

## 投資環境と金融市場の見通し（102）

2022年3月1日  
株式会社グッドバンカー  
田淵英一郎

### I. 【 現状認識・結論 】

#### < 政治、外交 >

- (1) ロシアがウクライナに侵攻（2月24日）したことにより「新冷戦（核兵器不使用による対立）時代」が幕開けした。  
ロシアの事前での周到なシミュレーションと準備により想定されたシナリオが、想定外のタイミングとスピードと対象地域で実行された。
- (2) 米国、EU、NATO、G7、国連の即時対応低下とパワーバランスの歪みが明らかになった。ロシアへの経済的制裁発動は、エネルギー（原油、天然ガス）、穀物の価格の一段の上昇をもたらし、更なるインフレ加速要因に。
- (3) 米国はトランプ時代から「対中国抑止」に戦略的にシフトしていたので、今次のロシア侵攻には即応できず、NATOも対象地域外の為、直接行動は不可。
- (4) 中国は「欧米 vs ロシア衝突」の推移と決着を見守り、将来の「台湾侵攻」に備えて頭の体操を行っている。今回の帰着は東シナ海情勢に影響をもたらす。

#### < マクロ経済、金融政策 >

- (1) インフレ圧力が止まらない。米国（1月）のコアCPI上昇率は+6.0%。
- (2) 米FRBに続いて、ECBも「物価上昇は一時的」との見解を撤回。
- (3) 「ロシアのウクライナ侵攻」は一段の景気下押し圧力とインフレ加速要因に。  
世界景気の減速懸念は強まり、“スタグフレーション”観測が強まる。
- (4) FRB、英BOEは、急速に「積極的な利上げ」方針に傾斜。  
3月15・16日のFOMCでは、+0.5%の利上げの公算が高まる。  
22年内では5～7回（+1.5～2%）がコンセンサス。
- (5) 日本の消費者物価は（既に実態は接近しているが）4月以降+2%を超える。
- (6) 日銀は「指し値オペ」を2月14日に発動し、長期金利の上昇を抑え込む姿勢を鮮明にした。黒田総裁の任期中（～23年4月）は現状の緩和策を継続するコンセンサスだが、「引き締め前倒し」や“再緩和”などの観測が高まる。

## < 債券、為替市場 >

- (1) 金融市場が見込んでいる今年の利上げ観測は、米国は一段と前倒し気味に、欧州も年内に実施に、となる。日本も徐々に23年実施を織り込み始める。
- (2) 米国長短金利は利上げ加速観測から強含み、投資家マインドと市場の金利水準に急速に織り込まれてきている。欧州のマイナス金利状態もゼロ水準を回復。
- (3) ウクライナ侵攻で、当初は日本円が買われたが、やはり米ドル買いに。

## < 株式市場 >

- (1) 原油価格の連騰(=インフレリスク)、米FRBの金融政策前倒し観測(=金利上昇)、ウクライナ情勢の緊迫化(=地政学リスク)などが示現したことで、株式市場の一段の下押し要因となった。
- (2) 企業業績は、22年1~3月期から増益モーメントは鈍化する。新型コロナウイルス禍による落ち込みからの需要回復が一巡することに加えて、供給・輸送制約、資源価格・人件費・金利などのコスト増加によるマージン率低下で、“減益リスク”が高まる。
- (3) 日本企業の収益予想(日経平均銘柄の予想EPS値)は、昨年12月時点での2090円(ピーク)が2004円まで低下し、2077円にリバウンドした。今後は再度引き下げられよう。
- (4) 日銀は1月14日の市場の大幅反落時に3ヵ月ぶりにETF買い入れを実施。その後の乱高下時の25日と2月14日にも買いを入れた。
- (5) (( 昨年末からの基本観 ))  
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』という要因による「債券高、株価高騰、ドル安」局面は、ターニングポイントを迎え、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。  
インフレリスク、金融要因(利上げ、金融引き締め)、地政学要因(ロシア、中国)の3重苦により、株式市場へのアゲインス・ウインドが続く。

## 【 ロシアのウクライナ侵攻 】

先月末（1月28日時点）では、ロシアがウクライナ国境に10万人規模の軍隊を集結させていたことから、“地政学リスク”が高いとしていたが、北京オリンピックが閉幕するのを待っていたかのように、ロシアはまさかのウクライナ侵攻を開始した。事前での用意周到なシミュレーション（原因・理屈、サイバー攻撃手段、タイミング、欧米サイドの反応への対抗措置、シナリオ分析など）を行った上での、計画的な行動である。

米国はインテリジェンスにより早くからその意図と動きを察知しており、幾度となく警告を発してきた。

（（ 1月末までの米国の対外警告 ））

「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」

プーチン大統領は2月22日、ウクライナ東部の親ロシア派占領地域の独立を承認し、同時に2014年の和平合意「ミンスク合意」は存在しないとして軍事介入を決定、ロシア軍の展開を許可した。ロシア軍は24日、ウクライナへの全面的な侵攻を開始した。インフラ施設74カ所、空港設備11カ所、軍事施設へのミサイル攻撃、空爆を行った。

