

投資環境と金融市場の見通し（105）

2022年5月24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してからちょうど3ヵ月が経過したが、局地戦での膠着状態が続く。停戦・終戦の目処はつがず消耗戦の様相に。
- (2) 米国・西欧からの武器供与と、フィンランド、スウェーデンがNATO加盟を申請したことは、東経30度ラインを巡る衝突リスクが一層高まることに。
- (3) 上海市を中心に主要都市での新型コロナ感染封じ込めの失敗による都市封鎖の影響が、中国経済と民心に影響をもたらしてきている。北朝鮮での感染拡大も初めて明らかになり、ロシア、中国、北朝鮮の独裁3国家のリスクが明らかに。

< マクロ経済、金融政策 >

- (1) 1～3月期の決算発表により景気後退（リセッション）への懸念が強まった。金利上昇による住宅、個人消費への悪影響が現実的となり、物価上昇による実質賃金の減少とコスト上昇もネガティブ心理につながった。
- (2) 世界景気は1～3月期に続いて4～6月期も下方修正。上海でのロックダウン実施の影響から、中国経済は失速。4月の経済統計は軒並み悪化した。
- (3) 景気動向の先行指標である非鉄金属（銅、亜鉛、アルミ）や金価格は、一時の高騰から景気減速観測により反落に転じている。
- (4) FRBによる6月・7月の政策金利引き上げ幅は、0.5～0.75%が想定される。保有資産の圧縮（QT）も6月から始まる。「有事での利上げ」という難しい舵取りを担う。
- (5) 日本の消費者物価（4月）はついに目標（+2%）を超えてきても、日銀は黒田体制（2023年4月まで）の終焉まで政策変更を行う意向はない。日本円の独歩安から、政策変更（ゼロ金利解除）に追い込まれる可能性も。

< 債券、為替市場 >

- (1) 米国FRBはようやく景気・株式市場への配慮スタンスからインフレ抑制を重視することに舵を切った。利上げペースを加速させるバイアスが強まる。長短金利には継続して上昇圧力が働く。
- (2) 米国長期金利（10年債）は節目の3%を一旦超えたので、金利上昇による景気鈍化を理由に売りポジションが巻き戻されているが、売り圧力は継続する。
- (3) 日本の長期金利が上限の0.25%に近づいたことで、政策変更の意図が無い日銀は断固として金利上昇を抑え込みにかかる。よほどの円安圧力が増さねば現状の緩和政策を黒田総裁の任期（2023年4月）まで変更する気は無い。
- (4) ファンダメンタルズ要因による米ドル高という中勢的トレンドは変わらないが、先行した利上げ国（新興国、米英周辺国）では2023年の利下げを意識。

< 株式市場 >

- (1) ウクライナ情勢（＝地政学リスク）、原油・穀物価格（＝インフレリスク）、金融政策の引き締め強化（＝金利上昇リスク）という“3重苦”に加えて、昨今では景気後退リスクが株式市場への弱気材料になってきた。
- (2) NYダウ株価、NASDAQ市場は、チャートからは明らかに調整局面。NASDAQに続いてS&P500も高値からの下落率が▲20%（弱気相場）。押し目買いが入っても、戻り待ちの売りに押される。ボラティリティも高い。
- (3) 企業業績は4～6月期から増益モーメントが大幅鈍化。需要減退、供給制約、コスト上昇（原材料費・物流費・人件費・金利など）が当面継続。円安も差引で内需型企業にデメリットに働く。22年度業績での“減益リスク”が高まる。
- (4) 東京市場の株価水準の出遅れと割安さを海外投資家は相対的に評価する声も一部にはある。コロナ禍からの回復力や、中期成長力（債務過剰、構造改革、人口減少）の構造的要因は引き続き嫌気される。

【 岸田政権 】

内閣支持率は高位が続く。支持が増加、不支持が低い。失点・マイナスが無い。

- ・ 日経新聞（ 4月24日）… 支持64%（+3%）、不支持27%（－）
- ・ NHK（ 5月 8日）… 支持55%（+2%）、不支持23%（－）
- ・ 時事通信（ 5月16日）… 支持51%（▲2%）、不支持19%（▲1%）
- ・ 読売新聞（ 5月16日）… 支持63%（+4%）、不支持23%（▲6%）
- ・ 朝日新聞（ 5月22日）… 支持59%（+4%）、不支持26%（▲3%）

政府は4月26日、物価高への対策（経済財政運営の第1弾アプローチ）を決定した。

- ① 石油元売りへの補助金を9月末まで延長して補助額の上限を25円から35円に引き上げ
- ② ガソリンの基準価格（上限目標）を172円/ℓから168円/ℓに引き下げ
- ③ 低所得者の子育て世帯へ子供一人当たり5万円の現金給付
- ④ 生活困窮者（新たな住民税非課税世帯）に10万円の現金給付

