

投資環境と金融市場の見通し（101）

2022年1月28日

田淵英一郎

I. 2022年の投資環境・金融市場の見通し（昨年12月分再掲）

《 基本認識 》

過去8～10年間（リーマンショック～新型コロナ禍）続いた

『低インフレ、低金利、金余り、IT&DX高成長、公的&中央銀行債務拡大』
という投資環境要因による「債券高、株価高騰、ドル安」局面は、昨年でターニング
ポイントを迎えて、2022年から数年間は

『インフレ上昇、金利上昇、余剰資金減少、リスクテイク後退』
という投資環境に転換したと判断される。

《 2022年の注目ポイント 》

(1) FRBの「緩和縮小への政策転換&前倒し」は金融市場に影響大

(2) 日銀の（新年度以降での）政策変更の可能性

(3) 新型コロナ感染拡大の終息による景気回復の可能性

(4) 米ドル高・円安基調は継続する

(5) 米国・中国・日本の政治・政局動向

(6) 割高状態にある市場バリュエーションは修正される可能性が高い

… 金融緩和が終焉して“カネ余り”を背景にした株価高は影響を受ける

… 金利上昇局面では割高なバリュエーションは耐えられない

… NY市場の時価総額は米国GDP規模に対して明らかに買われ過ぎ状態

… 成長性評価、収益実現しているGAFAMやテスラも過大期待と割高に

(7) 市場のボラティリティが高まる

… 金利（米国）、為替（ドル、ユーロ、トルコリラ）、原油価格、株式
（米国）

Ⅱ. トピックス

【 2022年初での急展開 】

< 政治、外交 >

- (1) ウクライナ情勢が急展開。ロシアの軍事侵攻の可能性の高まりから、NATOの結集を原油市場、金融市場は嫌気。米国のロシアへの制裁発動（米ドル、ハイテク製品、資源）は、景気、物価、生産活動、金融市場に影響大。
- (2) バイデン米大統領は徐々にレームダック状態の様相を強める。
ジョンソン英首相は行動規制下でのパーティー出席問題で窮地に。

< マクロ経済、金融政策 >

- (1) 止まらない物価上昇から世界的にインフレ懸念が一段と強まる。
- (2) FRBによる「金融引き締めへのスピードと頻度は更に前倒し」との観測。
- (3) 1月26日のFOMCで「3月の利上げ」実施を示唆。
- (4) 世界景気への減速懸念が強まり、「スタグフレーション」懸念も台頭。
- (5) 日本の消費者物価は4月以降+2%を超える。
- (6) 日銀は「物価上昇は一時的」との対外表明で金融緩和政策の縮小を否定するが、4～6月期には政策転換に追い込まれる。

< 債券、為替市場 >

- (1) 米国の長短金利は強含み、欧州のマイナス金利状態もゼロ水準を回復。
- (2) ウクライナ情勢の懸念から足元はユーロ安、米ドル安（円高）に。

< 株式市場 >

- (1) 米国のNASDAQ市場、ハイテク株は月間▲10%の急落。
日本の新興市場銘柄も大幅調整。
- (2) 日本の企業収益予想は下方修正。
=> コスト上昇（エネルギー、原材料、人件費）と交易条件の悪化
オミクロン株感染拡大による工場生産、店舗営業への影響
- (3) 日銀は1月14日、3ヵ月ぶりにETFを701億円買い付け。

【 地政学リスク 】

ロシアがウクライナ国境に10万人規模の軍隊を派遣・集結させている。侵攻の為の何らかの口実（偽装工作）をでっち上げて軍事介入しようとする事に対して、米国（バイデン大統領、ブリンケン国務長官）は早くから警告を発している。

「ロシアはウクライナに侵攻する可能性が高い」

「侵攻すれば重大な犠牲を伴う」

「欧米はロシアに経済制裁（ロシアの銀行のドル取引の停止措置）を科す」

「ドイツ・ロシアを結ぶガスパイプラインの稼働停止も選択肢」

ロシアが前回ウクライナに侵攻したのは2014年。

米務省は1月23日、ウクライナの大使館に勤務する米国の駐在職員の家族に国外への退避命令を出した。

北大西洋条約機構（NATO）は24日、東欧地域に艦船・航空機などの増派を決定した。米国は最大8500人規模の軍隊を派遣する準備に入った。別途、1000人規模を周辺東欧諸国にも追加派兵を検討。

ロシアのウクライナ再侵攻の可能性が高まるにつれて、NATO・欧州諸国は軍事的対抗措置を現実的な選択肢としているのに対して、米国は「口先介入での制裁」を仄めかすことでロシアへの自重を促している。

対抗措置の「制裁」発動として検討されているのは、

- ① 金融機関（ロシアの外為銀行）の米ドル取引の停止
- ② 国際銀行間通信協会（国際決済網：SWIFT）からの締め出し
- ③ 半導体などのハイテク製品の輸出規制
- ④ ドイツとのガスパイプラインの稼働停止
- ⑤ 資源関連製品（天然ガスなど）のロシア以外からの調達
- ⑥ プーチン大統領への個人的な金融制裁

