

ソニーフィナンシャルグループ  
金融市場調査部

# Monthly Global Market Report

2022年4月号

04

ソニーフィナンシャルグループ  
金融市場調査部

# Monthly Global Market Report

2022年4月号

## 世界的なインフレリスク、 タカ派色強まる金融政策

### 経済見通し

チーフエコノミスト 菅野雅明の視点

マクロ経済展望	02
米国経済見通し	03
日本経済見通し	04
欧州経済見通し	05
中国経済見通し	06

### 為替見通し

チーフアナリスト 尾河真樹の視点

為替相場展望	07
通貨見通し概略	08
米ドル	09
ユーロ	10
英ポンド	11
豪ドル	12

ソニーフィナンシャルグループ  
金融・経済見通し

イベントカレンダー	14
-----------	----



## FRBは一段とタカ派に:3月利上げの後5月に50bp利上げへ 日銀は国債買い入れ増額で長期・超長期金利上昇を抑制

先進主要国では、新型コロナウイルスの感染拡大による経済面への影響が収束に向いつつある中、ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー・資源価格高騰に直面している。米国では2月CPI総合前年比が7.9%と40年ぶりの高い伸び率となった。価格上昇はガソリンなどエネルギー関連に止まらず、広範囲に及んでいる。エネルギーと食品を除いたコアベースでも6.4%の上昇を記録している。ユーロ圏でも同様で、天然ガス価格急騰を背景に、3月HICP前年比は7.5%（2月は5.9%）と急上昇している（コアベースでは3.0%）。一方、日本では、CPI総合前年比は0.9%、エネルギーと生鮮食品を除くコアベースでは-1.0%に止まっている。

コアベースのインフレ率が国・地域によって異なるのは、エネルギー・資源価格高がその他の財・サービスに波及する程度の違いによる。言い換えると、インフレがどの程度ホームメイド化しているかが重要なポイントとなる。インフレのホームメイド化を測る指標の一つがGDPデフレータだ。統計の制約上、昨年10-12月期が最新指標となるが、米国では5.9%と大幅な上昇を記録した一方、日本では-1.3%となっている。日本の場合は、輸入物価の上昇が国内で十分に転嫁されずに企業収益等の圧迫要因になっていることが分かる。

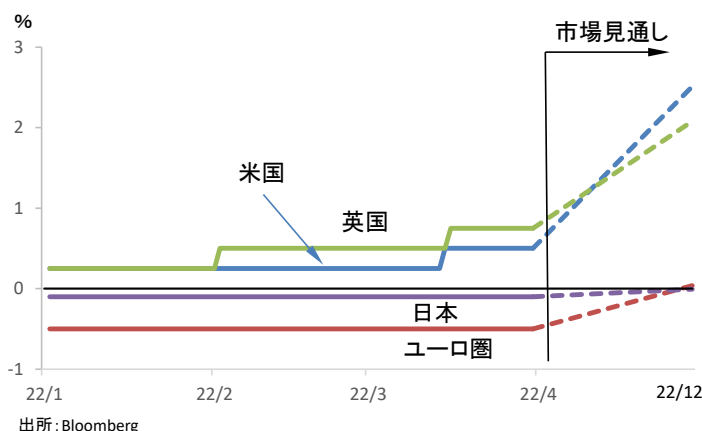
米国でインフレ率が急上昇しているのは、賃金や家賃といった生産要素価格の大幅上昇を伴っているからだ。米国3月雇用統計をみると、失業率は3.6%と中長期的な均衡失業率とされる4.0%を大きく下回り、平均時給前年比は5.6%に上昇している。物価の上昇が賃金上昇を加速させ、それがさらに物価を押し上げるという悪循環が始まる兆候が窺われる。

FRB（連邦準備理事会）はこうした事態に危機感を抱き、3月FOMC（連邦公開市場委員会）で25bpの利上げを決定した。また、パウエル議長をはじめとするFRB高官は、その後申し合わせたかのように一斉に追加利上げの必要性を訴えるタカ派発言を講演・インタビュー・ホームページ上でやっている。その中で特に印象的だったのが、ミネアポリス連銀カシュカリ総裁の談話だ。同総裁は典型的なハト派（利上げ慎重派）の一人と目されていたが、同連銀のホームページ上に「米国のインフレが一時的とするこれまでの自分の判断は誤っていた」と異例の告白を行い、利上げを積極的に支持するタカ派への転向を発表した。

3月FOMCで示された政策金利見通し（中央値）は前回会合（2021年12月）に比べ大幅に上方修正され、FF金利は2022年末に1.9%へ、また2023・24年末には2.8%と中立金利（2.4%）を上回る水準に引き上げられた。こうした状況を受け、市場での政策金利見通しも上方修正された。市場が予想する2022年末の政策金利は、FRBが2.51%、ECBが0.04%だ（図表）。市場は、ECBについては年内5回強の利上げ（1回10bp利上げを前提）を織り込んでいる。当社でも、FRBについては2022年中は5月50bp、6・7・9・11・12月に各25bpの利上げを、また2023年中は最初の3回の会合で各25bpの利上げを見込んでいる。ただ、FF金利が2023年に2.875%まで上昇した後は、横ばいが続き、2025年には小幅の利下げ（計50bp、2025年末：2.375%と中立金利並み）を予測する。ECBについても、利上げ見通しを前倒しし、年内2回（計20bp）の利上げを見込む。

一方、日銀は、少なくとも黒田総裁在任中は現在の政策を継続する可能性が高い。日銀は長期金利の上昇を抑制すべく、3月29日から31日の間連続指値オペを実行し、10年国債金利の0.25%超えを阻止した。併せて、3月30日には総額2.3兆円余（指値オペ分を除く）の国債買い入れオペオファーを行った。加えて31日には4-6月長期・超長期債買い入れ予定額の増額も発表した。日銀が超長期国債にまで踏み込んで買入れ増額を発表したのは意外感が強く、日銀が政策手段を総動員してでも現在のYCC（イールドカーブコントロール）を堅持する姿勢を強く印象付けた。

（図表）主要国の政策金利見通し



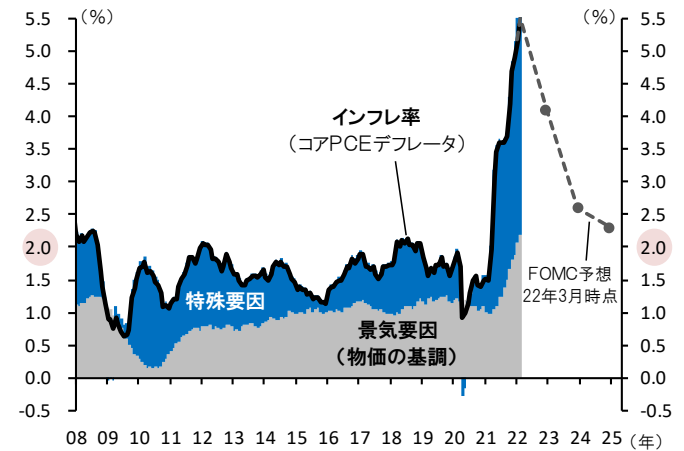
## インフレとインフレ予想を抑えるべくFRBはタカ派姿勢を強化、国債金利は急上昇 利上げとともに逆イールドが深まる公算も直ちに景気後退には陥らず

米国の高インフレが続いている。コロナ禍の供給制約という特殊要因に止まらず、インフレは広範に及ぶ。景気拡大と労働需給の逼迫で賃金上昇が加速し、これが賃金と物価のスパイラル的な上昇に発展する兆しも見える(図表1)。こうしたなか、3月の連邦公開市場委員会(FOMC)は0.25%の利上げに踏み切った。また、年内に計7回、来年は3.5回の利上げを予想(各0.25%)した。中立金利(2.375%)を上回るターミナルレート(利上げの終着点、2.75%)を提示することで、景気を多少犠牲にしてもインフレを抑えよとのタカ派姿勢を鮮明にした。その背景には現下の高インフレへの対応に加え、「物価の番人」としてのFRBの信認を維持する狙いもあったと思われる。

長期のインフレ予想を表す指標としてFRBは「共通インフレ期待」や「インフレスワップ5年先5年物」を重視している(図表2)。現在は実際のインフレ率が5%超へ急上昇しているのに対して、インフレ予想は2%強で安定している。これは現下の高インフレをFRBが鎮圧できると人々が信じていることの証であり、FRBの信認が維持されていることを表す。だが、ウクライナ危機に伴い、原油や天然ガス、穀物、産業用金属等の商品市況が高騰している。これが引き起こすインフレはFRBの手に負えなくなると人々が考えるようになれば、インフレ予想が暴走し、駆け込み消費や便乗値上げが殺到して、歯止めの効かないインフレを現実のものとしてしまう。パウエル議長は、入ってくるデータと変化する見通しに機敏に対応する姿勢を示し、5月FOMCでの0.5%の大幅利上げに傾斜している。利上げの更なる加速の可能性を計る上でも、引き続き長期のインフレ予想に要注目だ。

