

Quarterly Market Outlook

Cover Story

視界不良の世界経済、資産を守り殖やすには？

金融市場調査部担当部長 シニアエコノミスト 渡辺浩志

KEY POINT

- 諸リスクが渦巻き視界不良の世界経済。株式市場の関心は米国の金融引き締めとオーバーキルのリスクに
- 米政策金利の終着点は名目潜在成長率(約4%)に肉薄。米国景気は「減速すれども後退せず」がメインシナリオだが、インフレが沈静化せず4%超の厳しい利上げが断行されれば景気後退に陥る公算
- 株式市場は米国の景気後退を織り込む動き。株価は一段の下落余地を残すが、同時に「陰の極」も近づく
- 景気後退回避なら業績(EPS)は緩やかながらも拡大を維持。利上げ織り込みや金利上昇が一巡すれば市場心理(PER)も底打ちへ。米株価は年内に反転の公算も、上昇は緩慢で昨年末高値の更新は2024年内か
- 金利先高観から短期的には割安株優位だが、長期的には利益成長力の高い成長株が再評価される公算
- 日本株はYCC政策の導入を境に為替離れ。背景に市場の歪み。日銀が同政策を堅持するなか円安でも株高とならず。日本株は金利感応度の低い米割安株と連動。インフレと円安が続くなら日本株より米国株に妙味

視界不良の世界経済

いま世界は3つの大きなリスクに直面している。第一に、ウクライナ危機とエネルギー価格の高騰によって世界経済がスタグフレーションに陥るリスクだ。第二に、コロナ禍以降の世界的なインフレに対する各国の金融引き締めが景気後退を招くリスクである。第三には、中国の政策の失敗が懸念される。ゼロコロナ政策の継続が中国景気の悪化と世界のサプライチェーンに支障を来すリスクである。

ウクライナ危機とエネルギー高騰 ⇒ スタグフレーションのリスク

世界的な高インフレと金融引き締め ⇒ オーバーキルのリスク

中国リスク(ゼロコロナ政策の失敗) ⇒ サプライチェーン問題

株式市場の関心は特に2つ目の、金融引き締めによるオーバーキルのリスクに集まっている。米連邦準備制度理事会(FRB)が景気後退を避けつつインフレを鎮静化させる「ソフトランディング」を実現できるかどうか焦点だ。

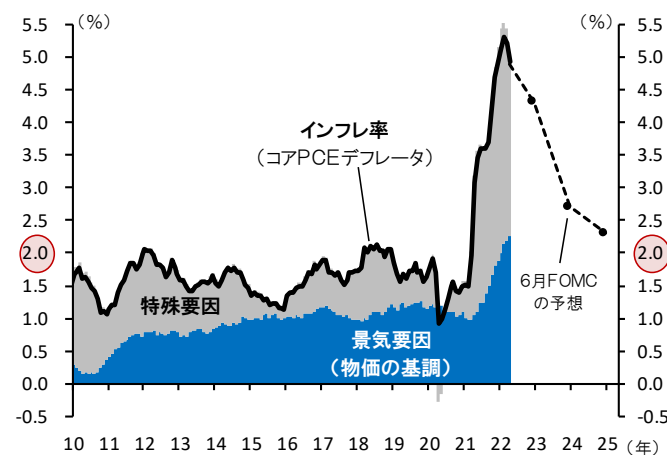
米国のインフレの現状

まずは、米国のインフレの現状を見てみたい。図表1は、米国のインフレ率を表すコアPCEデフレータ(前年比)とその内訳をみたものだ。インフレ率は前年比5%近辺と、FRBの物価目標の2%を遥かに上回る。

その内訳をみると、供給制約に伴う特殊要因のインフレ(例えば、半導体不足・新車不足に伴う中古車の値上がりなど)には沈静化の兆しがみられる。

だが、人手不足のなかで進む賃金インフレのような、景気の過熱を背景とするインフレには加速感がある。

図表1: コアPCEデフレータとその要因分解

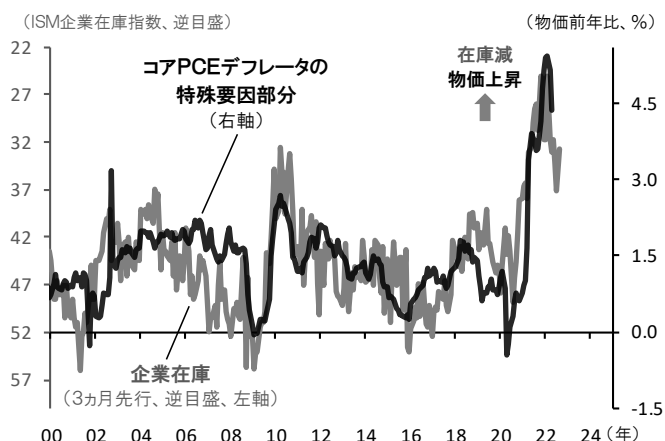


注: コアPCEデフレータの分解は、サンフランシスコ連銀による
出所: サンフランシスコ連銀、BEA、FRB、SFGI

特殊要因のインフレは、在庫の充足とともに徐々に沈静化へ向かう公算が大きい(図表2)。だが、景気要因のインフレは、生産性向上を上回る賃金上昇(=単位労働コストの上昇)によって加速し、高止まりしそうだ(図表3)。また、住宅価格の高騰に遅れて発生する家賃インフレも物価を押し上げる。

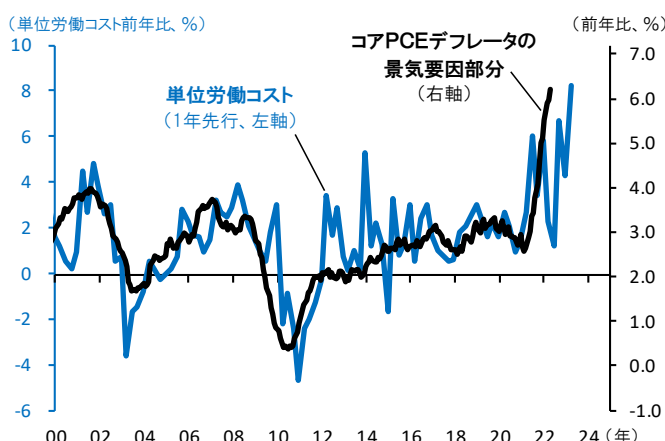
FRBも高インフレが長期化することへの警戒を強めており、6月の連邦公開市場委員会(FOMC)で政策金利見直しを大幅に引き上げた(後述)。だが、それでもインフレ率は2024年末でも2%の目標には着地しないと予想している。

図表 2:在庫の充足で特殊要因インフレには沈静化の兆し



出所: サンフランシスコ連銀 ISM, SFGI

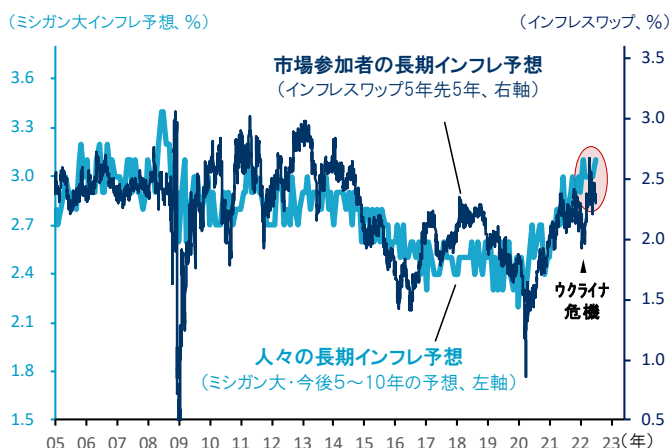
図表 3:景気過熱によるインフレは容易に沈静化せず



注: 単位労働コスト(ULC)=賃金/労働生産性
出所: サンフランシスコ連銀、BLS、SFGI

現実のインフレ率と並んで FRB を悩ませているのが人々の「インフレ予想」の動きだ(図表 4)。昨年は、現実のインフレ率が急上昇するなかでも人々のインフレ予想は安定していた。だが、ロシアのウクライナ侵攻を機に原油・天然ガス価格が高騰すると、インフレ予想は一気に跳ね上がった。

図表 4:インフレ予想の上振れは歯止めなきインフレを招く



注: 市場参加者の長期インフレ予想はセントルイス連銀の試算値
出所: ミシガン大学、セントルイス連銀、SFGI

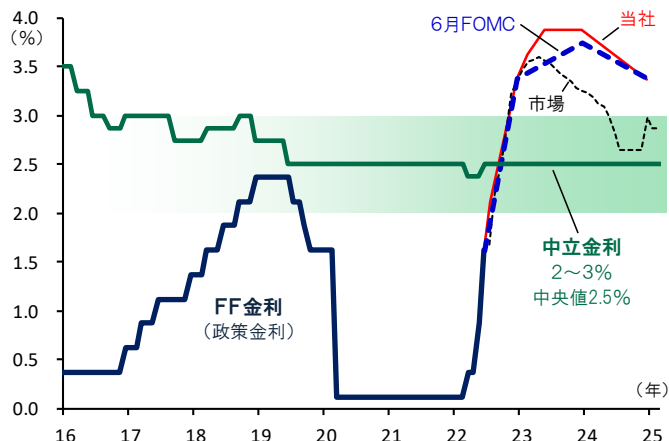
供給制約に伴うインフレが加速するなか「この先のインフレは FRB には制御不能」との疑念が人々の間で高まっている可能性がある。「物価の番人」であるFRBへの信認が揺らげば、インフレ予想は暴走し、家計の駆け込み消費や企業の便乗値上げを通じて歯止めなきインフレを招く恐れがある。そうしたことへの危機感がFRBを利上げへと駆り立てている。