上記①、②の政策発動により、政府はCPI上昇を0.5ポイントほど抑えられると想定する。野村総合研究所の木内登英氏は、GDPの押し上げ効果は0.02%しかない「付加価値が低い施策」とした。

政府は2022年度補正予算案（歳出総額2.7兆円）を5月17日に閣議決定した。財源は全額赤字国債の発行とした。ガソリン価格高騰による石油元売りへの補助金に1.2兆円、予備費補充に1.5兆円（災害対策0.4兆円、新型コロナ物価対策に1.1兆円）を積んだ。

補正予算後の一般会計総額は110兆円、新規国債発行は39.6兆円。

経済財政運営の第2弾アプローチとしては、

- ① 「新しい資本主義」のビジョン・実行計画の策定
- ② 「骨太の方針」（経済財政運営と改革の基本方針

の策定し発表する。

参議院選挙後には大型の補正予算を編成すると言及した。

岸田首相は5月5日、欧州外遊時の英国ロンドン・シティーで海外投資家相手に講演を行った。就任時から標榜している経済政策「新しい資本主義」(New form of Capitalism)の概要を説明した。

- ① 「新しい資本主義とは市場も国家も、官も民も、の官民連携である」
「社会課題を成長のエンジンとして民の力で解決する」
- ② “4本柱の投資”－「人への投資」「科学技術・イノベーションへの投資」
「スタートアップへの投資」「グリーン・デジタルへの投資」により取り組む
- ③ 「人への投資」では“賃金の引き上げ”(賃上げ税制)、“教育訓練投資”(職業訓練、学び直し、生涯教育)とともに、ストック面での人への投資として、2000兆円ある個人金融資産を活用させる。貯蓄から投資への移行を促して「資産所得倍増プラン」(NISAの抜本的拡充、新たな資産運用の仕組み)を実現する
- ④ 環境分野では、「再生可能エネルギーに加えて、安全を確保した原子炉を有効活用する」

「幼少時代はニューヨークの現地校に通い、社会人としての5年間は銀行に勤務、戦後の首相で金融業界出身の初の総理大臣」

「最近の首相の中では最も経済や金融の実態に精通している」

「岸田(政権)への投資」(Invest in Kishida)と呼びかけた。

財務省出身の補佐官が講演主旨の骨格を作成したと思われる内容だが、従来よりは踏み込んだ具体的な内容であり、

- ① 不透明だった「新しい資本主義」の説明を少し具体化した
- ② “官”の主導・整備による“民の力”を発揮した“投資”による「成長」を打ち出した
- ③ 就任直後の触れた「金融所得課税の強化」や「プライマリーバランス」問題には全く言及せず

と、投資家(特に海外)と参院選挙を意識した意図的な内容に終始した。

【 新型コロナウイルス 】

1. 世界の感染・対策状況

< 感染状況 >

5月20日時点では5億2409万人、前回（4月22日）比較で+1489万人。
世界人口（79億人）比=6.6%。

米国8306万人（+209万人、前回：+117万人）、インド4313万人
（+8万人：+4万人）、ブラジル3070万人（+36万人：+65万人）、
フランス2951万人（+108万人：+391万人）、ドイツ2418万人
（+181万人：+513万人）、英国2210万人（+31万人：+154万人）、
ロシア1738万人（+63万人：+48万人）、韓国1791万人（+102万人）

各国の感染者増加パターンは、

増加転換 … 米国

ピークアウト・横這い … インド、ブラジル、フランス、ドイツ、英国、ロシア

4月時点ではドイツ、フランス、韓国などで感染者急増となったが、足元では鎮静化している。

ただし、米国での変異型感染が一部の州で広がってきている。

オミクロン型の派生型で、ニューヨーク州の保健当局が4月に検出した「BA. 2. 12. 1」型による感染が、全感染の3分の1となってきた。

中国は3月28日から上海市を都市封鎖（ロックダウン）した。

習近平指導部は「ゼロコロナ政策」を堅持する方針なので、経済活動や市民生活への影響が明らかになってきた。上海市は5月16日、都市封鎖を6月中に解除する方針を示した。

北朝鮮は5月12日、首都・平壤で新型コロナウイルスの感染者が確認されたと公表した。金正恩国務委員長は「建国以来の大動乱」として、最大非常防疫体系（隔離と封鎖の強化）への移行を指示した。感染発熱者は累計200万人と発表され、全人口の8%に達している。

2. 日本の感染、対策状況

< 感染状況 >

感染確認者累計（5月20日）は856.1万人（4月24日：766.8万人）。増加数は前回+151.2万人から+89.3万人に減少。

オミクロン株の別系統「BA.2」による感染が主流となったが、デルタ株と異なり感染力は強いが、重症化リスクは少ない。3月21日に「まん延防止等重点措置」を解除して、年度末・新年度・ゴールデンウイークのイベント・人手が増加したが、感染者・重篤者はこれまでの第5波とは異なり、それほど拡大していない。

