

Quarterly Market Outlook

Cover Story

米国経済・金融政策の中期見通し:3つのシナリオ

金融市場調査部 チーフエコノミスト 菅野 雅明

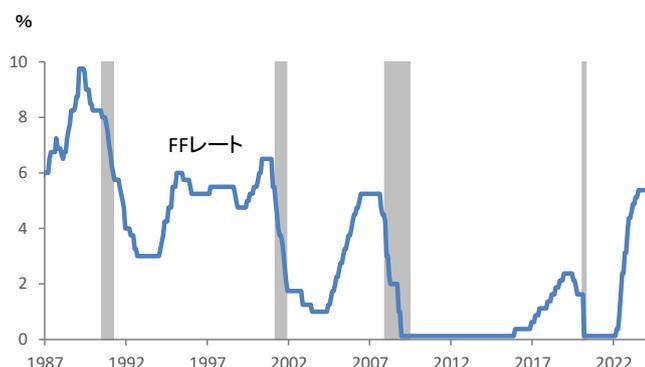
KEY POINT

- 米国経済は足下にかけて緩やかに減速するも予想を上回って底堅く推移
- インフレ率の低下速度が勤労所得の伸び率低下を上回り、実質勤労所得の増加が消費を押し上げている面も
- このほか、サービス産業の強さが雇用を下支えし、流動的な労働市場が生産性向上を促している面も
- メインシナリオ:目先景気減速するも2025年以降回復、2025年にかけて利下げ、FF金利のボトムは3.875%
- 代替シナリオ 1:景気は減速せず、インフレ率低下は小幅、2025年中の利下げは見送り、FF金利は4%台後半
- 代替シナリオ 2:利上げの累積効果等から2025年に景気後退入り、Fedは最終的に大幅な利下げを実施

1. 底堅い米国経済:その背景は

FRB(米連邦準備理事会)が2022年3月に利上げを開始して以来丸2年が経過し、FFレートは0.125%から5.375%まで大幅に引き上げられた。5.375%という政策金利水準は期待インフレ率(2.2%)を勘案すると実質ベースで3%強となり、これは米国経済の潜在成長率(2%弱)を1%ポイント以上上回り、かなり強力な引き締め効果を持つはずだった。確かに銀行の貸し出し態度は大幅に厳格化し、雇用も逼迫度合いが低下している。しかし、これまでのところ、米国景気は予想外に底堅い展開を示している。2023年中の実質経済成長率は2.5%と潜在成長率を上回っている。過去を振り返ると、大幅な利上げの後には景気後退となる例が多かった(図表1)。今次局面については、これから累積的な金融引き締め効果が出てくる、という見方がある一方、米国景気は減速しても景気後退は回避できそうだとの見方も増えつつある。当社も、昨年央までは2024年末以降、米国は小幅のマイナス成長に陥ると予想していたが、その後の経済指標が底堅く推移するのを眺め、マイナス成長予想は撤回した。

(図表1)FFレートと米国景気循環

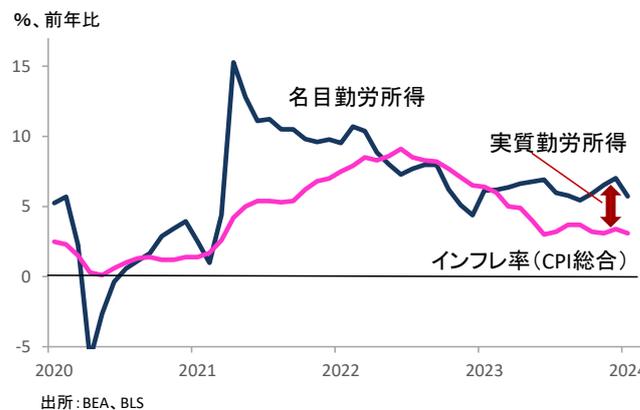


出所:FRB、Bloomberg 注:シャドウは景気後退局面

勿論、一部には、これから累積的な金融引き締め効果が顕現化し、米国景気が後退するとの予想も存在するが、3月FOMC(連邦公開市場委員会)の経済見通し(SEP)では、2024年の実質成長率見通しを2.1%(従来は1.6%)に引き上げている。では、何故今次局面では米国経済が底堅く推移しているのか。以下の4点を指摘したい。

第1は、賃金と物価の好循環が作用している点だ。賃金と雇用の好循環といっても、日本とは様相が異なる。勤労所得の伸び率が低下する中で、インフレ率がそれを上回るペースで低下し、その結果実質勤労所得の伸びがプラスを維持している(図表2)ことが、実質消費の伸びを支えている。

(図表2)勤労所得とインフレ率



ここで重要な点は、インフレ率(CPI総合)が急速に低下している点だ。足下では、サービスのインフレ率の低下ペースがやや鈍化している一方、財のインフレ率はほぼゼロとなっている。財のインフレ率はエネルギーを含む商品市況と密接な関係があるが、商品市況は中国や欧州の景気低迷(とく

に中国の景気低迷)を反映して軟調に推移している。やや乱暴な言い方になるが、中国の景気低迷が商品市況を下押し、それが米国の財インフレを抑制していることが米国における好循環を生み出していると言えなくもない。