ロシアがウクライナに侵攻することでの軍事的な衝突となる展開の可能性は低いと見られているが、お互いが出方を探り合っている“チキンレース”の様相。

仮に経済制裁が発動されれば、

- ① ロシアのインフレ率（CPI：12月＝＋8.4％）は一段と上昇
- ② エネルギー（原油、天然ガス）、希少金属価格の高騰

ウクライナ情勢緊迫化を受けて、「ロシアルーブル」と株式市場は下落傾向を強めている。

北朝鮮がミサイル発射を再開させた。

1月5日、11日には“極超音速”（と称する）ミサイルを、14日、17日には短距離弾道ミサイルを、25日には巡航ミサイルを、27日には短距離弾道ミサイル2発を発射した。「核実験」や「ICBM（大陸間弾道ミサイル）」の発射を再開することも仄めかしている。米国が中国、ロシアに外交・軍事面での関心を移していることに対して、米国からの関心を再度引き付けるための陽動作戦とみられている。

【 レームダック状態のバイデン政権 】

2021年1月に発足したバイデン政権は、就任1年目で早くも発足時の期待が剥げ落ちて急失速し、“レームダック状態”の様相を呈している。今年11月の連邦議会中間選挙では、上下両院での多数党の優位的地位を失い、後半2年間での議会運営・政策遂行はますます困難になると早くも観測されている。

政治サイトのリアル・クリア・ポリティクスの世論調査（1月）では、支持率は41%まで落ち込み、不支持（55%）が大きく上回っている。一部の世論調査では30%台までに支持率が落ち込んでいる。

バイデン大統領は、政権発足前の大統領選挙時から「4つの優先課題」である

- ① 新型コロナウイルス対策
- ② 経済再建
- ③ 人種差別・格差対策（公平性の実現）
- ④ 気候変動対策

を唱えていた。

これらの課題はいずれも綻びないし失政が目立ち、失望感が増している。

- ① 新型コロナウイルス「オミクロン株」の感染急増を防ぎ切れなかった（7月4日の独立記念日では「新型コロナウイルスからの独立も近い」と独立宣言した）
- ② バイデン政権の2つの看板政策のうち「インフラ投資法案」（1兆ドル規模）は11月15日に成立したが、「社会福祉投資法案」（3.5兆ドル）は半減を余儀なくされ、民主党内の2人の議員はそれさえ反対している
- ③ 21年8月の「アフガニスタンからの撤退」において、米国市民、協力者、兵器などを置き去りにしたことで、「歴史的な外交失政」との烙印を押された
- ④ ヒスパニック系で女性初の副大統領として期待されたハリス副大統領は、経験不足を露呈しており、全く存在感（特に外交面）がない。支持率は39%。

79歳の高齢大統領の真のリーダーシップが問われている。

【 新型コロナウイルス 】

1. 世界の感染・対策状況

< 感染状況 >

1月に入ってからオミクロン株の感染急拡大により、1日当たりの新規感染者数は先月までの10万人単位から100万人単位に激増してきた。1月23日までの1週間での新規感染者総数は過去最多を更新して2136万人（前週比+5%）。うち欧州で1004万人、米国大陸（南北合計）736万人など。

感染者数は、12月24日の2億7814万人（+1805万人）から1月26日に3億5857万人（+8043万人：1日平均+260万人）に急増した。

死亡者数は538万人（+20万人）から561万人（+23万人）で増加絶対数は横這い。これまでの変異株よりも感染力は強いが、致死性は低いと認識されてきている。

特に新規感染者が急増したのは、米国、インド、ブラジル、フランス、英国。

米国7217万人（+2036万人、前回：+369万人）、インド4008万人（+593万人：+62万人）、ブラジル2434万人（+211万人：+18万人）、フランス1741万人（+842万人：+192万人）、英国1615万人（+429万人：+176万人）、トルコ1109万人（+185万人：+57万人）、ロシア1105万人（+91万人：+84万人）

オミクロン株が最初に確認された南アフリカでは、感染者数は減少に転じてきており、ピークアウト観測がなされている。最大都市ヨハネスブルクがあるハウテン州では、11月17日に感染者数が倍増した後、31日後の12月中旬がピークだった。

米国のニューヨーク市マンハッタン地区では、12月15日から感染拡大局面となり、1月14日がピークアウトで30日間だった。

東京に当てはめれば、1月4日から感染者倍増となったので、ピークは2月第1週となる。

< 感染対応措置 >

オミクロン株は感染急拡大したが、重篤化リスクが低いこと、“急拡大・急終息”との見方（実際に先駆した南ア、英国、米国ではピークアウト観測）から、規制の緩和と“ポスト・コロナ”対応に（マインドも）移ってきている。

米国は感染者の隔離期間を昨年12月から従来の10日間から最短5日間に短縮した。濃厚接触者も3回目のワクチン接種を受けていて無症状ならば、隔離を不要とした。

英国での2回接種した人は、7日間検査を受ければ濃厚接触者でも隔離の必要はない。英国のジョンソン首相は1月19日の議会下院の演説で、学校のマスク着用の義務を20日から、ナイトクラブでのワクチン接種証明の提示義務と公共施設でのマスク着用義務を27日から、撤廃すると表明した。