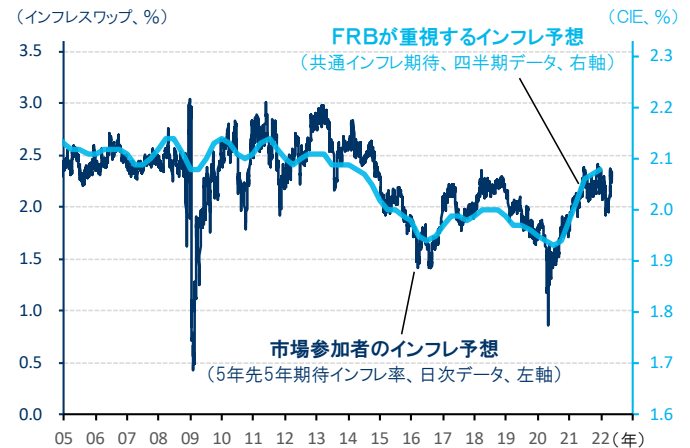
こうしたなか、国債金利は利上げを織り込み急上昇している。通常、利上げ局面ではイールドカーブは徐々に平坦化(長短金利差が縮小)するが、現在の市場は利上げの最終局面を一気に織り込んでおり、長短金利差はマイナスに転じた(図表3)。通常、長期(10年)金利は中立金利近辺に止まる一方、短期(2年)金利は政策金利を上回る傾向がある。FRBが中立金利を上回るターミナルレートを提示した以上、逆イールドの発生は必然だ。当社は来年末までに11回分(一回当たり0.25%)の利上げが行われ、政策金利は2.875%に達するとみる。その場合、短期金利は3%、長期金利は2.6%程度となり、大幅な逆イールド(長短金利差▲0.4%ポイント)が発生すると予想する。逆イールドは金融機関収益を悪化させ、企業の資金繰りを困難化させることで景気後退を招き得る。だが今回はその限りではないだろう。逆イールドが発生する際の金利水準は高々3%であり、米国の名目潜在成長率(約4%)よりも低いからだ。名目潜在成長率は実物資産への投資リターン、国債金利は資本コストだ。リターンがコストを上回る限り、実物資産への資金流入は途切れず、景気後退に陥ることはないだろう。もっとも、逆イールドが発生し金融環境が引き締まることで景気減速は避けられそうもない。そのためFRBは2025年に予防的利下げを行い、政策金利を中立金利まで引き下げると予想する(逆イールドは解消)。リスクシナリオはインフレとインフレ予想の暴走により、FRBが4%を超える利上げに追い込まれるケースだ。その場合、投資から貯蓄へと資金が逆流し、米国は景気後退に陥るだろう(詳細は拙稿『逆イールド』でも景気後退には陥らず』2022年3月24日を参照)。

■図表1: 特殊要因に止まらない広範なインフレ



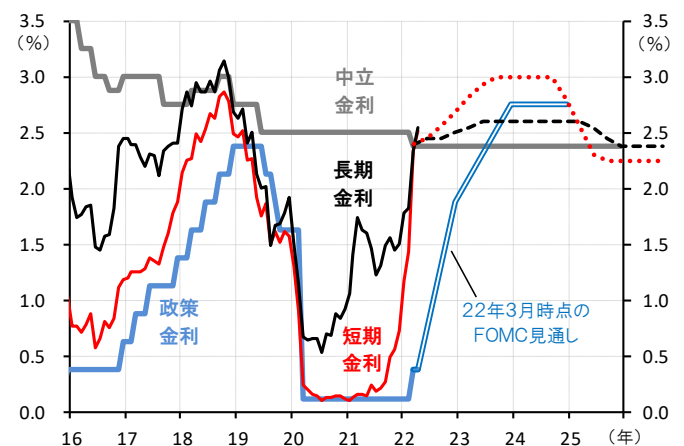
注: コアPCEデフレータの分解は、サンフランシスコ連銀による  
出所: サンフランシスコ連銀、FRB、Bloomberg、SFGI

■図表2: 長期のインフレ期待は安定=FRBの信認維持



注: 期待インフレ率はセントルイス連銀、共通インフレ期待はFRBが算出  
出所: セントルイス連銀、FRB、SFGI

■図表3: ターミナルレート>中立金利⇒短期金利>長期金利



注: 長期金利は米10年国債利回り、短期金利は米2年国債利回り  
出所: FRB、Bloomberg、SFGI

## 強まる長期金利上昇圧力、日銀と市場の攻防が激しくなった3月末 YCC政策堅持の姿勢を強く示した日銀の買い入れオペ予定額

3月最終週、日本の債券市場は激動の一週間となった。その前週に、米国でFRBのパウエル議長がなどFRB要人が一斉に50bpの利上げ可能性に言及したため、米10年国債金利は大きく上昇した。これを受けて、週明け日本の10年国債金利にも上昇圧力が強まり、YCC政策の目標レンジである0.25%に迫っていった。こうした中、日本銀行は28日に指値オペを、さらに29～31日の3日間にかけて史上初めて連続指値オペを実施した。加えて、30日には臨時オペも行い、超長期国債買い入れまで行ったことはサプライズとなった。日銀のYCC政策を堅持する施策が次々と打ち出されたことで、10年国債金利は週末にかけて0.25%からピークアウトした。一方、40年国債金利は、一時は約3年3カ月ぶりの1%超えまで上昇し、その後は1%近傍で推移している(図表1)。

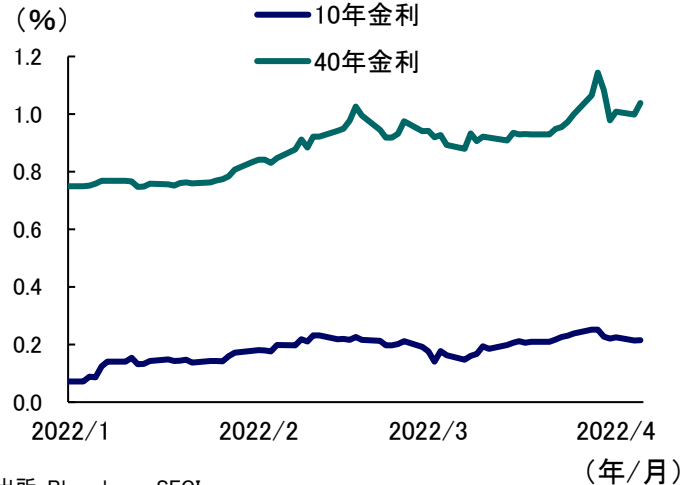
日本銀行は当面、YCC政策が揺らがぬよう政策運営を続ける方針とみられる。3月31日に公表された4～6月期の国債買い入れ予定額をみると(図表2)、中期、長期ゾーンに加え、超長期ゾーンにおいても、月間の買い入れ額が増加予定となった。結果として、買い入れ額全体では前四半期と比べて5500億円の増額となった。連続指値オペの実施等を見る限り、買い入れ額の増加がもともと予想されていたとはいえ、①中期ゾーンは今年度国債発行額が減額予定であること、②40年国債も発行増額見込みと同等の買い入れ増額(年換算)となったことなどから、総じてみて予想以上に国債買い入れが強化されたと評価される。

ウクライナ情勢が膠着状態となる中で、米国では夏場にかけて急速に利上げが進む見込みで、日本の10年金利にもしぼらく上昇圧力が続く公算は大きい。そのため、日本銀行は早めに手を打ってきたと言えるだろう。こうした日本銀行のYCC政策堅持に向けた強いコミットメントの姿勢を受けて、債券市場では黒田総辞任後の政策修正観測を織り込む動きもいったん弱まった。ただ、今後も米金利の動向などを受けて、市場と日銀の攻防は続きそうだ。

日銀が長期金利の上昇を容認しない姿勢を示したことで、為替レートでは円安の動きが強まった。これにより、輸入物価押し上げを通じた体感物価上昇が消費者マインドを冷え込ませるといった悪い円安論が再燃している。それでも日本銀行がYCC政策を堅持する理由としては、黒田総辞任が従来から述べているように、円安は総じてみれば日本経済にとってプラス面が大きいと考えられることに加え、資源高や円安による物価上昇はコストプッシュ型のため持続性に乏しく、物価安定目標達成とは評価されないことがある。YCC政策が少しでも揺らげばかえって市場の不安定化を招くリスクがあることも念頭にあると、筆者は推察する。

なお、輸入物価上昇の寄与度をみると(図表3)、円安による寄与率は25%以下のため、仮に日本銀行が円安修正に向けて利上げをしても輸入物価を抑え込むには至らず、むしろ景気を冷やすことで逆効果になりかねない。現在の物価高への対応は、やはり政府の財政政策(ガソリン補助金や家計給付等)に力点が置かれよう。4月中に策定見込みの緊急経済対策には要注目だ。

■図表1: 日本の10年・40年国債金利



出所: Bloomberg, SFGI

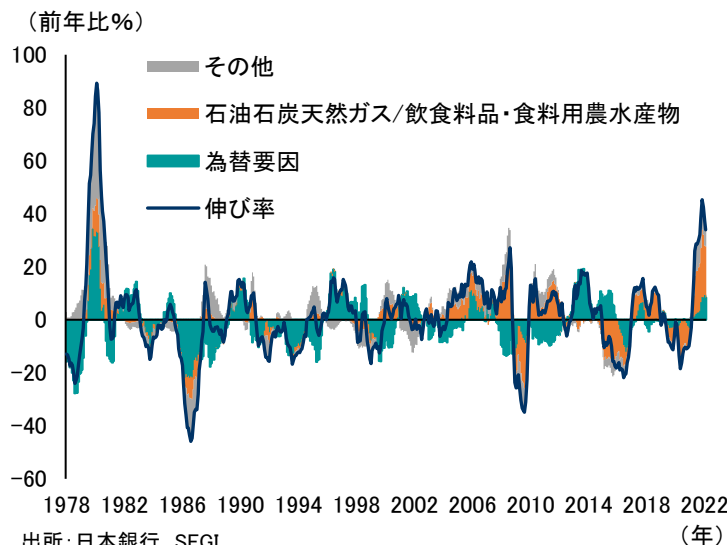
■図表2: 日本銀行の4～6月期国債買い入れ予定額

残存期間	1回当たり オファー金額	オファー 回数	前四半期からの 増額分(月額)
1年以下	1,500	月1回	0
1年超3年以下	4,750	月4回	1,000
3年超5年以下	4,750	月4回	1,000
5年超10年以下	5,000	月4回	3,000
10年超25年以下	1,250	月2回	1,000
25年超	500	月2回	500

