

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

2023年8月号



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

2023年8月号

## 正念場を迎える 世界の景気と金融政策

### 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
豪ドル	11
注目通貨	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
-----------	----



## 世界経済：減速傾向続くなかで一部に底堅さも

## 米国見通し：景気後退は後ズレ、中国：下振れリスク

世界経済は年初来持ち直し傾向を辿った後、足下では再び減速傾向となっている。7月グローバルPMI(全産業)は51.7と2カ月連続して悪化した(図表)。製造業は48.7と中立水準である50を2か月連続して下回った一方、サービス業は52.7と50を上回っているものの水準を切り下げた。とくに弱さが目立つのがユーロ圏(6月49.9→7月48.6)だ。米国では製造業が改善するなか、サービス業が悪化した。一方、日本は製造業・サービス業ともに概ね横ばいに推移し悪化を免れた。中国はサービス業中心に50を上回っているが、ゼロコロナ政策の撤廃によって持ち直した1-3月期の勢いは失われている。金融政策面では、FRB(連邦準備理事会)とECB(欧州中央銀行)で利上げが発表されたほか、日銀もYCC(イールドカーブ・コントロール)の運用柔軟化を決定した。

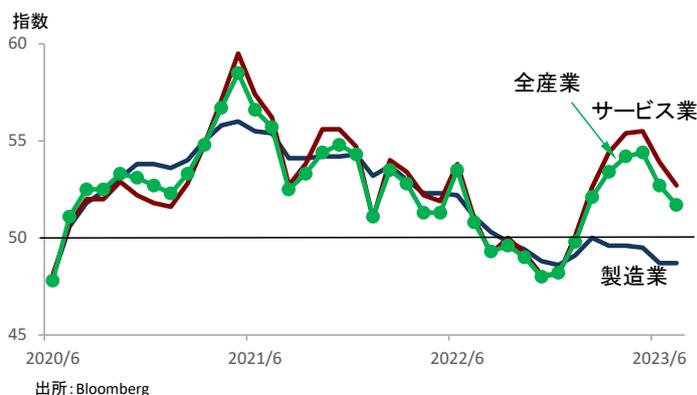
米国では、実質勤労所得の伸びはプラスを維持しており、雇用が緩やかに鈍化するなかでも所得と消費の好循環が続いている。一方、インフレ率は財や家賃の伸び率は低下傾向が続いているが、賃金上昇率は高止まりしている。この間、筆者が注目したのは労働生産性の顕著な改善だ。同指標(前年比)は2022年中に悪化したあと4-6月期には2021年10-12月期以来となるプラスに転化した。その結果単位労働コスト(同)は2.4%へ低下した。高止まりする賃金上昇率の一部が労働生産性の上昇で吸収された形だ。米国の労働生産性の上昇は、IT投資の増加に加えて高生産性部門への労働移動を促す柔軟な労働市場の存在に依存する面が大きい。

こうした事情もあって、米国経済の景気後退回避の可能性(ソフトランディングシナリオ)がやや高まっているが、今後はこれまでの利上げの累積効果が顕現化するほか、銀行貸出態度のさらなる厳格化により企業や消費者金融は急速にタイト化する見込みだ。銀行の資本規制の強化も銀行貸出に追加的な悪影響を与える可能性が高い。このため、当社では引き続き米国の景気後退入りをメインシナリオとしている。ただ、米国経済がマイナス成長となる時期については従来の10-12月期から2024年1-3月期に修正した(マイナス成長は2四半期継続の見込み)。景気の底はさらに浅くなりそうだ。また、当社では、Fedは7月利上げの後、9月以降は利上げを中断し、利下げに転じるのは2024年7-9月期(従来の4-6月期から後ズレ)と予測する。

中国では、6月PPI(前年比)が-5.4%、CPIが0.0%(同)とデフレ圧力が強まっている。商品価格の下落に加え、内需が弱くホームメイドデフレのリスクが高まっている。中国政府では、景気対策を打ち出していることから、中国経済が目先景気後退に陥る可能性は低いものの、景気対策については①不動産価格の下落から地方政府の財政状況が悪化し財政政策効果が弱まっていること、②不動産投資が落ち込んでいるうえ、消費者マインドも悪化していること、③政府は民間企業のコスト削減を図っているが、これまでの国有企業優遇政策に伴い民間企業の設備投資意欲が落ち込んでいること、④西側諸国による制裁の影響もあって対内直接投資と輸出が低迷していること、から従来ほどの効果は期待し難い。金融政策面でも利下げなど金融緩和措置を実行しているが、クレジットインパルス(社会融資総量/GDP)は伸び悩んでいる。

日本では、日銀が10年国債金利の0.5%超えを容認し、新たな変動幅上限を1.0%とすることを決定した。植田総裁は記者会見で「2%インフレ目標の安定的・持続的達成には依然距離がある」として、YCC運用柔軟化は、金融政策の正常化(マイナス金利からの脱却)に直接結びつくものではない点を強調しているが、市場の一部にみられる早期正常化期待を払拭するには至っていない。当社では、日銀は、本年度だけでなく2024年度の賃金上昇率も見極めて次の一手を決定する、とみている。6月の所定内給与(前年比、共通事業所ベース)は1.4%と5月(1.9%)から伸び率を縮小させた。2%インフレの持続的・安定的達成にはなお不十分だ。中小企業の賃上げがカギを握っている。

(図表) グローバルPMI



## 家計部門を中心に米国経済は堅調もインフレは鈍化、利上げは7月で停止と想定 企業部門の悪化で年末以降に浅い景気後退へ、利下げは来年7-9月期からと予想

米国の消費者心理が改善している。高水準の求人が滞留するなど労働需給はタイトで、失業率は歴史的な低水準にある。賃金上昇率は高止まりし、雇用・所得環境は堅調だ。反面、食料やエネルギー物価は、商品市況の下落や前年の反動（ベース効果剥落）もあって伸びが鈍化しており、インフレ率（CPI総合）は市場予想を超えるペースで低下している。失業率とインフレ率を合算した「悲惨指数」は大幅に改善し、これが消費者心理を押し上げている（図表1）。米国の個人消費は高インフレで消費者心理が悪化する局面でも、コロナ禍で積み上がった過剰貯蓄の取り崩しに支えられてきた。過剰貯蓄は年内にも払底する公算だが、この先はインフレ鈍化による実質所得の増加や消費者心理の改善が個人消費を下支えしよう。

23年4-6月期のGDP成長率は前期比年率2.4%と前期(2.0%)から加速するなど、米国経済は底堅さを保っている。そうしたなかでは労働需給の逼迫や賃金上昇、サービスインフレなどは沈静化しそうもない。だが、実際には雇用や求人の増勢は鈍化し、雇用コストやサービスインフレ率は（依然として高すぎるものの）、ピークアウトしてきた。FRBが重視するインフレ率（食料・エネルギーを除くPCEデフレータ前年比）は6月に4.1%となり、前月（4.6%）から顕著に低下した（図表2）。このうち財物価と家賃の上昇鈍化は想定通りだが、タイトな労働市場を背景に粘着してきた非住居サービスのインフレ（スーパーコア）までもが鈍化したことは特筆に値する。昨年3月に始まったFRBの利上げの効果がじわりと発現し始めた模様だ。

FRBは7月のFOMCで0.25%の利上げを決めつつ、年内の追加利上げの可能性を示唆した。だが、それはインフレ率がFRBの予想通りのペースで推移した場合の話だ。6月のインフレ率は図表2の通り、明らかにFRBの予想経路から下振れしている。当社は、利上げは7月で打ち止めと予想しているが、足下のインフレ率の動きはそれをサポートするものといえる。もっとも、これは単月の結果でありインフレ鈍化の基調を示すとは限らない。また、長期の期待インフレ率（5～10年先、ミシガン大調査）が上振れし、インフレ再燃のリスクが懸っている点にも留意が必要だ。さらに、市場で利上げ打ち止めや利下げの観測が高まれば、株高（資産効果）やインフレ期待の上昇を通じて、個人消費の過熱やインフレの再燃を招くリスクもある。金融政策は引き続きデータ次第であり、年内追加利上げの可能性は燃る。