アイルランド政府は1月21日、新型コロナ対策の規制をほぼ撤廃すると発表した。フランス政府は1月20日、上旬から義務付けていた週3日の在宅勤務ルールを2月2日に撤廃すると発表した。屋外でのマスク着用義務や集会人数の上限も撤廃した。24日には16歳以上にワクチン接種を事実上義務化する法律が施行された。

ドイツは「ワクチン接種の義務化」を検討してきているが、具体的には進展しない。シュルツ首相が昨年秋から「2月初めか3月初め」に接種開始と表明していたが、議会内で個人の自由に対する考えがまとまらない。

2. 日本の感染、対策状況

< 感染状況 >

感染確認者累計（1月26日）は235.9万人（12月24日：173.0万人）。1ヵ月間の増加数は前回 +0.4万人から+62.9万人（1日平均2万人）に激増。東京都は38.2万人（+0）から49.8万人（+11.6万人）。首都圏3県は38.5万人（+0.1万人）から48.7万人（+10.2万人）。大阪府20.3万人（+0）から28.5万人（+8.2万人）。死亡者数は1万8383人（+29人）から1万8602人（+219人）。

新型コロナウイルスの新規感染者は1月6日に4475人（うち東京都は641人）となった。14日には全国で2万2045人、22日、23日には連続して5万人を超えた。

26日には全国では7万1632人、うち東京都では1万4086人が確認された。過去最多を2日連続で更新した。27日は7万8920人と3日連続の伸長。

< 感染対応措置 >

日本の足元の“3回目のワクチン接種”、“飲み薬治療薬「モルヌピラビル」（米メルク社製）使用”、“抗原検査キット不足”、“病床確保”は遅れ気味であり、岸田政権への非難が強まる恐れがある。準備不足に加えて、昨年までの教訓が活かされていない。

新型コロナのワクチン接種累計回数（1月10日時点）は2億141万回。総人口の78.5%（9941万人）が2回接種を完了している。

昨年12月1日から始まった3回目接種（ブースター接種）は、十分なワクチン量が確保できずに接種は遅れており、完了者（21日時点）は総人口の1.5%（194万人）に留まっている。3回目の追加接種完了者の割合（日経新聞、FT社調査）は、英国54.7%、フランス44.1%、米国24.6%。

日本での1月末までの接種対象者（医療従事者576万人、高齢者650万人、65歳未満244万人）のうち、完了したのは236万人（16%）。

当初3回目の摂取は2回目との接種間隔を原則8ヵ月空けるとしていた。政府は医療従事者や高齢者は6ヵ月、現役世代は7ヵ月と段階的に前倒ししたが、最終的な決定は1月13日と遅れ気味だった。

全国自治体（1741）での一般高齢者への接種開始は2月としている割合は65%に達している。

ファイザー社とは2022年に1.2億回分、モデルナ社とは22年前半に7500万回分のワクチン供給を受ける契約を締結済み。しかし具体的なスケジュールの目処は全く立っていない。

手元在庫にあるのは、ファイザー製2400万回分とモデルナ製1700万回分のみ。菅政権時は官邸主導でトップ交渉していたが、岸田政権は厚労省に丸投げしている、と言われている。

米メルク社製の新型コロナウイルス治療薬「モルヌピラビル」は、昨年末から使用が開始されたが、迅速な診断が不可欠にもかかわらず検査体制の遅れや供給量不足から有効活用に時間がかかる。

コロナ患者用の病床使用率（1月23日）は、東京35%、大阪47%。東京での自宅療養者（無症状の感染者）は2.6万人で過去最多。

政府は1月19日、13都県に新型コロナウイルスの「まん延防止等重点措置」の適用を決定した。期間は21日から2月13日まで。9日から実施の広島、山口、沖縄の3県に加えて、新たに東京、埼玉、千葉、神奈川、愛知、岐阜、三重、群馬、新潟、香川、長崎、熊本、宮崎が対象都県。

25日には関西3府県（大阪、兵庫、京都）の他、新たに18道県を追加して、合計34都道府県となった。

【 インフレ、物価上昇動向 】

○ 主要国物価上昇率（12月）

	卸売物価（ 11月分 ）	消費者物価コア分（ 同 ）
米国	: +9.7%（+9.8%）	+5.5%（+4.9%）
ユーロ圏	: (+23.7%）	+2.7%（+2.6%）
英国	: +9.3%（+9.4%）	+4.2%（+3.9%）
中国	: +10.3%（+12.9%）	+1.5%（+2.3%）
日本	: +8.5%（+9.2%）	+0.5%（+0.5%）

卸売物価の12月の上昇率（前年同月比）は、米国、英国、中国、日本ともモーメンタムが鈍化した。絶対水準は+9～10%と高止まり。

消費者物価上昇率は、欧米圏ではいずれも政策目標の2%水準を超えている。かつモーメンタムは引き続き加速している。

【 岸田政権 】

岸田首相は、政策面での柔軟的な低姿勢による解決・落としどころを表明することで、事態の收拾に早め早めに動いており、内閣支持率も堅調に推移している。

- ① 10万円給付問題での対象世帯やクーポン券発行経費問題への柔軟姿勢
- ② 「アベノマスク」の廃棄・無料廃棄方針
- ③ 石原伸晃内閣参与の不祥事（雇用調整助成金不正受給）への迅速な対処

