

投資環境と金融市場の見通し（106）

2022年6月28日

田淵英一郎

I. 【 現状認識・見通し 】

< 要約 >

- (1) 金融市場での関心事は、年初からの新型コロナウイルス、ロシアによるウクライナ侵攻から、「インフレ加速」と「中央銀行の利上げ強化」にシフトした。
- (2) FRBはインフレ判断の遅れを取り戻すべく、前回での見通しより利上げ幅を引き上げ。年内（残り4回）のFOMCで政策金利をさらに+2%引き上げる。景気を押し下げリセッションに至る「オーバー・キル」リスクが高まる。
- (3) 投資資金の引き上げから、リスク資産（株式、低格付け債券、代替資産）は大幅な価格調整が続く。
- (4) 岸田政権の内閣支持率は発足以来の最高水準に。7月の参院選挙を意識して「新しい資本主義」政策が5月末にまとまったが、明確なコンセプト・政策に裏付けされた「分配」「格差是正」を打ち出すことは出来なかった。

< マクロ経済、金融政策 >

- (1) インフレ加速とピークアウト、景気のスローダウンと底入れなど、期待先行の観測が出ているが、まだ落ち着きどころは見えない段階。
今後とも楽観と悲観の狭間での振幅が繰り返される。リスクは依然として高い。
- (2) 世界景気見通しは4～6月期も下方修正。22年度の成長見通しは世界全体、新興国も+3%台に。
- (3) 米国は雇用面での景気減速の兆候あり。人出不足からの賃金上昇リスクは継続。
- (4) FRBは6月15日、政策金利を0.75%引き上げた。インフレ見通しの誤りと金融引き締め実行の遅れから、今後の引き締めは加速せざるを得ない。
- (5) ECBも6月9日に11年ぶりの利上げ（+0.25%）を7月に実施と決定。先進国、新興国のなかで日本だけが「利上げラッシュ」から取り残される。
- (6) 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) F R Bの連続的な政策金利引き上げにより、市場参加者は物価抑制よりも「景気減速」を意識するようになってきた。「意識後退リスク」が高まっている。一方で、長短金利には継続して上昇圧力が働くので、ボラティリティは高い。
- (2) 米国長期金利（10年債）は3.5%水準まで急伸したが、上記（1）から一旦反落の動き。売り圧力は継続する。
- (3) 海外勢・投機筋は、日銀の金融政策の転換を見越して売り圧力をかけることで、日本の長期金利の上限目標（0.25%）の突破を仕掛ける。
- (4) “日本円売りの仕掛け”とともに、国内投資家も海外投資への資金シフトに拍車。短期的には目標達成感が出て来ているが、“ドル高”の大勢観は変わらず。「行くところまで行く」

< 株式市場 >

- (1) 「景気減速」の観測の高まりから長短金利が反落したことで、売りポジションの買戻しから短期的には反発するが、基本的に下落ボックス圏での推移が続く。
- (2) NYダウ、NASDAQ市場は、依然として調整局面。
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2022年度4～6月期から増益モーメントが大幅減速局面。
コスト上昇（原材料費・物流費・人件費・金利など）が強まってくるにつれて、価格転嫁の出来る業種・会社とそうでない負担増加との格差が鮮明となってくる。
円安進行も内需・消費セクターにはデメリット。22年度の“減益リスク”が高まる。
- (4) 日本株は慢性的割安・出遅れ状態だが、“バリューストック・トラップ”のリスクあり。
競争力回復の為の有効な投資（技術、ヒト）に資金が回らない限り、日本企業復権のシナリオは見えてこず、株価の水準訂正は難しい。