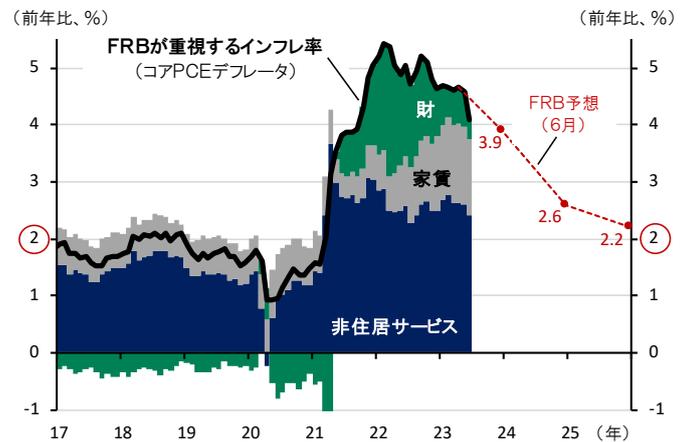
なお、足下の景気は上振れ気味だが、この先の下振れリスクにも警戒が必要だ。堅調な家計部門とは裏腹に、企業部門を取り巻く環境は厳しさを増している。政策金利は米国の名目潜在成長率（約4%）を上回り投資環境が悪化しているほか、逆イールドが銀行収益を悪化させ、信用収縮を招いている。銀行の貸出態度の厳格化は、好調を維持する設備投資が近く急落するリスクを感じさせる（図表3）。家計部門を見れば景気後退など起こりそうもないが、利上げの累積的な効果や実質政策金利の上昇で企業部門はオーバーキルの瀬戸際にある。7月FOMCでFRBのスタッフはリセッションの予想を撤回したが、当社は年明け以降に米国が浅いながらも景気後退に入ると予想する。他方、インフレの2%目標への着地は25年以降となる公算が大きく、FRBが利下げに転じられるのは来年後半以降となりそうだ。

■ 図表1: インフレ率の低下と低失業で消費者心理が改善



注: 悲慘指数 = インフレ率 (CPI総合前年比) + 失業率  
出所: BLS, ミシガン大学, SFGI

■ 図表2: インフレ率はFRBの予想経路を下回る



注: FRB予想は、6月FOMCで提示された当局の物価見通し  
出所: BEA, FRB, SFGI

■ 図表3: 金融環境はタイト化し、企業部門は急落の瀬戸際



出所: FRB, BEA, SFGI

## 7月会合で日銀は先手を打ってYCC再修正を決断 会合後の債券市場は金利上昇への警戒を強める

7月の日本の長期金利(10年物国債利回り)は7月の金融政策決定会合が近づきにつれて上昇圧力が強まっていったが、過去の決定会合とは異なり上限(当時)の0.5%に張り付くには至らなかった。債券市場の機能度が改善していたことや植田総裁等の発言から金融緩和継続観測が根強く、YCCの再修正を織り込む動きが過去の決定会合前ほど強まらなかったためだ。

しかし、7月の金融政策決定会合ではYCCの再修正が実施され、長期金利の変動許容幅の上限は事実上1%に引き上げられた。これにより、長期金利は会合後に0.5%を突破し、0.6%台まで上昇した(図表1)。0.6%台に載せたのは2014年ぶりであり、近年では記録的な高水準となった。

今回のYCC再修正決定の背景として、植田総裁は中長期期待インフレ率が過去よりも上昇し、今後の長期金利上振れリスクが高まっていることを踏まえて、先手を打ってYCCを再修正したと説明した。期待インフレ率が上昇する一方で、長期金利の上限を低く固定した場合、実質長期金利が過度に低下することで金融緩和効果が強まる一方で、資産バブルや円安の行きすぎなどの副作用を助長することになりかねない。実際、足下の実質長期金利は昨年と同程度の低水準だ(図表2)。今回の柔軟化は副作用を軽減して金融緩和の持続性を高めると植田総裁は説明した。

植田総裁は、日本でも長年凍り付いていた中長期期待インフレ率の上昇によって足下の物価等への波及効果も過去より大きくなり、ノルムが変わりつつある中、2%物価目標達成に向けた距離はなお遠いとはしながらも、前進しつつあるとの認識を示した。こうした認識のもと、今回発表された展望レポートの物価見通しでは、予測中央値は前回4月からほぼ不変だが、民間予測値と比べると上振れしている。また、予測分布の上限は上方修正されており、リスクバランス認識も24・25年度は上方修正された。

とはいえ、物価の先行きはまだまだ不透明だ。確かに賃金や中長期期待インフレ率の上昇といった上振れ要因は出てきているが、一方で輸入物価や仕入価格の低下といった下振れ要因も確認でき、双方の材料が入り混じった状況だ。当社メインシナリオでは米国の景気後退等の前提に基づき、今後は物価が相応に減速するため、2%物価目標の早期達成は困難と予想する。そのうえで、マイナス金利解除は当面見込めず、また長期金利コントロールについても少なくとも年内までは現状維持を見込む。

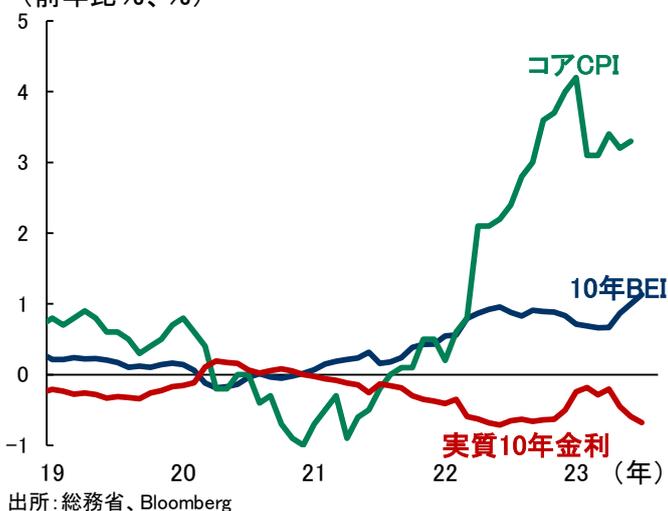
次回展望レポート公表時の10月までに物価の上振れリスクが一段と高まる可能性も否定はできない。足下7月の都区部コアコアCPIは3カ月ぶりの加速となり、物価高止まりの兆しもある。しかし、6月の所定内給与(速報)は前月から減速した(図表3)。

会合後の債券市場の反応をみると、OIS3カ月先10年金利の上昇などから、先行きの金利上昇に身構えている様相がうかがえる。米国長期金利上昇に釣られた面もあるが、日銀のオペ運営方針が見えづらく金利の上値を探っている状況だ。8日の30年債入札結果は一安心だったが、当面は債券の売り圧力は根強いだろう。

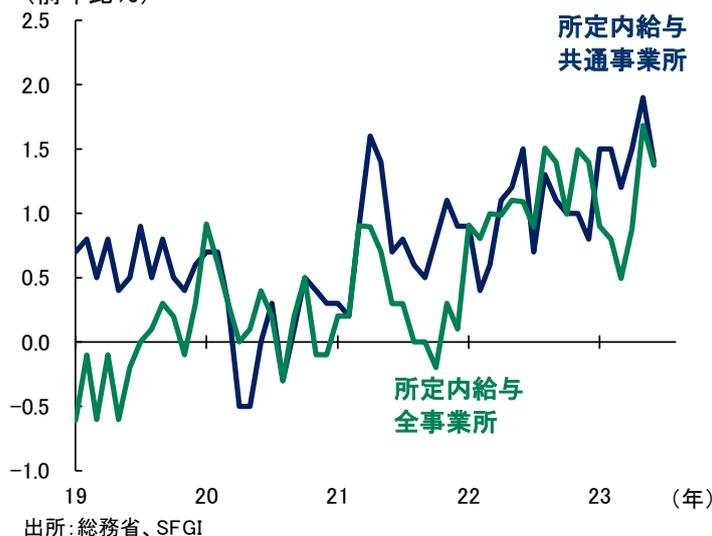
■ 図表1: 10年債利回りは7月に0.6%を突破



■ 図表2: 足下の実質長期金利は低水準  
(前年比%, %)



■ 図表3: 6月の所定内給与(速報)は減速  
(前年比%)



