Sony Financial Group

米欧日の金融政策の運営

2026年10月28日
ソニーフィナンシャルグループ
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
井上哲也

Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

政策環境の概観

ヒステリシス

- 2020年以降に供給ショックが連続して生じた
- 足元にかけて緩和的な金融環境が維持された

現状

	物価の方向	経済の方向	金融政策のスタンス
米国			引き締め的
ユーロ圏			やや引き締め的
日本			やや緩和的

プロスペクト

- エネルギーショックの波及の強さや広がり、持続性をどう見るか
- AI/ITによる総需要や経済成長への効果をどうみるか

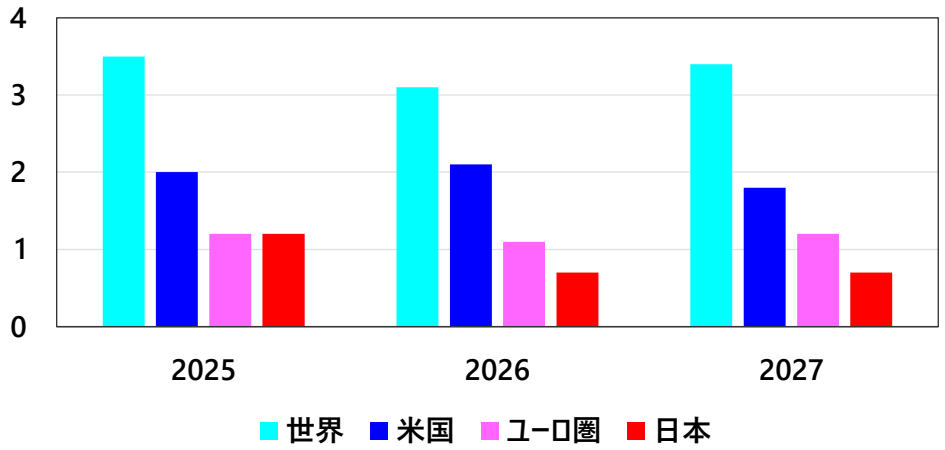
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

世界経済の概観

■ 国際通貨基金（IMF）の世界経済見通し（9月）は経済の底堅さを歓迎
もっとも、中心見通しの下でもインフレ率の高止まりを予想

前年比％

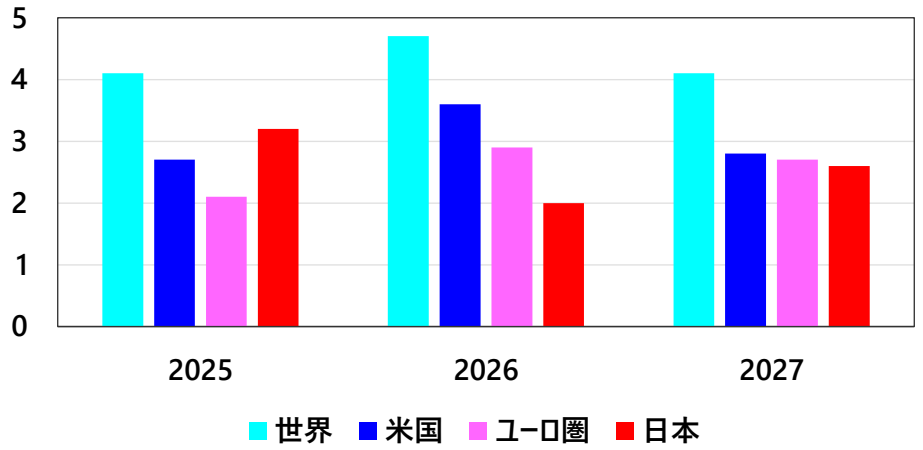
見通し（実質GDP成長率）



前年比％

見通し（消費者物価上昇率）

資料：IMF

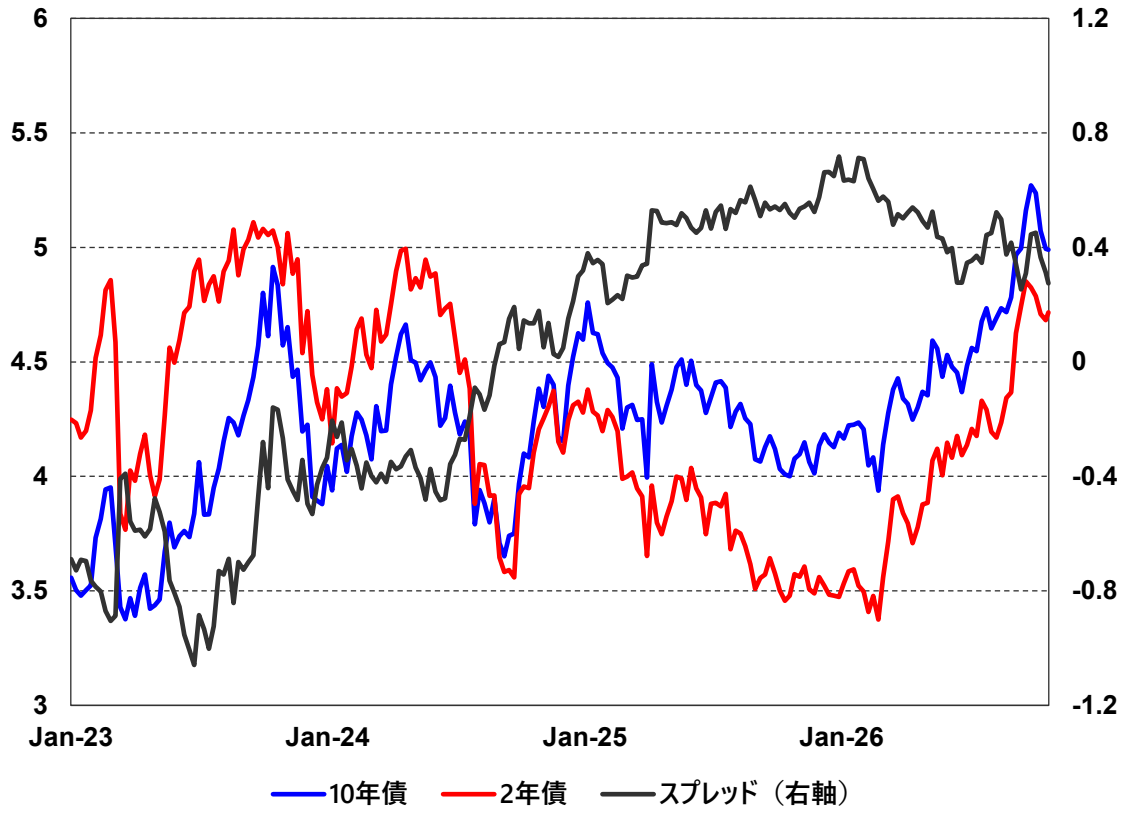


底堅さの要因	底堅さの限界
・原油供給の柔軟性と原油依存度の低下 ・民間セクターの俊敏な対応（在庫運営等） ・AI関連の投資ブーム ・金融市場の安定	・AI関連の投資ブームによるインフレと金融市場の不安定化 ・原油の供給調整の余力の低下 ・財政面での対応余力の低下

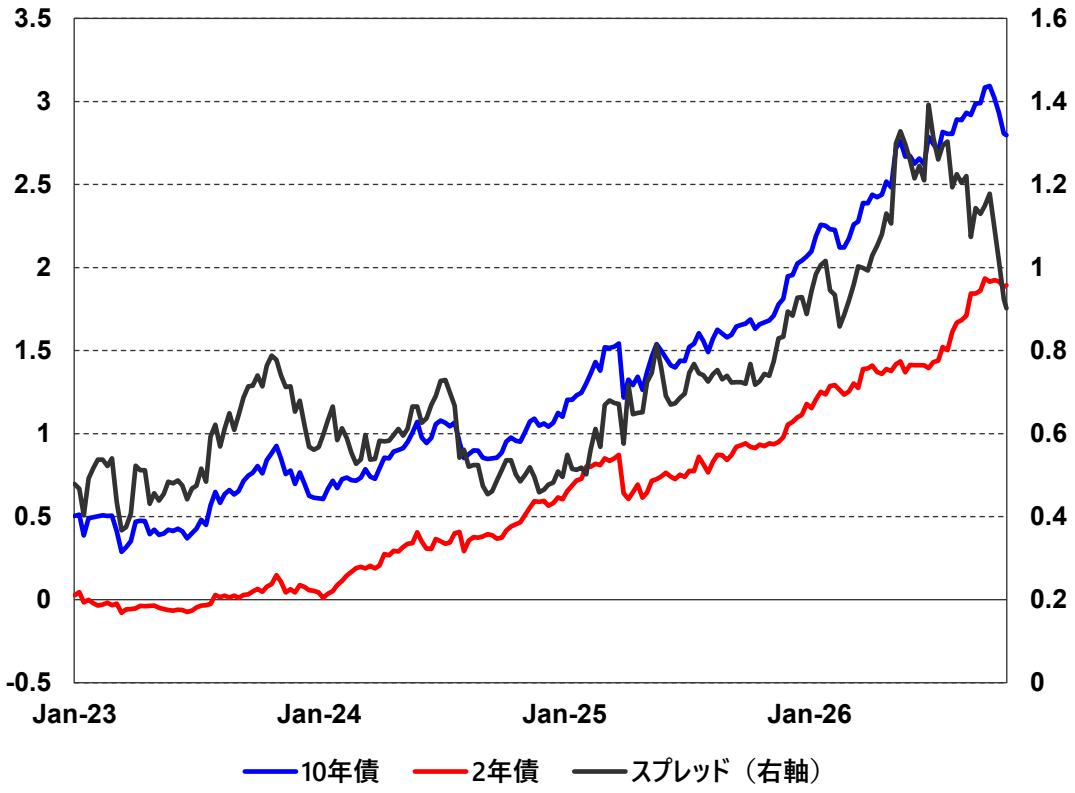
長期金利の動向（その1）

資料：Bloomberg

米国債＜%＞



日本国債＜%＞

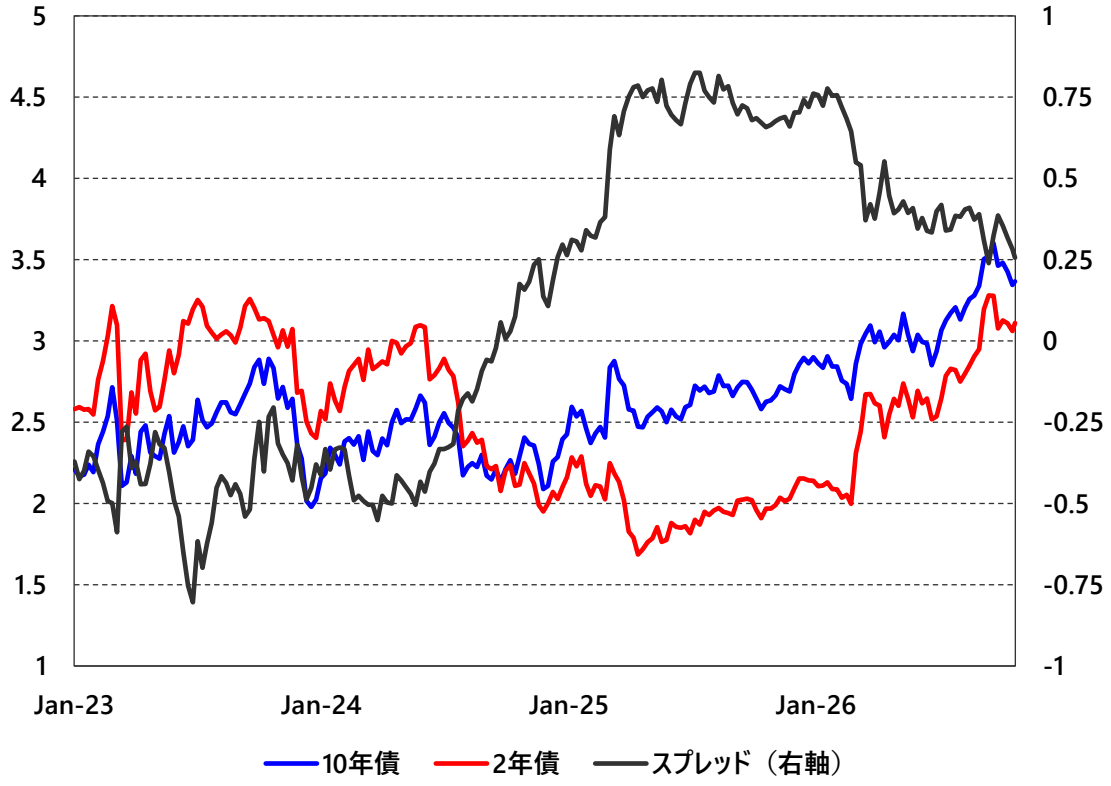


Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

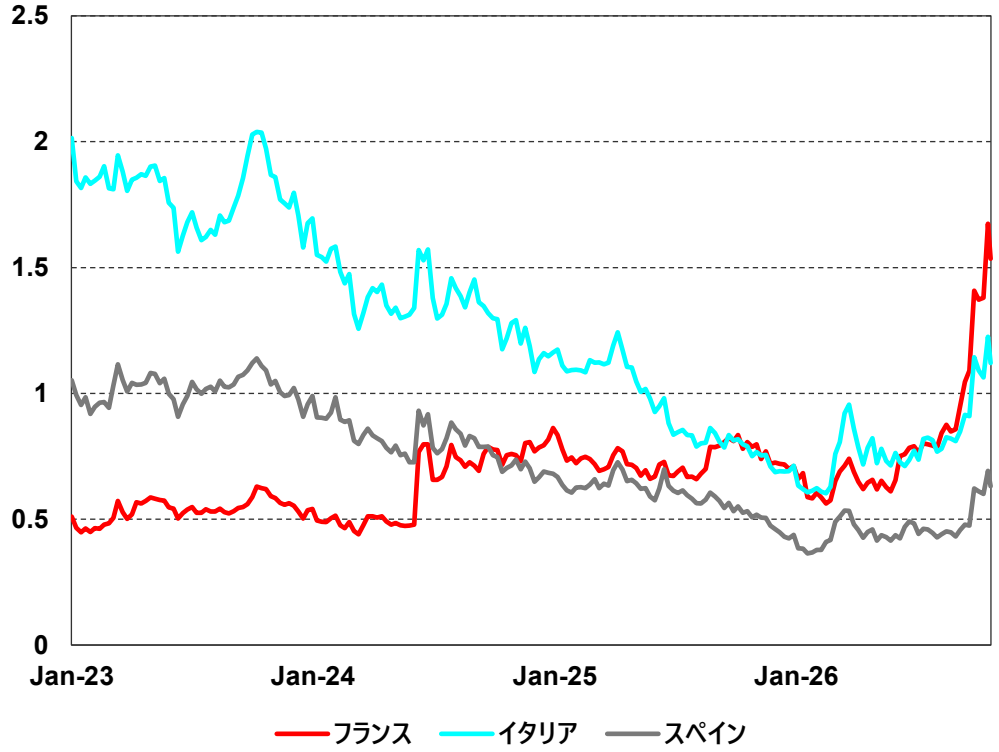
長期金利の動向（その2）

資料：Bloomberg

ドイツ国債＜％＞



ユーロ圏の主要国債
＜対ドイツスプレッド：10年：％＞



Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

米国の経済情勢と金融政策の運営

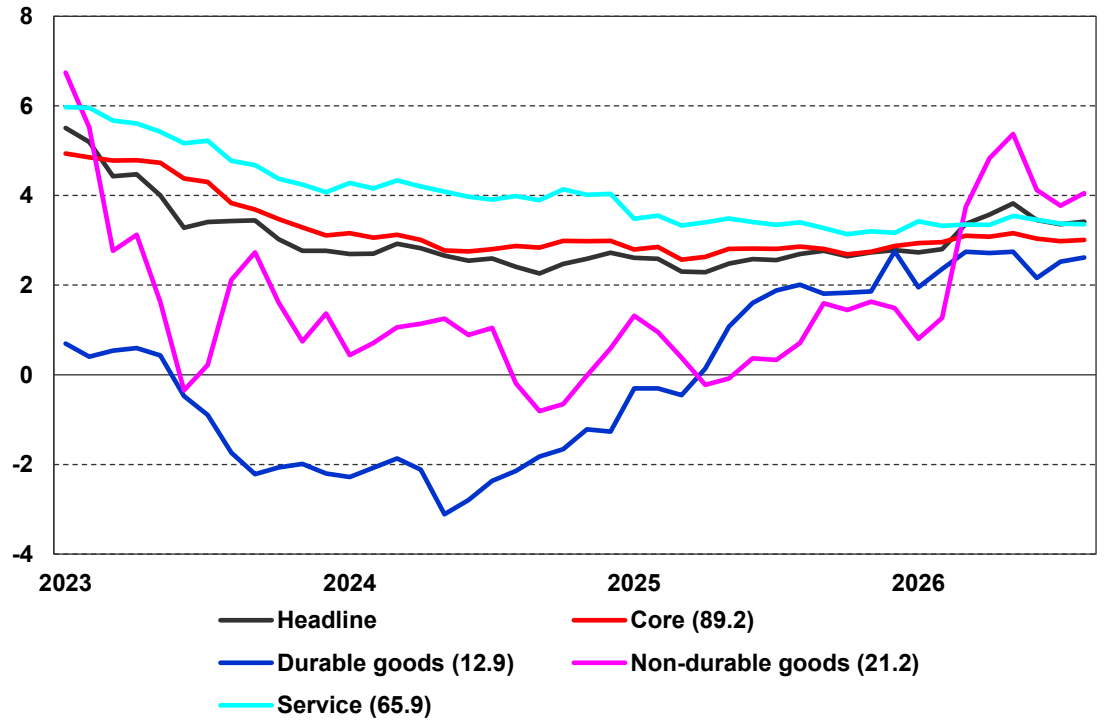
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

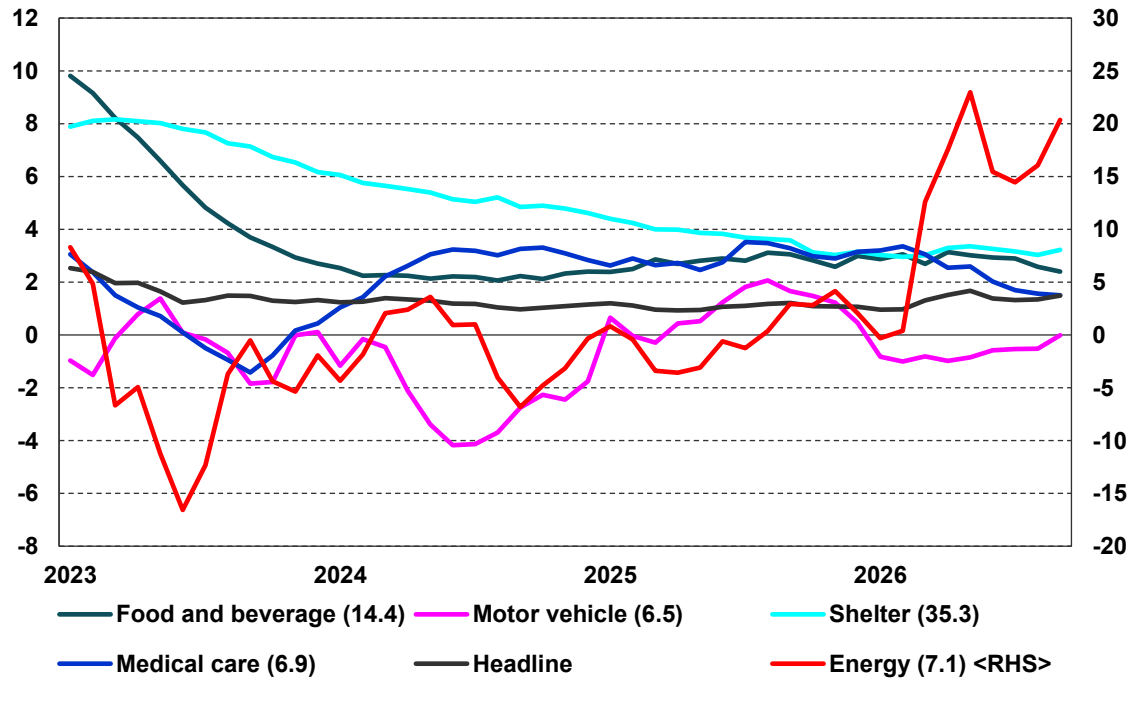
資料：US BEA, US BLS

消費者物価上昇率

- FRBが政策目標として参照するPCEインフレ率は、足元にかけて減速感が失われつつある。
  －総合が前年比で3.7%に高止まったほか、コアも3%台前半で推移していた。
- CPIインフレ率も全体としては横ばい圏内で推移しているが、足元ではエネルギー価格の反発を主因に3%台後半へと再び加速した。。

消費者物価上昇率　（左）PCEベース、（右）CPIベース＜前年比%＞





Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved
Sony Financial Group

資料：US BLS

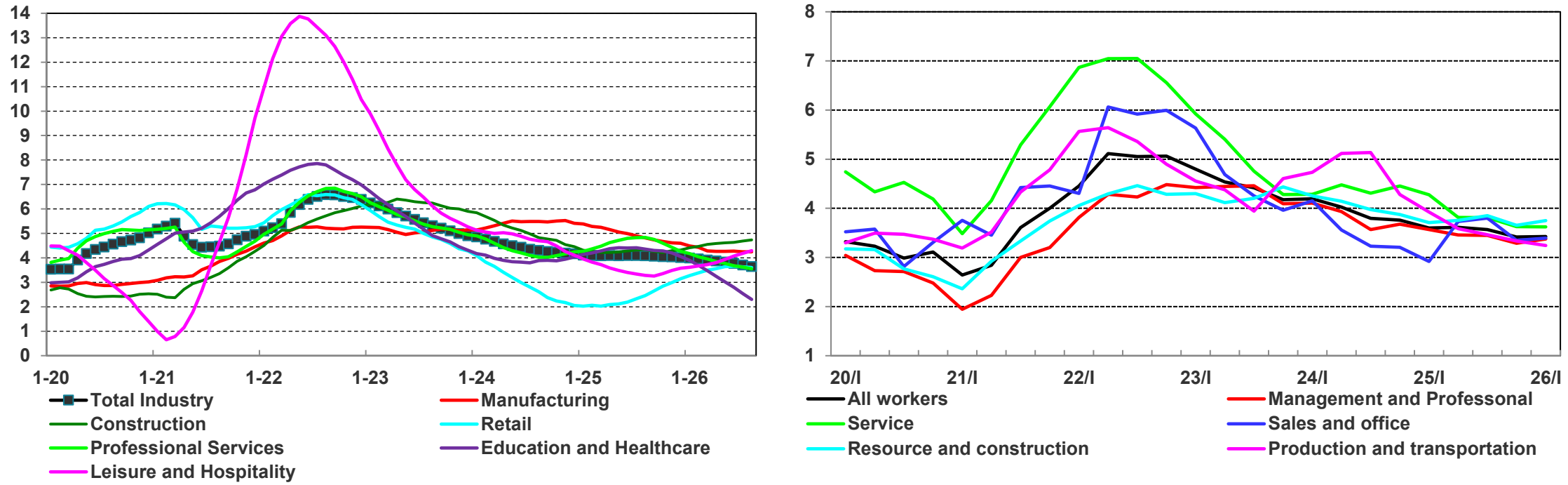
賃金と報酬

■ 賃金上昇率は緩やかな減速傾向を示している。

－雇用統計による賃金上昇率（12か月移動平均）は、全体としては緩やかな減速を続け、足元で前年比3％台中盤となっている。もっとも、建設や娯楽は緩やかながら加速している。

－雇用コスト指数（ボーナスや諸報酬を含む）も緩やかに減速している。職種間でのばらつきも小さい。

（左）主要産業別賃金（前年比：12ヶ月MA・%）、（右）主要職種別賃金（前年比・%）



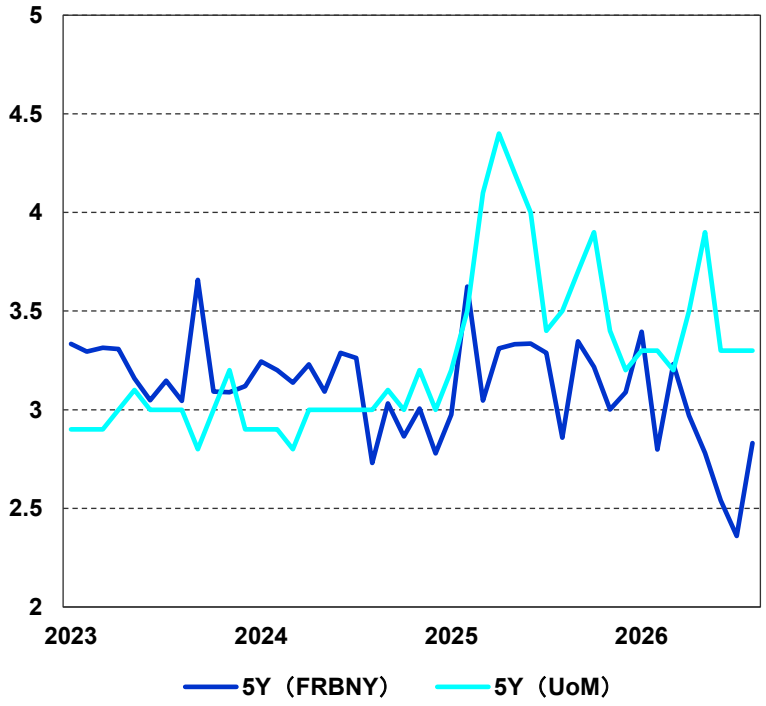
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