どこまでの利上げが必要か

6月のFOMCでFRBは政策金利見通しを大きく上方修正した。3月時点の見通しに比べ、今年末の政策金利は+1.5%ポイント、来年中の利上げの終着点(ターミナルレート)は+1%ポイント引き上げられた。

ポイントは中立金利を早期に上抜ける利上げ見通しが示された点だ(図表 5)。中立金利とは景気を熱しも冷やしもしない政策金利の水準であり、FRBはこれを2~3%(予想中央値は2.5%)とみている。これを早期に大きく上抜ける利上げ見通しを提示することは、「景気を犠牲にしてもインフレを鎮圧する」というFRBの強い意思表示にも見える。

図表 5:政策金利見通し 終着点は中立金利を大きく超える



注: 中立金利は景気を熱しも冷やしもしない金利、FOMCのLonger run rate
出所: FRB、Bloomberg、SFGI

現在、当社はFRBをやや上回る利上げを予想しており、ここまで政策金利を引き上げればインフレは徐々に沈静化へ向かうと思われる。なお、FOMCメンバーのなかで最もタカ派と目されるブラッド・セントルイス連銀総裁は、インフレを沈静化させる政策金利水準の目安(最低ライン)として、ブラッド・ルール(下記)にしばしば言及する。

適正政策金利

$$=R^* + \text{物価目標} + 1.25(\pi - \text{物価目標}) + \text{Min}(\text{需給ギャップ}, 0)$$

- ・R*は実質均衡金利(自然利子率)、物価目標は2%
- ・ π はダラス連銀試算の刈込平均PECデフレータ
- ・需給ギャップは失業率ギャップにオークン係数をかけたもの

出所: セントルイス連銀ブラッド総裁の講演資料(2022年5月)

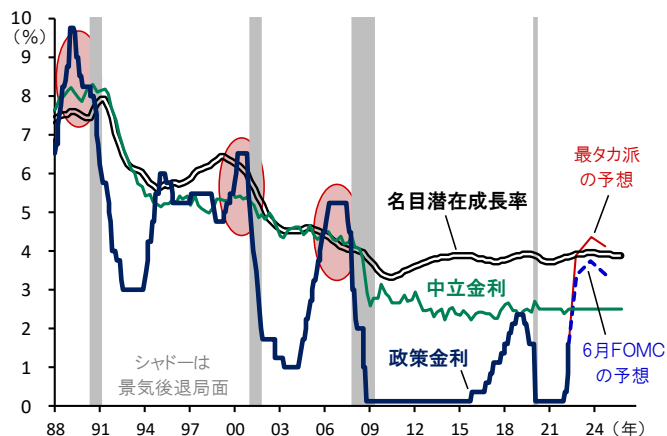
ブラード総裁は実質均衡金利を▲0.5%、需給ギャップはプラス（現実の失業率が自然失業率を下回っているため）としている。ブラード・ルールに現在の刈込平均PCEデフレータ（3.8%）を当てはめると、適正政策金利は3.75%となる。ブラード総裁自身はDOTチャートにおいてこれより高い利上げ見通しを提示している公算だが、同氏のルールに基づく適正政策金利はFOMC参加者のターミナルレートの予想中央値と一致している。他方、実質均衡金利を一般的な見方に従ってゼロ%とすれば、適正政策金利は4.25%と、DOTチャートにおける最タカ派の見通しに近い水準となる。なお、当社は政策金利の終着点を3.875%と想定している。

米国経済は軟着陸が可能か

問題はここまでの利上げに米国経済が耐えられるのか、という点だ。株式市場は利上げによって米国が景気後退に陥るリスクを警戒し、大きく値を崩している。また、市場（FF金利先物）は、景気後退を回避するために早期に中立金利までの予防的利下げが行われることを予想し始めたところだ。

そこで過去に遡って、政策金利がどのくらいの水準まで引き上げられた時に米国は景気後退に陥ってきたのかを検証したのが図表6だ。これによれば、政策金利が中立金利を超えると「景気減速」、名目潜在成長率を超えると「景気後退」となる傾向があるようだ。つまり、名目潜在成長率が「景気減速」と「景気後退」を分ける、政策金利の臨界水準といえる。

図表6：政策金利・中立金利・名目潜在成長率



注：名目潜在成長率はCBO試算の潜在成長率＋物価目標2%（00年以前はコアCPI）。中立金利は自然利子率＋物価目標2%（00年以前はコアCPI）
出所：CBO、BLS、Laubach-Williams、FRB、SFGI

名目潜在成長率とは、一般には経済成長の巡航速度といわれるものだが、これは米国経済（実物資産）に投資をしたときに得られるリターンと考えることができる。一方、政策金利は投資のコストだ。リターンとコストの差を米国経済から得られる「利ざや（超過収益率）」と捉えることができる。

利ざやがプラスなら、米国へ投資をすると利益が得られる。その場合には実物資産への資金流入は途切れず、米国が

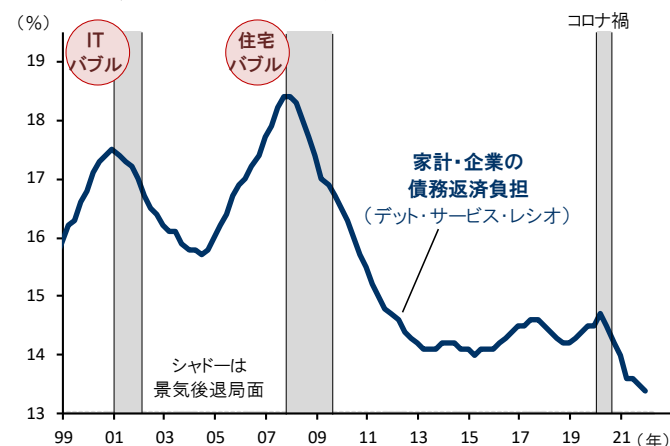
景気後退に陥ることはないだろう。一方、政策金利が名目潜在成長率を上回る「逆ざや」となれば、実物資産へ投資をすると損になる。投資資金は実物資産から引き揚げられて貯蓄へ回り、米国は景気後退に陥ることになる。現在の政策金利の終着点予想（中央値）は、中立金利を超えるが名目潜在成長率は超えない。プラスの利ざやが維持されるため、米国景気は「減速すれども後退せず」と予想することが出来る。

景気後退の姿とは？

リスクは、賃金・家賃インフレの持続や海外発の供給制約によって米国のインフレが沈静化しないケースだ。その場合、FRBはより厳しい利上げを余儀なくされる。図表5にあるように、FRBのなかで最もタカ派的な政策金利見通しが実現した場合には、政策金利が名目潜在成長率を超え、資金の引き揚げを通じて米国が景気後退に陥るリスクが高まる。現時点で景気後退はリスクシナリオだが、インフレの長期化とともにその発生確率は高まっている。

では、仮に景気後退に陥った場合、どのような姿になるだろうか。景気後退の深さや長さは、事前に経済にどれだけの過剰債務や過剰投資、バブルのような金融不均衡が蓄積されているかに依存する傾向がある。図表7は家計と企業の過剰債務の程度を表す指標（デット・サービス・レシオ＝債務の元利払い／所得）だ。ITバブル期は企業が、住宅バブル期は家計が過剰債務・過剰投資を膨らませた。結果、その後にバブル崩壊とバランスシート調整による深く長い景気後退が訪れた。だが、現在はそうした金融不均衡は見当たらない。このことは仮に今後景気後退に陥ったとしても、その谷を浅くする要因となる。

図表7：過剰債務・投資は見当たらず、バブル崩壊やB/S調整に伴う深く長い景気後退リスクは高くない



注：デット・サービス・レシオ＝債務返済額（利子と元本）／所得、非金融民間部門 出所：BIS、SFGI

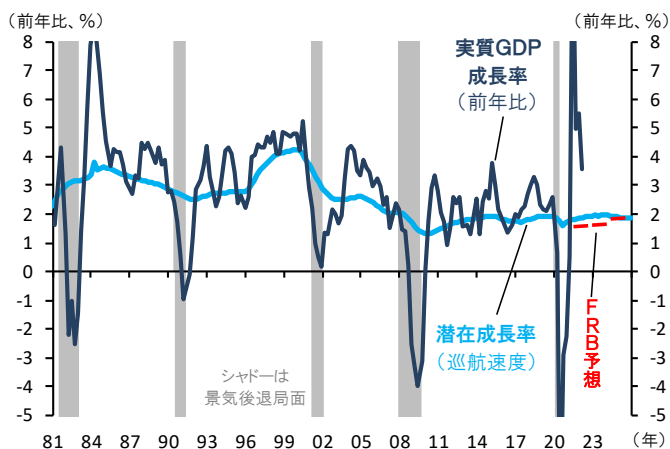
ただし、外交や安全保障問題など、経済とは別次元の不可抗力が働き国際協調が崩れる場合には、不測の事態が起こり得る。そのようなケースで世界経済が深く長い景気後退に陥るリスクがある点には留意が必要だ。