(図表 3) 実質勤労所得と実質個人消費

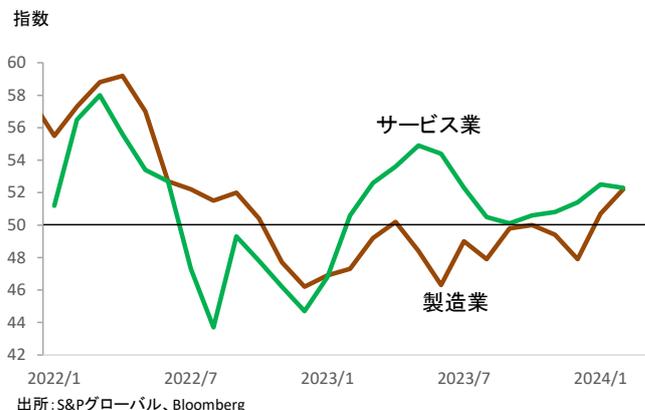


なお、実質個人消費と実質勤労所得の関係をみると(図表 3)、2021 年初から 2023 年初にかけては、実質個人消費の伸びは実質勤労所得の伸びを上回っていた。これは、財政からの種々の補助金が支給され、これが消費に回ったと推測される。この関係が崩れたのが 2023 年 4 月以降だ。実質個人消費の伸びと実質勤労所得の伸びが概ね一致している。このことは、間接的ながら、財政資金の消費者への所得補償効果(過剰貯蓄取り崩しの消費押し上げ効果)が 2023 年初に出尽くしたことを示唆している。今後の消費動向を見通すためには、雇用者数・労働時間数・一人当たり賃金で決まる名目勤労所得の伸びとインフレ率の関係を見ていくことが重要だ。ただし、消費者ローン金利の上昇と銀行の消費者向け貸し出し態度厳格化で両者の関係が崩れる可能性にも留意すべきだ。

第 2 は、今次回復局面では製造業の業況が悪化した 2023 年初以降、サービス産業が景気を下支えている点だ。従来は、製造業が景気敏感産業とされ、製造業の景況感が景気の先行きを予測するうえで重要視された。というのも、製造業は在庫を保有することから、景気の先行きに楽観的になると在庫を増やすことで製造業全体の業況を改善してきた(逆も真なり)。その結果、景気全体の振幅を拡大する傾向があった。一方、サービス業の多くでは、在庫という概念自体が存在しない。サービスは瞬間消費であるからだ。このため、エコノミストは、これまで製造業の業況を注視して景気判断を行ってきた。今次局面でも、2023 年以降は製造業の業況はサービス業に比べ明確に悪化している。PMI をみても 2023 年初以降、製造業がサービス業を大きく下回っている(図表 4)。製造業に金融引き締め効果が表れているものの、サービス業には金融引き締めの効果が及びにくいという仮説も成り立つ。実際、雇用の大半はサービス業で占められているが、前節でみたように個人消費が底堅い下では、サービス業の労働需要は減衰せず、それが勤労所得増とな

って消費を下支えするという好循環がみられるのが今回の景気循環の特徴だ。なお、歴史的にも珍しいサービス業が重要な役割を演じる景気循環は、コロナ禍後にみられた一時的な現象なのか、あるいは今後も頻繁に起きる構造変化とみるべきか、現時点では不明だ。

(図表 4) 米国 PMI 企業景況感



第 3 は、生産性の向上だ。一般に、労働生産性が向上する局面では、賃金上昇の一部が生産性向上で吸収され、その分インフレ率を抑制する。米国では、長期的にみると、大きなショックの後に生産性が大きく上昇するという傾向がみられる(図表 5)。

(図表 5) 日米の労働生産性

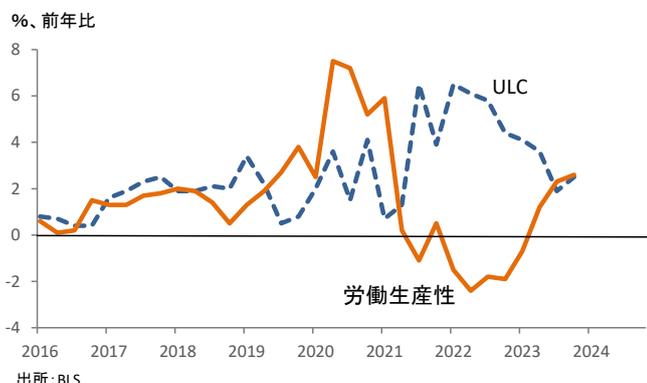


これは、ショックに伴い、労働者が大量に解雇されるものの、ショック後の新しい経済環境の下では、成長産業中心に雇用が増加するというダイナミズムが存在するためと考えられる。実際、米国の労働生産性は昨年後半から急回復している。従来のパターンでは金融引き締めの累積効果が出始める頃、今回は生産性向上で単位労働コストが低下、企業収益も下支えされ、それが米国景気の底堅さを演出しているとも考えられる(図表 6、次頁)。

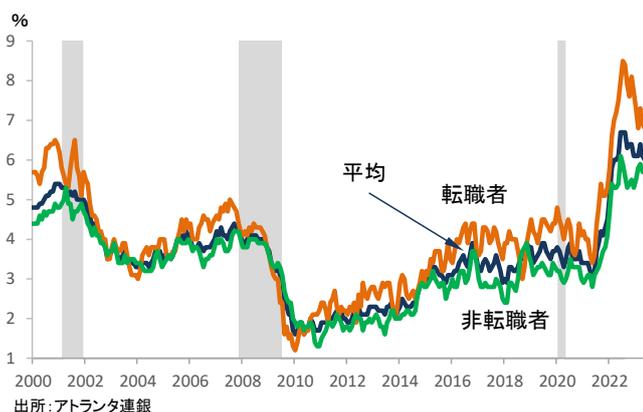
こうした労働生産性向上の背景にあるのが米国の流動的な労働市場の存在だ。米国の就業者数は約 1 億 5700 万人だが、毎月約 340 万人の労働者が自主的に退職する(解雇者

数は月々の変動が大きい(2023年平均では6.2万人/月)一方、新規就業者数は約530万人/月にのぼる。単純に計算すると労働者1人の平均勤続年数は3.8年ということになる。また、賃金の伸び率を比較しても、転職者が非転職者を大きく上回っている(図表7)。

(図表6) 労働生産性と単位労働コスト(ULC)