内閣官房で岸田首相を支える「チーム岸田」（官房副長官2人、首相補佐官1人、政務秘書官1人、事務秘書官3人）は7名、うち財務省出身が4名、経産省出身が2名で、安倍前々政権、菅前政権が「経産省内閣官房」だったのに比べて、明らかに“財務省主導”体制に回帰した。

その結果、「財政再建」路線に舵を切りやすくなり、その端緒として増税政策である「証券税制改革」「投資収益課税」「海外所得課税」が打ち出されやすくなってきた。

岸田政権が発足（2021年10月4日）して蜜月期間（3ヵ月間）でのスタートは波乱なく順調。良い意味での「朝令暮改内閣」と言われている。

- ① 堅実な首相官邸運営
- ② 聞く耳を持った総理大臣との風評
- ③ 臨機応変・柔軟な政策表明（10万円給付問題、石原伸晃参与問題など）

内閣支持率は高位を保っており、不支持率との格差も歴代内閣のなかでも優位性を見せている。政権発足当初のハネムーン期間（100日間）では無難なスタート。

- ・ NHK（12月13日）… 支持50%（▲3%）、不支持26%（+1%）
- ・ 日経新聞（12月27日）… 支持65%（+4%）、不支持26%（▲1%）
- ・ 時事通信（1月10日）… 支持52%（+7%）、不支持19%（▲5%）
- ・ 読売新聞（1月16日）… 支持66%（+4%）、不支持22%（0%）
- ・ 毎日新聞（1月22日）… 支持52%（▲2%）、不支持36%（0%）
- ・ 朝日新聞（1月23日）… 支持49%（0%）、不支持21%（▲2%）

しかし、一方で、

- ① 「1内閣1仕事」と言われてきたが、そのような大きな政策目標（ビジョン）を打ち出していない（持っていない？）
- ② 『新しい資本主義』『成長と分配の好循環』など看板（＝ワーディング）の“耳障り”は良いが、実態はいまいち不明瞭
- ③ 「デジタル」「気候変動」「格差」「人への投資」などのキーワードを羅列するが目標・具体策などには言及しない
- ④ 官邸スタッフは財務省出身で“財政再建志向”だが、経済対策や補正予算はバラマキ色が濃いなど、矛盾がある

朝日新聞は、不支持率（23%）よりも「分からない」（28%）の方が多いたことが岸田内閣の特徴（支持も不支持も感じさせない手法）だとして、つかみどころの無い無難なスタートを切ったが、通常国会が始まり、参院議員選挙が近づくことでの実態が見えてくるだろうと予想する。

今後は、

- ① 景気後退局面での具体的な経済・財政政策
 - ② 社会保障問題と財政改善（プライマリーバランス）問題
 - ③ 中国や北朝鮮との外交問題が先鋭化する地政学リスク
 - ④ 国会での文書通信交通費、選挙区定数格差の是正問題
- などの難問への対処が問われることになる。

Ⅲ. 内外景気

IMF 経済成長率見通し (WEO) (1月25日)

cf. 増減は前回昨年10月予想からの変化

	2022年		2023年
世界全体	+ 4.4%	▲0.5%	+ 3.8%
先進国	+ 3.9%	▲0.6%	+ 2.6%
米国	+ 4.0%	▲1.2%	+ 2.6%
ユーロ圏	+ 3.9%	▲0.4%	+ 2.5%
ドイツ	+ 3.8%	▲0.8%	+ 2.5%
フランス	+ 3.5%	▲0.4%	+ 1.8%
英国	+ 4.7%	▲0.3%	+ 2.3%
日本	+ 3.3%	+0.1%	+ 1.8%
新興国	+ 4.8%	▲0.3%	+ 4.7%
中国	+ 4.8%	▲0.8%	+ 5.2%
ロシア	+ 2.8%	+0.5%	+ 2.1%

IMFは1月25日、「世界経済見通し (World Economic Outlook)」を発表した。

2022年の世界の実質経済成長率を+4.4%に▲0.5%引き下げた。

2023年は+3.8%とさらに鈍化予想。

- ① 米国は22年に+4.0%と牽引役だが、前回比▲1.2%の大幅下方修正。
22年第4Qでの消費者物価上昇率は4%台と高止まり、3回の利上げを想定。
2023年は+2.6%成長に一段と減速予想。
- ② ユーロ圏の22年は+3.9%で▲0.4%下方修正、英国は▲0.2%の修正。
- ③ 日本の22年は+0.1%の微上方修正。23年は+1.8%で先進国では見劣りする。

米国 :