だが、現時点のメインシナリオは、米国経済は利上げによって景気減速となるも、景気後退に陥ることはない(仮に景気後退に陥ったとしても深刻なものとはならない)と考える。

なお、パウエル議長は議会証言で急速な利上げが景気後退を呼び込む懸念について「確かに可能性はある」と答えた。だが、同時に「インフレ抑制のための景気後退を引き起こそうとしているわけではない」とも述べている。現在 FOMC は今年以降の実質GDP成長率について潜在成長率(1.8%)近辺と予想している(図表 8)。これは、米国景気は減速すれども後退せずとの見方を数字で表現したものといえる。

ただし、この程度の景気減速で本当にインフレが沈静化するのか、経済と物価の見通しの整合性には疑問も残る。

図表 8: 過去の景気後退局面と GDP 成長率、FRB の予想



出所: CBO, BEA, SFGI

米国株式市場展望

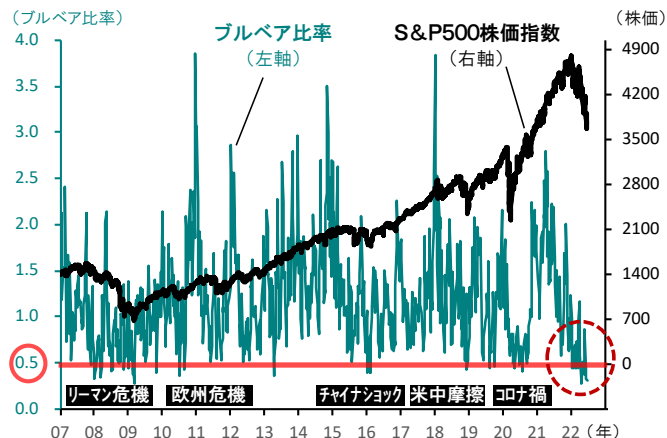
米国景気は減速すれども後退せず。そのようなメインシナリオの下で米国株価を見通してみたい。

年初来、米国の S&P500 株価指数は 20%を超える下落となった。株式市場はいま、厳しい局面にある。背景には冒頭で挙げた様々なリスク要因があるが、いずれも速やかな解決は見込めない。また現在は、米国の景気後退リスクを株式市場が織り込む最中にあり、米株価は一段の下落余地を残している。

だが、株価はリスクが解消するまで下落し続けるものではない。市場が悲観一色に染まり、リスクが十分に相場に織り込まれれば、たとえ問題が解消しなくとも株価は上昇に転じ得る。

市場の悲観がどこまで極まったか(危機の織り込みが進んだか)をみる尺度に「ブルベア比率」がある。これは半年先の株価を強気にみる投資家と弱気にみる投資家の人数の比だ。図表 9 の通り、過去の様々な危機において、この比率が 0.5 を割った辺り(すなわち楽観が悲観の半分以下に減ったところ)が悲観の極みであった。また、この比率が 0.5 から上放れると、株価も反転上昇する傾向がみられる。

図表 9: ブルベア比率は相場の「陰の極」を示唆



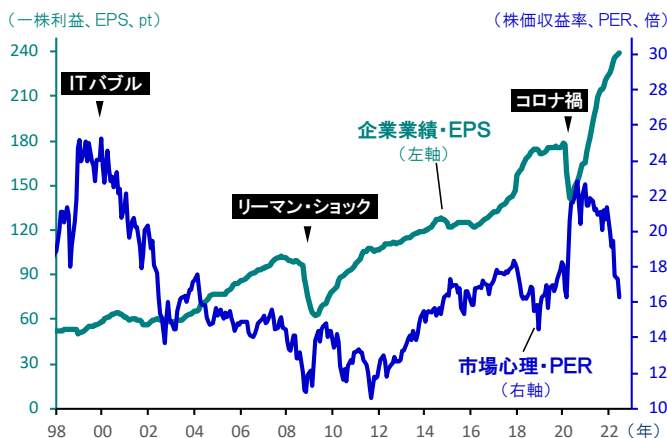
注: ブルベア比率は半年先の株価を強気とみる割合と弱気とみる割合の比
出所: 全米個人投資家協会(AAII)、Bloomberg、SFGI

足下でブルベア比率は0.5を割り込み、底這っている。これは眼前にある危機の織り込みが進み、株式市場に「陰の極」、ないし「セリング・クライマックス(売り尽くし)」が近付いていることの兆候といえよう。株価の底打ちには、なお時間を要しそうだが、新たな危機が発生しない限り、少なくとも底なしに下落する局面は過ぎつつあると思われる。

株価 = 企業業績 × 市場心理

株価は企業業績を表す EPS と市場心理を表す PER の掛け合わせで決まる。それぞれの動きを見たのが図表 10 だ。これにみるように、最近の株安局面でも EPS の拡大は腰折れしていない。一方、様々なリスク要因を受け、PER が大きく悪化した。足下の株価急落は市場心理の悪化が原因である。

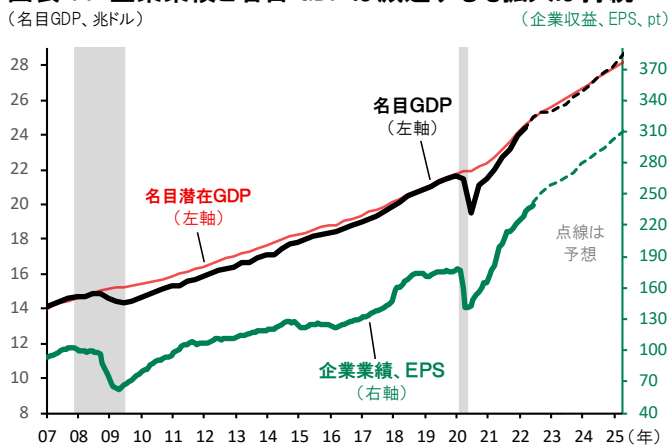
図表 10: 株価 = 企業業績(EPS) × 市場心理(PER)



注: EPS, PER とも 12 カ月先予想値
出所: Bloomberg、SFGI

今後を展望すると、景気が減速しつつも後退しないとすれば、企業業績は拡大ペースが鈍化するも、拡大自体は続くともてよさそうだ。企業業績は米国の名目GDPと同様、年内はインフレの影響で大きく伸びるが、来年は景気減速を背景に成長鈍化が見込まれる(図表 11)。

図表 11: 企業業績と名目 GDP は減速するも拡大は持続



注: EPS は 12 カ月先予想値 出所: CBO, Bloomberg, SFGI

図表 12: 利上げ織り込みと金利上昇一巡で PER は反転へ



注: PER は 12 カ月先予想。PER=1/(実質金利-期待成長率)と考えることができる 出所: Bloomberg, SFGI

他方、PER は理論上、 $1 / (\text{実質金利} - \text{期待成長率})$ と考えることができる。実質金利と PER は逆数の関係だ。その(ノ)

ため、金融政策を織り込み実質金利が上昇すれば、PER は低下する(図表 12)。当社では国債金利が FRB の利上げを前倒しで織り込み、来年初までに政策金利の終着点近辺(3.8%前後)まで上昇すると予想する。その際の期待インフレ率(BEI 10 年)が現状の 2.6%程度に高止りするなら、実質金利は 1.2%超まで上昇し得る。その場合は図表 12 の通り、PER は一時的に 15 倍を割り込もう。他方、景気の減速感が強まり、FRB の利上げ打ち止めや将来の予防的利下げが織り込まれれば、実質金利が低下し PER は上昇に転じると思われる。

株価 = 企業業績 × 市場心理

株価は EPS と PER の掛け算で決まるが、その早見表が図表 13 だ。昨年末は、企業業績はまだ 220 円程度だったが、市場心理が明るく、PER は 21.5 倍だった。S&P500 株価指数は昨年末から今年初に史上最高値となる約 4,800 円を付けた。

その後は、企業業績の拡大は続くも市場心理が悪化し、株価はいったん 3,700 円を割り込んだ。当面、企業業績は更に拡大するとみるが、PER はいったん 15 倍を割る場面も予想される、株価は 3,500 円前後までの下落余地を残す状況だ。

だが、金融政策の織り込みと国債金利の上昇が一巡し、PER が反発すれば、株価は回復し、今年末は 4,000 円超が展望できる。なお、主な金融機関 23 社の今年末の株価予想の中央値(ブルームバーグ調べ、6 月 16 日時点)は 4,650 円(3,900~5,330 円)と筆者予想に比べてかなり強気である。

来年以降は、業績拡大は鈍化する一方、FRB のタカ派姿勢が緩むことで PER は上昇する見込みだ。来年末の株価は 4,500 円を見込む。株価は回復するもペースは緩慢で、高値更新 2024 年中と、あと 2 年以上かかる見込みだ。