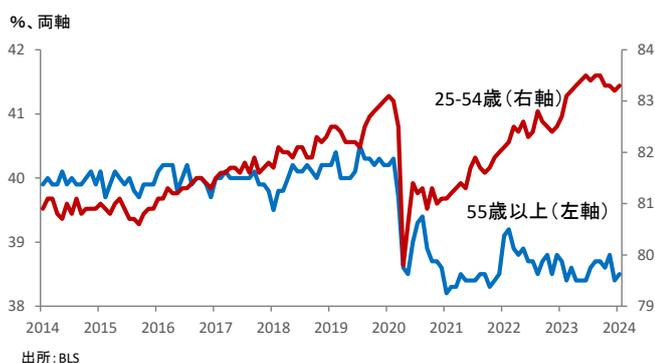


(図表7) 転職者・非転職者別賃金動向



さらに、労働参加率を年齢別にみると、高齢者(55歳以上)の低下が目立つ一方、若年・中年層(24~54歳)の上昇が顕著だ。IT関連のみならず、時代の変化に適応できる若者の労働者が増えることは、労働生産性の向上とも関係があるように思える(図表8)。

(図表8) 年齢別労働参加率



なお、高齢者層の労働参加率低下に関しては、コロナ禍で家庭生活重視の風潮が強まった結果とか、高齢者は株式

や不動産などの資産を有しているため、株・不動産価格上昇により労働市場への再参入が不必要になった結果との指摘がされている。

このほか、足下では移民の労働市場への流入増加が失業率の上昇を通じて賃金上昇を抑制しつつ就業者数を増やし、結果として勤労所得の増加につながっている面もある。

第4は、金融システムの頑健性(resiliency)だ。リーマンショック後、米国を始めとして世界の主要な銀行に対する規制は大幅に強化された。その結果、想定されるショックによって金融システムに対する信認が揺らぐ可能性は大きく低下した。今次局面でも、SVB(シリコンバレー銀行)の破綻や最近のNYCB(ニューヨーク・コミュニティー・バンク)の経営不安など一部の米地銀に関する経営問題が表面化した。それが米大手銀行の信用問題に発展することはなかった。商業用不動産価格の下落による貸出債権の劣化については、今後も注意深く見ていく必要があるが、米国の金融システム全体としてみれば、ショックに対する頑健性は増しているとの評価が可能だ。

このほか、過去には、米国の大幅な利上げは、海外から米国への資金流入を促し、とくに新興国の流動性不足を招来しがちだった。実際1980年代や90年代には米国利上げに伴う新興国の金融危機が起き、それが世界中に波及することがみられた。しかし、新興国の多くが変動相場制を導入したことで、過去に見られたような新興国からの急激な資金流出は回避できるようになった。

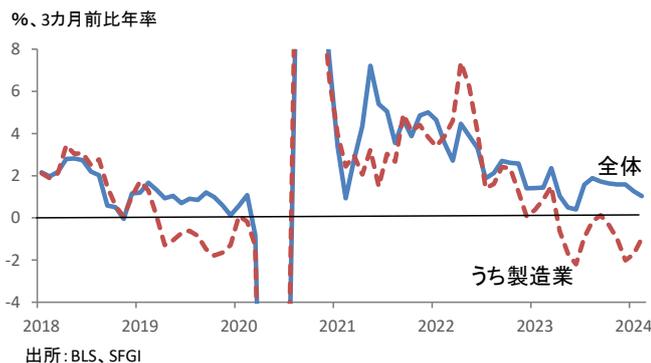
2. 米国経済および金融政策見通し

以上を念頭に置き、今後の米国経済と金融政策を予測してみたい。

(1) メインシナリオ: 緩やかに減速後、回復(ソフトランディング・シナリオ): 確率 55%

米国経済は底堅さを増しているものの、全体としては減速傾向にある。供給サイドを示す代表的な指標の一つである総労働投入量(労働者数x平均労働時間)の伸び率は緩やかに低下している(図表9、次ページ)。GDP(前期比年率)で見ると、2023年7-9月期に4.9%と高い伸びを示した後、10-12月期に3.2%へ減速し、2024年1-3月期には1.8%(当社予測)、年後半は潜在成長率以下にさらに減速する(同)見込みだ。一方、物価については、労働需要の緩やかな減少は賃金の伸び率を抑制し、サービスインフレ率の低下を促すであろう。

(図表 9) 総労働投入量



FRB は、経済成長率の鈍化とインフレ率の低下を眺め、6 月から利下げを開始し、本年中は年 3 回の利下げ(0.25%)を見込む。2025 年も 3 月 FOMC の経済見通し同様年 3 回の利下げを見込むが、2026 年については利下げを休止し(FOMC 見通しでは 3 回の利下げ)、2027 年はインフレ率の上昇懸念から再び利上げに転じると予測する。政策金利のボトムは 3.875%だ。なお、中立金利(インフレを加速も減速もさせない金利)は 3.0%への上昇を見込む(3 月 FOMC 見通しでは longer run の政策金利: 2.6%)。

(2) 代替シナリオ 1: 成長率は減速せず、インフレ率は緩やかに低下(ゴルディロックス・シナリオ): 確率 30%

これに対し、当面の経済成長率が潜在成長率を上回って推移し、インフレ率は低下する、というのが代替シナリオ 1(ゴルディロックス・シナリオ)だ。メインシナリオとの大きな違いは、生産性の向上をどうみるかという点だ。足下にかけて生産性の向上が続いているが、これがさらに継続あるいは加速する場合には、賃金の伸び率が高いままでもインフレ率の低下は起きる。実際、昨年の後半以降、市場参加者の米国景気予想は上方修正を繰り返してきた。この傾向が続くと、メインシナリオが予想する 2024 年の GDP 成長率見通しは低すぎる、ということになる。この場合、株価や不動産価格などの資産価格は大幅に上昇することになる。

このシナリオの下では、FRB はインフレ率の低下を眺め本年中 3 回程度の利下げは行う(メインシナリオ)ものの、景気の強さと資産価格の上昇から 2025 年中の利下げは見送るであろう。その後はインフレ率と景気を両睨みで、FF 金利は 4%台後半で推移することになる。ここでの中立金利は 3.5%を想定する。

