



Weekly Market Report

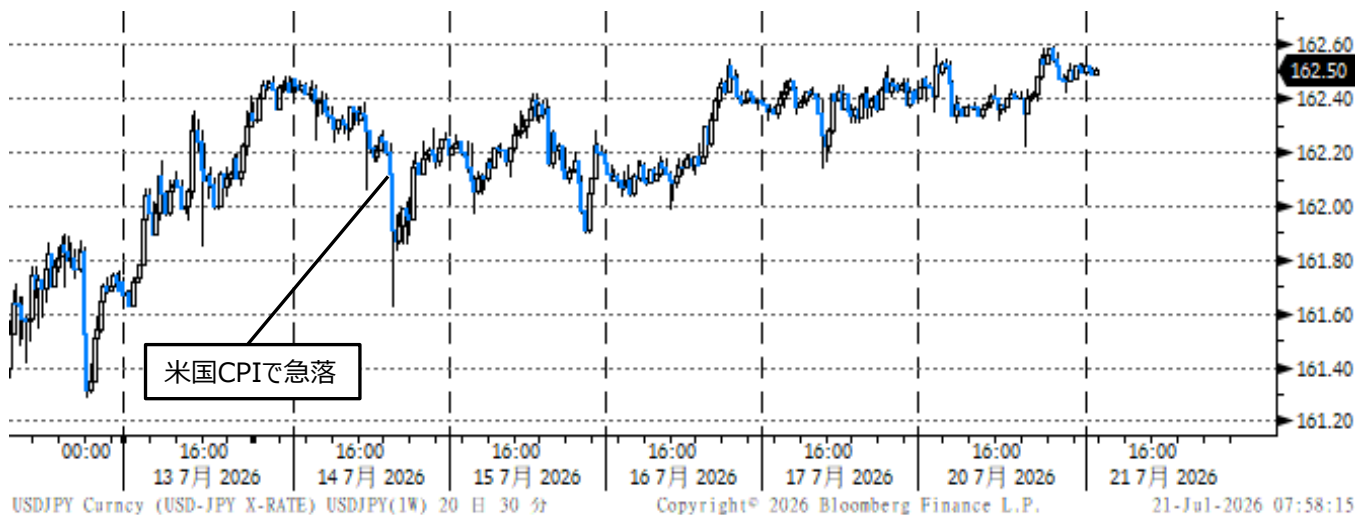
FX, JPY Interest Rate, Topics

Jul 21, 2026

1. 為替相場概況

米国CPIの弱い結果を受け急落するも、162円近辺での推移

USD/JPY (1週間の値動き)



コメント

(出所) Bloomberg

先週のドル円相場は162円台前半を中心としたレンジ推移となった。週初は中東情勢悪化を受け、161円台後半でスタート。GPIF関連の報道による国内への資金回帰期待の巻き戻しが発生し、162円台前半まで上昇。その後一時162円を割り込むも、原油高・米金利高を背景に162円台半ばまで反発。14日は米6月消費者物価指数（CPI）の弱い結果を受け、米金利急低下と共に一時週安値となる161.60円近辺まで急落、その後FRB議長によるタカ派的な情報発信もあり162円台前半に値を戻した。15日、米6月生産者物価指数（PPI）の弱い結果を受け再び162円を割り込むも、引けにかけては162円台前半へ回復。16日、新規失業保険申請件数の良好な結果を背景とした米金利上昇が支えとなり、週高値となる162円台半ばまで上昇。17日以降は、中東情勢への懸念や為替介入の警戒感から膠着し、162.40円近辺での推移となった。今週はECB理事会が開催される。中東情勢の混沌が続いている中で、ラガルド総裁のインフレリスクへの発言に注目したい。

(市場営業部/堀)

今週の経済指標 (予定)

日付	イベント	予想
7/22(水)	貿易収支 (日本)	98.4b
7/23(木)	ECB理事会 (欧州)	-
7/23(木)	新規失業保険申請件数 (米国)	214K
7/24(金)	全国CPI (前年比) (日本)	+1.7%
7/24(金)	製造業PMI速報値 (米国)	54.4