死亡者数は2万9306人（+1590人）から3万0260人（+954人）に。

厚生労働省は5月12日、オミクロン株の変異種「BA.4」「BA.5」を国内の検疫で初めて確認したことを発表した。「BA.4」は4月22日に南アフリカからの、「BA.5」は4月29日にスペインとザンビアからの入国者から確認された。3人ともワクチン接種は3回行っていた。

< 感染対応措置 >

ワクチンの接種率（全国：5月22日時点）は、

- 1回目＝ 1億0343万回（接種率＝81.7%）
- 2回目＝ 1億0185万回（"＝80.4%）
- 3回目＝ 7257万回（"＝57.3%）

政府は4回目のワクチン接種を、参院選挙の前（5～6月）を意識して開始する。60歳以上の高齢者と既往症リスクのある対象者を優先することとした。重篤化リスクの低いオミクロン型のまん延ということで、社会全体での免疫獲得を意識し、経済活動の再開も睨んだ対応に切り替えた、ともいえよう。

政府によるワクチン調達は、米英4社と合計8億8200万回分の契約を結んでいる。計算上は1人7回も打てる量を、2兆4000億円かけて調達した。5月中旬には4種類目のワクチンとして、米ノババックス製が承認（1億5000万回分）された。英アストラゼネカ製を1億2000万回分を調達したが、接種が忌避されたことで4月に3分の1をキャンセル（キャンセル料は非公表）した。

Ⅲ. 内外景気

世界景気は減速基調。一部には“リセッション（景気後退）”の観測が出てきた。

『OECD景気見通し（景気先行指数：4月分）』では、全38カ国、ユーロ圏は2021年夏にピークを付けて横這い&減速中。

米国と日本は3月まで低下中だったが4月に横這いに転じ5月には上昇に、中国は5月に横這いに転換した。

	ピーク時期	直近時
OECD（全38カ国）	： 2021年 7月（100.87）	9ヵ月連続（100.16）
ユーロ圏（19カ国）	： 8月（101.23）	8ヵ月連続（100.09）
ボトム時期		
中国	： 3月（99.39）	2ヵ月連続（99.39）
米国	： 2022年 1月（100.02）	3ヵ月連続（100.15）
日本	： 2021年12月（100.56）	4ヵ月連続（100.60）

【 インフレ状況 】

○ 主要国物価上昇率（4月）

	卸売物価（3月分）	消費者物価（コア分）（同）
米国	： +11.0%（+11.5%）	+6.2%（+6.5%）
ユーロ圏	： (+36.8%）	+3.5%（+3.0%）
英国	： —（—）	+9.0%（+7.0%）
中国	： +8.0%（+8.3%）	+0.9%（+1.1%）
日本	： +10.0%（+9.5%）	+2.1%（+0.8%）

卸売物価（4月）の上昇率は米国、中国で鈍化傾向を示してきた。日本は依然として上昇基調。

消費者物価も米国、中国はピークアウト、他はジリ高基調が続く。

米国 :

2022年1～3月期の実質GDP成長率（速報値、前期比年率換算）は▲1.4%、前期（+6.9%）からマイナスに落ち込んだ。7四半期ぶりのマイナス成長、事前予想（+1.0%）を下回る。前年同期比では+3.6%。

個人消費が+2.5%から+2.7%に、設備投資も+9.2%に伸長した。堅調な消費を背景に輸入が急増したことから、純輸出が全体を押し下げる格好となった。純輸出と在庫を合わせて成長率を4ポイント程度押し下げた。純輸出と在庫を除いた実質国内最終需要は前期比年率+2.6%増で、21年10～12月（+1.7%）から伸びは加速している。

【 アトランタ連銀 GDPNow 】

4～6月期のGDP成長率予想は5月18日時点で+2.4%。

4月分の卸売物価、消費者物価、個人消費支出（PCE）物価の上昇率が3月から鈍化したことで、金融市場では物価上昇のピークアウトが意識されてきた。

卸売物価指数上昇率（4月）は前年同月比+11.0%で、3月分（+11.5%）からは伸び率は鈍化した。。

消費者物価上昇率（4月）は前年同月比+8.3%、3月の+8.5%からは8ヵ月ぶりに伸び率が鈍化した。事前予想（+8.1%）は上回る。

コアベース（除く食品、エネルギー）は同+6.2%、3月（+6.5%）から鈍化した。FRB目標（+2%）を13ヵ月連続で超えている。食品、ガソリン、住宅費（家賃）の上昇のみならず、サービス関連での先行き懸念が強い。

FRBが重視している「個人消費支出（PCE）物価指数」の3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、2月（+5.3%）から鈍化した。前月から鈍化したのは1年ぶり。

