

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

2025年11月号



# トランプリスクとサナエノミクスに揺れる金融政策

## 経済見通し

エグゼクティブエコノミスト 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	13
----------------------------	----

イベントカレンダー	14
-----------	----

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

2025年11月号



## トランプ関税の景気押し下げ効果顕現化はさらに後ずれ 日銀は次回支店長会議で春闘の初動のモメンタムを確認へ

米国政府機関閉鎖の影響で米国の政府統計の発表に遅れが生じているため、足下の米国経済状況に関する判断が難しくなっている。民間統計の重要性が高まるなか、10月グローバル全産業PMIは52.9と9月に比べ小幅に改善した(図表)。米国(54.6)、ユーロ圏(52.5)、日本(51.5)といずれも50を上回って推移している。懸念されていたトランプ関税の影響は少なくともPMIを見る限り明示的には表れていない。

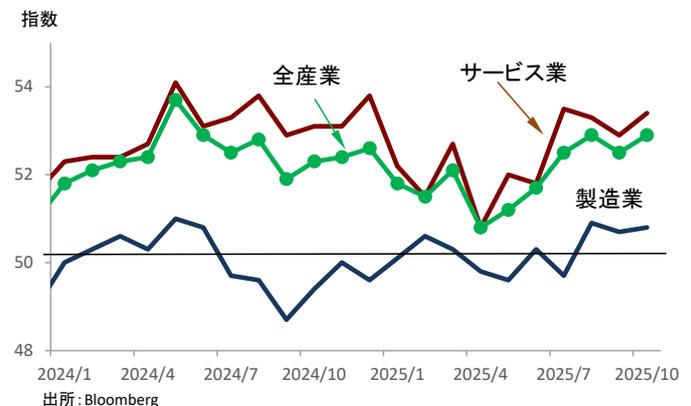
パウエルFRB(連邦準備理事会)議長は10月FOMC(連邦公開市場委員会、10月28・29日)後の記者会見で「関税のインフレ率(コアPCEデフレーター)押し上げ効果は0.5~0.6%なので、直近の2.8%を前提とすると、関税を含まないインフレ率は2.3~2.4%となり、我々の物価目標である2%からはさほどかけ離れた数字ではない」と述べる一方「今後積み残し部分が顕現化するであろう」とも発言している。一方、民間調査機関は異なる試算結果を発表している。Yale Budget Labでは、「(関税は)短期的には物価を1.3%押し上げる」(10月30日)との見方だ。関税効果が当初の見込みより発現が遅れているのは、「関税賦課前の輸入在庫が予想より多かった」「関税効果は初期段階では米企業が負担した」との見方が多いのだが、いずれにせよ、関税率引き上げによる物価押し上げ効果は今後さらに強まる可能性がある点には留意すべきだ。また、政府機関閉鎖が長期化しており、これが景気下振れ要因となりかねない。当社では、米国景気の減速は10-12月期以降に後ずれするという見通しに修正した。FRBの利下げ時期については、パウエル議長が「12月利下げは既定路線ではない」と述べたことから、12月の可能性は低下したと考えるが、来年少入り後早々になるか、あるいは議長が交代する6月になるかは今後のデータ次第だ(メインシナリオは来年6月利下げ)。

この間、米国の個人消費は高所得者が牽引し底堅く推移している。高所得者は株価の上昇による資産効果から物価上昇を吸収し消費を増加し続ける余地がある。ミシガン大学調査による米国消費者信頼感は10月にかけて悪化している一方実質消費が底堅く推移している(ただし8月まで)のは、アンケート調査が一人一票で集計されるのに対し、個人消費の平均は加重平均で求められることに起因している可能性がある。一方、設備投資にも類似性がみられる。今後の設備投資計画についてのNY連銀調査結果は、先行きについて慎重にみ

る企業の割合が高いが、設備投資の先行指標であるコア資本財受注は足下堅調だ。一部企業がAI関連で巨額の投資を行うも、業種・企業の広がり欠ける、との指摘もある。一部の消費者・企業が経済を牽引するのが健全な姿かどうかについては議論の余地があるが、経済が二極化するK字型回復がニューノーマルなのかもしれない。

日銀は10月の金融政策決定会合(29・30日)で予想通り現状維持を決めたが、マイナスの実質政策金利が続く下で、市場の関心は利上げ時期に移っている。この点につき、植田総裁は「当面注目しているのが来年の春闘に向けての労使の交渉姿勢」「(春闘の最終結果を待つのではなく)初動のモメンタムについての情報を集めたい」「トランプ関税の自動車産業への影響を見極めたい」と述べた。2025年度収益については、12月短観(12月15日発表)である程度明らかになると思われるが、焦点は日銀が「賃金交渉の初動のモメンタム」をいつどのような情報で判断するのか、という点だ。昨年の例をみると、植田総裁は、2024年12月会合後の会見で「今後の賃金動向についての情報があまりに少ない」と述べたあと、0.5%への利上げを決定した2025年1月会合後の会見では「支店長会議では、継続的な賃上げが必要との認識が幅広い企業に浸透しているとの報告(を受けている)」と述べ、支店長会議での情報が利上げを判断した重要な要因であったことを明らかにした。本年についても、次回支店長会議が開催されるのは来年1月なので、利上げ決定は2026年1月会合とみるのが妥当であろう。もっとも、その間に為替が急速に円安になる場合などは利上げ時期が12月に前倒しされる可能性もある。

(図表) グローバルPMI



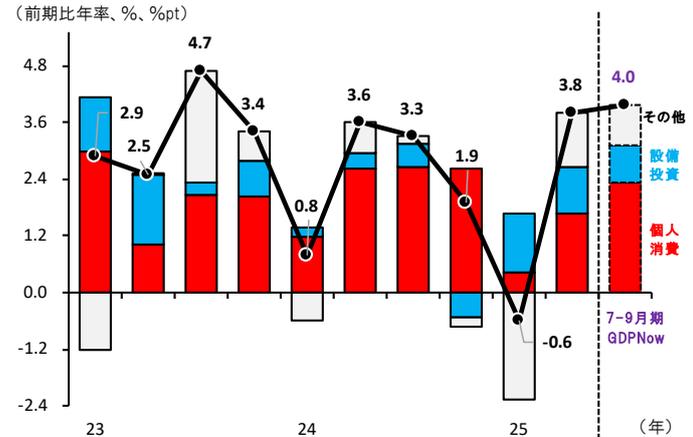
## 個人消費と設備投資が堅調、FRBは雇用悪化を回避する「予防的利下げ」を実施 市場が期待するような大幅利下げは実質金利低下と資産バブルを招く恐れ

米国経済は堅調。10月30日に公表予定だった7～9月期GDPは政府閉鎖の影響で未発表だが、アトランタ連銀の「GDPNow」は、前期比年率4%の高成長を見込む(図表1)。関税の影響が懸念された米経済は想定外の強さを示している。主因は個人消費と設備投資の好調だ。個人消費の強さの背景として、第一に、企業が関税負担を吸収することで、当初警戒されたほどにはインフレが進んでいないことがある。第二には、家計の二極化がある。足元では、低所得層はインフレや高金利に直面し消費者マインドを悪化させているが、富裕層は株高を背景に消費を活性化させている。米国では、所得上位20%が家計金融資産の9割を保有し、個人消費の4割を占める。株高の資産効果が富裕層消費を押し上げ、経済を支える構図が鮮明だ(図表2)。他方、設備投資はIT関連が活況。生成AIの開発・運用には高性能GPUを大量投入したデータセンターが不可欠であり、これが半導体需要や関連投資を喚起している。また、企業はトランプ政権の移民排斥や製造業の国内回帰の進展に備えた省力化投資も急いでいる。

一方、労働市場は減速。失業率は直近4.3%と、まだ完全雇用失業率(4.2%)並みの低水準にとどまるが、求人倍率(求人数÷失業者数)は1倍を割り込み、失業率が急上昇する臨界点を過ぎた(図表3)。米国では人員削減が迅速に行われるため、失業率がひとたび悪化し始めると、急進する傾向がある。当面は反移民政策による労働供給制約で失業率の上昇が抑制される可能性はあるが、それはあくまでも縮小均衡であり、FRBが目指す雇用最大化に反する。こうした中、FRBは9月に続き10月も利下げを決めた。雇用悪化を未然に防ぐ「予防措置」の位置づけだ。