(3) 代替シナリオ 2: 景気後退シナリオ(確率 15%)

このシナリオの下では、メインシナリオが想定する本年後半の景気減速が強まり、2025 年にはマイナス成長になる。景気減速の強まりが景気後退に至るには、過去にみられたように何等かのショックあるいは政策ミスが必要かもしれない。

現時点ではそれを特定することは困難だが、敢えていえば、米国大統領選挙前後の政治情勢の乱れから議会が機能せず政府閉鎖が起き、しかも長期化するようなケースや感染症の再流行、さらには地銀の連鎖破綻が金融不安を引き起こすケース(デフレーション)や、中東情勢がさらに悪化しエネルギー価格が急騰、インフレ率が再び上昇するような事態(インフレーション)が考えられる。

FRB の対応は、需要減退の原因が何であるかによって異なる。デフレーションの場合には政策金利を再び大幅に切り下げるであろう。一方、インフレーションの場合には「次の一手」は利上げとなるであろう(2-3 回利下げの後に利上げのケースも含む)。このケースでは、景気後退となる可能性が高まる。メインシナリオが想定する利下げ以上のペースで利下げが行われ、FF レートは中立金利(2.5%を想定)以下まで低下することとなる。

なお、代替シナリオは代表的なものを 2 つ記したが、このほか、代替シナリオ 1(ゴルディロックス・シナリオ)と 2(景気後退シナリオ)のハイブリッド、すなわち、一旦はゴルディロックス的な状況が出現するも、資産価格上昇の結果、景気が過熱し、インフレ率が再び上昇し、FRB が利上げに転じて景気が急速に冷え込むようなこともありうる。また、代替シナリオ 1(ゴルディロックス・シナリオ)についても、成長率が高めに推移する中で、インフレ率がさほど低下せず、FRB の 2024 年中の利下げ回数が 1-2 回に止まる(2025 年中の利下げも見送られる)ケースも考えられる。代替シナリオ 1 と 2 はあくまで代表的なリスクシナリオだ。今後とも、経済指標の丁寧な分析と FRB からの情報発信のチェックが欠かせない。

菅野 雅明

日本の金融政策見通し(菅野)

<次の一手は>

- 金融政策の柱は無担保コールレートO/N物に
- 日銀は、中小企業の賃上げと個人消費の回復を確認して10月に追加利上げ(0.25%へ)を実施
 - 円安が進み、中小企業の賃上げの早期確認と個人消費回復の見通しが早期に強まれば、7月追加利上げの可能性も

<2025年以降の金融政策>

- 賃金と物価の好循環の強まりが確認できれば、半年に一度のペースで各0.25%利上げ
- ただし、最大のリスクは個人消費の回復程度
- 家計が消費支出を増加させるためには、2025・26年の大幅ベアについての確信が必要
- 追加利上げのハードルは利上げ毎に高まる
- 期待インフレ率の上昇が緩やかに止まるのであれば、利上げは1.0%で打ち止め

<代替シナリオ1>

- 海外景気の上振れから日本の景気も上振れ、米国の利下げが遅れると円安が再び進行、インフレ圧力が増大する場合、追加利上げのペースは加速

<代替シナリオ2>

- 海外景気の下振れから日本の景気も下振れ、米国の利下げが加速すると円高が再び進行、インフレ圧力が減衰する結果追加利上げペースは鈍化

<国債買入れ:金利制御から量の調節へ>

- YCC廃止後も6兆円/月の長期国債買入れと必要に応じた指値オペの枠組みは継続
- 長期金利の形成は基本的に市場に委ねる姿勢
- バランスシート縮小(QT)開始には2%物価目標が安定的・持続的に実現できる確信をもつことが必要
- QT開始時期に関する現時点での予測は困難

米国の金融政策見通し(菅野)

<標準シナリオ:ソフトランディング(55%)>

- 見通し期間中の景気後退は回避
- 2024年中は景気減速するも2025年以降回復
 - 労働需給のタイト感が徐々に緩む中、インフレ率の低下から実質所得はプラスを維持、個人消費は底堅く推移
 - 賃金上昇率は高止まりするも、供給面(労働生産性の上昇、労働参加率の上昇)の改善によりインフレ率は抑制
- 2024年中は3回の利下げ(6・9・12月、各25bp)
- 2025年も利下げ継続ながら、2026年にはインフレ率上昇の兆しから利下げは打ち止め
- 今次局面でのFF金利のボトムは3.875%で、2027年には緩やかな利上げへ
- 中立金利は3.0%を想定
- FF金利見通しは9ページ参照

<代替シナリオ1:適温経済継続(30%)>

- 米国経済は2024年中の減速を回避し堅調に推移
- インフレ率は2.0%に向けて順調に低下
- FRBは、2024年中は3回利下げするものの、2025年は利下げ休止、FF金利4%台で高止まり
- 中立金利は3.5%へ上昇
- 資産価格(株価・不動産価格など)は上昇

<代替シナリオ2:景気後退(15%)>

- 米国経済は利上げの累積効果から2025年に景気後退入り
 - 景気後退の引き金は米議会機能不全に伴う政府機関閉鎖・地銀破綻の連鎖(デフレショック)あるいはエネルギー価格高騰(インフレショック)の可能性も
- FRBの対応は、景気後退入りの原因によって異なるが、最終的には大幅な利下げへ

米国経済見通し(渡辺)