【 アトランタ連銀 GDP Now 】

10～12月期のGDP成長率予想は1月26日時点で+6.5%。昨年12月時点の+8%台から引き下げられている。

・・・> 27日発表された速報値は前期比年率+6.9%

12月の卸売物価指数（1月13日発表）の上昇率は前年同月比+9.7%で、前月比▲0.1pt.で一服状態。

12月の消費者物価指数（1月12日発表）の上昇率は前年同月比+7.0%で、11月（+6.8%）からさらに加速、1982年6月（+7.1%）以来の大幅な上昇となった。コアベースも同+5.5%で10月（+4.6%）、11月（+4.9%）から加速している。ガソリン価格は+50%（11月：+58%）、中古車価格は+38%（同：+31%）、住居費+4.1%、食品+6.3%値上がりしている。

雇用統計（12月）の非農業部門の雇用者数は前月比+19.9万人増と、11月分（+24.9万人）、事前予想（42万人）を2ヵ月連続で下回った。

失業率は3.9%（前月比▲0.3pt）の2ヵ月連続の大幅な低下で人手不足が続く。

時間当たり平均賃金は前月比+0.6%、11月+0.4%から伸びが加速した。

前年同月比では+4.7%で、11月（+5.1%）から鈍化した。

欧州圏 :

ユーロ圏の消費者物価（12月）は前年同月比+5.0%、11月（+4.9%）からモーメンタムは依然として増加しており、過去最高の上昇率。除くエネルギー、食品のコアベースも+2.6%から+2.7%に上昇した。

英国の消費者物価指数（12月）は前年同月比5.4%、9月（+3.1%）、10月（+4.2%）、11月（+5.1%）からさらに加速した。1992年3月以来30年ぶりの水準となった。エネルギー価格上昇と人出不足、供給不足が影響している。

新興国（中国）

2021年10～12月期の実質GDP成長率（1月17日発表）は、前年同期比+4.0%に減速（1～3月期：+18.3%、4～6月期：+7.9%、7～9月期：+4.9%）。事前予想（+3.3%）は上回った。感染再拡大が影響した。前期比年率換算では+1.6%（7～9月期：+0.7%）。

12月の主要経済指標では、鉱工業生産の改善が続く。逆に小売売上は鈍化が続く。

	10月	11月	12月
・ 鉱工業生産	: +3.5%	+3.8%	+4.3%
・ 小売総額	: +4.9%	+3.9%	+1.7%
・ 固定資産投資	:	(+5.2%)	(+4.9%)

cf. 年初来累計の前年同期比

卸売物価（12月）は前年同月比+10.3%、10月（+13.5%）をピークに11月（+12.9%）と鈍化している。石炭が2倍、石油・天然ガスが+60%の値上がりが続く。

消費者物価（同）は前年同月比+1.5%で、11月（+2.3%）から鈍化した。一段と急進している。コアインフレ率は+1.2%で11月と同じ。

日本 :

日本経済研究センターによるGDP成長率予想集計「ESPフォーキャスト」では、10～12月期は前期比年率+6.50%で、12月時点(+6.39%)から上方修正(2ヵ月連続)となった。・・・> 2月15日(火)発表予定

2022年1～3月期以降成長率は鈍化して、7～9月期からは前期比年率+1%台で推移する見通し。

年度ベースでは21年度+2.7%、22年度+3.1%、23年度+1.4%。

消費者物価上昇率は21年度はマイナス0.01%、22年度以降はプラスに転じる。

企業物価指数(12月:1月14日)は前年同月比+8.5%で、11月(+9.2%)からは鈍化したが、10ヵ月連続のプラス。輸入物価は同+41.9%で11月から2ヵ月連続して40%台の上昇。資源価格高と円安で原材料価格の上昇が強まる。

2021年間の上昇率は前年比+4.8%、輸入品は+22.7%で過去最大。

消費者物価(12月)のコアCPI(除く生鮮食品)は前年同月比+0.5%で、11月と同じ上昇率。4ヵ月連続のプラスの伸び。

エネルギーが+16.4%(11月:+15.6%)と続伸している。エネルギー全体の指数押し上げ寄与は+1.12pt.。

携帯電話通話料金が▲33.3%値下がりした寄与が▲0.9pt.ある。この影響が剥落するのは今春以降。

食料品・生活必需品の値上げラッシュが続く。

1月 … コーヒー、パン、小麦粉、レトルト(カレー)、スナック菓子類

2月 … ハム・ソーセージ、加工食品、冷凍食品、醤油、豆乳、魚肉加工品

3月 … マヨネーズ、ドレッシング

IV. 金融政策・金利動向・債券市場の見通し

米国

F R Bは1月25・26日開催のF O M Cで、金融政策の引き締めへの前倒し姿勢を一段と強めた。次回3月15・16日のF O M Cでの政策金利の引き上げを明記した。12月15日のF O M Cで、量的緩和縮小（テーパリング）の終了時期を2022年6月から3月へ前倒ししたのに続く、金融緩和政策の転換である。

3月のF O M Cでの（F F金利の）利上げ幅は、通常は+0.25%だが、+0.5%の引き上げ予想も出て来ている。F O M Cの参加者は2022年に4～5回の利上げを想定している。

F R Bの保有資産を今後は大幅に減らしていく（＝「量的引き締め」）との言及もあり、利上げと並行して実施するとの観測が強まってきた。

バイデン大統領はF R Bの新執行部人事を1月14日に発表、空席だった理事職の指名と新たに女性、黒人を選ぶことで多様性志向を鮮明にした。副議長（金融監督担当）には元F R B理事のサラ・ブルーム・ラスキン氏を指名した。金融規制や気候変動リスクを担当する。“規制緩和”から“（金融）規制強化”に向かうことになる。7人の執行部のうち4人が女性、黒人は2名となる。

