

Quarterly Market Outlook

チーフアナリスト 尾河 眞樹
 チーフエコノミスト 菅野 雅明
 シニアエコノミスト 渡辺 浩志
 シニアアナリスト 石川久美子
 シニアエコノミスト 宮嶋 貴之
 シニアアナリスト 森本淳太郎

Cover Story

米国経済と金利、日米株式市場の展望

金融市場調査部 シニアエコノミスト 渡辺 浩志

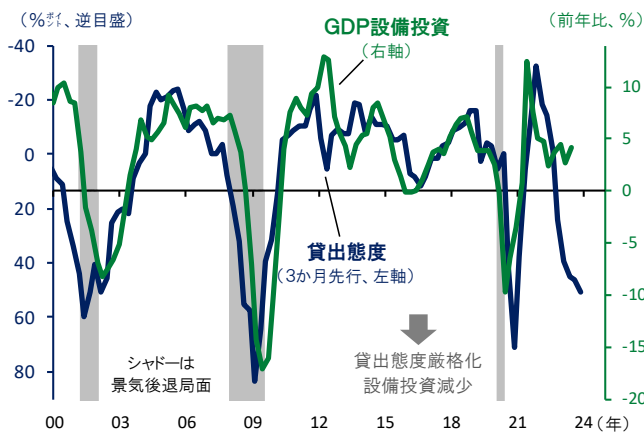
KEY POINT

- 米国経済は、家計は好調・企業は低調と二極化。年明け以降は、利上げの累積効果などから浅い景気後退へ
- 米長期金利は金融引き締めに伴い上昇してきたが、来年後半にかけては利下げを織り込み緩やかに低下へ
- 米株価は、高金利の中でも上昇基調を維持。インベーションへの期待が PER を押し上げていることが背景
- EPS は将来起り得る景気後退の織り込みを早期に完了し、自律反発している。今後、想定以上に深い景気後退が起こらない限り、米株価が再び底を探る可能性は低い。米 S&P500 指数は来年末に 5,000 点超へ
- 日本株にも複数の成長ストーリーが浮上。TOPIX は S&P500 との連動性を高めており、来年末に 2,600 点超へ
- リスクは、米長期金利の大幅上昇による想定以上に深い景気後退、およびインベーションへの期待の腰折れ

米国景気は正念場

米国経済は、家計部門は好調な一方で企業部門が低調と二極化している。企業部門(特に製造業)は、モノからサービスへの需要シフトや半導体需要の循環的な減少等による世界貿易の停滞、並びに、利上げによる住宅・生産設備の投資採算の悪化等の影響を受けている。また、利上げで深まった逆イールドが銀行収益を圧迫し、貸出態度を厳格化させており、これが企業の設備投資を悪化させる恐れがある(図表 1)。ISM 製造業景気指数は、昨年 11 月以降、10 カ月連続で好不況の境の 50 を下回っており、製造業はすでに景気後退期の様相を呈している。

図表 1: 金融環境のタイト化で企業部門は減速へ

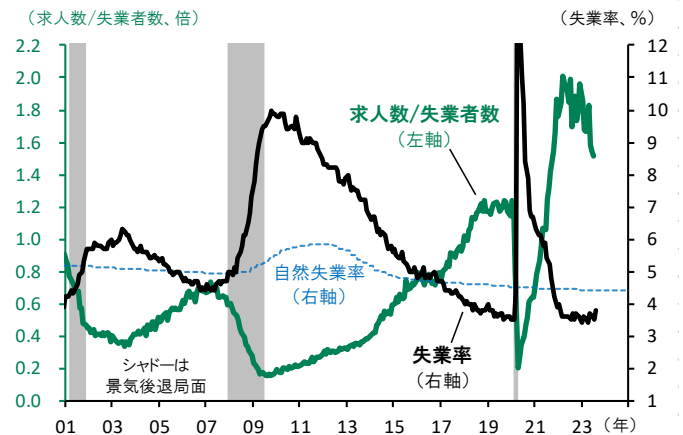


出所: FRB、米商務省、SFGI

一方、家計部門は好調だ。アトランタ連銀 GDPNow は 23 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率 4.9%もの高成長となると予想するが、その半分超の 2.5%が個人消費の寄

与である。高水準の求人と低水準の失業率に見るように、労働需給は依然としてタイトだ(図表 2)。それゆえ賃金上昇率は高く、そこからインフレ率を差し引いた実質賃金上昇率はプラス圏にある。このような良好な雇用・所得環境に加え、コロナ禍の下で蓄積した「過剰貯蓄」の取り崩しが好調な個人消費の背景にある。市場参加者は堅調な家計部門を見て、米国が景気後退を回避するとの期待を高めている。

図表 2: 労働需給は依然タイトだが、軟化の兆し

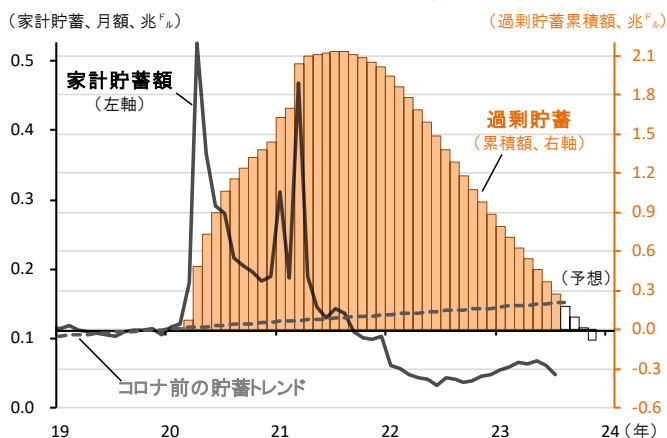


出所: BLS、CBO、SFGI

ただし、足下では主に労働市場においてピークアウトを示す経済指標も散見されるようになってきた。失業者に対する求人数の倍率は 7 月に 1.5 倍となり、ピーク時の 2 倍から大きく下がった。このことは半年遅れで賃金上昇率が低下することを示唆している。雇用者数の増勢も鈍化し、8 月は失業率も上昇した。昨年 3 月に始まった利上げの累積的な効果が遅れてじわりと発現している模様だ。

さらに、個人消費の原資となってきた過剰貯蓄は年内には底を突く公算(図表 3)。そこに 10 月からの学生ローンの利払い再開が重なることで、家計部門もいよいよガス欠気味となりそうだ。

図表 3: 過剰貯蓄は年内に払底の公算

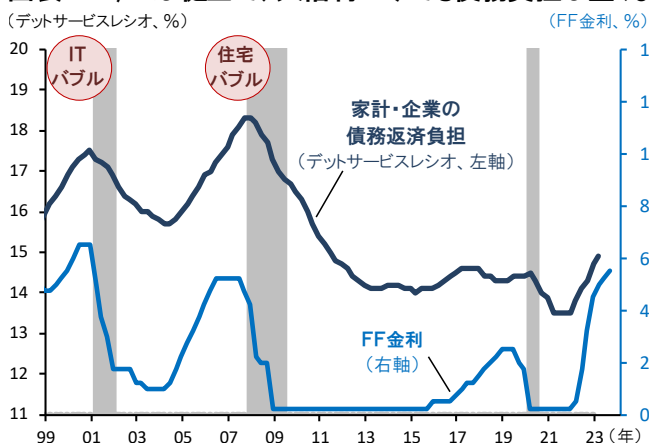


注: 過剰貯蓄は、家計貯蓄額のトレンド線からの乖離額の累計値
トレンド線はコロナ禍前の貯蓄額の趨勢値
出所: BLS、サンフランシスコ連銀、SFGI

年明け以降に浅い景気後退へ

当社では、企業部門の悪化に家計部門の減速が重なり、米国経済が年明け以降にわずかながらマイナス成長に入る、浅い景気後退を予想している。ただし、大幅な利上げが行われるなかでも家計・企業の債務返済負担は過度に重くなっているわけではない(図表 4)。このことは、現在の米国の民間部門のバランスシートが健全であり、過剰債務などの不均衡がないことを物語る。そのため、この先もバランスシート調整に伴う深く長い景気後退が起こる可能性は低いと思われる。

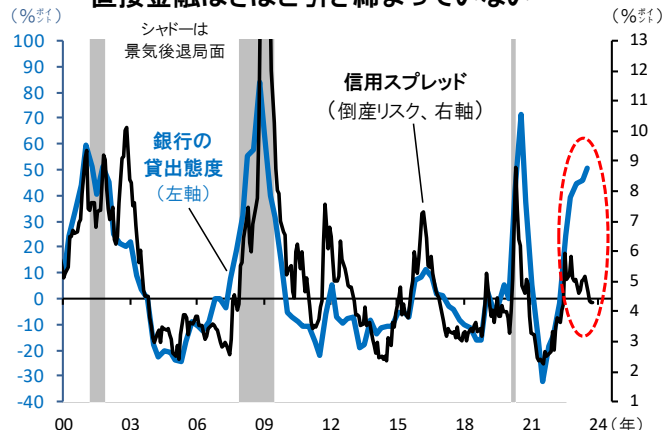
図表 4: B/S は健全で、大幅利上げでも債務負担は重くない



注: デット・サービス・レシオは債務の元利返済額/所得
出所: BIS、FRB、SFGI

また、図表 5 の通り、銀行の貸出態度が厳格化している割に、社債スプレッドなどにみる信用リスクは高まっていない。量的緩和や 3 月の地銀破綻の際に導入された資金供給策(BTFP)によるカネ余りなどを背景に、企業の金融環境、特に直接金融がそれほど引き締まっていない模様であり、この点も景気後退が浅いものに止まると予想する根拠の一つである。