26日にロシアは、「ウクライナとの停戦協議を拒否された（ウクライナ側は否定）」として更なる軍事進攻を推進すると表明した。首都キエフへの本格侵攻を開始した。

“ゼレンスキー大統領の追い出しと傀儡政権の樹立”を最終ターゲットとしている。ウクライナは徹底抗戦することを表明しているため、市街戦の展開が予想される。

米国は「ロシアのウクライナ侵攻の始まり」「明白な国際法違反」と認定し、欧州主要国とともに軍事面・経済面での連携強化に動き出した。NATOでの装備増強、軍事支出拡大と、経済安全保障（投資、資金決済、保有資産の凍結・制裁）への取り組みを強化する。

決定・発動された制裁措置としては、

- ① 金融機関（外為銀行）の米ドル取引の停止、ロシア中銀保有のドル資産凍結
- ② EUの金融・資本市場へのロシアの参加制限
- ③ プーチン大統領や側近の個人的な金融制裁（取引停止・資産凍結）
- ④ 半導体などのハイテク製品の輸出規制

検討中の制裁措置は、

- ① 国際銀行間通信協会（国際決済網：SWIFT、Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication）からロシアの大手銀行（300行）の締め出し
  - ② ドイツとのガスパイプラインの稼働停止
  - ③ 新興財閥・富豪が西側に所有する高級住宅、プライベート用ジェット・ヨット、スポーツチームなどの資産凍結
- ①「SWIFTからの締め出し」にはドイツが慎重姿勢（欧米経済に跳ね返る）だが、実行されればロシア経済のみならず欧米経済に深刻な下押し圧力となる。

ロシアのウクライナ侵攻を受けて24日、ロシアルーブルとモスクワ株式市場は暴落した。原油先物価格は100ドル / バレル台に乗せた。

## 【 新型コロナウイルス感染状況 】

### 1. 世界の感染・対策状況

#### < 感染状況 >

世界の感染者数は2月9日に累計4億人を超えた。1月7日に3億人を突破してから1ヵ月で1億人増加した。2月25日現在では4.31億人。

先駆した南アフリカ、英国、インドなどは感染がピークアウトしてきた。

南アフリカは11月24日に初めてオミクロン株が報告され、12月中旬にピークを付けたが、12月末にピークアウト宣言、1月末には終息宣言となった。英国は昨年11月末から感染拡大が始まり、1月初にピークを迎え、直近では半減以下に。

米国7879万人(+662万人、前回:+2036人)、インド4008万人(+281万人:+593万人)、ブラジル2858万人(+424万人:+211万人)、フランス2270万人(+529万人:+842万人)、英国1890万人(+275万人:+429万人)、ロシア1569万人(+464万人:+91万人)

一方で、「オミクロン株」の派生型(BA.2)の感染が世界で広がっている。世界の57ヵ国で確認された。

#### < 感染対応措置 >

ニューヨーク州は2月9日から、小売店・レストランでのマスク着用義務を撤廃した。電車・バス・空港などの公共交通機関、学校、病院などではマスク着用義務がある。

ドイツでの「ワクチン接種義務化」が具体的には進展しない。シヨルツ首相が昨年秋から「2月か3月初」に接種開始と表明していたが、議会での考えがまとまらない。2月16日には、感染拡大の規制を段階的に緩和すると発表した。3月20日までにほとんどの規制を撤廃する。屋内や公共交通機関でのマスク着用義務は続ける。

## 2. 日本の感染、対策状況

### < 感染状況 >

過去1ヵ月間の新規感染者は、これまでの5波の流行とは伝播スピードと絶対数において、経験のない局面となった。

感染確認者累計（2月25日）は482.6万人（1月26日：235.9万人）。増加数は前回 +62.9万人から+246.7万人（1日平均8万人）に4倍増。東京都は49.8万人（11.6万人）ら96.2万人（+46.4万人）。首都圏3県は48.7万人（+10.2万人）から99.1万人（+50.4万人）。大阪府28.5万人（+8.2万人）から62.5万人（+34.0万人）。

死亡者数は1万8602人（+219人）から2万3069人（+4467人）。直近1週間の1日当たり死亡者数は、225人（2月23日）で過去最多を更新中。第5波流行の昨年9月時点では60人前後だった。

第6波の出口を探る動きは始まっている。

1日当たりの新規感染者はピークを越えつつある。しかし、減少率のテンポは海外に比べて高止まりしている。ワクチンの3回目の接種率の低さ、PCR検査の陽性率（60%台）の高さが背景にある。陽性率の分母である検査件数の少なさ・不正確さ、検査に必要な試薬の不足など、相変わらずの医療ボトルネックが指摘される。全国での自宅療養者も、今月中旬では50万人を超えていた。