ただし、現在の雇用減速は政策や構造要因の影響が大きい。たとえば、企業の採用抑制や移民の働き控え、政府職員の解雇などはいずれもトランプ政策の影響だ。また、AIが若年層や低技能労働者を代替し、採用抑制や解雇を誘発していることもある。こうした雇用減速は、利下げで対処できるものではない。足元でインフレ期待は上振れしているほか、来年以降は減税等の経済政策の効果で、インフレ率が2%に着地しない可能性が高い。市場は来年末までにあと3回超の利下げを見込むが、そのような大幅利下げを進めれば、金利低下と期待インフレ率の上昇によって実質金利が大きく下がり、資産バブルを招く恐れがある。それで個人消費が過熱しインフレが再燃すれば、利下げどころか来年中にも利上げが必要になる。だが、中間選挙が迫る中で利上げをしようとするれば、トランプ大統領はFRBへの不当な政治圧力を一段と強めよう。つまり、いま大幅利下げを進めれば、後のFRBをより困難な状況に追い込むことになる。そうした懸念もあり、パウエル議長はFOMC後の会見で12月の利下げは「既定路線ではない」と強調し、市場の期待を牽制した。当社は、追加利下げはパウエル議長退任後の来年6月、ターミナルレートは3.6%と予想する。もっとも、政策判断は今後のデータ次第であり、雇用が大きく崩れる場合は、来年前半に複数回の利下げがあり得る。

■図表1: GDPNowは米国経済の成長加速を示唆



## 高市内閣誕生で”責任ある積極財政”への警戒から金利は高騰も過度の懸念は後退 10月会合で日本銀行は先行きの米国経済の見極めの必要性を再度強調

10月の日本の長期金利は上昇傾向で推移した(図表1)。10月4日に自民党総裁選で有力と目されていた小泉進次郎候補を破って高市早苗候補が勝利し、大きなサプライズとなった。責任ある積極財政を主張し、金融引き締めにも消極的な考えを持つとみられる高市氏が首相就任有力となり、総裁選直後は短～中期ゾーンの金利が利上げ観測後退を受けて低下する一方、長～超長期ゾーンの金利が財政拡張観測などから大きく上昇するツイスト・スティーピングが進んだ。ただし、その後、長期金利の上昇は一服した。この要因は、米国政府閉鎖による不透明感の高まりから米国長期金利が低下したことに加え、①財政規律を重んじる麻生太郎氏が副総裁、鈴木俊一氏が幹事長に就任、②国民からの人気があり積極財政を主張する国民民主党の玉木雄一郎氏は連立協議の結果、政権入りせず日本維新の会との連立が成立、③玉木氏の就任も噂された財務大臣には元財務官僚の片山さつき氏が就任、といった要因から財政拡張への過度な警戒が後退したことも大きい。ただ、デマンドプル型のインフレ定着を目指し、重点分野への積極投資などを主張する高市総理のサナエノミクスはかつてのアベノミクスと類似するとの見方や10月FOMC後の米国長期金利の上昇もあり、長期金利は高値圏で推移している。

40年債利回りは高市氏の自民党総裁選勝利後に一時大きく上昇したものの、その後は一転して低下した。上述した財政拡張観測への警戒が後退したことが主因だ。その中で、10月15日の20年債入札が無難な結果で通過したことが金利低下を後押しした。ただし11月11日の30年債入札は弱い結果となり、高市政権の財政拡張政策に対する警戒は債券市場では根強い。

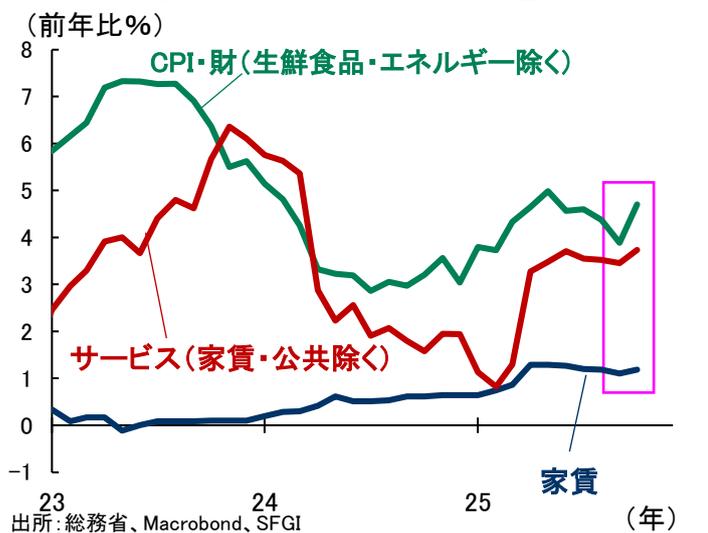
10月末の日本銀行の金融政策決定会合では政策金利が据え置かれ、展望レポートの予測値や経済物価の基本的見解には大きな変化はなく、政策姿勢は概ね継続された。10月の東京都区部CPIは強い結果(図表2)となり、高市内閣誕生で円安地合いが強まる中でも、展望レポートや植田総裁の会見では、米国経済の先行き不透明感が大きく、情勢を見極める必要性が強調された印象で、債券市場ではハト派的との見方も一時広がった。しかし、植田総裁は、①米国経済の下振れリスクは低下、②春闘の”初動の”モメンタムが重要、との認識を示し、12月会合での利上げオプションを確保する意図も垣間見られた。当社メインシナリオでは、春闘の賃上げ率や米国経済の情勢がより明らかになる26年1月会合での利上げを想定するが、米国経済や為替、高市政権の思惑次第で、12月会合はライブになるとみるべきだ。

筆者は、来年26年の春闘賃上げ率・ベアを3.5%と予測する(図表3)。この予想はコンセンサス(3.14%)よりやや強気だが、①日米合意やAIブームにより製造業の減益見通しが4月想定より軽微にとどまること、②人手不足感の強い非製造業では優秀な人材確保が不可欠なこと、③食料中心にインフレ率(帰属家賃除くベース)は依然高く従業員の不満は大きいこと等から、企業の賃上げ意欲は今年(ベア3.7%)と大きく変わらないと予想する。実際、連合の要求水準は昨年と同程度の5%以上で据え置かれた。

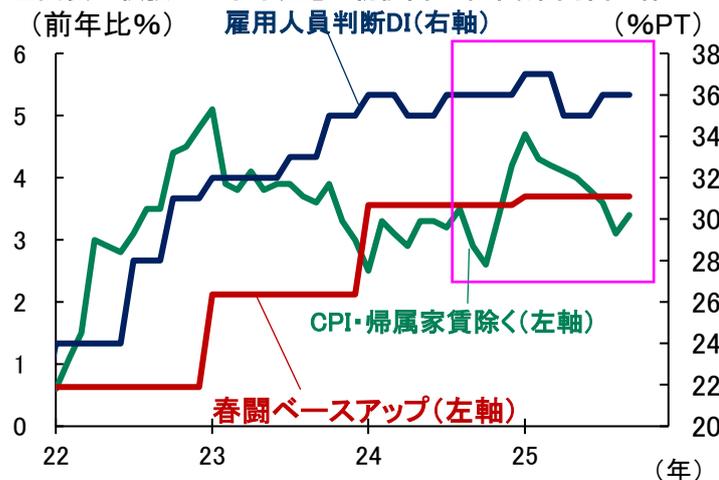
■図表1: 10月の10年債利回りは高止まり



■図表2: 10月東京都区部CPIではインフレ加速の兆し



■図表3: 根強い人手不足感と物価高で来年春闘も高い伸びに



## 関税リスクは後退も民間の資金需要が減退、ユーロ高や高金利が輸出・投資を抑制 ECBは様子見姿勢、長期インフレ予想の行方がカギ

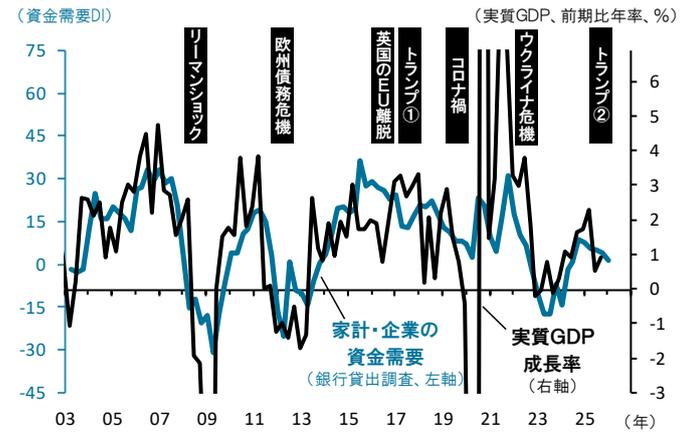
7~9月期のユーロ圏GDP成長率は前期比年率0.9%となり、前期の0.5%から加速した。ただし、依然として潜在成長率(約1.3%)を下回っており、景気は低迷している。その主因は、①トランプ関税の不確実性による企業の萎縮、②米ドル安に伴うユーロ高、③米金利につられた欧州の高金利であり、いずれもトランプ大統領発の外生的ショックである。7月末には米欧間の貿易協定が成立し、トランプ関税を巡る不確実性は後退した。米国の関税率は、自動車では日本や韓国と同じ15%となり、航空機・同部品では実質ゼロ%となった。これにより自動車輸出が主力のドイツのGDPはマイナス成長を脱し、航空機産業に強みを持つフランスは輸出増により成長率が加速した。ただし、ユーロ高による輸出競争力低下と高金利による資本コストの高止まりは今なお続いており、家計や民間企業の資金需要は減退しつつある(図表1)。今後の経済成長のけん引役は、欧州再軍備計画やドイツのインフラ投資などの公的需要となる見通しだ。