注: 金額の単位は10億円。

出所: 日本銀行、SFGI

■図表3: 輸入物価指数の寄与度分解



出所: 日本銀行、SFGI

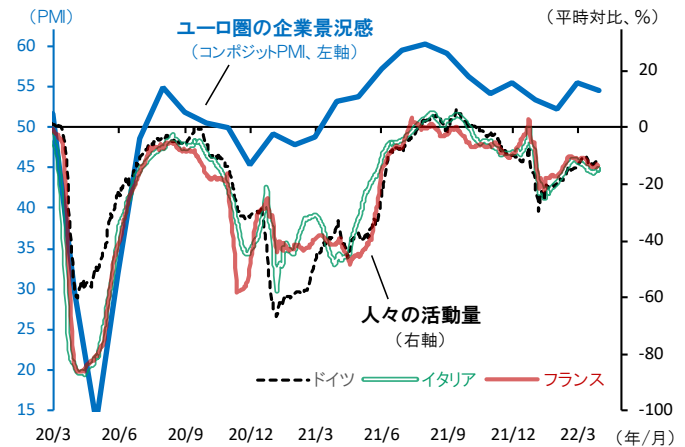
## ウクライナ危機の中でも底堅い欧州景気、直ちにスタグフレーションに陥るリスクは低い インフレとインフレ期待の急上昇、ECBは中銀の信認をかけた利上げを決行へ

ウクライナ危機のなかでもユーロ圏の景気は底堅さを保っている。企業景況感(PMI)は好不況の境目の50を上回り、景気拡大を示す。PMIはコロナ禍以降は感染の波と人流の増減に左右されてきた(図表1)。2月はオミクロン株の感染沈静化とともに、景況感は上向いた。足下は新たな変異株の出現もありドイツの新規感染者数は再加速しているが、重症化率・死亡率の低さや人々の関心がウクライナ危機に向いていることもあってか、人流は大きく減らず景況感は底堅い。当面、PMI指数は好不況の境の50を上回って推移するとみられるが、そのことはユーロ圏経済が潜在成長率(1%台半ば)を上回る成長を維持することを意味する。ECBは3月の理事会で経済見通しを提示した。「基本シナリオ」では、実質GDP成長率(前年比)を今年3.7%、来年2.8%、24年1.6%(≒潜在成長率)と予想。また、「深刻シナリオ」でも今年の成長率予想は2.3%と底堅い。ウクライナ危機は続くも、ユーロ圏が景気後退に陥ることはないとの見立てだ。

警戒されるのはインフレである。ECBが金融政策のターゲットとするエネルギーを含む消費者物価指数(HICP総合)は、3月に前年比7.5%に達した(図表2)。原油・天然ガス価格はかねてより世界的な需要回復と脱炭素化に伴う供給減から高騰しており、足下の高インフレの半分超がエネルギー要因だ。ここにウクライナ危機に伴う資源高が重なり消費者物価の上昇は加速、4~6月中には8%を超える可能性がある。もっとも、ユーロ圏のGDPギャップはまだ▲2%もあり、米国のような賃金インフレも見られない。インフレはあくまでも供給制約によるコストプッシュ型であり、金融引き締めで対応できるものでもない。だが、ECBは3月の理事会で資産買い入れ(APP)縮小のペースを速め、7~9月中にも終了する可能性を示唆した。物価目標をはるかに上回る高インフレを前に、ECBはタカ派スタンスに舵を切った。経済の下振れリスクよりもインフレ加速への警戒を強めている。

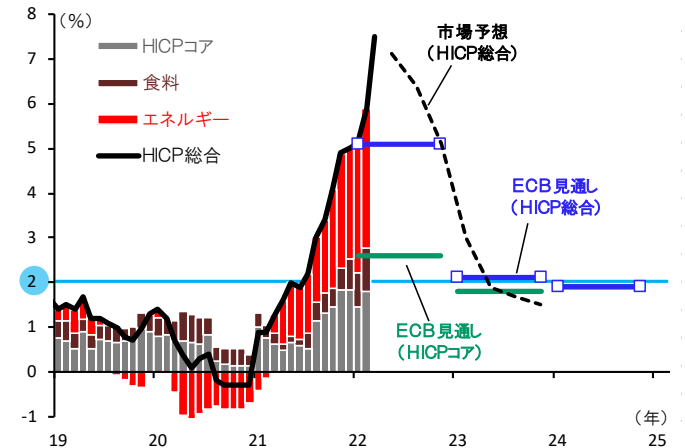
こうしたなか市場は利上げ期待を高め、ESTR(ユーロ短期金利)市場に見る年内利上げ予想は5.7回(各回0.1%)となっている。市場の織り込み対してECBも配慮を示す。ハト派のレーン理事も含めECB高官がこぞって年内利上げの可能性に言及している。その背景にはウクライナ危機に伴うエネルギー価格の高騰を受けた高インフレへの警戒がある。また、図表3の通り、米国とは異なりユーロ圏の「長期のインフレ予想」のアンカーが物価目標から外れかけていることがある。ロシア産天然ガスに大きく依存してきた独・伊を中心に、供給制約によるインフレが一過性で終わらないことが織り込まれつつあるようだ。この先のインフレをECBが制御できないと市場参加者が考えれば、消費者行動や企業の価格設定行動を通じて、歯止めの効かないインフレが進み得る。中銀の信認に揺らぎが生じ始めたいま、ECBはたとえ相手がコストプッシュインフレであっても、それと戦う姿勢を示し、信認を取り戻す必要がある。当社は、来年初に1回の利上げを予想していたが、これを変更し、今年7~9月期以降、四半期ごとに0.1%ずつの利上げを5四半期にわたり実施すると予想する。ただし、ECBはデータに基づき柔軟な政策運営を行う見込みだ。エネルギー価格やインフレ予想が落ち着けば利上げを止めるだろう。一方、インフレ予想が沈静化しなければ利上げを加速させる公算が大きい。

■図表1:ウクライナ危機の中でも人流と景況感は底堅い



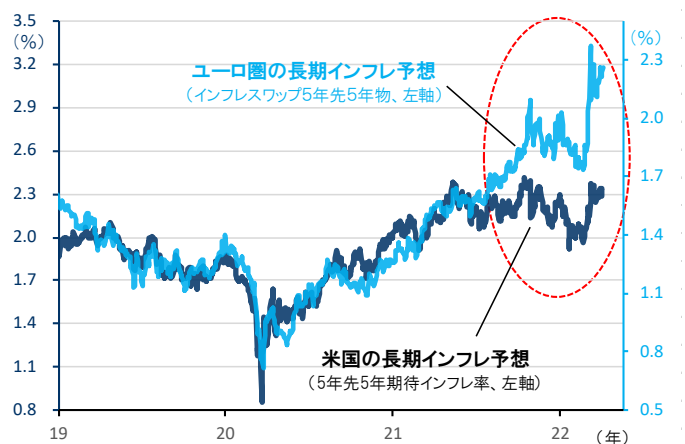
注:人々の活動量(小売、娯楽)は、コロナ禍前の平時対比  
出所:IHS Markit, Google, SFGI

■図表2:エネルギーの高騰がインフレの主因



出所:ECB, EUROSTAT, Bloomberg, SFGI

■図表3:インフレ予想の上振れは中銀の信認の揺らぎを示唆



出所:セントルイス連銀, Bloomberg, SFGI

## コロナ感染が2020年当初以来の危機を迎える中国 3~4月の景気下振れは濃厚、成長率目標未達のリスク高まる

ウクライナ情勢悪化の陰に隠れているが、中国の新型コロナ感染が急増しており(図表1)、世界経済悪化の再度の火種となるリスクが高まっている。中国ではコロナ感染を強力に封じ込めるゼロコロナ政策を実施してきたが、感染力の強いオミクロン株の流行は防げなかった。3月に入って、フォックスコンなどITメーカーが多く集積する広東省の深センや東莞でロックダウン(都市封鎖)が実施され、一部工場では生産に影響が出たと報じられている。上海市でもロックダウンが実施され、ディズニーランドが一時閉鎖状態となっている。広東省については、一週間でロックダウンが解除されたものの、上海市では3月末にロックダウンの措置がさらに強化された。また、期間も延長することが決定された。

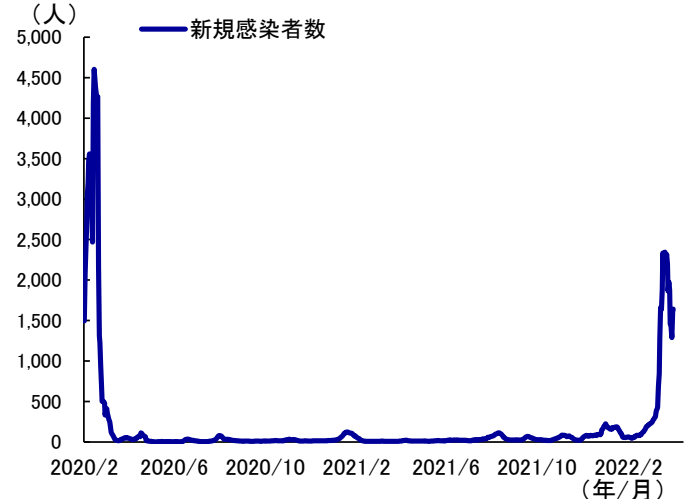
経済規模の大きい地域での感染者数の増加およびロックダウンの実施により、3~4月の中国経済の悪化は避けられない状況だ。地域別の域内総生産を他国GDPと比較すると(図表2)、今回ロックダウンが実施された深センと東莞が含まれる広東省の域内総生産はロシアやブラジルを超える。上海市も、スウェーデンやタイを超える規模だ。3月の製造業・非製造業PMIは双方とも50ポイント以下まで低下し、ハードデータにも影響は大きくなりそうだ。

3月の全人代では、財政支出の拡大方針が示されており、今後はインフラ投資の下支えが見込まれる。また、金融政策についても、中国人民銀行は緩和的姿勢を強めており、4~6月期にかけて、貸出基準金利など政策金利の引き下げや預金準備率の引き下げなどの追加緩和策を実施する公算がある。ただ、感染力の高いオミクロン株がまん延する中で、ゼロコロナ政策が続けられることにより、サービスなど個人消費の回復テンポは高まりづらい状況は続く。また不動産価格抑制方針が変わらない中では不動産市場の調整も引き続き下押し要因になると見込まれる。そのため、財政政策や金融政策による景気下支えだけでは、2022年の成長率目標である5.5%前後を達成することは困難だろう。