「ステルス・オミクロン（BA.2株）」も愛知県、東京都で確認されている。感染力は流行したBA.1株よりも1.4倍高いとされ、専門家はこれから全国的にBA.2株に置き換わると断言している。

### < 感染対応措置 >

3回目接種回数（2月21日時点）は、1818万回（対象者比48%）まで進んできた。

政府は2月10日、13都県の新型コロナウイルスの「まん延防止等重点措置」を3月6日まで延長した。

岸田首相は2月17日、新型コロナウイルス対応の水際対策を3月1日から緩めると表明した。停止措置を取っている外国人の新規入国を、観光目的を除いて順次認めて、入国者総数の上限（3500人）を変異型「オミクロン型」対策をとる前の5000人に戻すとした。入国後の待機期間も一定の条件を満たせば3日間もしくは待機免除とする。世界と比べても一番厳密であり、「鎖国状態」と揶揄・非難されていた。

## 【 岸田政権 】

岸田政権は発足（2021年10月4日）以来、安全運転に徹して無難に政策課題に対処しているイメージを保っていた。よく言えば“融通無碍”の姿勢、悪く言えば“聞いた振り”“答えていない”対応、やりたいことがない、リーダーシップがなく、世評と内閣支持率を意識して政治的判断が変節する“朝令暮改”内閣と言える。

岸田政権を取り巻く“内憂外患”の課題が明らかになるにつれて、それらへの対応と実行力が問われてきている。

- ① 新型コロナウイルス「第6波」への対策（ワクチン調達、病床逼迫）の遅れ
- ② 原油価格高騰による生活物価上昇
- ③ 「賃上げ」の目処立たず
- ④ 国土交通省による「統計不正問題」（書き換え、二重計上、発覚後の未対応）
- ⑤ 「新資本主義」「成長と分配」の具体的政策見えず

内閣支持率は、政権発足時からの高い支持率が過去1ヵ月で軒並み陰りを見せている。

- ・ 日経新聞（1月30日）… 支持59%（▲6%）、不支持30%（+4%）
- ・ 読売新聞（2月7日）… 支持58%（▲8%）、不支持28%（+6%）
- ・ NHK（2月14日）… 支持54%（▲3%）、不支持27%（+7%）
- ・ 時事通信（2月14日）… 支持43%（▲8%）、不支持25%（+6%）
- ・ 毎日新聞（2月19日）… 支持45%（▲7%）、不支持46%（+10%）
- ・ 朝日新聞（2月20日）… 支持45%（▲4%）、不支持30%（+9%）

毎日新聞の2月調査では、不支持（46%）が支持（45%）を早くも上回ってきた。

### Ⅲ. 内外景気

世界景気は既にピークアウトして減速している。

『OECD景気見通し（景気先行指数）』は2021年7月にピークを付け、今年1月まで6ヵ月連続の低下局面入りしている。

	ピーク時期	直近時
OECD（全34カ国）	2021年7月（100.85）	6ヵ月連続（100.47）
米国	5月（100.59）	8ヵ月連続（99.89）
ユーロ圏（19カ国）	8月（101.15）	5ヵ月連続（100.85）
日本	6月（100.86）	7ヵ月連続（100.50）

ムーディーズ・アナリティクスは、紛争が短期で終結（休戦合意&政策継続）の場合では原油価格（北海ブレント先物）は110ドル/バレルでピーク、長期化してキエフ占領と新政権樹立ならで原油価格は150ドル/バレルとのシナリオ予想を発表した。後者の場合、欧州経済は四半期ベースで一時マイナス成長に陥るとも予想した。

オックスフォード・エコノミクスは、今回の紛争により世界全体のGDP成長率は▲0.2%押し下げられると試算した。

#### 【 インフレ状況 】

##### ○ 主要国物価上昇率（1月）

	卸売物価（12月分）	消費者物価コア分（同）
米国	+9.7%（+9.8%）	+6.0%（+5.5%）
ユーロ圏	+26.2%	+2.6%（+2.7%）
英国	+9.9%（+9.3%）	+4.4%（+4.2%）
中国	+9.1%（+10.3%）	+0.9%（+1.5%）
日本	+8.6%（+8.7%）	+0.2%（+0.5%）

卸売物価の1月の上昇率（前年同月比）は、米国、中国、日本ともモーメンタムは鈍化してきている。絶対水準は+9~10%と高水準が続く。

消費者物価上昇率は、米国、英国、ユーロ圏では政策目標の2%水準を超えており、モーメンタムも拡大が続いている。



## 【 インフレマインド 】

インフレマインド（物価上昇の予想）が急速に高まっている。

80年代までのバブルが終焉して、「平成デフレ」に入ってから30年が経過して、ようやく次のステージ（＝“脱デフレ”）に入ったという基本認識である。

日本銀行が3ヵ月に1度実施している「生活意識に関するアンケート調査」の直近分（2021年12月）では、

- ① 物価に対する（現在の）実感 : 「かなり上がった」「少し上がった」の合計  
(2021年3月) 49.1% (12月) 77.4%
- ② 物価に対する（1年後）実感 : 「かなり上がる」「少し上がる」の合計  
(2021年3月) 62.4% (12月) 78.8%