雇用統計（4月）の非農業部門の雇用者数は前月比+42.8万人、3月分（+42.8万人）と同水準。事前予想（38万人）を上回る。失業率は3.6%で前月比横這い。完全雇用状態といわれる3.5%に戻ってきた。時間当たり平均賃金は31.85ドル、前月比+0.3%、3月（+0.5%）からは減速した。労働参加率62.2%（前月比▲0.2pt）からは賃金上昇圧力が継続すると見られる。

住宅ローン金利が上昇してきて、住宅市場への影響が明らかになってきた。中古住宅販売件数（3月）は、前月比年率換算▲2.4%減で3ヵ月連続の減少。新築1戸建て住宅販売件数（3月）は、前月比▲8.6%で3ヵ月連続の減少。連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）発表の住宅向け30年固定金利は、1月上旬の3.22%（週平均）が、4月中旬には5.11%へ上昇して12年ぶりの水準に。

バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチは5月20日、2023年の物価上昇率予想を引き上げる一方、実質成長率見通しを1.5%に▲0.3pt.引き下げた。同社のエコノミスト、イーサン・ハリスは「米国景気はさらに下振れるリスクがあり、来年に景気後退に陥る可能性は33%」とした。

欧州圏 :

ユーロ圏の2022年1～3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.2%、4四半期連続のプラス成長だったが、2021年10～12月期（+0.3%）から鈍化した。前期比年率では+0.8%。前年同期比は+5.0%。国別ではドイツが前期比+0.2%、フランスは+0.0%、イタリアは▲0.2%。

ユーロ圏の消費者物価（4月）は前年同月比+7.5%、過去最高の上昇率が続く。ドイツが+7.8%、フランス+5.4%など。除くエネルギー、食品のコアベースも+3.0%から+3.5%に続伸。

英国の消費者物価指数（3月）は前年同月比9.0%、2月（+6.2%）、3月（+7.0%）から加速している。1982年3月以来40年ぶりの水準となった。

新興国（中国）

上海での新型コロナウイルス感染拡大によるロックダウン（都市封鎖）実施の影響が顕在化して、中国経済は失速。4月の経済統計は軒並み悪化した。

	3月	4月
鉱工業生産（前年同月比）	： + 8.5%	▲ 2.9%
小売売上（ " ）	： + 5.0%	▲ 11.1%
輸出入総額（ " ）	： + 7.5%	+ 2.1%
輸出（ " ）	： + 14.7%	+ 3.9%

卸売物価（4月）は前月比+0.6%で3ヵ月連続のプラス。前年同月比は+8.0%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）は前年同月比+2.1%で、3月（+1.5%）から加速している。。除くエネルギー、食品のコアベースは+0.9%で、3月（+1.1%）から鈍化。

日本 :

1～3月期実質GDP成長率（速報値：5月18日発表）は前期比▲0.2%、年率換算▲1.0%で、2四半期ぶりのマイナス成長に戻る。プラス成長・マイナス成長の繰り返しは6四半期にわたる。事前予想（▲1.8%）は下回った。

内需が+0.2%、外需が▲0.4%の寄与。

内需のうち、個人消費は▲0.0%、設備投資は+0.5%、住宅投資は▲1.1%。実質GDPの年率換算金額（=538兆円）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（=542兆円）を4兆円下回っている。

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」（5月16日）の、4～6月期実質GDP成長率予想は前期比年率+5.18%増のリバウンドを見込む。

年度の成長率予想は22年度+2.37%、23年度1.55%、と低位横ばい予想。消費者物価上昇率は、4～6月期に+1.94%（先月比+0.16%）まで上昇。

企業物価指数（4月）は前年同月比+10.0%、3月（+9.5%）から更に加速。1980年12月以来41年ぶりに2ケタの上昇率。14ヵ月連続のプラス。石油・石炭製品（+30.9%）、鉄鋼（+29.9%）、非鉄金属（+25.0%）、木材・木製品（+56.4%）上昇。輸入物価の上昇率は、ドルなど契約通貨ベースの+29.7%に加えて、円安推移から円ベースでは+44.6%になった。

消費者物価（4月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+2.1%で、1月（+0.2%）、2月（+0.6%）、3月（+0.8%）から一段と加速した。8ヵ月連続のプラス。+2%超えは2015年3月以来、約7年ぶり。消費増税の影響があった期間を除けば、2008年9月以来、約13年ぶり。電気代+21.0%、ガス代+17.5%、ガソリン代+15.7%でエネルギーが+19.1%（3月：+20.8%）。生鮮食品を除く食料品は+2.6%の上昇。

6月以降も値上げ品目は目白押しなので+2%超えの物価上昇は当面続く。

IV. 金融政策・金利動向・債券市場の見通し

アジア、中南米、東欧の新興国は昨年から、インフレ抑制と通貨安防衛の為に連続して政策金利の引き上げに動いている。

【 利上げ実行 】

ニュージーランド（4月：1.5%、4会合連続）、オーストラリア（5月：0.35%、11年半ぶり）

韓国（4月：1.5%、3ヵ月ぶり）、シンガポール（4月：引き締め、3会合連続）、台湾（3月：10年8ヵ月ぶり、1.375%）、インド（5月：4.4%、3年9ヵ月ぶり）