図表 5: 信用スプレッドは低下
直接金融はさほど引き締まっていない



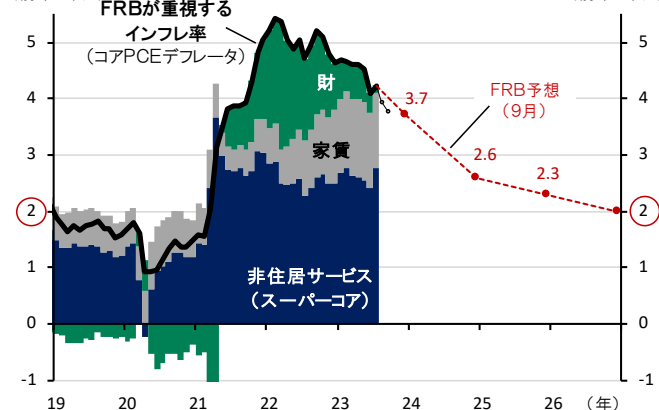
注: 信用スプレッドハイイールド社債利回り-10 年国債利回り
出所: FRB、Bloomberg、SFGI

リスクは、第一に米国がソフトランディング、ないし浅い景気後退にとどまることでインフレが沈静化しないケースだ。その場合、さらなる利上げや金利上昇が、固定資産投資の減少などを通じて、深い景気後退を招く可能性がある。金利上昇が商業用不動産価格の下落や不良債権の増大を通じて米地銀の経営を悪化させ、連鎖破綻や金融システム不安を再燃させるリスクも考えられる。

米金利は来年末にかけて緩やかに低下へ

8 月末に開催されたジャクソンホール会合で、FRB のパウエル議長は「適切ならさらに利上げする用意がある」と述べた。ただし、今後の政策決定は「慎重に進める」と話し、経済データを見極める考えを改めて示した。9 月の米連邦公開市場委員会(FOMC)においても、年内の追加利上げを示唆しつつもデータ次第の姿勢を強調した。追加利上げが適切になるのは、経済の上振れや労働需給の一段の逼迫でインフレ率が FRB の予想経路から上振れる場合だろう。だが、足下では労働需給には緩みがみられ始めており、今後のインフレ率は図表 6 の通り、9 月 FOMC で示された予想経路を幾分下回りそうだ。こうしたことから年内に追加利上げが行われる可能性は高くないと当社は予想している。

図表 6: 減速するインフレ率(コア PCE デフレーター前年比)



注: コア PCE デフレーター前年比の 8・9 月分はクリーブランド連銀のナウキャスト予想
出所: BEA、FRB、クリーブランド連銀、SFGI

また、このままインフレが鈍化して行けば、政策金利から期待インフレ率を差し引いた実質政策金利が上昇して行き、金融政策は一層引き締まってしまう。こうした受動的な引き締め行き過ぎや、それによるオーバーキルを回避する観点から、来年7-9月期にFRBが利下げに転じると当社は予想する。

もっとも、この利下げは引き締め政策からの正常化であって金融緩和ではない。そのため、仮に米国でソフトランディングが実現したとしても、インフレ率が低下すれば利下げは実施されると思われる。

なお、国債金利は図表7の通り、市場が予想する利上げのピークと利下げのボトムの間で上下している。短期金利は利上げのピークを織り込む一方、長期金利は先々の利下げのボトムを視野に入れている。現在は、利上げでも底堅い米国景気を見て、政策金利のベンチマークである中立金利が短期的に上昇しているとの見方が広まっており、9月FOMCも24年中の利下げ予想幅を縮小した。そのため市場参加者が予想する利下げのボトムも切り上がり、これが長期金利を押し上げている。

図表7: 国債金利は政策金利のピークとボトムの間で動く



注: 政策金利のピークはFF金利先物23年11月限、ボトムは25年11月限
出所: Bloomberg, SFGI

ただし、この先は景気減速やインフレ鈍化、並びに利下げが織り込まれるなかで、市場参加者が予想する利下げのボトムも3%台半ばまで切り下がると見込む。それとともに長期金利も3%台後半まで低下して行こう(24年7-9月期で3.60%)。一方、24年末以降は、米国が景気回復局面に入り、長期金利は3%台後半へと再浮上する公算が大きい。

リスクは景気の上振れとインフレの粘着により、大幅な追加利上げが行われることである。その場合、長期金利はもう一段上昇する。長期金利が米国の名目潜在成長率を大きく上回る期間が長引けば、それが深い景気後退を招き、後の長期金利の下振れに繋がる可能性もある。

米国株の金利離れ

以上の景気・金利見通しを前提に株価の予想をしてみたい。

足下の米国株式市場でみられる特徴的な動きとして、株価の金利離れがある。図表8にみるように、昨年3月の利上げ開始以降は、金利が急上昇するなかで、それを嫌気し株価は大きく下落した。だが、昨年末頃からは金利が上昇基調にあるなかでも米株価の上昇は続き、両者の連動性が途切れたように見える。

図表8: 米株価の金利離れ

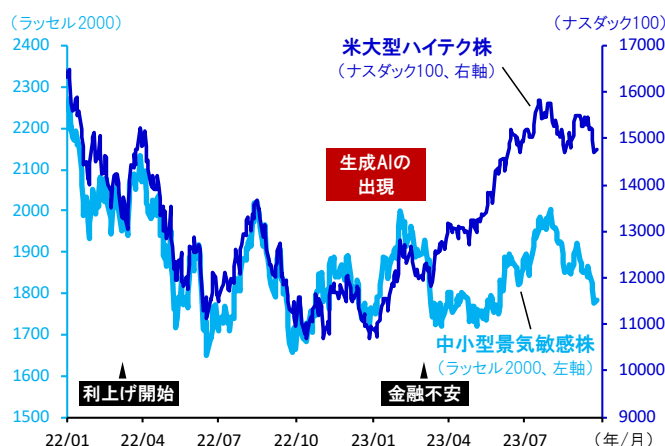


出所: Bloomberg, SFGI

この間の米国株の上昇を牽引したのは、ハイテクセクターだ。図表9の通り、景気敏感株からなるラッセル2000株価指数は堅調な米国景気を背景に底堅く推移しているが、やはり金利上昇が重荷となっている模様である。そうしたなかで、大手ハイテク株からなるナスダック100株価指数が大きく値を上げ、相場を牽引している。

ハイテク株が明確な上昇トレンドに入ったのは昨年末頃であり、まさにチャットGPTのような生成AIの登場に、世界が注目した時期と重なる。この点からは、現在の米国株の金利離れの主因が、生成AIなどが巻き起こすイノベーションへの期待、すなわち生産性向上や設備投資の拡大による潜在成長率の高まりへの期待にあると考えられる。

図表9: ハイテク株が相場を牽引



出所: Bloomberg, SFGI

米国株価(=EPS×PER)の予想

株価は一株当たり利益(EPS)と市場の評価(PER)の掛け合わせである。また、配当割引モデルに従えば、 $PER=1/(実質金利-期待成長率)$ と考えることができる。株価の決定要因のうち、金利の影響を直接的に受けるのはPERの方だ。そこでPERと実質金利の関係をみてみると(図表10)、過去は密接に連動していたが、昨年末頃より乖離が生じている。株価の金利離れは、PERの金利離れと言う方が正確であり、その乖離を埋めるのが期待成長率の高まりである。

図表10: 実質金利とPERの乖離を埋める期待成長率



注: PERは12カ月先予想。PER=1/(実質金利-期待成長率)
出所: Bloomberg, SFGI

では、PERはこの先、どうなるだろうか。AIなどのテクノロジーが市場にもたらす興奮は徐々に和らいで行くと思われるが、すぐに失望に転じる可能性は低く、足下のPERと実質金利の乖離は当面維持されられると思われる。むしろ、この先、米金利が3%台後半に向けて低下するなら、実質金利は現在の2%台から1%台前半へと低下し、PERには最大2倍程度の上振れ余地が生じる。なお、25年以降は景気回復局面に入り、そこでは金利と期待成長率がともに上昇することで影響が相殺され、PERは横ばい圏で推移すると予想する。一方、一株当たり利益(EPS)はどうか。図表11に見るように、EPSは米国の名目GDPと密接に連動している。(↗)

