、自身の政策金利見通し(ドット)も提出しなかった。ただし、インフレやドット・チャートに関する議長の発言はハト派寄りで、これがタスクフォースのメンバー選好にも影響する可能性がある。
- 野村では、FOMCが年内および27年を通じて政策金利を据え置くと引き続き予想する(詳細は、2026年5月22日付【米国：金融政策見通しの変更】「FRBは当面、政策金利を据え置くと予想」を参照)。ただし、ドット・チャートでは多くの参加者が利上げを支持していたため、1回またはそれ以上利上げを実施するリスクが高まっていると判断している。

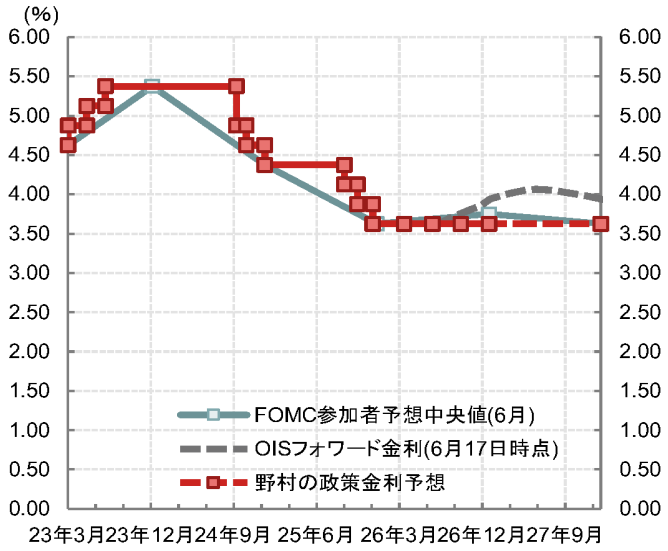
ドット・チャートは予想よりもタカ派寄り

四半期ごとに改定されるFOMC参加者のFF金利見通しを集めたドット・チャートは、予想よりもタカ派寄りにシフトした(図表 118)。26年のFF金利予想の中央値は、現時点の3.625%から、0.5回分の利上げ(0.125%ポイント)に相当する3.750%となった(コンセンサスおよび野村予想：3.625%)。ウォーシュ議長は自身の予想を提出しなかったが、18のドットのうち、9つが26年に少なくとも1回の利上げ、5つが2回の利上げ、1つは3回の利上げと整合する水準だった。1つのみ(ボウマンFRB副議長とみられる)が年内に1回の利下げ、残りのドットは据え置き予想に相当する水準だった。

リサーチアナリスト
北米経済
雨宮 愛知 - NSI
Jeremy Schwartz - NSI
Ruchir Sharma - NSI
Jacklyn Goloborodsky - NSI
グローバル・エコノミクス
David Seif - NSI

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 116: FOMCは6月の会合で政策金利を据え置き



出所: 連邦準備制度理事会(FRB)、ブルームバーグ、野村

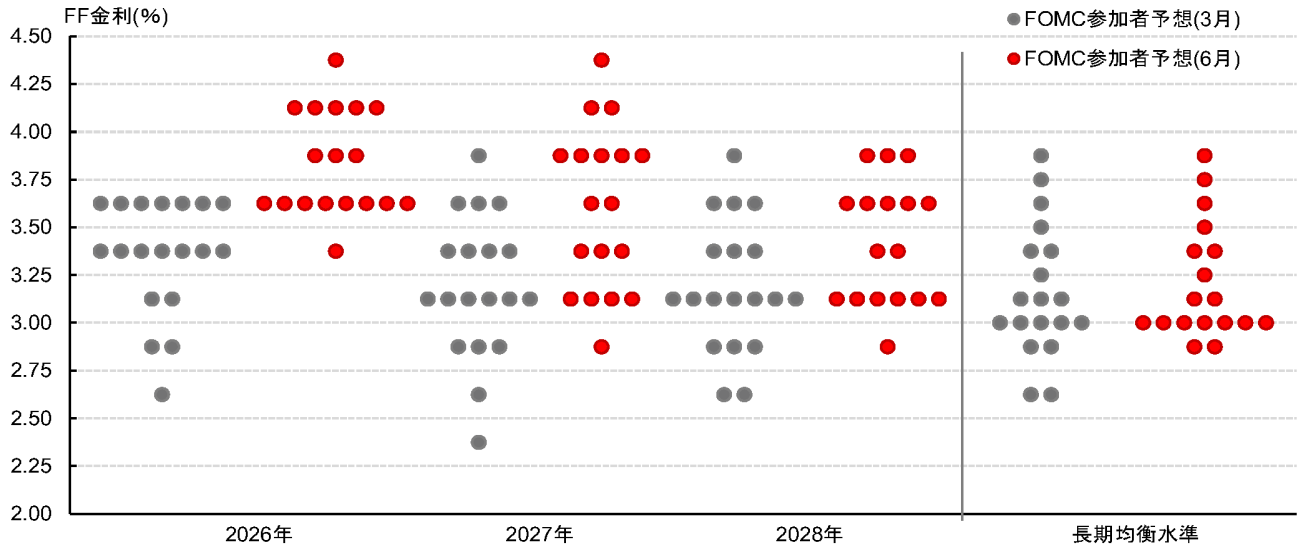
図表 117: FOMCは年内、27年を通じて政策金利を据え置くと引き続き予想

政策手段	主な想定
政策金利	
26年	利下げなし。年末のFF金利中央値:3.625%
27年	利下げなし。年末のFF金利中央値:3.625%
利下げの終着点	3.50～3.75%
バランスシート政策	
規模	準備金目的での資産購入は月間100億ドル。ニューヨーク連銀は季節的な流動性需要や市場環境に応じて積極的に資産購入を実施している。中期的には資産購入額は平均で月間200億ドルと予想。
内訳	住宅ローン担保証券(MBS)の(再停止投資による)自然減は継続され、償還金は米国債に再投資される。再投資および最終的な準備金維持の買い入れでは、財務省短期証券が主体となる見込み。