ユーロ圏経済に不相応なユーロ高は価格競争力を損ね、実質域外輸出の減少に直結している。また、図表2の通り、欧州の輸出受注と設備稼働率には極めて高い相関がある。中国の内需の弱さや内製化の進展による輸入減、ユーロ高による外貨建て輸出価格の上昇、トランプ関税による米企業との価格競争などが欧州の輸出受注の減少を招いており、鉱工業生産の縮小や設備稼働率の低下を通じて、固定資産投資の停滞に繋がっている。

欧州の高金利も重荷だ。政治不安や財政改革の先送りによるフランス金利の上昇も一因だが、主因は米国の高金利にある。ユーロ圏の長期金利(主要国のGDP加重平均値)は米金利に連動して約3%で高止まりしており、主要企業のROA(1.5%)を上回り、名目GDP成長率(4%)に迫っている。経済実態に見合わぬ高金利は、投資採算を悪化させ、固定資産投資を抑制しよう。

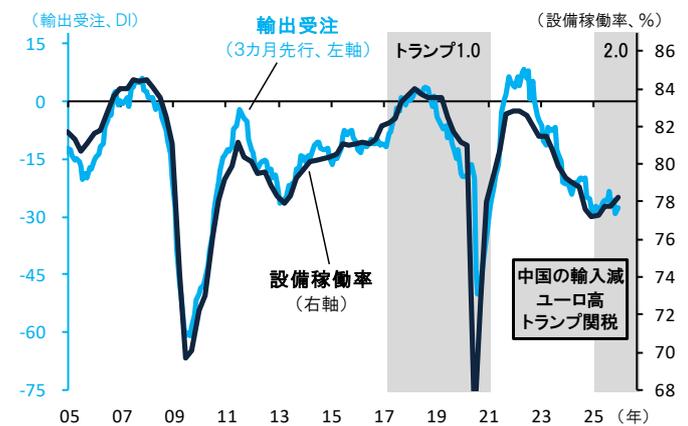
消費者物価上昇率は現在2%超だが、懸念されるのは下振れだ。輸出や固定資産投資の低迷・ユーロ高・原油安などがデフインフレ圧力となろう。安価な中国製品の流入にも引き続き要警戒だ。こうした中、ECBの金融政策は様子見姿勢を続けている。10月の理事会は、3会合連続で政策金利を2%に据え置いた。ラガルド総裁は会見で、政策金利は「引き続き良い位置にある」が「固定されたものではない」とし、政策判断はデータ次第であることを強調した。なお、ECBスタッフの物価見通しは、26年~28年の3年にわたって2%を下回るが、総裁は中期的な下振れリスクこそが問題であり、短期的な変動に過剰反応すべきではないとの認識を示している。図表3の通り、長期インフレ予想は2%の物価目標にアンカーされており、これが政策据え置きを判断を支えている模様だ。当社はECBが当面、政策金利を2%に据え置くと予想している。ただし、米国が利下げを継続し、ドル安・ユーロ高が進む場合には、ECBが再び利下げを模索する可能性がある。金融政策の判断においては、現実の消費者物価以上に、長期インフレ予想の動きが重要性を増している。

■図表1: 資金需要は減退、民間主導の成長加速は期待薄



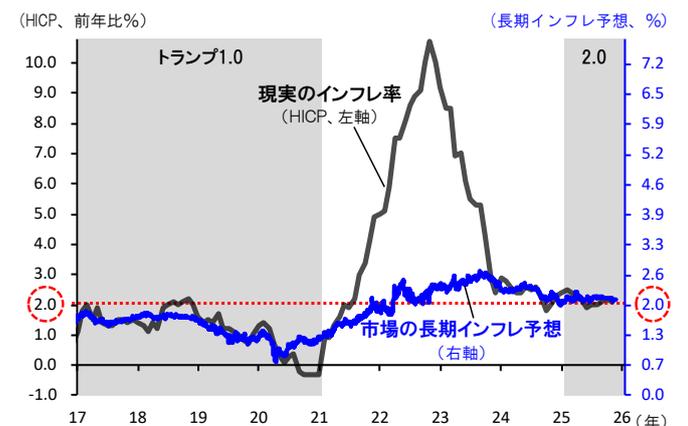
注: 家計・企業の資金需要は欧州中銀の銀行貸出サーベイより  
出所: 欧州中銀、ユーロスタット、SFGI

■図表2: 輸出低迷が生産減と固定資産投資の停滞に波及



出所: 欧州委員会、ユーロスタット、SFGI

■図表3: インフレ予想は約2%で安定、金融政策は様子見



注: 長期インフレ予想は、インフレスワップ5年先5年物  
出所: 欧州中銀、ユーロスタット、SFGI

## 中国株は米中摩擦の再激化によりブレーキも首脳会合で両国は一時休戦に同意 4中全会を経て採択された第15次5カ年計画では経済安全保障重視の継続を再確認

10月の中国株は、ハンセン中国企業指数は弱含み、CSI300指数は横ばいとなった(図表1)。10月上旬に中国政府がレアアース輸出規制の大幅強化の方針を発表し、世界的な自動車業への悪影響や米中摩擦の再激化への懸念が高まり、株価は低下した。しかし、10月末にトランプ大統領と習近平国家主席が会談を行い、両国が互いの懸案事項について譲歩(米国側は対中国関税を一部引き下げ、中国側はレアアースの輸出規制強化を1年凍結など)することで同意し、11月以降の株価は持ち直しに転じている。

今回の米中摩擦再激化について、一部では中国側が突然強硬姿勢を強めてトランプ政権に揺さぶりをかけ、交渉で優位に立つ意図があると報じられた。しかし、より重要な誘因は9月末に発表された米国政府の輸出管理規則の規制強化、いわゆる50%ルール(制裁対象企業が50%以上の株式を所有する事業体も規制対象とする)適用だ。このルール適用は中国企業のサプライチェーンに悪影響を及ぼすリスクがあり、中国政府は看過せず強く反発した。事実、同ルール適用により、オランダに本社を置くNexperia(中国企業Wingtech傘下の企業)がオランダ政府に強制接収される異例の事態が起こり、中国側は同社の中国工場からの自動車向け半導体出荷を禁止する強烈的な報復措置を取った。これにより、一部の自動車生産ラインが稼働停止となり、世界的な自動車業への悪影響懸念が沸騰した。首脳会合後、同ルールの適用は1年間暫定的に停止となり、中国政府はNexperiaの輸出再開を許可した。ただ、今回の合意内容は全般的に具体性に乏しく、実効力が不透明だ。両国はあくまで「一時休戦」で合意したと言える。

米国の対中国関税が10%引き下げられることに加え、同月発表されたGDP結果を踏まえ、中国の2025~26年の実質GDP成長率を小幅に上方修正する。今回の合意により、中国と他国・地域の関税との差が縮小するため、中国の対米輸出が小幅に押し上げられることを見込む。また、同月発表された1~9月期の実質GDP成長率は、生成AI関連産業の成長などにより5.2%と市場予想を上回った(図表2)。25年通年の政府目標である5%前後の成長達成も確実な情勢になったと言える。そのため当面の景気刺激策は的を絞った対策となりそうだ。株価上昇によるバブル懸念もあり、大型の景気刺激策の実施は控えられると予想される。

