

投資環境と金融市場の見通し（103）

2022年3月25日

田淵英一郎

I. 【 現状認識・見通し 】

< 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、「新冷戦時代」に突入した。欧州・米国・日本とロシア・中国の2大ブロック圏における、政治・外交・軍事・通商問題での多面的衝突が露わになる。
- (2) 米国における今次のロシア対応は、事前想定のごさとお勃発してからの軟弱さにより抑止姿勢を最初から放棄。結果としてバイデン政権の低落に拍車がかかり、今秋の中間選挙で民主党は敗北して議会の多数派を失う。それは米国の更なるパワーダウンと混迷につながる。
- (3) 中国は今回のロシアの侵攻方法、ウクライナの抵抗度合い、欧米からの制裁の経緯と帰趨を見守っており、習近平体制の強化と将来の「台湾侵攻」に備えている。今回の帰着は今後の東シナ海情勢に一段と緊張感をもたらす。

< マクロ経済、金融政策 >

- (1) ロシアからの天然資源・穀物の供給停止と欧米による経済制裁発動は、新型コロナでダメージを受けた世界経済にとって、更なる景気鈍化圧力とインフレ加速要因になる。
- (2) インフレ上昇に歯止めがかからず。“スタグフレーション”観測が強まる。
- (3) FRBによる金融政策の変更（ゼロ金利政策解除）が3月16日に行われたが、+0.25%の引き上げとマイルドだったことから、次回以降の引き上げ幅を強める必要に迫られる。「有事での利上げ」という難しい舵取りを担う。
- (4) 日本の消費者物価は4月以降に政策目標（+2%）を超えてくるが、日銀は黒田体制（2023年4月まで）での政策変更を行う意向はなし。
- (5) 海外金利の上昇圧力、日本円の独歩安推移から、前倒しの政策変更（ゼロ金利解除）に追い込まれる可能性が出てくる。

< 債券、為替市場 >

- (1) 利上げのフロントランナーとなる米国の長短金利には継続して上昇圧力が続く。欧州主要国金利もこれに追随する。日本にも徐々に上昇圧力が押し寄せる。
- (2) 金利差要因と地政学リスク要因と需給要因から米ドルの強含み展開が続く。
- (3) 円は主要通貨に対して独歩安の様相。1ドル=125円までの円安進行予想が増えてきた。
- (4) 過去の経緯（黒田総裁による牽制発言）から、1ドル=125円への接近では日銀は口先介入でブレーキを掛ける。

< 株式市場 >

- (1) ウクライナ情勢の混迷（=地政学リスク）、原油・穀物価格の高騰（=インフレリスク）、米FRB、欧州ECB、英BOEによる金融政策の引き締め転換・前倒し観測の高まり（=金利上昇リスク）などの3重苦が明らかとなり、株式市場への波乱要因は続く。
- (2) 新型コロナ感染拡大による需要落ち込みからの回復は一巡する一方で、今後は供給・輸送面での制約、原材料費・物流費・人件費・金利などのコスト増加要因が目白押し。企業業績には下方修正圧力が強まる。22年1～3月期から増益モーメントは鈍化し“減益リスク”が高まる。
- (3) 日本株は欧米株に比べての出遅れ感があり、外国人投資家が売り越し基調でアンダーウェイトしているという買い材料もあるが、
 - ・ 東京証券取引所における市場再編・改革の期待倒れ
 - ・ 主要企業の不祥事やガバナンス改革の遅れ
 - ・ 岸田政権による「新しい資本主義」の実態が依然として不透明
 - ・ 7月予定の参院選挙の為の経済対策の有効性などの不透明感やマイナス材料もあり、当面は底根固めのボックス圏での推移が続く。

【 ロシアのウクライナ侵攻 】

ロシアは事前のシミュレーションに基づくウクライナ侵攻を実行して、1ヵ月が経過した。周辺国に軍備を配置し、侵略する大義名分を準備し、サイバー攻撃によるタイミングと欧米側の反応を考慮しながら、北京オリンピックの終了に合わせての行動であった。

ウクライナ政府・軍隊・民間人が一致団結して抵抗したことと、海外の政府・組織が迅速に強力かつ具体的な制裁措置と支援を行ったことは、プーチン大統領の誤算。

ロシア本国からの軍事装備・燃料・食料のロジスティックスに綻びがあるとされる。演習だと騙されて派遣され侵略した部隊もあり、戦闘の長期化により士気が低下していると観測されている。