USD/JPY (5年間)



今週のレンジ予想 (USD/JPY)

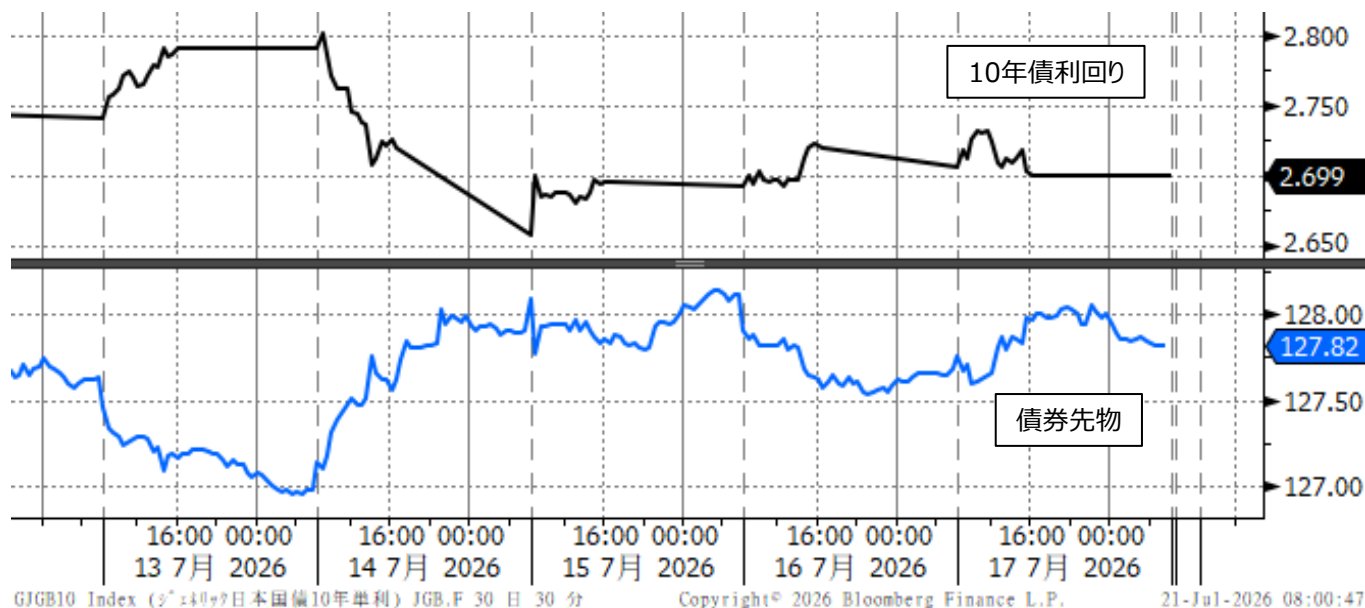
(出所) Bloomberg

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
森本泉貴	160.00 – 163.00	有事のドル買いの巻き戻しに要注目。イラン情勢は仲介国が10日間の停戦を提案しており、上値は限定的か。
足立圭一	160.00 – 163.00	介入や要人発言への警戒から急な円安は進みにくい、米失業保険申請等により上下に振れる可能性には留意したい。