政策金利に敏感な2年債利回りは1月18日、1年11ヵ月ぶりに1%を上回って1.06%を付けた。10年債利回りも1.88%まで上昇して、2020年1月以来2年ぶりの高水準になった。

欧州

ECBもインフレ警戒を強めた。理事会メンバーであるクノット・オランダ中銀総裁は、昨年12月に新聞インタビューで2023年前半の利上げに言及した。

イタリアの長期金利は1月10日、1.3%台の1年半ぶりの水準となった。

フランスの長期金利も0.3%台と2ヵ月ぶりの水準に上昇した。

ドイツの長期金利は1月19日に0.02%まで上昇してマイナス金利状態を脱した。2年8ヵ月ぶりのプラス転換となった。

英国の長期金利は1月10日に2ヵ月ぶりに1.2%台を付けた。イングランド銀行（BOE）は2月にも追加利上げに踏み切るとの観測が強い。

その他の欧米諸国、新興国

中国人民銀行は1月20日、優良企業向け融資の指標となる最優遇貸出金利（ローンプライムレート、LPR）の1年物金利を3.70%に▲0.10%の引き下げを発表した。中国の利下げは昨年12月20日（▲0.05%）に続いて2ヵ月連続。景気減速の兆候が強まっており、金融政策で対応している。

ポーランド国立銀行は1月4日、政策金利を+0.5%引き上げて年2.25%とし、数ヵ月以内での追加利上げも示唆した。

日本

日銀は1月17・18日開催の金融政策決定会合で、物価上昇率見通しを2022年度は従来の0.9%から1.1%へ、23年度は1.0%から1.1%へ引き上げた。

- ① 足元の資源価格の上昇を理由とした。
- ② 従来の「下振れリスクが大きい」から「おおむね上下にバランスしてえている」という中立的表現とした。
- ③ しかし、「賃金上昇が伴わねば物価上昇は持続しない」として、目標である「上昇率2%には到達しない」との判断を変えず。
- ④ 強力な金融緩和により、企業収益の増加や賃金上昇を実現して物価上昇率が緩やかに高まる好循環を目指す、との基本的認識を示す。
- ⑤ 「将来の利上げに向けた議論は全くせず」と言及した。

三菱UFJ銀行は1月になって、日銀に預けている当座預金の一部にマイナス金利が適用された。カネ余りによる資金の膨張と、運用先が利回り低下したことでの運用難から選択肢が無く追い込まれた形になった。大手都銀の一角に「当座預金へのマイナス金利」が6年ぶりに適応されたことは、日銀の資金供給量の拡大政策が限界に来ている象徴的な出来事とも言える。マイナス金利が続けば、手数料の徴収など預金者が負担を迫られる可能性もある。

市場金利は短期・長期ともに強含みの動き。新発2年物国債や5年物国債の利回りは、日銀がマイナス金利政策の導入を決めた2016年1月以来6年ぶりの水準を付けた。長期金利（新発10年物国債利回り）は1月27日に0.15%を超えた。

債券市場見通し

米FRBは、3月のFOMCで「ゼロ金利政策」からの脱却を鮮明にした。
パウエルFRB議長は“市場に優しいハト派”とのコンセンサスが信奉されていたが、今回は市場参加者による“楽観的な期待”が打ち碎かれた。これはやはり大きな歴史的なターニングポイントである。
市場参加者の関心は「2022年の政策金利引き上げの回数と上げ幅」に移っている。

先月までのコンセンサスは、

「2022～24年の3年間で8回程度（+2%）」

「中立金利（景気を冷やしも熱しもしない長期均衡の金利水準）の2.5%までは達しない」

というものだった。

それが直近では、

「2022年でのFOMC（都合7回）毎に+0.25%で計+1.75%」

「3月にもまず+0.5%引き上げて、年間では+2.0%」

とエスカレートしている。

それとともに、引き続き以下のリスクが懸念・弱気材料である。

- ① FRBが利上げに前のめりになることで「景気鈍化」を引き起こすリスク
- ② 利上げを急ぎ過ぎることで金融市場（ハイイールド債、住宅関連）や新興国の混乱を招くリスク
- ③ 利上げに慎重ならばインフレ懸念が一層高まり金利上昇を招くリスク

やはり今後の「物価（インフレ）の推移」「景気へのネガティブインパクト」の推移を見守りつつ、毎回のFOMCでの情勢判断による利上げ幅と説明責任が問われる。
FRBは難しいかじ取りを求められることになる。

先行する英国イングランド銀行（BOE）は、12月の金融政策委員会で3年ぶりの利上げを決定した。2月での連続利上げの可能性も高い。
欧州中央銀行（ECB）が「金融引き締めを早める」ことも意識されてきた。