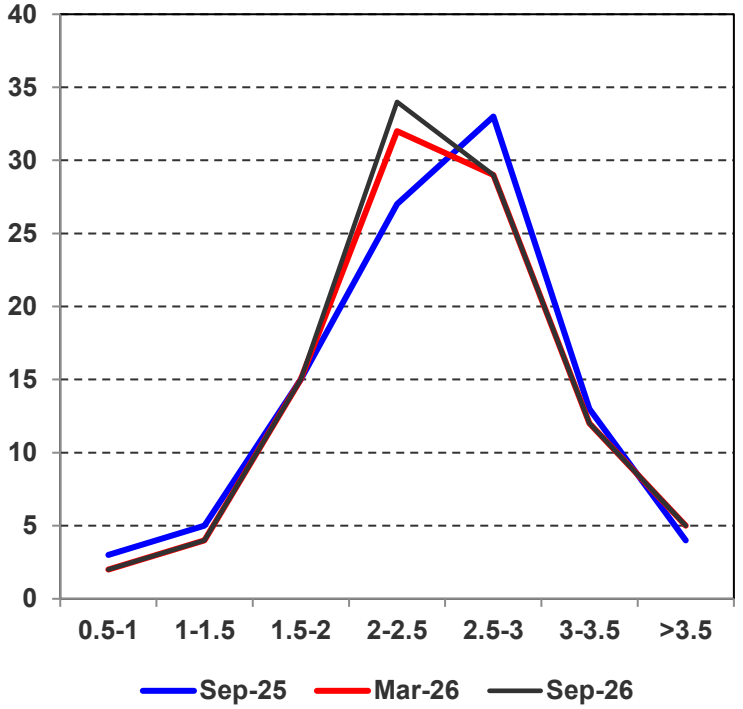
資料：FRBNY, University of Michigan、FRED

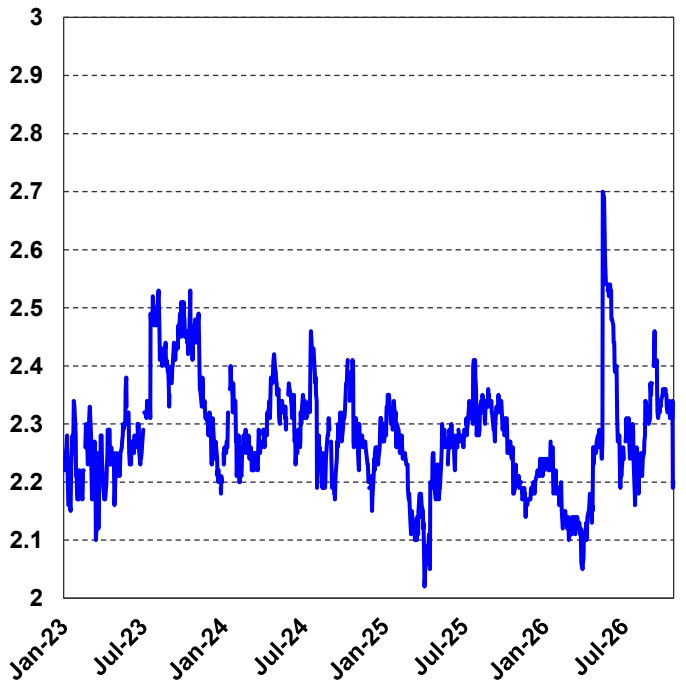
インフレ期待

- 家計の中期インフレ期待は、ミシガン大サーベイとFRBNYサーベイとの間で異なる動きをみせており、前者は高止まっている一方、後者は足元にかけて下落していた。
- 一方、FRBNYによる市場参加者を対象とするサーベイ結果は、本年に入って分布のピークが若干ながら下方にシフトしていた。この間、物価連動国債によるBEIは5月に急上昇したが、その後に急落し、足元まで2.3％付近で推移してきた。

（左）ミシガン大とFRBNYの消費者サーベイ（5年先・％）、（中央）FRBNYの市場参加者サーベイ（5年・分布）、（右）5年先5年の期待インフレ率（％）







Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

Sony Financial Group

個人消費

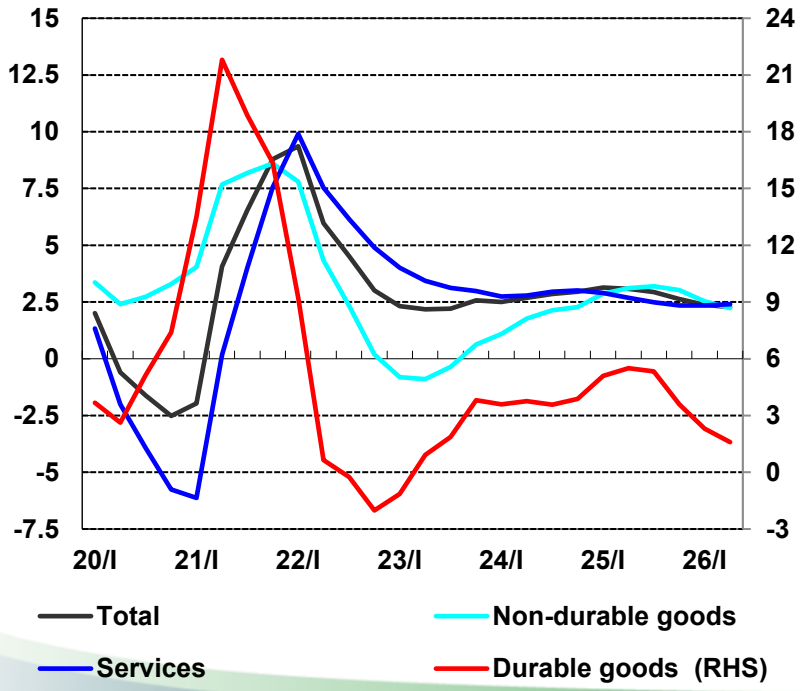
資料：US BEA、US Department of Commerce

■ 個人消費は底堅く推移している。

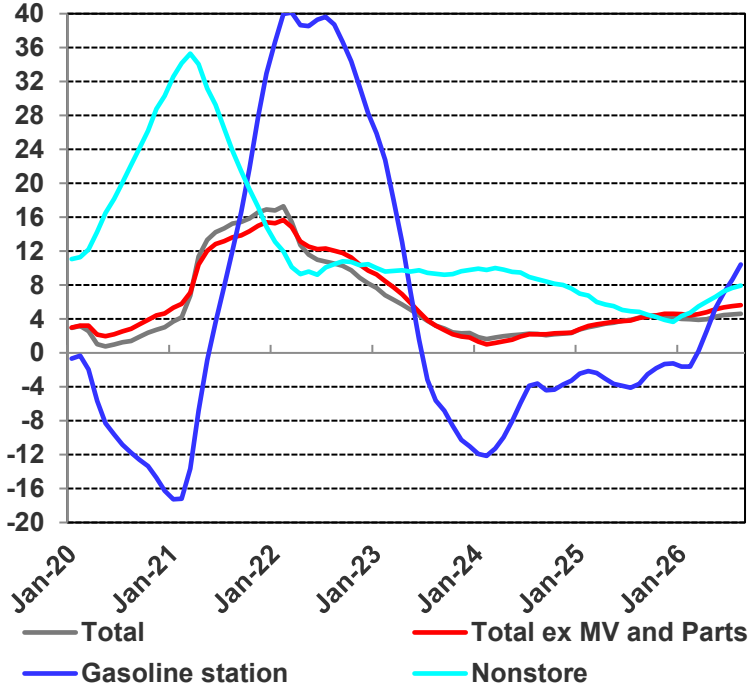
－SNAベース（実質）の伸び率は、耐久財がやや減速したが、サービスと非耐久財は横ばい圏内で推移し、全体でも前年比で2.5%程度の成長を続けている。

－小売売上高（名目）の伸び率も前年比約4.5％で概ね横ばいとなっている。足元では、ガソリン価格の反発の影響が顕在化し始めている一方、非店舗販売に底打ちの兆しがみられる。

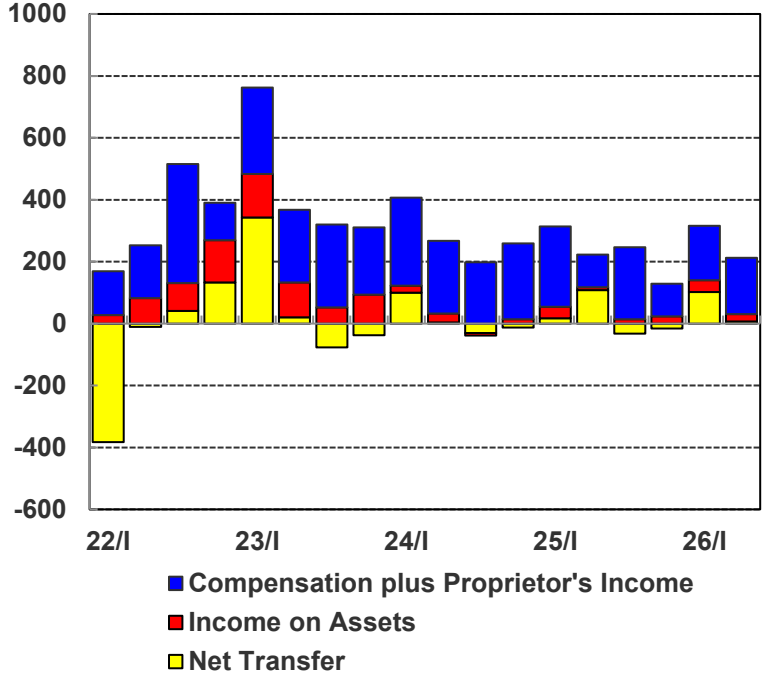
消費支出（SNA：４四半期MA･前年比％）



構成別の小売売上高（12ヶ月MA･前年比％）



家計所得（SNA：前期比･10億ドル）



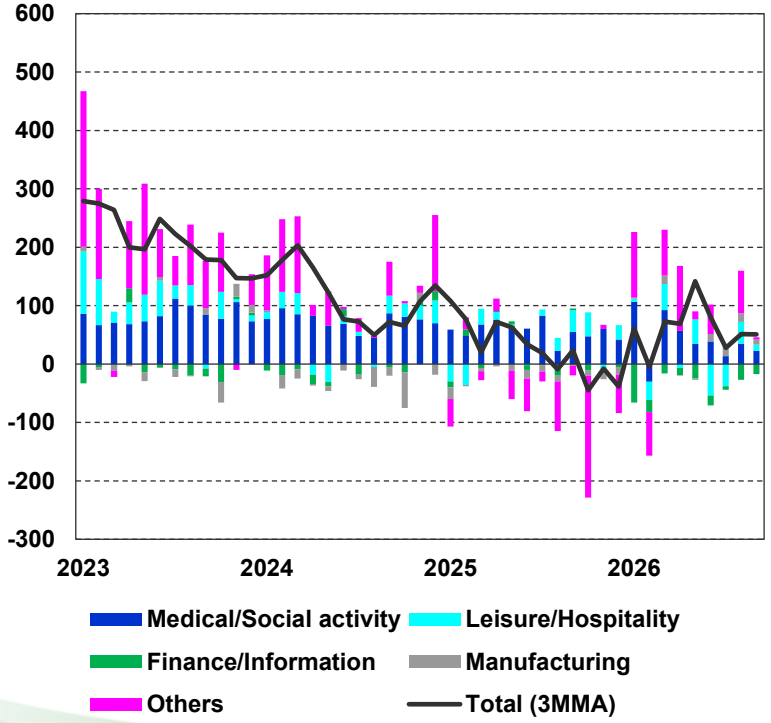
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

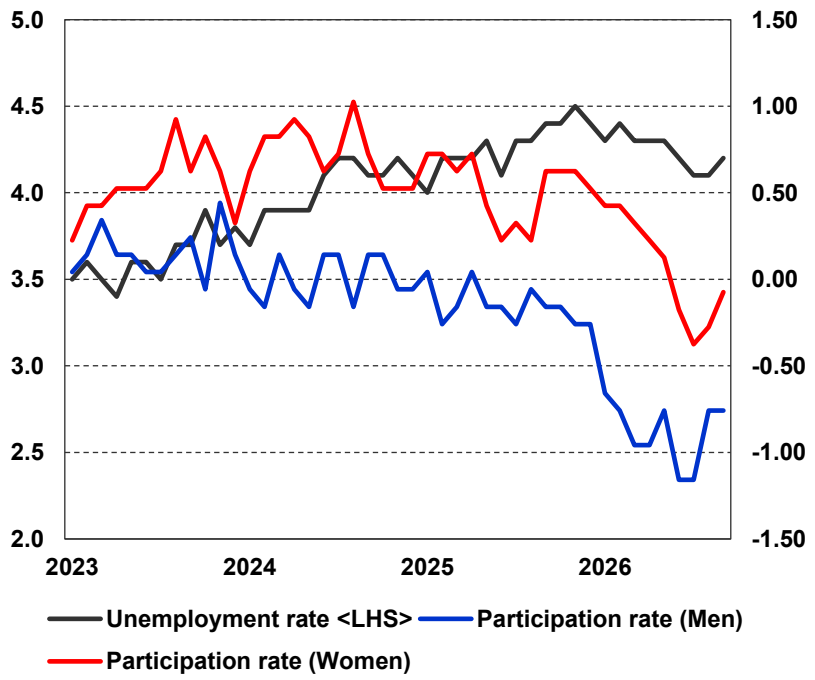
労働市場

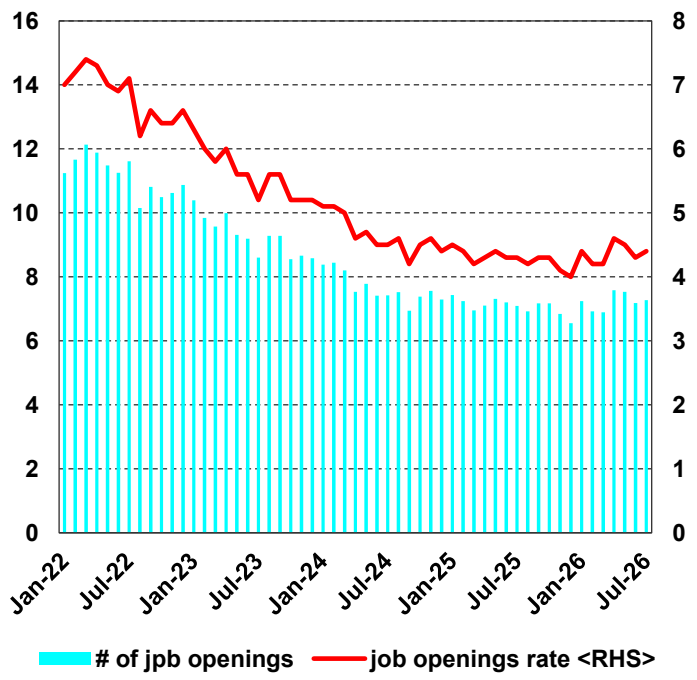
資料：US BLS

- 雇用者数の増加は昨年後半に急減した後、本年入り後は振れを伴いつつ推移しており、FRBが重視する3か月移動平均は足元で5万人強となっている。産業別にみると、医療・社会活動の寄与が大きかったが、最近では変化の兆しもみられる。
- この間、失業率はむしろ低下気味となっているが、労働参加率の低下による面が大きい。なお、未充足求人数は昨年央から横ばいに転じており、足元では概ね安定している。

＜左＞ 非農業雇用者数（前月比増加数）
＜中央＞ 失業率と労働参加率（%、2022年平均からの乖離%ポイント）、＜右＞未充足求人（百万人、%）







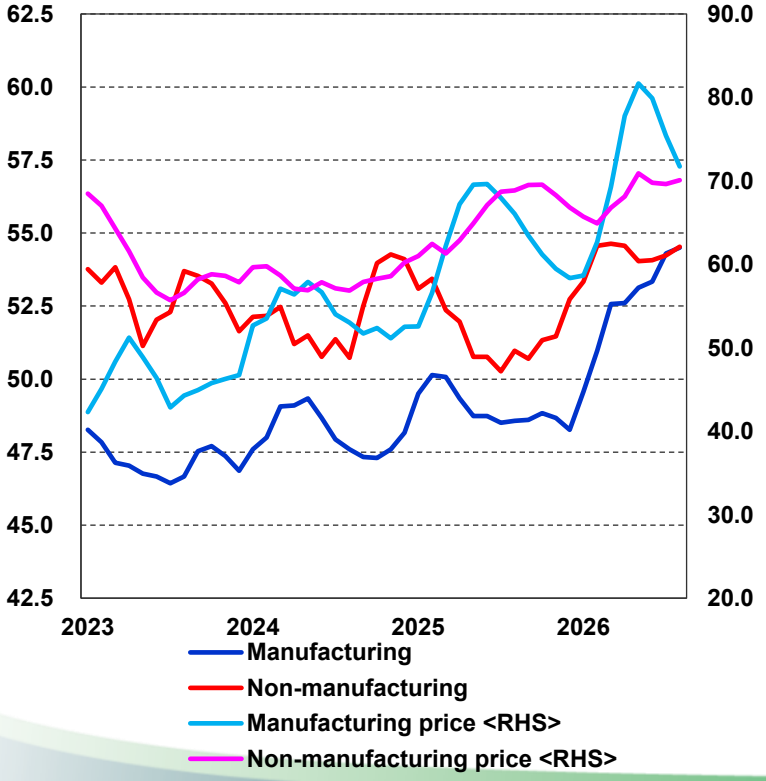
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：ISM, FRB

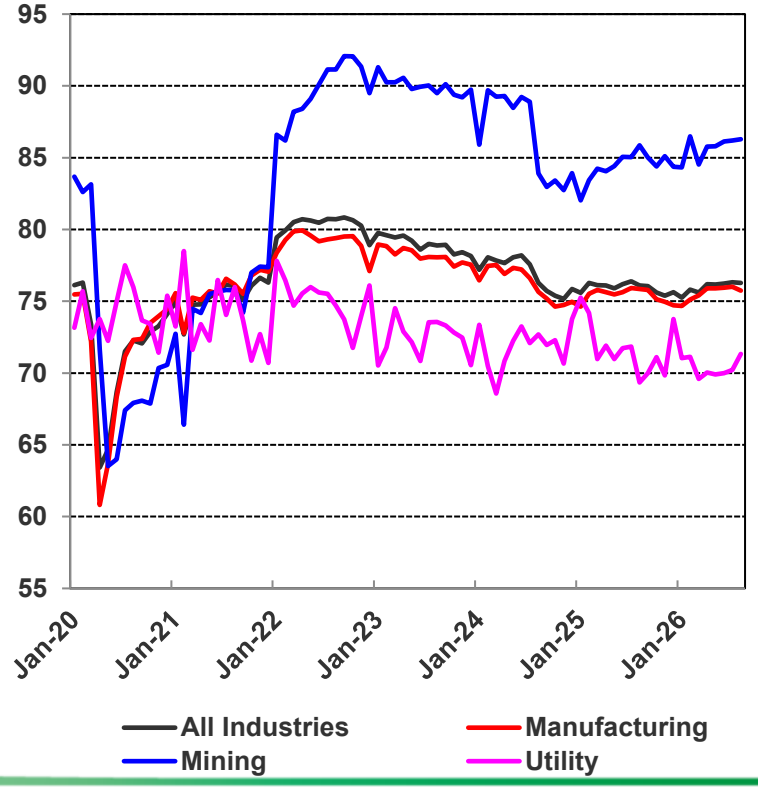
生産

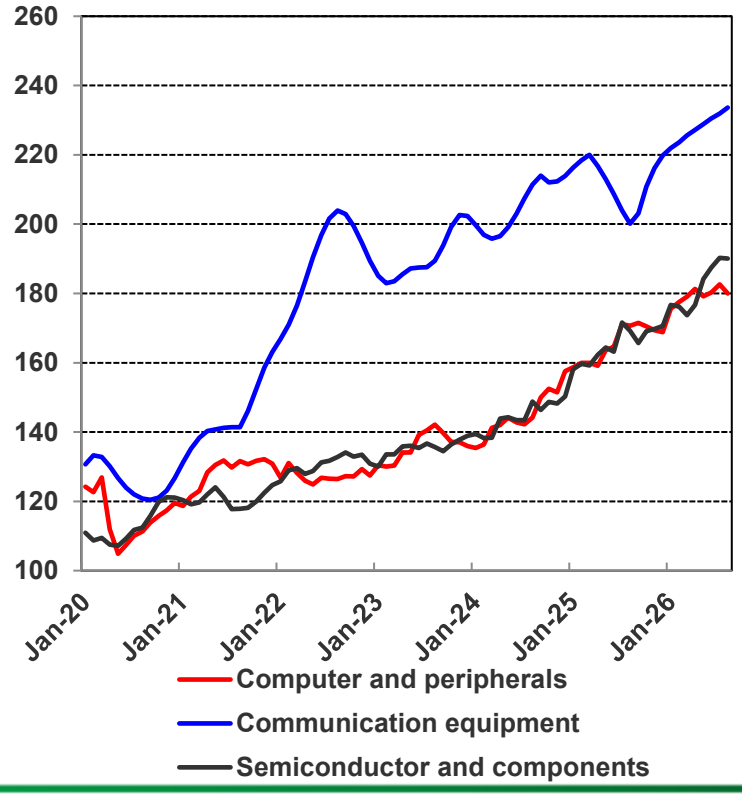
- ISM指数をみると、足元で製造業の改善が目立つほか、非製造業も堅調に推移している。
- 鉱工業生産指数は総じて横ばいとなっている。コロナ後に急回復した鉱業は、2024年後半にいったん下落した後、足元にかけて緩やかに増加している。これに対し、製造業は全体としては停滞感があるが、FRBがハイテク3業種と定義するコンピューター、通信機器、半導体は明確な増加トレンドを示しており、かつ通信機器は振れを伴っているのに対し、他の2つは安定的に増加している。

ISM指数（3MMA）



鉱工業生産指数（左：2012=100、右：2017=100）





Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

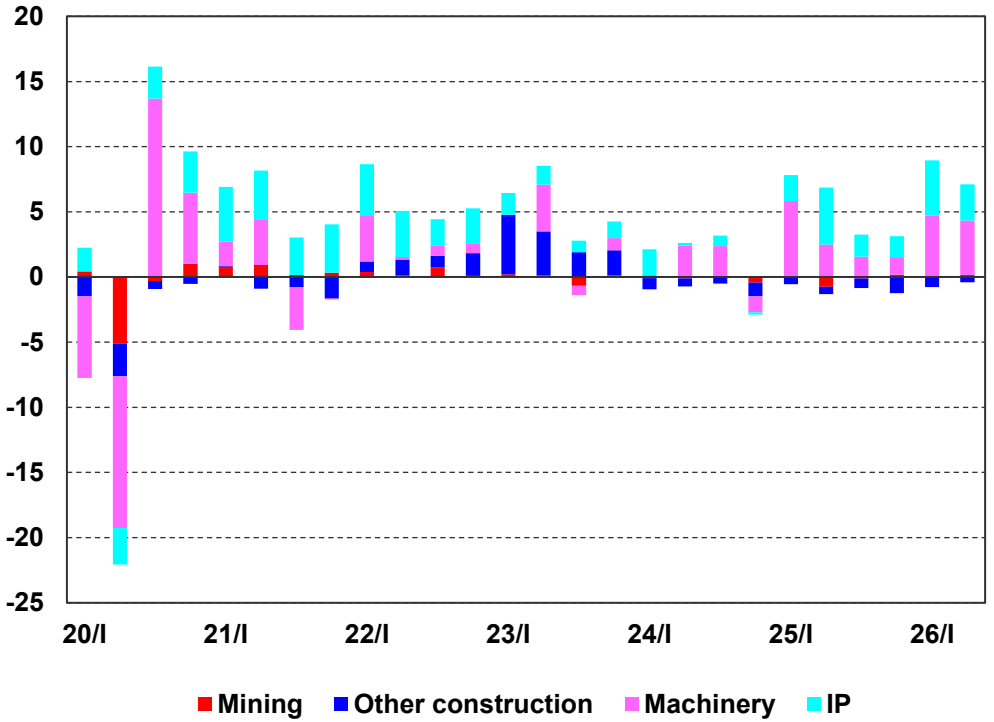
Sony Financial Group

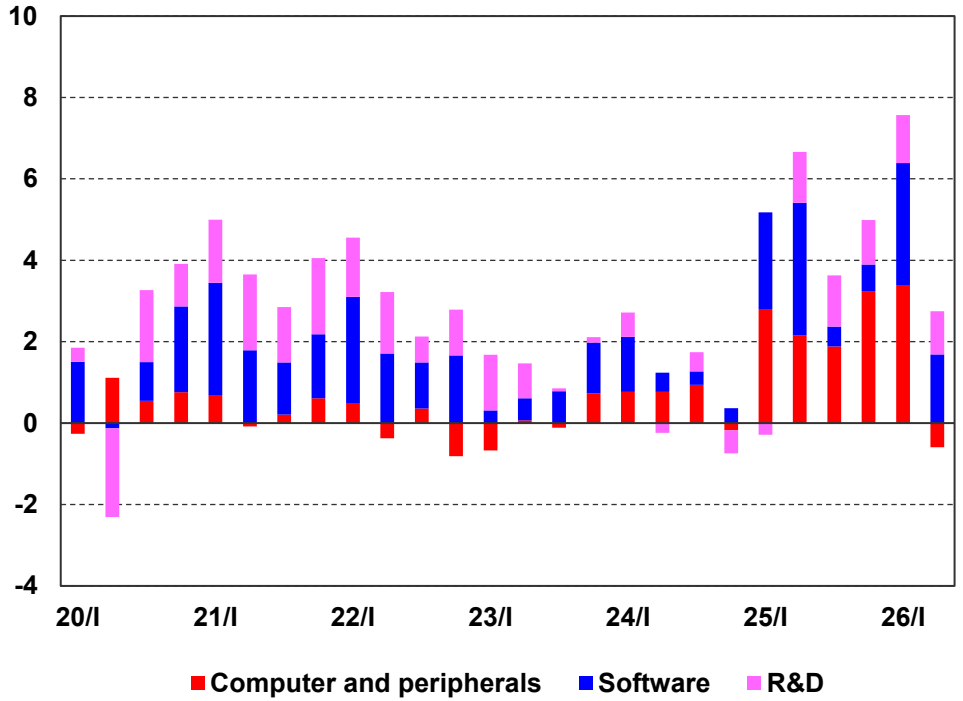
設備投資

資料：US Census Bureau, FRB, US BEA

■ 設備投資（第2四半期まで）は、昨年後半にやや停滞したが、本年入り後に加速した。機械設備と知的所有権の寄与が大きい一方、鉱業は低調に推移している。これをさらに内容別にみると、昨年入り後はコンピューターと関連機器の寄与が顕著に高まっていたほか、ソフトウエアの寄与も大きかった。もっとも、本年第2四半期には両者が減速し、設備投資全体に対する寄与度も前期の半分以下に止まった。