ロシア軍はプーチン大統領の指示により3月1日、「戦略核兵器」の運用部隊が“特別態勢”に入った、と発表した。「核兵器」の使用を仄めかすことで相手を強圧する段階にエスカレートした。短距離ミサイルの「戦術核」（射程距離500km以下）でなく、大陸間弾道ミサイル（ICBM）にである「戦略核」兵器に飛躍したことが、怖さと憶測を呼んでいる。

首都キエフへの本格侵攻を継続しており、「ゼレンスキー大統領の追い出し（暗殺、逃亡）」と「傀儡政権の樹立」を最終ターゲットとしているが、ウクライナによる抵抗、兵站線の膨張、軍事物資・食料のロジスティックス不足の露呈などから難航している。英国経済回復センターの分析によると、ロシアは侵攻開始から最初の5日間で装備や兵士の死傷により約70億ドルを失った。戦費として1日あたり約200億ドルがかかっている。

ロシア軍は第1次チェチェン紛争（1994～96年）の時に、首府グロズヌイを無差別砲撃・爆撃して市民3万人（全人口の10%）が犠牲になった。

首都キエフの人口は190万人、民間人が火炎瓶と自動小銃でロシア軍と市街戦を行おうとしている。

仮に、キエフが陥落し暫定傀儡政権が成立しても、ウクライナ人のロシアに対する憎悪と抵抗からゲリラ戦が続き、ウクライナでの戦争は長期化する可能性がある。

当初の目的（上記）の達成に時間がかかればかかるほど、膠着状態が続くほど、
（裸の王様状態？の）プーチン大統領が強硬姿勢を強める可能性がある。

現状で想定されるシナリオとしては、

- （１）ウクライナが世界的な支援体制を受け続けることで、ロシアは当初の目的を完遂出来ず、戦費も枯渇して停戦に追い込まれる。プーチン政権は自壊する。
（プーチン体制崩壊シナリオ）… 40%
- （２）プーチン大統領が軍事行動に踏み切り、徹底的な蛮行を始めた以上、後戻りはできない。時間がかかってもキエフでの市街戦、ゼレンスキー体制の崩壊、ウクライナの実質支配まで完遂する。世界からの非難・制裁は継続する。
（泥沼化シナリオ）… 40%
- （３）プーチン大統領が膠着状況に業を煮やし、「化学兵器」「（戦術）核兵器」の使用にゴーサインを出し、NATOとの緊張感が高まり軍事衝突となる。
（カタストロフィー・シナリオ）… 10%
- （４）クレムリン内部での反プーチン派（欧米とのインテリジェンス）による暗殺・排除・政権崩壊により終結する。
（インテリジェンス・シナリオ）… 10%

ロシアへの金融制裁として、

- ① 大手・中堅銀行7行を「国際銀行間通信協会（SWIFT）」から排除。最大手のズベルバンク、ガスプロムバンクは欧州のエネルギー事情を考慮して見送り。
- ② 米国はズベルバンクなどのドル取引を禁止。エネルギー貿易決済を担うガスプロムバンクは制裁見送り。
- ③ ロシア中央銀行が保有する外貨準備（米ドル、ユーロ、円）を、ルーブル防衛を封じる狙いから凍結。

国際金融協会（IIF）によると、ロシアの輸出入に占めるドル決済の割合は55%。
ロシア人の預金の20%が外貨建て。

ロシア中銀が海外中銀に保有する外貨資産（ドル、ユーロ、円など）での外貨準備に対して、経済制裁として初めて凍結したのは効果が大きい。

「東西冷戦の終結」「デタント」「自由貿易&グローバル投資時代」は終焉した。

米国のスタンスは一貫している。

- ① NATO加盟国、同盟国（日本・韓国）が侵略されれば軍事力の行使により最大限防衛するが、非同盟国の場合は行使しない
- ② 核戦争・第3次世界大戦の偶発・勃発は回避する

バイデン政権は、ロシアがウクライナ侵攻する1ヵ月前から、「米国・NATOがウクライナに軍隊を派遣することはない」と明言してしまった。

- ① 武力行使の放棄を明言したことでロシアのウクライナ侵略を阻止できなかった
- ② 「核兵器使用」まで仄めかすロシアとの「核戦争」は回避する姿勢
- ③ 米国はイラン、アフガニスタン、北朝鮮との“国際紛争疲れ”意識がある
- ④ 新型コロナ感染対策への財政負担の膨張から軍事予算まで増やしたくない意向

中国は、第13期全国人民代表大会（全人代、）の第5回会議が3月5日から11日まで開催された時期であり、今回のロシアによるウクライナ侵略をつぶさに観察するとともに、今後の対外関係についての発言・行動に思慮を巡らせている。