【 岸田政権 】

内閣支持率は5月には発足以来の高水準となった。不支持は20%台に低下。

失点・マイナスが無い(=何も無い)。6月に入ってやや巻き戻しの動き。

- ・ 朝日新聞(5月22日)… 支持59%(+4%)、不支持26%(▲3%)
- ・ FNN・産経(5月23日)… 支持69%(+3%)、不支持25%(▲2%)
- ・ 読売新聞(6月6日)… 支持64%(+1%)、不支持26%(+3%)
- ・ 共同通信(6月13日)… 支持57%(▲5%)、不支持27%(+5%)
- ・ 時事通信(6月13日)… 支持49%(▲2%)、不支持22%(+3%)
- ・ NHK(6月13日)… 支持59%(+4%)、不支持23%(—)
- ・ 日経新聞(6月19日)… 支持60%(▲6%)、不支持32%(+9%)

FNN・産経新聞調査(5月23日)では、支持率69%(前月比+3%)が出た。支持する理由の1番目は、「他に良い人がいないから」38%である。

自民党の政党支持率は40.5%に達した。

日経新聞での世論調査(同29日)では、参院選挙での比例投票先として「自民党」が50%となった。維新の会が8%、立憲民主党は7%。

日経新聞での世論調査(6月)では、内閣支持率は前月比▲6%と大幅下落した。足元の物価上昇、及び黒田日銀総裁の「物価上昇は許容される余裕がある」発言が影響した。

岸田首相は、5月23日の日米首脳会談、24日の日米豪印4カ国(クアッド)首脳会合をアピールすることで、存在感を高めた。

- ① バイデン大統領が共同記者会見の席で「台湾有事の際には米国が軍事的に関与する」と踏み込んだ発言(=個人的失言?)をしたこと
- ② 2023年の主要7カ国首脳会議(G7サミット)を、地元の広島で開催することを提案
- ③ 防衛費の大幅増額や、「敵基地反撃攻撃」へのシフト

などが明らかになったことで、7月の参院選挙への見せ場づくりとなった。

③については、国会審議、与党公明党との協議も無いまま先走り行動したことで、批判を浴びた。

岸田政権・自民党による懸案事項への強硬的な政策対応が目立った。

- ① 「憲法改正」を引き続き重点項目とし、自民党の改憲4項目のうち、憲法9条への自衛隊を明記し、緊急事態条項の創設を図る
- ② 「敵基地攻撃能力」を「反撃能力」として表現を和らげつつ、「専守防衛の原則」から一歩踏み出せるようにした
- ③ 参院選挙での公約に「原子力発電を最大限活用する」と明記することを検討

参院選挙を意識した露骨な政策発動にも拍車がかかる。

- ① 新型コロナウイルス禍により2020年から開始された「雇用調整助成金」の特例措置の期限を、6月末から参院選挙をまたいだ9月末まで延長した。
@8300円/日・人の上限を@15000円/日・人に引き上げている。
年間2.6兆円程度の財政負担。845社の上場企業が活用している。
- ② 物価高に対応する「緊急対策」の予備費積み増しを織り込んだ「補正予算」（総額2.7兆円）が、5月31日に成立した。ガソリン価格の上昇に対する石油元売りへの価格補てん金に1.1兆円、4月に緊急対策として先行支出した予備費の埋め戻し分に1.5兆円。赤字国債の発行で賄う。

岸田政権は、5月31日に「新しい資本主義」のグランドデザインと実行計画案を取りまとめた。6月上旬に閣議決定した。

政権発足当初は「成長も分配も」として「分配」を意識していたが、「徹底して成長を追及」にシフトした。

- ① “4本柱への投資”－「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」が主眼
- ② 「人への投資」では、
 - ・ 成長分野への労働移動（100万人）、IT人材強化
 - ・ 非正規労働者を含む100万人への“教育訓練投資”（職業訓練、学び直し、生涯教育）や再就職支援
 - ・ NISA（少額投資非課税制度）、iDeCo（個人型確定拠出年金）の拡充による「資産所得倍増プラン」
 - ・ 企業に於ける男女賃金格差の公表を義務付け