出所: 連邦準備制度理事会(FRB)、野村

図表 118: 「ドット・チャート(政策金利見通し)」は予想よりもタカ派寄り

FOMC参加者の政策金利見通し



出所: 連邦準備制度理事会(FRB)、野村

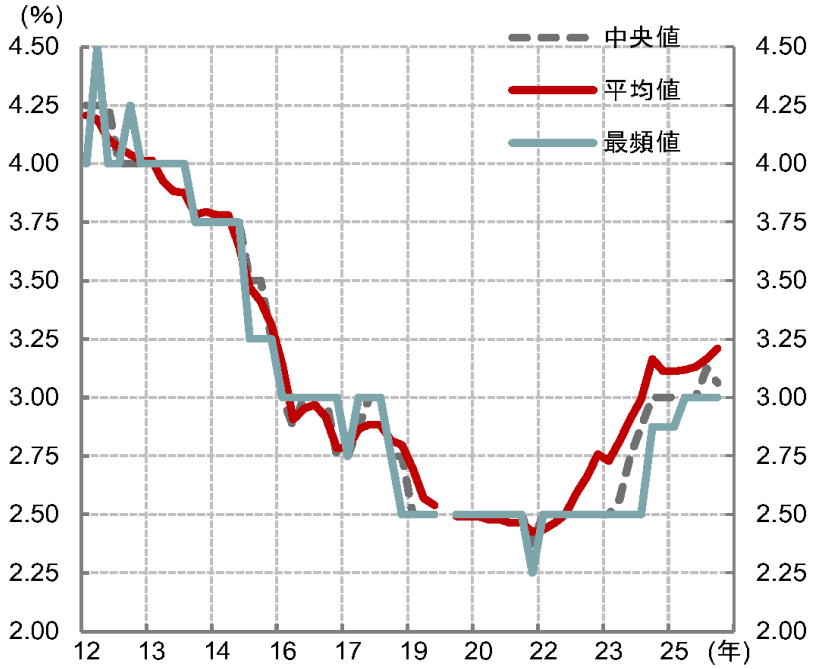
27年以降については、27～28年のFF金利予想の中央値は野村予想(27年は3.625%、28年は3.375%)と一致したが、コンセンサス予想(27年は3.375%、28年は3.125%)は上回った。中期的には、大多数のFOMC参加者は、政策金利を、景気を加速も減速もさせない中立的な水準に収れんさせるために、ある程度の金融政策緩和が適切と考えていることが読み取れる。政策金利の長期見通しについては、予想外にハト派的で、参加者のFF金利長期予想の中央値は前回の3.125%から3.063%へ、予想外に小幅低下した(図表 119)。しかし、長期予想の平均値は前回の3.164%から3.208%に上昇した。長期予想の分布のばらつきは、中立金利に関する様々な見方を反映しているのだろう。

なお、28年のドットの総数が17となっており、誰かは特定できないが、(ウォーシュ議長に加えて)もう1人のFOMC参加者が28年の金利見通しを提出しなかったことに留意したい。我々は、その1人がパウエル前議長の可能性があるとみている。28年1月に理事としての任期が終了し、28年末を迎える前に退任するためだ。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 119: FOMC参加者の長期FF金利見通しのばらつきが拡大

FOMC参加者の長期金利見通し：平均、中央値、最頻値



出所: 連邦準備制度理事会(FRB)、ヘイバー・アナリティクス、野村

また、FOMC参加者の経済見通しも全体としてタカ派的だった。26～28年のコア個人消費支出(PCE)インフレ率予想の中央値は、野村のFOMC参加者見通しについての事前予想よりも大幅に上方修正された(図表 120)。対照的に、26年の実質GDP成長率予想の中央値は、予想外に下方修正された。加えて、27年の失業率予想は据え置かれたが、野村では小幅な下方修正を予想していた。

図表 120: 26～28年のコアPCEインフレ率予想の中央値は野村の予想以上に上方修正された

FOMC参加者の経済見通し改定

		26年	27年	28年	長期予想
実質GDP成長率(%)	**26年6月**	**2.2**	**2.3**	**2.2**	**2.0**
	26年3月	2.4	2.3	2.1	2.0
失業率(%)	**26年6月**	**4.3**	**4.3**	**4.2**	**4.2**
	26年3月	4.4	4.3	4.2	4.2
個人消費支出(PCE)インフレ率(%)	**26年6月**	**3.6**	**2.3**	**2.0**	**2.0**
	26年3月	2.7	2.2	2.0	2.0
コアPCEインフレ率(%)	**26年6月**	**3.3**	**2.5**	**2.1**	
	26年3月	2.7	2.2	2.0	
FOMC参加者の政策金利見通し(中央値、%)					
	26年6月	**3.750**	**3.625**	**3.375**	**3.063**
	26年3月	3.375	3.125	3.125	3.125

注: 緑字はハト派(利下げに前向き)方向の改定、赤はタカ派(利下げに慎重)方向への改定を示す。実質GDP成長率および2つの物価指標は各年10－12月期の前年同期比変化率。失業率の予想は民間部門の各年10－12月期平均の失業率。政策金利予想は(長期予想を除き)各年の年末値。
出所: 連邦準備制度理事会(FRB)、ヘイバー・アナリティクス、野村

簡素化された政策声明

ウォーシュ議長は声明文を簡素化し、本文に使われた語数が4月の244語から114語に減少した(投票数に関する箇所を除く)。声明文には、将来の見通しに関する言及はなく、政策決定と経済活動とインフレに関するFRBの評価が示された。

興味深いのは、声明文が「生産性の伸び」を言及していた点であり、ウォーシュ議長がAI(人工知能)主導の生産性の伸びに焦点を当てていることを反映した可能性がある。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

声明文は、FRBが「潤沢な」準備金を維持する意向を明確に示しており、目先でバランスシート政策の変更がないことが確認された。

ウォーシュ議長の記者会見、ハト派志向を示唆

ウォーシュ議長の発言からは、自身のハト派(政策緩和に前向き)志向がうかがえる。例えば、FRBの＋2%のインフレ目標について質問された際、「自分は小数点の左側に注目する傾向がある」と述べたことから、＋2.0～2.9%のインフレ率をFRBの＋2%目標と整合的だと考える可能性が示唆される。また、FOMC参加者の26年末の政策金利見通し(ドット)が大幅にタカ派的に変化したにもかかわらず、議長はドットのハト派的な側面を強調し、「自分の同僚(FOMC参加者)の半数は、政策金利が…現時点から26年末までに現行水準かそれ以下になるべきだと考えている」と述べた。さらに、イラン紛争が解決すればディスインフレ(インフレ減速)要因になる可能性が高いと指摘した。

ウォーシュ議長は、金融政策に関する個人的な見通しを明示しなかった。また、金融政策のスタンスがどの程度、抑制的か(＝景気を加速も減速もさせない中立水準を上回っているか)については言及を避け、「一様ではない」と述べた。

ウォーシュ議長は、FRBのコミュニケーション、バランスシート政策、既存のデータソースの利用と信頼性、生産性と雇用、インフレの枠組みという5つの分野に焦点を当てたタスクフォースの設置を発表した。ウォーシュ議長は、これらのタスクフォースが今後の作業に当たると述べることで、記者からの多くの質問に直接回答することを回避した。

ウォーシュ議長は、タスクフォースのメンバーを選考中であり、「今後数週間で」作業を開始し、「秋から」一部について考察の結果を示し、「すべてではないにしても、ほとんど」の項目について、「年末までに」結論を出すことを期待していると述べた。インフレリスクはFOMCにおける議論の中心であるが、これらのタスクフォースの1つは、FRBがインフレをどのように把握すべきか(インフレの尺度)を見直すことを目的としており、年内にこれらのタスクフォースが具体的な政策提案を出すまでは、利上げのハードルが高まるかもしれない。