将来予想される「台湾（軍事）侵攻」においてシミュレーションを深める。

- ① ロシアの準備行動（「ハイブリッド」戦争）から実際の侵攻プロセス
- ② ウクライナの抵抗行動と避難民の動向
- ③ 米国、NATO、G7、国連の結束と軍事支援（武器供与）の内容
- ④ 米国・EUからの経済制裁の内容とその影響
- ⑤ 欧米の主要メディアの論調

などを細かく分析している。

中国は「台湾の独立」の動きについては、武力行使してでも阻止すると明言している。

ロシアは中国との経済的・軍事的結びつきを今後一層強めていく。

中国軍とロシア軍は既に過去幾度となく「合同軍事演習」を行っている。

EUが経済制裁をさらにエスカレートさせ、ロシアの天然ガス、原油、石炭の輸入量の大幅削減に踏み切った場合、ロシアは今以上に中国との通商依存を高める行動を取ろうとする。中国の判断が注目されるが、習近平体制を危うくはしたくないので、“是々非々”スタンスと思われる。

【 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 >

世界の新型コロナウイルスの感染者は、3月に入って再び増加に転じてきた。

欧州（ドイツ）、アジア（韓国、ベトナム、中国）を中心に規制が撤廃・緩和されたことが背景。

オミクロン型の派生型「BA. 2」も感染拡大している。英国では70%が、米国は35%が派生型となっている。

韓国は3月9日投開票の大統領選挙があり、オミクロン型による感染者が1日あたり60万人を超えて世界最悪水準となった。家庭内感染が急増した。

ワクチン接種が進んだこともあって、死者・重症者は増えていない。

米国7980万人（+101万人、前回：+662万人）、インド4301万人（+293万人：+281万人）、ブラジル2969万人（+111万人：+424万人）、フランス2452万人（+182万人：+529万人）、英国2056万人（+166万人：+275万人）、ドイツ1905万人（+432万人）、ロシア1738万人（+169万人：+464万人）

足元の状況は、

ピークアウト・鎮静化	…	米国、インド、ブラジル、フランス、ロシア
再度増加に転換	…	英国、フランス
ピーク更新中	…	ドイツ、韓国、

など国別によってパターンは異なり、跛行性がある。

今後は「BA. 2」型による感染拡大が予想されている。

さらに最近では、デルタ型とオミクロン型からの新たな変異型「デルタクロン」が米欧で見つかっている。

2. 日本の感染、対策状況

< 感染状況 >

今回の「第6波」の減少ペースは、第5波や事前想定とは違って減少テンポは緩やか。
1ヵ月前のピークからの減少率は4割にとどまっている。

- ① ワクチンの3回目接種の遅れ
- ② 小児の感染拡大
- ③ PCR検査の陽性率（60%台）の高さ
- ④ 検査件数の少なさ、公表の不正確さ、検査に必要な抗原検査キットの不足

感染確認者累計（3月22日）は615.6万人（2月25日：482.6万人）。
増加数は前回+246.7万人（1日平均8万人）から+133.0万人に減少。
死亡者数は2万3069人（+4467人）から2万231人（+4183人）に。

< 感染対応措置 >

「まん防措置」「3回目ワクチン接種」「外国人入国規制」は着々と緩和・実行された。

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。さらに18都道府県を21日まで延長したが同日解除した。感
染者数自体はまだ一定水準に留まっているが、重症化比率が低いことを根拠
とした（これまでの第5波までとは判断基準を変えた）。

新型コロナウイルスの水際対策として、外国人の新規入国者の総数上限を3500人と
していたのを、3月1日から変異型「オミクロン型」対策をとる前の5000人に戻し
た。14日からは7000人に引き上げた。

ワクチンの3回目接種は3月15日時点で3926万回（接種率＝31.0%）。うち6
5歳以上の高齢者へは2552万回（同＝71.4%）。

4回目の接種に向けての動きが加速している。1億4500万回分（ファイザー製
7500万回分、モデルナ製7000万回分）の今年後半に輸入する目処が立った。
早ければ5月にも4回目接種の実施を計画し、3回目の遅れと参院選挙を意識。