先行きを見れば、物価上昇マインドを想起させる要因には事欠かない。

- ① 石油を中心としたエネルギー価格の強含み推移
- ② 内外金利差を背景とした円安基調
- ③ 21年春から実施された「携帯電話料金の値下げ」要因が4月以降は剥落
- ④ 米国FRBはインフレ判断を前倒しして「政策金利引き上げ」に踏み切る

金融市場から見た「期待インフレ率」は「ブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）」で表わされる。市場参加者が予想するインフレ率である。

BEIは10年物利付国債の利回りと物価連動国債の利回りとの差異で表わされる。従って、

$$\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{BEI}$$

という関係にある。

BEIの推移（財務省公表）は、2021年に0.1%程度だったのが、直近22年1月には0.58%となり、過去1年間では+0.5%のジリ高基調を辿っている。

米国 :

2021年10～12月期の実質GDP成長率（速報値、前期比年率換算）は+6.9%。6四半期連続のプラス成長で、前期の+2.3%から加速した。個人消費が+2.0%から+3.3%に伸び、設備投資も+2.0%に回復した。

【 アトランタ連銀 GDPNow 】

1～3月期のGDP成長率予想は2月25日時点で+0.6%。1月から予想が開始されて、+1%前後での推移が続いている。

昨年10～12月期の+7%成長基調、1～3月期のBlue Chip コンセンサス予想の+2%予想から厳しめの予想。

1月の卸売物価指数上昇率は前年同月比+9.7%で、前月比▲0.1pt. で一服状態。

消費者物価上昇率（1月）は前年同月比+7.5%、12月（+7.0%）から加速、1982年2月以来の大幅な上昇となる。コアベース（除く食品、エネルギー）は同+6.0%で12月（+5.5%）から加速している。FRB目標（+2%）を10ヵ月連続で超えている。

雇用統計（1月）は、オミクロン株感染拡大による休職者、自宅療養者の扱いによる実態把握が難しくなっている。

非農業部門の雇用者数は、前月比+46.7万人増。事前予想（15万人）を大幅に上回る。モデル変更による改定により、先月発表された12月分は+19万人から+50万人に上方修正された。失業率は4.0%（前月比+0.1pt.）。

時間当たり平均賃金は前月比+0.7%、12月+0.5%、11月+0.4%から加速している。前年同月比でも+5.7%、11月（+4.7%）から加速している。

FRBが重視している「個人消費支出（PCE）物価指数」の1月分は、コアベース（除く食品、エネルギー）で前年同月比+5.2%で、11月（+4.7%）、12月（+4.9%）から加速している。雇用コスト指数（2021年10～12月期）は、前年同期比+4.0%の上昇で20年ぶりの伸び率。民間企業は+4.4%。

## 欧州圏 :

ユーロ圏の2021年10～12月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%、4～6月期(+2.2%)、7～9月期(+2.3%)から鈍化。前期比年率では+1.2%。国別ではドイツが前期比▲0.7%、ロックダウンしたオーストリアは同▲2.2%。フランスは+0.7%、イタリアは+0.6%、スペインは+2.0%。ドイツのマイナス成長率は3四半期ぶり。

足元は景気への不安材料が多い。

- ① オミクロン株の感染拡大による行動制限の影響
- ② 半導体不足などからの自動車生産の影響や供給網の混乱
- ③ エネルギー価格高騰の影響

欧州連合（EU）の欧州委員会は2月10日、「冬期経済見通し」を公表した。

ユーロ圏の22年物価上昇率を前回（21年11月時点）の2.2%から3.5%に、23年を1.4%から1.7%に引き上げた。

ユーロ圏の消費者物価（1月）は前年同月比+5.1%、12月（+5.0%）から上昇モーメントに歯止めかからず、過去最高の上昇率が続く。除くエネルギー、食品のコアベースも+2.7%から+2.6%に鈍化した。

英国の消費者物価指数（1月）は前年同月比5.5%、11月（+5.1%）、12月（+5.4%）からさらに加速している。1992年3月以来30年ぶりの水準。エネルギー価格上昇、人出不足、供給不足が影響している。

## 新興国（中国）

卸売物価（1月）は前年同月比+9.1%、10月（+13.5%）をピークに鈍化傾向が続いている。石炭が+51%、石油・天然ガスが+38%の値上りと鎮静化。

消費者物価（同）は前年同月比+0.9%で、12月（+1.5%）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12月と同じ。

日本 :