2. 円金利相場概況

先週の10年債利回りは大幅低下。今週もヘッドラインによる大幅変動に注意。

10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）



コメント

(出所) Bloomberg

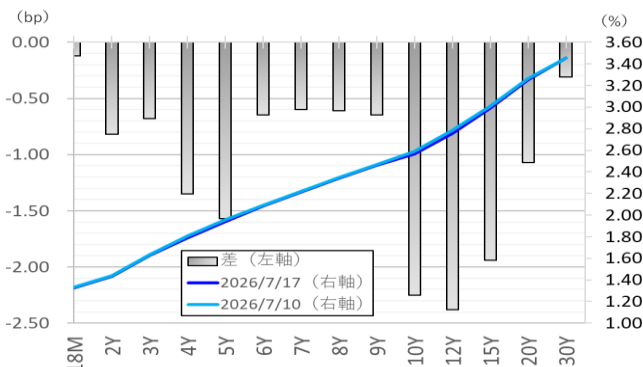
先週の国内長期金利は大幅低下。週初は前週の大幅上昇から週末に大幅低下した流れを引き継ぎ、ほぼ前週引けの水準からスタート。翌日に20年債入札を控え、小幅に金利上昇して入札を迎えるも、火曜日の20年債入札は応札倍率は4.52倍と前回の2.97倍を上回り、テールも0銭と、市場の予想を大きく上回る強い結果となり、円金利は超長期主導で大幅低下。GPIFによる国内債券投資が増えるとの思惑から終日買いが続き、長期金利は2.80%程から2.66%程まで大幅に低下した。週末にかけては円金利低下が一順したことで、長期金利は2.70%近辺で横ばい推移。金曜日に行われた流動性供給入札(残存期間1年超5年以下)は、応札倍率が3.83倍と前回の3.19倍から上昇し、小幅に金利上昇で反応する場面もあったが、長期金利への影響は限定的で2.69%程で越過となった。

今週は翌週にFOMCや日銀などの中銀ウィークを控える中、引き続き中東情勢の再度の緊迫化を巡るインフレ懸念と、24日の国内CPI、政府の「骨太の方針」の閣議決定予定、GPIFの追報の有無などが円金利の材料となろう。(市場営業部/下出)

金利スワップ変化（1週間）

10年円金利スワップ推移（5年間）

(%)



今週のレンジ予想（10年国債利回り）

(出所) Bloomberg

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
遠藤風翔	2.65% - 2.80%	翌週に中銀イベントを控える中での円安水準・週明けの原油高を背景に幅広い年限での金利上昇を予想。
加藤里奈	2.65% - 2.85%	米イランの攻撃応酬による原油高から金利上昇基調を予想。骨太の方針の閣議決定やCPI公表にも注目。

3. 今週のトピックス

国内政策の思惑と財政不確実性が揺さぶるドル円相場の展望

GPIFを巡る発言と骨太の方針に着目

茲許、政府高官によるGPIFの運用方針を巡る発言や、21日にも閣議決定予定である政府の「骨太の方針」等、国内要因に対し市場は神経質に反応している。足元のドル円相場は依然として160円を超える円安圏で推移しているが、本稿では上記のような国内要因がドル円相場をどう揺さぶるのかに加え、今後のドル円の方向性についても考察したい。

■GPIFの運用変更思惑と為替需給への実質的な影響

7月10日、片山財務相が「GPIF等の年金基金が国内金融資産にさらなる投資をする後押しをしたい」と発言したことで、高市早苗政権のもとで財政規律が緩むとの懸念などから長期金利は一時2.75%前後まで低下、ドル円も一時161円前半まで円高進行する場面が見られた(図表1)。これに対し14日、厚労相からは「現在の運用環境は想定から大きく乖離していない」と即座に牽制があるも「必要があれば見直す」とも言及されており、これらの発言は市場の思惑を複雑にしている。

しかし、そもそも第5期中期計画におけるGPIFの基本運用方針は図表2の通り各資産の構成割合を25%とする方針で、乖離許容幅も総じてタイトに設定されている。乖離許容幅はあくまで市場変動による不可避なズレを抑える枠であり、年金法が定める「他事考慮の禁止」の趣旨からすると特定の資産へ意図的に比率を偏らせることは困難と解される。

したがって、現行の枠組みが維持される以上、注目すべきはむしろ為替変動に伴う機械的なリバランス実需ではないだろうか。仮に足元の162円から20円程度円高が進行した場合、円建て換算した海外資産の評価額は12%程目減りする。この歪みを解消し、資産ごとの乖離幅を制約の範囲内に収めようとするれば外貨資産の買い増しが自動的に発生し、試算ベースでは10兆円程度の円売りフローとなり得る。その為、こうしたリバランスによる実需はドル円の下値を支える要因になると推測する。