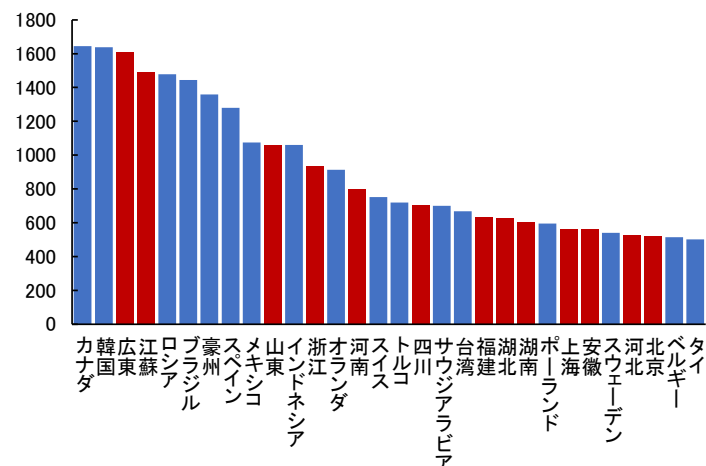
中国のコロナ感染の急増は、サプライチェーン制約の強まりを通じて、米国など世界のインフレ圧力解消をさらに後ずれさせる恐れがある。速報性のある中国輸出コンテナ運賃指数(CCFI)は高止まりが続いており、輸出価格は当面下がりそうにない(図表3)。4月以降も引き続きCCFIの動向は要注視だ。

ただし、ゼロコロナ政策の運用を柔軟化する兆しもある。[3月17日の中央政治局会議](#)において、習近平国家主席は、「継続は力なり」と発言し、ゼロコロナ政策継続の重要性を強調した。一方で「より有効な対策を講じ、(中略)経済社会の発展に与える影響を最小にすべき」とも発言し、今後の政策方針転換に含みを残した。事実、今回の深センや東莞のロックダウンは一週間で終了となったことや抗原自己検査キットが店頭またはオンラインで販売開始となったこと、輸入薬を承認してファイザー製の新薬Paxlovidの緊急使用が承認されたことなど、これまでの政策方針とは少し異なる動きが出ている面も一部にある。4月の感染および政府の対応から、今後の政策方針の手がかりを探りたい。

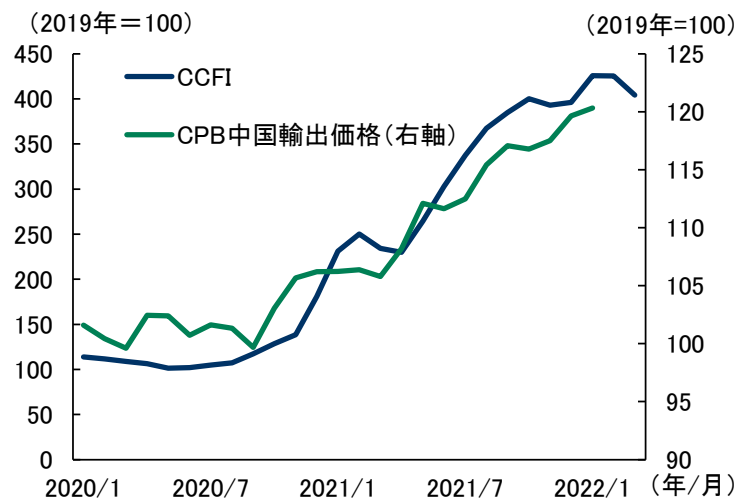
■図表1: 中国・コロナ新規感染者数



■図表2: 中国・地域別の域内総生産(他国GDPとの比較)  
(10億米ドル)



■図表3: 中国輸出コンテナ運賃指数(CCFI)と輸出価格





## 円安地合いは当面継続か

## 今後は日銀の金融政策にも注目が集まる公算

4月に入り、円の名目実効為替レートの下落によりやくブレーキがかかり始めた。しかし、チャート上は「いったんの小休止」に過ぎず、底打ち感はまだ見られない(図表1)。3月は、ロシアルーブルとトルコリラ以外の、ほぼ全ての通貨に対して円が下落し、所謂「円独歩安」の状況となった。鈴木財務大臣は3月29日、「不用意な発言で影響を与えてはいけないのでコメントは控えたい」と述べつつも、「悪い円安にならないよう注視したい」と発言。松野官房長官も、「為替の安定は重要であり、急速な変動は望ましくない」との考えを示した。原油価格の上昇と円安により、円建ての原油価格は2008年6月以来となる1バレル=14000円に迫っている(図表2)。輸入物価の上昇に対して国内から不安の声も広がるなかで、政府は3月25日、ガソリン価格上昇の抑制に向けた1リットル当たり上限25円の補助金政策を新年度も継続することを決めた。仮に今後さらに原油価格の上昇と円安の同時進行が続くようであれば、円安に対する「牽制」も、より強い表現になるだろう。強硬手段を取るならば、「円買い介入」に踏み切る選択肢も残されており、実施すれば相当な効力を発揮しよう。ただ、足下インフレの高進に喘ぐ米国にとってドル高はむしろ好都合であり、円買い介入に対して米国の理解を得られる可能性は低い。又、日本の経常収支が悪化したため、「今の円安は実力」と捉えられれば、各国から「為替操作」と批判されるかもしれない。加えて、介入が効き過ぎれば、円高がオーバーシュートするリスクもある。これらを踏まえれば、よほど投機的な動きが加速し、手が付けられないような円暴落とならない限り、介入に踏み切る可能性は低い。市場がそれを見透かせば、「牽制発言」に対する市場の反応は自ずと小さくなりそうだ。

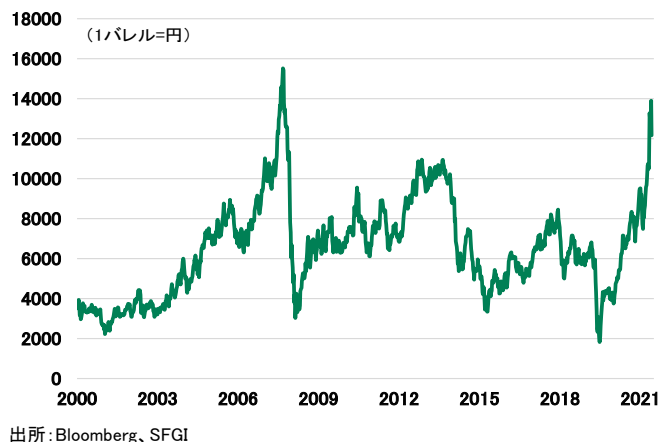
一方、日銀が発信するメッセージはやや異なっていた。急速な円安が進むなかで、黒田総裁の「円安は日本経済にとってプラス」との発言が続いたことに加え、3月28日～31日に、日銀が10年債利回りの変動幅上限0.25%で連続指値オペを実施したことで、これが「長期金利の上昇を完全に抑え込む」という強いメッセージに受け取られ、円の急落を招いた。円安は総じてみれば(緩やかであれば)日本経済にとって確かにプラスだ。連続指値オペにしても、金利の上限に到達したため実施したわけで、日銀にとっては当然のオペレーションだったと言える。とはいえ、稀なスピードで円安が進行し、日銀の動きがことのほか注目を浴びるなかでは、政府の認識とギャップがあると解釈されれば市場の混乱を招きかねない。今後は状況に応じて丁寧な説明が必要になるだろう。

輸入物価の上昇に加え、前年の携帯電話通信料の大幅値下げの反動で、4月以降は日本の消費者物価指数(CPI)が急上昇する公算だ。当社試算でも一時的に2%を超える見通しとなっている。しかし、日銀はこれをあくまで一時的としており、年内に金融政策の変更が決定される可能性は極めて低い。少なくとも日本と海外との金利差拡大に注目が集まっている間は、円安地合いは続くだろう。一方で、市場では日銀がイールドカーブコントロールの枠組みを維持しつつも、10年債利回りの変動幅拡大や、目標とする10年金利を5年金利に変更するのではないかと、といった思惑が今後熾り続けるのではないかと。これが為替市場では円安スピードを緩める一定の効果を発揮するとみており、今後円安基調は続くも、3月ほどの円暴落を年内に再び見る可能性は低いと予想している。

(図表1) 円の名目実効為替レート



(図表2) 円建て原油価格の推移





# 為替見通し概略

	1か月	3か月	コメント
米ドル	対円レート <b>121.00-125.10</b>	対円レート <b>121.00-126.00</b>	日米の金融政策の格差に注目が集まるなか、3月ほどのペースではないものの、目先はドル円の上昇基調は続く予想。黒田ラインに達する頃には徐々に高原状態に入る公算。
ユーロ	対ドルレート <b>1.0700-1.1100</b> 対円レート <b>133.00-138.00</b>	対ドルレート <b>1.0500-1.1200</b> 対円レート <b>130.00-140.00</b>	米欧金利差拡大とウクライナ情勢を受け、対ドルでは年央まで軟調地合いが続く公算。一方、日銀の緩和姿勢が際立つ中で対円では上昇が継続へ。もっとも、上昇ペースは一服か。
ポンド	対ドルレート <b>1.2900 - 1.3300</b> 対円レート <b>158.00 - 164.00</b>	対ドルレート <b>1.2800 - 1.3500</b> 対円レート <b>155.00 - 165.00</b>	インフレが加速する一方、賃金上昇の伸びは鈍化しており、英中銀は金融政策の舵取りが難しい局面になってきている。市場の見方よりもハト派的なスタンスを示せば、ポンドの重石となる。
豪ドル	対ドルレート <b>0.7450 - 0.7700</b> 対円レート <b>89.50 - 95.00</b>	対ドルレート <b>0.7300 - 0.7800</b> 対円レート <b>86.00 - 97.00</b>	豪州の景気は堅調で、資源価格の上昇は豪ドルには追い風となっている。市場はRBAの利上げ前倒し期待を強め、豪ドルについてはマイナス材料が無視されやすい状況。中期的には家計債務比率の上昇が懸念材料に。
NZドル	対ドルレート <b>0.6850 - 0.7050</b> 対円レート <b>82.50 -88.00</b>	対ドルレート <b>0.6750 - 0.7150</b> 対円レート <b>78.50 - 92.00</b>	豪州と同様に、地理的にウクライナ・ロシアから遠く、経済的にも関連性の薄いNZはウクライナでの混乱の悪影響は受けにくい。NZ中銀はタカ派色を強めており、新たなマイナス要因が浮上するまで堅調か。
加ドル	対ドルレート <b>1.2300-1.2650</b> 対円レート <b>96.00-100.50</b>	対ドルレート <b>1.2200-1.2900</b> 対円レート <b>94.00-101.50</b>	カナダ中銀は追加利上げに積極的な姿勢を見せているが、賃金上昇がインフレに比べて鈍いこともあり、早期の景気腰折れ懸念も一部台頭してきている。データ次第では調整圧力が掛かる可能性も。
ブラジル リアル	対ドルレート <b>4.490 - 4.890</b> 対円レート <b>24.50 - 27.50</b>	対ドルレート <b>4.300 - 5.200</b> 対円レート <b>23.00 - 28.50</b>	ウクライナ危機を背景とする資源価格高騰の中、地理的にも遠いブラジルの株や通貨が買われている。ただし、政治リスクや景気減速懸念は根強く、国内の状況に注目が集まれば軟化する可能性がある。
南ア ランド	対ドルレート <b>14.200 - 15.000</b> 対円レート <b>8.100 - 8.550</b>	対ドルレート <b>14.000 - 15.500</b> 対円レート <b>7.850 - 8.800</b>	南ア中銀はスタンスをタカ派化しており、金利先高観があることはランドには追い風だ。また、白金族の価格上昇も一大生産国である同国にはプラスだ。ただしエネルギー価格高騰は重石であり、ランドの上昇を抑制する公算。