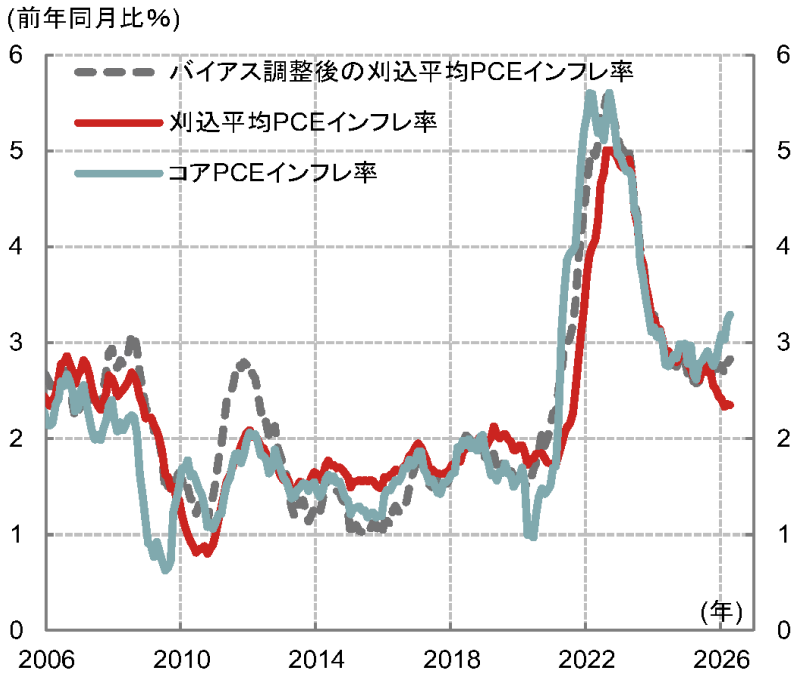
さらに、ウォーシュ議長は、タスクフォースにエコノミストを「参加させる」と述べ、タスクフォースがFOMCの過半数の支持を得られないハト派的な提言を出す可能性が示唆される。例えば、記者会見でウォーシュ議長は連邦政府の統計を批判し、そのほとんどが「時代遅れの調査方法で行われている」と述べた。その代わり、議長は「リアルタイム」のデータを支持し、民間部門での新たなデータ収集技術の導入を支持した。パウエル前議長は以前、いくつかの重要な調査データに対する回答率の低さが引き起こす問題を指摘していたが、ほとんどの政策当局者は連邦政府機関の統計を経済データの「最も信頼できる基準」との考えを表明している。

また、一部のFOMC参加者は、代替的なインフレ指標を重視するタスクフォースの提言を、インフレ目標の日和見的な変更とみなされる可能性があるため受け入れないかもしれない。ウォーシュ議長が望ましい尺度として(変動の大きい上下の項目を一定比率で除いた)刈込平均個人消費支出(PCE)インフレ率を挙げたことについて、FOMC参加者の間に反発がみられることに留意したい(詳細は、2026年6月3日付【米国スペシャルレポート】「刈込平均PCEインフレ率の有用性を見極める」を参照)。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 121: 刈込平均PCEインフレ率は基調的なインフレのトレンドを過小評価しているように見える

刈込平均PCEインフレ率：公式統計とバイアス調整後



出所: 米商務省、ダラス地区連銀、ヘイバー・アナリティクス、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

8.欧州経済：2026年6月ECB政策理事会

※本稿は、野村の関連会社が26年6月11日に発行したレポートを野村證券で翻訳、編集したものです。

リサーチアナリスト
欧州経済
Andrzej Szczepaniak - NIplc
George Buckley - NIplc
Josie Anderson - NIplc
グローバル・エコノミクス
David Seif - NSI

0.25%ポイントで利上げ開始、あと3回の利上げを見込む方向に野村予想を変更

- 欧州中央銀行(ECB)は6月11日の政策理事会で、主要政策金利を0.25%ポイント引き上げ、中銀預金金利を2.25%とした。結果は野村およびコンセンサスの予想通りであった。
- ラガルド総裁は記者会見で、追加利上げについては明確に示唆しなかった。これに対して、前回4月の理事会では年内2回の利上げを示唆していた(「我々のモデルには2度の利上げが組み込まれており、市場は我々の反応関数(政策対応のあり方)をよく理解している」と説明していた)。その結果、短期金利は低下し、市場が織り込んだ26年後半の利上げ期待は会合直前に比べて後退した。
- ただし、四半期ごとに行われるECBの経済・物価見通しの改定は、我々の予想よりもタカ派的(インフレ警戒的、引き締めに前向き)であった。6月の見通し改定では、実質GDP成長率の見通しに対するイラン紛争の影響が3月と比べて縮小したが、野村では大幅な下方修正を予想していた。さらに、ECBは金融市場に織り込まれた短期金利の推移(市場の利上げ期待)を経済予想の前提として用いているが、今回3回の利上げを見通しの前提に用いているにもかかわらず、2028年のコア標準消費者物価(HICP)上昇率(食料品、エネルギー、酒たばこを除くHICP)が政策目標を上回ると予想している(3月の見通しでは利上げの想定は2回だった)。
- これらを踏まえ、**野村ではECB金融政策見通しを変更した。改定後の予想では、26年9月と12月、そして27年3月に利上げが実施され、27年3月に中銀預金金利は3.00%になると予想している**。従来予想では、26年7月に1回の追加利上げのみ(中銀預金金利の終着点は2.50%)と予想していた。

ECBの見通しはタカ派寄り

ECBは、我々とコンセンサス予想通り、主要政策金利を0.25%ポイント引き上げた。利上げは全会一致で決定され、ラガルド総裁は会見でその他の選択肢については議論しなかったと述べた。

記者会見冒頭の政策声明では、イラン紛争が欧州にインフレ圧力をもたらしており、イラン紛争が迅速に解決され、原油と天然ガスの価格が直ちに紛争勃発前の水準に戻るというシナリオでも、利上げの決定は揺るがないと強調した。ラガルド総裁は記者会見で、インフレ圧力は自動車燃料や家計の光熱費への直接的な影響を超えて拡大していると付け加えた。

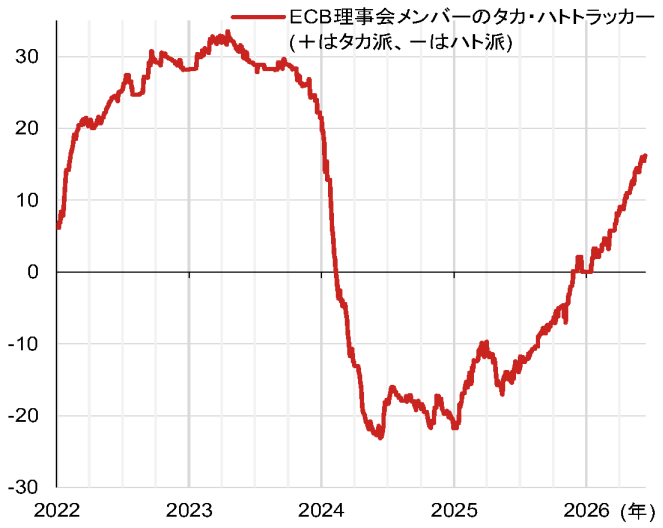
本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