市場コンセンサスは、ECBによる利上げ開始は2023年だが、インフレ状況によっては22年に早まる、との見方が出てきた。

“英国BOE > 米国FRB > ユーロ圏ECB > 日本銀行”の“雁行形態”であり、過去と同様のパターンを辿るということである。

日銀による“量的緩和のアクセルを緩める(=アクセル・ブレーキ)”対応は静かに(=ステルス)行われている。

日銀は量的緩和政策期(2013~16年)には、国債残高を年60~80兆円程度増やしてきた。

2016年に金融政策の主眼を「量」から「金利」に切り替えてからは、購入量を徐々に減らしてきている。2020年には、それまでの「年間約80兆円を目処」としてきた長期国債の購入の目安もなくした。

日銀の2021年末の国債保有残高は521兆円(前年末比▲14腸炎)で、13年ぶりに減少に転じた。

ラスト・ランナーである日銀も、2022年にはより踏み込んだ金融政策の修正に対する思惑が強まる。“携帯電話料金の引き下げ”の特殊要因が消失する4月以降は名目上の物価上昇率が上がり始めることが契機となる。

黒田総裁の任期中での“超緩和金融状態”から出口に向かう可能性は低いとの観測が多いが、「アベノミクス」、「黒田バズーカ」で始まった非常時での超緩和政策を正常段階に巻き戻す道筋を付ける可能性はある。

日銀はアベノミクスの中での第1の矢(大規模な金融緩和)の限界を意識、「長期化」かつ「大規模化」した緩和政策の修正に舵を切る。

【 3か月間の想定レンジ 】

米国長期金利(10年国債: 1.868%) : 1.60↑ ~ 2.20%↑

日本長期金利(国債指標物: 0.155%) : 0.10↑ ~ 0.20%↑

V. 為替動向と市場見通し

ドル円相場は、1月4日に1ドル=116円台まで下落して、2017年1月以来5年ぶりの安値をつけた。FRBによる政策金利の引き上げが意識され、日米金利差が拡大するとの観測から円売り・ドル買いが進んだ。

しかし、今月はそこから円高・ドル安に反転した。

- ① 利上げによる米景気を冷やすリスク
- ② ウクライナ問題の地政学リスクからニューヨーク株安が進んだこと

からドル安が進行し、1ドル=113円台まで押し戻されている。

ユーロも対ドル、対円で弱含みの動きとなった。

- ① 欧州における新型コロナウイルスの感染拡大による景気へのマイナス影響
- ② 米国FRBとECBの金融政策の時間差が明確となったこと
- ③ ウクライナ、東欧の地理的に近いことが嫌気

ユーロは1月13日に対ドルで1ユーロ=1.145ドル台まで上昇した後、直近は1.11ドル台に反落。対円でも1月25日に1ユーロ=128円台の安値をつけた。

スイスフランが“安全通貨”として買われた。「ユーロ売り・スイスフラン買い」というリスク回避の資金移動が起きた。

為替見通し

ドル円相場のファンダメンタルズ・需給要因 :

- | | | | | |
|-----------|---|----------------|----|-------|
| ① 金利格差要因 | … | FRBの金融引き締め政策 | => | ドル高要因 |
| | | 米国の絶対金利水準格差 | => | ドル高要因 |
| | | 日銀の超緩和政策継続 | => | ドル高要因 |
| ② 経済・物価要因 | … | 米国景気の減速懸念 | => | 円高要因 |
| | … | 米国の景気回復に伴う経常赤字 | => | 円高要因 |

③ リスク要因	… 米中の通商・軍事摩擦の激化	=>	ドル高要因
	… 中国の景気減速・不動産懸念	=>	ドル高要因
	… 新変異株「オミクロン」への警戒	=>	円高要因
	… ウクライナ情勢	=>	円高要因
	… ニューヨーク株安	=>	円高要因
④ 中央銀行の資金量	… F R Bの資産膨張	=>	円高要因
	… 日銀（政府）の債務水準	=>	ドル高要因
⑤ ドル需給要因	… ドルの供給過剰	=>	円高要因
⑥ 投資資金要因	… 機関投資家の米国債投資	=>	ドル高要因
	… 個人投資家の米国株投資	=>	ドル高要因

直近1ヵ月間での為替相場に影響をもたらす変動要因（上記の網掛け分）は、
ドル高要因が減って円高要因が増えた。

ドル高要因	… ①（金利格差要因）	F R Bの金融緩和終焉の前倒し姿勢 米国短期金利の強含み推移
円高要因	… ②（経済・物価要因）	米国景気の減速懸念
	… ③（リスク要因）	ウクライナ情勢 ニューヨーク株安

中期的にはドル高要因が多い状況は不変。米F R Bが金融政策の正常化により積極的になったことが確認されたのは“米ドルのブル要因”。市場の円先安観は根強い。

今年後半は「米ドル安・円高」に転換するリスクがある。

- ① 11月の中間選挙で民主党（バイデン政権）が苦戦、政策遂行リスクが高まる
- ② 国内勢のドル調達コストが拡大することによるドル需要の減退
- ③ 日銀の遅ればせながらの「マイナス・ゼロ金利政策」の修正
- ④ 2023年4月に任期を迎える黒田総裁の後任人事を巡る思惑