## 過剰貯蓄の払底やインフレの高止まりで個人消費は失速の公算 利上げで強まる企業へのストレス、固定資産投資や輸出の悪化で年内に景気後退へ

ユーロ圏の消費者心理は水面下の急回復となっている。昨秋に前年比10%を超えていた欧州のインフレ率(HICP総合)は、7月までに5.3%へと低下し、これによる実質所得の回復を家計が好感している模様だ(図表1)。実質個人消費は、高インフレで実質所得が悪化する局面でも小幅な減少にとどまっていた。その背景には、コロナ禍の家計給付金等が積み上がった過剰貯蓄の取り崩しがあった模様だ。ただし、ピーク時に5,400億ユーロ(筆者試算)に上った過剰貯蓄は、早ければ年内にも払底する公算。そのため、今後の個人消費は実質所得と消費者心理がどこまで改善するかが焦点となり、それはどこまでインフレが低下するかにかかっている。ECBスタッフは、インフレ率が食料・エネルギー価格の沈静化によって年内に3%近辺まで急低下すると予想するが、来年以降は賃金上昇を背景とするサービスインフレの粘着によって高止まりすると予想している(図表2)。そのため、インフレの急低下による実質所得や消費者心理の回復は遅くとも年末までには止まり、コロナ禍前の水準を取り戻すことはなさそうだ。そこに過剰貯蓄の払底が重なることで、個人消費は本格回復を見ずに失速する可能性がある。

一方、企業部門へのストレスは強まっている。コアインフレの高止まりや賃金・物価の連鎖的上昇への警戒から、7月のECB理事会は0.25%の利上げを決め、預金ファンリシティ金利を3.75%まで引き上げた。これにより政策金利は景気減速を招く水準とされる中立金利(2%)を大きく超え、景気後退を招く水準と考えられる名目潜在成長率(3.4%)をも明確に上回った。このことは固定資産投資のリターンとコストの逆転を意味し、投資環境の悪化は製造業や建設業の需要減退を招く。こうした状況下、企業の資金需要は過去最低レベルとなり、この先のGDP成長率が固定資産投資等の減少を主因に大幅マイナスとなる可能性を示唆している。なお、現在の欧州経済の重石は、製造業を中心とする企業部門であり、国でいえばドイツの不調である。ドイツ経済は製造業への依存度が高く、成長のモメンタムは固定資産投資と輸出の動きに左右されやすい。固定資産投資は金融引き締めで採算が悪化しており、輸出は世界貿易の停滞やユーロ高の逆風にさらされている。製造業は多くの国・地域で悪化しており、世界貿易を縮小させている。その背景には、IT製品の端境期に当たり、半導体サイクルが低迷していることがある。近年は欧州の製造業も半導体サイクルに飲み込まれている(図表3)。

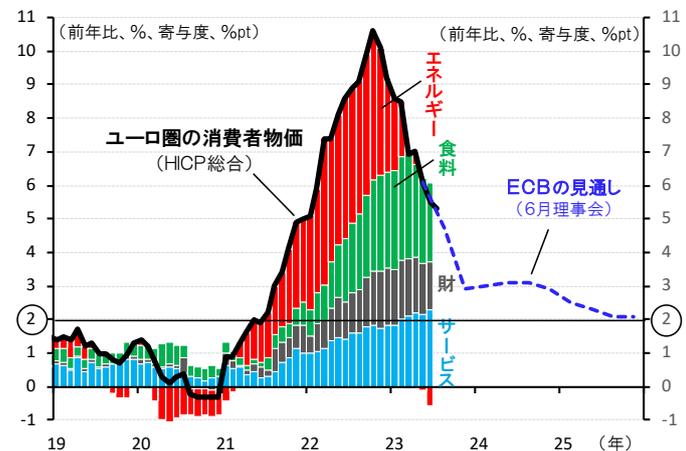
景気悪化が本格化すれば利上げサイクルは終焉を迎える可能性があるが、利下げに転じられるかどうかは物価次第だ。ECBによればインフレが2%目標に着地するのは2025年以降だ。こうしたなか市場は政策金利が当面は4%近辺で高止まりすると予想しているが、そこからインフレ率を差し引いた実質政策金利は間もなくプラスに転じる。この先は金融引き締め効果が急速に強まり、固定資産投資への下押し圧力が一段と高まって行こう。実質政策金利の上昇による需要減と賃上げによる労働コスト増に挟まれ、欧州企業の業況はもう一段悪化しよう。この先の家計部門や関連するサービス業の失速とあわせて考えると、景気悪化はさらに深まっていく公算が大きい。当社は欧州が年内にリセッションに陥ると予想している。

■ 図表1: ヘッドラインインフレの沈静化で消費者心理が急回復



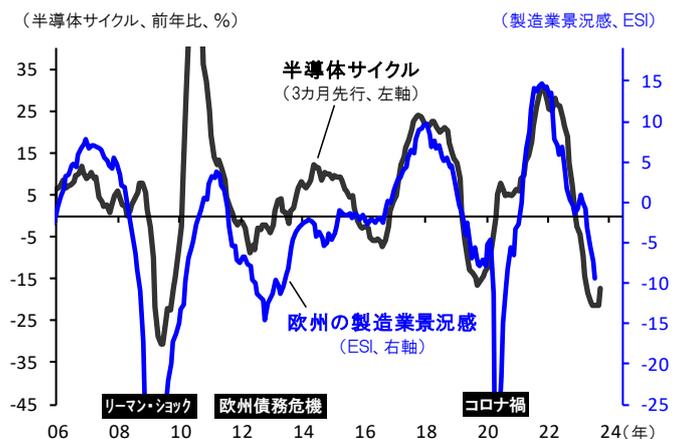
注: 実質労働所得=賃金・俸給/HICP総合  
出所: EUROSTAT, SFGI

■ 図表2: インフレ率は急低下もコアが粘着(サービスは加速)



出所: ECB, EUROSTAT, SFGI

■ 図表3: 欧州の製造業景気をも左右する半導体サイクル



注: 半導体サイクルは世界半導体販売額の前年比  
出所: 欧州委員会, SIA, SFGI

## 中国株は7月続伸も景気対策への期待先行が主因 政府には金融市場が期待するような刺激策実施の意図なし

7月の中国株は上中旬にやや弱含みとなったが、下旬からは上昇に転じる展開となった(図表1)。水準で見ればまだ年初から若干高い程度に過ぎないが、6月以降は底入れ感のある状態だ。

ただ今月の株価上昇の主因は景気刺激策への期待先行であり、中国経済自体の先行き見通しが改善してきたわけではない。

先月中旬に出された4~6月期のGDP成長率は前期比年率+3.2%と潜在成長率(+5~6%)を大きく下回り、1~3月期(+9.1%)と比べて大きく減速した。ゼロコロナ政策解除に伴うリオープン効果は早くも息切れしてしまった格好だ。ただ、これはもともと筆者が見込んでいたことだ。コロナ禍での大規模な家計支援策を実施してこなかった中国では過剰貯蓄に乏しく、また足下では若年層の雇用所得環境の大幅悪化や不動産市況停滞による資産所得減少もあり、リオープン効果の持続性が乏しいことは自然だ。とはいえ、金融市場ではゼロコロナ政策解除による景気持ち直しへの期待が高まっただけに、足下の景気減速への失望は大きく、株価を下押しすることとなった。

その他、引き続き米中対立の激化懸念が株価に暗い影を落としている。7月には半導体生産に欠かせない重要素材であるガリウム、ゲルマニウムの2品目の輸出管理強化を中国政府が発表した。これまで半導体分野に対する米国の対中輸出等の規制強化に対して目立った対抗策を出してこなかった中国だが、いよいよこの輸出管理強化がその狼煙ではないかとの懸念は大きい。

市場価格をみると(図表2)、ガリウム価格は規制強化発表後に価格が上昇したものの、ゲルマニウム価格は小幅の上昇にとどまっておき、まだ大きな混乱は一見なさそうだ。ただ、報道ベースでは実体の取引価格では急騰のケースも出てきているようだ。実際の輸出管理強化は8月1日から実施されているため、今後半導体生産にも波及があるかどうか注視すべきだ。