図表 13: 株価早見表 株価 = EPS × PER

S&P500 株価	予想 EPS 円											
	210	220	230	240	250	260	270	280	290	300	310	
22.0	4620	4840	2160	5280	5500	5720	5940	6160	6380	6600	6820	
21.5	4515	4730	2145	5160	5375	5590	5805	6020	6235	6450	6665	
21.0	4410	4620	2130	5040	5250	5460	5670	5880	6090	6300	6510	
20.5	4305	4510	2115	4920	5125	5330	5535	5740	5945	6150	6355	
20.0	4200	4400	2100	4800	5000	5200	5400	5600	5800	6000	6200	
19.5	4095	4290	2085	4680	4875	5070	5265	5460	5655	5850	6045	
19.0	3990	4180	2070	4560	4750	4940	5130	5320	5510	5700	5890	
18.5	3885	4070	2055	4440	4625	4810	4995	5180	5365	5550	5735	
18.0	3780	3960	2040	4320	4500	4680	4860	5040	5220	5400	5580	
17.5	3675	3850	2025	4200	4375	4550	4725	4900	5075	5250	5425	
17.0	3570	3740	2010	4080	4250	4425	4590	4765	4930	5100	5270	
16.5	3465	3630	1995	3960	4125	4290	4455	4620	4785	4950	5115	
16.0	3360	3520	1980	3840	4000	4160	4320	4480	4640	4800	4960	
15.5	3255	3410	1965	3720	3875	4030	4185	4340	4495	4650	4805	
15.0	3150	3300	1950	3600	3750	3900	4050	4200	4350	4500	4650	
14.5	3045	3190	1935	3480	3625	3770	3915	4060	4205	4350	4495	
14.0	2940	3080	1920	3360	3500	3640	3780	3920	4060	4200	4340	

出所: SFGI

図表14の通り、長い目で見れば株価は企業業績の周りで上下している。株価急落局面では投資家の不安は募る。だが、米国経済とともに企業業績が緩やかながらも拡大する限り、米国の株価は短期的には上下しながらも、徐々に水準を切り上げていくと思われる。

図表 14:EPSと株価

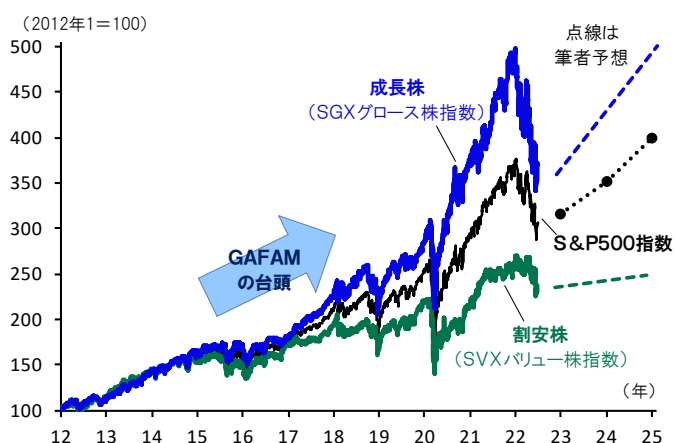


注:EPSは12ヵ月先予想
出所: Bloomberg、SFGI

成長株か割安株か

次に、有望な投資先について考えてみたい。米国株をハイテクなどの成長(グロース)株と内需関連が中心の割安(バリュー)株に分けてみると、その動向は大きく異なる(図表15)。

図表 15:成長株と割安株の二極化相場は終わるか？



注:GAFAMはGoogle、Apple、Facebook、Amazon、Microsoftなどのテクノロジー企業。S&P500指数の先行きは図表12の予想の通り
出所: Bloomberg、SFGI

振り返れば、米国株は2016~17年頃からのGAFAM等のテクノロジー企業の台頭に合わせて、成長株優位の相場となった。また、20年初のコロナ禍以降は相場の二極化が一段と鮮明になった。巣ごもり特需(サービス消費からモノ消費へ)やデジタル化(DX)への期待が膨らみ、ハイテクなど

の成長株の上昇が加速する一方、サービス関連の割安株は行動制限の影響などから緩やかな上昇にとどまった。一方、現在は利上げを織り込み米金利が急騰していることを受け、金利敏感な成長株が大きく値を崩している。これに対して、金利感応度の低い割安株は下値が堅い。金利の先高観が強い現在は、割安株へ資金を避難させるべき局面といえよう。

だが、それは短期に限った話だ。図表16の通り、成長株と割安株の比をとると、短期的には実質金利との逆相関に目を奪われるが、長期では成長株と割安株の利益成長格差を反映した右肩上がりのトレンドがみられる。これは、金利上昇がテーマの「短期」では割安株に優位性があるが、利益成長がテーマの「長期」では成長株の魅力が増すことを意味している。

図表 16:短期は金利上昇、長期は利益成長がテーマ



注:成長株/割安株倍率のトレンド線の傾きは、主に両者の期待成長率格差を反映していると考えられる
出所: Bloomberg、SFGI

相場反転後は成長株が再評価される公算が大きく、現在ののような急落局面は、長期投資を念頭に成長株の買い場を探る局面と捉えるべきだろう。

無論、成長株と割安株のどちらか一方に賭ける必要もない。双方を含むS&P500指数など米国株全体に投資をすれば、分散効果も得られるため、いっそう長期投資に臨みやすくなると思われる。

日本株:円安の株高効果は？

最後に日本株についても考えてみたい。3月以降、ドル円レートは20円超の上昇となった。円安が進むなかで日本株が米国株を上回るパフォーマンスを上げるとの期待も高まる。だが、日本株の動きは冴えない。円安の株高効果がみられないのは何故なのか。この点について、日本株と為替レートとの関係を少し長く振り返ってみると、興味深い姿が見えてくる(図表17)。

図表 17: 日本株の為替離れと米割安株との連動

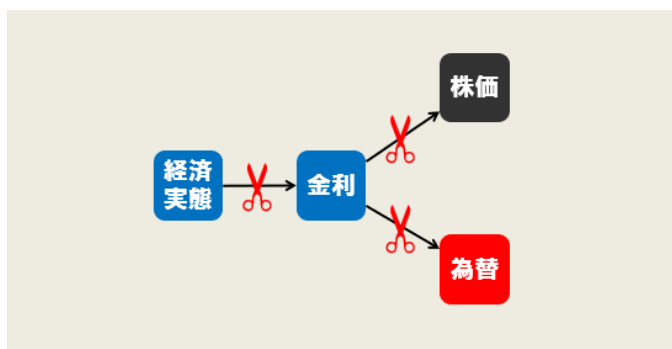


注: 米国の割安株(バリュー株)は S&P500 バリュー株指数(SVX)
出所: Bloomberg、SFGI

2016 年以前の日本株は為替レートと密接に連動しており、上がるも下がるも為替次第であった。だが、2017年を境に日本株は為替レートとの連動性を失い(為替離れ)、以降は米国の割安株との連動性を強めた。

2017 年を境に市場の価格決定メカニズムに劇的な転換が起こった原因は何か。これは一つの仮説だが、2016 年 9 月に日銀が異次元緩和を強化したことに原因があるのではないか。当時日銀は、国債を無制限に購入し 10 年国債金利をゼロ%に釘付けにするイールドカーブ・コントロール(YCC)政策を導入した。これが市場を歪めた可能性がある。

本来、市場金利は実体経済を反映し、株価や為替レートはその金利に基づいて決まる。だが、日銀政策によって日本の金利が日本経済の実態や米金利の動きをあまり反映しなくなった結果、円金利を基点とする株価と為替レートの結び付きが失われたと考えられる。



17 年以降の日本株は価格決定の拠りどころを失い、米国の割安株にさや寄せするようになったようだ。ではなぜ日本株は、米国株のなかでも割安株と連動するのか。それについても仮説がある。

前掲図表 15 で見たように、2017 年頃は GAFAM などの台頭を受け、米国株式市場で成長株と割安株の二極化が始まった時期でもある。日本株の値動きを左右するのは外国人投

資家だが、彼らのうちハイリスク・ハイリターンを狙うアクティブ投資家はこの頃に日本株投資の比率を下げ、GAFAM などの米国の成長株に資金を振り向けたと思われる。一方、リスク選好度の低い投資家は、値下がりにリスクの低い米国の割安株への投資ウェイトを高めたと思われる。その際、彼らは金利感応度の低い米国の割安株と日銀の YCC 政策で金利変動リスクがなくなった日本株を同一のアセットクラスとみなし、一定の投資ウェイトで自身のポートフォリオに組み込んだ可能性がある。リスク選好度が低い投資家の売買が米国の割安株と日本株を連動させていると考えられる。

日本株に円安の追い風は吹かず

現在日銀は、金融緩和を堅持し連続指値オペによって金利上昇を封じている。日銀政策によって途切れた日本株と為替レートの連動性は、この政策が堅持される間は戻らないのではないかと。むしろ、いまは輸入インフレを助長する「悪い円安論」が勢いづいていることもあり、円安進行が投資家や消費者心理の悪化を通じて、株価の上昇を抑えている面もあるのかも知れない。