図表11: 株式市場は景気後退の織り込みをすでに完了



出所: BEA, Bloomberg, SFGI

ただし、過去とは異なり、今回の利上げ局面ではEPS成長率がGDP成長率に先んじて大きく下落した。これは通常の3倍速の急速利上げが行われた22年後半の時点で、株式市場が将来起こり得る景気後退(当時、1年以内の景気後退確率が各種試算で100%に達した)を織り込んだためだろう。

しかし、その後の米国経済は思いのほか底堅く、景気後退予想の時期は後ずれし、谷は浅くなった。むしろいまは、米国が景気後退を回避するとの期待が高まっている。その点で、株式市場はこの先に起こり得る浅い景気後退の織り込みをすでに完了しているとみることができる。今後、想定以上に深い景気後退が起こらない限り、EPSが再度悪化することはないと思われる。EPSは前年比5~6%成長の軌道へ向けてリバウンドして行こう。

PER(現在、約18倍)は、24年末までに20倍前後まで上昇し、25年は横ばい圏(20.5倍程度)で推移すると予想する。他方、EPS(現在、約240円)は24年末に前年比5%、25年末に同6%(=名目GDP同4%に相当)を見込む。その場合、図表12に示した株価の早見表に基づけば、S&P500株価指数は、23年末から25年末にかけて順に、4,500円→5,050円→5,420円と緩やかに上昇することが見込まれる。

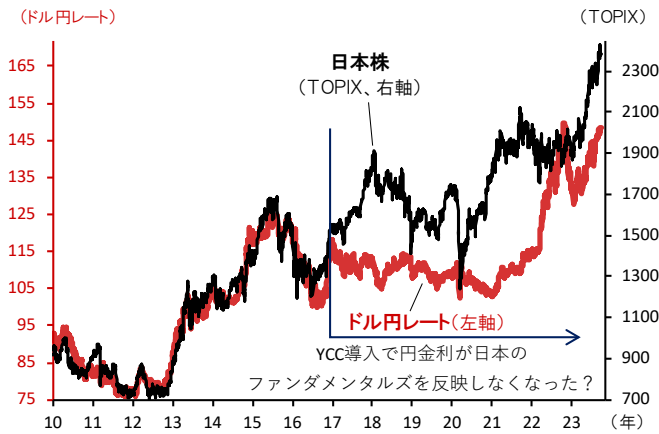
図表12: 株価の早見表 出所: SFGI

S&P500株価	予想EPS 円											
	220	225	230	235	240	245	250	255	260	265	270	275
22.0	4840	4950	5060	5170	5280	5390	5500	5610	5720	5830	5940	6050
21.5	4730	4838	4945	5053	5160	5268	5376	5483	5590	5697	5805	5913
21.0	4620	4725	4830	4935	5040	5145	5250	5355	5460	5565	5670	5775
20.5	4510	4613	4715	4818	4920	5023	5125	5228	5330	5433	5535	5638
20.0	4400	4500	4600	4700	4800	4900	5000	5100	5200	5300	5400	5500
19.5	4290	4388	4485	4583	4680	4778	4875	4973	5070	5168	5265	5363
19.0	4180	4275	4370	4465	4560	4655	4750	4845	4940	5035	5130	5225
18.5	4070	4163	4255	4348	4440	4533	4625	4718	4810	4903	4995	5088
18.0	3960	4050	4140	4230	4320	4410	4500	4590	4680	4770	4860	4950
17.5	3850	3938	4025	4113	4200	4288	4375	4463	4550	4638	4725	4813
17.0	3740	3825	3910	3995	4080	4165	4250	4335	4420	4505	4590	4675
16.5	3630	3713	3795	3878	3960	4043	4125	4208	4290	4373	4455	4538
16.0	3520	3600	3680	3760	3840	3920	4000	4080	4160	4240	4320	4400
15.5	3410	3488	3565	3643	3720	3798	3875	3953	4030	4108	4185	4263

日本株見直し

続いて、日本株も予想してみたい。図表 13 に見るように、日本株は、かつては為替レートに左右される側面が強かったが、16 年 9 月の日銀のイールドカーブコントロール政策(YCC)の導入を境に、その連動性は断たれたように見える。YCC により、円金利がゼロ%近辺に固定され経済のファンダメンタルズを反映しなくなると、金利と為替レートとの関係が途切れるとともに、金利と日本株の PER の関係も途絶した。また、この間に日本企業が生産拠点の海外移転を進め、収益の円高耐性を高めたことも、日本株の為替離れを促したと考えられる。

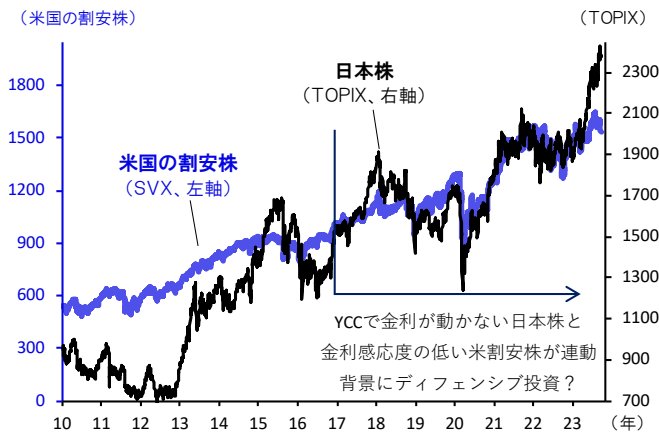
図表 13: 為替レートと日本株(TOPIX)



出所: Bloomberg, SFGI

他方、EPS は半導体需要の循環変動など、世界貿易の増減を通じてグローバルに連動している。円金利という拠り所を失った日本株は、米国株、なかでも PER が低い(金利感応度や期待成長率の低い)米割安株との連動性を強めた(図表 14)。

図表 14: 米割安株(SVX)と日本株(TOPIX)



注: 米国の割安株は S&P500 バリューストック指数(SVX)

出所: Bloomberg, SFGI

ただし、近頃の日本株は、米割安株を大きくアウトパフォームしており、いまやハイテクセクターも含む米国株全体(S&P500 指数)との連動性を強めている(図表 15)。米国株がイノベーションへの期待で上昇するなか、日本株においても成長期待を高めるいくつかのストーリーが浮上していることが背景だろう。

図表 15: ハイテク含む米国株全体(S&P500)

との連動性を強める日本株



出所: Bloomberg, SFGI

今年に入り、日本株は海外投資家の買いを原動力に大きく値を上げた。その理由として、①東証の要請に応じた企業の資本効率改善の取り組み(自社株買いや増配、ガバナンス改革への期待)、②インフレと賃金上昇が内需の好循環を引き起こす可能性(日本経済再生への期待)、③日銀緩和の継続と期待インフレ率の上昇による日本の実質金利の低下(資産インフレへの期待)、④中国等からの逃避マネーの流入期待などが考えられる(図表 16)。

なお、現在の市場は、YCC 柔軟化や日銀政策の正常化期待を高めている。これに伴う金利上昇は株価にマイナスに働きやすいが、現状は長期金利の上昇(長短金利差の拡大)を利ざや拡大の好機と捉え、金融株が大きく値を上げている。

図表 16: 日本株買いの要因

① 東証が資本効率改善を要請(PBR=ROE×PER)

・ 分配強化によるROEの引き上げに終始せず、成長期待向上によるPERの上昇が実現するか注目

② 良いインフレ・賃金上昇・内需主導の成長への期待

・ コストプッシュインフレ発の賃上げが持続するか、人々のインフレ期待や企業の賃金・価格設定ノルムが変化するか注目

③ 日銀緩和とインフレ期待の高まりで実質金利が低下

・ 実質金利の低下による資産インフレ圧力。円安進行を株高材料とみる向きも

④ 中国等からの逃避マネーの流入

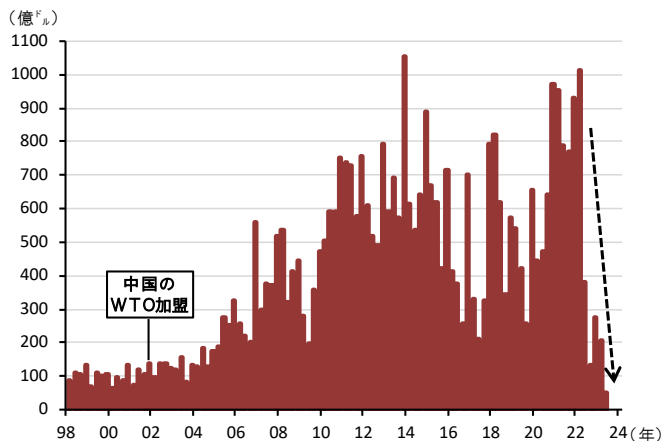
・ 米中対立の激化、サプライチェーンの分断・再構築、中国経済の悪化で、投資資金が日本へシフトするとの期待

出所: SFGI

また、④の中国からの逃避マネーの動きを感じさせるのが図表 17、18 だ。近年、米国は技術覇権や経済安保の観点から先端半導体やAIの分野で対中輸出規制を強化し、ハイテク製品のサプライチェーンから中国を排除しようとしている。これに対して中国は、半導体素材の輸出規制等の報復措