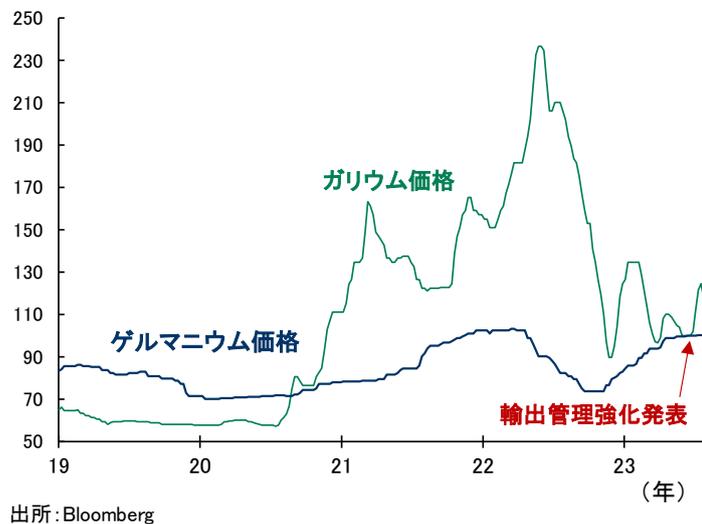
下旬からの株価押し上げ要因となった中国政府の景気刺激策期待については、7月下旬に行われた政治局会議において、不動産市場へのてこ入れを示唆する文言が発表されるなど、当初想定に比べれば景気刺激色が濃い内容と金融市場では評価されたようだ。しかし、その見方は楽観的過ぎであり、むしろ中国政府の姿勢はあまり変わっていないと評価するのが妥当だろう。結局、政治局会議では大幅な財政出動を伴う具体的な景気刺激策の発表はなかった。筆者は従来から習近平政権3期目の優先課題は中国式現代化(国有企業を通じた管理監督の強化や経済安保の強化に資する産業の高度化等)であり、高いGDP成長率の誇示ではないとみている。2023年上期の成長率は+5.5%と政府目標の5%前後を上回ることもあり、政府が大型の景気刺激策を打ち出す可能性は低いのではないかと。

また政府が関与を強めている分野が足下好調であることも、こうした政府方針の一因だろう。鉱工業生産をみると(図表3)、国有企業の生産の伸び率は高まりつつある。一方、民間企業の生産は6月に復調の兆しはあるも、基調としてはまだ弱いままだ。

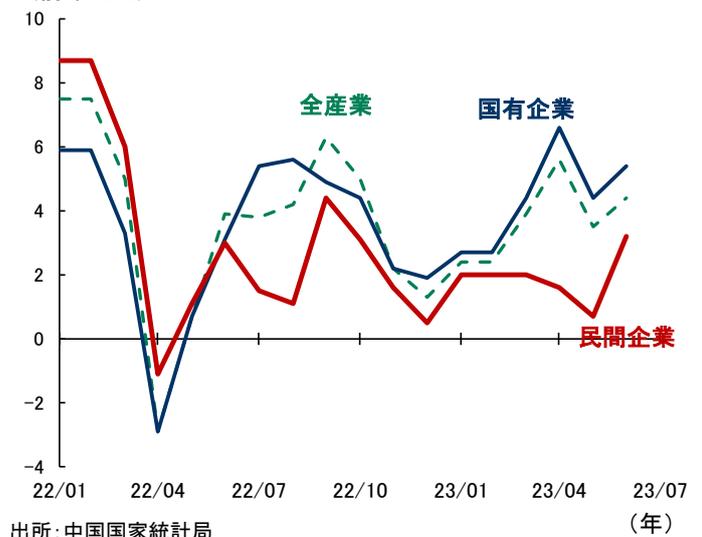
■ 図表1: 7月の中国株価指数は下旬から上昇基調  
(2022年末=100)



■ 図表2: 輸出管理強化対象品目の市場価格はジワリと上昇  
(2023年6月末=100)



■ 図表3: 国有企業の生産は好調、民間企業は低調  
(前年比%)



# 為替相場展望



## 日銀のYCC柔軟化でも進む円安 今後注目すべきポイントは？

7月27、28日の日銀金融政策決定会合(MPM)では、イールドカーブコントロール(YCC)の運用柔軟化が決定された。日本の10年債利回りの目標値は±0.5%に維持しつつ、指値オペの利回りを0.5%から1.0%に引き上げた。したがって、10年債利回りは事実上1.0%までの上昇が許容されたことになる。日銀はこれを、「金融緩和の持続性を高めるため」の措置と説明しているが、実際にもたらされた市場への影響は、10年債利回りの上昇→日本の実質金利の下げ止まりだった(図表)。7月25日時点では-0.72%だった日本の実質金利(10年)は、足下-0.51%台までマイナス幅が縮小している。にもかかわらずドル円は、なぜ決定会合直後の138円台から、その後反転上昇し、143円台までの円安地合いとなっているのだろうか。

MPM後の円安・ドル高については、いくつかの要因が複合的に重なったことが背景とみている。第1に、日銀がベストなタイミングで戦略的にYCCの柔軟化(事実上の再修正)に踏み切ったことで、市場参加者が当面YCC再修正に振り回される必要がなくなった点が挙げられよう。YCC再修正を巡っては、MPMの前週から各メディアの報道が過熱し、円相場もこれに大きく左右される場面がみられた。しかし、当面はこうした動きも下火になると思われる。また、指値オペの水準のみを引き上げたことで、「政策正常化への第一歩」と市場に解釈されないことにも成功した。これにより、MPM当日の朝に12%台まで上昇したドル円1カ月物のボラティリティも、足下9.6%台まで低下している。日米短期金利差が拡大したままボラティリティが低下すれば、円キャリー取引も活発化しやすくなるだろう。第2に、MPM直後の長期金利上昇を見て、日銀がすかさず臨時の国債買入れオペを実施したことが挙げられよう。指値オペは1%で行うものの、金利の急騰には柔軟に対応し、ブレーキをかける姿勢を示したことは、円安圧力を強めた可能性がある。第3に、米国債の格下げが挙げられよう。8月1日格付け会社フィッチレーティングスが米国の長期外債建て発行体デフォルト格付け(IDR)を「AA+」への1段階格下げを発表。これを受けて米10年債利回りが4.0%台に載せたため、米実質金利は7月末時点の1.56%台から8月3日には1.80%台に急上昇し、これがドル高を促したと思われる。第4は、米国の経済指標の堅調ぶりが挙げられよう。特に、8月4日に発表された7月の米雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月比18.7万人増と、市場予想の同20万人を下回ったものの、内訳

をみればサービス業の雇用の強さが確認できる。また、失業率は3.6%から3.5%にむしろ改善。平均時給も前年比4.4%と、市場予想の同4.2%を上回った。労働需給の逼迫により賃金インフレは高止まりする一方、総合インフレが昨年ピークの9.1%から足下3.0%まで低下したことで、実質所得は増加。加えてコロナ給付金などによる過剰貯蓄の残存なども影響し、米個人消費は底堅いままだ。4-6月期の米実質GDP成長率が前期比年率2.4%と、市場予想の同1.8%を上回ったことなどもあり、市場では「ノーランディング」との声も出始めている。このことも、先々の景気に対する楽観的な見方に繋がり、米長期金利をサポートする要因になっているのではないかと。

日本では、期待インフレ率もやや低下しつつある一方、10年債利回りは0.6%台で安定しており、植田日銀総裁就任以降、一本調子で低下してきた実質金利には歯止めがかかったようだ。市場参加者にとって当面日銀の金融政策は「蚊帳の外」となれば、やはり今後注目すべきは米国経済だろう。ただ、今後仮に米経済指標に強いものが目立った場合、必ずしもこれまで通り、利上げ観測の高まり→市場金利の上昇→ドル高、となるかは微妙だ。米10年債利回りが米名目潜在成長率(4.0%付近)を上回る傾向は、米景気減速への懸念を高め、かえって米株価下落や長期金利の低下、ドル安を促す可能性もある。反対に、これまでの利上げの影響で、米経済が急激に悪化するような場合には、やはり米実質金利の低下と共にドル安となるだろう。米経済同様、ドル相場も岐路に立っているようで、いずれにせよドル高・円安局面は終盤に差し掛かっているように見える。もしドル円の上昇を更に長引かせるとすれば、米国のゴールドロックス(適温経済)と、市場のボラティリティの更なる低下が実現する時かもしれない。