当面の日本株の行方は、為替レートがどうあれ、米国の割安株次第と言えそうだ。その場合、短期投資であれば米国の割安株と同様に下値の堅い日本株には一定の投資妙味がある。だが、長期投資を前提とするなら、株価回復力が高い米国の成長株や米国株全体へ投資資金を振り向けるのが賢明だろう。

また、当面の日本株には円安の追い風が吹きにくいだが、米国株式へ投資すれば、円換算利益は円安の分だけ増える(図表 18)。インフレや更なる円安の進行が予想される現局面では、インフレに強い株式、それも米国の経済成長と円安メリットの双方を得ることができる外貨建て資産へ長期のスタンスで投資をすることが有効と思われる。

図表 18: 円換算の米国株価



出所: Bloomberg、SFGI

渡辺 浩志

日本の金融政策見通し(菅野)

日銀は「イールドカーブ・コントロール (YCC)」を当面継続

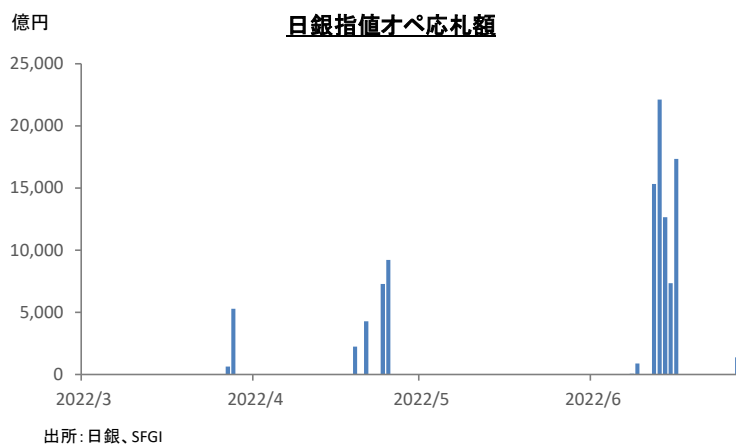
- 短期金利は-0.1%を持続
- 長期金利目標もゼロ%程度を維持
- 長期金利変動幅±0.25%を維持
 - 海外金利の上昇を受け、日本の長期金利にも上昇圧力が高まるが、長期金利0.25%超えは毎営業日連続指値オペと通常の国債買い入れ増額で阻止

<日銀金融政策見通し>

	2022	2023	2024	2025
短期金利 (%)	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
長期金利目標 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
変動幅 (上下各%)	0.25	0.25	0.25	0.25
	年限 (年)	10	5	5
ETF買入上限 (兆円/年)	12.0	6.0	6.0	6.0
J-REIT買入上限 (億円/年)	1800	900	900	900
CP/社債残高上限 (兆円)	20.0	10.0	10.0	10.0

<金融正常化への道>

- 目標とする長期金利を5年に短縮
 - 長期・超長期金利の上昇を容認
- 10年の変動幅を0.5%に拡大する可能性も
- 黒田総裁退任(23年4月)後、次期総裁の下でYCCを総括し、23年9月に枠組み変更を行う見込み
- 円安是正を企図した政治的圧力からYCC修正が早まる可能性も



米国の金融政策見通し(菅野)

<利上げ見通し:メインシナリオ(60%)>

- 22年3月25bp、5月50bp、6月75bp(実施済み)
- 22年7・9・11月各50bp、12月25bp
 - 9月には中立金利(2.5%)超え
 - 年末のFF金利水準は3.375%
- 23年2回利上げ(各25bp)
 - 23年は最初の2回のFOMCで利上げ
 - 利上げ幅の合計は375bp
 - ターミナルレートは3.875%
 - 利上げピークでの実質FF金利は(期待インフレ率を2.2%を想定)1.675%となり、潜在成長率(FOMC見通しのlonger run: 1.8%)を上回らないことから景気後退には至らず
- 25年に予防的利下げ(計50bp)、3.375%に
- 量的引き締め(QT)は本年6月開始(475億ドル/月)、9月以降は再投資減額幅を拡大(950億ドル、うち国債600億ドル、MBS350億ドル)

<悲観シナリオ(40%)>

- 景気が減速する下でもインフレ率の低下は小幅にとどまり、利上げペースは加速
- ターミナルレートは4.0%超え
 - 実質FF金利は1.8%を超えて上昇
- スタグフレーション(高インフレと景気後退の共存)の可能性高まる(時期は23年末から24年前半か)
- 25年から26年にかけて複数回の利下げも

<鍵はサービスインフレ、とくに賃金インフレの行方>

- 6月FOMCでは、失業率は4.1%(24年末)まで上昇、インフレ率はFRBの目標圏内に低下という想定
- 現在の旺盛な労働需要を前提とすると、FF金利4.0%以下で失業率が上昇に転じるかどうかは微妙
- 賃金上昇率の抑制は失業率の上昇が必要条件
- 家賃上昇率は今後1年半は上昇ないし高止まり
- スタグフレーション下の景気後退局面では、FRBはインフレ率が低下するまで金融引き締めを継続

米国経済見通し(渡辺)

<ポイント>

- 金融引き締めを織り込み、国債金利が上昇。金融環境がタイト化し(上図)、金利敏感な住宅投資や設備投資が減速。個人消費は強制貯蓄の取り崩しもあり底堅く推移(先行きは減速の公算)
- FRBは政策金利を早期に中立金利(2.5%)超えの水準に引き上げ、景気を犠牲にしてもインフレ鎮圧を優先する姿勢。景気後退観測高まる
- FRBは向こう3年につき、潜在成長率(1.8%)前後の経済成長を予想。当社も過去の景気後退時のような大幅な成長鈍化は想定せず(下図)。米国景気は減速すれども後退せずと予想(☞P.11も参照)

<リスク>

- 利上げが後手に回り、賃金上昇率が減速しないリスク
- 先進国の金融引き締めが新興国の資本流出・通貨安・高インフレの連鎖と債務危機を招く恐れ

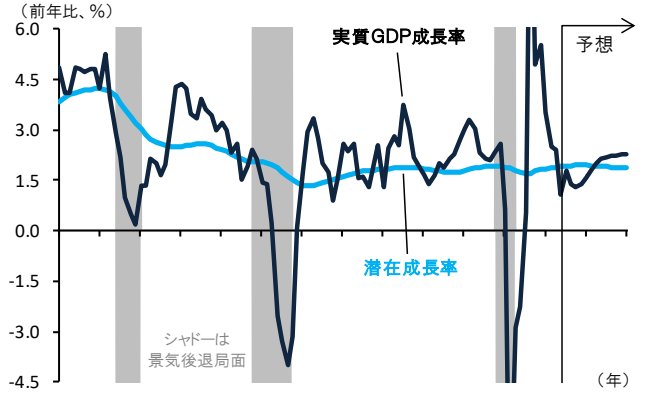
CY	2021	2022	2023	2024	2025
実質GDP成長率	5.7	2.4	1.5	1.9	2.2
潜在成長率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
イベント	バイデン政権発足(1月)	中間選挙(11月)		大統領選挙(11月)	

FRBのタカ派化で金融環境が引き締められ、固定資産投資が減速



注:信用スプレッド=米HY債利回り-米10年国債利回り
出所:FRB、Bloomberg、SFGI

米国のGDP成長率と潜在成長率



出所:BEA、CBO、SFGI

日本経済見通し(宮嶋)

<ポイント>

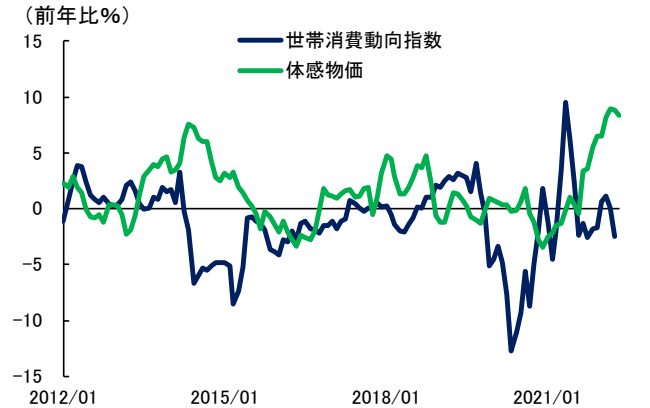
- コロナ感染状況の改善と強制貯蓄の取り崩しによって景気は底打ちも、体感物価上昇が個人消費の逆風に(上図)
- 当面は経済活動正常化(インバウンド受入再開や県民割による国内旅行の後押し等)により景気は持ち直し傾向へ。ただし、体感物価の高止まりにより、景気回復ペースは緩やかに。需給ギャップ解消は2023年後半以降を予想(下図)
- 2023年後半から体感物価上昇の影響一巡がプラス要因になると見込むも、米国など海外経済の減速を背景に、成長率は減速へ