ノルウェー（3月、0.75%、3回目）、ポーランド（3月：3.5%、6会合連続）、チェコ（4月：5.0%、7会合連続）、ハンガリー（4月：政策金利5.4%）、英国（5月：1.0%、4会合連続）、米国（5月：0.75%、2回目）

ブラジル（5月：12.75%、10会合連続）、コロンビア（4月：6.0%、6会合連続）、メキシコ（5月：7.0%、8会合連続）、チリ（5月：8.25%、7会合連続）、

ロシア（2月：20%、9会合連続）（その後4月：14%）、南アフリカ（3月：4.25%、3会合連続）、

【 利上げ検討 】

ECB（7～9月？：量的緩和政策終了）、
インドネシア（7～9月？：預金準備率）

【 現状維持 】

日本

【 利下げ実行 】

中国（1月：ローンプライムレート：2ヵ月連続） 4月の引き下げは見送られた。

米国

F R Bは5月4日のF O M Cで、3月の+0. 25%の利上げに次ぐ今年2回目の+0. 5%の利上げを決定した。+0. 5%の利上げは2000年5月以来22年ぶり。政策金利のF F金利は0. 75%となった。

パウエル議長は記者会見で、「+0. 75%の利上げは会合では検討されなかった」「次回以降（6、7月）の会合でも+0. 5%の利上げを実施する」ことを示唆した。

米国債などの保有資産の圧縮（Q T : Quantitative Tightening）も進める。6月から8月まで毎月▲475億ドル（国債300億ドル、住宅ローン担保証券175億ドル）、9月からは▲950億ドル（国債600億ドル、MBS350億ドル）の減額を行う。前回のQ T（2017年～19年）のペースは月間▲500億ドルだった。

前回3月のF O M Cで、+0. 25%の利上げ案に唯一反対票を投じたブロード・セントルイス連銀総裁（=タカ派）は4月18日に、+0. 75%の利上げを含めて年内にF F金利を3. 5%まで引き上げたいとの意向を述べた。

メスター・クリーブランド連銀総裁は5月11日、「永遠に75bp. の利上げを排除するのではない。今年後半にインフレが下がっていなければ、スピードを上げる必要があるかもしれない」と発言した。

パウエルF R B議長は5月12日、「米経済のソフトランディングが可能かどうかは、我々がコントロールできない要因に左右される」と述べた。これまで「ソフトランディングは十分可能」と述べていたが、明らかにニュアンスが変わった。政策の主眼がインフレ抑制であり、その為には景気や株価をある程度犠牲にしても已む負えない、というように変節してきた。

10年物国債利回りは5月2日に、2018年12月以来3年5ヵ月ぶりに3%台を付けた。6日には雇用統計の発表を受けて3. 14%まで上昇し、9日に3. 2%台を付けた。

足元では景気減速の観測や中国景気の不透明感から、10年債利回りは2.8%台まで低下してきている。

2年債短期利回りも4月下旬に1.8%近辺まで上昇したが、そこから1.2%まで低下した。

「景気減速・後退 ⇒ 金利引き上げペースのブレーキ」を早くも読みだしたが、当局の意向（金融引き締め加速・本格化）とは真逆な動き。

金融市場での物価予想は高止まりしている。予想物価上昇率を示唆するブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）は3%水準で推移し、2003年以降では最も高い水準。

オーストラリア準備銀行（中央銀行）は5月3日、政策金利を0.25%引き上げて0.35%にした。2010年11月以来11年半ぶりの利上げ。

欧州

ECBは4月14日の理事会で、「量的緩和政策の縮小」の継続を決定した。債券の新規買い入れは「7～9月期に終える見通し」とした。債券購入量を4月に400億ユーロ、5月に300億ユーロ、6月に200億ユーロと減らしていく従来の見通しを維持した。

ナーゲル・ドイツ連銀総裁は5月11日、ECBが6月に公表する最新の経済予測でインフレが高止まりする場合、7月に政策金利の引き上げを開始すべきだと主張した。

ドイツ、英国の長期金利とも4月上旬に高値を付けたが、その後は騰勢一段落。

英国イングランド銀行（BOE）は5月5日、政策金利を+0.25%引き上げて年1.0%とした。4会合連続の利上げ。金融政策委員会の委員9人のうち、6人は+0.25%の利上げを支持したが、3人は+0.5%の利上げに賛成した。2023年の経済成長率の見通しを引き下げた。