(図表) 日本の実質金利



注: 実質金利は10年債利回り-期待インフレ率、出所: Bloomberg、SFGI

# 為替見通し概略

	1カ月	3カ月	コメント
米ドル	対円レート <b>138.50 - 145.50</b>	対円レート <b>135.00 - 146.00</b>	7月のFOMCにおける米国の利上げの最終地点に対する思惑と、日銀のYCC修正の有無がポイントに。ただし、米国の景気後退が強く意識されるに従い、ドル売りが強まる公算。
ユーロ	対ドルレート <b>1.0500 - 1.1200</b> 対円レート <b>148.00 - 160.00</b>	対ドルレート <b>1.0300 - 1.1200</b> 対円レート <b>140.00 - 160.00</b>	ECBはスタンスをハト派化させたが、賃金インフレへの懸念が続く中、9月追加利上げの可能性は残る。ドイツを筆頭に景気悪化懸念が強まっており、年後半のユーロには下押し圧力がかかる公算。
ポンド	対ドルレート <b>1.2200 - 1.3000</b> 対円レート <b>170.00 - 188.00</b>	対ドルレート <b>1.1800 - 1.3000</b> 対円レート <b>160.00 - 188.00</b>	賃金インフレが続く中、BOEは年内残り2回の利上げを行う見込み。名目潜在成長率を大きく上回る水準への利上げは経済をオーバーキルし、金利低下とポンド安を招く可能性が高い。
豪ドル	対ドルレート <b>0.6400 - 0.6700</b> 対円レート <b>91.50 - 95.50</b>	対ドルレート <b>0.6300 - 0.6900</b> 対円レート <b>90.00 - 96.50</b>	今後の追加利上げについて、市場の織り込みは大幅に後退。ただし、RBAはインフレの上振れがあれば追加利上げもあり得るとしており、今後のデータ次第では短期的な上昇を見る可能性がある。
NZドル	対ドルレート <b>0.5950 - 0.6200</b> 対円レート <b>85.50 - 89.00</b>	対ドルレート <b>0.5850 - 0.6250</b> 対円レート <b>82.50 - 89.50</b>	NZはすでにリセッション入りしており、NZ中銀は利上げを停止している。中国の景気減速懸念などが重石となり、当面上値が重い展開が予想される。
加ドル	対ドルレート <b>1.3250 - 1.3600</b> 対円レート <b>104.50 - 109.00</b>	対ドルレート <b>1.3000 - 1.3700</b> 対円レート <b>102.00 - 109.50</b>	6月のCPIや7月雇用統計の結果から、9月の追加利上げ期待は減退している。各種指標を確認しつつ、当面のカナダドルは方向感を模索する展開か。
ブラジルリアル	対ドルレート <b>4.790 - 5.080</b> 対円レート <b>28.00 - 30.00</b>	対ドルレート <b>4.750 - 5.150</b> 対円レート <b>26.70 - 30.50</b>	ブラジル中銀は8月に入り、50bpもの大幅利下げを決定。ここから継続的な緩和サイクル入りと見られており、ブラジルリアルには当面下押し圧力が掛かる公算。
南アランド	対ドルレート <b>18.100 - 19.500</b> 対円レート <b>7.300 - 7.800</b>	対ドルレート <b>17.900 - 20.000</b> 対円レート <b>7.100 - 7.900</b>	南ア中銀は7月の会合で利上げを停止したが、声明では「金利はピークを付けておらず、これは引き締めサイクルの終了を意味しない」としており、利下げは遠い。経済への逆風が強い状態が続き、南アランドの重石となろう。

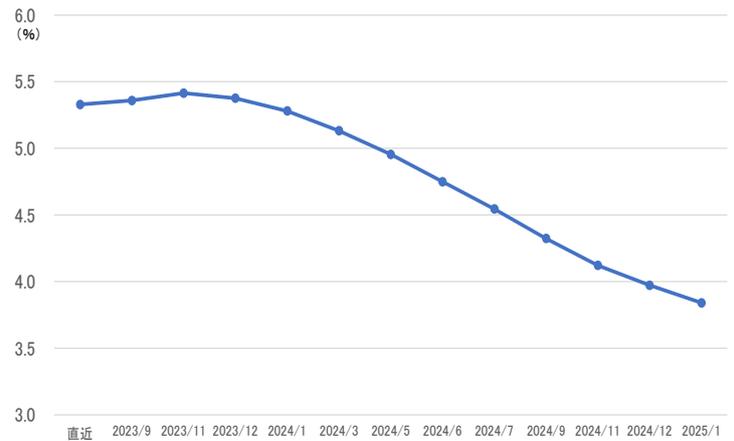
## 日銀のYCC政策修正で「材料消化感」も 米国の次の一手に集まる注目

7月以降、ドル円相場は荒い値動きが続いている。6月の米雇用統計で非農業部門雇用者数が予想を下回ったこと、12日発表の6月消費者物価指数(CPI)が市場予想を下回ったこと、さらに日銀のYCC政策修正観測などが重なり、ドル円は一時5月以来の137円20銭台まで値を下げた。報道によりYCC修正観測が後退したことで円売りが強まる場面も見られたが、25-26日の米連邦公開市場委員会(FOMC)において、米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長が市場の期待ほどタカ派的でなかったこと、再度報道によってYCC修正観測が高まったこと、28日に日銀が実際にYCC修正を発表したことが重石となり、ドル円は上げ幅を縮小。ただ、8月に入ると、日銀がオペで金利抑制に動いていることなどもあり、141円台半ばから143円ちょうど付近で方向感に乏しい展開となっている。

米7月FOMCについては、市場予想通り25bpの利上げを決定。年内の追加利上げの可能性を示唆した一方、その決定は「データ次第」とのスタンスを堅持した(詳細はP3参照)。8月4日発表の米7月雇用統計は非農業部門雇用者数が市場予想を下回ったことで発表後はドル売り優勢となったが、労働参加率が62.6%で横ばいの中で失業率は改善(3.6%→3.5%)している上、平均時給は減速予想に対して前年比+4.4%で横ばいとなるなど、賃金インフレ懸念は残る内容だった。しかし、本稿執筆時点の市場は年内あと1回の追加利上げを3割程度織り込むに止まっている(図表1)。9月19-20日開催予定のFOMCまでの間にCPIを2回、雇用統計を1回見ることができ、インフレの高止まりを示唆する材料が出てくれば、改めて9月追加利上げ観測が浮上し、ドル高圧力となる可能性は否定できない。一方、インフレ減速を改めて意識させる内容となれば、ドル円には下方に圧力が一段と掛かる可能性がある。今後の米経済指標の結果には要注意だ。また、24-26日にはジャクソンホールシンポジウムも予定されており、パウエルFRB議長から目新しい発言があるかどうかも注目だ。

一方日銀に関しては、YCC政策の再修正を実施したことで、今後は「政策修正の思惑」自体が円相場の波乱材料になることはほとんどなくなる公算。さらに日銀が金融緩和策を継続する姿勢を維持し続けている限り、日銀の金融政策決定会合自体も手掛かり材料としては弱くなっていく。YCC政策の再修正によって日本の金利の上昇が懸念されてはいるが、米国の利上げが「あってもあと1回」であることを考慮すれば、米長期金利の上昇も限られ、それに相関する本邦長期金利の上昇余地も限られよう(図表2)。当社は、米国経済の見通しを上方修正し、日銀のYCC政策修正が実際に行われたことを考慮し、ドル円相場の見通しを上方修正した(図表3)。ただし、今後米経済が減速し、2024年の利下げを見据える中でドル安・円高基調で推移するという予想は維持している。

■図表1: FF金利先物市場の織り込む政策金利見通し



出所: Bloomberg、SFGI

■図表2: 日米の10年債利回りの推移



出所: Bloomberg、SFGI

■図表3: 日米実質金利差とドル円相場および当社見通し



注: 当社見通しは四半期末値ベース 出所: Bloomberg、SFGI

## ECBのタカ派スタンスは軟化もインフレ抑制最優先は変わらず 引き締め長期化は経済のオーバーキルとユーロ安圧力に

7月のユーロは対ドルで1.1276ドルと、昨年2月以来の高値まで上昇。しかしその後は下落基調をたどり、8月に入ると1.10ドルを割り込む場面も見られている。ユーロドルは7月6日と8月3日に90日移動平均線(執筆時点で1.0930ドル近辺)にサポートされており、同水準を下回ると、下落トレンドが一段と明確になる。一方、対円では日銀の金融緩和継続を背景に高値圏での推移が続いているが、158円ちょうど近辺が堅いジレスタンスとなっている(図表1)。

ユーロの反落の背景にあるのは、欧州中銀(ECB)のスタンスのハト派化だ。7月ECB理事会では、市場予想通り25bpの利上げが決定されたが、ECBのスタンスは6月と比較すれば明確にハト派化した。声明文では、「インフレ率を2%の目標に戻すために必要な限り」十分に制限的な水準に設定するとされ、「必要な限りその水準に維持される」との文言は削除された。ラガルド総裁の記者会見も、追加利上げを確約した6月とは異なり「データ次第」を強調。9月理事会に向けてフリーハンドの確保を優先した格好だ。