図表 122: 野村のECB金融政策見通しのまとめ

政策手段	主な想定
ECB中銀預金金利(現行:2.25%)	
26年	9月と12月に0.25%ポイントの利上げ
27年	3月に0.25%ポイントの利上げ
ピーク	3.00% (27年3月)
保有資産の削減(再投資停止による自然減)	
APP:23年7月から全額再投資停止	
PEPP:25年1月から全額再投資停止	

出所: 野村

図表 123: ECB理事会メンバーの発言は徐々にタカ派寄りにシフト



注: ECB理事会メンバーの日々の発言に関するブルームバーグ・ニュースの見出しを自然言語処理アルゴリズムによって解析、指数化。タカ派＝インフレ警戒、引き締めに前向き、ハト派＝景気重視、引き締めに慎重。
出所: 欧州中央銀行(ECB)、ブルームバーグ、野村

ECBの改定後の基本シナリオはタカ派的だった。暦年ベースの成長見通しは、アイルランドのGDPの代わりに「修正内需」を用いるとの決定による「機械的」な調整を除いて、予測期間全体でほとんど修正されなかった。ECBの見通しは、イラン紛争によるユーロ圏の四半期ベースの成長率減速を想定していない。一方、ECBは26年と27年のHICP上昇率の見通しを引き上げたが、28年の予想は引き下げた。コアHICP上昇率については、ECBは予測期間全体で予想値を引き上げ、コアHICP上昇率が28年、特に28年10－12月期に政策目標を平均で0.2%ポイント上回るとの予想を示した。ECBは、金融市場に織り込まれた短期金利の推移(市場の利上げ期待)を経済予想の前提として用いているが、今回3度の利上げを想定しているにもかかわらず、予想期間末の28年10－12月期のコアHICP上昇率が政策目標を上回ると予想していることは注目に値する。これに対して、前回3月の見通しでの利上げの想定は2回のみだった。

図表 124: ECBのマクロ経済・物価見通し

	実質GDP成長率(前年比)			消費者物価(HICP)上昇率(%)			コアHICP上昇率(%)		
	26年	27年	28年	26年	27年	28年	26年	27年	28年
26年6月	0.8	1.2	1.5	3.0	2.3	2.0	2.5	2.5	2.2
26年3月	0.9	1.3	1.4	2.6	2.0	2.1	2.3	2.2	2.1
修正幅(%ポイント)	-0.1	-0.1	0.1	0.4	0.3	-0.1	0.2	0.3	0.1
野村の予想	0.6	1.0	1.4	3.2	2.1	1.9	2.5	2.4	2.1

出所: 欧州中央銀行(ECB)、野村

ラガルド総裁はハト派的

一方、ラガルド総裁の発言はハト派的(景気に配慮、利上げに慎重)だったと我々は解釈している。前回4月29日のECB理事会で、ラガルド総裁は、ECBの見通しには前提として2度の利上げを想定しており、市場はECBの反応関数をよく理解していると強調し、実質的に年内に2度の利上げを示唆した。しかし、今回の記者会見で質問されたラガルド総裁は、さらなる利上げを約束することに抵抗を示し、明言を避けた。

ラガルド総裁の発言を受けて短期金利は低下し、会見後に市場が織り込むECBの26年後半の利上げ期待は、会見直前よりも低下した。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

ラガルド総裁は、会合ごとに政策を判断するアプローチ、および経済データを重視するとのガイダンス(指針)を繰り返した。政策金利の軌道については、「今後の展開次第」と述べた。さらにラガルド総裁は、今回の0.25%ポイントの小幅な利上げは「強力な」決定ではなく、(ECBが静観せず行動するとの)「シグナル」だったとした。6月の利上げは「強力な」決定ではなかったという発言は、ラガルド総裁が3月に行った講演を受けたものだった。この講演では、ショックには3つのタイプがあると述べた。1つは中央銀行が静観し、政策対応をとらないもの、もう1つは中央銀行が金融政策の再調整を必要とするもの、もう1つは(ウクライナ紛争、欧州ガス危機の)22年のように、中央銀行がショックに対して「強力かつ/または長期的」に対応しなければならないショックである。

ラガルド総裁の発言には3つのタカ派的な点があった。第1に、イラン紛争が速やかに解決し、エネルギー一次産品価格が急速に紛争前の水準に戻るというシナリオの下でも、ECBの利上げの判断は揺るがなかったと述べたこと、第2に、ECBはインフレの経済全体への波及拡大を明確に認識しているとしたこと、第3に、ECBは慎重かつ段階的な政策調整が必要なのか、より強力かつ長期的な対応が必要なのか、まだ結論が出ていない(最終的には紛争の期間と深刻さに左右される)としたこと、である。

今後の政策金利の軌道はやや不透明

ラガルド総裁の記者会見は、差し引きすると、ハト派的だったと解釈されるものの、ECBの経済見通しがタカ派的だったことには十分な根拠があり、野村の政策会合前の予想以上の引き締めにつながる考えられる。

これらを踏まえ、野村では、ECBが26年9月と12月、27年3月に利上げし、中銀預金金利は李明け局面が終わる27年3月に終着点の3.00%に達すると予想する。インフレ率を政策目標に戻すために、これまでECBが予測モデルで想定していた以上の利上げが必要になることを意味する。野村はこれまで、中銀預金金利が26年7月に2.50%で終着点に達すると予想していた。

会合直後のECB理事会メンバーの発言からは、次の政策変更が7月か9月かで意見が分かれていることがうかがえる。ECBは、7月の利上げを確約することなく、その選択肢を維持したいとみられる。野村のみるところ、7月の理事会を取り巻く状況は4月の理事会に近い。4月の理事会では、一部のECBメンバーが利上げを望んだが、6月の利上げ示唆を条件に利上げを見送ることで合意したのだろう。7月も最終的には似通った状況(7月の利上げを見送るが、9月の利上げを強く示唆する)になる可能性があると考えている。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

9.英国経済：首相の座を巡る動きに注目が集まろう

リサーチアナリスト
欧州経済
Josie Anderson - NIplc
George Buckley - NIplc
Andrzej Szczepaniak - NIplc
グローバル・エコノミクス
David Seif - NSI

※本稿は、野村の関連会社が26年6月9日に発行したレポートを野村證券で翻訳、編集したものです。

イングランド銀行(BOE：中央銀行)は2026年7月の金融政策委員会(MPC)で政策金利を4.00%へ引き上げると予想する。その後、27年後半に2度の利下げを行い、最終的に政策金利は中立に近い3.50%になろう。それまでは、政治動向が注目を集めよう。

景気動向：26年1－3月期の実質GDP成長率は前期比＋0.6%と堅調だった(25年10－12月期は同＋0.2%)。4－6月期はエネルギーコストの上昇と不確実性が成長の重しとなり、実質GDPは前期比で横ばいになると予想する。経済活動に関する指標からは、景気の勢いが減速していることが示唆される。PMI(購買担当者景気指数)の総合(製造業＋サービス業)生産指数は、1－3月期の平均52.6から、4～5月の平均で51.2に低下した(PMIは前月と比べた活動の拡大・縮小(上昇・下落)の広がりを捉えた50を境界とするDI指数)。