新興国

インド準備銀行（中央銀行）は5月4日、政策金利（レポ金利）を0.4%引き上げ4.4%とした。利上げは2018年8月以来3年9ヵ月ぶり。

ブラジル中銀は5月4日、政策金利を1%引き上げて12.75%とした。10会合連続。

メキシコ中銀は5月12日、政策金利を6.5%から7.0%に引き上げた。利上げは8会合連続。

日本

日銀は4月21～26日に実施した「連続指し値オペ（公開市場操作）」により国債を2兆767億円買い入れた。26日に、27～28日にも「連続指し値オペ」を実施することを発表して、金利を抑制する姿勢を鮮明にした。
想定外の発表を受けて10年債利回りは0.23%まで低下した。

日銀は4月28日、大規模な金融緩和策の維持を決めた。「円安進行阻止」よりも「景気配慮（金利上昇抑制）」の姿勢に変更は無かった。「円安は全体としてプラス」「粘り強く緩和を続ける」との公式見解を変えなかった。
「指し値オペ」の実施を毎日実行することも決定した。

『経済・物価情勢の展望（展望レポート）』では、2022年度の物価上昇率見通しを1月時点の1.1%から1.9%に引き上げた。
黒田総裁は「資源価格が上昇を続けるとは想定していない。2%目標にはなお時間がかかる」と述べた。

一方で、消費者物価以外の指標からは内需要因からのデフレ状況は変わっていない。政府は物価動向の判断指標として4指標を重視しているが、消費者物価以外のGDPデフレーター、需給ギャップ、単位労働コストは“脱デフレ”とはなっていない。GDPデフレーターは、22年1～3月期まで5期連続のマイナス。需給ギャップは、21年10～12月期の推計で▲3.1%、10兆円の需要不足。単位労働コスト（賃金動向）の上昇率は、22年1～3月期まで2四半期連続でゼロ%台の伸びにとどまっている。これが日本銀行の緩和政策継続判断にもつながっている。

海外投資家は3月には長期国債を2.8兆円売り越した。2004年4月以降で最大の月間売り越し金額。2年物中期債や30年物超長期債は買い越している。長期金利の指標である10年物国債が狙い撃ちされている。

債券市場見通し

今回のFOMCでパウエル議長が明らかにしたように、FRBは6月14・15日、7月26・27日開催のFOMCで、追加利上げ（+0.5%）を実施することで、FF金利を1.75～2.00%水準まで引き上げる意向。

現時点では、物価上昇率が加速しない限り、「0.75%の引き上げは想定していない」とのメッセージを市場に送った。

しかし、米国の中立金利（＝景気に対して加速も減速も起こさない政策金利水準）は2～3%程度とFRBは認識している。今回の方針（＝今年前半にFF金利を2%に）では“中途半端”であり、“今年後半での更なる利上げ”を先送りした形である。

物価情勢の予想外の変化によっては6月、7月のFOMCで+0.75%の引き上げ実施も想定される。

米国の中立金利は、FRBが3ヵ月に一度示す「政策金利の長期見通し」を中立金利とみなしているが、直近値は2.4%。

現行のFRBの利上げコンセンサスでは今年11月に到達することになる。

さらに、途中で+0.75%の利上げが織り交ぜられれば、3.0%~3.5%まで引き上げられることが意識されている。

同時に、そのことによる今年後半での“景気後退”局面の到来も意識されてきた。

金利先物水準から金融政策を予想する「Fed ウオッチ」によると、6月のFOMCで「0.75%の利上げ」確率は80%を超えている。

5月のFOMCでは、保有資産を縮小する「**量的引き締め (QT)**」も決定された。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いる。

ECB内部では、急速に金融引き締め派(=タカ派)が勢いを増してきている。現状では「7月での利上げ実行」が依然として主流派か。

日銀はFRB、ECBとは異なり、「円安進行阻止」「物価上昇抑制」よりも依然として「景気に配慮」した金融緩和スタンスを継続する。

直近4月27・28日の金融政策決定会合では、

- ① 「円安は総じて日本経済にプラス」との基本的認識は微妙に修正
- ② 2022年度の物価見通しは上方修正するが、「大規模金融緩和」政策は維持

それでも円安が進行して、“円買い介入”が不発となった場合には、日銀が金融政策の修正に動く可能性がある。取り得る選択肢としては、

- ① 政策金利の先行き指針「フォワードガイダンス」の字句の変更
- ② 「イールドカーブ・コントロール (YCC:長短金利操作)」政策の修正
 - … 長期金利(10年債)の利回り目標を「0%プラスマイナス0.25%」から「0%プラスマイナス0.5%」に

- … 目標とする長期金利を10年債から5年債に短縮化
- … 短期金利の目標をマイナス0.1%から0%に引き上げ（マイナス金利政策の解除）

日銀がYCCを放棄した場合、長期金利は現行の0.25%から0.4%程度まで上昇する、と翌日物金利スワップ（OIS：Over Night Index）は一時示唆した。