10～12月期実質GDP成長率（速報値：2月15日発表）は前期比+1.3%、年率換算+5.2%で、2四半期ぶりのプラス成長に回帰した。事前予想（日本経済研究センターの「ESPフォーキャスト」：+6.5%）は下回った。5四半期連続でプラス成長とマイナス成長を繰り返している。

実質GDPの年率換算金額（=541兆円）は、新型コロナウイルスの感染拡大前のピークだった2019年10～12月期と比較しても▲1兆円程度下回っている。欧米主要国と比較しても、日本の回復力は鈍い。

日本経済研究センターの「ESPフォーキャスト」での1～3月期実質GDP成長率予想は前期比年率+1.7%、1月予想から▲3.3%下方修正された。消費者物価上昇率は22年4～6月期に+1.2%まで上昇するという慎重な予想。

企業物価指数（1月）は前年同月比+8.6%で、12月（+8.7%）から高水準横這い、11ヵ月連続のプラス。

消費者物価（1月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+0.2%で、12月（+0.2%）から横ばいの伸びだが、5ヵ月連続のプラス。

エネルギーが+17.9%（12月：+16.4%）と続伸。エネルギー全体の指数押し上げ寄与は+1.23pt.。

携帯電話通話料金が▲53.6%値下がりした寄与が▲1.95t.ある。この影響を除外すれば、実態は+2%前後の上昇率に達している。剥落するのは今春以降。

今後の物価上昇要因はしばらく継続。

- ・ エネルギー価格の上昇
- ・ 日米金利差を背景としたドル高・円安基調
- ・ 半導体不足とサプライチェーンの混乱による供給要因

今後の物価上昇のカギを握るのが、

- ・ 賃金上昇の程度（実質所得と消費マインドへの影響）
- ・ 内需景気の低調度合い

物価上昇に弾みがつく、それが持続するとみるエコノミストはまだ少ない。

## IV. 金融政策・金利動向・債券市場の見通し

### 米国

2月6日に、1月25・26日開催のFOMC議事要旨が公開されると、次回3月の会合での利上げ実施の可能性が一層強まり、さらにその先のペース加速の観測も強まった。

これまでの認識・判断の遅れを取り戻すかのように、FRBの高官ならびに地区連銀総裁による「利上げ踏み込み」発言や「保有資産削減」発言が相次いでいる。

ブロード・セントルイス連銀総裁はCPIの結果発表（2月11日）を受けて、「7月初旬までに（＝3回のFOMC開催で）1%の利上げが必要になる」と語った。金利先物市場では、3月の次回会合での0.5%の利上げ観測が20%台から90%台に急伸した。

ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁は2月18日、「3月のFOMCでの利上げが適切だ」と表明した。一部で浮上している0.5%の利上げには慎重な姿勢を示した。ボウマンFRB理事は2月21日、「3月のFOMCでの利上げを支持する」とした。デイリー・サンフランシスコ連銀行総裁は2月23日、3月の利上げを支持した。ウォラーFRB理事は2月24日の講演で、3月の次回FOMCで利上げに踏み切り、「今年半ばまでに100ベースポイント引き上げたい」と明言した。FRBの保有資産の縮小を開始する時期は、「7月までに始めることを支持する」とした。

バンク・オブ・アメリカは1月28日、今年の利上げ回数予想を7回に修正（＝3月以降の毎回のFOMCで0.25%の利上げ実行）した。

1月の雇用統計と消費者物価上昇の結果を受けて、金融市場は年内6回の利上げ（＝0.25%ずつで+1.5%利上げ）の可能性を織り込み始めた。

10年物長期債利回りは2月10日、2.05%を付けた。2年短期債利回りは1.6%を超えて2年ぶり高水準になった。

「利回り曲線（＝イールドカーブ）のフラット化」も一段と進んだ。

2年債利回りは直近1.6%前後、10年債利回りは2.0%前後の水準に上昇したので、2年債と10年債の金利差は0.4%、まで縮小してきている。

中期債ゾーン（5～7年債）での、流動性プレミアム付きの利回り上昇から、“逆イールド状態”が発生しやすくなっている。

“逆イールド状態”は「将来の景気後退」を示唆することが知られている。

オーストラリア準備銀行（RBA）は2月1日、2020年3月に導入した量的緩和政策を終了することを決定した。

#### 【 FRBの金融引き締め転換がもたらすリスク 】

2020年3月から始まった新型コロナウイルスの感染拡大による金融市場の混乱「コロナショック」に際して、FRBが迅速に金利をゼロ水準に引き下げ、量的緩和に踏み切ったことで、経済混乱・金融市場崩落は回避された。

2年間に及ぶ非常時の過渡的措置は奏功したが、新型コロナウイルスへの対応への金融的措置の必要性は薄れ、むしろ行き過ぎた金融緩和による弊害（＝カネ余りがもたらしたバブル的・投機的現象）が目立つようになった。それでもFRBは、直近まで「物価上昇は一時的」との現実認識・公式見解を変えようとはしなかった。