【 岸田政権の政策と参院選挙 】

内閣支持率は2月までは新型コロナの第6波感染拡大によりジリ貧となっていたが、ロシアのウクライナ侵攻が続くと、最近の支持率は持ち直しに転じてきている。

- ・ 日経新聞（ 2月27日）… 支持55%（▲4%）、不支持31%（+1%）
- ・ 読売新聞（ 3月 7日）… 支持57%（▲1%）、不支持28%（ 0%）
- ・ NHK（ 3月14日）… 支持53%（▲1%）、不支持25%（▲2%）
- ・ 時事通信（ 3月14日）… 支持50%（+7%）、不支持21%（▲4%）
- ・ 毎日新聞（ 3月19日）… 支持48%（+3%）、不支持38%（▲8%）
- ・ 朝日新聞（ 3月20日）… 支持50%（+5%）、不支持25%（▲5%）
- ・ 共同通信（ 3月20日）… 支持60%（+4%）、不支持22%（▲5%）

賞味期限が切れて支持率が低下気味の岸田首相にとっては、今夏実施予定の参院選挙での勝利が最優先課題。過去の自民党においては、参院選での敗北・政権交替（橋本内閣、安倍内閣など）はトラウマの歴史がある。

今国会は6月15日に閉会し、22日公示、7月10日投開票というスケジュールを想定している。参院選を意識した経済対策などが今後順次取りまとめられる予定。

- （1） 「経済財政運営と改革の基本方針（骨太の方針）」
- （2） 「新しい資本主義」の実行計画
- （3） 「経済安全保障推進法案」（経産省の肝入り）
- （4） 「こども家庭庁設置法案」（厚労省、公明党の肝入り）
- （5） 物価高・原油高（ガソリン税のトリガー条項）対策
- （6） 脱炭素・クリーンエネルギー戦略支援（設備投資への補助金）
- （7） 「デジタル田園都市国家構想」（DX推進&地方活性化）
- （8） 年金生活者臨時給付金（@5000円）？

などが狙上りする。

年金生活者臨時給付金は“筋の悪い政策（対策）”と批判が強まっている。

2600万人の年金受給者へ5000円を一律に配る（=1300億円）案だが、厚生年金・国民年金が新年度の4月分から▲0.4%（=900円）減額されるので、4・5月分の年金が振り込まれる6月15日に配布という露骨な選挙対策である。

Ⅲ. 内外景気

世界景気は減速トレンドを辿る。

『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2月まで7ヵ月連続の低下が続く。

	ピーク時期	直近時
OECD（全34カ国）	： 2021年7月（100.91）	7ヵ月連続（100.43）
米国	： 5月（100.63）	9ヵ月連続（100.01）
ユーロ圏（19カ国）	： 8月（101.20）	6ヵ月連続（100.75）
日本	： 7月（100.78）	7ヵ月連続（100.52）

バンク・オブ・アメリカによる機関投資家調査（3月15日）では、世界景気の減速と高インフレが併存する「スタグフレーション」予想が62%に、前月から2倍強に跳ね上がった。

調査機関カンファレンス・ボードによる米国主要企業の最高経営責任者（CEO）を対象としたヒアリングでは、「FRBが利上げをしてもインフレ圧力を和らげることはできない」との回答が75%に達した。輸送費・人件費のコスト上昇分を1年以内に販売価格に転嫁するつもりだとしたのが70%。

【 インフレ状況 】

○ 主要国物価上昇率（2月）

	卸売物価（1月分）	消費者物価（コア分）（同）
米国	： +10.0%（+10.0%）	+6.4%（+6.0%）
ユーロ圏	： (+30.6%）	+2.7%（+2.6%）
英国	： (+9.9%）	+6.2%（+5.5%）
中国	： +8.8%（+9.1%）	+0.9%（+0.9%）
日本	： +9.3%（+8.6%）	+0.6%（+0.2%）

卸売物価の2月の上昇率（前年同月比）は高止まり。3月は再度騰勢に弾みがつく。消費者物価はジリ高基調が続く。

米国 :

2021年10～12月期の実質GDP成長率（改定値、前期比年率換算）は+7.0%、速報値（+6.9%）から小幅の上方修正。6四半期連続のプラス成長。

【 アトランタ連銀 GDPNow 】

1～3月期のGDP成長率予想は3月17日時点で+1.3%。+1%前後での推移が続いている。

2月の卸売物価指数上昇率は前年同月比+10.0%で、1月分から横這い。

消費者物価上昇率（2月）は前年同月比+7.9%、1月（+7.5%）から加速、1982年1月以来の大幅な上昇率である。コアベース（除く食品、エネルギー）も同+6.4%で1月（+6.0%）から加速している。FRB目標（+2%）を11ヵ月連続で超えている。ガソリン価格、住宅費（家賃）の高騰が止まらない。