雇用動向：4月の給与所得者数は前月比で10万人減少し、ここ最近の月間平均(約1万人の減少)に比べて大幅な減少となった。3月の給与所得者数も同－2.8万人の減少へ、1.7万人下方修正された。しかし、統計局(ONS)は、「会計年度の初めの数ヶ月間は通常、速報推計における不確実性がより大きく、改定値で平均を上回る上方修正がなされてきた」と指摘している。なお、昨年5月は当初、前月比10.9万人の減少と発表されたが、最終的に1.4万人の減少へと上方修正されている。3月までの3ヶ月間の失業率は5.0%へと再び上昇し、失業保険受給者数もこの3ヶ月間で増加傾向にある。民間部門賃金(賞与を除く)の伸びは直近3ヶ月の平均で前月比＋0.08%だったが、3月は同＋0.04%にとどまった。

物価動向：4月の消費者物価(CPI)上昇率は前年同月比＋2.8%と、3月の同＋3.3%から0.5%ポイント低下した。コアCPI上昇率も同＋2.5%と、3月の同＋3.1%から低下している。サービス価格も同様に同＋3.2%と、同＋4.5%から低下している。4月はもともと通常とは異なる要因がインフレ率に影響することが予想されており、エネルギー卸売価格の上昇にもかかわらず、複数の要因がインフレを押し下げた。特に、ガス・電力市場局(Ofgem)が適用した価格上限はイラン紛争前のエネルギー価格に基づいており、4月の価格は1月を下回った(4月より家庭用エネルギー料金は前月比－6.3%の下落となった)。これは次回7月の改定で反転するはずであり、その時点で前月比＋13%の上昇が見込まれる。また、昨年4月に自動車物品税のデータに誤りがあったためにCPIが大幅に上昇した影響が今年4月の統計から剥落したことも、4月のCPI（およびサービス価格)を押し下げる要因となった。

金融政策：BOEは、7月30日結果発表のMPCで政策金利のバンクレートを0.25%ポイント引き上げ、4.00%とすると予想する。この利上げはインフレの軌道にはほとんど影響しないだろうが、シグナルツールとして機能し、インフレに対する二次的影響の証拠が明らかになる前に「予防」の目的で必要かもしれない。しかし一方、最終的には、利上げを上回る巻き戻しが必要になり、27年後半に2度の利下げが実施されると予想、バンクレートは中立に近い3.50%になろう。

政治動向：与党労働党は、5月の統一地方選挙での敗北を受けて混乱状態にある。マンチェスター市長のバーナム氏はマンチェスター選出の下院議員辞職に伴う6月18日の補欠選挙に出馬する。接戦が予想されているが、最新の世論調査ではバーナム氏が10ポイントリードしている。バーナム氏が勝利した場合、同氏はスターマー首相に対抗し労働党党首選に打って出ることが可能になる。その場合、世論調査ではバーナム

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

氏が党首選に勝利するとされており、そうなればバーナム氏がスターマー首相に代わって首相の座に就くことになる。

図表 125: 英国経済見通し要約表

(%)	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3	26Q4	27Q1	27Q2	27Q3	27Q4	2024年	2025年	2026年	2027年
実質GDP(前期比%)	**0.6**	**0.1**	**0.2**	**0.2**	**0.6**	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	**1.0**	**1.4**	1.0	1.3
実質GDP(19年Q4=100)	**104.9**	**105.0**	**105.2**	**105.3**	**106.0**	106.0	106.2	106.5	106.9	107.3	107.7	108.1	**103.7**	**105.1**	106.2	106.4
民間消費(前期比)	**0.2**	**0.2**	**0.1**	**0.1**	**0.6**	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	**-0.2**	**1.0**	1.2	1.6
総固定資本形成(前期比)	**2.8**	**0.4**	**0.8**	**-0.1**	**-0.6**	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	**1.7**	**4.3**	0.6	2.2
政府消費(前期比)	**0.0**	**0.7**	**0.3**	**0.1**	**0.4**	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	**2.9**	**1.6**	1.4	2.0
輸出(財・サービス)(前期比)	**1.1**	**-1.2**	**2.0**	**-0.3**	**0.1**	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	**1.3**	**2.1**	1.2	1.6
輸入(財・サービス)(前期比)	**0.8**	**0.1**	**0.5**	**0.6**	**0.6**	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	**2.7**	**4.2**	2.1	2.0
在庫投資(寄与度、%ポイント)	**-0.5**	**0.2**	**-0.2**	**-0.1**	**0.6**	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	**0.2**	**-0.1**	0.2	-0.1
純輸出(寄与度、%ポイント)	**0.1**	**-0.4**	**0.5**	**-0.3**	**-0.2**	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	**-0.5**	**-0.7**	-0.4	-0.2
失業率(%)	**4.5**	**4.7**	**5.0**	**5.2**	**5.0**	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0	4.9	4.8	**4.3**	**4.9**	5.1	4.9
週平均賃金(前年比)	**5.4**	**4.7**	**4.8**	**4.2**	**4.1**	4.0	3.5	3.3	3.0	2.9	2.9	2.8	**5.3**	**4.8**	3.7	2.9
消費者物価(CPI)(前年比)	**2.8**	**3.5**	**3.8**	**3.4**	**3.1**	2.7	3.1	3.4	3.2	2.6	1.8	1.5	**2.5**	**3.4**	3.1	2.3
コアCPI上昇率(前年比)	**3.6**	**3.7**	**3.6**	**3.3**	**3.2**	2.4	2.2	2.7	2.6	2.4	2.3	2.2	**3.7**	**3.5**	2.6	2.4
政策金利(バンクレート、期末値%)	**4.50**	**4.25**	**4.00**	**3.75**	**3.75**	3.75	4.00	4.00	4.00	4.00	3.75	3.50	**4.75**	**3.75**	4.00	3.50
10年物国債利回り	**4.68**	**4.49**	**4.70**	**4.48**	**4.92**	4.85	5.00	4.90	4.90	4.95	4.85	4.75	**4.57**	**4.48**	4.90	4.75
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	**0.84**	**0.86**	**0.87**	**0.87**	**0.87**	0.87	0.90	0.90	0.91	0.91	0.91	0.91	**0.83**	**0.87**	0.90	0.91
ポンド対ドル相場(ドル)	**1.29**	**1.37**	**1.34**	**1.35**	**1.32**	1.33	1.34	1.36	1.37	1.37	1.38	1.38	**1.25**	**1.35**	1.36	1.38
ポンド(貿易加重平均)	**85.0**	**85.9**	**84.5**	**84.4**	**83.8**	84.2	82.4	82.8	82.4	82.4	82.5	82.5	**84.3**	**84.4**	82.8	82.5