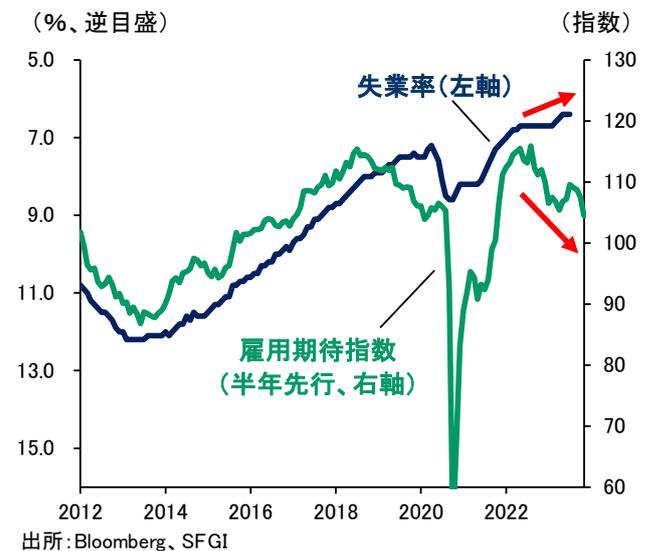
もっとも、ECBのインフレに対する評価は「減速の兆しが見られるも依然として高すぎる」との判断から不変だ。ECBは、ユーロ圏における賃金上昇と労働生産性の低さが賃金インフレに繋がっていることを警戒しているが、状況は好転していない。欧州委員会が公表している雇用期待指数は失業率に半年ほど先行して動く傾向にあるが、足下では同指数は低下を続けているにもかかわらず、失業率はむしろ低下傾向だ(図表2)。つまり、企業の採用意欲は低下しているにもかかわらず、労働組合の力が強いユーロ圏では解雇が容易に行えず、労働力を持て余している可能性がある。こうした状況は、まさにECBが指摘する雇用コストの高止まりとそれによる賃金インフレに繋がりを、インフレ抑制を難しくする。市場の年内の利上げ見通しは6割程度となっているが、9月以降に利上げが行われる可能性は十分に残る(ラガルド総裁は利上げ停止後に再開する可能性にも言及)。

インフレに対する評価以上に大きく変化したのは、経済に対する評価だ。声明文では、「堅調」との評価だったサービス業は「減速している」と改められ、「強さの源泉」とされていた労働市場についても、今後数カ月で減速する可能性が示唆された。加えて、かつてユーロ圏経済の牽引役だったドイツの経済も、今や「劣等生」だ。天然ガスの脱ロシア、中国とのデリスキング、ユーロ高という三重苦に苛まれる中、ドイツの鉱工業生産は建設や自動車の失速を背景に、直近7月は前月比▲1.5%と市場予想を下回った(図表3)。しかも、ラガルド総裁は「ECBは二重の使命を帯びていない」と述べ、景気を理由にインフレ抑制の手を緩めることはないとの見方を示している。引き締めの長期化はユーロ圏経済を確実に蝕み、年後半に掛けてのユーロの重石となりそうだ。

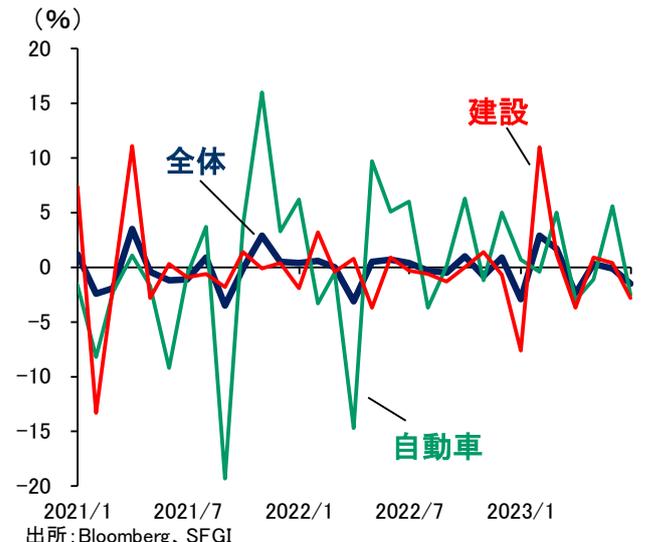
■ 図表1: ユーロドル・ユーロ円(日足)



■ 図表2: ユーロ圏 失業率・雇用期待指数



■ 図表3: 独鉱工業生産(前月比)



## インフレリスクは引き続き上方向 景気悪化懸念が金利ピークアウトとポンド安に繋がるか

7月のポンドは、対ドルで一時昨年4月以来の1.30ドル台に乗せる場面が見られた。もっとも、その後は多くの通貨と同様、ドル買いが強まる中で反落し、上げ幅を消す展開となっている。一方、対円では180円台前半を中心とした、レンジ相場が続いている(図表1)。これまで主要通貨の中でも特に強さが目立っていたポンドだが、対ドルでは7月でピークアウトした可能性がある。7月27日には、割り込んだ1.30ドルを再び試す場面が見られたが失敗。米国の4-6月期国内総生産(GDP)が市場予想を上回ったことで1.28ドルちょうど近辺まで急反落した。今後は1.30ドルが強いレジスタンスとして意識されよう。

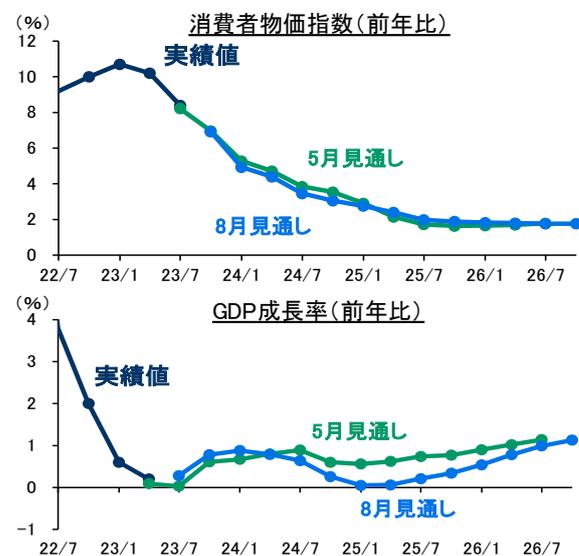
英中銀(BOE)は8月の金融政策委員会(MPC)で、市場予想通り25bpの利上げを決定。50bpの利上げを行った6月のようなサプライズはなかった。ただ、MPCメンバー間でも意見は割れており、ハスケル・マン両委員は労働市場のタイトさや賃金上昇圧力の高さを理由に、50bpの利上げを支持。一方、ディングラ委員は、過剰な金融引き締めによるリスクを警戒し、今回も据え置きを主張した。英国のインフレの状況を見れば、50bpの利上げを主張するタカ派メンバーの主張には一理ある。四半期ごとに公表される金融政策報告書では、今後のインフレ見通しは前回5月からほぼ横ばいとなった(図表2上段)。報告書では、賃金と物価のスパイラル(second-round effect)が依然として見られており、インフレに関するリスクは前回よりは和らいだものの、引き続き上方であるとの評価が下げられた。実際、英国では物価高を背景とした賃上げ要求が続いており、鉄道や空港などでストライキが頻発。週平均賃金は右肩上がりの上昇を続けている。こうした中、市場では年内残り2回の利上げがほぼ織り込まれているが、予想通り実施される可能性が現時点では高いとみる。

一方、GDP成長率見通しは下方修正された。報告書では、利上げが住宅ローン金利の上昇やそれによる住宅価格の下落を通じて個人消費に下押し圧力をもたらす点が指摘された。加えて、金利の上昇が企業の投資活動を抑制する旨も指摘されている。こうした中、英国経済は来年初頭から年末にかけて減速するとの見通しに下方修正された(図表2下段)。今年のポンドドルは米英実質金利差の縮小、つまり、米国の実質金利以上に英国の実質金利が上昇してきたことが大きな要因だった。英国の10年債利回りを、短期期待政策金利(ここではターミナルレートの市場予測値で代替)とタームプレミアムに分解すると、将来の景気悪化を懸念してタームプレミアムのマイナス幅は拡大しているものの、それ以上のペースでターミナルレートの予測値が上昇したため、金利が上昇していることがわかる(図表3)。今後、市場が将来の景気悪化を懸念して利下げを織り込み始めれば、期待政策金利とタームプレミアムの双方が低下し、10年債利回りも急低下する公算が大きい。これまでポンド高のドライバーとなってきた金利上昇も終盤に向かっていとみて良さそうだ。