【 3か月間の想定レンジ 】

米国長期金利（10年国債：2.783%） : 2.50 ~ 3.50%

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

米国金利が反落して日米金利差の拡大が一服したことから、円安基調にブレーキがかかった。

ドル円相場は4月28日に1ドル=131円25銭をつけて、20年ぶりの安値更新。5月中旬には127円台まで円高になった。

ユーロは対米ドルで4月中旬から下落となった。

- ① ECBの金融引き締めへの弱気スタンスが明らかになった
- ② 4月末にロシアがポーランドとブルガリアへ天然ガスの供給を停止したことで、欧州経済への打撃とECBが金融引き締めを一段と後退させる懸念が強まる

ユーロは対ドルで5月12日に1ユーロ=1.034ドルまで下落した。2017年1月以来の安値水準。昨年末は1.13ドル台だった。

対円でも4月21日に付けた1ユーロ=140円台から下落基調となった。

人民元は5月10日に1ドル=6.74元台をつけて1年半ぶりの安値となった。

中国人民銀行は基準値を元安・ドル高方向に設定して元安を容認する姿勢をとった。中国経済の急低下に伴い、人民銀は預金金利の引き下げを進めて銀行の貸出しコストを減らして、資金供給を高める姿勢に動いた。

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	…	F R Bの金融引き締め政策	=>	ドル高
		米国の絶対金利水準格差	=>	ドル高
		E C B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
② 経済・物価要因	…	米国景気の減速懸念	=>	ドル安
		ユーロ圏景気の減速	=>	ユーロ安
		日本の貿易赤字（5兆円）	=>	円安
		米国のインフレ加速	=>	ドル安
③ リスク要因	…	ロシアのウクライナ侵攻	=>	ドル高
			=>	ユーロ安
④ 中央銀行の資金量	…	F R Bの資産膨張	=>	円高
	…	日銀（政府）の債務水準	=>	円安
⑤ ドル需給要因	…	ロシアルーブル決済の制限	=>	ドル高
		ドル調達需要	=>	ドル高
⑥ 投資資金要因	…	機関投資家の米国債投資	=>	ドル高
		個人投資家の米国株投資	=>	ドル高

為替相場に影響をもたらす変動要因は、中期的なドル高要因が多い見方に変更はない。

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（5兆円）

「円安要因」も変わらず：

- ① 米国F R Bの金融政策の引き締め転換&加速化
- ② 黒田日銀は景気に配慮した現状のゼロ金利政策を当面堅持
- ③ その結果、日米金利差は拡大続ける
- ④ 地政学リスクの高まりは“円売り材料”（もはや安全通貨ではない）
- ⑤ 日本のエネルギー・食料自給率の低さも売り材料
- ⑥ 日本の低成長&経常赤字拡大も嫌気

ただし、足元では昨年から先行して利上げを推し進めてきた国（新興国、英国、ニュージーランドなどの米英周辺国）では、

利上げ => 金利上昇 => 景気減速 => 2023年の利下げ
が早くも意識され、ロング・ポジションの解消の動きから上昇一服となっている。

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）が敗北、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

“ユーロ安” 要因が強まり、1ユーロ=1ドルの等価水準が意識されてきた。

- ① ウクライナ情勢、ロシアからの天然ガス供給停止の地政学リスク
- ② E C Bの金融引き締めスタンスへの懐疑
- ③ 欧州と米国の実質金利格差
- ④ ユーロの買戻しポジションの一巡

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (127.73円) : 122 ~ 132円

ユーロ円レート (136.48円) : 124 ~ 140円

VI. 株式市場の動向と見通し

外国株

NY市場のダウ30種平均株価は、4月29日に前日比▲939ドル安、5月18日には▲1164ドル安となり、株価の大幅下落が頻発した。

- ① 景気減速・後退懸念の強まり
- ② 企業業績発表で先行き見通しが予想を下回る企業が続出
- ③ 金利上昇による割高銘柄への売り圧力の強まり

ハイテク株・成長株が多いNASDAQ株価指数は4月の下落率が▲13%に達して、リーマン・ショック直後の2008年10月以来の下落率。

“GAFAM”（Google、Apple、Facebook、AMAZON、Microsoft）の下げがきつい。

NYダウ平均株価は、1月4日の高値（＝36799ドル）から5月20日の安値（＝31261）まで▲15.0%下落した。

5月20日までの週間ベースではNYダウは▲935ドル安で8週間連続の下落。1932年以来90年ぶりの記録。NASDAQも8週間連続の下落。

中期足の週足チャート（下図）で見ると、明らかに下落パターンに移行している。NYダウ株価、NASDAQ市場は、チャートからは明らかに調整局面が続く。押し目買いが入っても、戻り待ちの売りに押される。

ボラティリティも高まっている。

株価の変動性を示すVIX指数（Volatility Index）は、投資家心理の不安度合いを反映するが、4月29日に33台まで上昇した。4月月間では+62%上昇。通常は20の水準を上回ると不安心理が高まった状態とされる。