雇用統計（2月）の非農業部門の雇用者数は前月比+67.8万人、1月分（+48.1万人）から拡大した。事前予想（44万人）を大幅に上回る。

失業率は3.8%（前月比▲0.2pt）。

時間当たり平均賃金は前月比横ばい、1月（+0.7%）から鈍化した。前年同月比も+5.1%、2月（+5.7%）から鈍化。

欧州圏 :

ユーロ圏の消費者物価（2月）は前年同月比+5.8%、1月（+5.1%）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+2.6%から+2.7%に戻った。

ECBが3月10日発表した新しい経済・物価見通しでは、ユーロ圏の2022年のインフレ率予想は+5.1%、昨年12月時点の予想（+3.2%）から大幅に上方修正された。23年は+2.1%、24年は+1.9%。

英国の消費者物価指数（2月）は前年同月比6.2%、1月（+5.5%）からの加速が続いている。1992年3月以来30年ぶりの水準。3月以降も一段と高まる見通し。

英キャピタル・エコノミクスは天然ガス価格が高止まりすれば、ユーロ圏のインフレ率を1.5ポイント押し上げると試算した。

新興国（中国）

卸売物価（2月）は前月比+0.5%で4ヵ月ぶりのプラス。前年同月比は+8.8%で、昨年10月（+13.5%）をピークに鈍化傾向が続いている。

消費者物価（同）は前月比+0.6%で昨年10月以来の伸び、前年同月比は+0.9%で、1月と同じ伸び率だった。

日本 :

10～12月期実質GDP成長率（改訂値：3月9日発表）は、前期比+1.1%（速報値=+1.3%）、年率換算+4.6%（同=+5.4%）で下方修正。個人消費が前期比+2.7%=>+2.4%、設備投資が同+0.4%=>+0.3%、公共投資が同▲3.3%=>▲3.8%など、内需が脆弱である。

日本経済研究センターの「ESPフォーキャスト」（3月11日）での1～3月期実質GDP成長率予想は前期比年率▲0.2%、1月（▲3.3%）に続いて▲1.9%下方修正され、マイナス予想になった。

消費者物価上昇率は22年4～6月期に+1.6%（先月比+0.4%）まで上昇。

企業物価指数（2月）は前年同月比+9.3%で、1月（+8.6%）から更に加速。1980年12月以来41年ぶりの高水準。12ヵ月連続のプラス。

消費者物価（2月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+0.6%で、1月（+0.2%）から大きく伸びた。6ヵ月連続のプラス。

エネルギーが+20.5%（1月：+17.9%）と引き続き拡大。エネルギー全体の指数押し上げ寄与は+1.42pt.。

携帯電話通話料金が▲53.6%値下がりした寄与が▲1.48pt.（同：1.95pt.）

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。

企業物価上昇率から消費者物価上昇率を差し引いた両者の乖離幅は、1980年以来的水準に拡大している。今後は川下の消費者物価上昇に波及する。

連合が3月18日発表した、2022年春季労使交渉の第1回回答集計の結果では、ベアアップ（ベア）分を合わせた賃上げ率は平均2.14%。第1回集計時点で2%台を回復するのは3年ぶり。

第1回の集計結果はその後の中小企業の賃上げ交渉に影響する。

IV. 金融政策・金利動向・債券市場の見通し

米国

パウエル議長は3月2日、議会下院での証言で

- ① 3月15・16日開催のFOMCで0.25%の利上げを提案をしたい
- ② 保有資産（9兆ドル）を圧縮させる「量的引き締め」は今回は決定しない
- ③ 引き締め実施後から適切な規模に圧縮するまで3年程度かかる

3月15・16日のFOMCでは、

- ① 0.25%の利上げによる「ゼロ金利政策」解除
- ② 2022年内は7回の利上げ
- ③ 2023年は3～4回の利上げを見込み、政策金利は2.75%まで引き上げ
- ④ 保有資産を縮小する「量的引き締め」を早ければ次回5月に決定

などが決定された。①、②は事前予想通りだったが、③、④は新たな示唆となった。

ブロード・セントルイス連銀総裁（＝タカ派）は、従来から「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」としているので、唯一反対票を投じた。会合後には、「強い経済と高インフレからは政策金利が低すぎる。この状況に早急に対処しないとFRBの物価目標の信頼性が損なわれかねない」「年内に12回分に相当する利上げを実施し政策金利を3%に引き上げるべきだ」とのコメントを公表した。

「中立金利」（経済実勢に見合う政策金利の適正水準）の見通し想定を、従来の2.5%から2.4%に若干引き下げた。③で示すように、2023年にはこの水準を超える利上げを見込んでいることになる。今後も引き下げとの観測が強い。