■骨太方針が示す日銀への配慮と減税議論の不確実性

骨太の方針を巡っては、日銀の独立性を定める文言を盛り込む方針が報じられており、政府による利上げ牽制懸念はひとまず後退したと受け止められる。一方、今方針では一律の歳出目安を撤廃しつつ社会保障費等の効率化・点検を続ける構成となる見込みだが、最終調整が続く食料品の消費税減税などの議論にはなお不確実性が残る。十分な財源の裏付けや歳出・歳入点検の枠組みを踏まえないまま減税へ舵を切れば、国債の信認低下に伴うプレミアム、すなわち「悪い金利上昇」が意識されやすい。この場合には国債需給の悪化リスクを織り込む形で金利が上昇するため、金利高が必ずしも円高をもたらさず、むしろプレミアム分の円安圧力を誘発し得る可能性がある点には注意が必要だ(図表3)。

■ドル円シナリオ

以上のことから政府発言に伴う需給反転への期待は一過性に留まり、ドル円の調整局面は限定的なものに留まりそうだと考える。今後の方向性を占う上では日米金利差縮小による「下押し圧力」と、新NISA等を通じた個人の継続的な対外投資や、骨太方針決定後も燃える財政懸念という「底堅さ」の綱引きとなる。中長期的な視点では国内金利の上昇が必ずしも円高に直結しないという構造変化を睨みつつ財政不確実性に起因するプレミアムが意識されやすいため、調整を挟みつつもドル円は底堅い推移を維持し、上値を模索するトレンドが継続すると予想する。

(市場営業部/黒川)

【図表1】ドル円と10年国債利回り



(Bloombergよりあおぞら銀行作成)

【図表2】GPIFの基本ポートフォリオと乖離許容制限

		国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
資産構成割合		25%	25%	25%	25%
乖離許容幅	各資産	±6%	±5%	±6%	±6%
	債券・株式	±9%		±9%	

(GPIFの公表データよりあおぞら銀行作成)

【図表3】金利上昇の要因変化に伴う相対比表

	良い金利上昇 (金融正常化)	悪い金利上昇 (財政赤字/不確実性)
主な発生要因	国内の景気拡大・物価上昇、日銀の独立した利上げ	財源なき減税 (年6兆円の消費税減税案等)に伴う国債追加増発
長期金利への影響	経済の強さに伴う自然な利回り上昇	国債需給悪化および国債の信認低下プレミアムの上乗せ
為替相場の反応	実質金利の上昇による「円高・ドル安」反応	信認低下に伴う円プレミアム低下によって「円安・ドル高」反応
ドル円相場の帰結	金利差縮小を通じた下押し圧力として作用	金利高局面であっても円買いが誘発されず、下値を強力に支持

(あおぞら銀行作成)

ご留意事項

- ・本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の申し込みでも、取引締結の推奨でもなく、売買若しくは何らかの取引を行うことを助言したり、または勧誘したりするものではありません。
- ・本資料の内容につき、当行はその正確性及び完全性を保証するものではなく、一切の責任を負いません。ご利用に際しては、ご自身のご判断をお願いします。
- ・本資料に基づき、お客さまが投資のご判断をされた結果に基づき生じた損害・損失等については、当行は一切責任を負いません。
- ・本資料は著作物であり、著作権法により保護されております。無断で本資料の全部または一部を複製、送信、転載、譲渡および配布することはできません。
- ・本資料に掲載された各見通しは本資料作成時点での各執筆者の個人的見解に基づいており、それらは必ずしも当行の見解を反映しているとは限らず、また、予告なしに変更される場合があります。



商号：株式会社あおぞら銀行（登録金融機関 関東財務局長（登金）第8号）
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会