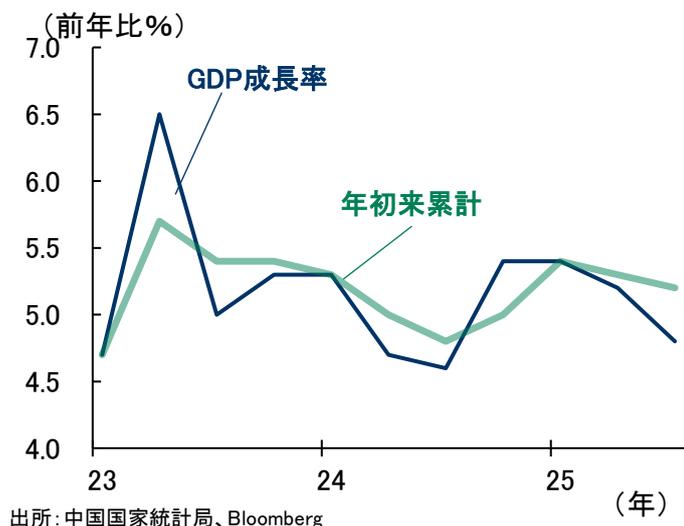
しかし、足下の景気の基調は弱含んでいる。政策効果の息切れや「反内巻」政策(過剰生産対策)などにより、固定資産投資や小売売上高の減速が目立つ(図表3)。景気下振れリスクを先んじて予防する政策の動きに乏しい点は不安材料と言えるだろう。

前月開催された4中全会を経て採択された第15次5カ年計画では、筆者の予想通り、自立自強(外国技術への依存低下)による産業高度化を引き続き重視する方針が示され、最優先分野は経済安全保障強化に資する供給力強化で不変となった。ただ経済のリバランスの観点から、個人消費の拡大を目指す方針も明記されており、その具体策が12月の中央経済工作会議や3月の全人代で発表されるか注目したい。しかし消費活性化に向けて重要な不動産対策の言及はなく具体性は欠いたままだ。

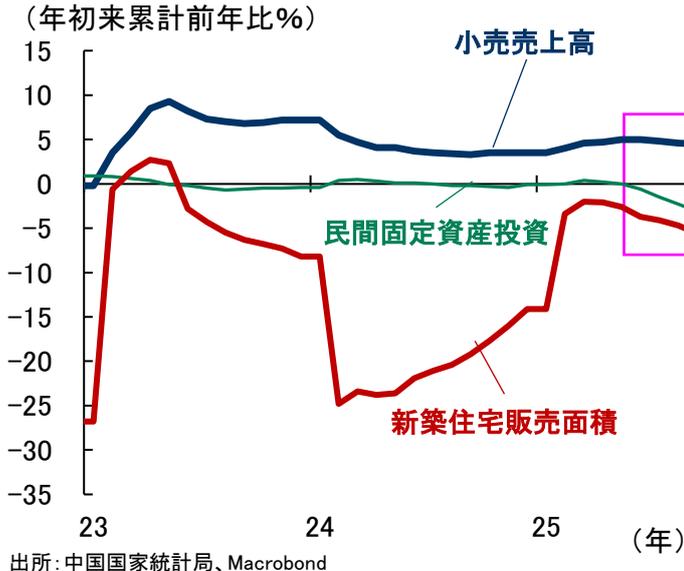
■図表1: 10月の中国株は上昇傾向



■図表2: 中国の1~9月期GDP成長率は政府目標5%越え



■図表3: 足下の中国では内需の減速が目立つ





## 史上最長に長引いた米政府閉鎖

## 今後の注目点とドル円相場への影響

振り返れば今年も、トランプ政権が国際秩序に揺さぶりをかけるなか、世界の政治・経済の不確実性が高まった。特に、政治経済の不確実性を示す「経済政策不確実性指数(EPU)」は、4月2日の「相互関税ショック」を受けてグローバル指数が急騰(図表)。一時は2020年の「コロナショック」を上回ったが、7月以降、米国と各国との関税合意が進むなか、急低下した。ただ、歴史的な水準からみれば高いうえ、米国の不確実性については将来再び高まるリスクを孕んでいる。

米議会上院は11月10日夜、連邦政府の閉鎖を終わらせるためのつなぎ予算案を可決した。これを受けて下院でも12日に採決が行われる見通しで、米政府機関の一部閉鎖は近く解除に向かう公算だ。ただ、政府機関の閉鎖は11月10日時点で41日間と、史上最長に達していただけに、既に米国経済に深刻な影響を齎しており、米連邦職員の給与払い停止や、空の便の混乱、食糧支援の遅れなども生じている。また、今回はあくまで「つなぎ予算」の期限が2026年1月30日まで延長されただけであり、2025年度(2026会計年度)の本予算が期限までに成立しなければ、再び政府機関閉鎖のリスクは残る。

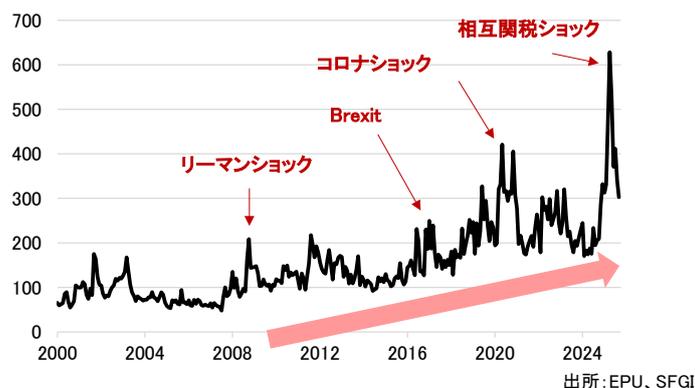
議会で主な論点となっていたのは、オバマケア(ACA)補助金だ。ACA補助金は中・低所得層の医療保険を軽減するために支給されているが、これが2025年末で期限切れとなる予定だ。民主党はACA補助金の延長を強く求めていたが、今回の法案には含まれておらず、12月に採決が実施される予定ではあるものの、見通しは不透明だ。今回、議会が機能不全となるなかで、同補助金失効の可能性が高まり、不透明感から保険会社は来年の保険料を引き上げる傾向にあった。報道によれば、約2400万人の米国民が、昨年よりもはるかに高い保険料で保険に加入せざるを得なくなっているという。米議会予算局(CBO)は、閉鎖が長く続けば、10-12月期のGDP成長率を最大2%ポイント押し下げると警鐘を鳴らした。

こうした混乱を受けて、トランプ大統領の支持率も急低下した。米調査会社Real Clear Politicsによれば、9月以降は支持率が46%台から低下し、11月以降に一段と低下。本稿執筆時点では42.9%となっている。一方で、不支持は54.2%に急上昇した。これが11月4日に行われた米地方選挙でも如実に表れており、バージニア州知事選、ニュージャージー州知事選、ニューヨーク市長選では、いずれも民主党候補が勝利した。

今後は、12月中旬に予定されている、オバマケア補助金延長に関する採決に注目したい。今回の譲歩に対し、一部の民主党議員から不満が噴出している一方、トランプ大統領は「オバマケアは詐欺」と発言しており、一歩も引かない構えである。次に、来年1月30日のつなぎ予算の期限が重要な節目となる。予算を巡り、再び政府閉鎖の可能性が高まれば、市場のセンチメントは悪化するだろう。日本でも、これまでの「高市トレード」による株高・円安にブレーキがかかり始めているが、米国発の株安によって、ドル円の上昇も巻き戻される可能性がある。さらに怖いのは、来年の中間選挙を控えて、トランプ大統領がどのような行動を取るかが読めないことだ。自身の支持率回復のため、「製造業の米国回帰が不十分」「米貿易赤字の縮小が不十分」などと、諸外国に矛先を向けて、さらなる関税引き上げに踏み切るかもしれない。(IEEPAに基づく関税が違憲となれば代替手段をとる公算)。

翻って日本では、高市氏の総理大臣就任を受けて、日銀の利上げ観測が大きく後退し、円安が進行した。ただ、三村財務官は11月5日、「為替の実際の動きと日米の金利差の推移を見ると、最近はやや乖離が見られると言えるだろう」と発言。「高市トレード」で進む円安をけん制した。片山財務大臣も今年3月に「ドル円は120~130円が実力」と述べており、必ずしも「高市政権=円安容認」とは限らない点に注意が必要だろう。そもそも高市政権は物価高対策を最重要課題としており、一段と円安が進めばインフレが加速する点は認識しているはずで、日銀の利上げに対しても、その必要に迫られれば理解を示すと思われる。長期的には円安・ドル高の見通しだが、市場のセンチメント悪化や日銀の利上げ観測再浮上に伴い、一時的には円高が進む可能性は高いように思われる。