置を展開している。米中対立が激化しチャイナリスクへの警戒が高まるなかで、多くの国々が脱中国依存(デリスキング)を急いでいる。外国企業による中国への直接投資は中国のWTO加盟を機に増加してきたが、足下で大幅に減少しており、中国が孤立を深めている様子が垣間見える(図表 17)。

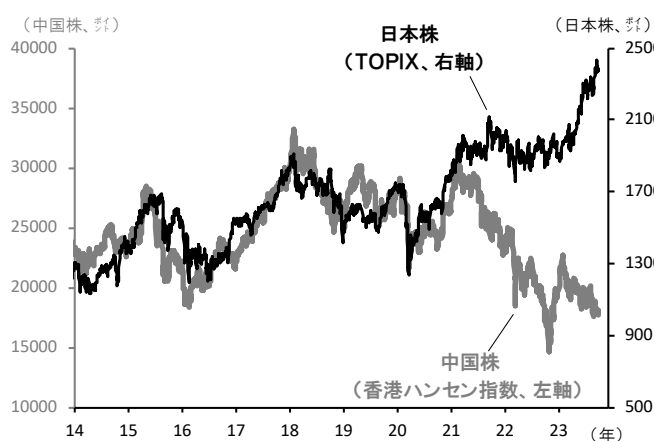
図表 17: 対中直接投資は激減(中国の孤立化を象徴?)



注: 中国は世界貿易機関(WTO)への加盟をきっかけに世界の工場へと変貌し、対内直接投資を引き付けてきたが、米中対立やチャイナリスクで暗雲
出所: 中国国家外貨管理局、SFGI

かつてはハイテク製品や半導体の需要サイクルが世界貿易を通じて日中の株価を共振させていた(米国株も含めグローバルに共振)。だが、いまや日中株価はワニの口のように上下に開いている(図表 18)。このことは米国が主導する中国抜きのサプライチェーンの再構築が、日本国内への工場誘致(直接投資)や株式市場への資金流入を促していること、あるいは中国の孤立が深まるなかで日本が逃避マネーの受け皿となる可能性を示唆しているようにもみえる。

図表 18: 世界貿易を背景に連動していた日中株価が乖離



出所: Bloomberg、SFGI

いずれにせよ、現在は日米株価の連動性が強まっており、日本株は米国株をベースに予想するのが適当であると思われる。最近の日米株価の連動性に基づけば、TOPIX は 23 年末から順に 2,440 ㊦→2,660 ㊦→2,800 ㊦となることが見込まれる(図表 19)。

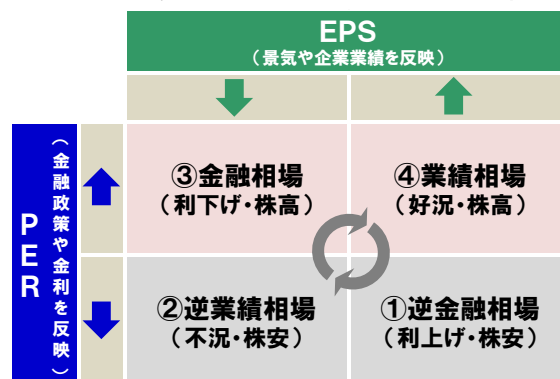
図表 19: 日米株価の見通し

	直近	23年末	24年末	25年末
S&P500	4,270	4,500	5,050	5,400
NYダウ(㊦)	33,600	34,900	38,300	40,500
TOPIX	2,350	2,440	2,660	2,800
日経平均(円)	32,000	33,500	36,800	39,000

出所: SFGI

筆者は日米株価の予想を改訂し、前回(6月)予想の水準を約1年前倒しで達成するような上方修正を行った。まず米国株について、前は、米国の利上げに伴う米金利の上昇で PER の低下が続くなかで、将来の景気後退を織り込んで EPS も低下し、株価が 23 年内に二番底を付けると予想した。相場循環(図表 20)でいえば、①利上げ時の逆金融相場から、②不況期の逆業績相場へ移行しながら、株価の低迷が続くと悲観していた。

図表 20: 株式相場(EPS×PER の4局面)の循環図



出所: SFGI

だが、その見方は外れた。いま起こっているのは、期待成長率の上昇を背景とする PER の金利離れと、景気後退を早期に織り込み切った EPS の自律反発である。米国はこの先、景気後退に陥るとの予想は変わらないが、それが想定以上の深さにならない限りは株価が二番底を付けに行く可能性は低いとみる。もはや株式市場は、この先の③金利低下による PER の上昇(金融相場)と、④将来の景気回復を織り込んだEPSの上昇(業績相場)へと一足飛びに移行しつつあるのかもしれない。

日本株についても、値動きの小さい米割安株をアウトパフォームし、米国株全体との連動性を高めている現状に鑑み、従来の予想より上昇ペースを速めた。

なお、リスクは第一に金利の上振れである。米国株は金利離れが鮮明だが、それはハイテクセクターでの成長期待の高まりが、金利の影響を薄めているからであって、金利の影響が全くなくなった訳ではない。大幅な金利上昇が進めばこの先の PER の上昇は見込みがなくなるほか、想定以上に深い景気後退を招けば、EPS がそれを織り込み直すべく再び悪化し、株価が大きく下振れる恐れがある。

また、リスクの第二は、イノベーションへの期待の腰折れた。ハイテクセクターにおける期待成長率の高まりが持続しなければ、PER は実質金利の水準にさや寄せするように低下し、株価が下落する可能性がある。

株価水準の評価

上記の株価予想を描いてみると、その水準について 2 つの疑念が浮かぶ(図表 21)。第一に、昨年の底値はコロナ禍前の水準を大きく上回るものであり、この程度の株価下落でコロナバブルの調整が完了したといえるかどうかという点だ。第二に、引き締めの金融政策が長期化すると見込まれるなかで、この先の株価がコロナバブルのピークを大きく超えて行くとの予想は果たして現実的なのか、という点である。

図表 21: 米国株価(名目と実質)



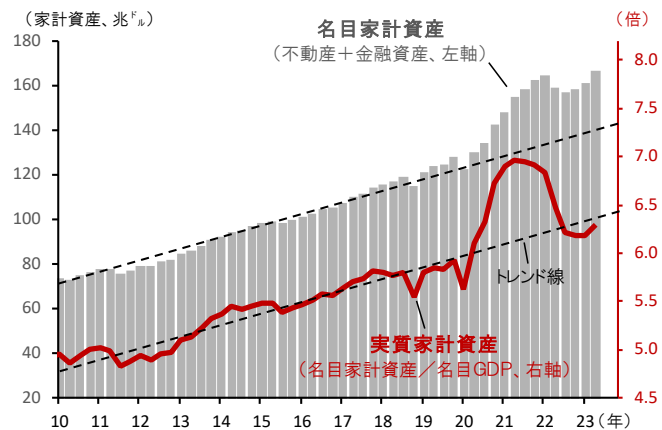
注: 実質株価 = S&P500 株価指数 / 消費者物価指数
出所: BLS, Bloomberg, SFGI

だが、忘れてはならないのは、株価は名目値であり、インフレの分だけ水増しされるということだ。物価変動の影響を除いた実質ベースの株価は、昨年秋につけた底値の時点でコロナ禍前の水準を下回っている。すなわち、実質ベースで見ればコロナバブルで膨らんだ資産効果はいったん消滅しており、その点で株価調整は完了したといつてよいのではないかと。

また、株式や住宅資産などからなる家計金融資産全体でコロナバブルの調整度合いを見ると、名目ベースでは依然としてトレンド線から大きく上振れており、家計に膨大な資産効果が残存しているように見える(図表 22)。しかし、実質ベース(名目 GDP 対比)で見れば、その水準はトレンド線近辺に回帰しており(資産効果は消滅)、もはや個人消費の過熱やインフレの加速をもたらすものではないといえそうだ。

また、この先の実質株価は 25 年末でもコロナバブルのピークを越えない。実質株価は十分な調整を済ませており、その後の上昇も緩やかなものに止まっているといえる。なお、23 年末~25 年末にかけての実質株価の上昇ペースは年率 6%と、コロナ禍前の 4 年間(16~19 年)の同 11.5%の半分程度である。

図表 22: 家計金融資産(名目と実質)



出所: FRB, BEA, SFGI

再びハイテク株優位の相場

最後に米国株式市場の有望セクターについて考えたい。ハイテク株と景気敏感株の比は、両者の成長格差を反映した右肩上がりのトレンド線に沿って推移してきた(図表 23)。20 年のコロナ禍直後は金融緩和により長期金利が大きく低下したことを好感して、金利敏感なハイテク株が値を上げ、優位に立った。一方、22 年以降は、利上げに伴う金利上昇によってハイテク株は大きく値を崩し、劣位に回った。この間、金利の上下動が株式市場のセクターローテーションに強く影響してきた。