パウエル議長が3月21日の講演で、「次回以降は0.5%の大幅利上げも選択肢」と示唆したことから、10年物国債利回りは2.3%台に達して、2019年5月以来2年10ヵ月ぶりの水準となった。

欧州

ECBは3月10日の理事会で、「量的緩和政策の縮小を加速させる」方針を決定した。新型コロナウイルス危機対応で導入した債券などの緊急買い取り制度を3月末で打ち切り、6月までに段階的に購入を縮小させ、緩和策を7～9月期に終了する、とした。金融政策は現状維持とした。

ドイツやフランスの長期金利は、一段と強含みの動き。

英国イングランド銀行（BOE）は3月17日、政策金利を年0.25%引き上げて0.75%とした。2021年12月、22年2月に続いて3会合連続の追加利上げに動いた。新型コロナウイルス感染拡大前の水準に戻した。金融政策の先行きについて「今後数ヵ月間で、さらに幾分緩やかに引き締めるのが適切」との認識を維持した。

その他の欧米諸国、新興国

米・欧・日によるロシアへの金融制裁発動から、3月に入ってロシアの「債務不履行（デフォルト）」懸念が急速に強まった。4月にデフォルトとなる確率が80%と観測された。

フィッチ・レーティングスは3月2日に長期外貨建て発行体格付けを「トリプルB」から「シングルB」に6段階引き下げた。6日には「Ca」に再度格下げした。

ムーディーズは3日、ロシア国債の格付けを投資適格の「Baa3」から投機的水準の「B3B3」に6段階引き下げた。

S&Pグローバルは8日、ロシア国営ガス大手企業の「ガスプロム」や石油大手の「ロスネフチ」など52社の信用格付けを、投機的等級の中でも信用リスクが極めて高い「トリプルCマイナス」に引き下げた。

21日には4月15日まで既存の信用格付け全て取をり下げると発表した。

3月の最初の支払い期限は16日、3月合計で7億ドルの支払い義務があった。
ロシア財務省は17日、16日に期限を迎えたドル建て国債の利払い1.17億ドルの利払いを実施したと発表した。
ロシアの10年物国債（ルーブル建て）の取引が3月21日に再開されたが、利回りは19%に急伸して、2月下旬比で+7%上昇した。

ロシア国債のデフォルト懸念は消えていない。

ロシア中銀の外貨準備高（6300億ドル）は、半分程度が凍結されている。外貨の資金繰り懸念、今後の元利払いへの不透明感、投資家による売り圧力は残っている。

実際にデフォルトしても金融システム全体に及ぼすリスクは限定的との見方もある。国際決済銀行（BIS）によるとロシア向けの対外与信残高は世界全体で1047億ドル、全世界の対外与信残高の0.3%。外貨建て国債の海外投資家の保有額は200億ドル程度。

米国のロシア向け債権は全体の16%程度、ウクライナ問題が米国の金融システムを揺るがす可能性はほぼ消失。

日本

10年債利回りは2月10日に0.23%まで上昇してきて、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、日銀は「臨時の国債買い入れ」を翌週月曜日14日に実施すると発表した。「指し値オペ」の発動は2018年7月以来3年半ぶりとなった。

その後、長期金利は反落したが、海外市場の金利の動きに連動する形で3月に入ってから再度強含んで反騰してきている。23日には0.225%まで戻ってきた。

債券市場見通し

FOMCでの経済見通しでは、物価について参加者16人全員が「上振れリスクがある」と回答しており、全員が一致したのは史上初めてである。

ということは、今回の引き上げ幅は小出しであり、必要な対応の先送りであり、今後の引き上げ幅が拡大する可能性が高い。

F RBはこれまで「物価上昇は“一時的”」との判断を繰り返し述べてきていた。

F RBはインフレ加速の動きに対して後手に回ったとの批判がつきまとっている。

今後は失地挽回の為に、今後の対応は想定以上にインフレ上昇を抑えにかかる行動に出る可能性がある。それは景気を「オーバーキル」(=リセッションリスク)させるリスクにつながる。

前回(1月25・26日)のFOMCの議論では、2015年の利上げ開始時点との比較で、「現下の物価と雇用情勢の方が“はるかに強い”」「利上げペースを早めることが正当化される」とまで分析・明言している。

	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18年12月までの3年間の利上げ局面では、2015年に1回、16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。