内容別の設備投資　(前年比寄与度、%)





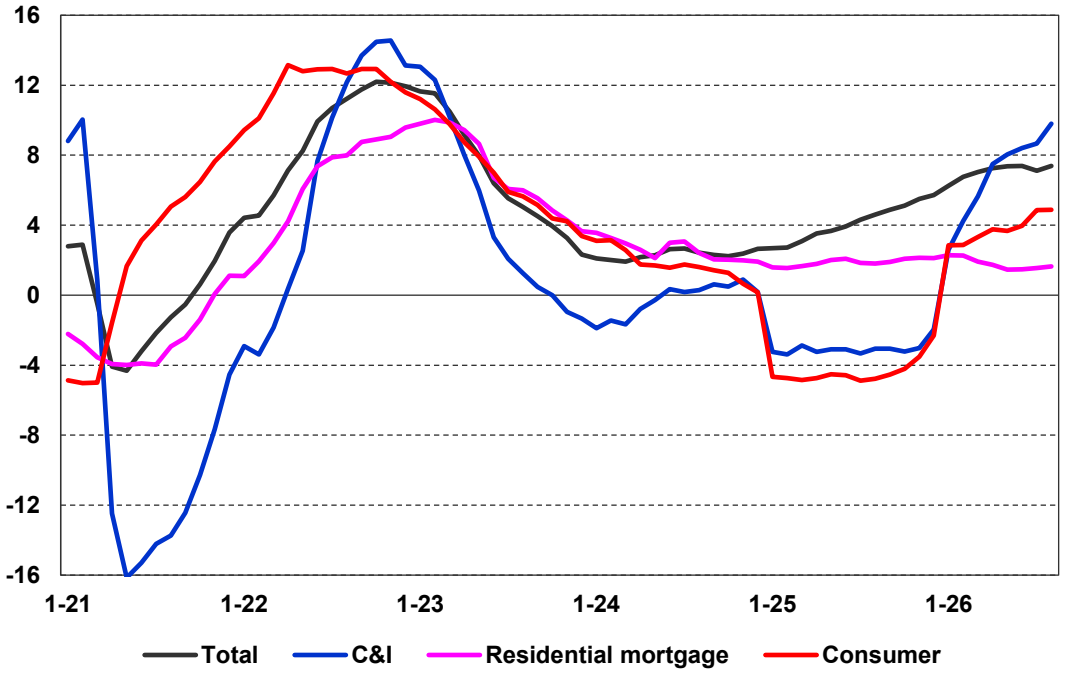
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資金調達

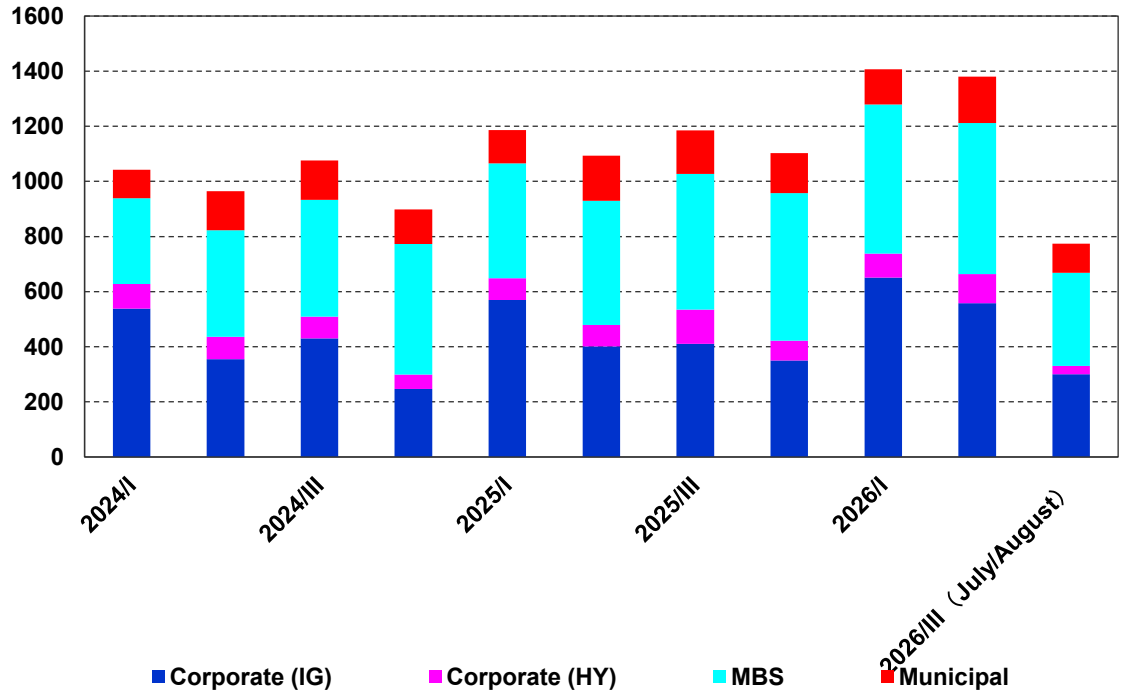
資料：FRB, SIFMA

- 銀行貸出の増勢が続いている。なかでも商工業向け貸出の顕著な加速が目立つほか、消費者ローンも増勢を示している。これに対し、長期金利の上昇もあって住宅貸出の伸びは低位で横ばいとなっている。
- 債券発行（除く国債）も高水準で推移している。社債の寄与が大きく、中でもハイールド債が堅調に推移している。この間、MBSも引き続き大きなウエイトを占めている。

銀行貸出残高（前年比%）



債券発行額（10億ドル）



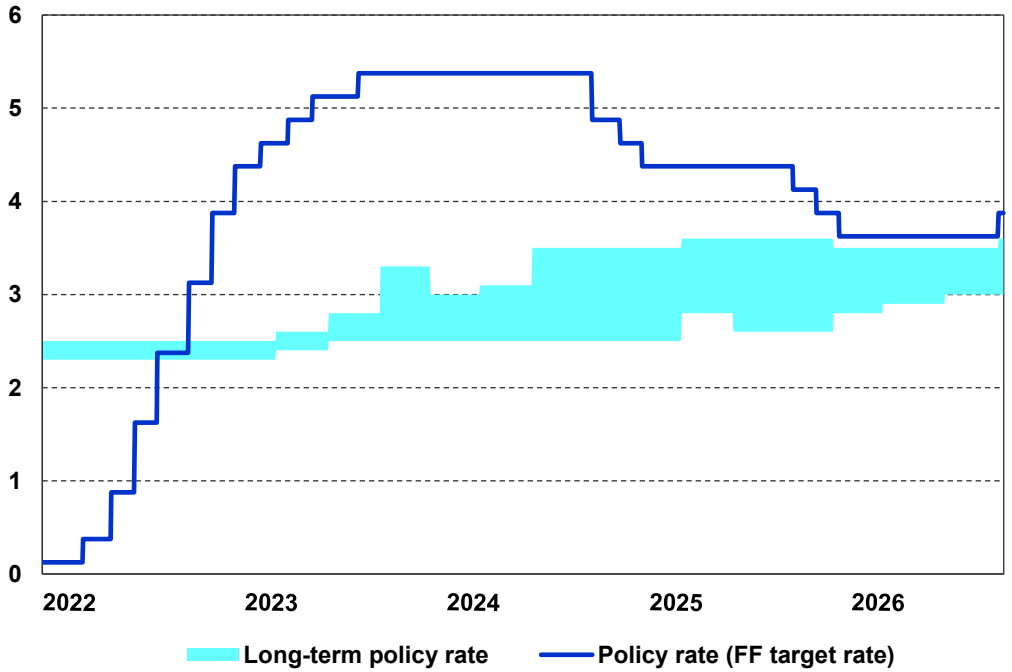
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：FRB

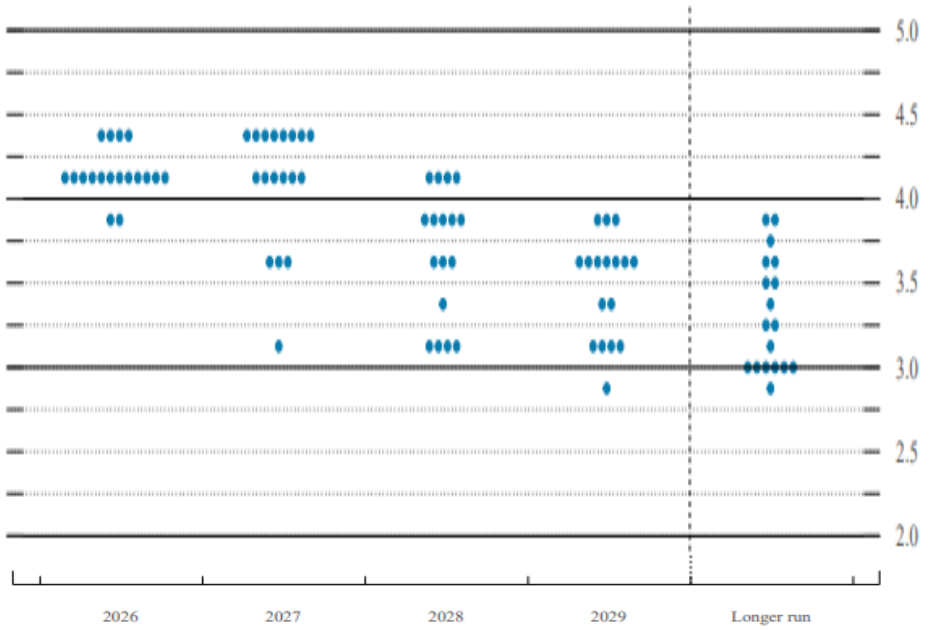
金融政策の運営

- 9月FOMCでは、政策金利（FFレート誘導目標）を25bp引き上げ、3.75%～4.00%とすることを全会一致で決定した。ウォーシュ議長は、経済活動が力強く、労働市場も安定する中でインフレ率が高止まっている点を理由として指摘した。
- FOMCメンバーの間では、年内にもう一度の追加利上げを予想する向きが大勢となっている。もっとも、来年中については、さらに1回の利上げを予想する意見と現状維持ないし緩和を見込む意見が概ね拮抗している。
- また、中立金利に関する見方も3%～4%の間に大きくばらついているが、現在の政策金利はその上限付近にある。

政策金利



ドット・チャート（9月）



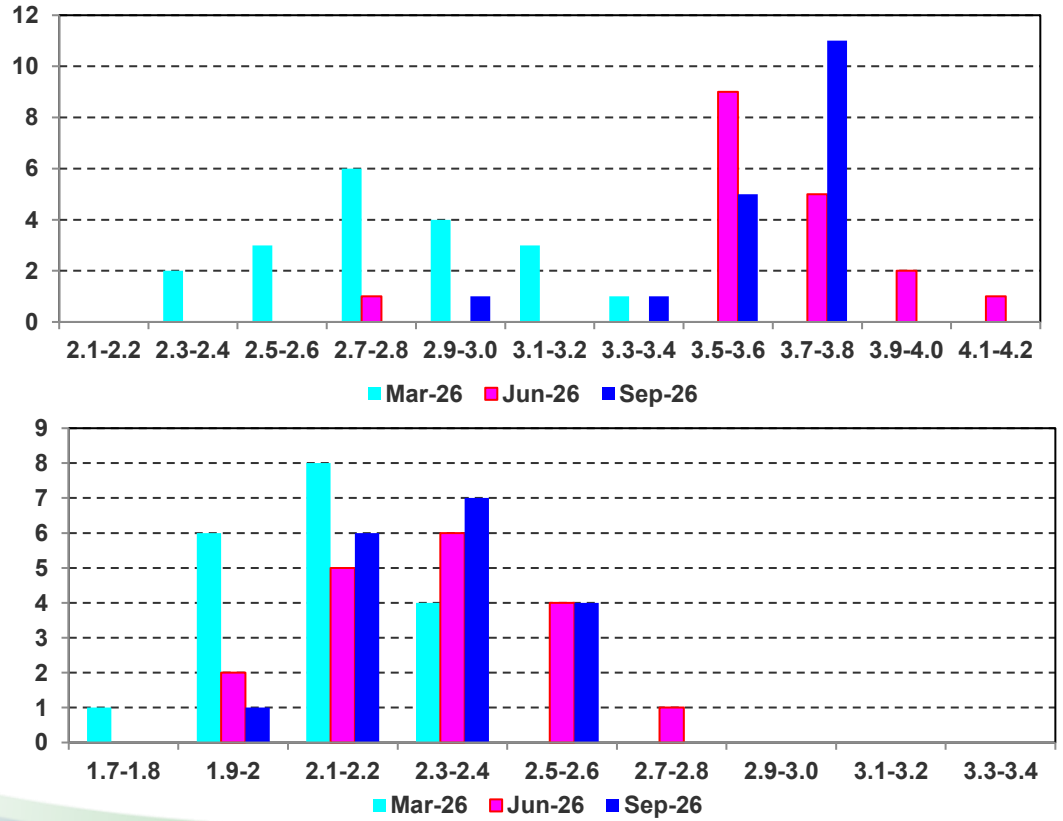
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：FRB

物価見通し

FOMCによる物価見通し（9月）は、2026年の見通しを再び上方修正したほか、2027年も2％目標をやや上回るとの見方を維持した。
－2026年のPCEインフレ率は3％台後半になると予想し、昨年の関税引き上げよりも影響が大きいとみている。
－2027年の見通しも6月時点から若干上方修正され、影響が持続するとみている。

FOMCメンバーによるPCEインフレ率見通し
（上：2026年、下：2027年）



FOMCメンバーによる議論（9月議事要旨の抜粋）

・インフレ率の改善が不十分であった点を確認、地政学的展開とAI関連投資の増加を主因として指摘。

・中長期のインフレ期待は2％目標と概ね整合的ながら、短期のインフレ期待が上昇している点を認識。

・生産コストが広範に上昇する中で、企業はコストを円滑に価格に転嫁している可能性。

・インフレの上方リスクが足元で強まった可能性を指摘。特に高インフレの継続がインフレ期待に与える影響を懸念。

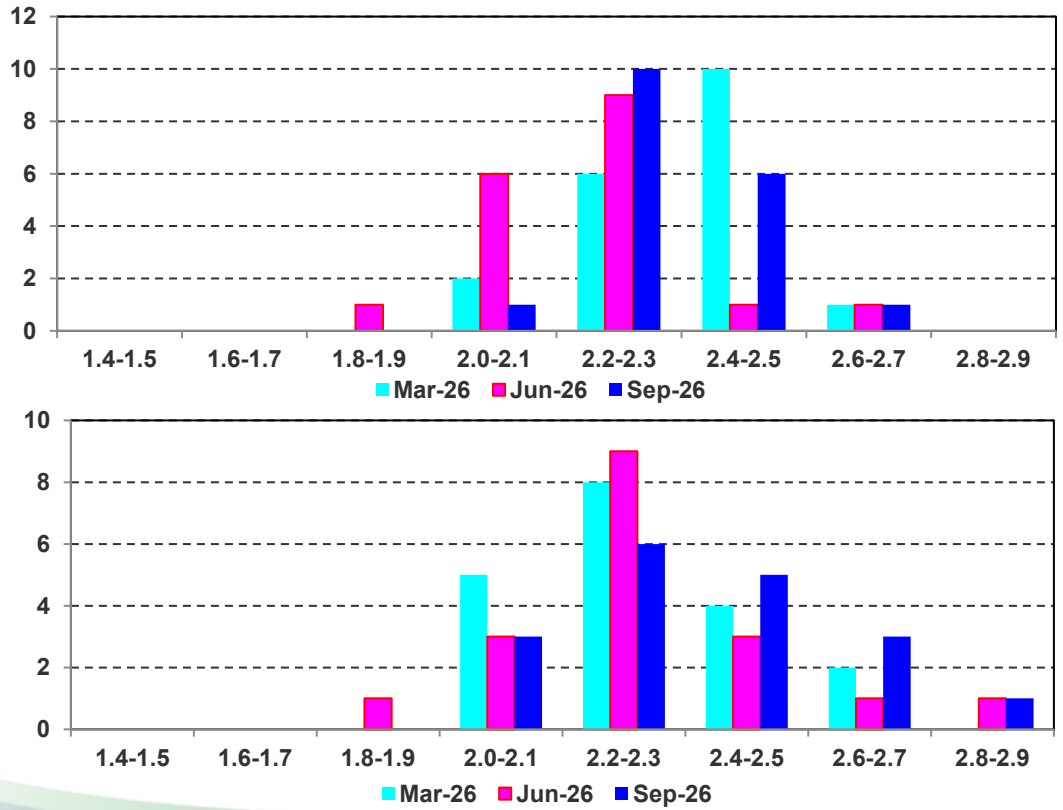
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：FRB

経済見通し

■ FOMCによる経済見通し（9月）は、2026～2027年に潜在成長率を上回るペースでの推移を予想している。
－2026年の実質GDP成長率は2％台前半になると予想し、6月時点よりも強気の見方となった。
－この間、失業率については、労働需給の双方が低位な下で均衡するとみている。

FOMCメンバーによる実質GDP率見通し
（上：2026年、下：2027年）



FOMCメンバーによる議論（9月議事要旨の抜粋）

・地政学リスクによる供給ショックの下でも、力強い設備投資と底堅い消費によって経済活動が拡大していると認識。

・AIの利用拡大、緩和的な金融環境、高水準の企業収益、規制緩和、関税の払戻し等ををプラス要因として指摘。

・消費については、所得階層による力強さの差が継続していると認識。

・失業率が最大雇用の近傍にあるとし、労働市場のダイナミズムは低いが、リスクは上下にバランスしていると理解。

・生産性の上昇率は歴史的平均に近いが、コロナ前より改善したと指摘。

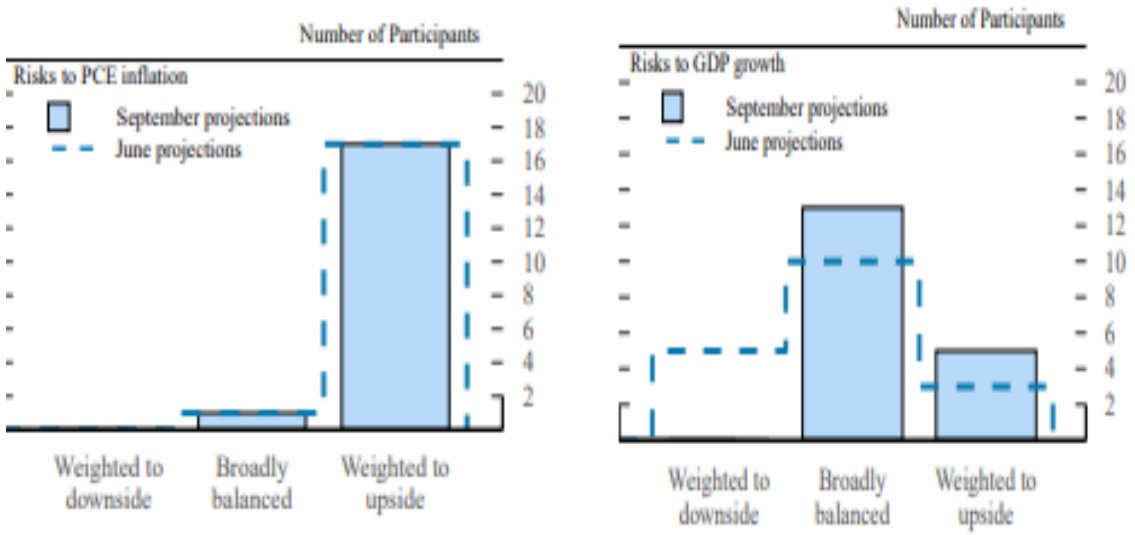
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：FRB

リスクバランスの評価

- FOMCメンバーは、物価の上方リスクを強く意識している一方、経済の下方リスクに対する警戒感を明確に後退させた。このような見方はウォーシュ議長も共有しており、政策目標のトレードオフを心配することなく、物価安定を優先しうるとの見方に立っている。
- ウォーシュ議長は利上げの条件として、基調的インフレの明確かつタイムリーな減速を明示している。

FOMCメンバーによるリスク評価
（左：PCEインフレ率、右：実質GDP成長率）



ウォーシュ議長の記者会見（9月：質疑応答の抜粋）

・米国経済は、高い不透明性に拘わらず力強く拡大。
・新規雇用、企業集積、設備投資がこの数カ月で増勢を加速、金融環境は依然として緩和的。
・失業率や未充足求人、労働時間等からみて労働市場は強い。
・インフレ率は長期にわたって高止まり、夏季に公表されたデータも改善を示さず。
・基調的インフレの明確かつタイムリーな減速という条件を満たさず。

Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

ユーロ圏の経済情勢と金融政策の運営

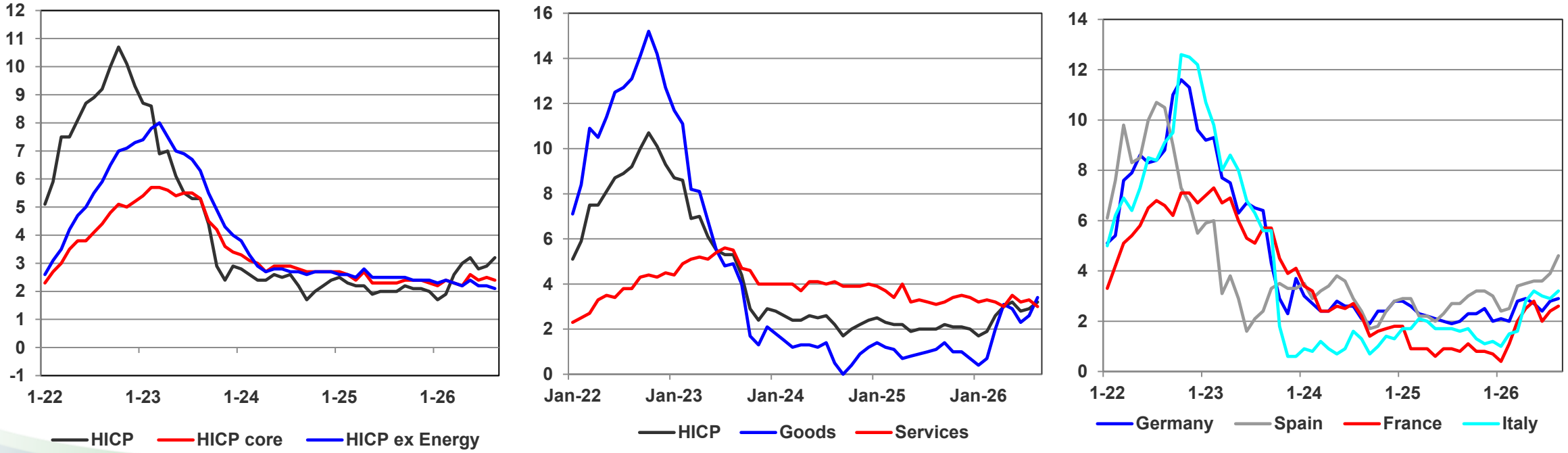
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：Eurostat

消費者物価

- HICP総合インフレ率は、2024年入り後は2%近傍で安定して推移してきたが、本年入り後に反発して3%を超えている。コア指標も同様な推移を示し、足元では2%台中盤となっている。財価格とサービス価格の上昇率は2023年央に逆転したが、足元で財価格の上昇が加速した結果、両者が収斂している。
- 主要国のHICP総合インフレ率は現在は3%から4%超の間に分布している。フランスとドイツ、イタリアが3%強で収斂している一方、スペインは4%を超えて上振れている。