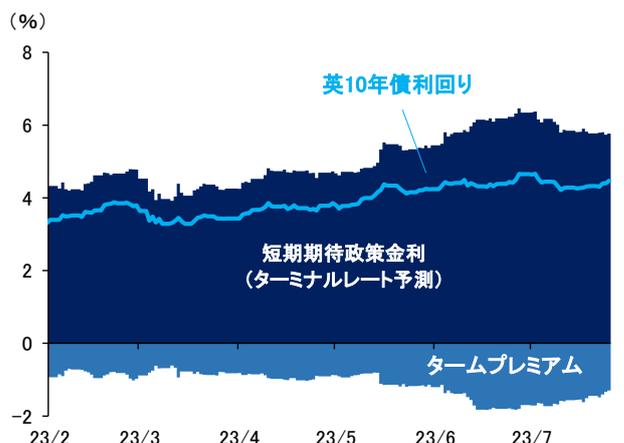
■ 図表1: ポンドドル・ポンド円(日足)



■ 図表2: BOE経済予測



■ 図表3: 英10年債利回りの分解



## RBAは利上げを再び停止 追加利上げの可能性を残すも市場はハト派に

7月半ば、米6月消費者物価指数(CPI)が市場予想以上の減速を示したことで米ドルが一般的に売られる中で一時豪ドルは大きく反発するも、米7月ミシガン大消費者信頼感指数の好結果などを受けてドル買い優勢に転換すると軟化。多くの主要国通貨が同様の動きをしており、大きくみれば豪ドルはこれまでに引き続き、主体性に乏しい値動きだったといえる。ただ、26日発表の豪州の4-6月期CPIが市場予想を下回る結果になったこと、8月1日に豪中銀(RBA)が政策金利を据え置いたことなどは重石となり、8月に入ってからの豪ドルは欧州通貨などに比べて対円・対ドルで弱さが目立った(図表1)。

7月中に発表された豪経済指標を見ると、やや底堅い様子だった。7月ウエストパック消費者信頼感指数は依然として低迷してはいるが底堅く、6月企業信頼感も改善しており、企業景況感も横ばい。6月雇用統計は市場予想を大きく上回る雇用の伸びを示し、しかもその雇用増は正社員主体で、労働需給は引き続き逼迫していると言える状態だった。7月のRBA理事会議事要旨では追加利上げの有無について「8月の理事会で協議予定」とし、「4-6月期のCPI、グローバル経済、雇用市場を注視」としていた。グローバル経済については7月のRBA理事会以降で大きく変わった部分はない。労働市場の逼迫を考慮すると、インフレがRBAの見通しから上振れていれば8月利上げの可能性はあったとみる。しかし、4-6月期CPIの結果は5月時点のRBA四半期金融政策報告で出した見通し以上のインフレの減速を示しており、これがRBAの利上げ見送りの主要因だったと考えられる。

4日に発表された四半期金融政策報告では、インフレ率に関しては、総合・刈り込み平均ともに下方修正しているが、その後は一部上方修正しており、双方が目標(2-3%)内に戻るのには2025年後半。賃金指数などは2024年前半まで上方修正されている。一方、実質GDP成長率は下方修正されるも、依然リセッションは予想されていない。1日のRBA理事会の声明においても、RBAは「さらに一定の金融引き締めが必要となる可能性」「インフレ率は低下しつつあるが、引き続き高すぎる」「賃金の伸びは労働市場の状況に応じて加速している」などとコメントしており、インフレへの警戒は和らいだとは言えない状況だ。しかし、キャッシュレート先物市場では、追加利上げの織り込みは低下傾向にあり、本稿執筆時点で追加利上げの可能性を年末までに3割強織り込む程度に止まっている(図表3)。全てはRBAの主張する通り、「データ次第」となるだろうが、今後のインフレがRBAの見通しを上回る場合、追加利上げの可能性が再浮上するだろう。その際は、豪ドルには大きく反発する余地がある。当面、全体の相場としては、ドル次第という値動きが続くと見られるものの、物価関連及び雇用統計の指標発表時の値動きには要注意だ。

■図表1: 豪ドルチャート



■図表2: RBAの経済見通し(8月四半期金融政策報告)

		末値ベース					
		2023年6月	2023年12月	2024年6月	2024年12月	2025年6月	2025年12月
実質GDP成長率	2023年8月	1.6%	0.9%	1.3%	1.6%	2.0%	2.3%
	2023年5月	1.70%	1.20%	1.40%	1.70%	2.10%	--
賃金指数	2023年8月	3.7%	4.1%	4.0%	3.8%	3.7%	3.6%
	2023年5月	3.80%	4.00%	3.90%	3.80%	3.70%	--
名目平均時給(非農業)	2023年8月	4.9%	6.5%	5.0%	4.4%	4.1%	3.7%
	2023年5月	4.20%	5.30%	4.80%	4.40%	4.10%	--
刈り込み平均インフレ率	2023年8月	5.9%	3.9%	3.3%	3.1%	2.9%	2.8%
	2023年5月	6.00%	4.00%	3.30%	3.10%	2.90%	--
インフレ率	2023年8月	6.0%	4.1%	3.6%	3.3%	3.1%	2.8%
	2023年5月	6.30%	4.50%	3.60%	3.20%	3.00%	--

※青は5月報告から下方修正、赤は上方修正 ※全て前年比  
出所: 豪中銀、SFGI

■図表3: キャッシュレート先物市場の織り込む年末時点の政策金利



## 経済見通し

(% )		2022年	2023年				2024年				2025年	2022年	2023年	2024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	実質GDP	2.6	2.0	2.4	0.4	0.0	-0.7	-0.2	1.2	1.8	1.8	2.1	1.8	0.2
	コアPCEデフレーター	4.8	4.7	4.4	4.2	3.8	3.5	3.3	2.9	2.6	2.5	5.1	4.3	3.1
日本	実質GDP	0.4	2.7	1.6	0.5	0.3	0.0	-0.5	-0.3	0.9	1.1	1.0	1.3	-0.1
	コアCPI	3.8	3.5	3.3	3.0	1.8	1.5	1.2	0.8	0.5	0.6	2.3	2.9	1.0
ユーロ圏	実質GDP	-0.2	0.1	1.1	0.0	-0.8	-1.5	-0.7	-0.2	1.1	1.3	3.4	0.5	-0.5
	CPI	10.0	8.0	6.2	4.7	2.9	3.0	3.1	3.1	2.9	2.5	8.4	5.5	3.0
中国	実質GDP	2.9	4.5	6.3	5.0	4.9	4.6	4.5	4.1	4.0	4.0	3.0	5.2	4.3
	CPI	1.8	1.3	0.1	0.7	1.2	2.3	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	0.8	2.1

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は消費税の影響除く

## 金利見通し

(% )		2022年	2023年				2024年				2025年	2022年	2023年	2024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	4.25~4.50	4.75~5.00	5.00~5.25	5.25~5.50	5.25~5.50	5.25~5.50	5.25~5.50	4.75~5.00	4.25~4.50	3.75~4.00	4.25~4.50	5.25~5.50	4.25~4.50
	10年債利回り	3.88	3.47	3.84	4.05	3.85	3.65	3.45	3.35	3.40	3.45	3.88	3.85	3.40
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	0.42	0.35	0.39	0.65	0.60	0.55	0.50	0.50	0.50	0.50	0.42	0.60	0.50
ユーロ圏	政策金利	2.00	3.00	3.50	4.00	4.00	4.00	3.50	3.00	2.50	2.00	2.00	4.00	2.50
	独10年債利回り	2.57	2.29	2.38	2.66	2.44	2.22	2.00	1.89	1.94	2.00	2.57	2.44	1.94
中国	政策金利	3.65	3.65	3.55	3.45	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.65	3.35	3.35