(図表) 経済政策不確実性指数(グローバル指数)



# 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>149.00 - 156.00</b>	対円レート <b>148.00 - 156.00</b>	「高市トレード」による過剰な円安の修正が入る可能性がある。米国の利下げについての思惑は、政府機関閉鎖解除後に揃うデータに振らされる展開と見られ、値動きは引き続き荒いと見られる。
ユーロ	対ドルレート <b>1.1400 - 1.1800</b> 対円レート <b>177.00 - 182.00</b>	対ドルレート <b>1.1200 - 1.1800</b> 対円レート <b>172.00 - 182.00</b>	ユーロ圏経済はインフレと成長のバランスが取れた「良い位置」にいますが、フランスの政治・経済をはじめ、リスク要因もある。利下げ期待が再燃すれば、ユーロ安圧力に。
ポンド	対ドルレート <b>1.2900 - 1.3400</b> 対円レート <b>199.00 - 208.00</b>	対ドルレート <b>1.2800 - 1.3400</b> 対円レート <b>193.00 - 208.00</b>	英国の財政悪化懸念と景気悪化による利下げ期待でポンドへの下押し圧力は強まっている。失業率も上昇しつつあり、利下げ期待が更に高まればポンドは急落のリスクも。
豪ドル	対ドルレート <b>0.6450 - 0.6700</b> 対円レート <b>96.00 - 101.80</b>	対ドルレート <b>0.6400 - 0.6800</b> 対円レート <b>94.50 - 102.00</b>	RBAは年内は金利据え置きの方針で、国内の経済指標を受けての豪ドルの値動きは当面、乏しくなる可能性。ただし、利下げフェーズに終わりが見えていることで、ドル安・リスクオン局面では買われやすい部分も。
NZドル	対ドルレート <b>0.5500 - 0.5750</b> 対円レート <b>84.60 - 88.30</b>	対ドルレート <b>0.5450 - 0.5850</b> 対円レート <b>83.30 - 89.00</b>	NZ中銀は10月、50bpもの大幅利下げを決定した上、追加利下げも示唆。明確にハト派的なスタンスを示し、当面のNZドルの上値を抑える要因に。11月MPCでこのスタンスに修正が入るか注目される。
加ドル	対ドルレート <b>1.3850 - 1.4150</b> 対円レート <b>107.80 - 111.00</b>	対ドルレート <b>1.3750 - 1.4300</b> 対円レート <b>105.80 - 112.00</b>	加オンタリオ州のトランプ批判CMを受けて米加貿易交渉が白紙に戻り、加経済への強い逆風が警戒される。加中銀は10月、25bpの利下げを決定。追加利下げの可能性も示唆しており、当面上値は重そうだ。
ブラジル リアル	対ドルレート <b>5.180 - 5.450</b> 対円レート <b>27.70 - 29.70</b>	対ドルレート <b>5.080 - 5.530</b> 対円レート <b>26.50 - 30.00</b>	ブラジル・米国の首脳会談は友好的に終わり、貿易交渉は進展が期待される。ブラジルに課された50%相互関税の引き下げの可能性が高まればリアル高要因。他方、減税法案が財政不安につながる可能性もあるため、要注意。
南ア ランド	対ドルレート <b>16.700 - 17.400</b> 対円レート <b>8.450 - 9.100</b>	対ドルレート <b>16.500 - 18.000</b> 対円レート <b>8.100 - 9.200</b>	最大相手国・中国と米国の貿易摩擦懸念が後退し、金価格の上昇など独自の追い風もあり、南アランドは堅調さ維持。ただし下旬に開催されるG20首脳会議(南アが主催国)に米国が出席しない可能性が浮上しており、逆風も。

## 「高市トレード」で円が急落も、行き過ぎの可能性 日米金融政策の次の一手への思惑を背景とする値動きへ

10月のドル円相場は大幅なドル高・円安となった。きっかけは日本・自民党の総裁選で高市早苗議員が選出されたことだ。高市議員と言え、昨年9月の自民党総裁選の際に日銀の利上げについて否定的なコメントをしたことが記憶に新しく、高市氏勝利で「日銀は今後、利上げをしにくくなるのでは」との観測の下、円安が急激に進行。公明党との連立解消の報道や米中貿易摩擦懸念によって、円安の動きが反転する場面も見られたが、日本維新の会との連立によって高市政権が誕生する見通しとなると、さらに円売りが強まった(図表1)。一方、米ドルに関しては、10月の米連邦公開市場委員会(FOMC)での利下げ観測が広がったことで10月半ば以降は上値の重さが見られたものの、10月30日の米中首脳会談に向けて貿易摩擦懸念が後退したこともあり、積極的なドル売りにもならなかった。ただ、米FOMC後の記者会見で米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長が12月の利下げについて「既定路線ではない」と否定したことから、10月末から11月初めにかけてドル高が強まる場面も見られている。

高市トレードに関しては、一巡したものと考えられる。高市首相は金融政策の責任は政府にあるとし、利上げには慎重な見方を顕わにする一方、優先順位の高い物価対策への逆風となる円安を歓迎しているとは考えにくい(P7参照)。10月に発生した市場の円売りは過剰であった可能性がある。自民党総裁選前、金利先物市場は2026年1月までに1回の利上げが行われる可能性を9割超織り込んでいたが、高市氏の自民党総裁選勝利後、これを大きく後退させた(図表2)。足元では8割程度まで再び織り込んでいるが、賃金などの情勢によってはさらに利上げ織り込み度が高まり、円高圧力が生じよう。当社は日銀の利上げは1月になると見ている(P2・4参照)。

一方、米国については、政府機関の一部閉鎖は解除の見込みだが、金融政策決定の上で必要となるデータがどの程度、どのタイミングで発表されるかは定かではない。市場は本稿執筆時点で12月利下げを7割弱織り込んでいるが、今後のデータ次第でこの見通しは変化しよう。当社の見通し通り(P2・3参照)12月の利下げが見送られる場合、ドルには上昇圧力が生じると見るが、逆に、FOMCが足元の労働市場の減速をインフレ再加速よりも重く見ており、12月利下げの見込みが高まれば、ドルの重石となろう。こちらについては状況次第でやや値動きが大きいと見る。

当社は、ドル円の水準が高市トレードによって大きく引き上げられてしまった点などを考慮し、図表3の通りドル円の見通しを小幅に引き上げることとした。ただし、米経済の回復とインフレの高止まりに伴い、ドル円は乱高下しつつもじりじりと上昇する、というシナリオは維持している。

■図表1:ドルと円の名目実効為替レート



出所: Bloomberg

■図表2: OIS市場における日銀の利上げ織り込み(26年1月まで)



出所: Bloomberg, SFGI

■図表3:ドル円と日米実質金利差



出所: Bloomberg, SFGI

## ユーロ圏経済は危うい小康状態 リスクはドイツからフランスへ

9月17日につけた1.19ドル台をピークに、ユーロドルは下落基調が続いている。11月上旬には一時、8月1日以来の1.14ドル台をつける場面も見られた。もっとも、同水準では買い戻し圧力も強く、足元では1.15ドル台後半まで持ち直している。一方、対円では緩やかな上昇基調が続いている。「高市トレード」による円の急落は一服したものの、その後もユーロ円相場は底堅く、10月30日に史上最高値を更新した後は、176~179円を中心に高値圏で推移している(図表1)。もっとも、ユーロの値動きはユーロ圏要因よりは、米国の通商交渉を巡る思惑や政府閉鎖の行方、利下げ期待、日本の利上げ期待など、ドルや円の動向に左右されるところが大きい。