HICPインフレ率（＜左＞前年比、＜中央＞種類別、＜右＞国別：いずれも前年比%）



Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

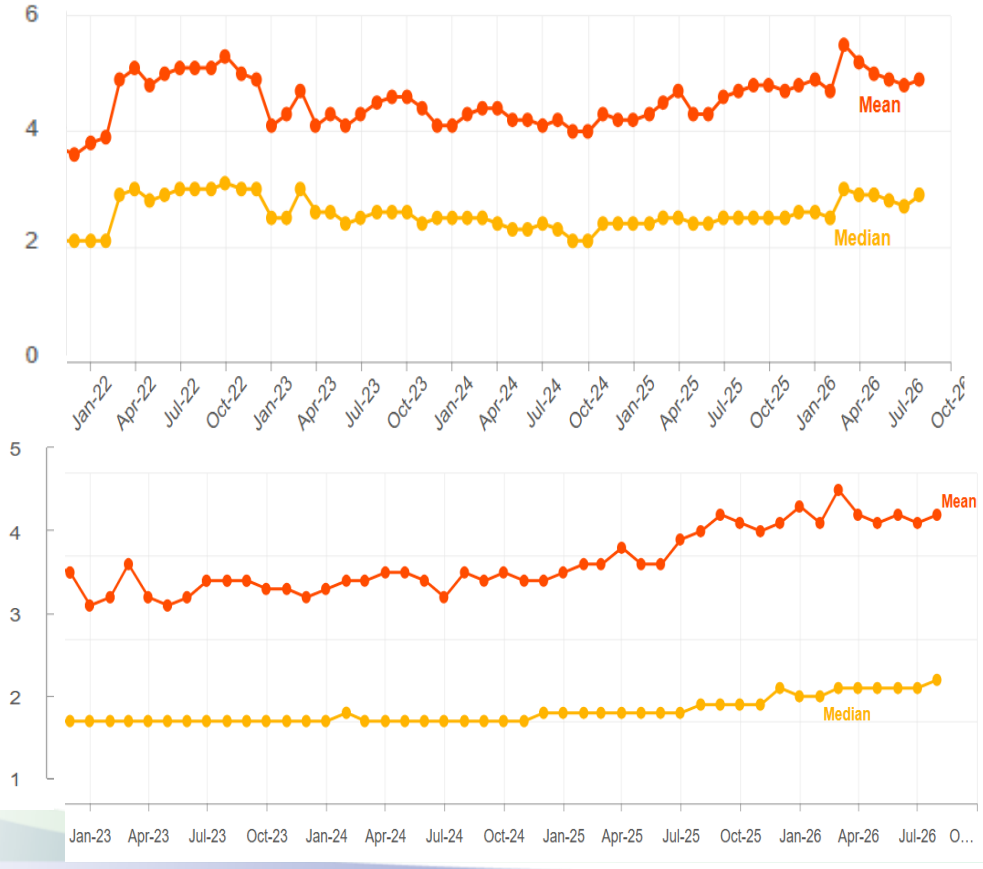
Sony Financial Group

資料：ECB

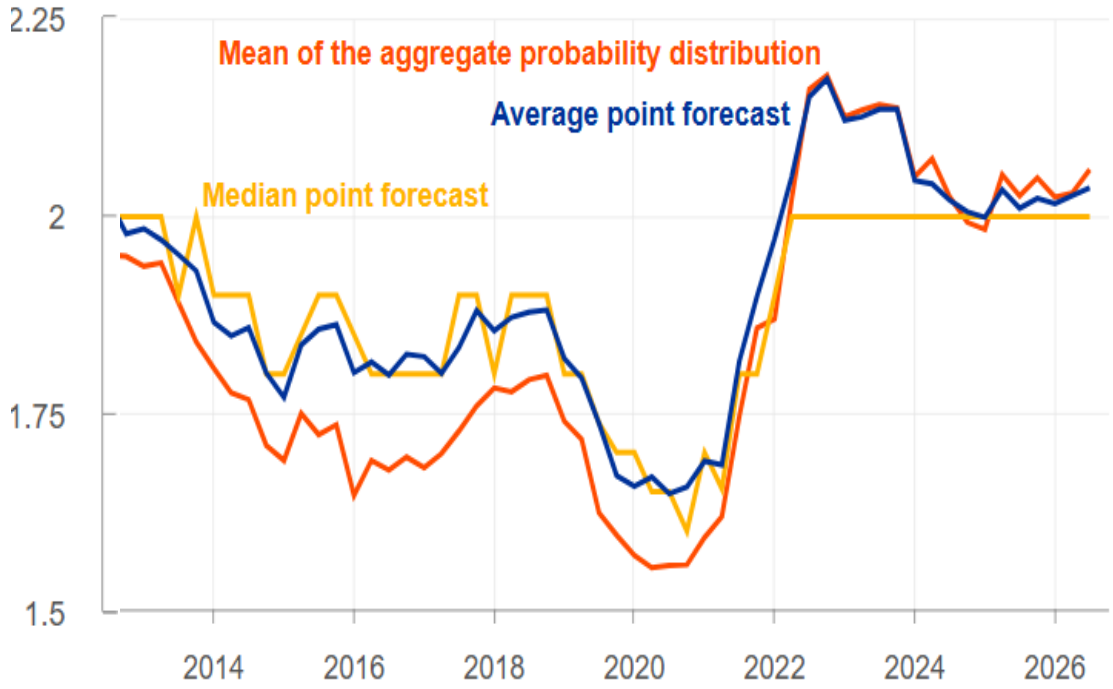
インフレ期待

■ ECBの家計向けサーベイ調査によれば、中期のインフレ期待は春先以降に緩やかに上昇している。この間、ECBのエコノミスト向けサーベイ調査については、中期のインフレ期待は2024年を通じて減速したが、その後は2％強の水準で若干強含みとなっている。

HICP総合インフレ率の中期予想（％）
（ECBのCES：上 3年先、下 5年先）



HICP総合インフレ率の中期予想（％）
（ECBのSPF、5年先）



Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

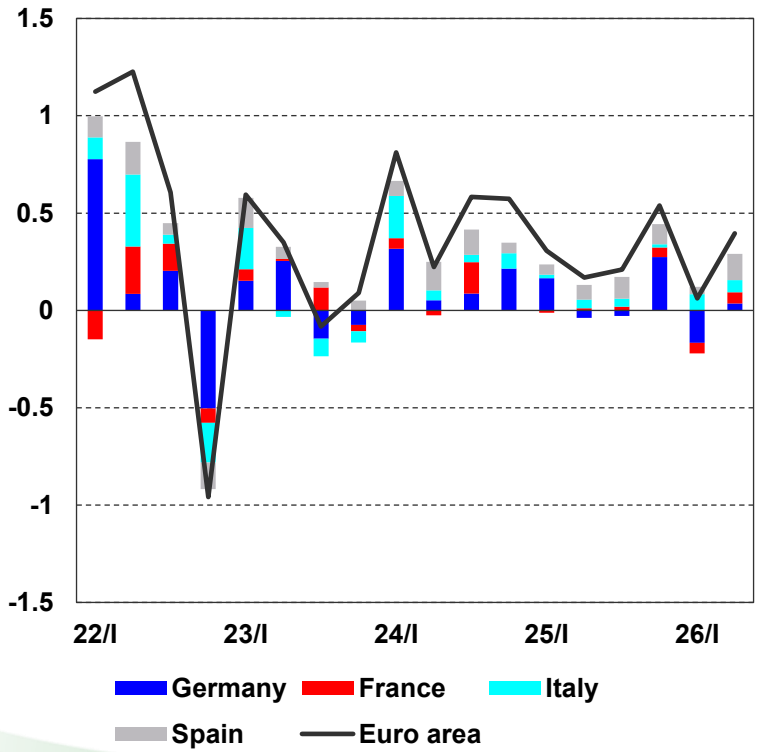
Sony Financial Group

資料： Eurostat, European Commission

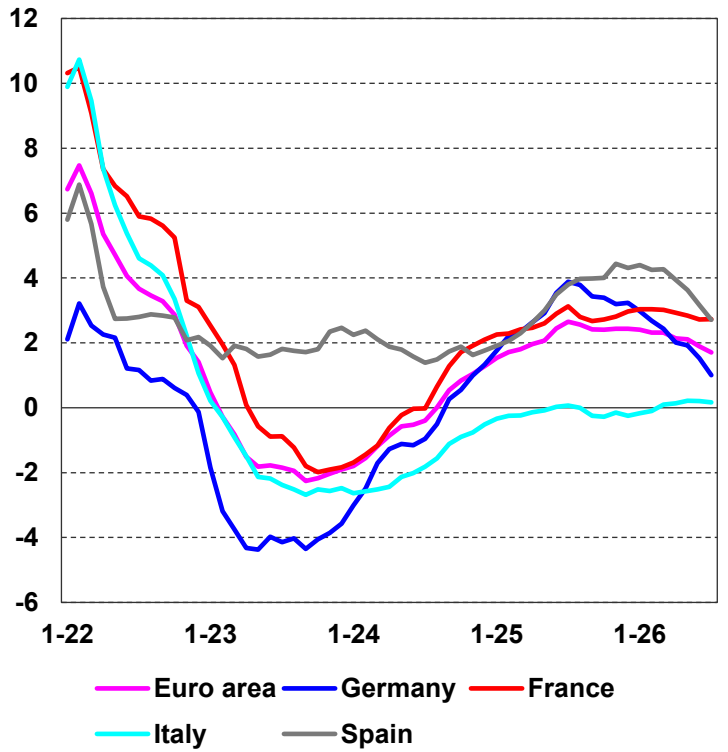
個人消費

- 消費支出（SNAベース・第2四半期まで）は、本年初の低迷から回復を見せていた。ただし、ドイツの低迷が引続き目立っていた
- この間、主要国の小売売上（除く自動車・7月まで）には足元で減速感もみられていた。これに対し、サービス支出（SNAベース・第2四半期まで）は、フランスが堅調であったほか、ドイツにも回復の兆しがみられたが、イタリアとスペインは停滞していた。

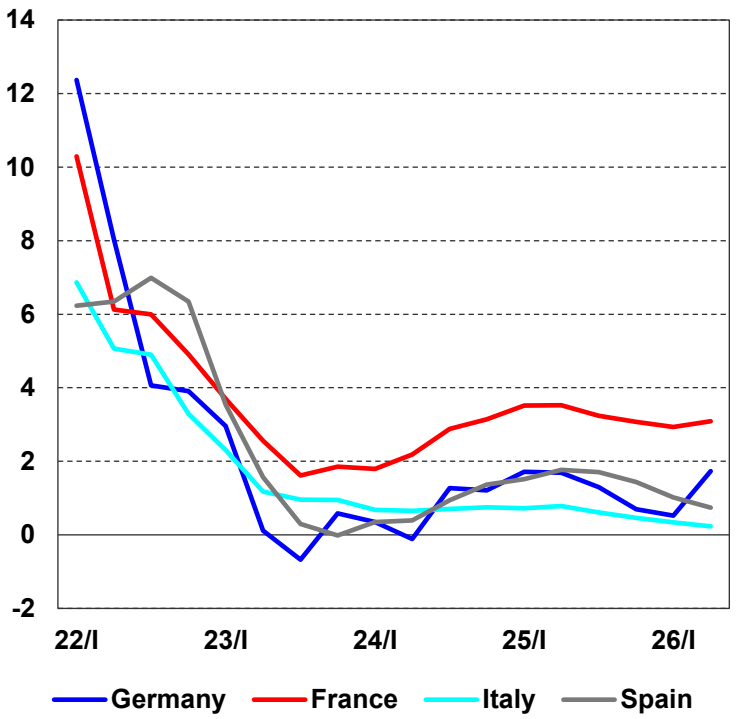
主要国の実質個人消費（前期比寄与度%）



主要国の小売売上（実質・前年比%）



主要国のサービス支出（実質・前年比%）



Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

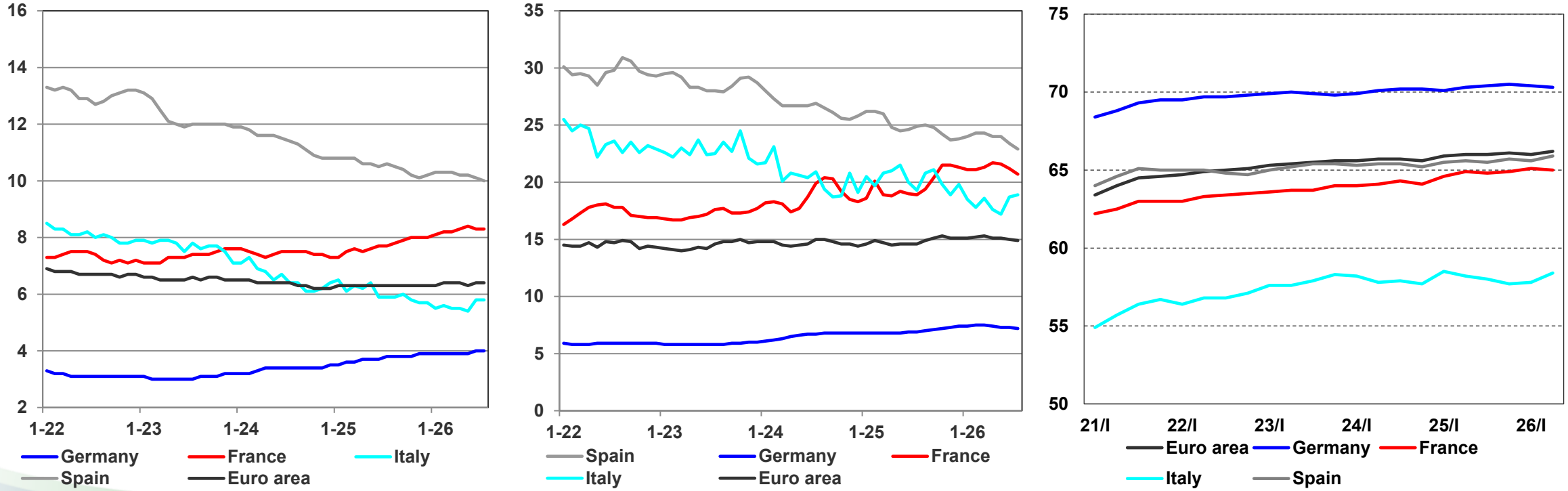
Sony Financial Group

資料：Eurostat

雇用動向

- 失業率はユーロ圏全体で見れば歴史的な低水準で安定している。もっとも、主要国別にみると、スペインとイタリアは明確な低下傾向を示しているのに対し、フランスは上昇し、ドイツも底打ちしている。
- 若年失業率も、ユーロ圏全体では15％程度で横ばいながら、主要国の間で同様なパターンを示している。なお、ユーロ圏では国別に水準のばらつきはあるが、労働参加率は総じて安定している。

＜左＞失業率（％）、＜中央＞失業率（25歳未満%）、＜右＞労働参加率（％）



Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

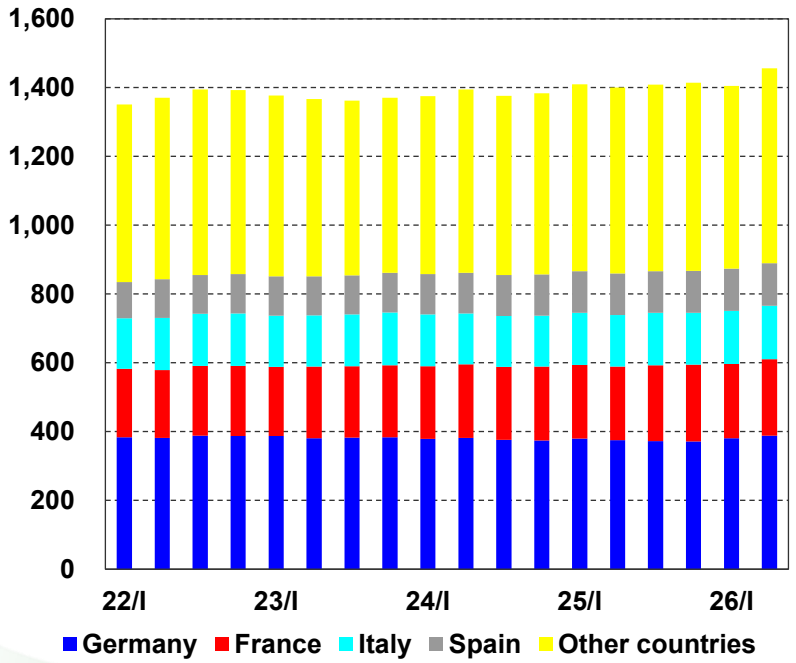
Sony Financial Group

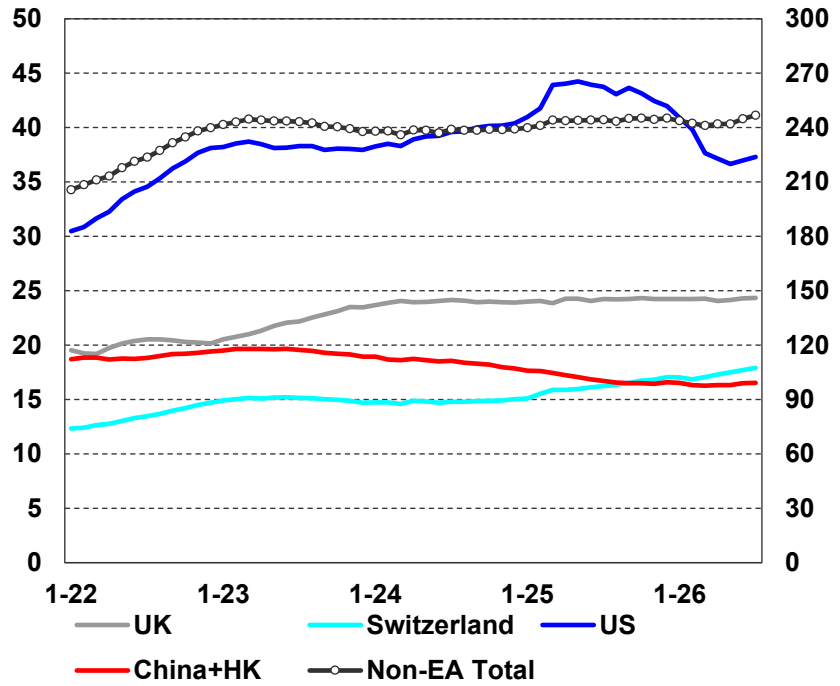
資料： Eurostat

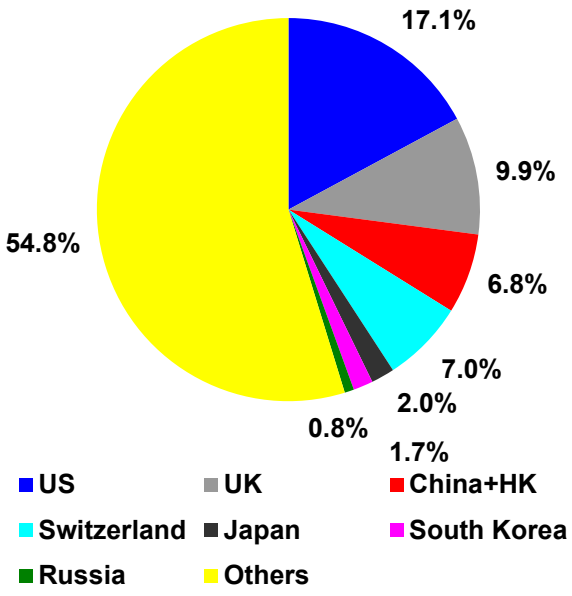
輸出

- ユーロ圏全体の域外国に対する輸出（第2四半期まで）は、ここ数年の横ばいの範囲内で推移している。国別にも大きな変化はみられず、ドイツの停滞感が窺われる。
- これを相手国別に分解すると、2025年以降に米国向けの減速が目立つほか、中国向け（含む香港）も中期的に緩やかな減速を続けている。もっとも、こうした主要国向け以外向けの輸出が下支えする形で、全体としては横ばいを維持している。

＜左＞ユーロ圏の実質輸出 （10億ユーロ）
＜中央＞ユーロ圏の輸出 （主要相手国別：12ヶ月MA, 10億ユーロ）、＜右＞ユーロ圏の輸出相手国別シェア（%）







Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

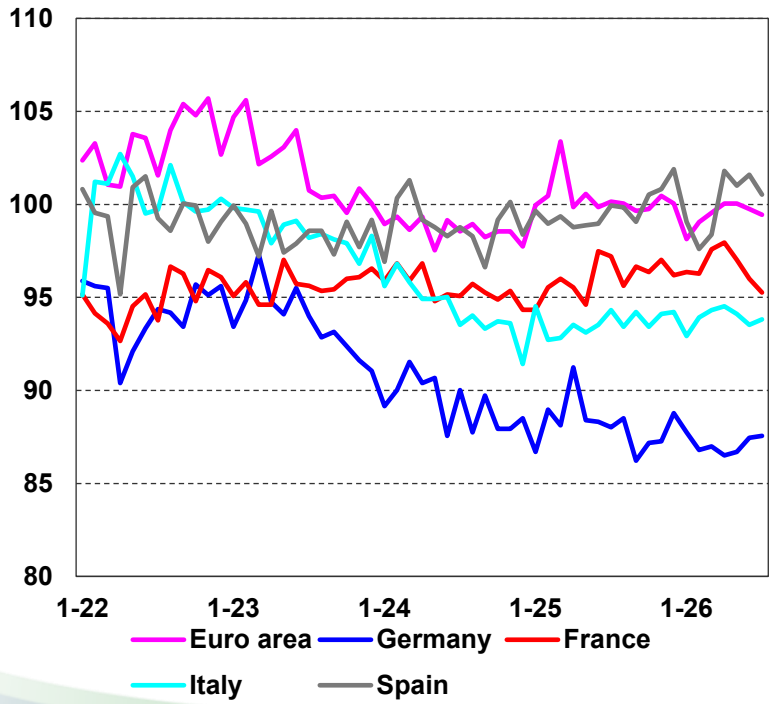
Sony Financial Group

資料：Eurostat

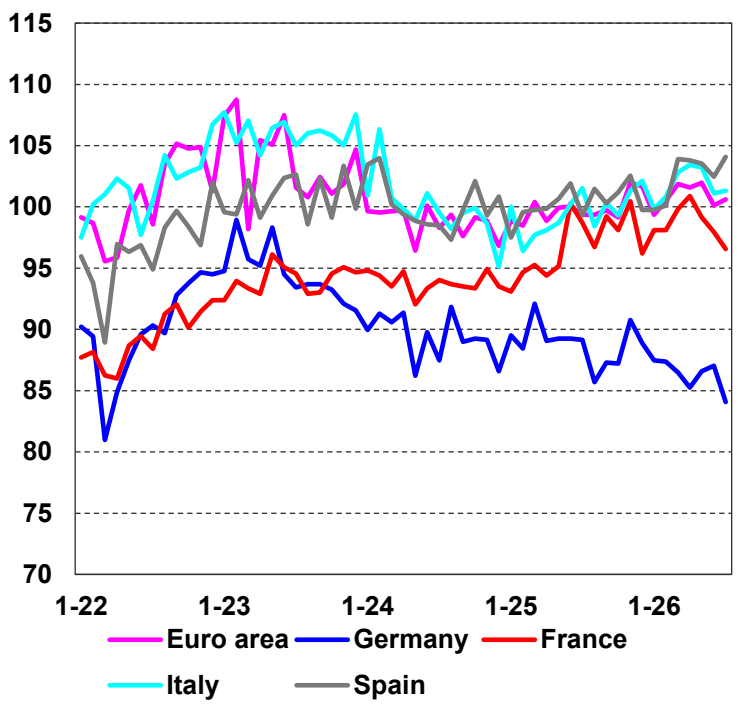
製造業の生産

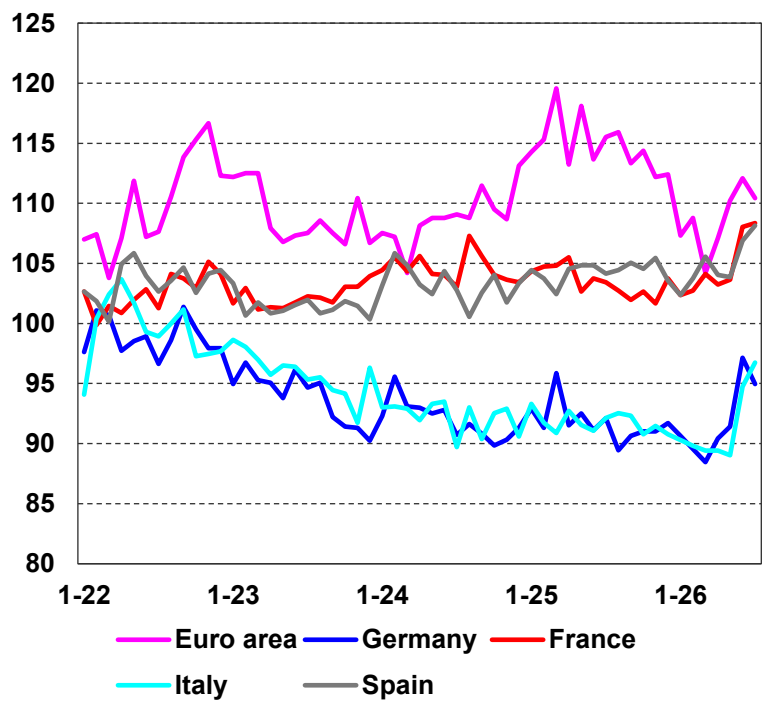
- 製造業の生産は、ユーロ圏全体としては、2025年からの停滞が続いている。国別にはドイツの弱さが引続き目立つほか、イタリアも軟調になっている一方、スペインは堅調さを維持している。
- 財の種類別にみると、資本財の停滞感が続いており、ドイツの弱さが明確となっている。一方、消費財は振れはあるものの資本財よりも総じて底堅いが、主要国間のばらつきも大きく、ドイツとイタリアの弱さと、フランスとスペインの堅調さが対照的になっている。

製造業生産指数（2019年平均＝100）



製造業生産指数（2019年平均＝100）
＜左＞資本財、＜右＞消費財





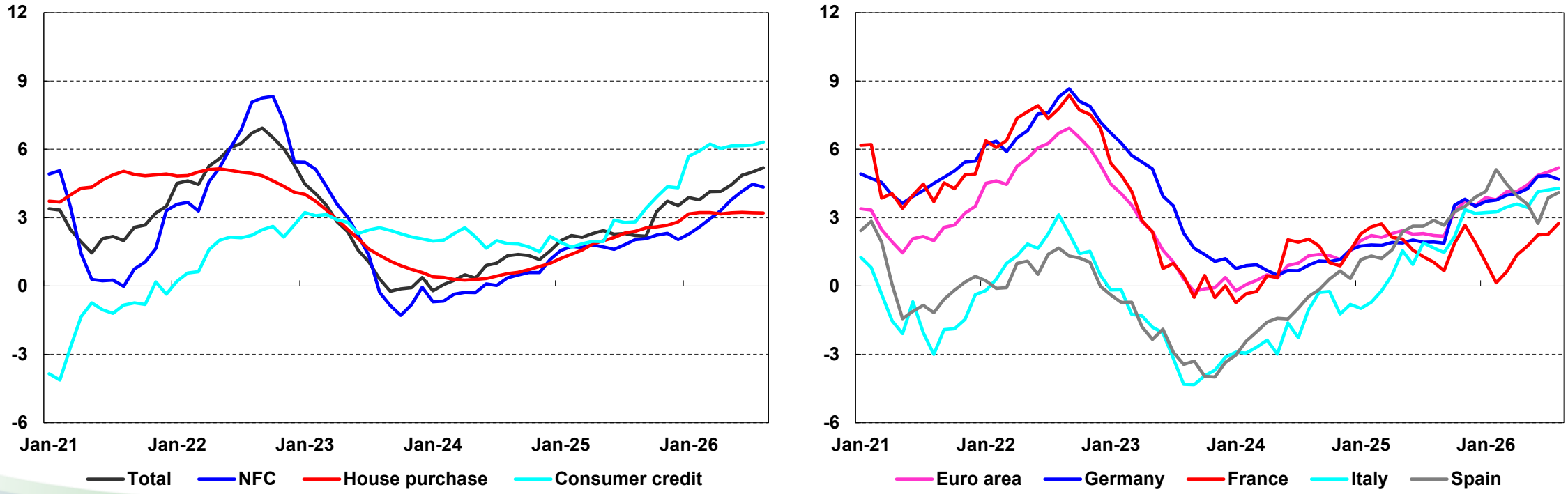
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：ECB