今回のFOMCでの結論は、

- ① 2022年は、今回(3月)を含めて毎回(+0.25%)で7回の利上げ
- ② 23年は3~4回、政策金利は都合10~11回で2.5~2.75%までの引き上げを想定

している。このテンポと引き上げ幅は前倒しされることになると見られる。

金利先物市場での政策金利の引き上げ予想は、1.75～1.8%程度（＝中立金利水準）でピークを打ち、「2024年には利下げ」というように依然としてギャップがある。

今回のFOMCでは更に、「保有資産を縮小する“量的引き締め”を早ければ次回5月のFOMCで決定する」との観測が明らかになった。

ゴールドマン・サックスは、FRBの資産（9兆ドル）が今後3年間で6兆ドルまで減少すると予想しており、前回の局面（▲15%の削減）よりも厳しい引き締め効果をもたらすとしている。

サマーズ財務長官は、早くからインフレへの警戒と大幅な政策金利の引き上げを警告してきていたが、3月15日に発表した論文では、「政策金利を5%程度まで引き上げなければ物価高は止まらない」「大不況（Great Depression）に陥るリスクがある」と述べている。

長短金利差（イールドギャップ：10年国債利回り－2年国債利回り）は、3月4日には0.22%まで縮小してきている。今年後半には逆転マイナス化（＝逆イールド）となる。

逆イールドとなったのは、1989年1月、1998年6月、2005年12月、2019年8月の過去4回のケースがあるが、各々18ヵ月、33ヵ月、25ヵ月、7ヵ月後には景気後退局面を迎えた。

「逆イールド」の発生 ⇒ 「景気後退」局面の到来
というアノマリーがあるのも事実であるが、発生から実際のリセッションまでには時間がかかるのも経験則である。

ECBは、

- ① 量的緩和政策を7～9月期に終了
- ② 「年内（10～12月期）に利上げ」を基本観としていたが、ウクライナ情勢の進行から決め打ちすることが揺らぎだしている
- ③ 欧州域内の金融機関はロシア向け債権を多く保有していることから、金融システム問題に波及するリスクを意識せざるを得ない

ECBが緩和縮小にブレーキをかけて様子見しているうちに、物価上昇の歯止めがかからなくなるリスクが常にある。

ECBは、米FRBと同様に景気減速と物価上昇の2つの懸念に加えて、欧州特有の金融システム・リスクを抱え込んでいるのが重い。

ロシア向けの債権保有残高は世界で約18兆円、うち7割がフランス、イタリア、オーストリアなどの欧州の金融機関が保有している。

「金融引き締め」の実行パターンは、

“ 英国BOE > 米国FRB > ユーロ圏ECB > 日本銀行 ”

の“雁行形態”であり、過去と経験則のパターンを辿っている。

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

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（？）も抛り所となっている。

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：2.294%） : 1.70 ~ 2.50%

日本長期金利（国債指標物：0.230%） : 0.15 ~ 0.25%

V. 為替動向と見通し

円安が加速した。ロシアがウクライナに侵攻した2月24日のドル円相場は1ドル=114円台前半だった。3月24日には1ドル=122円台をつけた。2016年2月以来6年1ヵ月ぶりのドル高円安水準となった。

- ① 3月のFOMCでの米国FRBの金融政策の転換
- ② それによる日米金利差の拡大
- ③ パウエルFRB議長が3月21日の講演で大幅利上げに踏み切る可能性を示唆
- ④ ウクライナ侵攻の地政学リスクの高まりは“円売り材料”

ユーロはウクライナ情勢から、3月4日に1ユーロ=126円台後半まで下落した。対ドルでも1ユーロ=1.10ドル台前半の1年10ヵ月ぶりの水準を付けた。その後は買戻しから132円台まで反騰している。

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 | => | 円安要因 |
| ② 経済・物価要因 | … | 米国景気の減速 | => | ドル安要因 |
| | | 日本景気の減速 | => | 円安要因 |
| | | 日本の貿易赤字拡大 | => | 円安要因 |
| | … | 米国のインフレ加速 | => | ドル安要因 |
| ③ リスク要因 | … | ロシアのウクライナ侵攻 | => | ドル高要因 |
| | | | => | ユーロ安要因 |
| | | | => | 円安要因 |

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
	… ルーブル決済の制限	=>	ドル高要因
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、引き続きドル高要因が増えた。

ドル高要因	… ①（金利格差要因）	F R Bの金融引き締めへの転換・前倒し
	… 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の金融引き締めへの転換
円安要因	… ③（リスク要因）	ロシアのウクライナ侵攻
		=> 石油・ガスの禁輸
		=> 価格上昇
	② 経済・物価要因	=> 日本の貿易赤字拡大