注: 1. 四半期の実質GDPと内訳項目は季節調整済み前期比。通年は前年比。2. 在庫投資は統計誤差を含む。3. 四半期の失業率は労働力人口に対する比率の平均。4. 四半期の週平均賃金、物価上昇率は前年同期比。5. 金利・為替は期末値。6. 太字は実績値、その他は野村予想。2026年6月9日時点。
出所: 英国統計局(ONS)、イングランド銀行(BOE)、予算責任局(OBR)、ブルームバーグ、ヘイバー・アナリティクス、野村

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

主要国の主な日程

図表 126: 2026年7月のイベント・カレンダー

		オセアニア	アジア	英国/欧州	北米
7月1日	水		日銀短観 香港休場		ISM製造業指数 カナダ休場
7月2日	木				米雇用統計
7月3日	金				米国休場
7月4日	土				
7月5日	日				
7月6日	月				
7月7日	火				
7月8日	水	**RBNZ金融政策**	日本国際収支	**ポーランド金融政策**	
7月9日	木		**マレーシア金融政策** 中国CPI、PPI		
7月10日	金	NZ休場			カナダ雇用統計
7月11日	土				
7月12日	日				
7月13日	月				
7月14日	火		中国貿易収支		米CPI
7月15日	水		中国GDP 中国小売統計 中国鉱工業生産 中国固定資産投資		**BoC金融政策**
7月16日	木		**韓国金融政策**		
7月17日	金				
7月18日	土				
7月19日	日				
7月20日	月		日本休場		
7月21日	火	NZ CPI		**ハンガリー金融政策** 英雇用統計	
7月22日	水		**インドネシア金融政策**	英CPI	
7月23日	木	豪雇用統計		**ECB金融政策** **トルコ金融政策**	
7月24日	金		日本CPI	**ロシア金融政策** ユーロ圏PMI 英PMI	米PMI
7月25日	土				
7月26日	日				
7月27日	月				
7月28日	火				
7月29日	水	豪CPI			
7月30日	木			**BoE金融政策**	**FOMC**
7月31日	金		**日銀金融政策** 東京CPI 中国製造業PMI		

出所: ブルームバーグ、野村

国際金融為替マンスリー2026年8月号の発行は、7月23日(木)を予定。

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

Appendix A-1

このレポートは、野村證券株式会社(NSC, 日本)によって作成されています。
野村グループ関連会社の詳細については「ディスクレーマー」をご参照ください。

アナリスト証明

名前を記載されているアナリストは、レポートに記述されている各自の全ての見方がここで議論した全ての証券や発行企業に対する各自の見方を正確に反映していることを保証いたします。さらに、名前を記載されているアナリストは、各自の報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで議論した推奨や見方によって、現在、過去、未来にわたって一切影響を受けないこと、ならびに、米国のNSI、英国のNIPあるいはその他の野村のグループ企業が行ったいかなる投資銀行案件とも関係ないことを保証いたします。

重要なディスクロージャー

リサーチのオンライン提供と利益相反に関するディスクロージャー

野村グループのリサーチは、www.nomuranow.com/research、ブルームバーグ、キャピタルIQ、ファクトセット、LSEGでご覧いただけます。重要なディスクロージャーにつきましては、http://go.nomuranow.com/research/m/Disclosuresにてご参照いただくか、ノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インクまでお申し出ください。ウェブサイトへのアクセスでお困りの場合にはgrpsupport@nomura.comにお問い合わせください。

本レポートを作成したアナリストは、その一部は投資銀行業務によって得ている会社の総収入など、様々な要素に基づく報酬を得ています。特に断りがない限り、本レポートの表紙に記載されている米国外のアナリストは、金融取引業規制機構(FINRA)/ニューヨーク証券取引所(NYSE)の規定に基づくリサーチ・アナリストとしての登録・資格を得ておらず、NSIの関係者ではない場合があり、また、調査対象企業とのコミュニケーション、公の場での発言、あるいはリサーチ・アナリスト個人が保有する証券の売買に関して、FINRAの規則2241やNYSEの規則472を適用されない場合があります。

ノムラ・グローバル・フィナンシャル・プロダクツ・インク(「NGFP」)、ノムラ・デリバティブ・プロダクツ・インク(「NDPI」)およびノムラ・インターナショナルplc(「NIplc」)は、商品先物取引委員会および米国先物取引委員会にスワップ・ディーラーとして登録されています。NGFP、NDPIおよびNIplcは、通常業務として、先物およびデリバティブ商品のトレーディングに従事しており、いずれの商品も本レポートの対象となることがあります。

米国で必要なその他のディスクロージャー
NSIならびにその関連会社は、通常、このリサーチレポートで言及されている債券あるいはそのデリバティブの取引を行っています。アナリストは、NSIの従業員と情報を交換しています。NSIならびにその関連会社の債券アナリストは、それぞれがカバーする債券の流動性や価格情報を得るため、トレーディング・デスクの従業員とも情報を交換しています。

評価方法:債券等
野村の債券アナリストならびにストラテジストは、個々の取引推奨を通じ債券や金融商品の価格について見通しを提供しています。これらの推奨は相対価値、相場の方向性及び資産配分に係る取引推奨、ないし、これら三つの組み合わせとなります。個々の取引推奨が内包している証券分析には通常以下の分析が含まれています。
・各証券価格とその背景にあるマクロあるいはミクロ経済との乖離に関するファンダメンタル分析
・価格の差異に関する計量分析
・法令諸規則の変更、市場におけるリスク選好の変化、予想外の格付けアクション、発行市場の動向や需給状況などに関するテクニカル要因の分析
債券や金融商品に対する推奨期間は個々の推奨で異なります。テクニカル要因に基づく取引推奨はより短期で、通常3ヶ月未満の期間を対象としています。戦略的な取引推奨はより長期で、通常3ヶ月を超える期間を対象としています。

EUの市場濫用規制が求める野村の金融市場関連リサーチのグローバルでの評価の分布は以下のとおりです。
52%がBuy(ないしそれと同等の)レーティングであり、このBuyの発行者のうち50%に対して野村グループは重要な証券サービスを提供しています。
0%がNeutral(ないしそれと同等の)レーティングです。
48%がSell(ないしそれと同等の)レーティングであり、このSellの発行者のうち50%に対して野村グループは重要な証券サービスを提供しています。
2026年3月31日現在
重要な証券サービスはEUの市場濫用規制で定義されています。
野村グループの説明は、ディスクレイマーの冒頭をご参照ください。

ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、(a)日本の野村證券(「NSC」)、(b)ドイツのノムラ・ファイナンシャル・プロダクツ・ヨーロッパGmbH(「NFPE」)、(c)英国のノムラ・インターナショナルplc(「NIplc」)、(d)米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、(e)香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、(f)韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報はKOFIAのイントラネットhttp://dis.kofia.or.kr>>でご覧いただけます)、(g)シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局の監督下にあります)、(h)オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、(i)マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシアSdn. Bhd.(「NSM」)、(j)台湾のNIHK台北支店(「