銀行貸出

- 銀行貸出は、コロナ禍後の増加の反動もあって2023年に急速に減速した後、2024年入り後は一貫して伸びを加速させており、足元では全体で前年比5％程度の増加となっている。
- 種類別には概ね収斂している中で、足元では消費者ローンの伸び率が上振れている。また、主要国別には、フランスだけが振れを伴いつつ停滞感を示しているが、その他の諸国は全体と同様な加速を続けている。

銀行貸出残高（前年比％）
＜左：種類別、右：主要国別＞



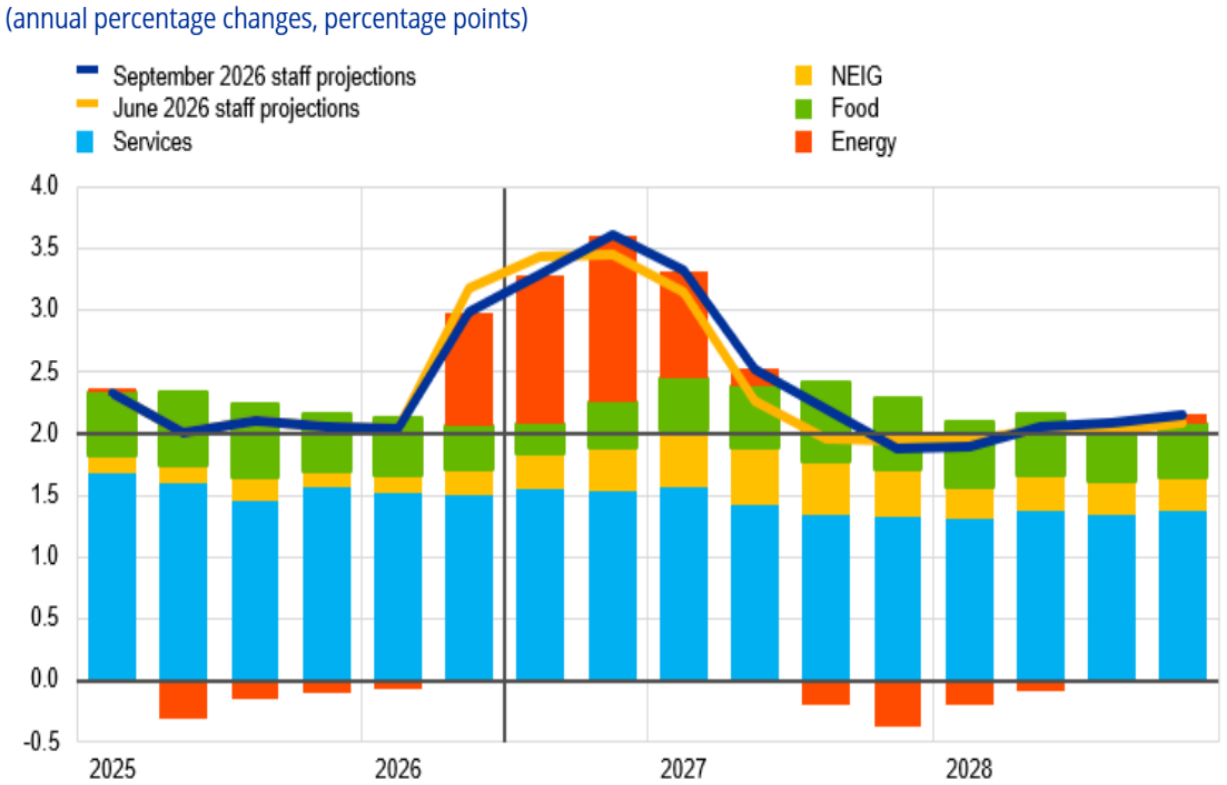
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved
Sony Financial Group

資料：ECB

物価見通し

■ ECBの執行部は、9月の理事会で、HICPインフレ率の見通しを2027年中を通じて上方修正した。この結果、ただし、2%近目標への収斂は20208年初へと半年程度後ズレした。

■ 内容別の寄与度をみると、2027年初までエネルギーが大きく寄与した後、食品価格の上昇がやや拡大するとの見方に立っている。この間、サービス価格の上昇率は概ね安定的に推移するとみている。



主な要素に関する想定

要素	内容
エネルギー価格	・天然ガス価格は、2026～2028年に各々平均で51.0→43.3→30.3（ユーロ／MWH）と減速すると想定（2025年平均は36.2）
賃金	・2026～2028年に、前年比3.3%で横ばいと想定（雇用者報酬ベース）

Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

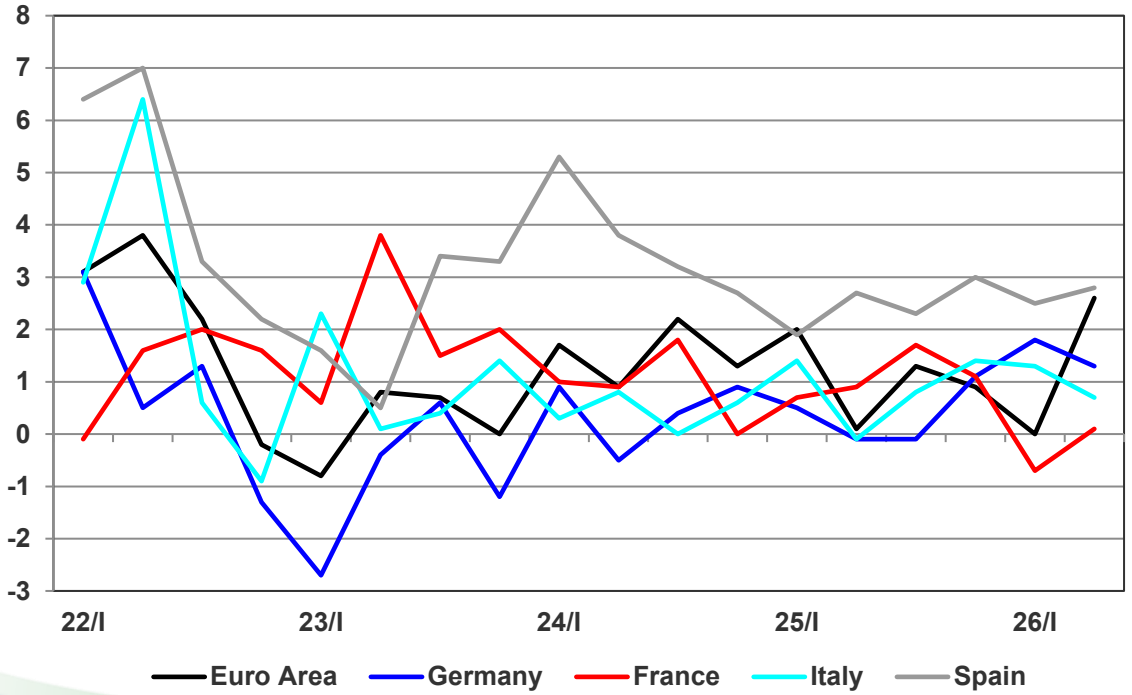
資料：ECB

主要国別の経済状況

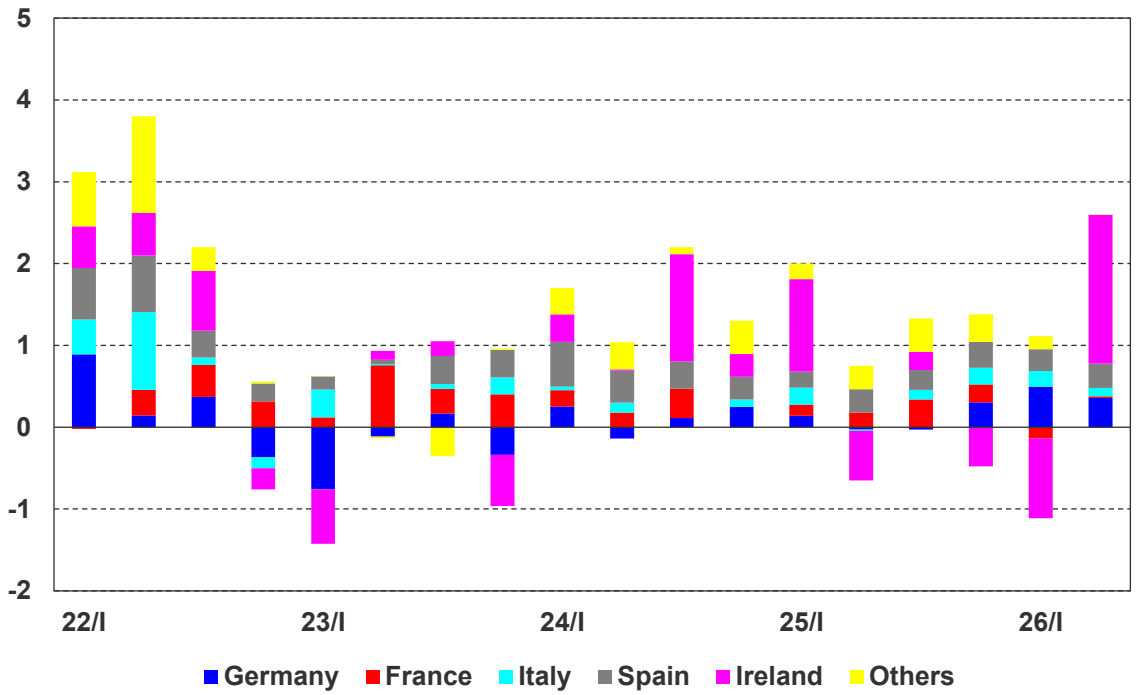
■ ユーロ圏の域内主要国の経済成長率（第2四半期まで）をみると、低迷していたドイツが回復の兆しを見せた一方、フランスの減速が目立った一方、スペインは堅調さを維持した。

■ ただし、寄与度で分解すると明らかなように、本年入り後はアイルランドの振幅が大きく、これを除くと年率1%前後の成長を続けており、潜在成長率を明確に下回っていることがわかる。なお、アイルランドはIT企業のオフショア拠点となっており、知的所有権を含む設備投資の振れが極めて大きい。

実質GDP成長率（前期比年率%）



実質GDP成長率（前期比年率寄与度：%ポイント）



Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

Sony Financial Group

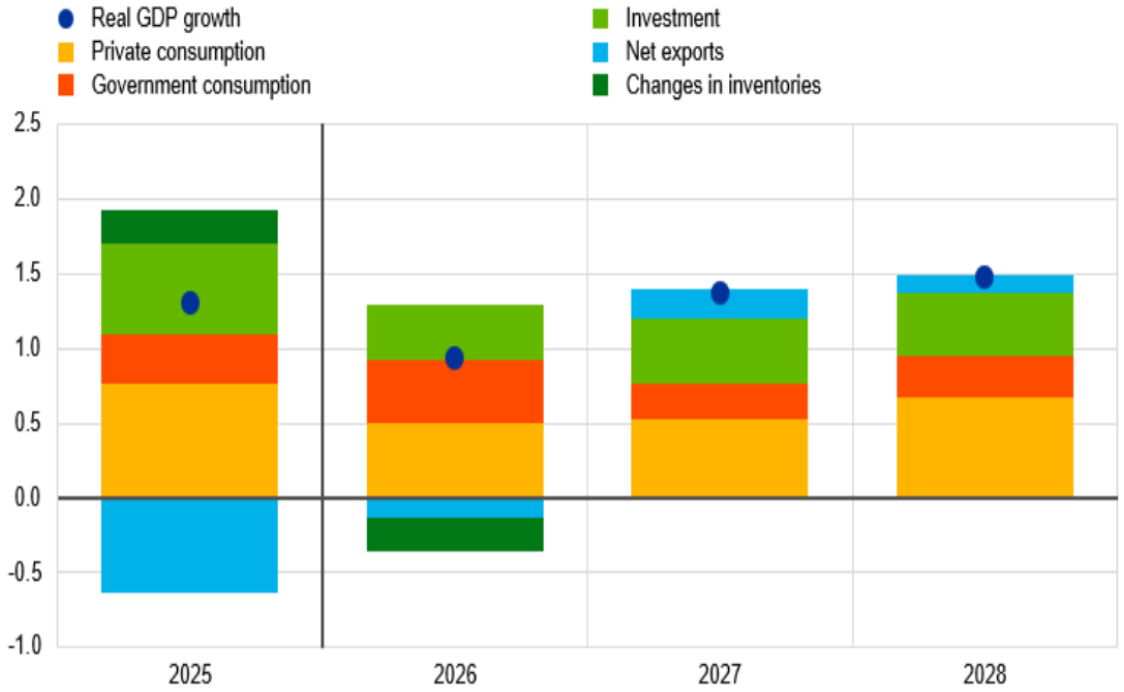
資料：ECB

経済見通し

■ ECBによる9月の執行部見通しは、実質GDP成長率については、2026年から2027年をわずかに上方修正した。結果として、2027年にかけて潜在成長率近傍へ緩やかに戻るとの見方を据え置いた。

■ 内容別の寄与度をみると、消費が見通し期間の後半にかけてプラスの寄与を強めるとの見方に立っているほか、設備投資も堅調に推移するとの見方に立っている。この間、純輸出の寄与は小さいとされている。

(annual percentage changes and percentage point contributions)



主な要素に関する想定

要素	内容
消費	・当面は、実質購買力の低下と不透明性の高さによって、回復は緩やかに止まる。 ・その後は、実質購買力の回復や底堅い雇用、資産効果に支えられて回復基調を辿ると想定
設備投資	・AI/IT関連や防衛/インフラ関連の需要増によって下支えされると想定
純輸出	・国際競争力の低下、米国による関税引き上げ、ユーロ高等の要因によって停滞すると想定

Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：ECB

金融政策の運営

- ECBは9月理事会で政策金利を25bp引上げ、預金ファシリティの金利を2.50%とすることを決定した。
- ラガルド総裁は、今回の決定が全会一致であったとした上で、利上げはエネルギーショックの再燃に伴うインフレの高止まり見通しに対応するものと説明した一方、今後の政策対応に関する柔軟性を維持した。

ラガルド総裁の記者会見での発言（9月：抜粋）

・足元で基調的インフレは安定し、賃金上昇率は減速しているので二次的効果は発生せず。

・ただし、エネルギー価格の予想パスは一層上昇し、2027年にかけてインフレへの間接的効果が発生する見込み。

・域内国の財政支出（防衛とインフラ）と家計マインドの改善により経済活動は底堅く推移し、労働市場も安定。

・経済には下方リスク、物価には上方リスクが各々存在。

・インフレの高止まりに対する利上げにより、物価安定へのコミットメントを示すもの。今後の不透明性に対する上で、政策金利は引き続き良い位置。

ラガルド総裁の欧州議会講演（9月：抜粋）

・インフレ率は高止まる見込みだが、政策反応関数の3つの要素（インフレ見通し、基調的インフレ、金融政策の波及）からみて、物価上昇が経済に埋め込まれた（＝二次的効果が生じた）わけではない。

・長期金利の既往の上昇は、経済活動を見通し以上に下押しする可能性。

・今回の利上げは、インフレ率を中期目標である2％に安定させることが目的。

・エネルギーショックは「様子見」を可能とする以上に大きすぎるが、インフレを抑制するためには慎重な政策反応が適切。

Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

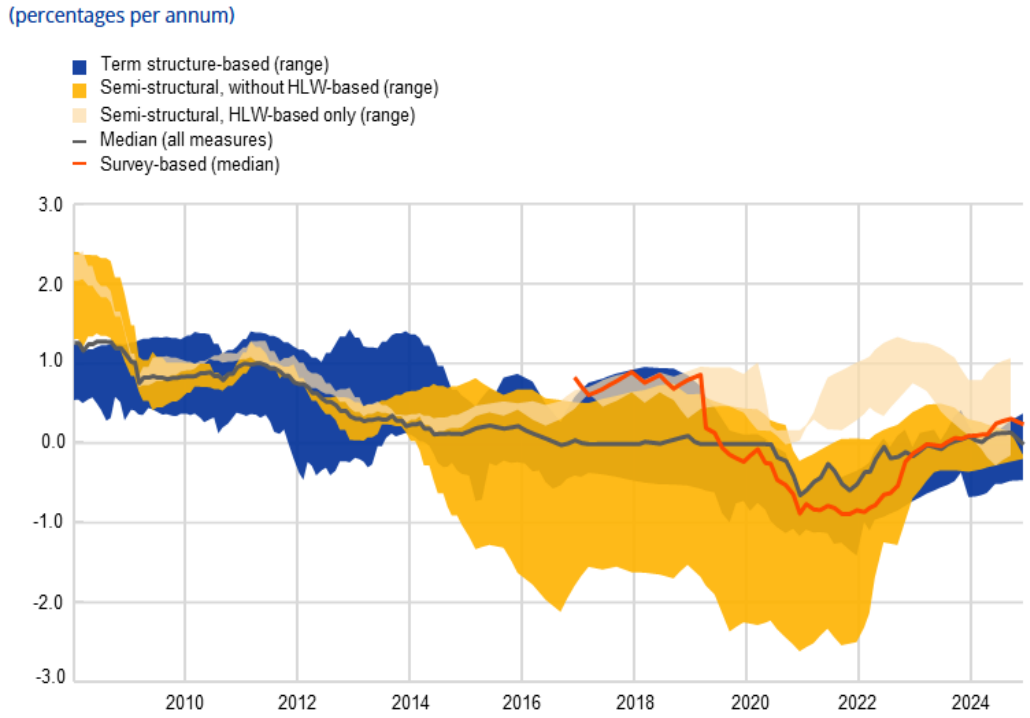
資料：ECB

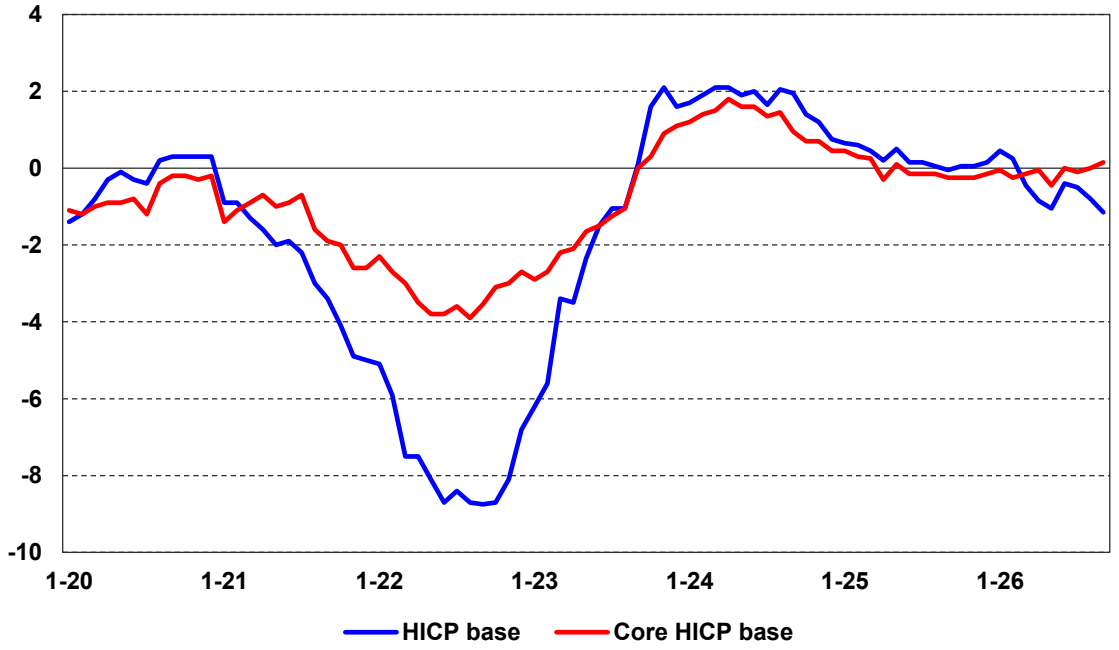
金融政策のスタンス

■ ECBの現在の政策金利（2.50％：預金ファシリティ）は、ECBのスタッフが示唆した中立水準の推計レンジ（1.75％～2.25％）の上限をやや上回っている。
- 2025年2月のBulletinに掲載された推計は、2024年末時点の自然利子率（実質）を-0.25%から+0.25%としたため、これに2％のインフレ目標を加えると上記のレンジとなる。

■ 一方、既往の利下げとインフレ率の高止まりによって実質政策金利は低下傾向を辿り、足元ではゼロ近傍になっている。

＜左＞スタッフペーパーによる自然利子率の推計（％）、＜右＞実質政策金利（％）





Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

シナリオ分析 (1)

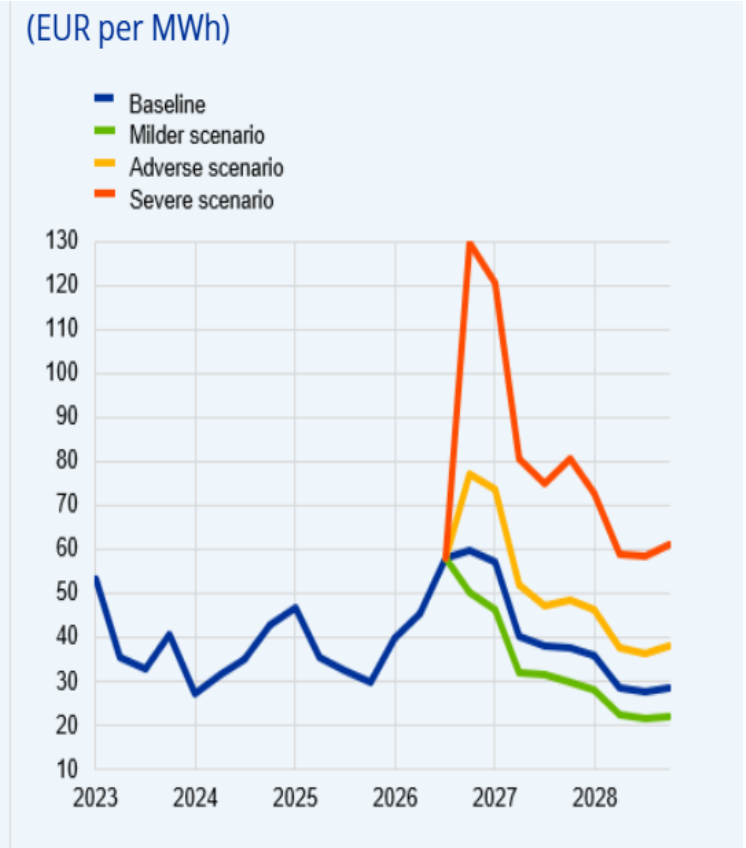
資料：ECB

■ 9月の執行部見通しには、前回に続いて3つのリスクシナリオによる見通しも加えられている。要素としては金融市場の不安定化も考慮されているが、焦点はエネルギー価格の推移と間接的・二次的効果の顕在化にある。

各シナリオの主な違い

要素	エネルギー価格	不確実性	間接的・二次的効果
中心見通し	・市場予想（先物価格）に沿って推移	・足元のVIX指数を前提	・標準的な価格弾力性による結果に上方の影響を勘案
穏健シナリオ	・市場予想に対して信頼度25%分の変動を想定	・（上と同じ）	・（上と同じ）
悪化シナリオ	・市場予想に対して信頼度75%分の変動を想定	・VIX指数は10%上昇後、2027年初には2025年第4四半期の水準に回帰すると想定	・2021～24年のインフレ実績をもとに、中心シナリオをより強くカリブレート
最悪シナリオ	・市場予想に対して信頼度95%分の変動を想定	・VIX指数は14%上昇し2027年末まで続くほか、2028年の改善も限定的と想定	・（上と同じ）

各シナリオの天然ガス価格の想定



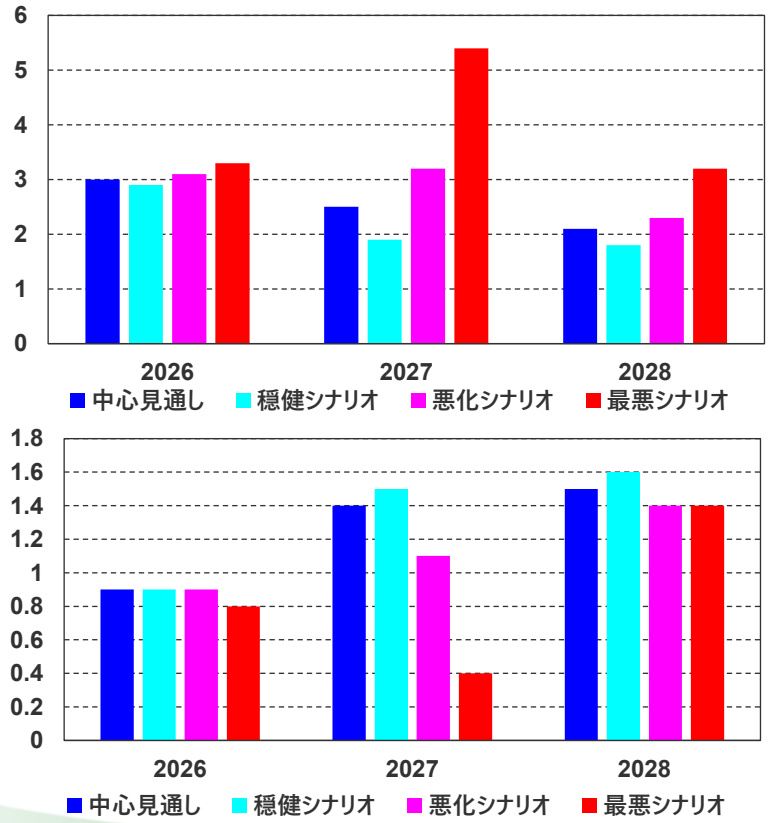
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：ECB