だが、年明け以降は、金利が上昇基調にあるなかでも、成長期待の高まりを背景にハイテク株が相場を牽引し、景気敏感株を大きくアウトパフォーマンスしている。生成 AI の登場で期待成長率格差を表すトレンド線が上方に屈折している可能性もある。また、この先は当社が予想するように金利が低下していくなら、ハイテク株にはさらに追い風が吹くことになるだろう。

図表 23: ハイテク株/景気敏感株と長期金利の逆相関



注: トレンド線の傾きはハイテク株と中小型株の成長率格差を反映していると考えられる。今年以降はこのトレンドラインが上方に屈折している可能性も
出所: Bloomberg, SFGI

渡辺 浩志

日本の金融政策見通し(菅野)

<マイナス金利解除が視野に>

1. 2023年:YCC柔軟化は政策正常化への第一歩

- YCC運用柔軟化で10年金利の上限を1.0%に
- 10月展望レポートの物価見通しがカギとなるも、2%物価目標の持続的・安定的な実現を見通せるには至っていないとの判断を維持
- 物価下振れリスクを重視
- フォワードガイダンス「必要あれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」は継続

<日銀金融政策見通し>

年末値	2023	2024	2025	2026
短期金利 (%)	-0.1	-0.1	0.0	0.0
長期金利目標 (%)	0.0	撤廃	撤廃	撤廃
変動幅 (上下各%)	1.0	撤廃	撤廃	撤廃
	年限 (年)	10	撤廃	撤廃
ETF買入上限 (兆円/年)	12.0	撤廃	撤廃	撤廃
J-REIT買入上限 (億円/年)	1800	撤廃	撤廃	撤廃
CP/社債残高上限 (兆円)	2.0/3.1	撤廃	撤廃	撤廃

2. 2024年:YCCは撤廃するもマイナス金利は維持

- 2024年春に債券市場の一層の機能回復を企図してYCCを撤廃
- 海外景気減速から長期金利への上昇圧力減衰
- 円安一服から早期正常化への圧力は弱まる
- マイナス金利政策は、賃金と物価の好循環が確認されないとして、継続

3. 2025年:マイナス金利解除

- 3年連続となる大幅賃上げを確認して春から夏にかけてマイナス金利を解除
- 景気持ち直しと人手不足から所定内給与は3.0%を超える上昇へ
- ゼロ金利政策は2025年以降も継続(ただし、インフレの上振れリスクが顕現化する場合には2026年中の利上げもありうる)
- 期待インフレ率の上昇から実質金利は大幅なマイナス圏で推移

米国の金融政策見通し(菅野)

<メインシナリオ(55%)>

- FF金利は足下の5.375%がピーク
 - 賃金伸び率が高止まりするも、今後は利上げの累積効果から内需が減速、労働市場の逼迫もかなり緩和される見込み
 - 原油価格上昇は期待インフレ率を押し上げる一方、消費者の実質所得を目減りさせて消費を下押し
 - 当面は、自動車産業のスト長期化・政府閉鎖がリスク
- 2024年7-9月に利下げ開始
 - 2024年前半にマイナス成長となるも、景気の谷は浅く、深刻な景気後退は回避
 - 粘着的なインフレから、利下げ幅は2024年:0.5%[※]、2025年1.25%[※]に止まる
- 今後は中立政策金利の水準(FOMCメンバー中央値は2.5%)が議論に
- FF金利見通しは12ページ参照

<リスクシナリオ1:ゴルドロック(25%)>

- 米国経済は景気後退を回避
- 賃金上昇率が高止まりするなかでも、生産性向上によりコストプッシュインフレはある程度吸収
- ただし、堅調な国内需要から根強いインフレ圧力
- 利下げのペースはより緩やかに
- 中立金利の水準は上方修正(2.75~3.0%に)
- 米国経済は高い実質金利と共存可能

<リスクシナリオ2:ハードランディング(20%)>

- 米国経済は堅調に推移
- インフレは一旦は低下するものの、2024年後半から再び上昇(原油価格上昇などの供給要因と内需堅調に伴う大幅な賃金上昇)
- FRBは、2024年末から2025年初にかけて再利上げ、FF金利は6%台に⇒2025年は深刻な景気後退に
- FRBはインフレ鎮静化を見届けたうえで、2026年から利下げに

米国経済見通し(渡辺)

<ポイント>

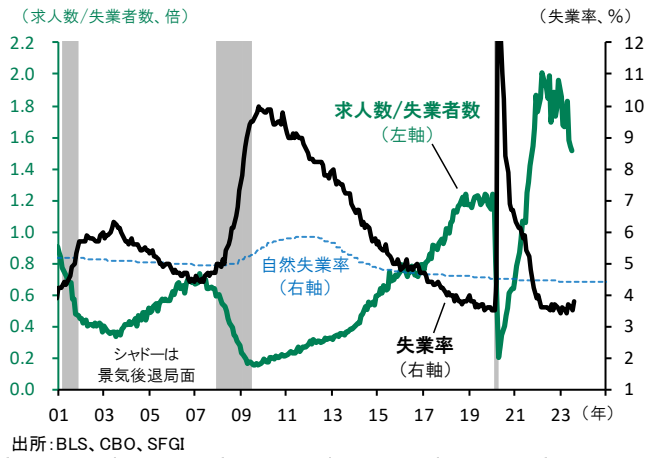
- 米国経済は底堅いが家計と企業で状況は二極化
- 労働市場はタイト(上図)。高い賃金上昇率や過剰貯蓄の取り崩しで個人消費は堅調。ただし、利上げの累積効果で雇用・物価指標の鈍化も散見される
- 企業部門では、利上げに伴う金利上昇で投資採算が悪化。銀行の貸出態度の厳格化や与信の減少等を背景に固定資産投資は減速の公算(下図)
- 企業部門の悪化に家計部門の減速が重なり、年明け以降に浅い景気後退へ。ただし、民間部門のB/Sは健全であり、深い景気後退は想定せず

<リスク>

- 景気の過熱やインフレ再加速が大幅な追加利上げと金利高騰を通じて、深い景気後退を招くリスク
- 金利上昇に伴う商業用不動産市場の悪化が地銀経営を圧迫し、金融システム不安を惹起する恐れ

CY(%)	2022	2023	2024	2025	2026
実質GDP成長率	2.1	2.1	1.0	1.7	1.8
潜在成長率	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
イベント	中間選挙(11月) パウエルFRB議長再任(6月)		大統領選挙(11月)		中間選挙(11月) パウエルFRB議長任期(5月)

タイトな労働需給に緩和の兆し



貸出態度の厳格化で設備投資は減速へ



日本経済見通し(宮嶋)

<ポイント>

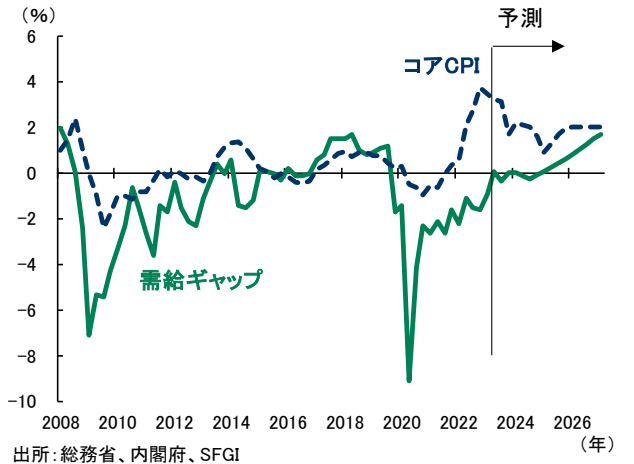
- 日本経済は24年前半からの米国景気後退入りにより、成長率は低下。ただし景気の減速は緩やかにとどまり、25年に底打ちと想定。25年以降に需給ギャップはプラス幅拡大へ(上図)
- 賃金は23年春闘を受けて伸び率が上昇も、景気減速などから24年に鈍化する公算。その後は再び上昇に向かい、2%物価目標に必要な目安(3%程度)に近づいていくと想定。
- 賃金の持続的上昇への鍵は雇用者数の70%を占める中小企業の賃上げ。中小企業の採算(収益)のさらなる改善が進むかどうか鍵(下図)

<リスク>

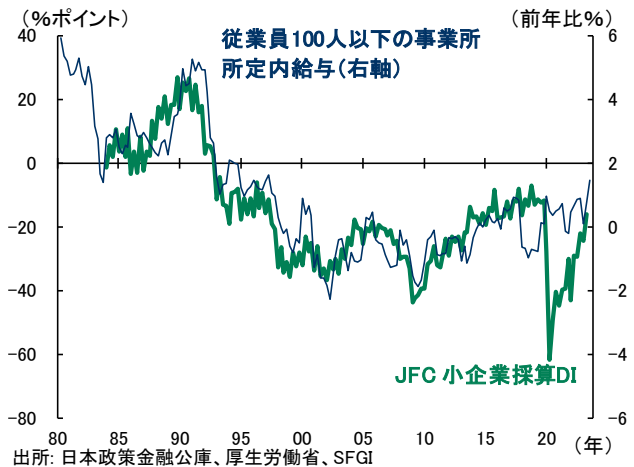
- 米国や中国など海外経済の予想以上の悪化
- 物価高の長期化による個人消費の下振れ