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

NITB」)、(k)インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザリー・アンド・セキュリティーズ (インディア) プライベート・リミテッド (「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: 91 22 4037 4037、ファックス: 91 22 4037 4111; CIN番号:U74140MH2007PTC169116、SEBI登録番号(株式ブローカレッジ): INZ000255633、SEBI登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI登録番号(リサーチ):INH000001014))、- コンプライアンス・オフィサー担当者: Ms. Pratiksha Tondwalkar、連絡先: 91 22 40374904、苦情メール送付先: investorgrievancesra@nomura.com ウエブページ:リンク、インド上場会社に関するレポート若しくはNFASLのリサーチアナリストが執筆したレポートに関する注意喚起: (i) 証券市場への投資は市場リスクの影響を受けます。投資を行う前に、注意深く関連する資料すべてを読んでください。(ii) SEBIより許可される登録とNISMからの証明は、仲介者のパフォーマンスをいかなる場合も保証しません。また、リターンのいかなる保証も投資家に提供しません。(iii) リサーチサービスの利用に関するNFASLの利用規約は、NFASLのウェブページに掲載されています。(l)日本の野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング(「NFRC」)、(m)野村東方国際証券有限公司(「NOI」)(野村グループ、東方国際(集団)有限公司、上海黄浦投資控股(集団)有限公司の間の合弁会社で、野村ホールディングスが資本の過半数を保有しています。中華人民共和国(「中国」)(本資料において香港、マカオ、台湾を除く))の法律に従い、NOIは証券調査と投資推奨を提供するために中国において免許を取得し、野村グループの他のメンバーとは独立して運営されています。なお、NOIの中国の証券の保有が、他の野村グループのエンティティに開示される、若しくは、他の野村グループのエンティティの中国の証券の保有に合算されることはありません。また、他の野村グループの中国の証券の保有が、NOIに対して開示される、若しくは、NOIの保有に合算されることはありません。リサーチ・レポートの表紙においてNOIの横に明記された個人名は、NOIに雇用されており、NIHKに対して、両社が締結しているリサーチ・パートナーシップ・アグリーメントに基づいたリサーチ・アシスタント・サービスを提供していることを示しています。)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービシーズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の個人名の横に記載された「ベルダーナ」は、「PT ベルダーナ セキュリタス インドネシア(「ベルダーナ」)に雇用された従業員が、リサーチパートナーシップアグリーメントに基づき、NIHKに対してリサーチ・アシスタントのサービスを提供することを示しています。ベルダーナと当該個人はいずれもインドネシア国外でのライセンスを有していません。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、野村グループは、本資料の公正性、正確性、完全性、適格性、信頼性、適切性、または部分的な目的に適合する、あるいは商業的に実行可能であることを明示的あるいは暗黙の、保証または提示もしくは約束するものではありません。また、法令・諸規則により許容可能な最大限の範囲において、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行わないという判断)に対する責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の確証は法令・諸規則により許容可能な最大限の範囲まで免除されます。野村グループは本資料もしくは本資料に含まれる情報、ないしはそれに関連して生じるものの利用、誤用あるいは配布から生じるいかなる損失に対して一切の責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは、いかなる義務も明示的に否定するものではなく、本資料を更新もしくは改定する義務を負うものではありません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供しておりません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員および関連会社は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の(英国の適用される規則の意味する範囲での)マーケットメーカーあるいはリクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料には、第三者から入手した情報が記載されている場合がありますが、スタンダード&プアーズ (S&P) などの格付け機関による格付けだけではありません。野村グループは、本資料もしくはそれに関連して生じる第三者から取得した情報に関して、同一性、公正性、正確性、完全性、適格性、商品適格性、または部分的な目的への適合性に係るすべての表明、保証、または約束を明示的に一切負わないものとし、また、本資料に含まれている、またはそれに関連して生じる、直接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護料、損失コスト、損失 (逸失利益や機会費用を含む) に関する責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)を負うものではありません。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報の公正性、正確性、完全性、適格性、適時性あるいは利用可能性を、明示的あるいは暗黙の保証をしておらず、原因が何であれ、(不注意あるいは他の理由による)誤りあるいは削除、または当該内容の利用もしくは誤用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、商品適格性、または部分的な目的への適合性の保証を含め(ただしこれに限定されない)、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護料、損失コスト、費用(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれるMSCIから得た情報はMSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCIによる事前の書面での許可がない限り、当該情報および他のMSCIの知的財産の重複、複製、再配信、再配布あるいは使用は、金融商品と指数の作成においては、いかなる目的であっても、その全部または一部を含んでの利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該資料もしくは本資料に含まれる情報、ないしはそれに関連して生じるもののすべての部分について、独創性、公正性、正確性、完全性、適格性、商品適格性、特定の目的に対する適性に関する表明、保証または約束を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)をいかなる場合にも一切負いません。MSCIおよびMSCI指数はMSCIおよびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社およびFTSE Russell に帰属します。なお、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社およびFTSE Russell は、当インデックスの公正性、正確性、完全性、適格性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデッ

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

クスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。
本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないとお考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。リサーチ部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。
当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があり、将来のまたは見込まれるパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスおよび事業の見通しに関する期待、予想、示唆が含まれている場合、係る予想は将来のまたは見込まれるパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定の簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。本資料で説明のために作成・発行された数値、投資ストラテジー、インデックスは、EU金融ベンチマーク規制が定義する"ベンチマーク"としての"使用"を意図したものではありません。
特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。
金融市場関連のリサーチについて：アナリストによるトレード推奨については、以下の2通りに分類されます；戦術的（tactical）トレード推奨は、向こう3ヶ月程度の見通しに基づいています；戦略的（strategic）トレード推奨は、向こう6ヶ月から12ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーグ、LSEG、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。
本資料に記載された証券は米国の1933年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。
本資料は、NIplcにより英国において投資リサーチとして配布することを認められたものです。NIplcは、英国のプルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とプルーデンス規制機構の規制を受けています。NIplcはロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティ」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、ノムラ・ファイナンシャル・プロダクツ・ヨーロッパGmbH（「NFPE」）により欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。NFPEは、フランクフルト/マイン裁判所の商業登記簿に登録された商業登記番号HRB110223であるドイツ法下の有限責任会社として組織された会社であり、ドイツ連邦金融監督庁(BaFin)の監督下にあります。
本資料は、香港証券先物委員会の監督下にあるNIHKによって、香港での配布が認められたものです。本資料は、香港で適用される規制における「プロの投資家」に該当する投資家のみを対象としており、そのような目的で「プロの投資家」でない人には再配布できません。本資料は、オーストラリアでASICの監督下にあるNALによってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料はNSMによってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料は、証券先物法（第110条）及びその他で定義される免除フィナンシャルアドバイザーであるNSLにより配布されており、シンガポール通貨庁により規制されております。NSLは、金融アドバイザー規制の規則32Cに基づく取り決めに従って海外の関係会社により発行された本資料を配布することができます。本資料は、証券先物法（第289条）で定義されている認定、専門的もしくは機関投資家向けです。本資料の受領者が認定、専門的もしくは機関投資家でない場合、NSLはそのような受領者に対しては本資料の内容について、法律によって要求される範囲においてのみ法的責任を負うものとします。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましてはNSLにお問い合わせください。本資料は、一般的な流通のために作成されたものであり、特定の投資目的、金融の状況又は特定の者の特定の必要性を考慮したものではありません。受領者は、別途の契約に基づいて、投資の適切性についてフィナンシャルアドバイザーからの助言を、妥当なものであるとして受けることを含め、証券購入の決定をする前に、自身の特定の投資目的、金融の状況又は特定の必要性を考慮する必要があります。
本資料は米国においては1933年証券法のレギュレーションSの条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーであるNSIにより配布されます。NSIは1934年証券取引所法規則15a-6に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。
野村サウジアラビア、NIplc、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国（「サウジアラビア」）での（資本市場庁が定めるところの、）「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦（「UAE」）においては、（ドバイ金融サービス機構が定めるところの、）「マーケット・カウンターパーティー」または「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の（カタール金融センター規制機構が定めるところの、）「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者、UAEの「マーケット・カウンターパーティー」または「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。
台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所属アナリスト作成のレポートについて：本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。
本資料はインドネシア国内での配布、インドネシア共和国域内での流通やインドネシア国民（居住地または所在地にかかわらず）への流通、もしくはインドネシアの法人や居住者への提供はできません。本資料に言及されている証券のインドネシア国内における募集もしくは販売、インドネシア国民（居住地または所在地にかかわらず）への募集もしくは販売、あるいはインドネシア共和国の法律に基づいて公募増資を行う場合におけるインドネシアの法人、居住者への販売もしくは売却は行われない場合があります。
リサーチ・レポートの表紙においてNOIの横に個人名が明記されている場合は、本資料が中国においてNOIによって発行されたリサーチ・レポートの翻訳であることを示します。それ以外の場合については、本資料は、野村グループ若しくはその子会社・関連会社（以下総称して「オフショア会社」）が作成した