FRBは「インフレ判断・対応の遅れ」に加えて、「FRB保有資産の膨張」の弊害・副作用への配慮から、“金融政策の正常化”に急速に舵を切ることになった。

“金融政策正常化”への動き（＝平時への巻き戻し対応）は、価格が高騰してバブル状態にある金融市場・商品においては、価格下落リスクと金融システミック・リスクがあると、木内登英日銀元審議委員（野村総研エグゼクティブ・エコノミスト）が警告している（月間資本市場：2022年1月号）。

警戒すべき金融商品としては、

- ① ハイイールド債
- ② BBB格社債
- ③ CLO（ローン担保証券）
- ④ ABCP（資産担保コマーシャルペーパー）

これらの金融商品を数多く保有している、銀行以外の金融機関の“破綻リスク”と“金融リスク”の「悪循環に要警戒」としている。

- ① ヘッジファンド
- ② ETF（上場投資信託）
- ③ 投資信託
- ④ プライムMMF
- ⑤ 生命保険会社

## 欧州

ECBは2月3日の理事会では現状の金融政策を維持した。

ラガルド総裁は、2022年内の利上げを「(物価などの)データ次第」と説明した。これまで一貫して否定していた緩和維持方針を転換した。

ドイツやフランスの長期金利は、ラガルド総裁の発言を受けて急伸した。

ナーゲル・ドイツ連銀総裁は2月9日、「ECBによる利上げが年内にもあり得る」と述べた。

クノット・オランダ中銀総裁も10～12月に利上げがあるとの見通しを示した。その結果、ECBのフォワードガイダンスが「利上げを開始する前に債券購入を終了する」としているので、「資産購入は9月に終了する」との観測が強まってきた。

イングランド銀行（BOE）は2月3日、政策金利を年0.5%に引き上げ、前回2021年12月に続いて追加利上げに動いた。政策委員9人のうち4人は、利上げ幅を0.5%と主張した。

## その他の欧米諸国、新興国

ブラジルは2月2日、政策金利を10.75%に+1.5%引き上げた。8会合連続の利上げ。エコノミストのコンセンサス予想は、5月に12%まで引き上げられた後、12月には利下げになるとしている。ゴールドマンサックスは13.75%まで引き上げられるとしている。22年のGDP成長率は0.3%で、昨年予想した4.7%から大幅に下方修正となっている。

メキシコは2月10日、政策金利を+0.5%引き上げて6.0%にした。利上げは6会合連続。

ロシア中銀は2月11日に8会合連続となる利上げを実施した。政策金利を現行の8.5%から9.5%に引き上げた。次回会合（3月18日）での追加利上げを示唆した。2月28日にロシアルーブルが1ドル=119ルーブル台まで約30%の暴落となったことから、ロシア中銀は通貨防衛の為に、政策金利を9.5%から20%に大幅に引き上げた。

インドネシア中銀は2月10日、今年7～9月期以降での預金準備率引き上げを表明した。

2021年から直近までで、「インフレ抑制」「通貨防衛」の為に利上げを実施した新興国は33カ国に達している。

- ・ 政策金利引き上げ中 … ロシア、ポーランド、チェコ、ブラジル、メキシコ、南アフリカ、チリ、韓国
- ・ 政策金利引き上げ予想 … インドネシア
- ・ （参考）政策金利を引き上げた欧米先進国  
… アイスランド、ニュージーランド、ノルウェー、英国

米国FRBに先行して2021年から利上げを開始しているブラジル、ロシアなどは、利上げサイクルが最終局面に近づいているとの観測も出始めている。



## 日本

短期金利の将来予想での1年先（2023年春）がプラス圏となってきた。

1年後には日銀による「マイナス金利政策の解除」を市場は織り込み始めている。

OIS（Overnight Index Swap：一定期間のオーバーナイト無担保コールレートと固定金利を交換する金利スワップ取引）市場では、日銀の金融政策スタンスに対する市場の予想を表している。2023年2月からの1年間での契約状況では、固定金利がプラス圏に浮上してきている。23年4月に任期切れを迎える黒田総裁の後に金融政策の変更があるとのシナリオが現実味を帯びてきている証左である。

日銀が金融緩和を修正するとの思惑からの債券売りが続いた。

10年債利回りは2月4日、0.2%まで上昇した。2016年1月29日以来6年ぶりの水準を付けた。

9日には0.215%の高水準を付けた。日銀が許容する変動幅の上限である0.25%に接近したことから、「臨時オペ」実施との観測が広がった。

10日には0.23%まで上昇したので、日銀は「臨時の国債買い入れ」を14日に実施すると発表した。0.25%の利回りで無制限に国債を買い取る「指し値オペ」の実施に踏み切った。「指し値オペ」の発動は2018年7月以来3年半ぶり。今回の日銀の購入に応札する金融機関はなく、応札額は0円だった。