足元のユーロ圏の景況感は比較的良好だ。10月のユーロ圏PMIは、製造業が50.0、サービス業が52.6と、市場予想を上回った。特にドイツのサービス業PMIは新規受注の強さにより54.5と予想を大きく上回り、ユーロ圏全体の景況感を底上げた。もっとも、企業の業況見通しは4月以来の低水準に落ち込んでおり、米国の相互関税の影響が今後顕現化することが予想される中、不透明感は強い。こうした中、10月30日に行われた欧州中銀(ECB)理事会では、市場予想通り政策金利の据置きが決定された。声明文では、「堅調な労働市場、堅調な民間部門のバランスシート、過去の利下げが依然として重要な回復力の源泉となっている。一方、世界的な貿易紛争と地政学的リスクにより、見通しは依然として不透明である」との認識が示され、引き続き上下両方向のリスクが指摘された。ラガルド総裁の質疑では、現在の状況は引き続き「良好」であり、この状態を維持するために会合ごとにデータ次第で適切な判断を行っていくとこれまで通りのスタンスが強調された。もっとも、総裁のトーンは以前と比べると明るい。成長の上振れリスクと下振れリスクのバランスについて問われた際、同総裁は欧州連合(EU)と米国の貿易協定における合意、中東における停戦、米中貿易交渉の進展を挙げ、下振れリスクが緩和したと指摘。リスクは上方に傾きつつある可能性を示唆した。

ただ、ユーロ圏の政治・経済のリスクが払拭されたわけではない。足元では「欧州の病人」の再来とも言われていたドイツ経済に回復の兆しが見える一方、フランスのリスクへの意識が高まっている。電撃辞任後に再任されたルコルニュ仏首相は、年金改革の取りやめを条件に不信任を回避したが、マクロン大統領の進める財政改革の断念は、主要国でも深刻なフランスの財政悪化リスクを一段と高めることとなる。仏30年債利回りはギリシャを上回っていたが、直近ではついにイタリアとも並んだ(図表2)。また、フランスの10月総合PMIは8ヶ月ぶりの低水準に落ち込んでいる。ユーロは米国の相互関税発表以降、過去の実質金利差から見ればユーロ高に乖離して推移してきたが、こうしたリスクへの意識が強まれば、金利差が示す1.12ドルを下回り下落する可能性もある(図表3)。

■ 図表1: ユーロドル・ユーロ円(日足)



出所: Bloomberg, Macrobond

■ 図表2: 30年債利回り



出所: Bloomberg, Macrobond

■ 図表3: 米独実質金利差・ユーロドル



注: 独10年実質金利-米10年実質金利 出所: Bloomberg

## 現実となるポンド安リスク 財政と金融政策が二重の重石に

10月以降、ポンドの軟調地合いが強まっている。9月17日につけた1.3720ドル台をピークに弱含んでいたポンドドルは、10月に入ると下げ幅を拡大。一時1.30ドルちょうど近辺まで下値を切り下げた(図表1)。「高市トレード」による円売りが強まる中、対円では高止まりしているものの、過去1カ月(10月11日～11月11日)のG10通貨の対ドル騰落率を見ると、ポンドはNZドルと並んで弱く、円も下回るなど、弱さが目立っている。

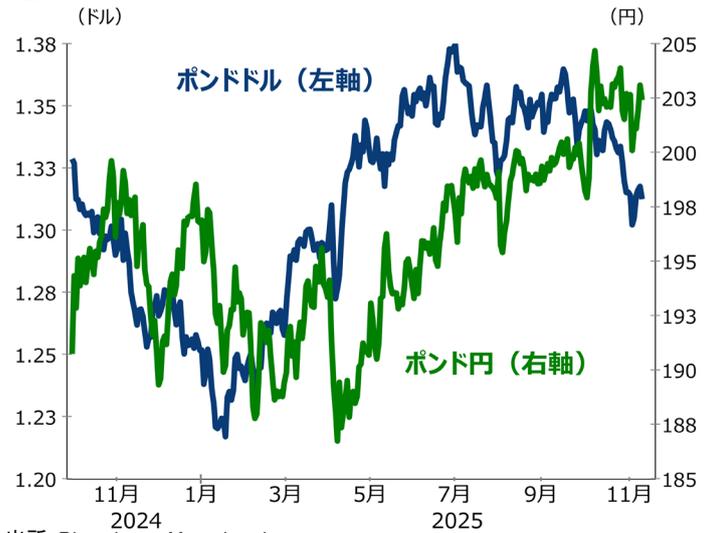
ポンドの弱さの要因の1つは、英財政悪化への懸念だ。英国では、コロナ禍以降財政赤字の拡大が進んでおり、今会計年度の財政赤字累計額は9月までで998億ポンドと、予算責任局(OBR)の予測である926億ポンドを大きく上回った。こうした中、リーブス財務相は26日に発表が予定されている年次予算案に大規模な増税を盛り込む可能性を示唆し、市場における財政悪化への意識が強まっている。

一方、英国の長期金利は「悪い金利上昇」により上昇。30年債利回りは5.2%台と主要国で最も高く、米国の4.7%も上回る。ポンドドル相場はかつて米英10年実質金利差との連動性が比較的高かったが、7月以降、英国の財政悪化への懸念が強まる中で、金利上昇とは裏腹にポンドは下落基調をたどっている(図表2)。来年度の年次予算案は、増税案が市場の予想を上回る大規模なものとなれば、財政の弱さへの意識や景気悪化懸念によるポンドの下押し圧力となるが、十分な財政再建への道筋が示せなければ、それも財政悪化懸念によるポンド売り圧力となる可能性が高く、進退窮まる状況だ。

ポンドの弱さのもう1つの要因は、英中銀(BOE)の金融政策スタンスだ。BOEは今月6日の金融政策委員会(MPC)で、5対4の僅差で政策金利の据え置きを決定した。筆者を含め、一部の市場関係者は25bpの利下げを予想していたため、発表直後のポンドは買い戻される場面も見られた。ただ、今回のMPCから公表されることとなったメンバー個人の意見を見ると、据え置きに賛成した5人のうち4人はインフレが持続するリスクを重視し、より長期にわたる金融政策の引き締めが必要だと主張した一方、ベイリー総裁は据え置きには賛成したものの、インフレリスクは低下しており、今回は追加のデータを待つ意味合いで据え置きに投票したとしている。

四半期ごとに発表される金融政策レポートにおいては、一部ではインフレ期待の上昇などの利下げを抑制する要因が散見されたが、輸入物価は下落基調にあること、英国のサービスインフレの要因である賃金上昇率は今後も下落する見通しであることなど、利下げのサポート要因の方が多く見られた。11日に発表された8月ILO失業率は5%まで上昇し、コロナ禍を除けば9年ぶりの高水準だ(図表3)。12月に利下げが実施される可能性は相応に高く、ポンドは今後も特に対ドルでの下落基調が続くとみる。

■図表1: ポンドドル・ポンド円(日足)  
(ドル)



出所: Bloomberg, Macrobond

■図表2: 米英実質金利差・ポンドドル



注: 英10年実質金利-米10年実質金利 出所: Bloomberg

■図表3: 英失業率



出所: Macrobond

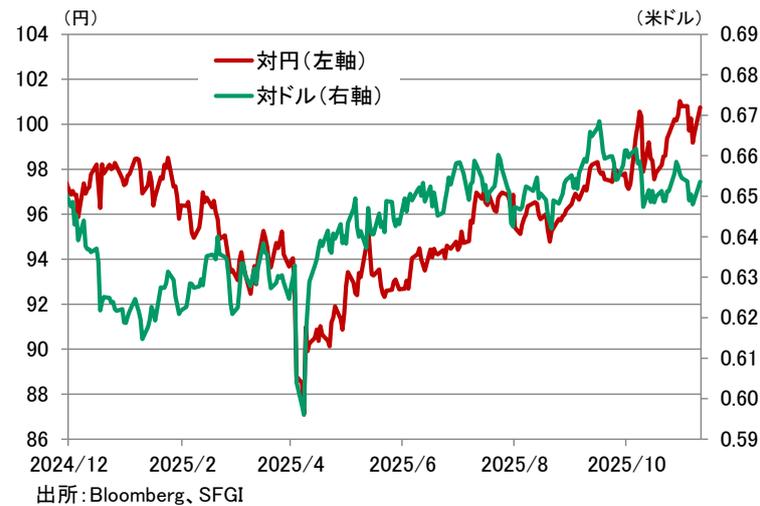
## 豪中銀は年内の金融政策据え置きを示唆 当面は金融市場全体のリスクセンチメント次第の相場に

10月の豪ドル相場は他の通貨と同様、月初は米国の政府機関一部閉鎖に伴うドル売りによって上昇するも、その後は米中貿易摩擦懸念などを受けて一時軟化。その後、他の資源国通貨は米中貿易摩擦懸念の後退により戻る様子も見られたが、豪ドルの戻りは弱い様子も見られていた。これは、16日に発表された豪州の9月雇用統計が弱い結果となったことで、豪中銀(RBA)の11月利下げを織り込む動きが強まったことが背景にある。しかし、10月下旬に入り、他の通貨に大きな動きがない中、豪ドルだけが上昇する場面が見られた。背景には、①米豪首脳会談において、重要鉱物やレアアースの安定供給に向けた2か国間の枠組みに署名したこと、②豪州の7-9月期消費者物価指数(CPI)が市場予想を上回る伸びを見せたことなどがある。