<ポイント>

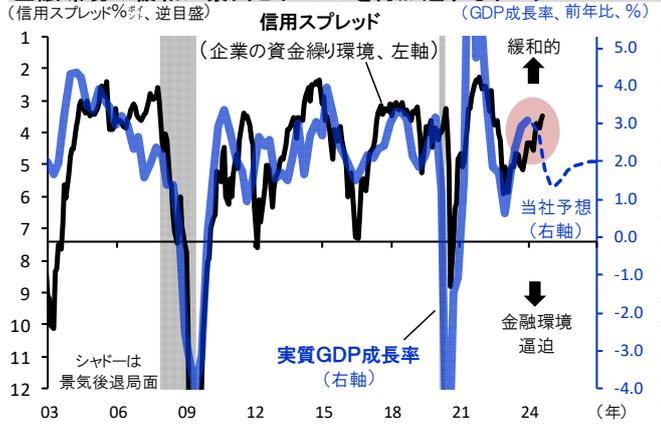
- サプライチェーンの復元や労働供給の改善(労働参加率の上昇や移民の増加)、ならびに労働生産性の向上を背景に、賃金・物価上昇率が鈍化
- インフレ鈍化による実質所得の改善や株高の資産効果が個人消費を下支え。堅調な景気とインフレ鈍化が両立し、ソフトランディングの確度高まる
- 経済成長率は利上げの累積効果で24年央に減速も、プラスを維持。利下げ開始後は復調へ(上図)
- 株価は利下げ期待に加え、AIブームや半導体サイクルの好転を追い風にハイテク主導で上昇(下図)

<リスク>

- 株高などで金融環境が過度に緩めば、景気・インフレが再加速し、再利上げと景気後退を招くリスク
- 財政悪化に伴う悪い金利上昇が景気悪化や信用不安を引き起こすリスク

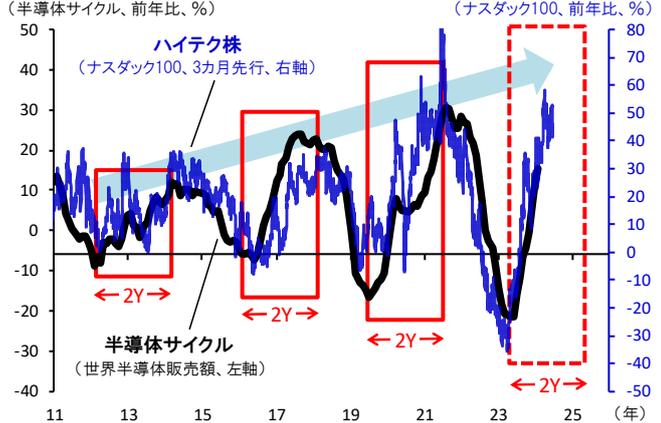
CY(%)	2023	2024	2025	2026	2027
実質GDP成長率	2.5	2.2	1.6	2.0	2.0
潜在成長率	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
イベント		大統領選挙(11月)		中間選挙(11月) パウエルFRB議長任期(5月)	

金融環境の緩和が景気とインフレを再加速するリスク



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

半導体サイクルの上昇は2年は続く、需要の山は高まる傾向



出所: SIA, Bloomberg, SFGI

日本経済見通し(宮嶋)

<ポイント>

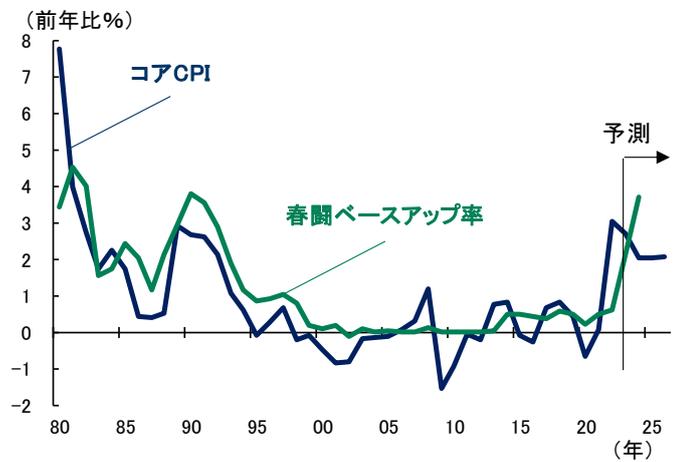
- 米国経済の減速や一部自動車メーカーの認証取得問題等から、24年前半の景気は減速。年後半から、同問題の終息や春闘による大幅賃上げ(上図)と物価減速、減税などにより、実質所得環境が改善して個人消費が緩やかな回復へ
- 25~26年は米国経済の再加速により、潜在成長率を上回る成長へ。需給ギャップは26年にゼロ%近傍を予想(下図)。ただし個人消費は25~26年度の春闘のベア次第

<リスク>

- 米国・中国など海外経済の予想外の減速・後退によって日本経済も下振れするリスク
- 米国経済のノーランディングと賃上げの上振れにより、景気や物価も予想以上に加速する公算も

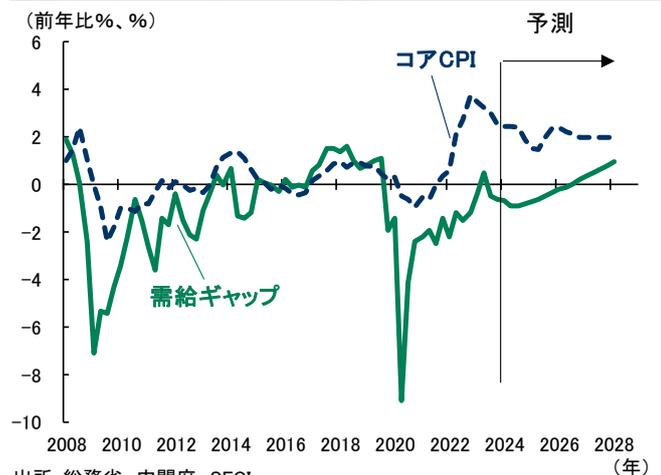
FY(%)	2023	2024	2025	2026	2027
実質GDP成長率	1.4	0.7	1.2	1.3	1.3
潜在成長率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
イベント	植田日銀総裁就任(4月)	自民党総裁選(9月)	参院選(7月) 衆院選(10月迄)		

今年度春闘のベースアップ率は大幅に上振れ3%越え



出所: 厚生労働省、連合、総務省、Macrobond, SFGI

需給ギャップは26年にゼロ%近傍



出所: 総務省、内閣府、SFGI

米国物価見通し(渡辺)