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

ものであり、銘柄のリサーチ提供について中国からライセンスを受けていません。本リサーチ・レポートは中国国内での配布を承認されていない、もしくは配布を意図されていません。中国A株に関連する分析（もしあれば）は、中国に居住もしくは所在する者を対象に作成されたものではありません。利用者は、投資判断を行うに当たり、本リサーチ・レポートに含まれる如何なる情報にも依拠してはいけません。また、オフショア会社はこれに関して責任を負いません。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製、撮影、再生成、または重複することあるいは(ii)再配信、再発行、再配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウィルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任（過失による、そうでなければ、全体または一部において）を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

日本で求められるディスクレイマー

無登録格付に関する説明書

格付会社に対し、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。
これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録の格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合、金融商品取引法により、無登録の格付業者が付与した格付（以下「無登録格付」といいます）である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について
登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録の格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

○格付業者について
スタンダード＆プアーズ
・格付業者グループの呼称等について
格付業者グループの呼称：
S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」といいます。）
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：
S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）
・信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について
S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（http://www.spglobal.co.jp/ratings）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（http://www.spglobal.co.jp/unregistered）に掲載されております。
・信用格付の前提、意義及び限界について
S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。
信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。
S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デュー・デリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。
この情報は、2025年1月1日現在、当社が信頼できると考える情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

ムーディーズ
・格付業者グループの呼称等について
格付業者グループの呼称：
ムーディーズ・レーティングス（以下「ムーディーズ」といいます。）
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：
ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）
・信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について
ムーディーズ・ジャパン株式会社のウェブサイト（https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news）の「規制関連」のタブ下にある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付説明関連」の欄に掲載されております。
・信用格付の前提、意義及び限界について
ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。
信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

いかなる保証も行っていません。
ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。
この情報は、2025年1月1日現在、当社が信頼できると考える情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のウェブサイトをご覧ください。

フィッチ
・格付業者グループの呼称等について
格付業者グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」といいます。）
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）
・信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（https://www.fitchratings.com/ja）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。
・信用格付の前提、意義及び限界について
フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。
フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。
信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。
この情報は、2025年1月1日現在、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け（無登録格付け）です。無登録格付けについては「無登録格付に関する説明書」https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered/index.html をご参照ください。
当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%（税込み）（20万円以下の場合は、2,860円（税込み））の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料（換金時手数料）および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等）をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。
国内株式（国内REIT、国内ETF、国内ETN、国内インフラファンドを含む）の売買取引には、約定代金に対し最大1.43%（税込み）（20万円以下の場合は2,860円（税込み））の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引（募集等を含む）によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内REITは運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内ETF・ETNは連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。国内インフラファンドは運用するインフラ資産等の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。
外国株式の売買取引には、売買金額（現地約定金額に現地手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額）に対し最大1.045%（税込み）（売買代金が75万円以下の場合は最大7,810円（税込み））の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引（募集等を含む）によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
信用取引には、売買手数料（約定代金に対し最大1.43%（税込み）（20万円以下の場合は2,860円（税込み）））、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上（オンライン信用取引の場合、売買代金の33%以上）で、かつ30万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約3.3倍まで（オンライン信用取引の場合、委託保証金の約3倍まで）のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大1.10%（税込み）（4,400円に満たない場合は4,400円（税込み））の売買手数料をいただきます。CBを相対取引（募集等を含む）によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCBは、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。個人向け国債は発行から1年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。

差し引かれます。(変動10年:直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685、固定5年、固定3年: 2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)
物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。物価変動国債の価格は、市場の金利水準の変化や全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、2023年以降に償還するもの(第17回債以降)については、額面金額を下回りません。
投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大5.5%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大5.5%(税込み・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。
投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベーシス・スワップ取引(以下、金利スワップ取引等)にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお受払いいただきます。金利スワップ取引等には担保を差入れていただく場合があり、取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れていただいた担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れていただく必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」(又は「受取金利」)以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」(又は「受取金利」)と、当該反対取引の「受取金利」(又は「支払金利」)とには差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。
クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差し入れ又は預託していただく場合があり、取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。
証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに11,000円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 資産運用業協会、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

野村グループは法令順守に関する方針および手続き(利益相反、チャイニーズ・ウォール、守秘義務に関する方針を含むがそれに限定されない)やチャイニーズ・ウォールの維持・管理、社員教育を通じてリサーチ資料の作成に関わる相反を管理しています。
本資料で推奨されたトレードについて、その構築に用いられた手法や数理・解析モデルに関する追加情報が必要な場合は、表紙に記載された野村のアナリストにお問い合わせください。ディスクロージャー情報については下記のサイトをご参照ください。
http://go.nomuranow.com/research/m/Disclosures
Copyright © 2026 Nomura Securities Co., Ltd., Japan. All rights reserved.

本資料は、野村證券より提供されたお客様限りで、ご利用ください。形態あるいは方法の如何にかかわらず、複製、撮影、配信、発行、配布、再生成することを禁じます。第三者に無断で複製転載等された場合、法的措置を取る場合があります。