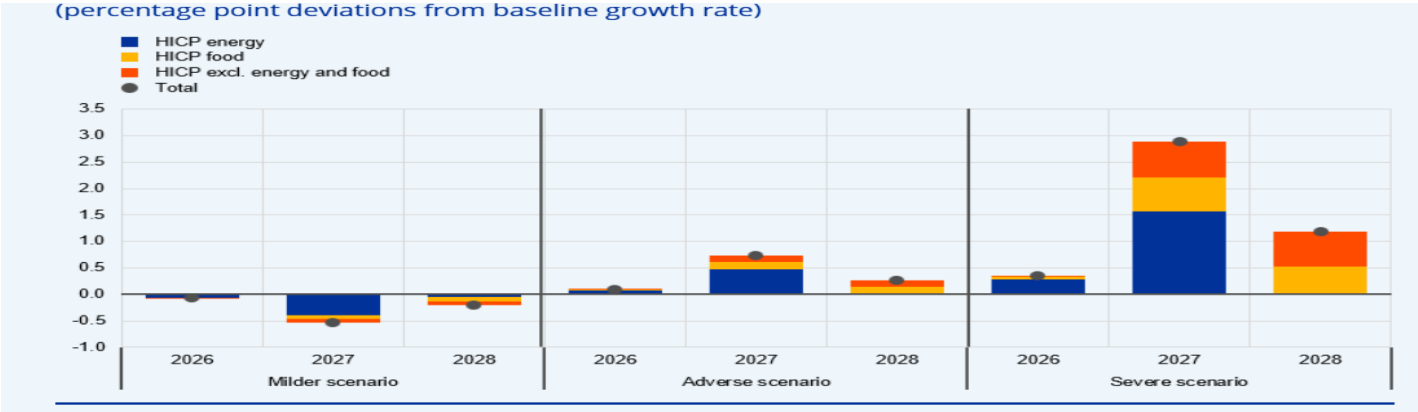
シナリオ分析 (2)

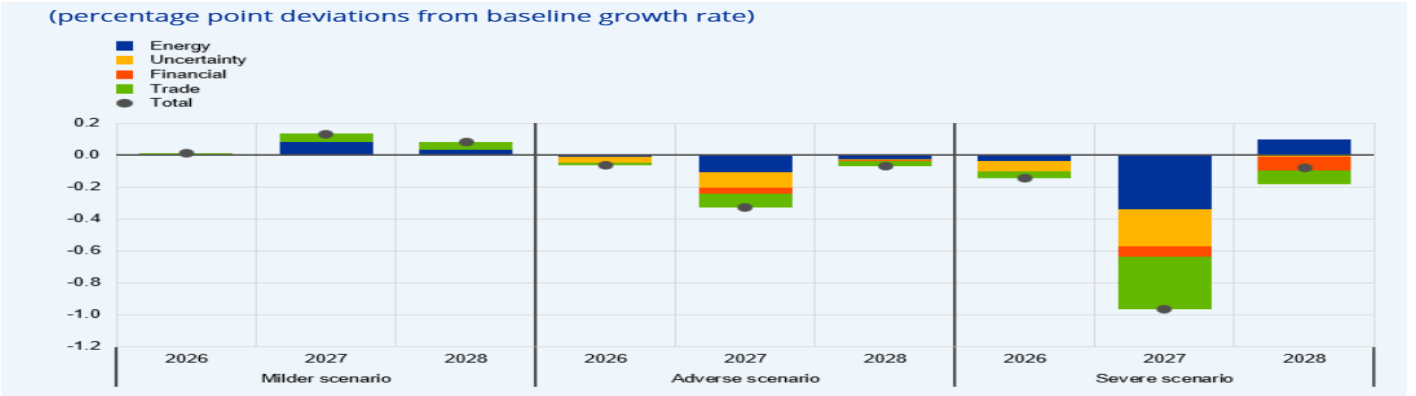
■ 悪化シナリオや最悪シナリオの下では2028年に亘って高インフレが継続し、特に最悪シナリオでは2027年のインフレ率が5%を超えるとされている。一方、経済面では、悪化シナリオと最悪シナリオともに景気の低迷が2027年まで続くことになり、特に最悪シナリオでは2027年の落ち込みが大きい。しかし、いずれのシナリオでも、2028年には潜在成長率近傍まで回復するとされている。

各シナリオによる予測
（上：HICPインフレ率、下：実質GDP成長率）



各シナリオによる中心見通しからの乖離
（上：HICPインフレ率、下：実質GDP成長率）





Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

Sony Financial Group

日本の経済情勢と金融政策の運営

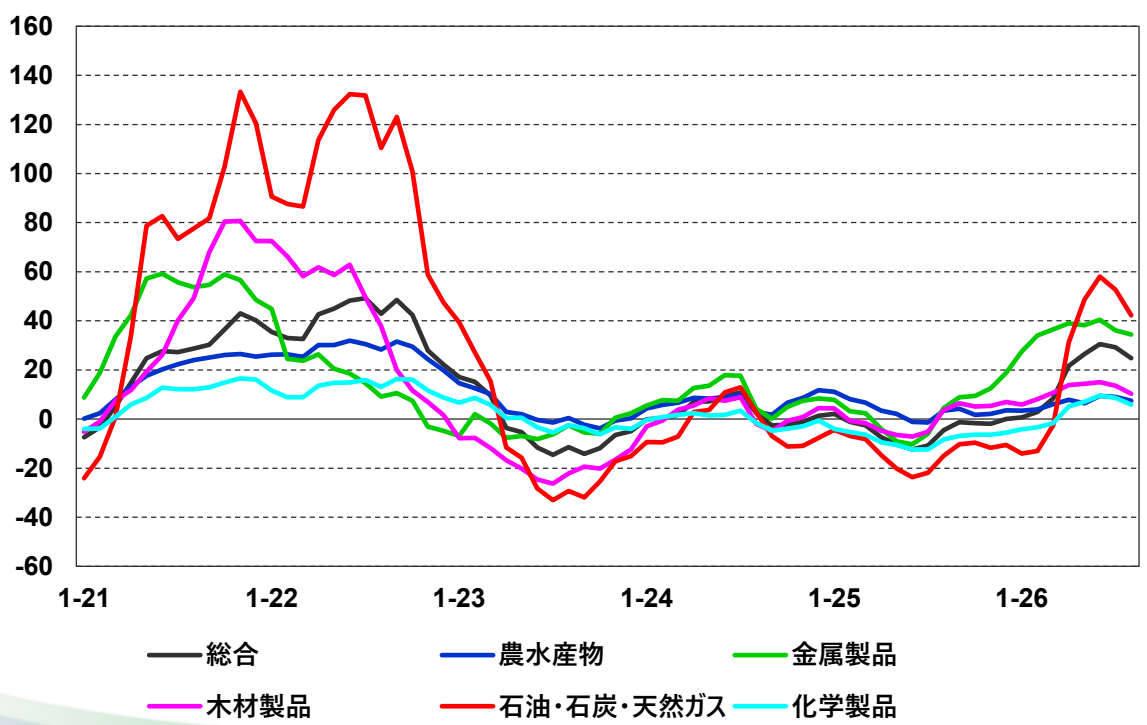
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

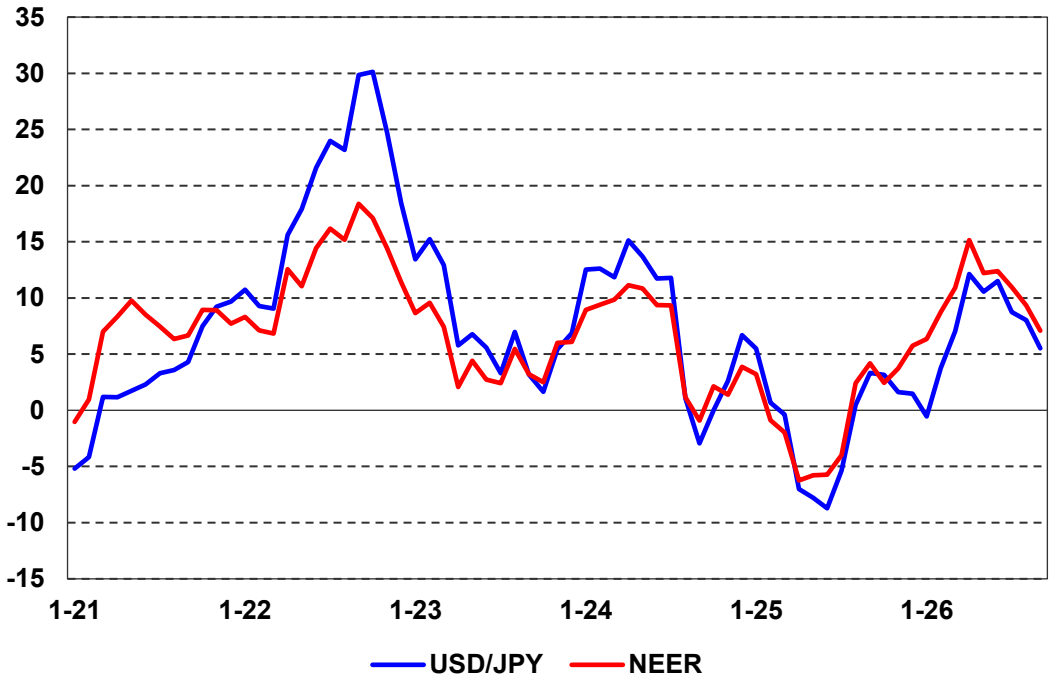
資料：日銀

輸入物価と為替レート

- 輸入物価の上昇率（8月まで）はやや頭打ちとなっていた。初夏のエネルギー価格の軟化による面が大きいが、これを除くと横ばい圏内で推移する品目も多かった。
- 円相場の対前年比での減価率は、昨年夏に底打ちした後に本年の初夏をピークに減速しており、足元では5％強となっている。

<左> 輸入物価指数, <右> 円相場の減価率 (前年比、%)



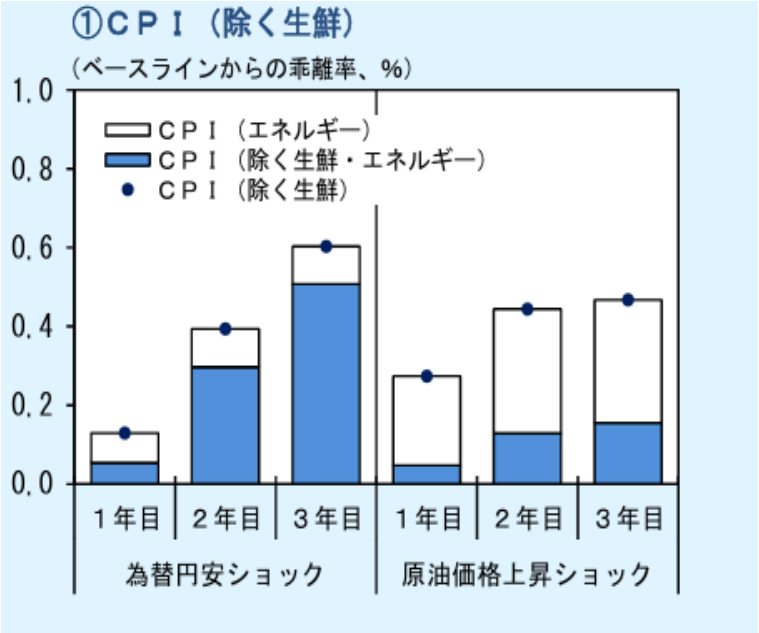


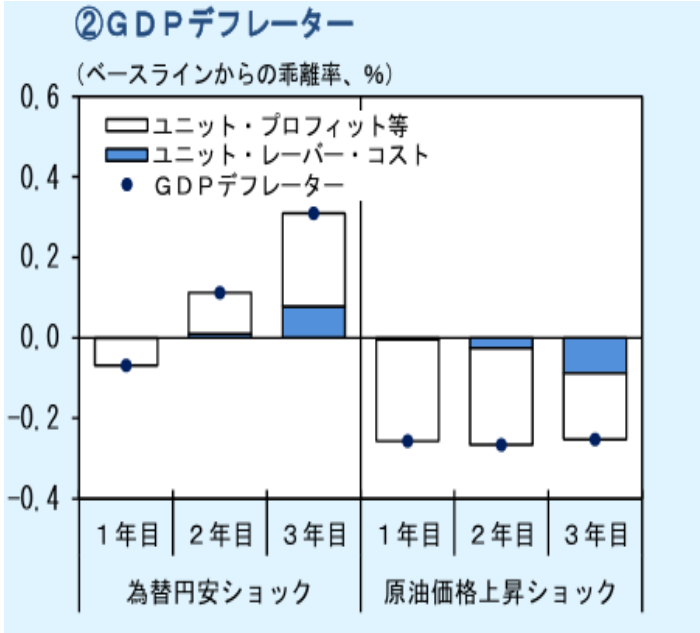
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：日銀

（参考）円相場の減価と原油価格の上昇による物価への影響

- 日銀は、4月の展望レポートの中で、円相場の減価（5%）と原油価格の上昇（18%）による物価への影響について、マクロ計量モデルを用いた推計結果を示している。
- 推計結果によれば、円相場の減価の方が影響が大きいだけでなく、その持続性も強いことになる。この点は波及効果の広がりの大きさを反映している。





（出所）総務省、内閣府、日本銀行等
（注）1. ドル円レートの５%円安化、原油価格の18%上昇によって輸入デフレーターが同程度上昇するショックを付与した場合のＣＰＩとＧＤＰデフレーターの変化を、マクロ計量モデル（Q-JEM）を用いて推計。
2. ユニット・レーバー・コスト＝名目雇用者報酬÷実質ＧＤＰ

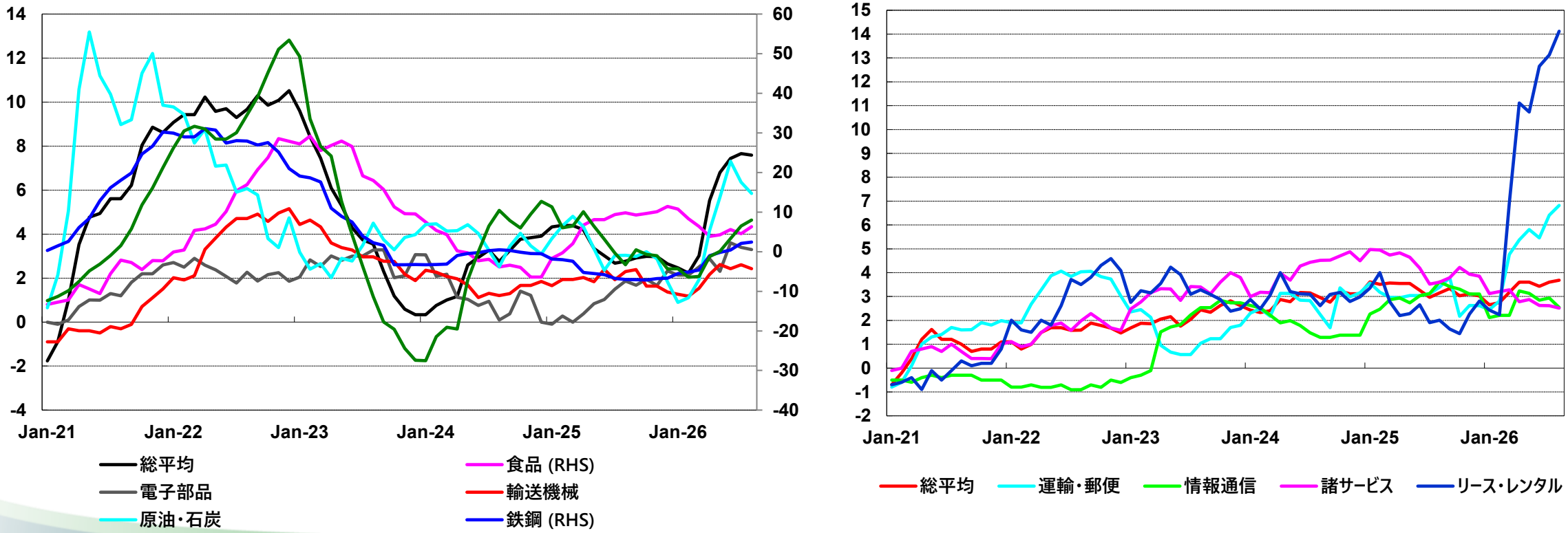
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：日銀

企業活動関連の物価

- 原油価格の上昇は、企業物価指数においても、燃料やユティリティの価格上昇に波及している。また、昨年中は上昇率が高かった食品の価格はいったん減速した後、足元で横ばいとなっている。
- 企業向けサービス価格の上昇率は総平均では4%に近付いている。もっとも、ばらつきも大きく、リース・レンタルの顕著な価格上昇は、足元でのIT機器の価格上昇を反映しているとみられる。また、運輸・郵便も、国内外双方の要因で上昇率を高めている。

<左> 企業物価指数, <右> 企業向けサービス価格指数 (前年比、%)



Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

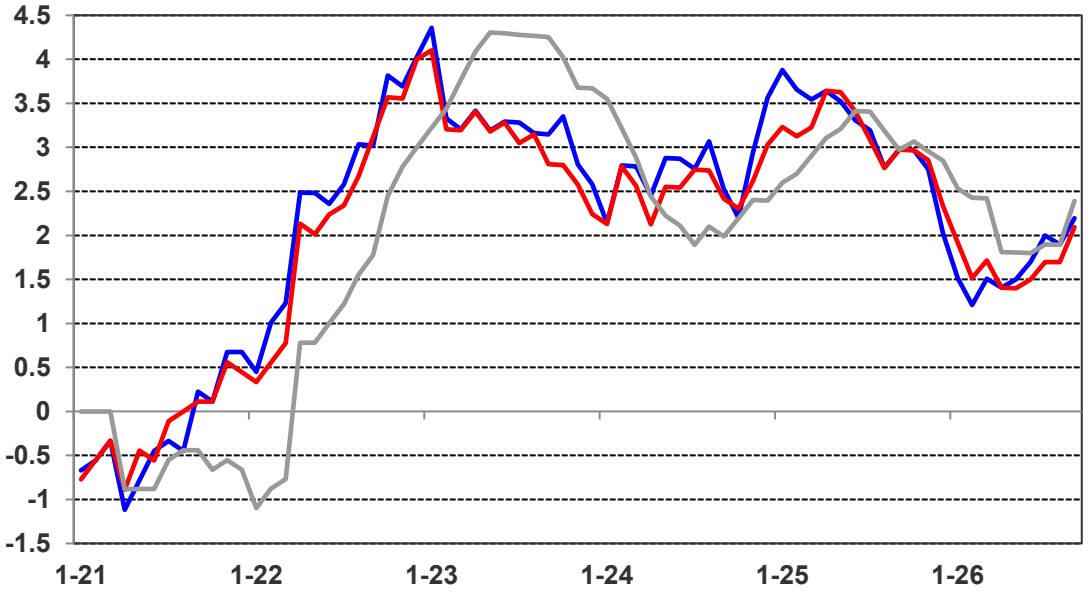
Sony Financial Group

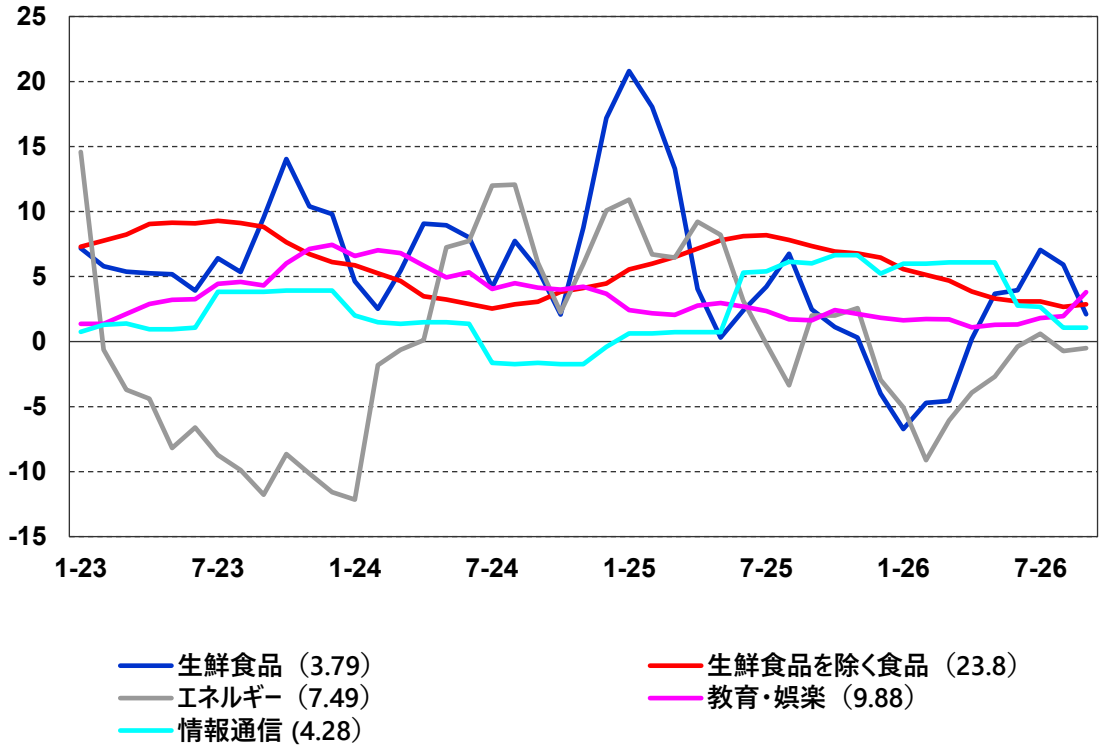
資料: 総務省

消費者物価

- 消費者物価上昇率は、政策効果によって減速した後、足元にかけてやや反発し、2%強となっている。この間、コアコア（除く生鮮食品・エネルギー）の上昇率も概ね同様な水準に収斂している。
- 主要な品目別には生鮮食品を除く食品の上昇率が緩やかに減速している点が目立つ。この間、生鮮食品は足元にかけて頭打ちとなっている一方、エネルギー価格は再び上昇することが見込まれる。

<左> 消費者物価指数の上昇率 (前年比、%),
<右> 主な品目別の価格上昇率 (前年比、%)





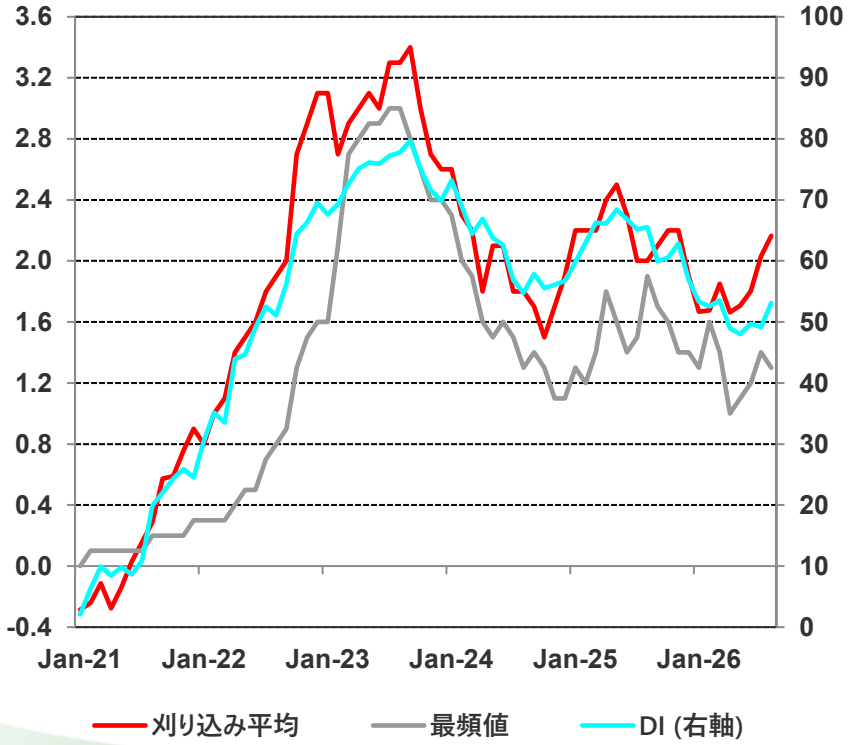
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

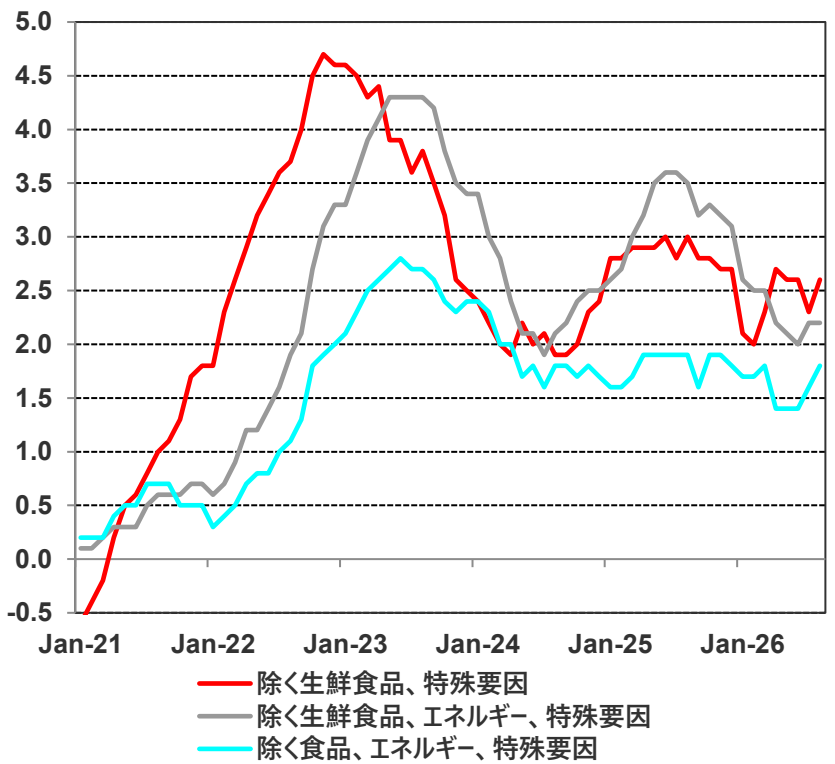
資料：日銀

基調的インフレ率

- 日銀の推計による基調的インフレ率の各指標も足元にかけて反発している。10%刈込み平均は2.2%程度、最頻値は1.3%程度となっている。
- 日銀は、政府の様々な施策による効果を除いた指標も公表するようになっている。これらの指標の足元での変化は相対的に小さく、除く生鮮食品、エネルギー、特殊要因のケースでは2%をやや上回っている。