FY(%)	2022	2023	2024	2025	2026
実質GDP成長率	1.3	1.7	0.4	1.0	1.2
潜在成長率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
イベント	参院選(7月)	植田日銀総裁就任(4月)	自民党総裁選(9月)	参院選(7月) 衆院選(10月迄)	

需給ギャップは当面ゼロ近傍、25年以降にプラス幅拡大



中小企業のさらなる賃金上昇には採算改善が必要



米国物価見通し(渡辺)

<ポイント>

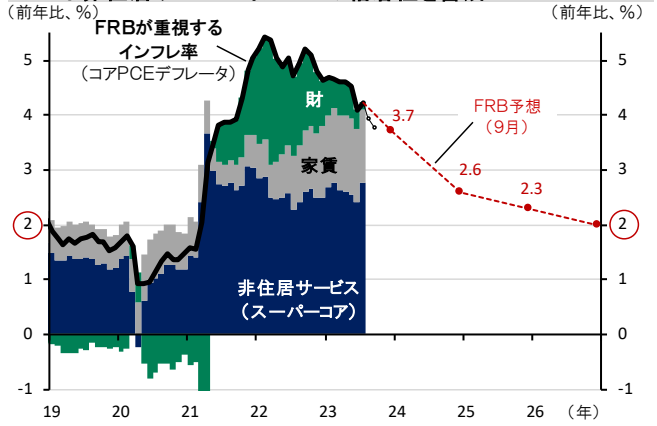
- 財と家賃のインフレは鈍化傾向。今後は労働需給の緩和で賃金上昇が鈍化し、非住居サービスのインフレも緩やかに鈍化する見込み(上図)。
- FRBは景気の上振れや労働需給の逼迫を注視し、インフレ再加速の予兆があれば追加利上げも辞さない構え。23年内の追加利上げを示唆。ただし、現時点では利上げの緊急性は高くない
- 上振れ気味だった長期インフレ期待も低下(下図)。利上げの累積効果が雇用・物価指標に見え始めたことが背景

<リスク>

- 利上げが不十分な場合、景気上振れや労働需給逼迫によりサービスのインフレが再加速する恐れ
- 産油国の減産など、供給要因による原油価格の高騰と期待インフレ率の上昇でインフレ再燃の恐れ
- 住宅ローン金利の上昇に伴う住み替えの減少が中古住宅在庫の枯渇と住宅価格の再浮上を招き、家賃インフレを再燃させる可能性も

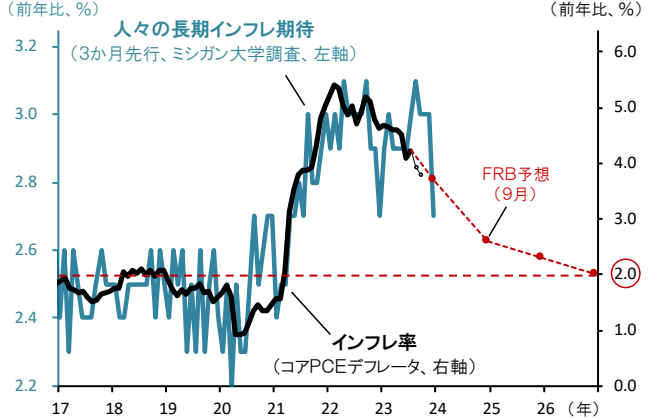
CY(%)	2022	2023	2024	2025	2026
米国 コアPCE	5.1	4.0	3.0	2.4	2.1

FRBは非住居サービスインフレの粘着性を警戒



注:コアPCEデフレータ前年比の8月・9月分はクリーブランド連銀のナウキャスト予想
出所:BEA, FRB, SFGI

インフレ期待が上振れればインフレが再加速するリスク



注:人々の長期インフレ期待はミシガン大調査の今後5~10年の予想
出所:ミシガン大学, BLS, SFGI

日本物価見通し(宮嶋)

<ポイント>

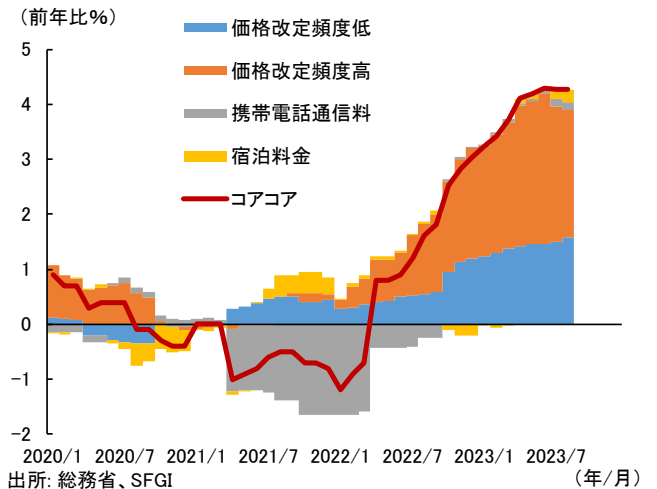
- 輸入物価の大幅マイナス、24年からの景気減速・賃金の伸び鈍化等を踏まえて、今後物価は減速と想定。25年から景気再加速などを受けて再び物価の伸び率は上昇して25年以降に2%に接近していく見込み(前頁上図参照)
- 賃金上昇により価格改定頻度の低い品目の価格が上昇、インフレ粘着度は従来よりも強まっていると想定。ただし、まだ改定頻度の高い品目の押し上げが大きく、下振れリスクも残存(上図)
- 長期期待インフレ率は1%強に上昇(下図)。今後のコアCPI低下等を受けていったん低下し、景気や賃金の再加速を受けて25年から再上昇と想定

<リスク>

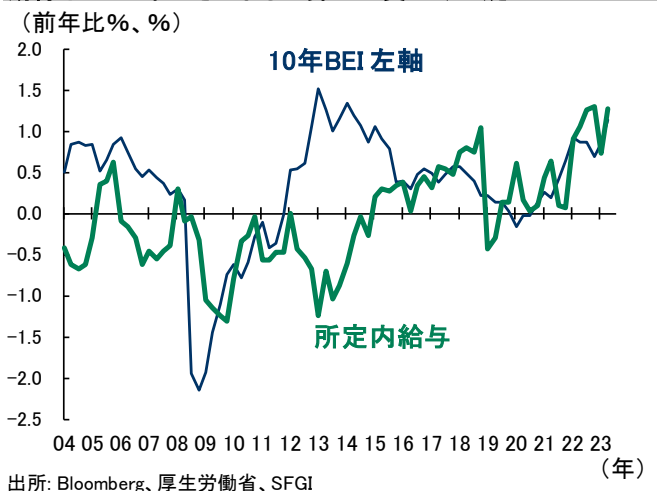
- 景気下振れに伴う賃金・物価の下振れ
- 賃上げ機運の高まりや最低賃金大幅引上げなど制度要因による賃金・物価の上振れ
- 国際食料価格や原油価格の上振れ、円安加速による輸入物価の早期の底打ち

FY(%)	2022	2023	2024	2025	2026
日本 コアCPI	3.1	2.4	1.7	1.8	2.0

CPIのうち価格改定頻度の低い品目の押し上げも拡大



期待インフレ率のさらなる上昇には賃上げが鍵



出所: Bloomberg, 厚生労働省, SFGI

米国の金利見通し(渡辺)

<ポイント>

- 経済・物価の鈍化が見え、利上げは最終局面に。当面は高い政策金利を維持するフェーズへ
- 利下げ開始は来年後半と予想。ただし、中立金利の上昇やインフレの粘着が警戒されるなかで、利下げペースは緩慢。市場参加者は利下げのボトムは4%超と予想(上図)。
- 国債金利は市場参加者が予想する利上げのピークと利下げのボトムの間で推移(下図)。10年金利は利下げ予想の切り上がりを受けて上昇
- 今年末以降は将来の景気後退や利下げを視野に、10年金利は3%台後半を底に低下へ
- 24年末からは景気回復により10年金利は再浮上

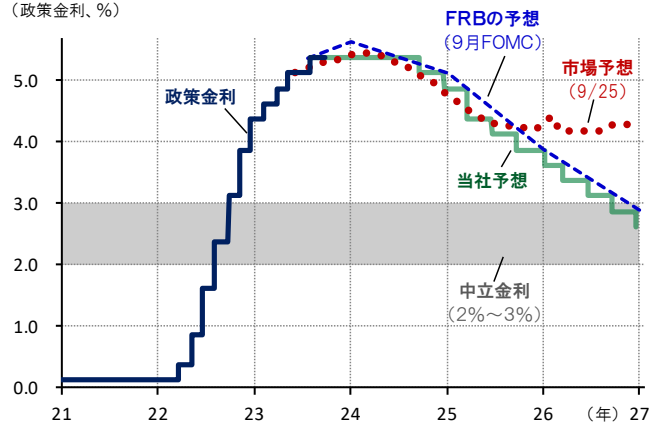
<リスク>

- 景気の上振れや原油高でインフレが再燃すれば、大幅追加利上げと金利上振れのリスク
- 名目潜在成長率を超える高金利の長期化が、後の深い景気後退と金利下振れを招く可能性も