マイクロベースでの企業業績も急減速。1～3月期の世界の主要企業の純利益集計値（QUICK・ファクトセット）は前年同期比+2%増にとどまり、21年10～12月期の+60%増から増益ペースが鈍化した。4～6月期の増益率予想も同+3%増と横這い見込み。

一方、2022年は+10%増益、23年も+10%増益で連続して過去最高を更新する予想。

主要500社（S&P500）の予想PER（株価収益率）は17倍台まで低下してきて、過去10年間の平均水準（16.9倍）になった。2020年9月のピーク時（24.1倍）から調整したとはいえ割安とは言えないし、企業業績の下方修正は今後も続くので、強気マインドは直ぐには復活しない。

《 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	
NYダウ平均株価	: 36799 (2022年 1月)	31261 (2022年 5月)	▲15%
S&P500指数	: 4796 (2022年 1月)	3900 (2022年 5月)	▲19%
NASDAQ市場	: 16057 (2021年 11月)	11354 (2022年 5月)	▲29%

NY市場全体を表しているS&P500は最高値から▲20%近い下落となっている。昨年秋に高値を付けて既に半年間調整している、小型株・成長株の多いNASDAQ市場は既に▲30%近い下落局面。

ゴールドマン・サックスは5月10日、

「過去数週間の株式市場の下落でインフレやタカ派的な中央銀行などの弱気材料は、株価に織り込まれてきて、買いの好機が生まれた」

との見方を示した。

一方、モルガン・スタンレーは米国株式の長期強気相場に長らく懐疑的であり、5月10日のレポートで、
「米金融引き締めが成長を鈍化させようとしている現環境において株式相場下落はまだ終わっていない」
と指摘した。

ビットコイン価格も下落基調に。5月10日に一時30000ドルを下回った。
2021年11月につけた過去最高値（68999ドル）から▲57%下落した。
カネ余りによる投機主導のマネーゲームでの象徴的な値動きで買い上げられてきたが、
過大な電力消費を伴うことと、先進国がゼロ金利を解除し始めることで高値ババ掴みを回避する逆流の動きに転じてきた。

日本株

(1) 企業業績

《 日経平均 業績・資産予想 》

	(3月23日)	(4月22日)	(5月 20日)
株価	: 28040円	27105円	26739円
PER	: 13.56倍↑	13.02倍	12.85倍
EPS	: 2068円	2081円	2081円
PBR	: 1.25倍	1.21倍	1.16倍
BPS	: 22432円	22401円	23050円↑

企業業績は、需要鈍化、コスト高（原材料費、物流費、人件費）、供給網の混乱、海外市場の波乱、金利上昇など減益要因が目白押し。今期見通しは、増益モーメントの鈍化で慎重だが、下方修正リスクが高い。

上場企業の2022年3月期決算では純利益が前期比+84%、過去最高水準を4期ぶりに更新した。全体の70%が増益で、3分の1が過去最高を記録。

円安、資源高の恩恵で商社、物流逼迫で運賃が上昇した海運などが業績を牽引した。

23年3月期は、円安デメリット、原材料価格高によるコスト上昇から微増益(+3%)程度に減速する見通し。増収・減益パターンの企業が増える。

製造業が▲7%減益予想で、自動車が大減益に陥り、石油、鉄鋼なども減益見通し。

ドル円レート的前提が1ドル=120円が多いので、円安メリットが上乗せされる可能性もある。

(2) 株式市場

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。

そこからは8ヶ月間にわたって下値切り下げの調整局面が続く。

安値は3月9日の24681円（高値からの下落率=▲20%）。

- 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大弱気要因が押し下げている。

▲20%以上の下落率は、NY市場と同様に「弱気相場」入りで調整に時間がかかる見通し。年初から日経平均株価で27000円台での推移が続く。

これまでの懸念・弱気材料はこれ以上の悪化とならなければ、様子見だがかなり織り込まれてきたとも言える。

- ① 新型コロナウイルス感染拡大は一段落。感染防止策の進捗から、行動制限が緩和され、経済活動の再開に軸足が移る
- ② 岸田政権が打ち出そうとしている、経済政策『新しい資本主義』『成長と分配の好循環』『骨太の方針（経済財政運営と改革の基本方針）』などの実態が不透明だったのが、7月の参院選挙を意識して徐々に詳細が発表されてきた。
- ③ 就任当初に打ち出したことで、株式市場から酷評された金融税制改革（株式の配当・売買にかかる所得課税強化）は先送りで封印。

岸田首相は5月5日、ゴールデンウィーク中に訪英したロンドンのシティで演説し、「資産所得倍増プラン」をぶち上げた。

海外投資家からの日本株（岸田経済政策）への投資として、「Invest in Kishida」を呼びかけた。

(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。