- ③ 「科学技術・イノベーションへの投資」では
 - ・ 財政投融资を原資とした大学ファンド（10兆円）の創設
 - ・ 「国際卓越研究大学」（5～7大学）を認定して2024年から研究開始
- ④ 「気候変動問題」への対処として、
 - ・ グリーントランスフォーメーション（GX）への必要な投資を10年間で150兆円。その財源として新国債「GX経済移行債」を発行
 - ・ 再生可能エネルギー、原子力発電の最大限の活用
 - ・ 次世代型太陽電池、地熱発電、小型原子炉の開発

「新しい」と言いながら、新たなロジック・理念が打ち出されているわけではない。国庫・企業からの新たな分配政策、方法論が謳われていることもなく、「格差是正の為の新たな政策」に乏しい。従来型のバラマキ色とアベノミクス政策の継続色が濃い。財源をどうするのかの議論は遅れており、見えてこない。「プライマリーバランスの2025年度黒字化目標を堅持」との表現が消失し、「目標に取り組む」となった。

宏池会会長（岸田派）である岸田首相は、創設者の池田勇人元首相が1960年の総理就任前後に打ち出した「所得倍増計画」と、大平正芳元首相の死後1980年にまとめられた国土ビジョン計画「田園都市国家構想」へのこだわりと思入れがある。それで、首相就任前後での政策公表には、『れいわ版所得倍増』や『デジタル田園都市国家構想』などのキャッチフレーズとして好んで使っている。

しかし、計画・構想の具体的な内容や方法論がまとまっているわけではなく、“看板倒れ”になっている。

自民党の衆議院議員の圧倒的な数の力と、首相官邸主導による強圧的・威嚇的な政権運営・政策発動をバックとした安倍・菅政権とは異なり、岸田首相は「無色透明」なイメージで「聞く力」を標榜しつつ、「やってる感」を出しながらこれまで何か新しいこと、革新的なことを実行したわけではない。にもかかわらず、高位の内閣支持率と野党の分裂・混迷をバックに参院選挙での大勝により長期政権を確立しようとしている。

【 参院選挙 】

参院選挙は6月22日に公示され、7月10日に投開票日を迎える。

今回の参院選挙は、選挙区74、比例代表50、欠員補充（神奈川）1の125議席。岸田首相は、自民・公明両党で非改選文（69）を合わせた過半数超えの56議席の獲得が最低目標とする。

参議院での改憲の発議に必要な3分の2を上回る為には、日本維新の会、国民民主党を合わせて83議席が目安となる。

自民党の大勝が予想されている。

- ・ 旧・文書通信交通滞在費（調査研究広報滞在費）の用途公開問題
- ・ 細田衆院議長不祥事問題
- ・ 吉川赳衆院議員スキャンダル（未成年者飲酒問題）
- ・ 河井案里議員歳費返還請求問題
- ・ 国土交通省「建設工事受注動態統計 不正問題」

など、説明責任を果たさず、自民党にとって不利な選挙材料はうやむやのままである。全国45選挙区のうち、改選定数1の1人区は32あるが、過去2回では野党候補を1本化したので競合はなかった。自民党の勝利数は21（2016年：66%）、22（2019年：69%）。今回は20の1人区で野党候補が複数立候補しての競合となるので、自民党の議席数は20台後半から30に接近すると見られる。

野党第1党の立憲民主党の存在感の希薄さ、昨年秋での立憲民主党と日本共産党との協力による総選挙での敗北、日本維新の会、国民民主党のみならず、野党をサポートする「連合」も“原発再稼働”の為に自民党へすり寄り姿勢を見せることから、「野党自滅型」の参院選挙となる。

参院選挙後には3年間は国政選挙が無いので、「政治の無風・安定期」となる。

軍事費の増大、敵基地先制攻撃装備の増強、憲法改正の動きが加速する。

一方で、「財源問題」「プライマリーバランス問題」は封印されることが予想される。

【 新型コロナウイルス 】

1. 世界の感染・対策状況

< 感染状況 >

6月24日時点では5億4213万人、前回（5月20日）比較で+1804万人（前回：+1489万人）。世界人口（79億人）比=6.9%（6.6%）。

米国8675万人（+369万人、前回：+209万人）、インド4336万人（+23万人：+8万人）、ブラジル3196万人（+126万人：+36万人）、フランス3063万人（+112万人：+108万人）、ドイツ2768万人（+350万人：+181万人）、英国2276万人（+66万人：+31万人）、韓国1831万人（+40万人）、ロシア1814万人（+76万人）、