歴年末値(%)	2022	2023	2024	2025	2026
FF金利	4.25 ~4.50	5.25 ~5.50	4.75 ~5.00	3.50 ~3.75	2.50 ~2.75
10年国債利回り	3.88	4.20	3.65	3.80	3.95

政策金利見通し(FRB、市場、当社)

(政策金利、%)



出所: Bloomberg, SFGI

政策金利のピークとボトムの間で動く国債金利



出所: Bloomberg, SFGI

日本の金利見通し(宮嶋)

<ポイント>

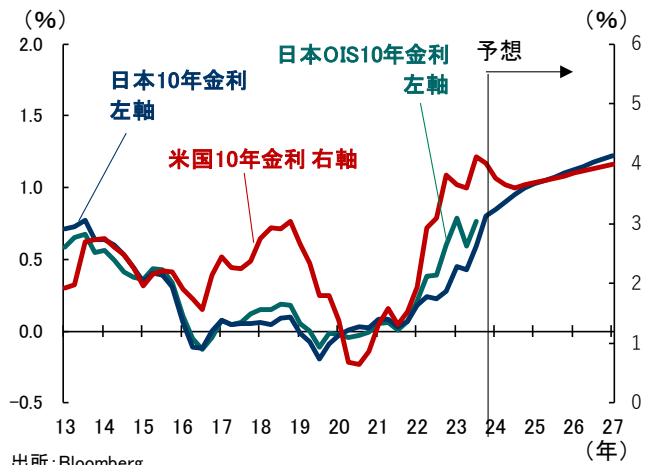
- 日銀の早期政策修正期待や米国長期金利の上昇により、OIS10年金利は上振れ(上図)。長期金利は24年に上限1%に到達し、日銀の長期金利コントロール撤廃を想定(金融政策の頁参照)
- 25年以降の長期金利は米国長期金利の上昇に伴って連れ高の展開に
- 一方、政策金利は25年中に物価2%接近を受けてマイナス金利解除を想定(金融政策の頁参照)
- 40年金利は①10年金利とのスプレッドを1%PTと想定、②10年金利の今後の上昇を踏まえて、25年以降は2%超を予想(下図)

<リスク>

- 米国景気が予想より早期に後退すれば、日銀の政策修正は困難に。一方、逆に米国景気拡大が長引けば、円安に伴う政治的圧力も加わり、早期政策修正実施の公算も

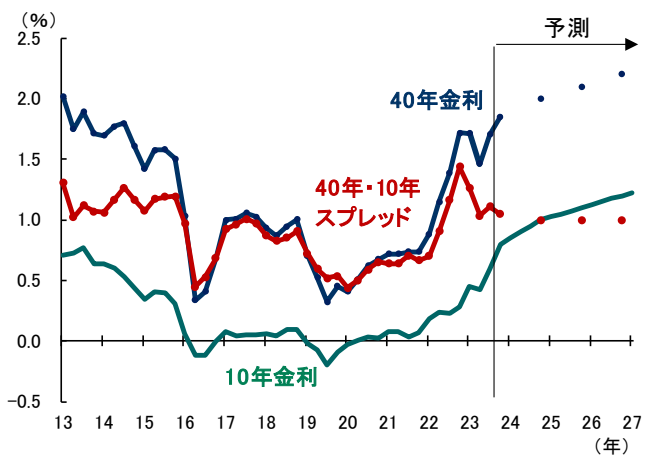
歴年末値(%)	2022	2023	2024	2025	2026
政策金利	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0
10年国債利回り	0.41	0.80	1.00	1.10	1.20
40年国債利回り	1.80	1.85	2.00	2.10	2.20

10年金利は早期政策修正期待と米金利上振れで上昇へ



出所: Bloomberg

早期の政策修正期待沸騰により10・40年金利は足下上昇



注: 40年金利の予測値は年末値のみ 出所: Bloomberg

計数表

米国

CY-%	2022	2023	2024	2025	2026
実質GDP成長率	2.1	2.1	1.0	1.7	1.8
潜在成長率	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
コアPCED前年比	5.1	4.0	3.0	2.4	2.1
FF金利	4.25～4.50	5.25～5.50	4.75～5.00	3.50～3.75	2.50～2.75
10年国債利回り	3.88	4.20	3.65	3.80	3.95
イベント	中間選挙 (11月) パウエルFRB 議長再任(5月)		大統領選挙 (11月)		中間選挙 (11月) パウエルFRB 議長任期(5月)

日本

FY-%	2022	2023	2024	2025	2026
実質GDP成長率	1.3	1.7	0.4	1.0	1.2
潜在成長率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
コアCPI前年比	3.1	2.4	1.7	1.8	2.0
政策金利	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.00
10年国債利回り	0.41	0.80	1.00	1.10	1.20
40年国債利回り	1.80	1.85	2.00	2.10	2.20
イベント	参院選(7月)	植田日銀総裁 就任(4月)	自民党総裁選 (9月)	参院選(7月) 衆院選(10月迄)	

注: 成長率とインフレ率は年平均値(米国は暦年、日本は年度ベース)。金利は日米とも歴年末値 出所: SFGI

ドル円の見通し(尾河)

<ポイント>

- 7月以降、米経済の想定外の堅調さと、それに伴う米長期金利の上昇から、米実質金利が一段と上昇し、ドル全面高の流れ
- ゴルディロックス(適温経済)への期待から、市場のボラティリティは低下し、円キャリー取引は活発化
- 年末から来年にかけて米景気減速によりドル円相場は反落との見通しは変わらず。ただし、ドル円が130円を割り込む可能性は大きく後退

<リスク>

- 23年3月に見られたような、地方銀行の破綻など、米金融不安の再燃
- 日銀の緩和余地がない中で、仮に来年欧米が大幅利下げした場合の極端な円高リスク
- FRBがインフレの鎮静化に失敗し、米国が将来スタグフレーションに陥るリスク(急激な引き締めによるドル円急騰の後、FRBの利下げによりドル円下落、などボラティリティの急騰)
- 24年の米大統領選による思わぬドルの波乱

	2022	2023	2024	2025	2026
ドル円	131	140	132	135	140

注: 22年は年末実績、23年以降はSFGI予測(年末時点)

ユーロの見通し(森本)

<ポイント>

- 欧州中銀(ECB)は9月の理事会でインフレ抑制に向けて追加の利上げを実施。今後は政策金利を据え置く公算。これまでECBの利上げ期待がユーロ高を牽引していただけに、7月をピークにユーロドルは下落へ
- ユーロ圏は23年後半にかけて景気後退入り。ECBは24年第2四半期より利下げを開始すると予想。一方、米国の景気は相対的に底堅く、利下げペースも緩やかで、米欧金利差は拡大
- 米欧の金利差が最も拡大する24年第2四半期にかけてユーロドルの下落は続く。その後は金利差縮小に沿って反発へ(上図)

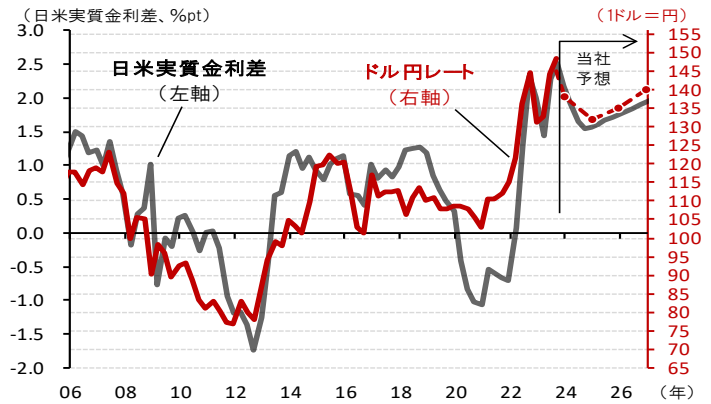
<リスク>

- 金利上昇と景気悪化により銀行の不良債権が増えれば、金融不安が高まりユーロ安に
- 原油価格上昇でインフレが再加速すれば、利上げ再開により短期的にはユーロ高、長期的には経済への打撃からユーロ安に(下図)