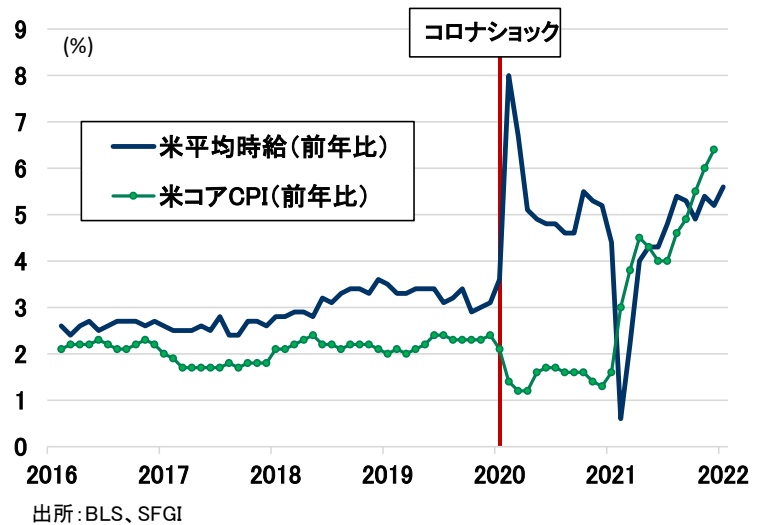
## ドル円の見通しを上方修正 ただし、130円台はやや行き過ぎか

ドル円は3月28日、125円09銭の高値を付けた。米連邦準備理事会（FRB）の利上げのペースが速まることを織り込みに行く中で、ドルが堅調に推移した一方、日銀の緩和維持姿勢が目立ったことや、日本の経常赤字拡大など、様々な要因が重なってドル高と円安が同時進行し、結果的にドル円は大幅上昇となった。120円丁度の大台を含め、様々な「上値抵抗線」を上抜けてきたことで、次の目標値として2015年の6月に付けた、125円86銭、所謂「黒田ライン」と呼ばれる水準が視野に入っている。それもさらに上抜けるとなると、2002年2月の135円04銭まで、はっきりとしたレジスタンスは見当たらない。

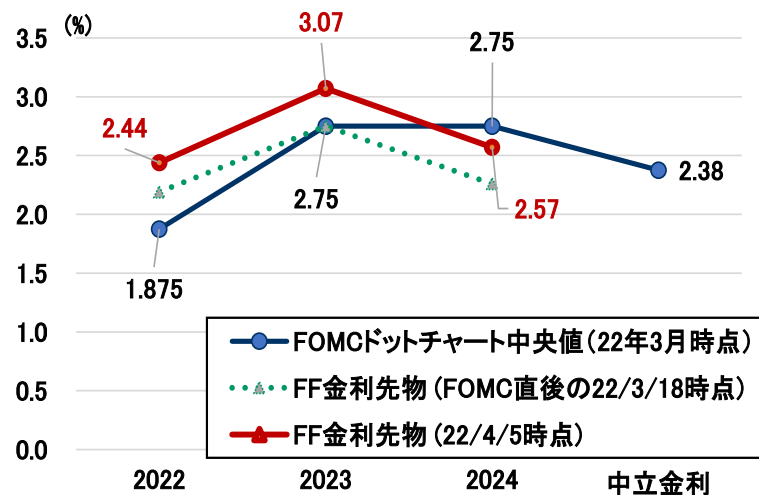
3月の米雇用統計は、総じて労働市場の堅調さを示す内容となった。非農業部門雇用者数は前月比43万1000人増と、市場予想の同49万人は下回ったものの大幅に増加。2月は速報値の67万8000人増から、75万人増に上方修正された。失業率は前月の3.8%から3.6%に急低下し、平均時給は前年比で5.6%増と、20年5月以来の伸びを示した（図表1）。これまでFRBのパウエル議長が述べてきた通り、いずれも米労働市場の逼迫ぶりを示している。FF金利先物では次回5月4日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で、50Bpsの利上げが8割方織り込まれているが、今回の雇用統計の結果は、その可能性の高さを裏付ける内容だったと言える。FF金利先物では22年末のFF金利を2.44%と予想しており、既にドットチャートの中央値（1.875%）を大きく上回っている。ただ、FRBは今後の金融政策についてあくまで「データ次第」としており、不透明さは残る。今後の経済指標やFOMCメンバーの発言次第で米市場金利やドル相場が再び大きく変動する可能性は残るため、注意したいところだ。

なお、当社はドル円の見通しを大幅に上方修正した。直近では6月末を126円、9月末を126円、年末は124円と予想している。少なくとも年内は、日米金融政策の格差に市場の注目が集まるなかで、ドル円は上昇基調を維持しよう。ただ、黒田ラインの126円前後まで上昇したあとは、政府や日銀の対応が意識されるなかドル円は高値圏での高原状態が続くとみている。10-12月期になるころには、23年以降のFRBの利上げのパスがおおむね市場に織り込まれるだろう。市場は期待で動くため、この頃にはドル高圧力は後退する見込みだ。ただし、日本の経常収支悪化は遅れて円安圧力となりやすく、ドル円が反落したとしても大幅調整とはなり難く、123~124円程度への下落に留まるとみている。これまでも述べてきた通り日米実質金利差とドル円相場は相関性が高く、現時点での当社の日米実質金利差の見通しとドル円予想を重ねてみると、図表3のようになる。黒田ラインを上回ればテクニカル上は135円が確かに次の上値メドとして視野に入る一方で、日米実質金利差からみれば、130円を超えるドル円の上昇は、ないとは言えないもののいささか行き過ぎのように見える。

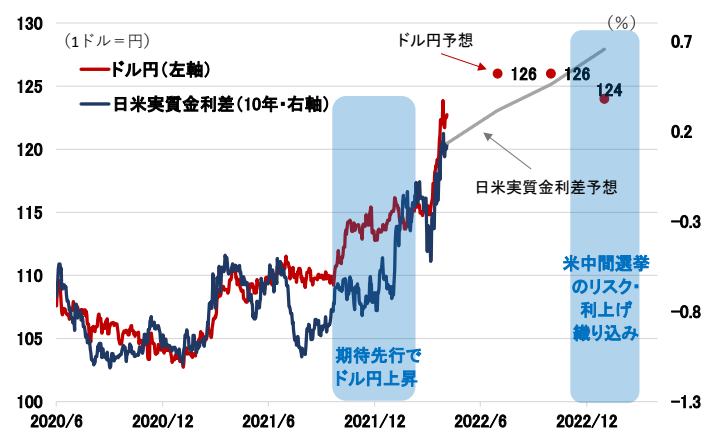
■図表1：米平均時給と消費者物価指数（除・食品とエネルギー、前年比）



■図表2：ドットチャート(3月時点)と市場の政策金利見通し



■図表3：日米実質金利差とドル円(2022年4月以降は当社予想)



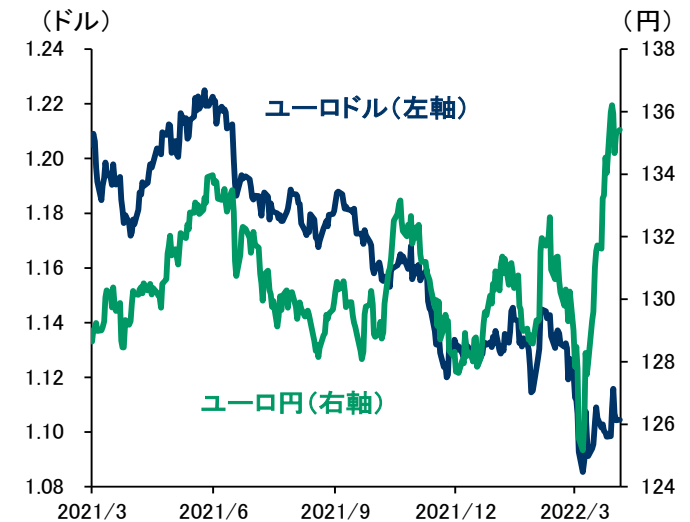
## ECBは「インフレ退治」を最優先 過度な利上げ期待とウクライナを巡る不透明感が重石に