基調的インフレ率 (前年比%、指数) <2026年からは2025年基準>





＜特殊要因＞

1. 消費税率の変更
2. 教育無償化政策（2026/4月の学校給食無償化政策を含む）、
3. 2021年の携帯電話通信料の引き下げ
4. 旅行支援策
5. ガソリンや電気・ガス代等の負担緩和策

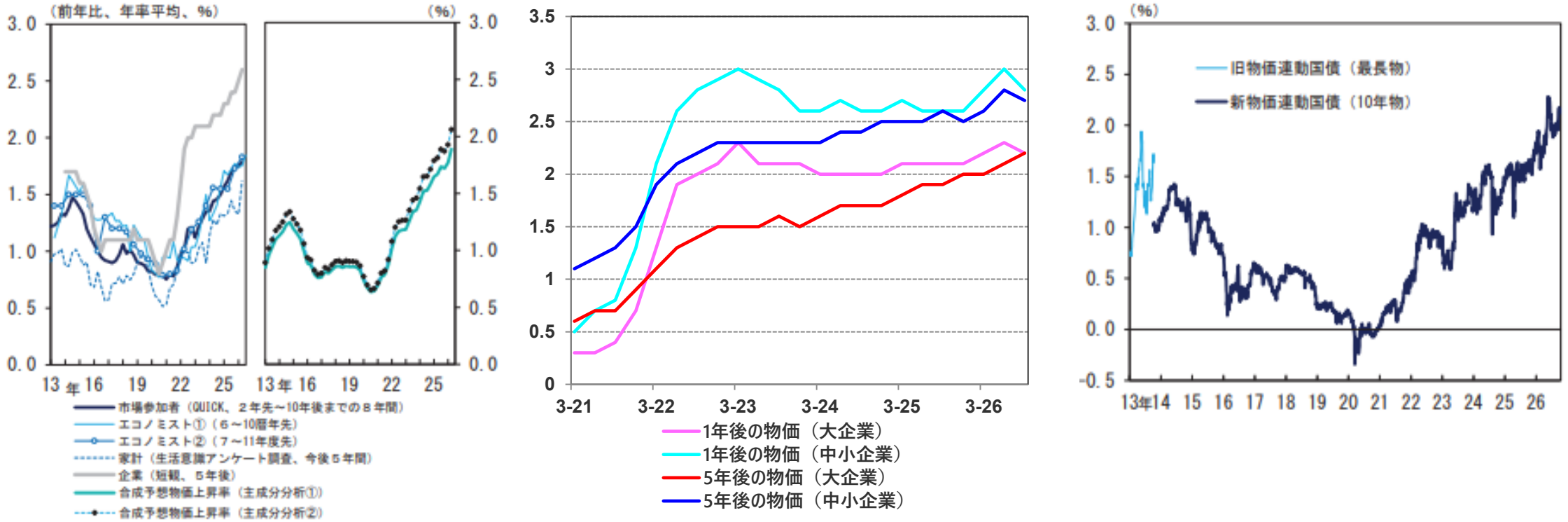
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：日銀、Bloomberg

インフレ期待

- 各種のサーベイ結果によれば、中長期のインフレ期待は広範は主体に共通して上昇していることが示唆される。もっとも、企業以外の主体では、足元でもなお2%に達していない。これに対し、短観の結果は、企業の間では2%を超える物価上昇予想が共有されており、特に中小企業での高さが目立つ。
- この間、10年の物価連動国債利回りによるBEIは、着実に上昇して2%を超えている。

<左> 各種サーベイの結果、<中央> インフレ率予想に関する短観の結果、<右> 物価連動国債のBEI (前年比、%)



Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

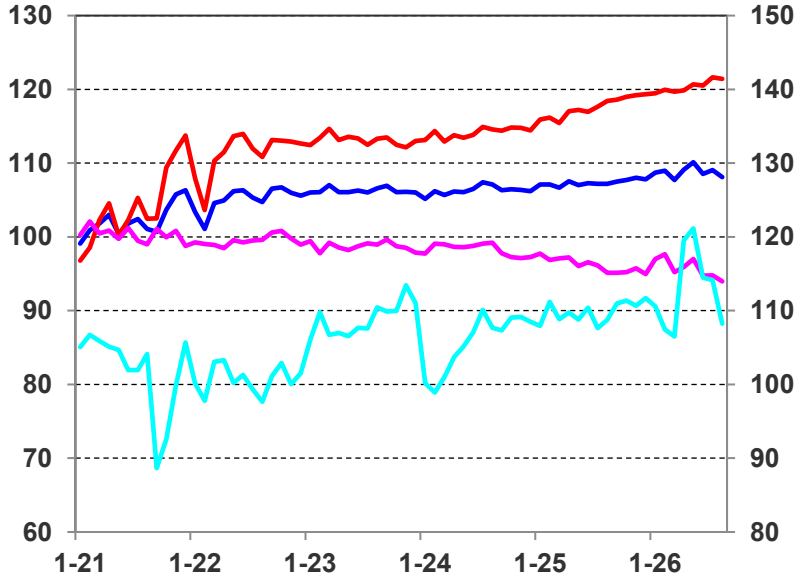
Sony Financial Group

資料：日銀、経産省、財務省

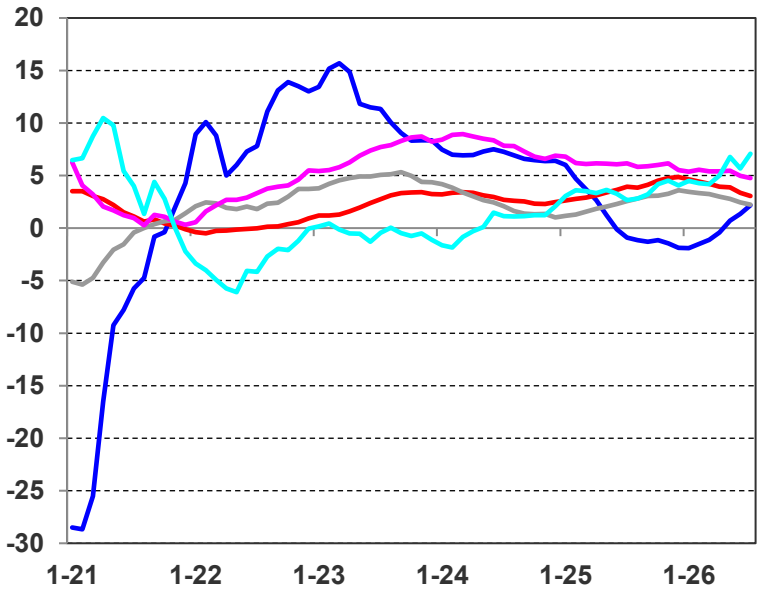
個人消費

- 日銀の消費活動指数は、全体としては緩やかな増加を続けている。もっとも、サービス支出が増加傾向を示しているのに対し、非耐久財への支出が低迷するなど、ばらつきも大きい。なお、耐久財への支出は特殊要因による振れが大きかった。
- 主要な業種別の小売売上にはばらつきもみられる。百貨店の売上が底打ちし、家電量販店も緩やかに増加率を高めているが、スーパーやコンビニエンスストアはやや減速している。この間、個人消費関連の中小企業の売上高は、飲食サービスが価格上昇もあって顕著に伸びている一方、生活関連サービスや宿泊が減速するなど区々となっている。

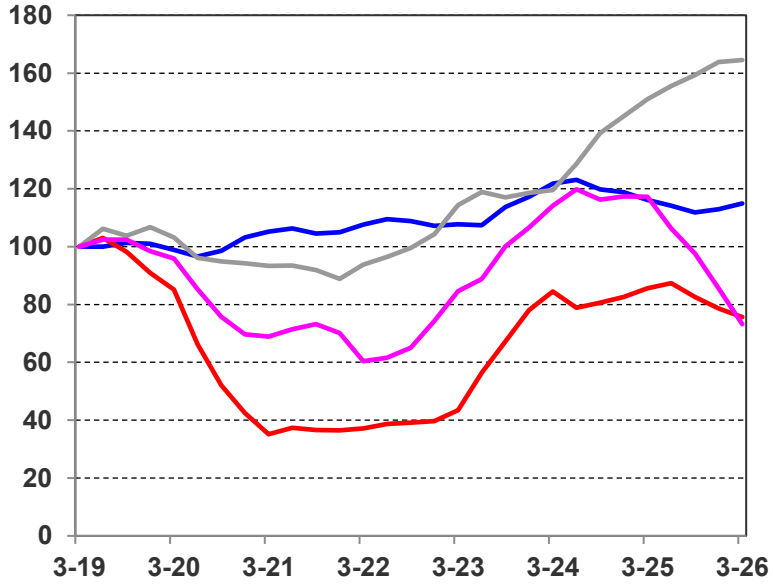
消費活動指数
(実質: 2020=100)



小売売上指数
(名目: 前年比%)



中小企業の売上高 (名目、4期移動平均:
2019年6月=100)



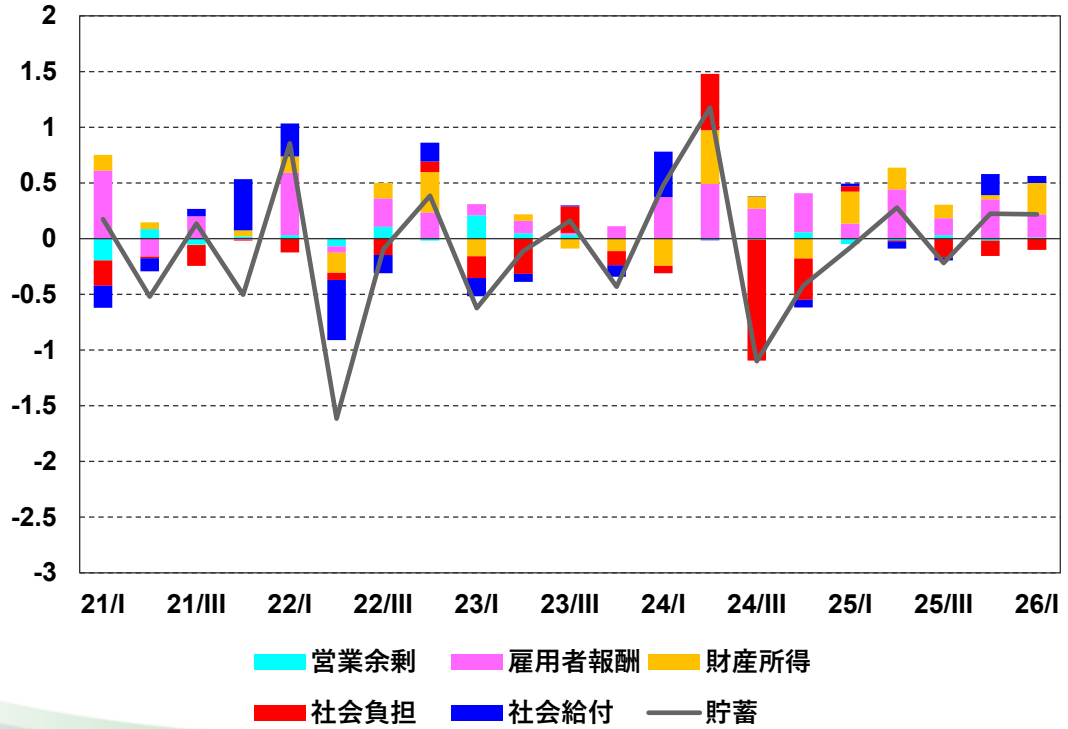
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：内閣府、日銀

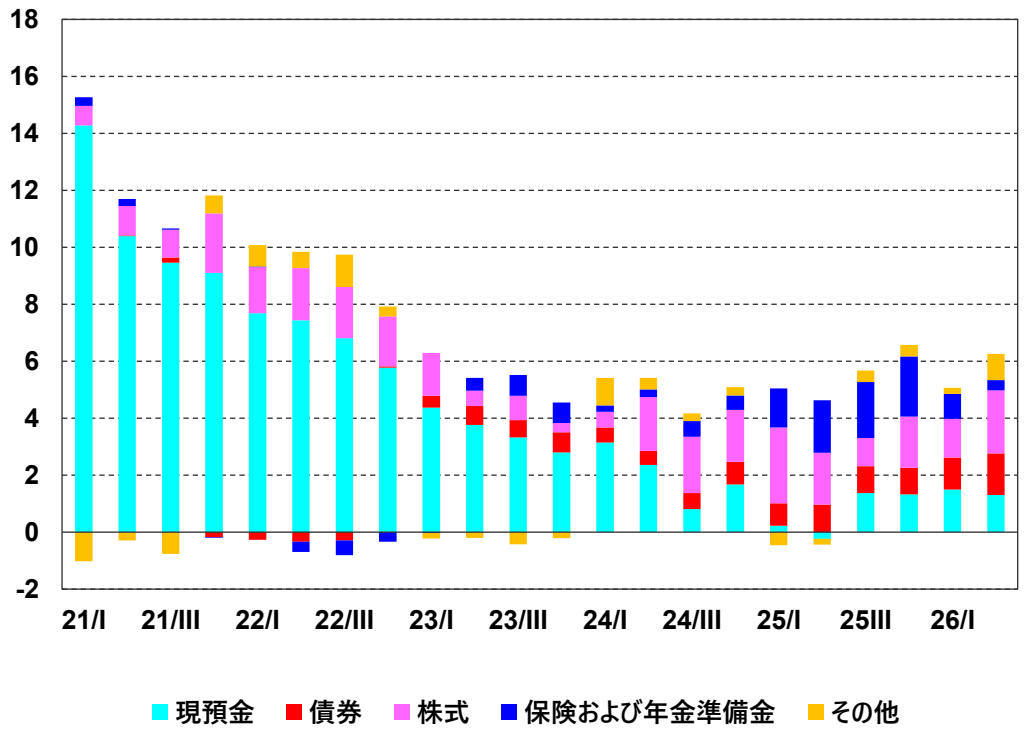
家計の貯蓄と資産

- SNAベースの可処分所得（第1四半期まで）は、雇用者報酬と財産所得の伸びを背景に安定的な増加基調を維持しており、貯蓄も足元で若干のプラスで推移していた。
- 家計の金融資産も、2024年中にコロナ禍後の減少傾向に歯止めがかかり、安定的な増加を続けている。足元では株価の上昇による株式と保険および年金準備金の寄与が大きくなっている。

可処分所得と貯蓄
(SNA: 四半期年率増加額: 兆円)



家計の金融資産の増減（兆円：4期移動平均)



Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved
Sony Financial Group

資料：財務省、日銀

輸出

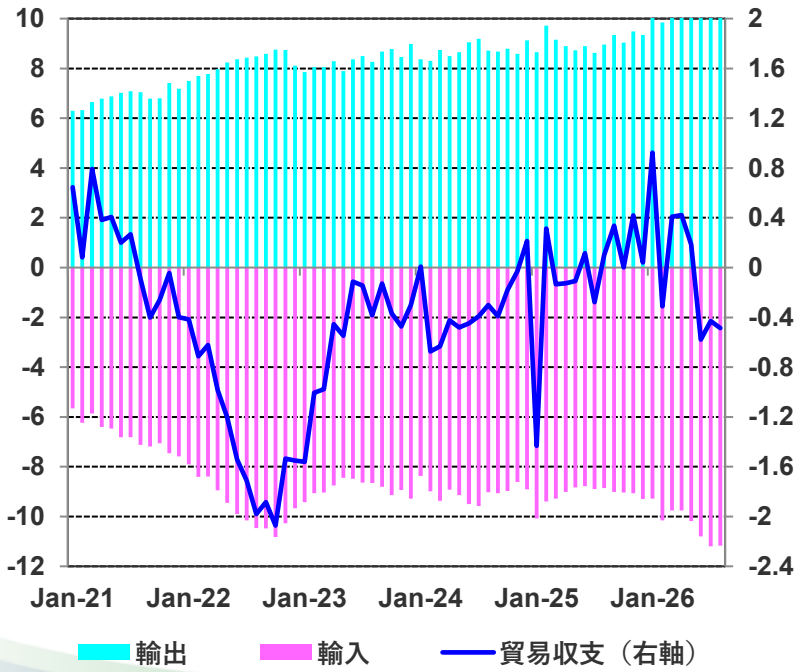
- 貿易収支は足元で悪化している。輸出は堅調だが、輸入の拡大が大きく上回っている。
- 輸出の相手先別には、米国とEU、ASEAN向けは安定している一方、中国向けの低迷が目立つ。品目別には、自動車及び部品と資本財が好調さを示している。なお、IT関連財には定義の問題が存在する（次頁参照）。

米国	EU	中国	アジア NEEDs ASEAN
19.9	9.3	17.6	35.5

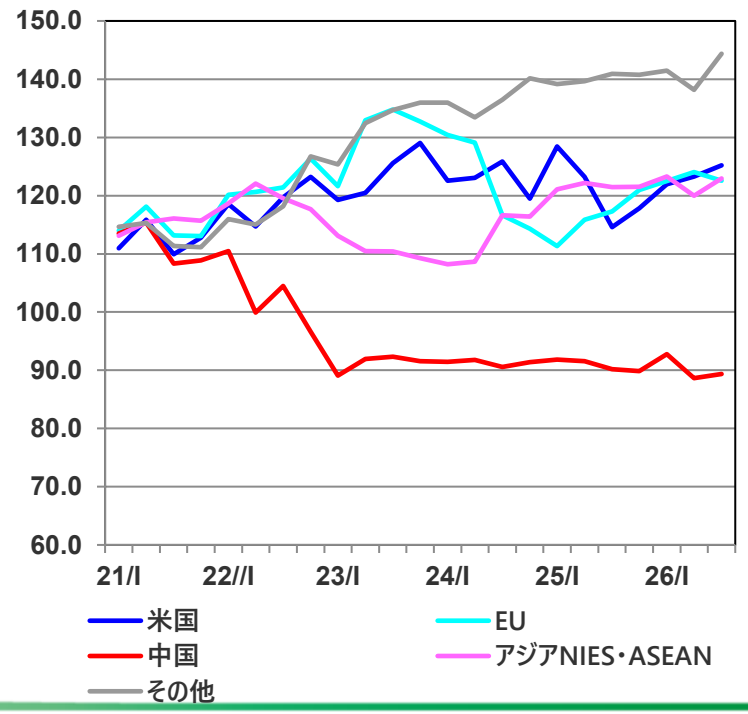
ウエイト (2025: %)

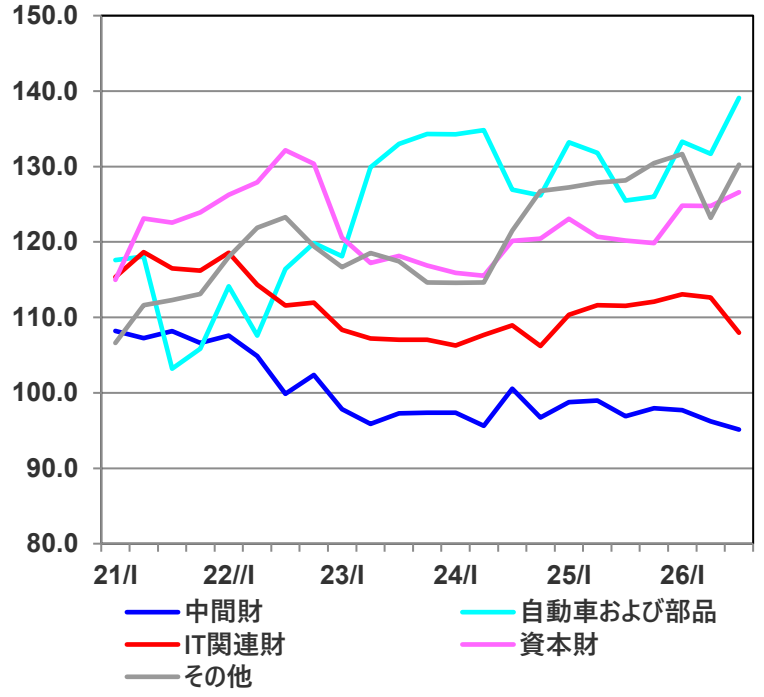
中間財	自動車及び部品	IT関連材	資本財
20.0	23.6	19.2	16.6

貿易収支 (兆円)



実質輸出指数





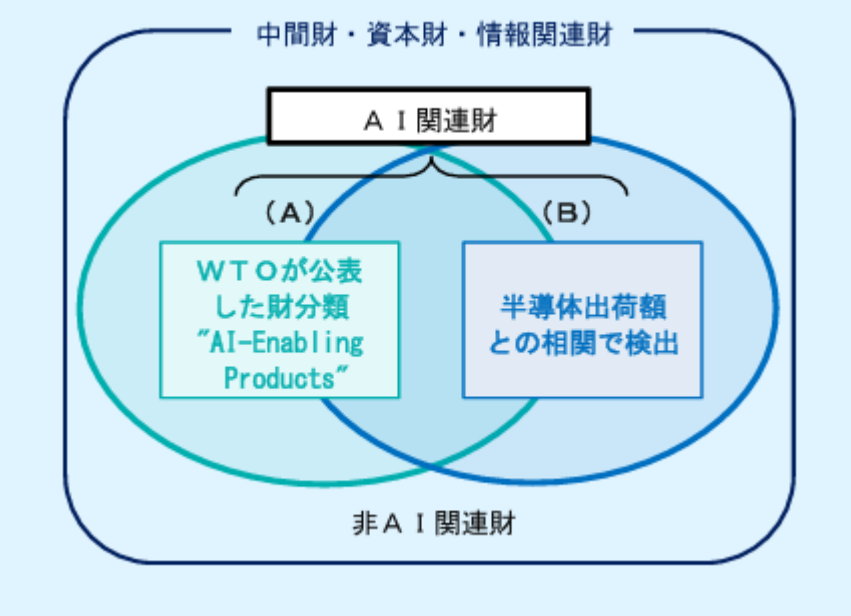
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

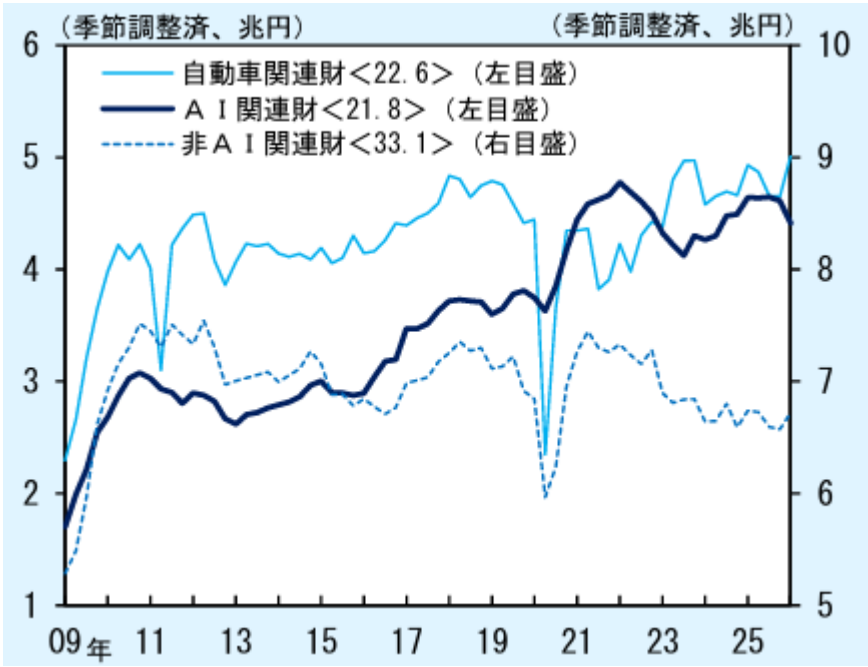
Sony Financial Group

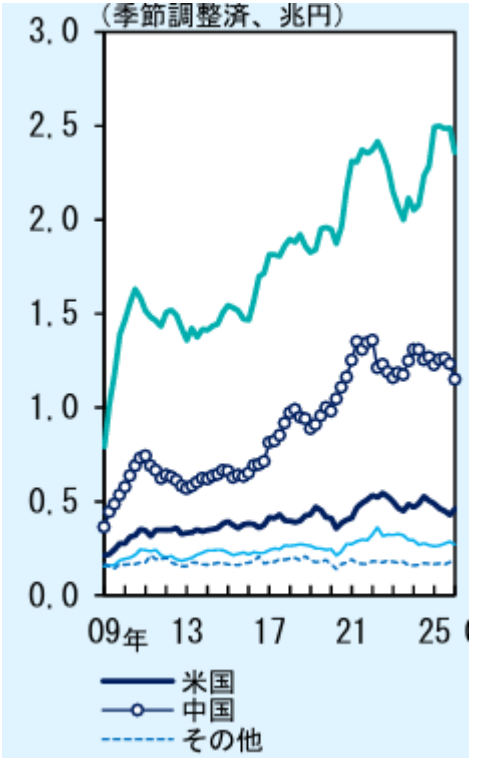
資料：日銀

（参考） AI関連材の輸出

■ 日銀は、4月の展望レポートで、中間財・資本財・IT関連材の中から、左下図の定義によってAI関連材を規定し、その動向を示している。もはや、AI関連材のウエイトは自動車関連材に匹敵するウエイト（約22%）を有するほか、非AI関連材とは対照的に堅調に増加している点がわかる。相手先別にも、米国に次いで中国が重要な位置を占める点も注目される。







（B）の条件
①輸出額前年比と世界半導体出荷額前年比の相関係数が0.5以上、かつ②景輸出額前年比と世界半導体出荷額前年比の相関係数が、輸出額前年比とＯＥＣＤ景気先行指数との相関係数よりも大きい、という条件を満たした品目