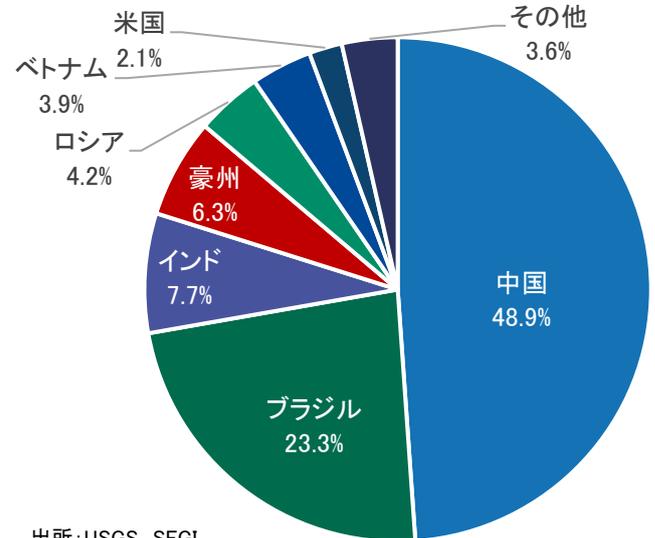
豪州はレアアースの確認埋蔵量世界4位の、有数のレアアース生産地だ。しかし、加工技術の面が弱く、埋蔵量が世界の約6%を占める一方、2024年の生産量は世界の生産量の約3%を占めるのみ。米国はレアアースの埋蔵量は2.1%程度である一方、採掘は全世界の約12%を占めている上、輸入にも頼っている。その輸入の7割は中国からであり、これが米中貿易交渉のネックになってきている。加工技術をあげて生産を増やしたい豪州と、中国へのレアアース輸入依存度を下げたい米国が協調し、安定供給に向けた枠組みで合意したことにより、豪州への大規模投資が期待できることとなった。一方、10月29日に発表された豪9月CPIについては前年比+3.5%と市場予想(+3.1%)を大幅に上回る加速を見せ、7-9月CPIが+3.2%と前期(+2.1%)から大きく加速する結果となった。豪州の9月雇用統計の弱い結果を受け、金利先物市場では11月4日の利下げを一時は7割超織り込む状態となっていたが、こうした要因で市場の利下げ期待は消滅。実際に11月4日、豪中銀(RBA)は金融政策据え置きを決定した。

RBAは同時発表の四半期の経済見通しにおいて、CPIおよび政策金利の見通しを上方修正しており、政策金利については年内の据え置きと、2026年前半の1回利下げを示唆していた(8月見通しでは年内さらに1回、2026年1回の利下げ示唆)。ブロックRBA総裁は「金融政策委員は雇用関連の下ブレリスクに警戒している」などとし、追加の利下げが必要となる可能性を否定はしなかったが、インフレ再加速の懸念が強まる中、これまでの利下げの効果を確認するために当面判断を先送りされる公算が大きい。当面の金融政策に変更期待がなくなってしまうことで、しばらくは豪州の経済指標に対する反応は鈍くなり、金融市場全体のリスクセンチメントに沿った動きがメインとなろう。ただ、利下げ期待がなくなった分、米ドルが下落したり、リスク許容度が拡大する局面では、他の新興国・資源国通貨よりも買いが集まるものと見る。

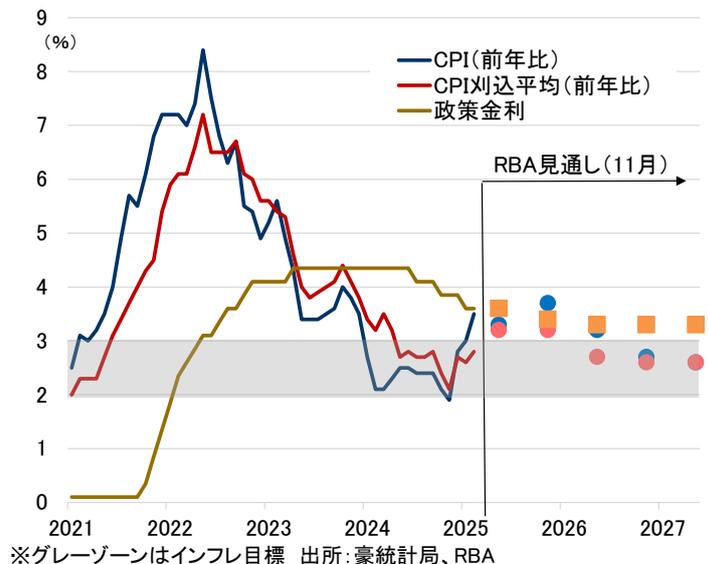
■図表1: 豪ドルチャート



■図表2: 世界のレアアースの推定埋蔵量の割合 (2024)



■図表3: 豪州のCPIと政策金利



## 経済見通し

(%)		2025年				2026年				2027年	2025年	2026年
		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	-0.6	3.8	3.0	1.6	1.4	1.7	1.9	2.0	2.1	2.0	1.9
	コアPCEデフレーター	2.8	2.7	3.0	3.2	3.3	3.1	2.7	2.5	2.5	2.9	2.9
日本	実質GDP	0.3	2.2	-0.2	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	1.3	0.7
	コアCPI	3.2	3.3	2.9	1.8	1.3	1.3	1.4	1.6	2.0	2.8	1.4
ユーロ圏	実質GDP	2.3	0.5	0.9	0.7	1.0	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.0
	CPI	2.3	2.0	2.1	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1	1.9
中国	実質GDP	5.4	5.2	4.8	4.3	4.2	4.3	4.5	4.5	4.5	4.8	4.1
	CPI	-0.1	0.0	-0.2	0.3	0.5	0.8	0.8	0.9	0.9	0.0	0.8

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

(%)		2025年				2026年				2027年	2025年	2026年
		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	4.25~4.50	4.00~4.25	3.75~4.00	3.75~4.00	3.50~3.75	3.50~3.75	3.50~3.75	3.50~3.75	3.75~4.00	3.50~3.75
	10年債利回り	4.20	4.27	4.15	4.20	4.25	4.25	4.30	4.30	4.35	4.20	4.30
日本	政策金利	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	0.50	1.00
	10年債利回り	1.48	1.42	1.64	1.70	1.70	1.75	1.75	1.80	1.80	1.70	1.80
ユーロ圏	政策金利	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	独10年債利回り	2.74	2.58	2.71	2.70	2.75	2.75	2.80	2.80	2.85	2.70	2.80
中国	政策金利	3.10	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00

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、ユーロ圏は預金ファシリティ金利、中国は貸出基準金利。期末値

## 為替見通し

		2025年				2026年				2027年	2025年	2026年
		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	149	145	148	150	152	152	154	154	157	150	154
ユーロ	ユーロ円	161	171	173	170	169	166	166	165	170	170	165
	ユーロドル	1.08	1.18	1.17	1.13	1.11	1.09	1.08	1.07	1.08	1.13	1.07
ポンド	ポンド円	192	199	200	194	190	187	185	182	188	194	182
	ポンドドル	1.29	1.37	1.35	1.29	1.25	1.23	1.20	1.18	1.20	1.29	1.18
豪ドル	豪ドル円	92	93	96	99	100	103	106	108	105	99	108
	豪ドル米ドル	0.62	0.64	0.65	0.66	0.66	0.68	0.69	0.70	0.67	0.66	0.70