<ポイント>

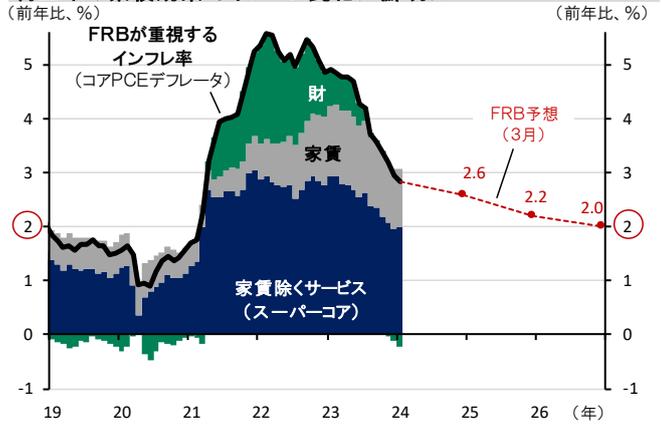
- コアPCEデフレーター前年比は低下(上図)。サプライチェーンの復元やベース効果剥落で財物価が下落、住宅価格に遅れて家賃上昇率も鈍化
- 勤労世代の就労回復や移民増で労働需給が緩和し、賃金上昇率が低下(下図)。これにより、家賃除くコアサービス(スーパーコア)も鈍化傾向
- ただし、金融環境の緩和や株高の資産効果、堅調な景気を背景にスーパーコアに下げ渋りの兆候
- 実質政策金利(政策金利-インフレ率)の上昇によるオーバーキルを回避すべく、FRBは24年6月から調整利下げへ。ただし、物価は2%へ着地しないまま再加速へ。利下げは小幅に止まる公算

<リスク>

- 長期金利の低下や株高が金融環境を弛緩させ、景気やインフレを再燃させるリスク
- 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リスク
- 住宅価格の上昇による家賃インフレの再燃リスク

CY(%)	2023	2024	2025	2026	2027
米国 コアPCE	3.9	2.7	2.3	2.4	2.5

利上げの累積効果でインフレ鈍化が鮮明に



労働需給の軟化は賃金上昇率の低下を示唆



日本物価見通し(宮嶋)

<ポイント>

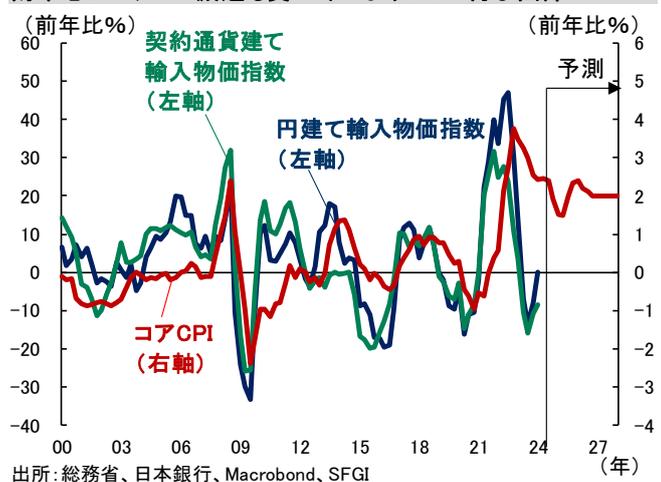
- 輸入物価上昇による物価押し上げ効果は減衰継続(上図)。政府による補助金策もあり、24年のコアCPIはエネルギーや食品など財中心に減速へ
- 一方で、賃金の大幅上昇を受けてサービス価格が増勢を維持することにより、24年のコアCPIは物価目標の2%弱の減速にとどまると予想。その後も2%近傍の伸びが続くと予想
- 長期期待インフレ率は賃金上昇に連動して現状1%強程度まで上昇(下図)。今後も、引き続き緩やかに上昇するものの、2%を安定的・持続的に維持する水準の実現に向けたハードルは高い

<リスク>

- 景気の予想外の下振れによる物価の減速
- 予想以上の賃金加速や円安による物価および期待インフレの上振れ
- 人手不足や最低賃金大幅引き上げなどの制度要因等による物価高の長期化

FY(%)	2023	2024	2025	2026	2027
日本 コアCPI	2.7	2.1	2.1	2.1	2.0

財中心にコアCPI減速も賃上げにより2%に再び回帰



春闘による賃上げを受けて期待インフレ率が徐々に上昇へ



米国の金利見通し(渡辺)

<ポイント>

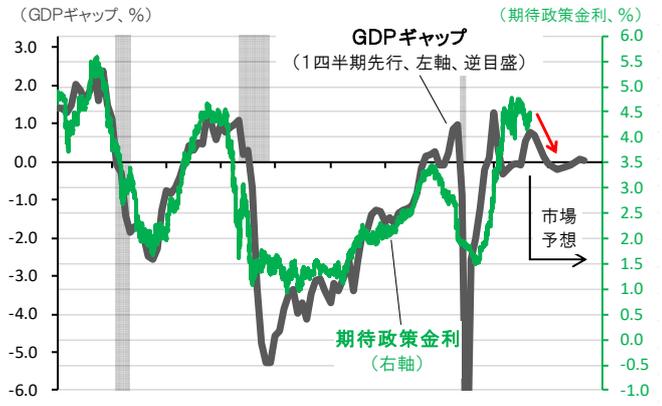
- 長期金利=期待政策金利+タームプレミアム(TP)
- 期待政策金利は政策金利見通しを反映し、雇用・物価情勢とリンクするGDPギャップと連動(上図)。米景気の軟着陸とその後の回復を前提とすれば、期待政策金利は24年半ばに3%台後半で底入れ
- TPは国債需給を反映。昨秋は財政リスクや格下げ懸念で急騰も、混乱は一巡。TPは、長期的には雇用情勢(景気対策や国債増発ニーズ)と連動(下図)。景気軟着陸なら雇用の悪化は限定的、TPはゼロ%前後で推移
- 長期金利は24年中に3%台後半で底入れ。24年後半以降は景気再加速を受け、上昇へ