3月のユーロは対ドルで小幅に持ち直した一方、対円では急騰した(図表1)。ユーロの持ち直しの要因は、欧州中銀(ECB)の金融政策のタカ派化だ。3月の理事会で、ECBは資産購入プログラム(APP)縮小ペースの加速を決定。インフレが緩和しなければ、7-9月期にも終了する方針を示した。ロシアへの経済制裁によってユーロ圏経済も打撃を受ける中、3月理事会では政策が据え置かれるのではないかとの見方も強かった中、ECBが明確に緩和縮小方向に舵を切ったのはややサプライズとなった。ECBタカ派化の背景にあるのは、歯止めの掛からないインフレ期待と堅調なユーロ圏経済見通しだ。ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー価格の高騰が深刻化する中、ユーロ圏の期待インフレ率は大きく上昇しており、ECBは中銀の信認を守るために確固たる姿勢を示す必要に迫られている(p.5 ご参照)。一方、3月理事会で示された経済見通しは、最悪のシナリオでも今年の経済成長が前年比2.3%を維持できるとの見方が示された。これらの事情を背景に、ECBは急速にタカ派化。レーン理事をはじめ、ハト派メンバーからも年内利上げを支持する声が上がっている。こうした中、当社は利上げ見通しを7-9月期から5四半期連続で0.1%ずつに変更した(従来は来年1-3月期に0.1%)。

とはいえ、ユーロが対ドルで当面軟調地合いとの見方は不変だ。ECBのタカ派化を受け、OIS市場では既に年内5回もの利上げが織り込まれている(図表2)。これが必ずしもユーロ取引参加者の見方を完全に反映しているわけではないが、利上げ期待は過熱気味だ。加えて、6月の米連邦公開市場委員会(FOMC)でドットチャートが更新され、米国の利上げの道筋が明確になるまでは、ドル高も続きやすい。更に、ウクライナに関しては、ロシア軍による民間人の虐殺行為に対して西側諸国は追加制裁を辞さない構えであり、これまで自国経済への影響を懸念し消極的だったドイツも賛成に傾きつつある。仮に停戦に至ったとしても制裁の影響は長引く公算が大きく、ユーロの下押し圧力となろう。米独の実質金利差を勘案すると、年央にかけてユーロドルは1.07ドルまで下落し、その後はECBの利上げが現実味を帯びる中で反発するとみる(図表3)。

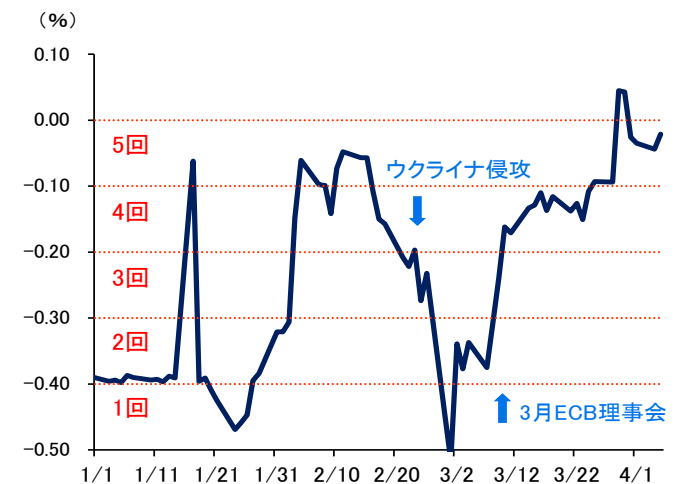
なお、今月10日から始まるフランス大統領選は予断を許さない状況だ。ウクライナ対応への評価により大きく上昇したマクロン大統領の支持率は、依然として高止まりしているものの、極右候補者のルペン氏の支持率が足下で大きく伸びている。マクロン大統領は有事の対応で選挙対策が十分に行えておらず、この隙にルペン氏が猛追している状況だ。opinionwayの調査では、決選投票に進んだ際の両者の得票予想はマクロン:ルペン=53%:47%と拮抗している。ルペン氏は前回選挙の反省を活かし、EU離脱などの過激な政策は封印しているものの、反EU・反NATOであることに変わりはない。万が一当選すれば、地政学リスクの高まりからユーロ売りが強まる可能性が高く、今後の展開からは目が離せない。

■ 図表1: ユーロ相場



出所: Bloomberg、SFGI

■ 図表2: OIS市場の年末の政策金利予想



出所: Bloomberg、SFGI

■ 図表3: ユーロドルと米独実質金利差



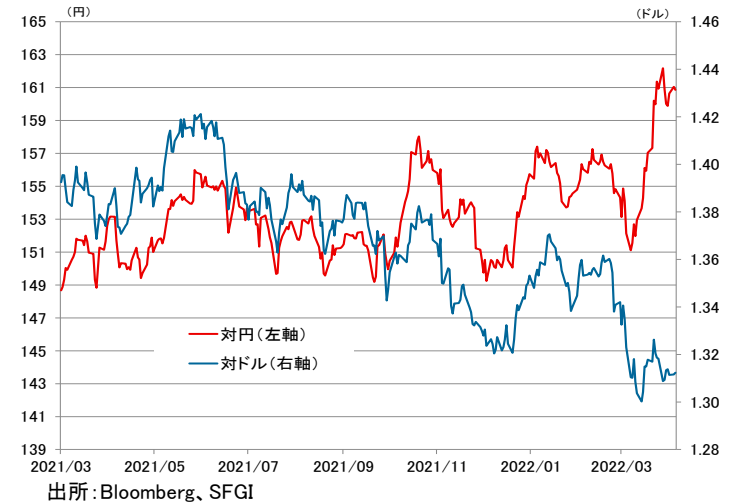
注: 点線は当社予想 出所: Bloomberg、SFGI

## 英中銀の5月利上げは実行されるか インフレと利上げが家計にダメージも

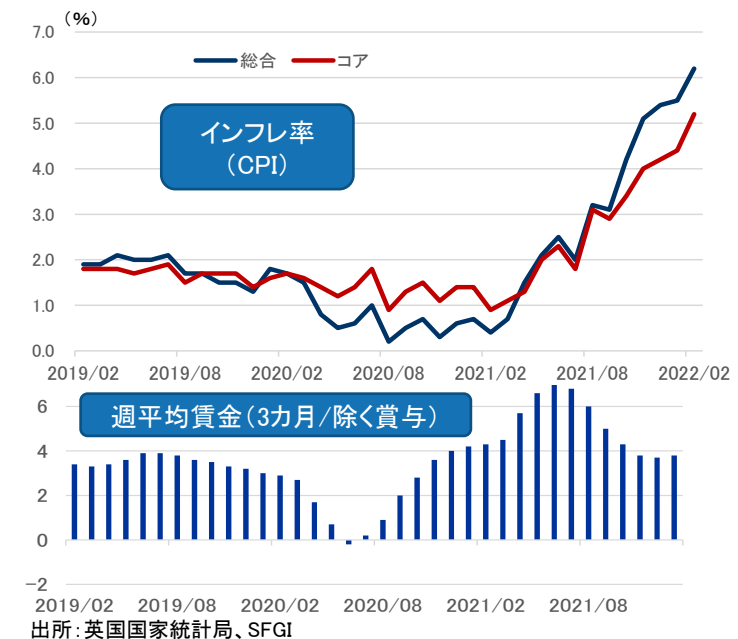
英ポンドは2月下旬に対ドルでは大きく下落し、その後低迷している(図表1)。ロシアからの欧州に対するエネルギー供給が途絶えるのではないかと不安が広がる中、欧州通貨が全面的に下落したことに加え、米国では利上げペースが加速するとの観測の中でドル高圧力が強かったことが背景だ。一方、対円では3月に入り大幅高となった。この主要因は日銀の金融緩和継続姿勢を受けた円売りだ。ポンドが積極的に買われたわけではない。英国はロシアとの貿易関係は薄く、エネルギー資源についてもほとんどを自国産とノルウェーや米国からの輸入で賄っており、欧州各国と違ってロシアのウクライナ侵攻とそれに伴う経済制裁の「負の影響」を「直接的には」ほとんど受けない。しかし、貿易総額に占める「EU加盟国」の割合は高く、ウクライナ危機によってEU経済が強い逆風を受ければ、英経済にとってもマイナスと言える。他方、EU経済がウクライナ危機の悪影響の中でも景気の底堅さを示すことができれば、英国も過剰な警戒を解くこともできる。もしそうした中でユーロに上昇圧力が掛かれば、対円・対ドルでのポンドにも追い風が吹こう。

ただし、足下の英国は、金融政策において難しい舵取りを迫られている。英国のインフレ率は2021年から上昇が加速。消費者物価指数(CPI)は目標の3%(前年比)を大幅に上回り、2月CPI総合は+6.2%、CPIコアでさえ+5.2%に達した。そもそも、英国のEU離脱の移行期間終了に伴う物流コストの増加、労働市場の逼迫などがインフレを押し上げていたことに加え、エネルギー価格の高騰が拍車を掛けている。エネルギー価格の上昇はロシアのウクライナ侵攻によってさらに加速した。それに対し、英国の労働賃金の伸びは鈍化傾向が見られており、実質賃金は減少傾向だ(図表2)。加えて、昨年12月以降3会合連続で英中銀(BOE)は利上げを実施しており、それに伴って上昇する住宅ローン金利は家計にとってダメージとなる。こうした景気に対する警戒感、BOEの中でも広がりつつある。2月の金融政策委員会(MPC)で50bpの利上げを主張したタカ派のメンバーも、足下ではトーンダウンする様子が見られている。3月17日のMPCでは25bpの利上げが決定されたが50bpの利上げを主張するメンバーはおらず、カンリフBOE副総裁に至っては金利据え置きを主張。声明においては、追加利上げに関し、2月の「可能性が高い」から「可能性がある」に修正された。金利先物市場は5月5日のMPCでの25bp利上げを完全に織り込んでいるが、今後の経済指標次第では一旦利上げを据え置くとの見方が強まることもあり得る。そうなれば、ポンドには重石となろう。なお、シカゴIMM市場のポンドポジションを見ると、3月に入ってからは売り越しに転じ、売り越し幅を拡大しており(図表3)、外国為替市場は既に英国の景気減速を織り込み始めている可能性が浮上している。ただ、売り玉の水準は歴史的にみて未だ低水準であり、売り余地は十分にあるとみる。