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート	(115.45円)	:	110	~	118円
ユーロ円レート	(128.74円)	:	126	~	135円

VI. 外国株式市場

金利上昇に加えて、企業業績の減速・ピークアウト観測が強まったことから、従来から“割高状態”と言われてきた米国株式は、1月に入って急落した。ニューヨーク市場の月初来下落率は▲4.5%。

ナスダック市場は2021年11月に史上最高値（16212）を付けたが、1月18日に高値からの下落率が調整局面入りとされる▲10%以上の下落となった。24日には13094（下落率▲19%）まで調整している。ハイテク株売りが止まらない。

割高状態にある市場バリュエーションは、金利上昇局面では耐えられないことから、早晚修正される局面だった。NY市場の時価総額は米国GDP規模に対して明らかに買われ過ぎ状態である。

コロナ禍対応の大規模な金融緩和が株価を押し上げたが、金融緩和政策が既に終焉し方針転換をしたので、当面の見方は慎重・警戒的にならざるを得ない。

牽引役となったGAFAM（Google、Apple、Facebook、Amazon、Meta）やテスラは既に割高状態にあり、時価総額全体での集中度合いも高くリスクは高まっている。

長短金利差が縮小してイールドカーブのフラット化が明らかになった。FRBによる政策金利引き上げが契機を冷やすリスクも懸念され始めた。

2021年10～12月期決算発表は、S&P500の純利益が前年同期比+23%増益と堅調な予想。

買われ過ぎて割高を示していたPER（株価収益率）が、実質金利の上昇により押し下げられることで株価調整に至っている。

毎年恒例の「びっくり10大予想」（投資ファンド大手ブラックストーン・グループのバイロン・ウィーン氏）の2022年の主要なテーマは、「インフレ・利上げ・株安・中国の影響力拡大」。

ロシアの主要株価指数は1月24日の週明け月曜日、前週末比▲10%超下落した。

VII. 日本の株式市場

(1) 企業業績

《 日経平均 業績・資産予想 》

	(11月26日)	(12月24日)	(1月26日)
株価	28751円	28782円	27011円
PER	13.81倍	13.77倍	13.31倍↓
EPS	2081円↑	2090円↑	2029円↓
PBR	1.26倍	1.26倍	1.22倍
BPS	22818円↑	22843円	22140円↓

過去1ヵ月間でEPS（1株当たり利益）、BPS（1株当たり純資産）ともに大幅に下方修正された。22年3月（下）期での上方修正の期待は薄れてきた。

(2) 資金需給

日銀は1月14日に上場投資信託（ETF）を701億円買い入れた。買い入れは21年10月1日以来3ヵ月ぶり。25日の大幅下落日にも701億円買い入れた。

日本株見通し

日経平均株価は1月5日に29388円の戻り高値をつけたが、その後は米国株安に連動することで調整局面になった。26日には26044円（下落率▲11%）まで下落した。

- ① **（金融政策要因）** 米国金融政策の引き締め前倒しの観測の高まり
- ② **（リスク要因）** 変異型「オミクロン株」の感染急速拡大
- ③ **（地政学リスク要因）** ウクライナ情勢の緊迫化

の3大弱気要因を嫌気した。

2022年での注目材料は、

- ① 日本の経済成長見通しは先進国のなかでも相対的に劣後している。
IMF予想での（22年）+3.3%（23年）+1.8%
- ② 岸田新政権での『新しい資本主義』『成長と分配の好循環』での賃金上昇率がどの程度になるのか？
経済協力開発機構（OECD）見通しでは、米国の賃金上昇率は+5.8%、ユーロ圏+3.9%に対して、日本は+1.3%と見劣りする。
- ③ 政府による「株式の配当・売買にかかる金融所得課税の強化」方針の行方。
年初からの世界的株安で可能性は低くなってきたが。
「与党税制改正大綱」では23年度改正以降の検討対象に盛り込まれている。
- ④ 原材料・エネルギー価格上昇、円安、人手不足によるコスト上昇という逆風に転じた経営環境を受けての企業業績動向
… 2023年度は+10%増益予想がコンセンサスだが、下方修正・減益リスクまでは織り込まれていない
- ⑤ 日本株の出遅れを評価する外国人投資家動向
- ⑥ ハイテク株、新興市場（マザーズ銘柄）、外国株でダメージを被った個人投資家の投資センチメントがどう回復するのか
- ⑦ 4月の東証市場再編に絡んだ日本企業のコーポレートガバナンス（企業統治）改革
… みずほFG（システム対応）、三菱電機（不正検査）、トヨタ販売（不正車検）、日立（自動車部品不正検査）etc.

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価 ： 25000円↓ ~ 29000円↓ （26170円）

21年度EPS（2029円）× PER（13倍） = 26377円
 （16倍） = 32464円

（以上）

（ご留意頂きたい事項）

本稿で記載されている経済統計および金融市場データは発表元ならびに各種の情報媒体から入手・加工したものであり、正確性と安全性を必ずしも保証するものではありません。記述の内容は筆者の個人的な知見、判断、著述形式に拠る投資情報と投資アイデアの提供が目的であり、予想の結果や将来の投資成果を保証するものではありません。