<リスク>

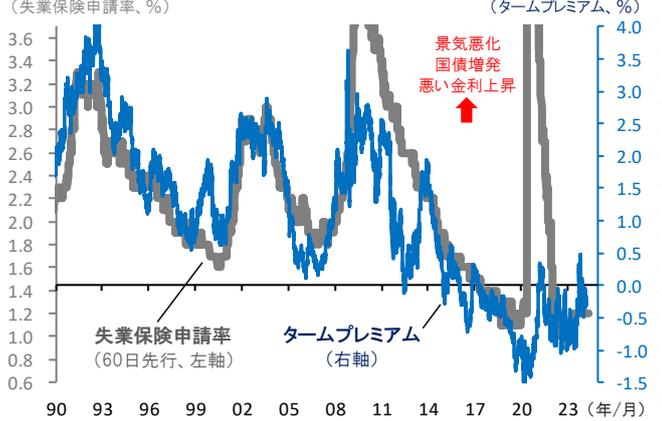
- インフレ再燃なら追加利上げと金利上振れの恐れ
- 悪い金利上昇の再燃で商業用不動産価格暴落、地銀の連鎖破綻や金融不安、景気後退のリスク

歴年末値(%)	2023	2024	2025	2026	2027
FF金利	5.25 ~5.50	4.50 ~4.75	3.75 ~4.00	3.75 ~4.00	4.00 ~4.25
10年国債利回り	3.88	3.80	4.15	4.35	4.55

期待政策金利(政策金利見通し)はGDPギャップと連動



タームプレミアムは雇用情勢(財政支援の必要性)が左右する



日本の金利見通し(宮嶋)

<ポイント>

- 政策金利は、24年後半からの米景気再加速や賃金上振れなどによる国内景気再加速を受けたサービス価格や期待インフレ上昇により、年内に追加利上げを予想(金融政策の頁参照)。長期金利は、日銀の国債買い入れ継続が重石となるも、利上げ期待高騰で緩やかに上昇へ(上図)
- 25年以降も物価上昇継続や米国長期金利の再上昇によって、長期金利の上昇傾向は継続
- 40年金利も、政策金利や10年金利の上昇によって、今後は2%超圏で推移すると予想(下図)

<リスク>

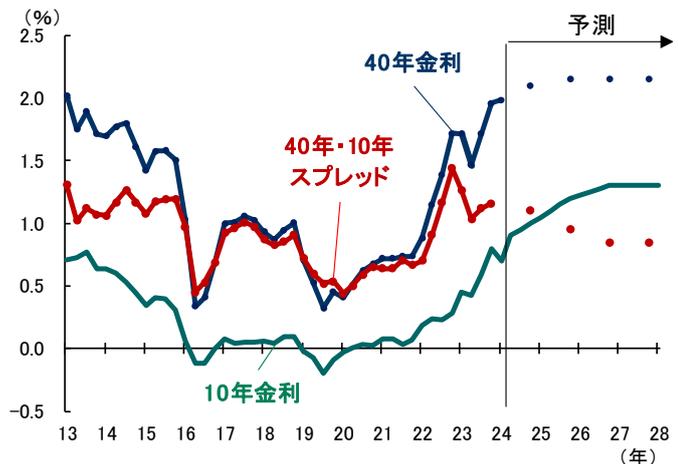
- 米国など海外景気後退による金融政策修正の頓挫、もしくは修正後に再緩和を迫られるリスク
- 予想以上の物価上昇により、金融政策正常化が大幅に進展し、金利が上振れする可能性も

歴年末値(%)	2023	2024	2025	2026	2027
政策金利	-0.10	0.25	0.75	1.00	1.00
10年国債利回り	0.61	1.00	1.20	1.30	1.30
40年国債利回り	1.82	2.10	2.15	2.15	2.15

10年金利は金融政策正常化により上昇へ



40年金利は2%超まで上昇すると想定



計数表

米国

CY・%	2023	2024	2025	2026	2027
実質GDP成長率	2.5	2.2	1.6	2.0	2.0
潜在成長率	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
コアPCED前年比	3.9	2.7	2.3	2.4	2.5
FF金利	5.25～5.50	4.50～4.75	3.75～4.00	3.75～4.00	4.00～4.25
10年国債利回り	3.88	3.80	4.15	4.35	4.55
イベント		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・%	2023	2024	2025	2026	2027
実質GDP成長率	1.4	0.7	1.2	1.3	1.3
潜在成長率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
コアCPI前年比	2.7	2.1	2.1	2.1	2.0
政策金利	-0.10	0.25	0.75	1.00	1.00
10年国債利回り	0.61	1.00	1.20	1.30	1.30
40年国債利回り	1.82	2.10	2.15	2.15	2.15
イベント	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>

- 日銀のマイナス金利解除でも、緩和維持姿勢により円安地合いは変わらず。ただ、大幅賃上げで消費が上向けば、次回利上げが視野に。織り込む過程では円高が進行か
- 年央からのFRB利下げに伴い、日米実質金利差縮小から140円前後まで円高が進む公算
- 但し、25年以降まで見据えれば、長期の円安・ドル高トレンドは変わらず。27年末は155円を予想

<リスク>

- 米大統領選が波乱要因。トランプ再選ならインフレ再加速のリスクも。再利上げすれば株価急落でリスクオフの円高の可能性
- 現在は米個人金融資産の4割が株式。株高による資産効果は景気過熱→インフレリスクに
- 何等かの金融ショックによる円高リスク
- 中東情勢の更なる緊迫化、地政学リスクの高まりによるボラティリティー上昇