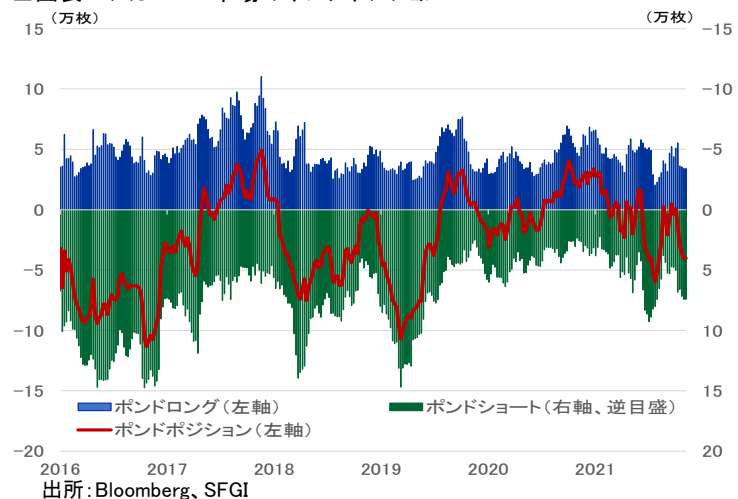
■図表1:ポンドチャート



■図表2:英国のインフレと週平均賃金(前年比)



■図表3:シカゴIMM市場のポンドポジション

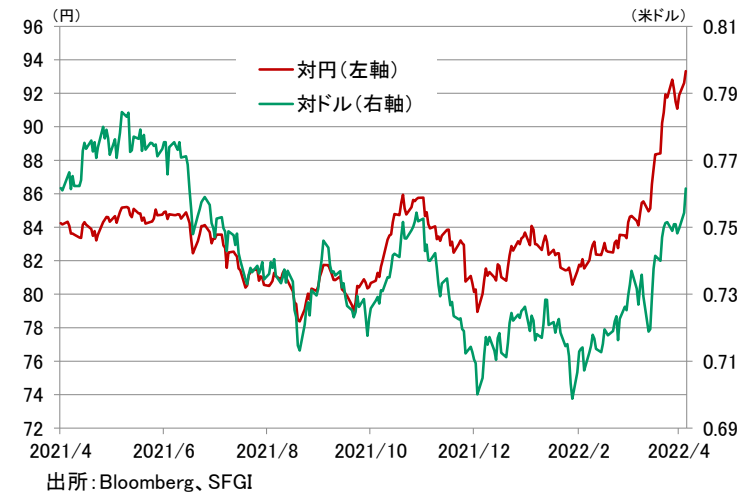


## RBAが早期の利上げに含み ただし物価上昇加速が家計に与える悪影響も警戒

足下の豪ドルは非常に堅調だ(図表1)。2月24日にロシアがウクライナに侵攻し、それに伴うリスクオフで一時値を下げたものの、3月に入ってロシアとウクライナが停戦交渉を開始すると一服。その後は、ロシア・ウクライナから地理的に遠く、貿易関係も薄く、商品価格高騰の追い風のみを受けることができる資源国通貨・豪ドルは急反発。対ドルでは、米連邦準備理事会(FRB)の今後の利上げペース加速観測を背景とする米ドルの上昇に上値を抑えられたが、対円では、日銀の黒田総裁があくまで緩和的な金融政策を継続する姿勢を示したことを受けて円売りが加速する中、上値を追う展開となった。この流れにさらに拍車を掛けたのが4月5日に開催された豪中銀(RBA)の理事会だ。

RBAはこの日、政策金利を市場予想通りの0.1%に据え置いた。かつ、豪経済について、見方は引き続き楽観的だ。労働市場も堅調で、失業率は年内に4%未満に低下し、来年もその水準を維持する見込みだとした。また、インフレについても今後加速する見込みとし、RBAは金融引き締めについては「忍耐強く」取り組むとしたこれまでの文言を削除。労働賃金の伸びに関してはこれまでと同様、「回復しているが、全体としてはパンデミック前の比較的低い水準にとどまっている」とした一方、「労働市場の逼迫を踏まえると賃金全体の伸びと幅広い労働コスト指標はさらに上昇する見込み」「上昇は緩やかなものにとどまると予想するが、歴史的に低い失業率の下、労働コストの動向には不確実性がある」などと上振れ警戒を滲ませた。ロウRBA総裁は「今後数カ月間にインフレ率と労働コストに関する重要な追加情報が得られるだろう」とし、早期の利上げに含みを持たせている。この発表の前、市場では一時は完全に織り込んでいた6月の利上げを7割弱まで低下させていたが、この発表を受けて再び完全に織り込み直す形で豪金利は上昇。豪ドルも大幅に上昇した。ただし、警戒すべき点はある。RBAは声明内で物価上昇が家計を逼迫していることに触れている。労働賃金の伸び(図表2)がインフレの加速に追いついてこなければ、実質賃金は目減りする。また、豪州においては可処分所得に対する家計債務の比率が伸びている(図表3)。住宅市場の過熱が主要因だが、仮にRBAが市場の期待するような「年内に7回以上の利上げ(1回25bpでカウント、本稿執筆時点)」を実施すれば、急激な金利上昇によって家計が大きなダメージを受ける可能性がある。RBAが今後の景気後退を意識しつつもインフレ退治を優先するのか、それとも景気後退を警戒して市場に対して「比較的ハト派」的なメッセージを出し続けるのか、今後は注目だ。ただ、目下のところ市場は、早期利上げを強く期待しており、当面は豪経済にとってのマイナス材料を無視し、利上げ期待を後押しする手掛かりばかり注目される可能性がある。3月雇用統計(14日)や1-3月消費者物価指数(27日)の結果が予想を上振れすれば、豪ドル高に拍車が掛かる。

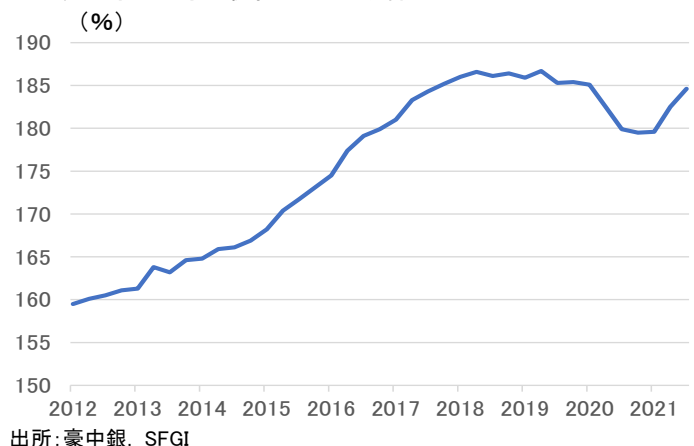
■図表1: 豪ドル相場



■図表2: 豪州の物価・賃金・政策金利



■図表3: 豪州の家計債務/可処分所得比率



## 経済見通し

(% )	2021年	2022年				2023年				2024年	2021年	2022年	2023年	
		10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期					10-12月期
米国	実質GDP	7.0	1.5	3.2	3.0	2.6	2.4	2.2	2.2	2.2	2.1	5.7	3.5	2.3
	コアPCEデフレーター	4.6	5.4	4.7	4.3	4.1	2.7	2.4	2.4	2.3	2.3	3.3	4.6	2.5
日本	実質GDP	4.6	-0.8	4.4	3.1	2.1	1.3	1.2	1.2	1.2	1.0	1.7	2.0	1.8
	コアCPI	0.4	0.4	1.9	1.8	1.9	1.7	0.9	0.5	0.4	0.4	0.0	1.9	0.5
ユーロ圏	実質GDP	1.2	1.2	3.0	3.2	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8	1.8	5.4	3.3	2.4
	CPI	4.7	5.9	6.7	6.0	4.9	2.9	1.9	1.8	1.7	1.6	2.6	5.9	2.1
中国	実質GDP	4.0	3.8	5.5	6.0	0.0	5.4	5.3	5.2	5.0	5.0	8.8	5.1	5.2
	CPI	1.8	1.1	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.9	1.8	2.0

注: 実質GDPは、米国・日本・ユーロ圏は前期比年率、中国は前年比。物価は前年比。日本のコアCPIは消費増税の影響除く

## 金利見通し

(% )	2021年	2022年				2023年				2021年	2022年	2023年		
		10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期				10-12月期	1-3月期
米国	政策金利	0.00~0.25	0.25~0.50	1.00~1.25	1.50~1.75	2.00~2.25	2.25~2.50	2.50~2.75	2.75~3.00	2.75~3.00	2.75~3.00	0.00~0.25	2.00~2.25	2.75~3.00
	10年債利回り	1.51	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	1.51	2.60	2.60
日本	政策金利	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	10年債利回り	0.06	0.20	0.23	0.24	0.25	0.25	0.25	0.26	0.27	0.27	0.06	0.25	0.27
ユーロ圏	政策金利	-0.50	-0.50	-0.50	-0.40	-0.30	-0.20	-0.10	0.00	0.00	0.00	-0.50	-0.30	0.00
	独10年債利回り	-0.2	0.6	0.62	0.64	0.66	0.7	0.74	0.78	0.82	0.86	-0.20	0.66	0.82
中国	政策金利	3.80	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	3.80	3.60	3.60

注: 政策金利は、米国がFF金利、日本が政策金利残高への適用金利、ユーロ圏は資金供給オベ金利、中国は貸出基準金利。期末値

## 為替見通し

		2021年	2022年				2023年				2021年	2022年	2023年	
		10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期				1-3月期
米ドル	ドル円	114	122	126	126	124	120	122	124	126	126	114	124	120
ユーロ	ユーロ円	130	135	135	140	139	138	142	145	142	145	130	139	138
	ユーロドル	1.14	1.11	1.07	1.09	1.12	1.15	1.18	1.20	1.18	1.16	1.14	1.12	1.15
ポンド	ポンド円	152	160	169	168	164	157	159	160	161	160	152	164	157
	ポンドドル	1.33	1.31	1.33	1.33	1.35	1.37	1.38	1.40	1.38	1.36	1.33	1.35	1.37
豪ドル	豪ドル円	81	92	95	96	97	96	100	103	106	107	81	97	96
	豪ドル米ドル	0.71	0.75	0.75	0.76	0.78	0.80	0.82	0.83	0.84	0.85	0.71	0.78	0.80