<リスク>

- ウクライナ情勢や中国のコロナ感染状況の悪化により、国際的な資源高やサプライチェーン制約が継続、体感物価上昇による悪影響が増す恐れ

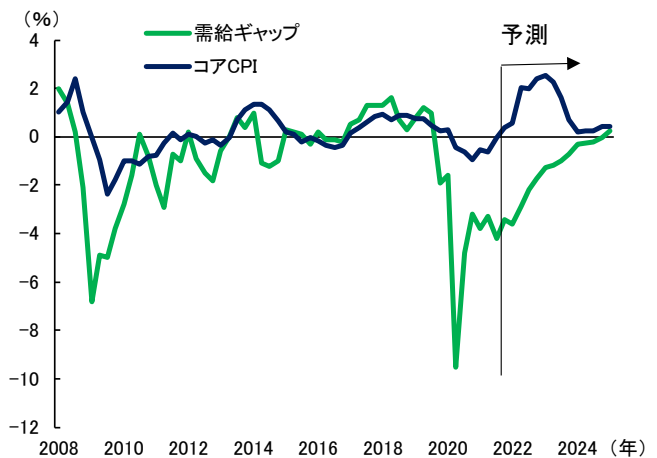
FY	2021	2022	2023	2024	2025
実質GDP成長率	2.3	2.1	1.5	0.9	0.5
潜在成長率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
イベント	東京五輪(7月) 岸田首相就任、 衆院選(10月)	参院選(7月)	日銀黒田総裁 任期満了(4月)		参院選(7月) 衆院選(10月迄)

体感物価上昇が個人消費回復の足かせに



注:体感物価は1か月に1度以上購入する頻度の品目の価格
出所:総務省、SFGI

需給ギャップは大幅マイナス、解消は2023年度末前後に



出所:内閣府、総務省、SFGI

米国物価見通し(渡辺)

<ポイント>

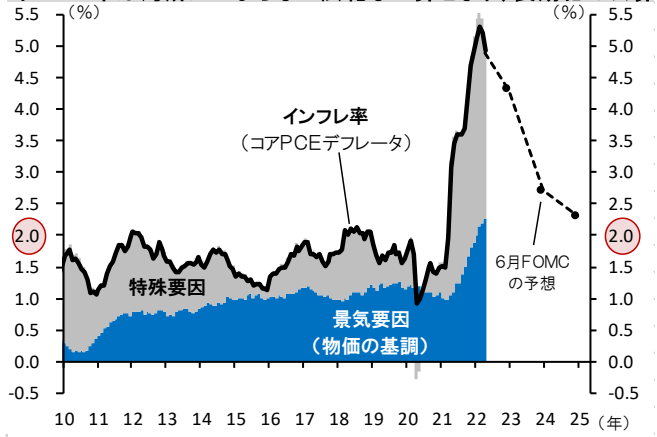
- 米景気の過熱、ウクライナ危機発の資源高、中国のゼロコロナ政策に伴う供給網の混乱等で高インフレが長期化。供給制約に伴うインフレ(特殊要因部分)には沈静化の兆しも、景気過熱を背景とする賃金・家賃インフレには加速感(上図)
- 食料・エネルギー等でコストプッシュ・インフレが加速。FRBは政策金利見通しを大幅に引き上げるも、物価見通しは2%目標に着地せず
- 消費者のインフレ予想が上振れ(下図)。物価の番人としての中銀の信認の揺らぎを示唆。FRBに金融引き締め再強化を促す可能性を残す

<リスク>

- FRBにはインフレの鎮圧が困難との見方が広がれば、駆け込み消費や便乗値上げの活発化を通じて、インフレ率が一段上振れする恐れ
- FRBが景気後退を回避しつつインフレを沈静化させることに失敗する場合、スタグレーションの下での利上げ加速がオーバーキルに繋がる公算

CY	2021	2022	2023	2024	2025
米国 コアPCE	3.5	4.7	3.3	2.5	2.1

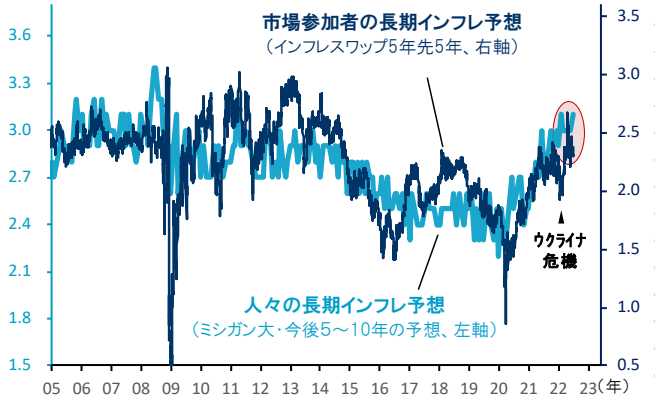
インフレ率は局所に止まらない広範な上昇となり、長期化の公算



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

インフレ予想の上振れは歯止めなきインフレを招き得る

(ミシガン大インフレ予想、%) (インフレスワップ、%)



注:5年先5年期待インフレ率はセントルイス連銀が算出
出所:ミシガン大、セントルイス連銀、SFGI

日本物価見通し(宮嶋)

<ポイント>

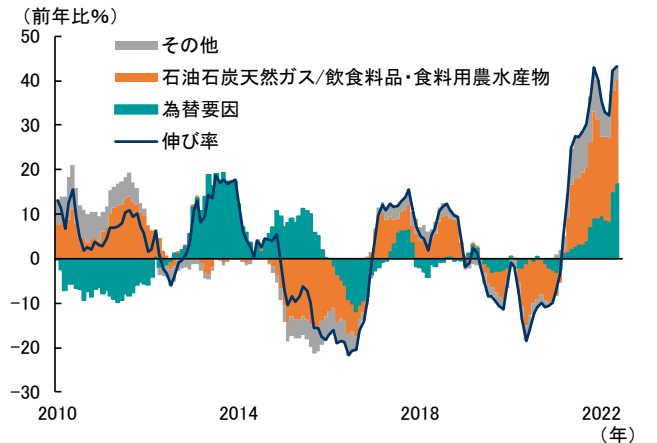
- 国際的な資源高に加えて円安による押し上げも重なり、輸入物価が大幅上昇(上図)。ラグを伴ってコアCPIが押し上げられ、2022年通年の伸び率は2%越えを予想
- ただ、需給ギャップはいまだ大幅マイナス(前頁下図)。基調的な物価上昇圧力は強まっておらず、持続性には乏しいため、2023年後半以降のコアCPIの伸びは減速する見込み。2024年時点でも2%物価目標達成は困難と予想
- 足下の体感物価高騰の影響から長期期待インフレは上昇(下図)。当面は上昇続くも、2023年後半以降は賃金の伸び(0.5%前後)に収斂と予想

<リスク>

- 2022年のコアCPIがエネルギー・食品主体に予想以上に高騰して景気が悪化すれば、翌年以降の企業の価格転嫁が大幅に抑制される恐れ
- 一方、脱炭素やサプライチェーン再編の動きが強まれば、投入物価上昇が長期化する公算も

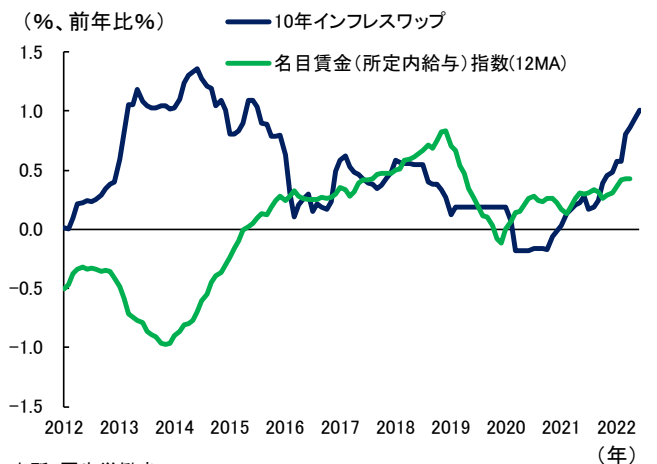
FY	2021	2022	2023	2024	2025
日本 コアCPI	0.2	2.2	1.2	0.4	0.4

輸入物価上昇には資源高に加えて円安による寄与も増大



出所:日本銀行、SFGI

長期期待インフレは中期的には賃金の伸びに収斂へ



出所:厚生労働省、Bloomberg、SFGI

米国の金利見通し(渡辺)

<ポイント>

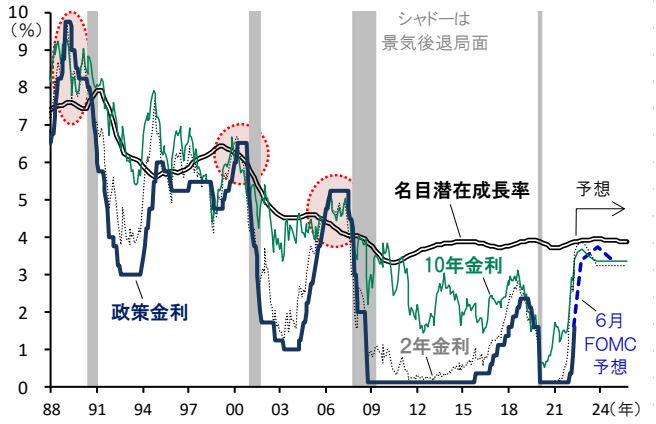
- 利上げを織り込み、国債金利が上昇。イールドカーブは利上げの終着点(ターミナルレート)の水準近辺でベアフラット化から逆イールドへ
- 米国の名目潜在成長率(投資リターン)が政策金利(資本コスト)を上回る限り、実物資産への投資資金の流入が続き、景気拡大は持続
- 名目潜在成長率が景気減速と景気後退を分ける政策金利の分水嶺(上図)。ターミナルレートの予想(FRB:3.75%、当社:3.875%)は、名目潜在成長率(約4%)に肉薄も、突破せず。利上げを原因とする景気後退(オーバーキル)は回避の公算
- 資源高により需給ギャップが示す以上のインフレ圧力。厳しい利上げを想定した短期金利の大幅高で需給ギャップに見合わないフラット化(下図)