## 債券市場見通し

先進国での政策金利の変更見通しは以下のとおり。

- ・ 政策金利の引き上げ実施 … 英国（21年12月）
- ・ 政策金利の引き上げ検討 … 米国（22年3月？）、カナダ（同？）、ユーロ（年内？）
- ・ 量的緩和策を終了 … オーストラリア（22年2月）、ユーロ（3月）
- ・ 量的緩和策を継続中 … 日本

F R Bは1月下旬のF O M Cで、「利上げに踏み切る」姿勢を鮮明にした。

その根拠（先行きの不透明要因・懸念材料）としては、

- ① エネルギー価格
- ② 地政学リスク（ロシアのウクライナ侵攻）
- ③ 中国の感染封じ込めによる世界的な供給面でのボトルネック
- ④ 米国の労働市場における最大雇用状況
- ⑤ オミクロン株の感染拡大鎮静化後の需要急回復

前回の利上げ開始時点（2015年末）と比較すると、「物価と雇用の水準と見通しが“はるかに強い”」ので、「利上げペースを早める」ことが正当化される、とまで踏み込んでいる。

	2015年	2022年
・ 失業率	: 5.0%（11月）	4.0%（1月）
・ コアCPI上昇率	: 1.3%（10月）	6.0%（1月）

2015年末からの利上げ局面は、12月16日の利上げによりゼロ金利が解除され、2016年に1回、2017年に3回、2018年（最後は12月19日）の4回と都合9回で+2.25%の利上げが実施された。

金利先物市場から見た2022年内での利上げ回数は、5回以上が80%、6回以上でも50%と予想している。

O I S市場（翌日物金利スワップ取引）では、23年6月までに2%台への政策金利の上昇を見込んでいる。ちょうど「中立金利」水準に相当する。

昨年から今年明けまで、F R Bは「物価上昇は“一時的”」との公式判断を繰り返してきたので、F R Bは物価上昇の動きに対して後手に回ったとの批判が強まった。従って、今後の対応は想定以上にインフレ上昇を抑えにかかる（=失地挽回に動く）可能性がある。F R Bによる「オーバーキル・リスク」（=リセッション到来リスク）が想起される。

ゴールドマンサックスは2月10日、年内の利上げ回数予想を従来の5回から7回に引き上げた。3月のFOMC会合での0.5%の利上げ予想が増えてきている。

ECBの“タカ派転換”はサプライズだった。

「緊急買い取り制度」は3月末で打ち切る、段階的緩和縮小を進める。

ユーロ短期金利（ESTR）スワップ市場での1年後の利上げ回数の予想は3回（=0.3~0.5%）に高まった。

英国のポンド翌日物平均金利（SONIA）スワップ市場での1年後の利上げ予想は4~5回（=+1.0~1.25%）となっている。

「金融引き締め」のスケジュール形態は、

“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っている。

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。2013年の「異次元緩和」導入時での最重要目標とした「量的緩和」は既に正常化している。

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。

短期的には国内投資家は長期国債の買い意欲を強めている。海外要因（FRBの判断修正）、日銀要因（政策変更への思惑）、需給要因（株式買い&債券売りリバランス）などから金利が上昇したが、何れも一過性で日本のファンダメンタルズ要因（低成長&低物価）は海外諸国と比較しても相対的に変わらないという弱気見通しによる。長期金利が0.25%水準に近づけば、日銀が買いを入れる、という安心感（?）も拠り所となっている。

日銀は「円安は日本経済にとって全体としてはプラス」と判断しているので、

- ① 日米金利差拡大をしばらく放置する為に長期金利の抑え込みを図る
- ② 外部要因（原油・資源価格高）と国内要因（携帯電話料金の影響一巡）による物価上昇率が2%を超えてくることを望んでいる
- ③ 10年間継続した「異次元緩和（＝黒田バズーカ）」金融政策の、ハッピー・エンディングでの花道勇退を狙っている

【 3か月間の想定レンジ 】

米国長期金利（10年国債：1.967%） : 1.70↑ ~ 2.50%↑

日本長期金利（国債指標物：0.180%） : 0.15↑ ~ 0.25%↑

## V. 為替動向と見通し

ユーロは、2月上旬にECBによる金融緩和縮小観測と、ラガルド総裁の会見発言を受けて、1ユーロ=1.14ドル台まで上昇した。

英ポンドも、金利上昇を受けて1ポンド=1.36ドル台まで強含んだ。

米ドルは、2月中旬に日米金利差拡大を意識したドル買い・円売りが進んで、1ドル=116円台までのドル高円安となった。

1月からのウクライナ情勢緊迫化にもかかわらず、円相場の2月の月間変動幅は2円ほどにとどまっていた。しかし、ロシア軍がウクライナに侵攻したことから安全資産とされる円が買われて、24日のドル円相場は1ドル=114円台前半と3週間ぶりの円高・ドル安水準をつけた。その後は、米ドルが買われて115円台の米ドル高となっている。