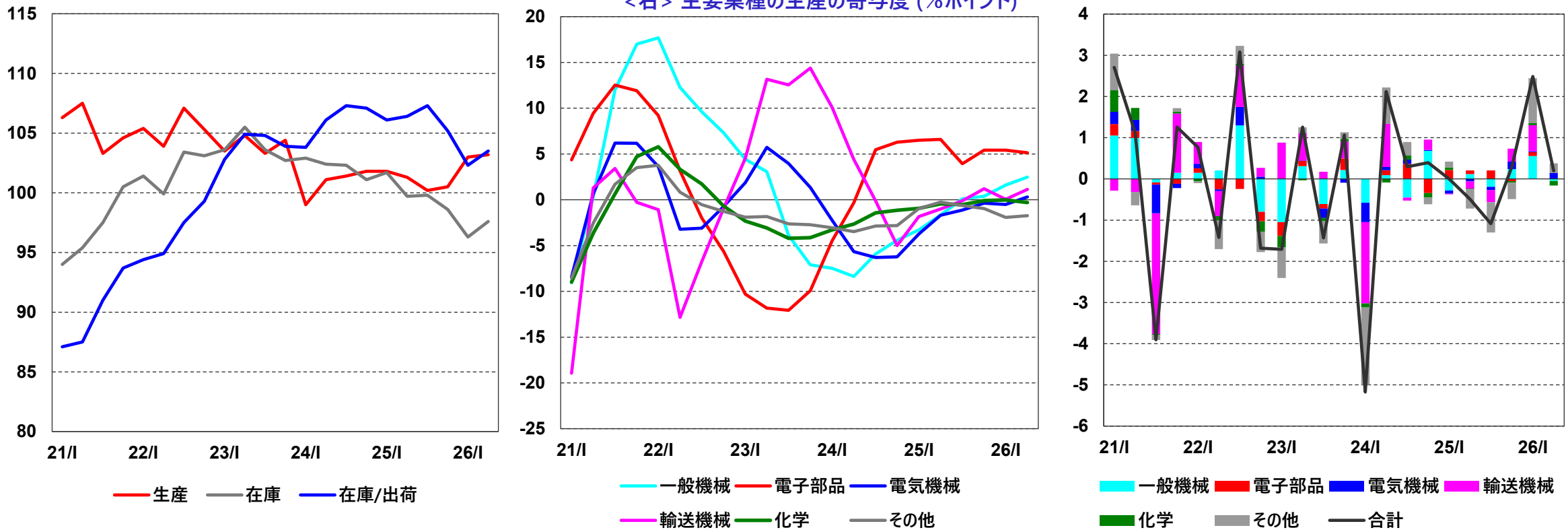
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved
Sony Financial Group

資料：経産省

鉱工業生産

■ 鉱工業生産（第2四半期まで）は足元で横ばいとなっており、在庫／出荷比率は低下したが水準はやや高い。主要業種の生産が前年比で概ねゼロ近傍にある中で、電子部品の強さが目立っている。一方、寄与度でみると、第1四半期には輸送機械や一般機械の貢献が拡大したが、再び減速している

<左> 主要指数, <中央> 主要業種の生産 (前年比%: 4四半期移動平均)
<右> 主要業種の生産の寄与度 (%ポイント)



Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

Sony Financial Group

資料：日銀

設備投資

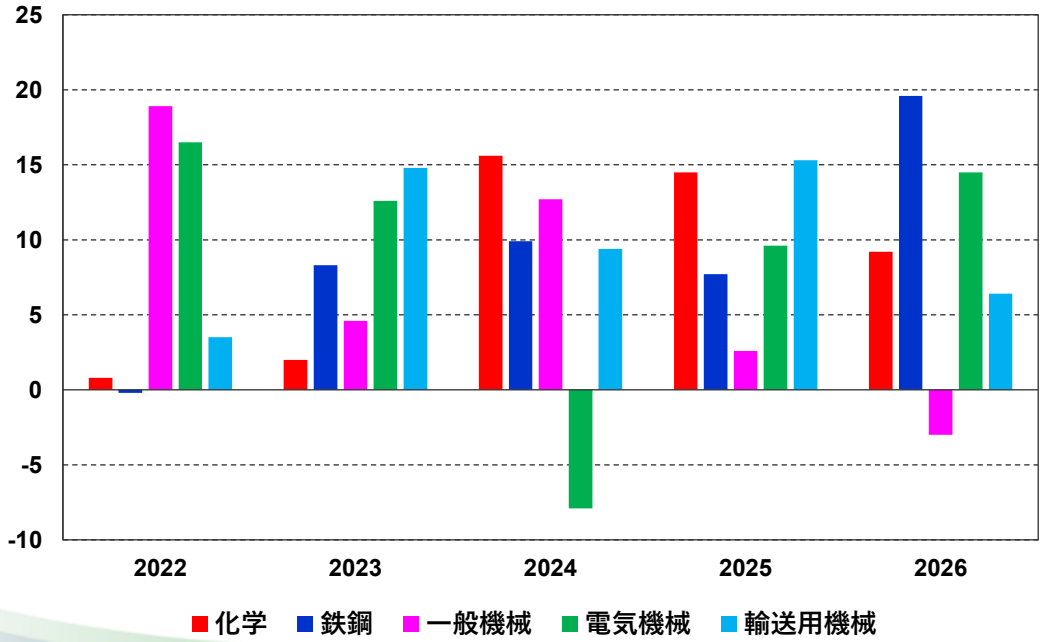
■ 日銀短観（9月）によれば、製造業の主要業種（一般機械を除く）は、昨年度に続いて前向きなの設備投資計画を有している。これに対し、非製造業は、昨年度は卸・小売りや宿泊・飲食のような対個人関連の業種での増加が目立ったが、今年度は現在のところは不動産だけが突出して前向きな計画となっている。

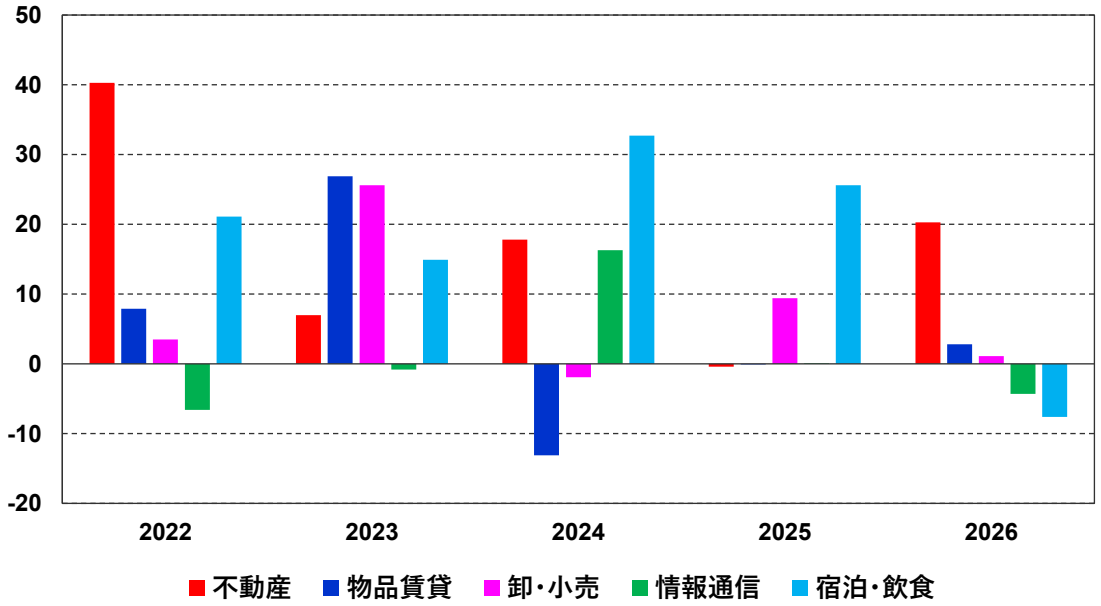
合計	化学	鉄鋼	一般機械	電気機械	輸送用機械
20.3	3.6	1.1	2.4	3.9	3.2

2025年実績（兆円）

合計	不動産	物品賃貸	卸・小売	情報通信	宿泊・飲食
35.1	6.8	1.8	5.9	3.7	0.9

設備投資計画（左:製造業、右：非製造業、前年比%）





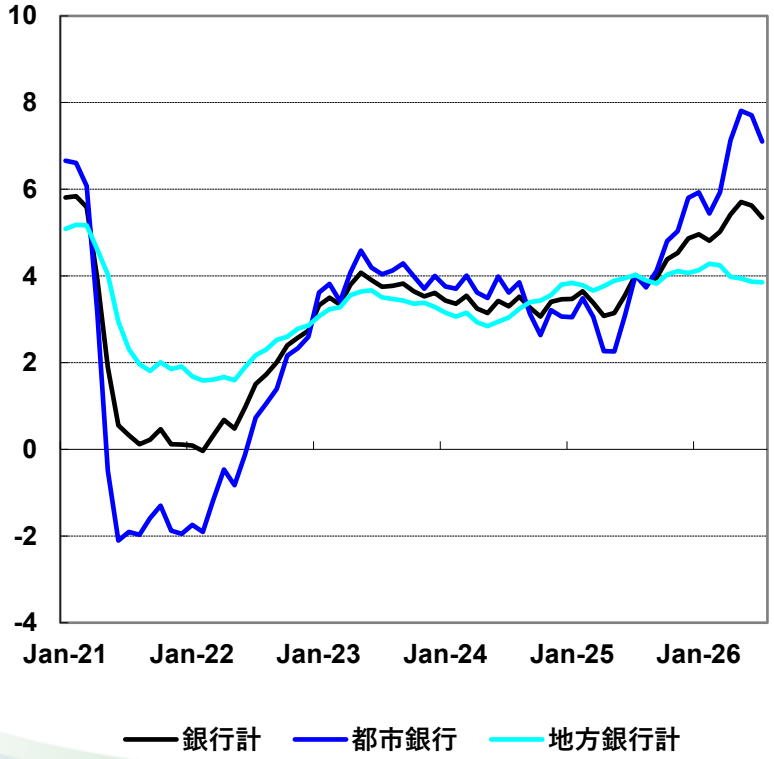
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：日銀

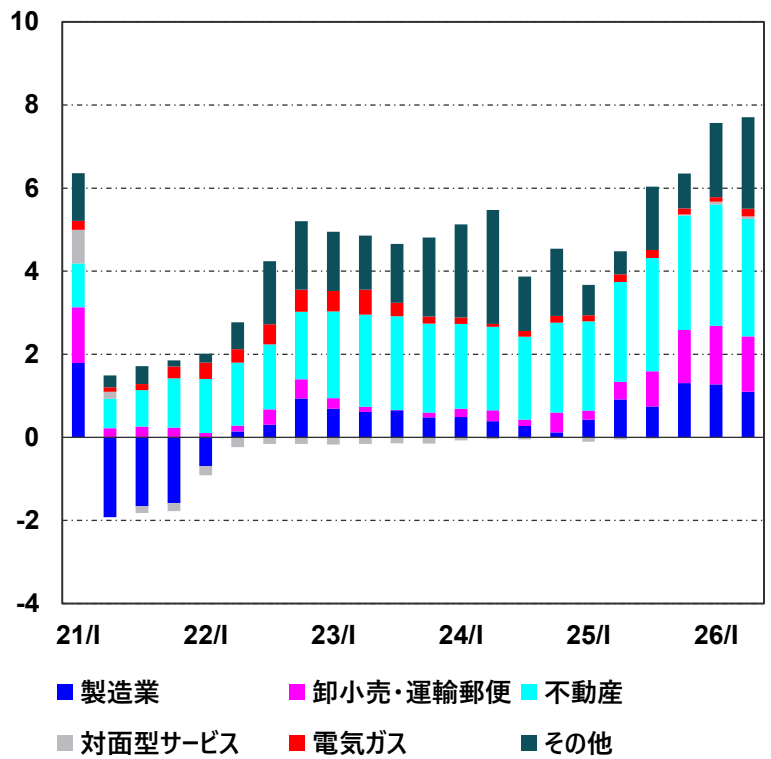
銀行貸出

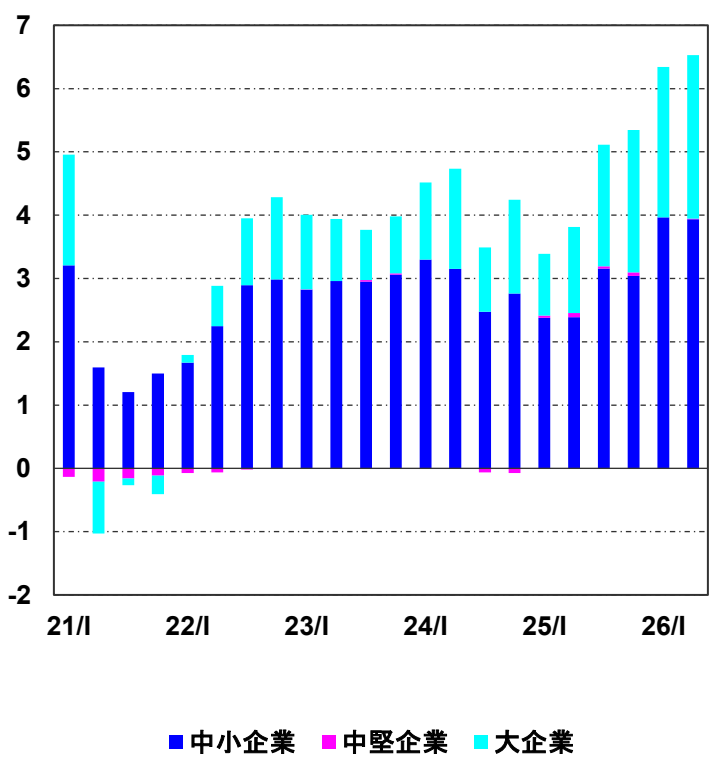
- 銀行貸出の伸びは一段と加速し、コロナ禍当時の緊急的な資金供給と同様な伸び率となっている。業態別には都市銀行の伸びが高い点が注目される。
- 業種別には、依然として不動産関連のウエイトが高いが、足元で卸小売・運輸郵便や製造業にも動意がみられるようになっている。また、規模別にも中小企業のウエイトが高いが、足元で大企業の伸びが高まっている点も注目される。

貸出残高 (前年比%)



貸出残高増加への寄与度 (前年比: %ポイント)





Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：日銀

金融政策の運営

■ 日銀は9月の金融政策決定会合で、政策金利を25bp引き上げ、1.25%とすることを決定した。物価安定の実現に向けた金融度合いの調整という既往の考え方に加えて、基調的インフレ率を2%目標に収斂させることの重要性を指摘した点が注目される。

経済・物価　中心的な見通しに概ね沿って推移している

経済：中東情勢の影響を受けつつも緩やかに回復
- ✓ グローバルなＡＩ関連需要の増加
- ✓ 雇用・所得環境の改善
- ✓ 政府による各種施策

物価：基調的な物価上昇率は２%に近づいている
- ✓ 国内企業物価は前年比で高い伸び
- ✓ 価格上昇圧力は消費者段階にも波及し始めている
- ✓ 中長期の予想物価上昇率は引き続き上昇

リスク要因　中東情勢、ＡＩ関連需要の拡大、為替相場の変動
基調的な物価上昇率が２%の「物価安定の目標」を超えて上振れていくリスクがある

金融環境　わが国の金融環境は、緩和した状態にある

２%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現という観点から、金融緩和の度合いを調整

短期金利（無担保コールＯ／Ｎ物）：「１．２５%程度」に引き上げ（従来は「１．０%程度」）

- 緩和的な金融環境は維持されるため、引き続き経済活動をしっかりとサポート
- 経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整
- 調整のタイミングやペースは、中心的な見通しが実現する確度やリスクを点検しながら検討
- 基調的な物価上昇率を２%程度の水準で安定させていくという観点が重要

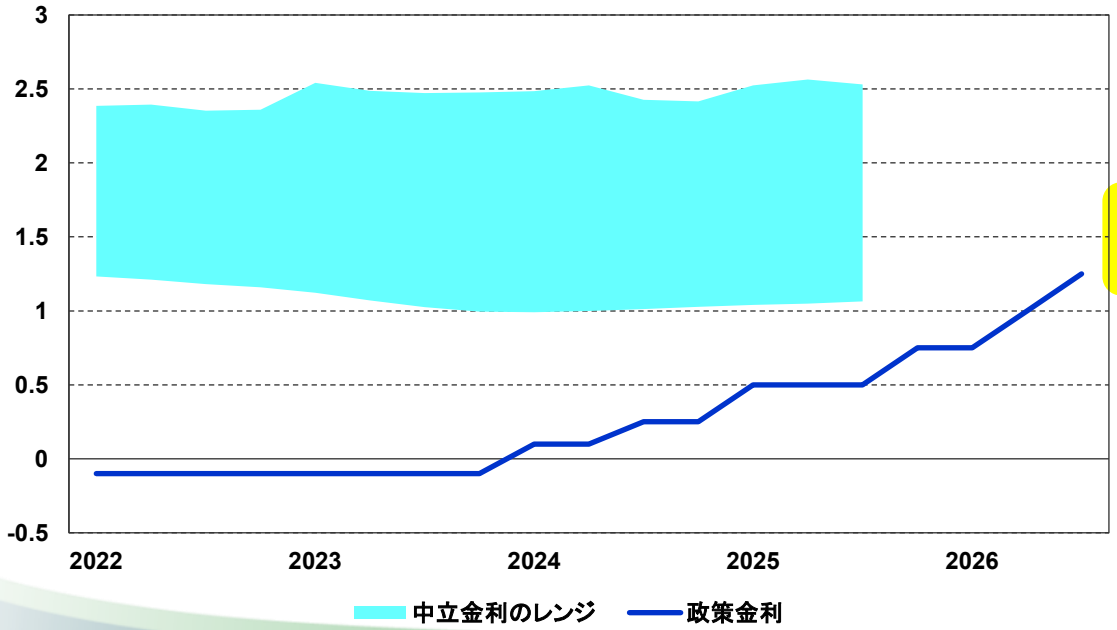
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：日銀

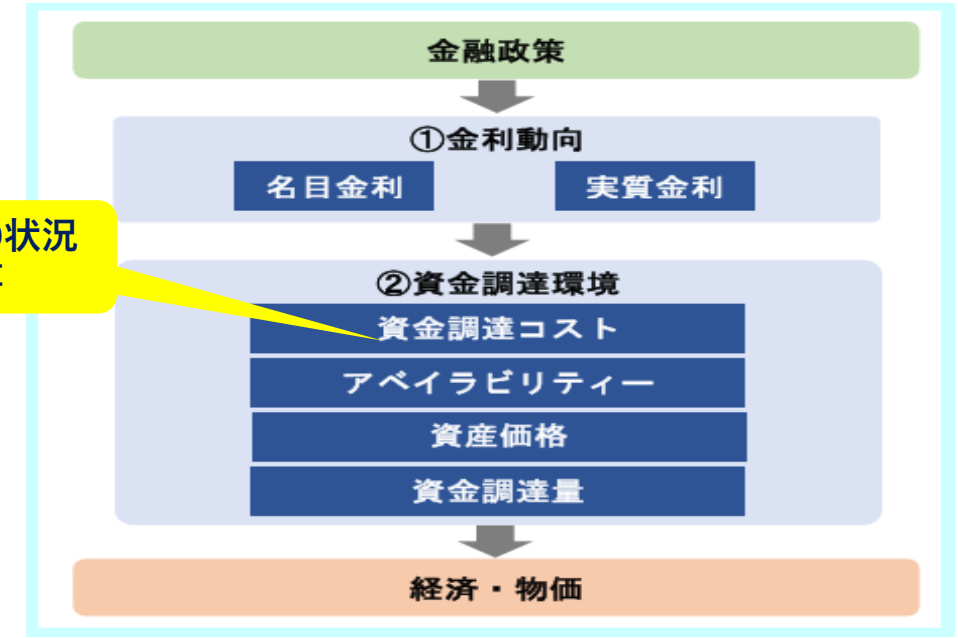
金融緩和度合いの評価

- 今後の政策運営を考える上でのポイントの一つは、依然として金融緩和の状況にあるのかどうかという評価である。
- 直接的な指標は中立金利であり、現在の政策金利は日銀執行部による推計値のレンジの下限を超えた領域にある。ただし、推計値は計量モデルの構造や定式化に依存してばらつきを伴うほか、推計に用いるデータの多くが低インフレ期のものという問題も抱える。
- こうした問題もあって、日銀は金融環境をより幅広い指標から評価すべきと主張している。これらの指標をみると、CPIインフレ率の減速によって実質政策金利は上昇しているが、資金調達環境は緩和的な状況にある。ただし、金融環境も非直線的に変化する可能性が残る。

中立金利の推計レンジと政策金利（%）



金融環境の評価軸



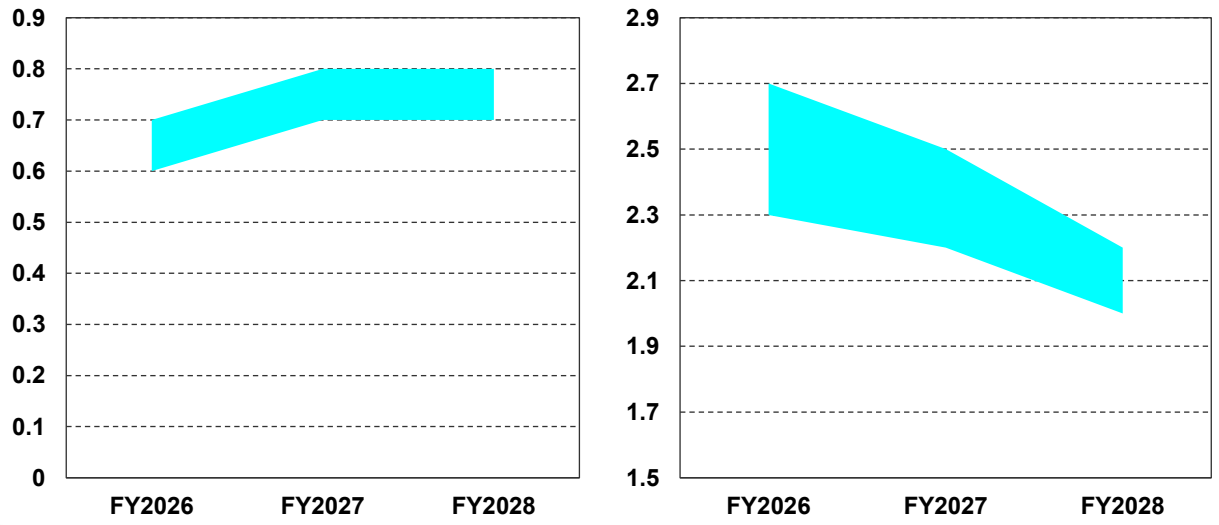
Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

資料：日銀

リスクに対する評価

- 今後の政策運営を考える上でのもう一つのポイントは、先行きのリスクに対する評価である。
- 日銀の展望レポート（7月時点）は、2026年度中はAI関連需要の増加や政府の各種施策等が経済活動を下支えする一方、物価は賃金上昇の価格転嫁、原油価格上昇の波及、AI関連財の価格上昇、円安等による押し上げが大きいとの予想していた。これに対し、来年度以降は、経済が緩やかに回復する一方、物価は2％目標近傍へ収斂するとの見通しを有していた。
- これらに関しては、経済のリスクは上下にバランスしているが、物価は上方リスクが大きいとの見方を示した。こうした見方は、9月会合でも概ね踏襲されていた。

実質GDP成長率とコアCPIインフレ率の見通し
（7月時点のレンジ：前年比％）



9月の金融政策決定会合における主な意見
（執行部以外の意見とみられるものの抜粋）

＜経済＞
・概ね7月の展望レポートで想定した範囲で経済も物価も推移しており、どちらかといえば景気の下振れより物価の上振れが気になる。

＜物価＞
・基調的な物価上昇率は2%にかなり近づいている…どのようにすれば2%にアンカーさせられるかを議論すべきである。

・最近の物流費の上昇加速は、企業の価格転嫁を容易にし、今後の最終消費財の値上げを後押しすることが見込まれる。

・消費者物価のうちサービス価格の前年比は、これまで徐々に上昇してきているが、このところそのペースは概ね変わっていないと考えている。

Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

著者履歴

井上哲也　ソニーフィナンシャルグループ　エグゼクティブエコノミスト
東京大学経済学部卒（浜田宏一ゼミ）、米国イエール大経済学大学院修士

＜主な職歴：日本銀行（1985年～2008年）＞
・邦銀主要行の国際部門のオフサイト・モニタリング
・福井副総裁（当時）秘書官
・IT革命の金融経済に対する影響に関する調査プロジェクト
・植田審議委員（当時）の専属スタッフ
・国際金融市場のモニタリング・東京外為市場委事務局長
・BIS市場委員会の日本代表（中曾局長（当時）が議長）

＜主な職歴：野村総研（2008年～2026年）＞
・「金融市場パネル」（主要国の金融政策）の企画・運営
・「国内金融の活性化に向けた研究会」（銀行経営）の企画・運営
・「日中金融円卓会合」（両国のマクロ経済政策）の企画・運営
・「通貨と銀行の将来を考える研究会」（デジタル通貨）の企画・運営
・主な著書：「異次元緩和」（2013年）、「デジタル円」（2020年）、「デジタル円とステーブルコインの衝撃」（2026年）＜全て日経BP＞

＜主な職歴：ソニーフィナンシャルグループ（2026年～）＞
主要国の金融政策に関する調査とその成果の発信（経済誌への寄稿、テレビ出演、講演等による）

＜主な兼職＞
・金融庁特別研究員（2013～14年）（欧米主要国のマクロプルーデンス政策）
・財務省財務政策研究所特別研究員（2015年）（金融危機後の過剰債務に関する調査）
・会計検査院特別研究員（2017～23年）（対日銀検査の支援）
・東京国際金融機構主任研究員（2022～23年、2026年～）（クロスボーダー決済の強化に向けた調査と有識者会合の運営）
・財務省「中央銀行デジタル通貨に関する有識者会議」委員（2023年～）（日本でのCBDC導入に向けた議論）

Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

本資料についてのご注意

- 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。

Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved

Sony Financial Group

Copyright@2026 Sony Financial Group all rights reserved