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ペ金利、中国は貸出基準金利。期末値

## 為替見通し

		2022年	2023年				2024年				2025年	2022年	2023年	2024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	132	133	144	140	135	132	127	125	126	127	132	135	126
ユーロ	ユーロ円	143	144	156	148	140	135	132	133	136	137	143	140	136
	ユーロドル	1.08	1.08	1.08	1.06	1.04	1.02	1.04	1.06	1.08	1.08	1.08	1.04	1.08
ポンド	ポンド円	160	164	180	171	159	145	137	141	149	156	160	159	149
	ポンドドル	1.21	1.23	1.25	1.22	1.18	1.10	1.08	1.13	1.18	1.23	1.21	1.18	1.18
豪ドル	豪ドル円	87	89	94	91	88	86	83	84	86	81	87	88	86
	豪ドル米ドル	0.66	0.67	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.67	0.68	0.64	0.66	0.65	0.68

注: 全て期末値

# イベントカレンダー

2023年8月	日本	米国	欧州	その他
1日(火)	5月 失業率 5月 有効求人倍率	7月 製造業PMI 確報 6月 JOLTS求人 7月 ISM製造業景況指数	(独) 7月 製造業PMI 確報 (欧) 7月 製造業PMI 確報	
2日(水)		7月 ADP雇用統計		
3日(木)		新規失業保険申請件数 7月 サービス業PMI 確報 7月 ISM非製造業景況指数	(英) BOE金融政策委員会	
4日(金)		7月 雇用統計	(独) 6月 製造業受注 (欧) 6月 小売売上高	
5日(土)				
6日(日)				
7日(月)			(独) 6月 鉱工業生産	(中) 7月 外貨準備高
8日(火)	6月 毎月勤労統計			(中) 7月 貿易収支
9日(水)				(中) 7月 CPI (中) 7月 PPI (中) 7月 社会融資総量 (中) 7月 マネーサプライM2
10日(木)		7月 CPI 新規失業保険申請件数 ホスティック・アトランタ連銀総裁発言 ハーカー・フィデラルワイド連銀総裁発言		
11日(金)		7月 PPI 8月 ミシガン大学消費者信頼感指数 速報	(英) 2Q GDP 速報	
12日(土)				
13日(日)				
14日(月)				
15日(火)	2Q GDP 速報	7月 小売売上高	(独) 8月 ZEW景況感指数	(中) 7月 小売売上高 (中) 7月 固定資産投資
16日(水)		7月 住宅着工件数 7月 鉱工業生産 FOMC議事録	(欧) 2Q GDP 改定 (欧) 6月 鉱工業生産 (英) 7月 CPI	(中) 7月 新築住宅価格
17日(木)	7月 貿易統計 6月 機械受注	新規失業保険申請件数		
18日(金)	7月 CPI			
19日(土)				
20日(日)				
21日(月)				
22日(火)		7月 中古住宅販売件数 ゲルズビー・シゴ 連銀総裁発言		BRICSサミット
23日(水)		8月 製造業PMI 速報 8月 サービス業PMI 速報 7月 新築住宅販売件数	(独) 8月 製造業PMI 速報 (欧) 8月 製造業PMI 速報	
24日(木)		7月 耐久財受注 速報 新規失業保険申請件数 ジャクソンホール会議(～26日)		
25日(金)		8月 ミシガン大学消費者信頼感指数 確報	(独) 2Q GDP 確報 (独) 8月 IFO企業景況感指数	
26日(土)				
27日(日)				
28日(月)				
29日(火)	6月 失業率 6月 有効求人倍率	7月 JOLTS求人 8月 コンファレンスボード 消費者信頼感		
30日(水)		7月 ADP雇用統計 2Q GDP 改定		
31日(木)	6月 鉱工業生産	7月 個人所得 7月 個人支出 新規失業保険申請件数	(仏) 2Q GDP 確報	(中) 8月 製造業PMI (中) 8月 非製造業PMI

\*8月7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

2023年9月	日本	米国	欧州	その他
1日(金)	2Q 法人企業統計	8月 雇用統計 8月 製造業PMI 確報 8月 ISM製造業景況指数	(独) 8月 製造業PMI 確報 (欧) 8月 製造業PMI 確報	
2日(土)				
3日(日)				
4日(月)				
5日(火)				
6日(水)		8月 サービス業PMI 確報 8月 ISM非製造業景況指数	(独) 7月 製造業受注 (欧) 7月 小売売上高 (独) 7月 鉱工業生産	
7日(木)		新規失業保険申請件数	(欧) 2Q GDP 確報	(中) 8月 外貨準備高 (中) 8月 貿易収支
8日(金)	7月 毎月勤労統計 2Q GDP 確報			
9日(土)				(中) 8月 CPI (中) 8月 PPI (中) 8月 マネーサプライM2 G20サミット (~10日)
10日(日)				ロシア統一地方選挙
11日(月)				(中) 8月 社会融資総量
12日(火)			(独) 9月 ZEW景況感指数	
13日(水)		8月 CPI	(欧) 7月 鉱工業生産	
14日(木)	7月 機械受注	8月 小売売上高 新規失業保険申請件数 8月 PPI	ECB政策理事会	
15日(金)		8月 鉱工業生産 9月 ミシガン大学消費者信頼感指数 速報		(中) 8月 新築住宅価格 (中) 8月 小売売上高 (中) 8月 固定資産投資
16日(土)				
17日(日)				
18日(月)				
19日(火)		8月 住宅着工件数		
20日(水)	8月 貿易統計	FOMC	(英) 8月 CPI	
21日(木)		新規失業保険申請件数 8月 中古住宅販売件数	(英) BOE金融政策委員会	
22日(金)	8月 CPI 日銀金融政策決定会合	9月 製造業PMI 速報 9月 サービス業PMI 速報	(独) 9月 製造業PMI 速報 (欧) 9月 製造業PMI 速報	
23日(土)				
24日(日)				
25日(月)			(独) 9月 IFO企業景況感指数	
26日(火)		8月 新築住宅販売件数 9月 コンファレンスボード 消費者信頼感		
27日(水)				
28日(木)		2Q GDP 確定 新規失業保険申請件数 パウエルFRB議長発言		
29日(金)	8月 失業率 8月 有効求人倍率 8月 鉱工業生産	8月 個人所得 8月 個人支出 9月 ミシガン大学消費者信頼感指数 確報	(英) 2Q GDP 確報	
30日(土)				(中) 9月 製造業PMI (中) 9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『(最新版)本当にわかる為替相場(2023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 シニアアナリスト

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エコノミストとして入社。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。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。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

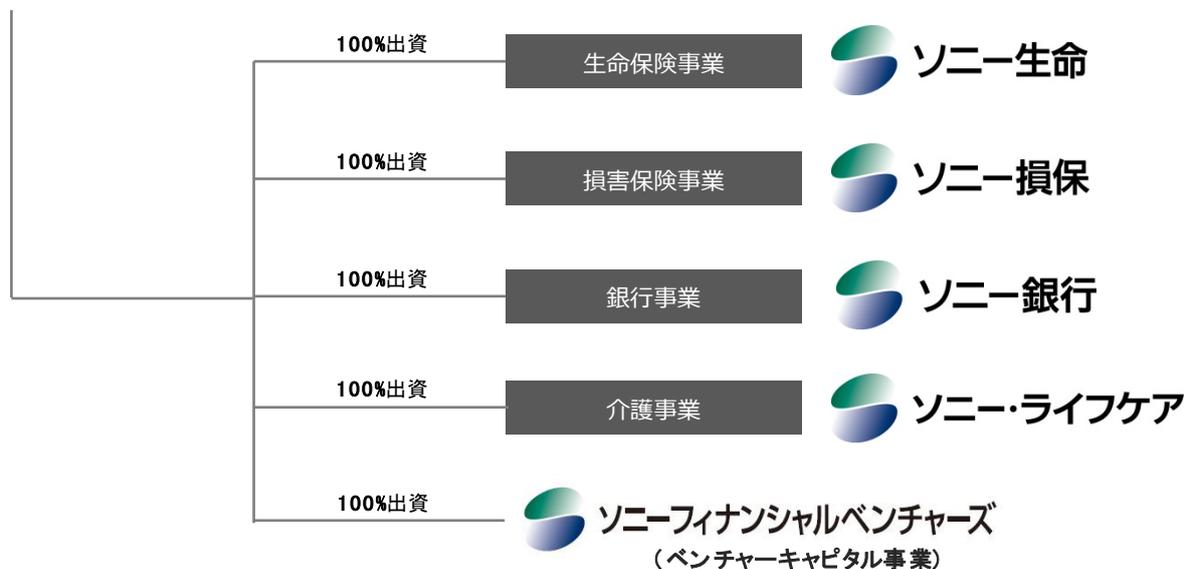
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、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

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さまに提供しています。
- 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>