ロシアルーブルは、ウクライナに侵攻したことで1ドル=80ルーブル台の2年ぶりの安値を付けた。その後、週明け28日には119ルーブルまで約30%下落した。

### 為替見通し

ドル・ユーロ・円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  |
|           |     | ECBの金融引き締め転換 | => | ユーロ高   |
|           |     | 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      | => | 円高要因   |
|           |     | 日本景気の減速      | => | ドル高要因  |
|           | ... | 米国のインフレ加速    | => | 円高要因   |
| ③ リスク要因   | ... | ロシアウクライナ侵攻   | => | ドル高要因  |
|           |     |              | => | ユーロ安要因 |
|           |     |              | => | 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、ドル高要因が増えてきた。

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
	… ②（経済・物価要因）	日本景気の減速懸念
	… ③（リスク要因）	ロシアのウクライナ侵攻
ユーロ高要因	… ①（金利格差要因）	E C Bの金融緩和終焉転換
円高要因	… ②（経済・物価要因）	米国景気の減速懸念

中期的にもドル高要因が多い状況は不変。F R Bの金融政策正常化、日米金利格差に加えて、地政学リスク（米中対立からロシア侵略）の一層の顕在化は“米ドルの強気要因”。

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

ユーロも金融政策、資金需給面からの「ユーロ買い」要因が強まってきていたが、ウクライナ侵攻は地理的に見て「ユーロ安」要因。

- ① E C Bの2022年内の利上げ実施
- ② 大幅な経常黒字
- ③ 売り越しポジションだったユーロの買戻し

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (115.13円) : 110 ~ 118円

ユーロ円レート (129.29円) : 126 ~ 135円

## VI. 株式市場の動向と見通し

### 外国株

NY株式は1月4日の高値(=36799ドル)から2月23日の直近安値(=33131)までちょうど▲10%下落した。

ナスダック市場は2021年11月に史上最高値(16212)を付けたが、2月24日のウクライナ侵攻の日には12587まで下押し、下落率は▲22%。

ハイテク株(=GAFAM)売りが止まらない。「宴は終わった」

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、金利上昇局面入りに転換したので、当面は慎重・警戒的にならざるを得ない。

割高状態にあるNY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。

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。

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い。

2021年10～12月期の決算発表は、事前予想を+6%上回る好調さだった。

22年1～3月期の利益見通しは、半数以上が従前の予想を下回る結果となっておりモーメントは暗転している。今後の原材料高、人件費高騰の影響からは、企業業績の一段の下振れするリスクがある。

米国株式はファンダメンタルズ要因の悪化：

- ① これからの景気鈍化
- ② 政策金利引き上げと金利上昇のポテンシャル
- ③ 企業業績の下方修正

を完全には織り込んでいない。一段の下落リスクがある。

3月15・16日開催の次回FOMCでの利上げ決定の前後には、思惑が高まるのと不透明感(=地政学リスク)から引き続きボラティリティの高い展開が予想される。

FOMC後の声明とパウエル議長のコメントにも要注目。



## 日本株

### (1) 企業業績

《 日経平均 業績・資産予想 》

	(12月24日)	(1月26日)	(2月25日)
株価	28782円	27011円	26476円
PER	13.77倍	13.31倍↓	12.75倍
EPS	2090円↑	2029円↓	2077円↑
PBR	1.26倍	1.22倍	1.18倍
BPS	22843円	22140円↓	22439円↑

EPS（1株当たり利益）は2月前半までは引き下げ気味に推移していたが、最終的に集計値がまとまると上方修正された。株価の下落により、PER（株価収益率）は12倍台に低下してきた。

### (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。2月に入って14日（＝国債の指し値オペを発動した日）に買い入れ実行したが、ウクライナ侵攻後は静観の構え。

政府が進める新規株式公開（IPO）の値付け見直しにより、マザーズ市場銘柄は大幅な株価下落に至る。初値が高寄り（＝公開企業、創業者に優しい）し、その後は公開価格を割り込む企業が多い長年の慣行が嫌気されている。

海外投資家は日本のIPOから資金を引き揚げている。

## 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。

2月に入って27880円（2月10日）まで戻したが、上記①米国金融政策要因、③ロシアのウクライナへの侵攻（地政学要因）の一段の弱気材料から、再度下値を探る動きとなった。

24日には25775円まで下落、年初高値から▲3613円（▲12%）の調整。

▲10%以上の下落率は「弱気相場」入りの本格調整局面。

移動平均線はいずれも下向きに転換した。特に200日移動平均が、12月の高値（＝29000円）をピークに下向きとなったことは調整に時間がかかることを示唆している。

今後の注目材料（＝弱気材料が転換するか）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
- ② 岸田政権の経済政策『新しい資本主義』『成長と分配の好循環』の具体策
- ③ 株式市場に冷淡な「株式の配当・売買にかかる金融所得課税の強化」策と「四半期決算情報開示の後退姿勢」
- 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要因による企業業績動向
- ⑤ 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