注: 全て期末値

# イベントカレンダー

2022年4月	日本	米国	欧州	その他
1日(金)	1Q 日銀短観	3月 雇用統計 3月 製造業PMI 3月 ISM製造業景況指数	(独) 3月 製造業PMI 確報 (欧) 3月 製造業PMI 確報	
2日(土)				
3日(日)				
4日(月)		2月 耐久財受注 確報	(独) 2月 貿易収支	
5日(火)	2月 毎月勤労統計	2月 貿易収支 3月 ISM非製造業景況指数		
6日(水)		FOMC議事録 ハーカー・フィテッド連銀総裁発言	(独) 2月 製造業受注 (欧) 2月 小売売上高	
7日(木)		新規失業保険申請件数 ブラッド・セントリス連銀総裁発言 ボ・スティック・アトランタ連銀総裁発言 エバンス・シカゴ連銀総裁発言	(独) 2月 鉱工業生産	(中) 3月 外貨準備高
8日(金)				
9日(土)				(中) 3月 社会融資総量 (~15日) (中) 3月 マネーサプライM2 (~15日)
10日(日)			(仏) フランス大統領選挙 (第1回投票)	
11日(月)		ボ・スティック・アトランタ連銀総裁発言 エバンス・シカゴ連銀総裁発言	(英) 2月 鉱工業生産	(中) 3月 PPI (中) 3月 CPI
12日(火)		3月 CPI バークイン・リッチモンド連銀総裁発言	(独) 4月 ZEW景況感指数	
13日(水)	2月 機械受注	3月 PPI	(欧) 2月 鉱工業生産 (英) 3月 CPI	(中) 3月 貿易収支
14日(木)		3月 小売売上高 新規失業保険申請件数 4月 シカゴ大学消費者信頼感指数 速報 マスター・グリーンランド連銀総裁発言	ECB政策理事会	
15日(金)		4月 ニューヨーク連銀製造業景況指数 3月 鉱工業生産		(中) 3月 新築住宅価格
16日(土)				
17日(日)				
18日(月)		ブラッド・セントリス連銀総裁発言		(中) 3月 鉱工業生産 (中) 3月 固定資産投資 (中) 1Q GDP (中) 3月 小売売上高
19日(火)		3月 住宅着工件数 エバンス・シカゴ連銀総裁発言		
20日(水)	3月 貿易統計	3月 中古住宅販売件数 ベージュブック デリー・サンフランシスコ連銀総裁発言 エバンス・シカゴ連銀総裁発言		G20財務相・中央銀行総裁会議
21日(木)		4月 フィテッド連銀景況感指数 新規失業保険申請件数	(欧) 4月 消費者信頼感指数	
22日(金)	3月 CPI	4月 製造業PMI	(独) 4月 製造業PMI 速報 (欧) 4月 製造業PMI 速報	
23日(土)				
24日(日)			(仏) フランス大統領選挙 (決選投票)	
25日(月)			(独) 4月 IFO企業景況感指数	
26日(火)	3月 有効求人倍率 3月 失業率	3月 耐久財受注 速報 4月 コンファレンスボード 消費者信頼感 3月 新築住宅販売件数		
27日(水)				(中) 3月 工業利益
28日(木)	3月 住宅着工件数 日銀金融政策決定会合 3月 鉱工業生産 速報	1Q GDP 速報 新規失業保険申請件数	(欧) 4月 消費者信頼感指数	
29日(金)		3月 個人所得 3月 個人支出 4月 シカゴ大学消費者信頼感指数 確報	(欧) 3月 マネーサプライM3 (仏) 1Q GDP 速報 (伊) 1Q GDP 速報 (独) 1Q GDP 速報 (欧) 1Q GDP 速報	
30日(土)				(中) 4月 製造業PMI (中) 4月 非製造業PMI

\*4月5日時点のデータで作成、時間は現地時間

# イベントカレンダー

2022年5月	日本	米国	欧州	その他
1日 (日)				
2日 (月)		4月 製造業PMI 4月 ISM製造業景況指数	(独) 4月 製造業PMI 確報 (欧) 4月 製造業PMI 確報	
3日 (火)		3月 耐久財受注 確報	(欧) 3月 失業率	
4日 (水)		4月 ADP雇用統計 3月 貿易収支 4月 ISM非製造業景況指数 FOMC	(独) 3月 貿易収支 (欧) 3月 小売売上高	
5日 (木)		新規失業保険申請件数	(独) 3月 製造業受注 (英) BOE金融政策委員会	
6日 (金)		4月 雇用統計 ブラッド・セントルイス連銀総裁発言 カマーFRB副議長発言 デーリー・サンフランシスコ連銀総裁発言	(独) 3月 鉱工業生産	
7日 (土)				(中) 4月 外貨準備高
8日 (日)				
9日 (月)	3月 毎月勤労統計			(中) 4月 貿易収支 (中) 4月 社会融資総量 (～15日) (中) 4月 マネーサプライM2 (～15日)
10日 (火)			(独) 5月 ZEW景況感指数	
11日 (水)		4月 CPI		(中) 4月 PPI (中) 4月 CPI
12日 (木)		4月 PPI 新規失業保険申請件数	(英) 1Q GDP 速報 (英) 5月 鉱工業生産	
13日 (金)		5月 ミシガン大学消費者信頼感指数 速報	(欧) 3月 鉱工業生産	
14日 (土)				
15日 (日)				
16日 (月)		5月 ニューヨーク連銀製造業景況指数		(中) 4月 鉱工業生産 (中) 4月 小売売上高 (中) 4月 固定資産投資
17日 (火)		4月 小売売上高 4月 鉱工業生産	(欧) 1Q GDP 速報	
18日 (水)	1Q GDP 速報 3月 鉱工業生産 確報	4月 住宅着工件数	(英) 4月 CPI	(中) 4月 新築住宅価格
19日 (木)	4月 貿易統計 3月 機械受注	5月 フィテッド・ルフィア連銀景況指数 新規失業保険申請件数 4月 中古住宅販売件数		
20日 (金)	4月 CPI		(欧) 5月 消費者信頼感指数	
21日 (土)				
22日 (日)				
23日 (月)			(独) 5月 IFO企業景況感指数	
24日 (火)		4月 製造業PMI 4月 新築住宅販売件数	(独) 5月 製造業PMI 速報 (欧) 5月 製造業PMI 速報	
25日 (水)		4月 耐久財受注 確報	(独) 1Q GDP 確報	
26日 (木)		1Q GDP 改定 新規失業保険申請件数		
27日 (金)		4月 個人所得 4月 個人支出 5月 ミシガン大学消費者信頼感指数 確報	(欧) 4月 マネーサプライM3	(中) 4月 工業利益
28日 (土)				
29日 (日)				
30日 (月)			(欧) 5月 消費者信頼感指数	
31日 (火)	4月 有効求人倍率 4月 失業率 4月 鉱工業生産 速報	5月 コンファレンスボード 消費者信頼感	(仏) 1Q GDP 確報 (伊) 1Q GDP 確報	(中) 5月 製造業PMI (中) 5月 非製造業PMI



## ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



**尾河 真樹 (おがわ まき)**  
執行役員 兼 金融市場調査部長  
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『〈新版〉本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



**菅野 雅明 (かんの まさあき)**  
金融市場調査部  
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



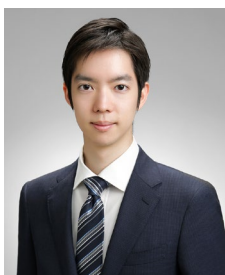
**石川 久美子 (いしかわ くみこ)**  
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



**渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)**  
金融市場調査部 担当部長  
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



**森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)**  
金融市場調査部 アナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



**宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)**  
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所に入社。エコノミストとしてアジア・日本経済、不動産・五輪・観光等を担当。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

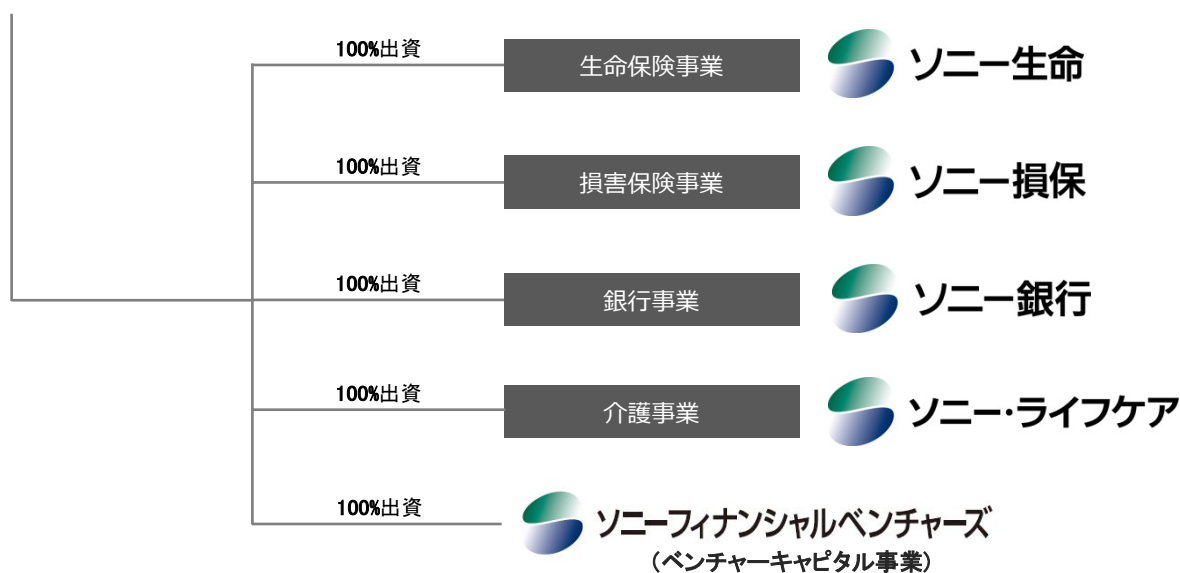
## 本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

## ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様に提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。  
<https://www.sonyfg.co.jp>