“日本円独歩安”の条件が一層揃う。

- ① 米国・豪州などとの金利差が一段と拡大
- ② 資源国でも高金利でもない
- ③ 海外現地生産が進み、円安による輸出拡大の景気へのメリットは以前ほどない
- ④ 原油価格の高騰から貿易赤字は拡大する
- ⑤ 「有事の円買い」の経験則が（地政学リスクから）今回は効かず（=> S F r）

1ドル=125円までの円安進行予想が増えてきた。125円水準は歴史的に大きな節目である。2015年に円安が進行して125円に接近すると、黒田日銀総裁は「さらに円安に振れることはありそうにない」と牽制発言を行った。

ドル円の前回の安値は2015年6月に付けた125円86銭。

ただし、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

ウクライナ侵攻は地理的に見て「ユーロ安」要因だが、金融政策、資金需給面からの「ユーロ買い」要因も継続。

- ① ECBの2022年内の利上げ実施
- ② 大幅な貿易・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	(122.04円)	:	115↑	~	125円↑
ユーロ円レート	(134.34円)	:	124	~	140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3月8日の安値(=32632)まで▲11.4%下落した。そこから22日(34807)までの+6.7%の半値戻りを達成している。調整材料だった

- ① ロシアウクライナ侵攻が意外に手間取っていて膠着状態にある
- ② FRBによる金融政策の変更が、3月16日に実行されて不透明感が薄れたことで、押し目買い・買戻しが入っている。

《 調整幅と市場局面認識 》

ピークからの下落率	=	▲ 5%	…	健全な調整 (Healthy Correction)
		▲ 10%	…	調整局面入り (時間が必要)
		▲ 20%	…	弱気相場入り (トレンド転換)
		ピーク		その後の安値
NASDAQ市場	:	16212 (2021年11月)	12587 (2022年2月)	▲22%
NYダウ平均株価	:	36799 (2022年1月)	32632 (2022年3月)	▲11%

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。

日本株

(1) 企業業績

《 日経平均 業績・資産予想 》

	(1月26日)	(2月25日)	(3月23日)
株価	: 28782円	27011円	28040円
PER	: 13.31倍↓	12.75倍↓	13.56倍↑
EPS	: 2029円↓	2077円↑	2068円
PBR	: 1.22倍	1.18倍	1.25倍
BPS	: 22140円↓	22439円↑	22432円

ウクライナ侵攻の直前ではEPS（1株当たり利益）は上方修正されていた。期末から来月の決算集計までには、需要鈍化、コスト高（原材料費、物流費、人件費）円安、金利上昇などの減益要因が目白押し。企業業績の下方修正基調が続こう。

日本株見通し

日経平均株価の高値は2021年9月14日の30795円。そこから半年間での調整局面になっている。安値は3月9日の24681円（下落率▲20%）である。

- ①（インフレ要因） 物価上昇と円安推移による日本の貿易収支の悪化
- ②（金融政策要因） 米国・ECBの金融引き締め転換&前倒し観測
- ③（地政学要因） ウクライナ情勢の緊迫化

の3大弱気要因を嫌気した。

▲20%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。

今後の懸念・弱気材料の推移を見極めたい。

- ① 岸田政権の経済政策である『新しい資本主義』『成長と分配の好循環』では、どのような具体策が出てくるのか
- ② 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」懸念が払拭されるのか
- ③ 中途半端な「東証の市場区分改革」とSMB C日興証券の相場操縦容疑などの市場の信頼を回復する手立ては
- 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への影響の見極め
- ⑤ 不祥事が頻発する日本企業のコーポレートガバナンス（企業統治）改革

岸田首相による参院選挙を意識した経済対策を期待したムードが出てくるかも注目ポイント。

- (1) 「経済財政運営と改革の基本方針（骨太の方針）」
- (2) 「新しい資本主義」の実行計画
- (3) 脱炭素・クリーンエネルギー戦略支援（設備投資への補助金）
- (7) 「デジタル田園都市国家構想」（DX推進&地方活性化）

「新しい資本主義」は看板だけで未だに具体的な中身は不明なままである。

投資家はむしろ疑問視・不信感を持っている。

財務省の主導による「財政再建」路線を打ち出すことで、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」などが一旦表面化したので、証券市場・投資家からの不信感がはびこったままである。

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価 : 24000円 ~ 29000円↑ (28110円)

22度EPS (2000円) × PER (12倍) = 24000円

(15倍) = 30000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。