	2023	2024	2025	2026	2027
ドル円	141	141	149	153	155

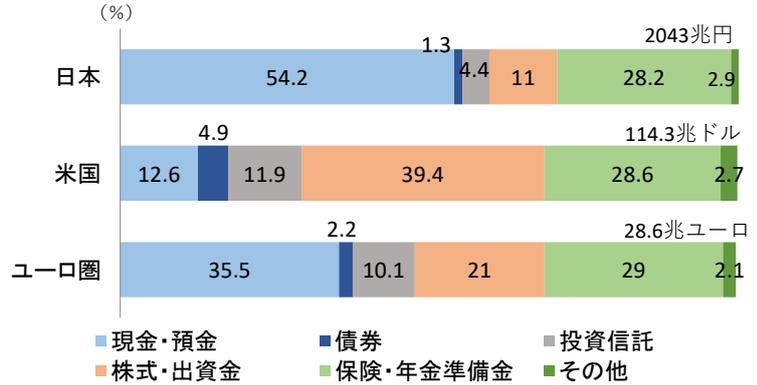
注: 23年末は実績、以降はSFGI予測(年末時点)

【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

【日米欧個人金融資産内訳比較】



出所: 日銀、SFGI

ユーロの見通し(森本)

<ポイント>

- ECBは3月の理事会で、成長率予測とインフレ予測を下方修正。スタンスを軟化させた
- 利下げ期待の高まりは金利低下・ユーロ安圧力となる一方、ユーロ圏経済が下支えされるとの思惑はユーロ高圧力に。両者が拮抗する中で対ドルでは横ばい圏での推移が継続か
- ECBとFRBが同様のペースでQTを行っていることも方向感が出難い一因か(上図)。FRBはQT減速の方針を固めたが、ECBは年後半にPEPPの再投資額を削減。相対的に引き締めのユーロの上昇圧力が強まる公算
- 2025~2026年は利下げの奏功による景気回復で緩やかなユーロ高基調に

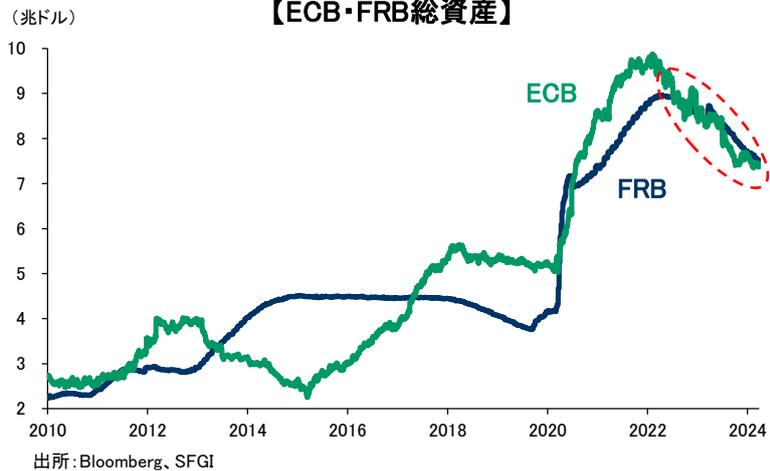
<リスク>

- 底堅い景気を背景に南欧の国債利回りは低位で推移(下図)。年末にはPEPPの再投資停止が予定されており、再度「分断化」のリスクが高まりユーロ売り圧力が強まる恐れも

	2023	2024	2025	2026	2027
ユーロドル	1.10	1.07	1.14	1.16	1.14
ユーロ円	156	151	170	177	177

注: 23年は年末実績、24年以降はSFGI予測(年末時点)

【ECB・FRB総資産】



出所: Bloomberg、SFGI

【独国債利回りとのスプレッド】



注: 各国10年債利回り-独10年債利回り 出所: Bloomberg、SFGI

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、X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

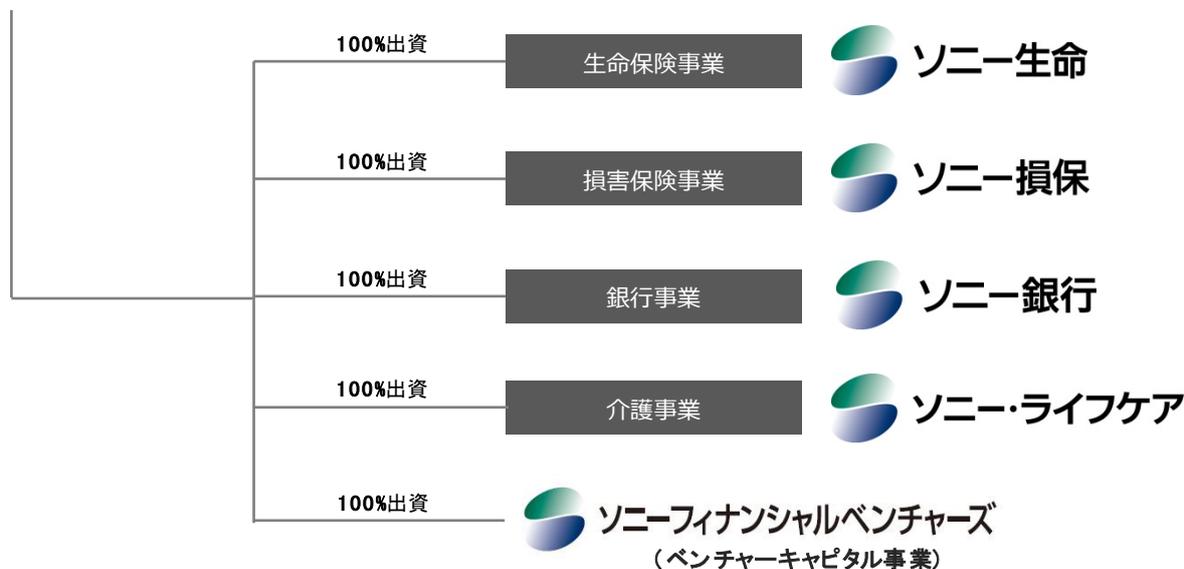
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能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