<リスク>

- インフレ長期化で4%超の利上げなら、投資から貯蓄へ資金が逆流し、景気後退へ

年末値(%)	2021	2022	2023	2024	2025
FF金利(下限)	0.00	3.25	3.75	3.25	3.25
10年国債利回り	1.51	3.60	3.40	3.35	3.35

米国の政策金利・国債金利・名目潜在成長率



出所: CBO, BLS, FRB, SFGI

長短金利差と需給ギャップ



注: 需給ギャップは、CBOの潜在GDP推定値と市場参加者のGDP予想に基づき作成
出所: FRB, NBER, CBO, SFGI

日本の金利見通し(宮嶋)

<ポイント>

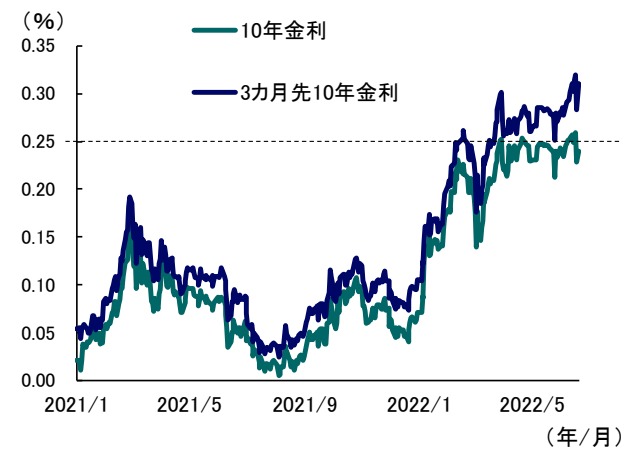
- 債券市場ではYCC政策の早期修正観測が熾り続けるも(上図)、日本銀行は臨時オペ等でYCC政策を死守。黒田総裁退任前の政策修正の公算は小さく、長期金利は0.25%が上限と見込む
- 需給ギャップ縮小等により2023年後半にYCC政策における長期金利目標の年限引き下げ(10年→5年)の実施を予想。長期金利は0.25%超えへ
- 足下は消費者の短期期待インフレ上振れに連動して長期も上昇して実質10年金利は低下。当面期待インフレは高止まりも2023年以降は低下し(前頁下図)、実質金利は上昇へ。ただし潜在成長率の低下から、上値余地は大きくない(下図)

<リスク>

- 円安や商品高による生活費上昇に対する国民の不満が高まり、政府からの圧力が強まってYCC政策修正を早期(総裁退任前)に迫られる可能性

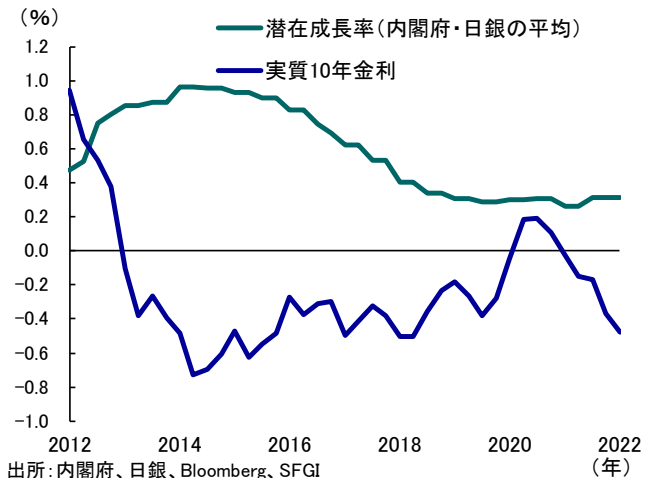
年末値(%)	2021	2022	2023	2024	2025
政策金利	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
10年国債利回り	0.07	0.25	0.31	0.39	0.47
40年国債利回り	0.71	1.32	1.41	1.52	1.63

円債市場では黒田総裁退任前の政策修正観測が熾る



出所: Bloomberg

潜在成長率は頭打ち、実質長期金利の上昇余地は乏しい



出所: 内閣府、日銀、Bloomberg、SFGI

計数表

米国

CY-%	2021	2022	2023	2024	2025
実質GDP成長率	5.7	2.4	1.5	1.9	2.2
潜在成長率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
コアPCED前年比	3.5	4.7	3.3	2.5	2.1
FF金利(下限)	0.00	3.25	3.75	3.25	3.25
10年国債利回り	1.51	3.60	3.40	3.35	3.35
イベント	バイデン政権発足 (1月)	中間選挙 (11月)		大統領選挙 (11月)	

日本

FY-%	2021	2022	2023	2024	2025
実質GDP成長率	2.3	2.1	1.5	0.9	0.5
潜在成長率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
コアCPI前年比	0.2	2.2	1.2	0.4	0.4
政策金利	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	0.07	0.25	0.31	0.39	0.47
40年国債利回り	0.71	1.32	1.41	1.52	1.63
イベント	東京五輪(7月) 岸田首相就任、 衆院選(10月)	参院選(7月)	日銀黒田総裁 任期満了(4月)		参院選(7月) 衆院選(10月迄)

ドル円の見通し(尾河)

<ポイント>

- 当面は米国の急速な利上げに伴う日米金利差拡大により、ドル高が進行
- 加えて、日本の実質金利低下や、経常黒字の急激な縮小が円安を後押し
- 23年以降は米景気の減速感が強まり、米国の利下げが意識されれば、ドル円は反落
- 来年後半は、日銀の金融政策の修正(YCCのターゲット金利を10年債→5年債へ)などにより日本の実質金利が上昇、ドル円は緩やかに下落方向か

<リスク>

- FRBの急速な利上げにより、米国が景気後退に陥るリスク(ドル安・円高)
- FRBの利上げではインフレが鎮静化せず、スタグフレーションに陥るリスク(ドル高・円安)
- FRBの利上げによるドルの急伸と新興国経済への悪影響
- ロシア・ウクライナ問題の更なる広がり

	2021	2022	2023	2024	2025
ドル円	115	143	133	128	120

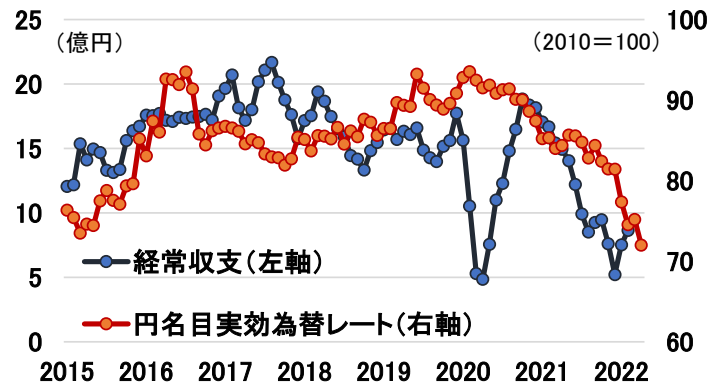
注: 21年は実績、22年以降はSFGI予測

【日米実質金利差(10年)とドル円】



注: 矢印以降は当社予測、出所: Bloomberg、SFGI

【日本の経常収支と円の名目実効為替レート】



注: 経常収支は3カ月移動平均、出所: 財務省、Bloomberg、SFGI

ユーロの見通し(森本)

<ポイント>

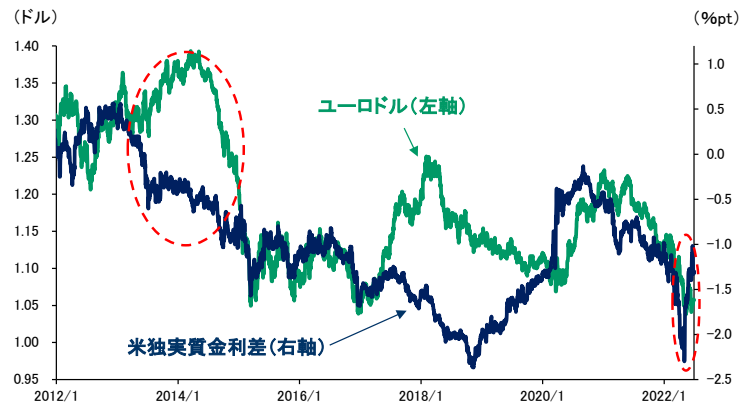
- 深刻なインフレを受けたECBのタカ派シフトにより、米独実質金利差は急速に縮小。だが、2020年以降のユーロドルと金利差との相関性は足下で崩れつつあり、金利差が示す水準よりもユーロドルは低位で推移している
- 過去には2013~2015年に金利差からの上方乖離が見られた。当時はFRBの総資産が拡大し始める一方、ECBは縮小し始めており、相対的な希少性の高まりがユーロ買いを招いた。足下では逆にFRBはQTを進める一方、ECBは「断片化」を防ぐため資産規模は維持。長期にわたり金利差との下方乖離が続く可能性も