注: 全て期末値

# イベントカレンダー

2025年11月	日本	米国	欧州	その他
1日 (土)				
2日 (日)				
3日 (月)		10月 製造業PMI 確報 10月 ISM製造業景況指数	(独) 10月 製造業PMI 確報 (欧) 10月 製造業PMI 確報	
4日 (火)		9月 JOLTS求人		
5日 (水)		10月 ADP雇用統計 10月 サービス業PMI 確報 10月 ISM非製造業景況指数	(独) 9月 製造業受注	
6日 (木)	9月 毎月勤労統計	新規失業保険申請件数	(独) 9月 鉱工業生産 (英) BOE金融政策委員会	
7日 (金)		10月 雇用統計 11月 ミシガン大学消費者信頼感指数 速報		
8日 (土)				
9日 (日)				(中) 10月 PPI (中) 10月 CPI (中) 10月 社会融資総量
10日 (月)		対中相互関税の適用停止期限		
11日 (火)			(独) 11月 ZEW景況感指数	
12日 (水)		クリス・ホースト連銀総裁発言		
13日 (木)	10月 企業物価指数	10月 CPI 新規失業保険申請件数 ハック・クリブランド 連銀総裁発言	(英) 3Q GDP 速報	
14日 (金)		10月 小売売上高 10月 PPI ホスティック・アトランタ連銀総裁発言 シュミット・カンザスシティ連銀総裁発言	(欧) 3Q GDP 改定	(中) 10月 新築住宅価格 (中) 10月 小売売上高 (中) 10月 鉱工業生産 (中) 10月 固定資産投資
15日 (土)				
16日 (日)				
17日 (月)	3Q GDP 速報			
18日 (火)		10月 鉱工業生産		
19日 (水)		FOMC議事録	(英) 10月 CPI	
20日 (木)		新規失業保険申請件数 10月 中古住宅販売件数 ゲールズビー・シカゴ 連銀総裁発言		G20サミット
21日 (金)	10月 CPI	11月 製造業PMI 速報 11月 サービス業PMI 速報 11月 ミシガン大学消費者信頼感指数 確報 ロガン・ダラス連銀総裁発言	(独) 11月 製造業PMI 速報 (欧) 11月 製造業PMI 速報	
22日 (土)				
23日 (日)				
24日 (月)			(独) 11月 IFO企業景況感指数	
25日 (火)		11月 コンファレンスボード 消費者信頼感	(独) 9月 製造業受注	
26日 (水)	10月 企業向けサービス価格指数	3Q GDP 改定 新規失業保険申請件数 10月 個人所得 10月 新築住宅販売件数 10月 個人支出		
27日 (木)				
28日 (金)	10月 失業率 11月 東京都区部CPI 10月 鉱工業生産		(仏) 3Q GDP 確報	
29日 (土)				
30日 (日)				(中) 11月 製造業PMI (中) 11月 非製造業PMI

(注) 米国は政府閉鎖のため統計公表日は変更される可能性あり

\* 11月11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

2025年12月	日本	米国	欧州	その他
1日(月)	3Q 法人企業統計	11月 製造業PMI 確報 11月 ISM製造業景況指数	(独) 11月 製造業PMI 確報 (欧) 11月 製造業PMI 確報	(中) 中央経済工作会議 (月内)
2日(火)		10月 JOLTS求人		
3日(水)		11月 ADP雇用統計 11月 サービス業PMI 確報 11月 ISM非製造業景況指数		
4日(木)		新規失業保険申請件数		
5日(金)		11月 雇用統計 12月 ミシガン大学消費者信頼感指数 速報	(独) 10月 製造業受注 (欧) 3Q GDP 確報	
6日(土)				
7日(日)				
8日(月)	10月 毎月勤労統計 3Q GDP 確報		(独) 10月 鉱工業生産	
9日(火)				(中) 11月 社会融資総量
10日(水)	11月 企業物価指数	11月 CPI FOMC		(中) 11月 PPI (中) 11月 CPI
11日(木)		新規失業保険申請件数 11月 PPI		
12日(金)				
13日(土)				
14日(日)				
15日(月)	4Q 日銀短観			(中) 11月 新築住宅価格 (中) 11月 小売売上高 (中) 11月 鉱工業生産 (中) 11月 固定資産投資
16日(火)		11月 鉱工業生産 12月 製造業PMI 速報 12月 サービス業PMI 速報	(独) 12月 製造業PMI 速報 (欧) 12月 製造業PMI 速報 (独) 12月 ZEW景況感指数	
17日(水)		11月 小売売上高	(独) 12月 IFO企業景況感指数 (英) 11月 CPI	
18日(木)		新規失業保険申請件数	ECB政策理事会 BOE金融政策委員会	
19日(金)	11月 CPI 日銀金融政策決定会合	3Q GDP 確定 11月 個人所得 11月 中古住宅販売件数 11月 個人支出 12月 ミシガン大学消費者信頼感指数 確報		
20日(土)				
21日(日)				
22日(月)			(英) 3Q GDP 確報	
23日(火)		11月 新築住宅販売件数 12月 コンファレンス・ストリート 消費者信頼感		
24日(水)	11月 企業向けサービス価格指数	新規失業保険申請件数		
25日(木)				
26日(金)	11月 失業率 12月 東京都区部CPI 11月 鉱工業生産			
27日(土)				
28日(日)				
29日(月)				
30日(火)				
31日(水)		新規失業保険申請件数 FOMC議事録		(中) 12月 製造業PMI (中) 12月 非製造業PMI

(注) 米国は政府閉鎖のため統計公表日は変更される可能性あり

## 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(金融市場調査部担当)  
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月より当社執行役員。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『為替ってこんなに面白い! (2024年幻冬舎新書)』、『最新版) 本当にわかる為替相場(2023年日本実業出版社)』などがある。ソニー銀行株式会社取締役、ウェルスナビ株式会社顧問。人生投資アカデミー® 学長。



**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 エグゼクティブエコノミスト

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」など多数のメディアに出演し、金融市場の解説を行う。資源国・新興国通貨に強い。著書に『円安はいつまで続くのか 為替で世界を読む(2025年マイナビ新書)』がある。Xでの情報発信(@KumiIshikawa\_FX)も行っている。



**渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)**  
金融市場調査部長 チーフエコノミスト

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月より当社。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、特にユーロやポンド、スイスフランなどの欧州通貨を専門に担当。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、TOKYO MX「Stock Voice 東京マーケットワイド」、日経CNBC「朝エクスプレス」「GINZA CROSSING Talk マーケットニュース」などにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。2013年東京大学経済学部卒。



**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(当時)入社以来、一貫してエコノミストとしてマクロ経済調査を担当。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。2025年から景気循環学会・理事。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)、『激震 原油安経済』(日経BP)。日本経済・債券市場、中国などのアジア情勢が専門、セクターは不動産、観光、半導体等を分析。

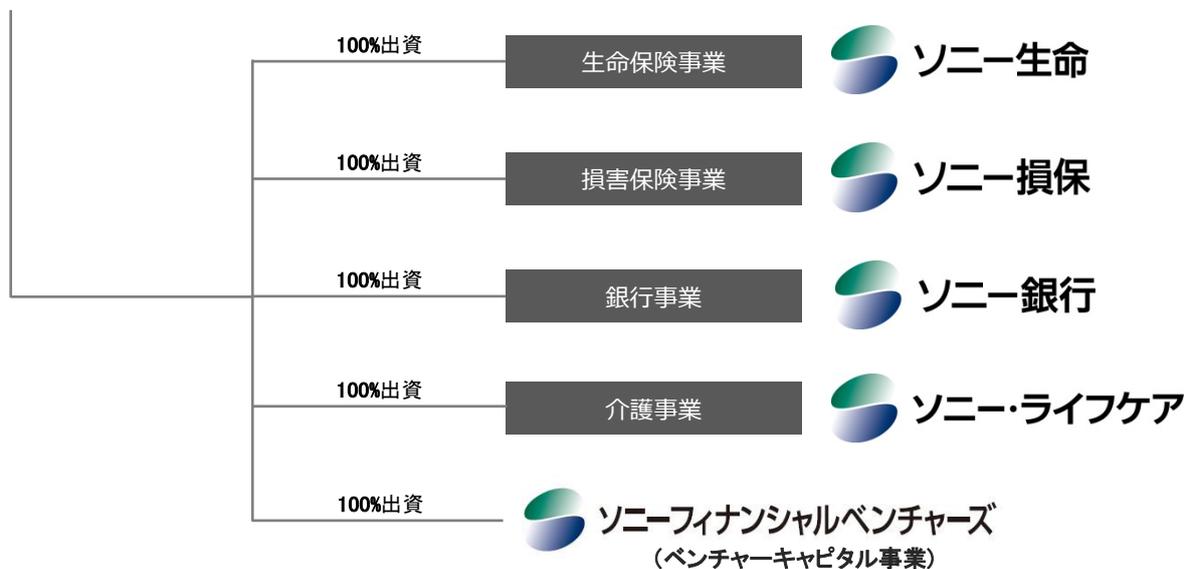
## 本レポートについてのご注意

- 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>