	2022	2023	2024	2025	2026
ユーロドル	1.07	1.04	1.04	1.06	1.10
ユーロ円	140	146	137	143	154

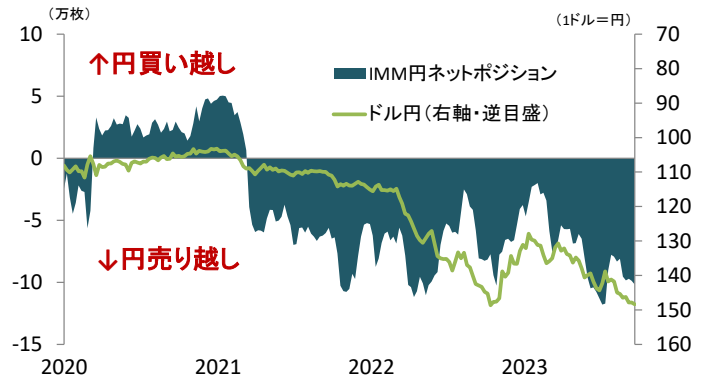
注: 22年は年末実績、23年以降はSFGI予測(年末時点)

【日米実質金利差(米一日・10年)とドル円】



注: 矢印以降は当社予測、出所: Bloomberg、SFGI

【IMM円ポジション(投机筋)】



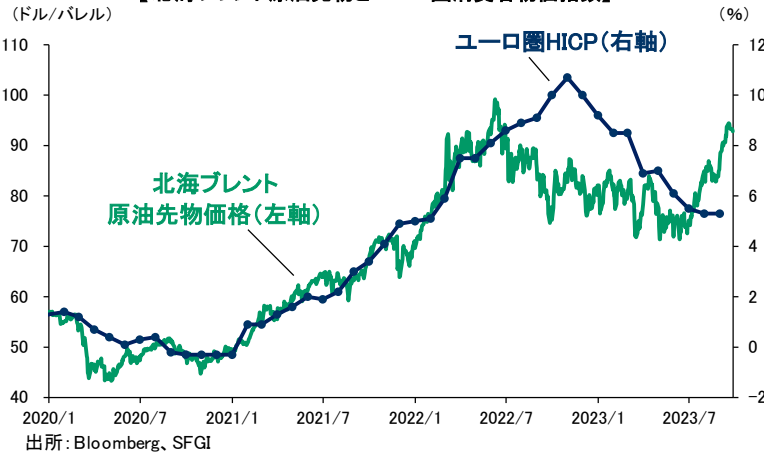
出所: CFTC、Bloomberg、SFGI

【ユーロドルと米独実質金利差】



注: 米独実質金利差=独実質金利-米実質金利 出所: Bloomberg、SFGI

【北海ブレント原油先物とユーロ圏消費者物価指数】



出所: Bloomberg、SFGI

新興国通貨ヒートマップ(石川)

- 2023年前半は強かった中南米通貨だったが、利下げに踏み切る国が相次ぎ、頭打ち。欧州通貨には依然として金利先高観が残るものもあるが、全体として景気悪化への懸念が強く広がっており、夏以降は軟調推移
- 米経済が底堅いことから当面中南米通貨の高止まりする可能性があるが、一方で欧州や中国の景気減速はその他地域の新興国通貨の逆風となり得る
- 供給要因等で原油価格が上昇基調を辿る場合、原油輸入国を中心にインフレ圧力が再度強まるリスク

【改善が見られる国・地域】

ロシア(経済成長率はプラスに切り返す。ただし再びインフレが加速し、中銀は利上げを再開しており、経済指標の見かけほど良い経済状況ではない)

【悪化が目立つ国・地域】

アルゼンチン(インフレが前年比120%超まで加速。対外債務水準も高く、通貨切り下げ、格付け引き下げ)
トルコ(インフレは再加速。新財務相・新中銀総裁への期待は高いが大統領による解任リスク拭えず)

《重要イベント》

23/10/2-4	ASEAN財務相・中銀総裁会議	23/10/31	日銀・金融政策発表
-23/10/8	中国・国慶節(23/9/19-)	23/10/31-11/1	米国FOMC・金融政策発表
23/10/8	ドイツ・州議会選	23/11/9	EU経済・財務相理事会
23/10/9-15	IMF・世銀年次総会	23/11/15-17	APEC首脳会議
23/10/12-13	G20財務相・中央銀行総裁会議	23/11/19	アルゼンチン大統領選・決戦投票
23/10/15	ポーランド議会選挙	23/11/23-	インドネシア大統領選・選挙運動(-24/2/10)
23/10/17	EU経済・財務相理事会	23/12/12-13	米国FOMC・金融政策発表
23/10/22	アルゼンチン大統領選本選	23/12/14	ECB理事会・金融政策発表
23/10/26	ECB理事会・金融政策発表	23/12/19	日銀・金融政策発表

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)
香港	1.5	2.8	-5.6	1.8	9.2	4.3	2.7	AA+	A-1+
台湾	1.4	3.4	-3.1	2.5	11.8	0.5	0.4	AA+u	A-1+u
中国	6.3	5.2	-4.7	0.1	2.2	1.3	0.4	A+	A-1
韓国	0.9	2.4	-21.9	3.4	0.5	1.7	0.4	AA	A-1+
インドネシア	5.2	5.5	-4.6	3.3	0.7	3.2	0.3	BBB	A-2
ロシア	4.9	3.0	-4.4	5.2	8.6	0.9	0.1	NR	NR
タイ	1.8	1.1	-3.7	0.9	-1.9	1.0	0.4	BBB+	A-2
ポーランド	-0.6	2.8	-3.7	10.1	3.2	1.5	0.5	A-	A-2
豪州	2.1	3.7	-3.2	6.0	1.2	39.5	9.2	AAAu	A-1+u
ブラジル	3.4	8.3	0.3	4.6	-2.7	2.2	0.3	BB-	B
メキシコ	3.6	3.0	-3.6	4.6	-1.2	3.3	0.2	BBB	A-2
マレーシア	2.9	3.4	-6.4	2.0	3.0	2.6	1.1	A-	A-2
インド	7.8	7.3	-6.6	6.8	-2.0	1.2	0.2	BBB-u	A-3u
フィリピン	4.3	4.8	-6.4	6.0	-3.3	1.4	0.1	BBB+	A-2
NZ	1.8	3.6	-4.9	6.0	-7.5	15.1	3.7	AA+	A-1+
ペルー	-0.5	6.6	-1.6	5.6	-2.0	NA	NA	BBB	A-2
ベトナム	3.7	NA	NA	3.0	1.6	0.5	0.4	BB+	B
南アフリカ	1.6	32.6	-5.4	4.8	-1.4	3.0	1.5	BB-	B
アルゼンチン	-4.9	6.2	-4.2	124.4	-1.3	13.4	3.8	CCC-	C
トルコ	3.8	9.7	-3.7	58.9	-5.6	8.3	2.9	Bu	Bu

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『(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。



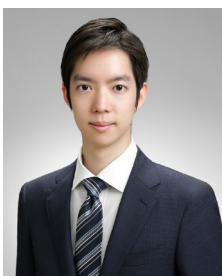
石川 久美子 (いしかわくみこ)
金融市場調査部 シニアアナリスト

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

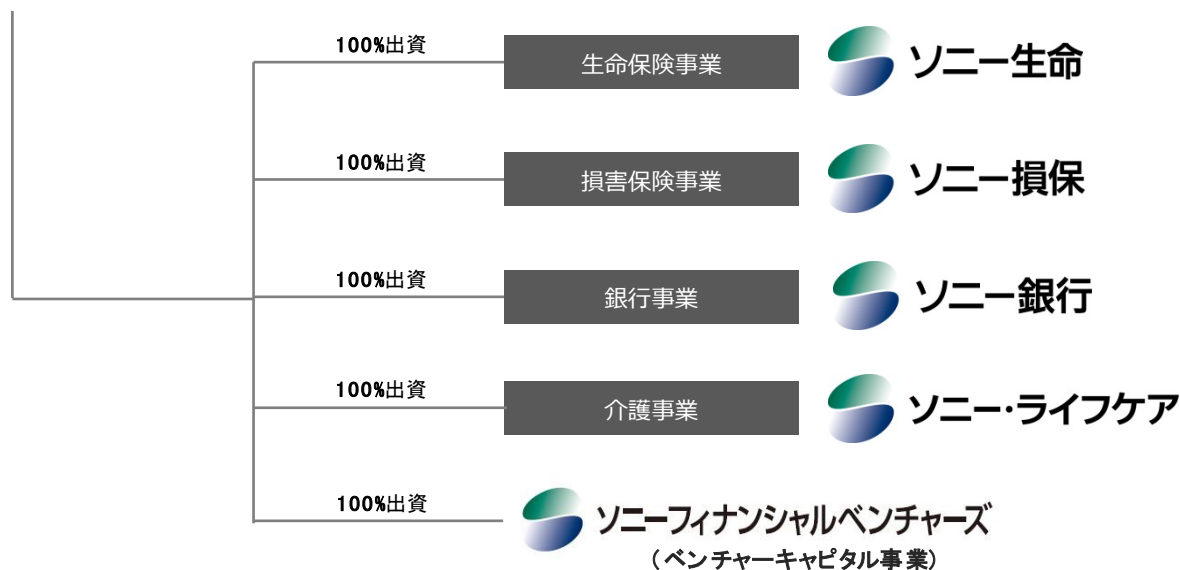
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能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