<リスク>

- 物価高騰による消費者心理悪化が急激なインフレ低下を招き、利上げ中断でユーロ安に
- ロシアとNATOの緊張激化や核兵器の使用懸念などの地政学リスクの高まりでユーロ安に

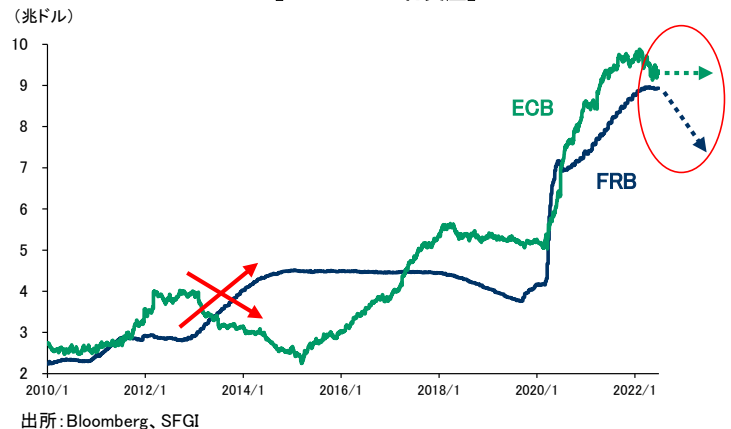
	2021	2022	2023	2024	2025
ユーロドル	1.14	1.02	1.08	1.12	1.15
ユーロ円	131	146	143	143	138

【ユーロドルと米独実質金利差】



注: 実質金利差=米10年実質金利 - 独10年実質金利 出所: Bloomberg、SFGI

【ECBとFRBの総資産】



出所: Bloomberg、SFGI

新興国通貨ヒートマップ(石川)

- 世界的にインフレが加速しており、急速な利上げを迫られる国が増加
- 急速かつ大幅な利上げでもインフレが抑制できない上、景気に強い逆風が吹いている国が目立ち始めており、通貨安要因になる部分も
- 米国の早いペースでの利上げ観測に伴うドル高は、資源国・新興国からの資金流出を招き、通貨安要因
- 米国の早いペースの利上げに伴う景気後退リスクが意識される局面では、新興国からのリスク回避の資金流出が出やすく、通貨安要因に
- ウクライナ情勢と欧州の景況感悪化懸念、中国の景気減速懸念により、欧州や中国との貿易関係が深い国の通貨中心に逆風

【改善が見られる国・地域】

豪州(コロナ禍からの回復に加え、資源高が追い風に。経済指標も良好)

【悪化が目立つ国・地域】

香港(中国のロックダウンの影響大。ただし、足下ではロックダウン解除で改善の兆しも)

トルコ(インフレ加速にも関わらず大統領による中銀への利下げ圧力継続、23年の大統領選リスク)

ロシア(ウクライナ侵攻に伴う各国からの経済制裁)※ただしルーブルは当局の通貨防衛策により反発

《重要イベント》

22/07/01	中国共産党創立101周年	22/09/08	ECB金融政策発表
22/07/07-08	G20外相会合	22/09/10-12	中国・中秋節
22/07/15-16	G20財務相・中銀総裁会議	22/09/20	FOMC金融政策発表
22/07/21	日銀・ECB金融政策発表	22/09/22	日銀金融政策発表
22/07/27	FOMC金融政策発表	22/9月中?	香港・一帯一路サミット
22/07下旬	中国・北戴河会議		東方経済フォーラム
~8月半ば		随時	米国各州・予備選挙

売られにくい

	経済リスク			通貨安リスク					
	実質GDP成長率	失業率	財政収支(対GDP比)	インフレ率	経常収支(対GDP比)	外貨建て債務総額/外貨準備高	外貨建て短期債務/外貨準備高	格付け(S&P、長期債)	格付け(S&P、短期債)
韓国	3.0	2.8	-18.1	5.4	4.7	1.5	0.3	AA	A-1+
台湾	3.1	3.7	-3.2	3.4	15.2	0.5	0.5	AA+u	A-1+u
豪州	3.3	3.9	0.2	5.1	2.9	46.4	10.6	AAAu	A-1+u
インドネシア	5.0	5.8	-2.2	3.6	0.4	3.7	0.4	BBB	A-2
中国	4.8	4.0	-4.9	2.1	1.8	1.6	0.5	A+	A-1
香港	-4.0	5.1	0.0	1.2	12.0	4.0	2.7	AA+	A-1+
メキシコ	1.8	3.1	-2.8	7.7	-0.2	3.4	0.2	BBB	A-2
フィリピン	8.3	5.7	-8.3	3.3	-3.0	1.2	0.1	BBB+	A-2
マレーシア	5.0	3.9	-3.4	2.8	2.8	2.5	0.9	A-	A-2
ポーランド	8.5	3.0	-1.9	13.9	-2.9	1.8	0.5	A-	A-2
ベトナム	2.6	2.1	3.4	2.9	-1.1	0.4	0.2	BB+	B
ロシア	3.5	4.0	0.4	17.1	6.8	1.0	0.1	NR	NR
ペルー	3.9	7.2	-5.2	8.1	-2.8	1.3	0.1	BBB	A-2
タイ	2.2	1.6	-4.9	7.1	-0.2	0.9	0.4	BBB+	A-2
NZ	0.4	3.2	-10.6	6.9	-6.5	24.3	6.0	AA+	A-1+
ブラジル	1.7	11.2	-1.8	11.7	-1.8	2.1	0.2	BB-	B
南アフリカ	3.0	34.5	-5.1	6.5	3.1	3.1	1.3	BB-	B
インド	4.1	6.0	-6.7	7.0	-1.2	1.2	0.2	BBB-u	A-3u
アルゼンチン	6.0	7.0	-3.8	58.8	1.2	8.2	2.1	CCC+	C
トルコ	7.3	10.6	-2.2	73.5	-3.0	8.2	2.5	B+u	Bu

売られやすい

出所: 各国中央銀行、各国統計局、世界銀行、IMFよりSFGI作成
※SFGIの独自の計算により、それぞれの指標について、赤は警戒すべき弱さを示し、青は強さを示す

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。



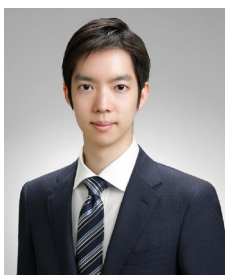
石川 久美子 (いしかわ くみこ)
金融市場調査部 シニアアナリスト

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)。

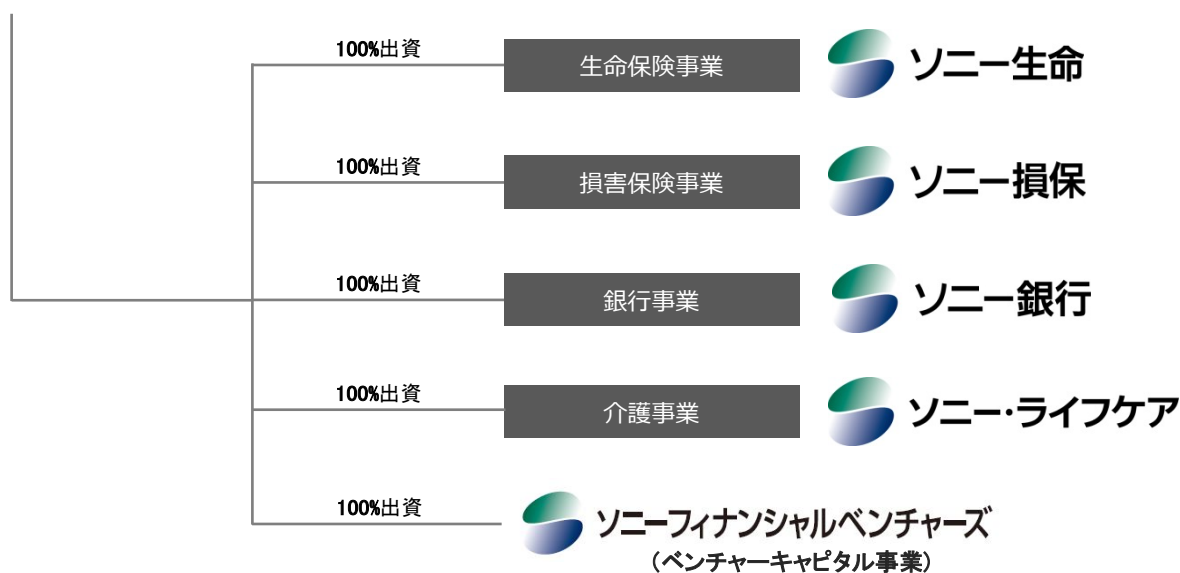
本レポートについてのご注意

- 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>