各国の感染者増加推移は、跛行色とともに再増加に転じる主要国が見られる。各国の行動規制の緩和が進んだことによる影響が出始めてきた。

増加転換、増加中 … 米国、ブラジル、ドイツ、英国
ピークアウト・横這い … インド、フランス、韓国、ロシア

米国ではオミクロン型の新たな派生型「BA.4」「BA.5」が増加してきている。

「BA.2」よりも感染力が強く置き換わりが進んだ。

南アフリカ、イギリスでも感染が広がりかけたが、その後は鎮静化した。

中国は3月28日から上海市を都市封鎖（ロックダウン）したが、6月1日に2ヵ月ぶりに封鎖を解除した。外出の自由を認め、公共交通機関・商業施設は再開した。

商業施設などに入る際には72時間以内のPCR検査の陰性証明が必要である。

2. 日本の感染、対策状況

< 感染状況 >

感染確認者累計（6月24日）は922.5万人（5月20日：856.1万人）。

増加数は前回+89.3万人から+66.4万人にさらに減少した。

死亡者数は3万0260人（+954人）から3万1108人（+848人）に。

東京都で「BA. 5」「BA. 2. 12. 1」の市中感染が確認されたと5月24日発表された。「BA. 5」の市中感染は初めて、「BA. 2. 12. 1」は3例目。現在主流の「BA. 2」よりも感染力が強く、今後は置き換わると見られている。しかし、その後の感染者数の急増にはつながっていない。

< 感染対応措置 >

ワクチンの接種率（全国：6月27日時点）は、

1回目＝	1億0374万回	（接種率＝81.9%、うち高齢者＝93.0%）
2回目＝	1億0234万回	（ ” ＝80.8% ” ＝92.7%）
3回目＝	7796万回	（ ” ＝61.6% ” ＝89.8%）
4回目＝	29万回	

政府は参院選挙を意識して4回目のワクチン接種を5月25日から開始した。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。

政府によるワクチン調達には、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。

6月1日から水際対策を緩和して、1日あたりの入国者数の上限を1万人から2万人に引き上げた。10日から観光目的の入国も認めた。添乗員付きの団体ツアーのうち、新型コロナの流入リスクを各国・地域ごとに3グループに分類して、「青、黄、赤」の3グループのうち「青」グループからの旅行に限定したうえでの措置。

Ⅲ. 内外景気

世界景気は減速基調にある。今年後半から来年にかけての“リセッション(景気後退)”予想が強まってきた。

『OECD景気見通し(景気先行指数：5月分)』では、総合38カ国、ユーロ圏は2021年夏にピークを付けてスローダウン中。

米国、中国は一旦横這いから上昇に転じたが、5月分からは再度低下パターンに。日本だけ横這いから堅調パターンを保つ。

	ピーク時期	直近時
OECD(38カ国)	: 2021年 7月(100.92)	10ヵ月連続 (99.88)
米国	: 5月(100.66)	12ヵ月連続 (99.81)
ユーロ圏(19カ国)	: 8月(101.24)	9ヵ月連続 (99.67)
中国	: 1月(102.15)	16ヵ月連続 (98.84)
ボトム時期		
日本	: 2021年11月(100.51)	6ヵ月連続 (100.70)

【インフレ状況】

○ 主要国物価上昇率(5月)

	卸売物価(4月分)	消費者物価(コア分*)(同)
OECD	:	(+9.2%)
米国	: +10.8%(+10.9%)	+6.0%*(+6.2%)
ユーロ圏	: (+37.2%)	+4.4%*(+3.9%)
英国	: — (—)	+9.1%(+9.0%)
中国	: +6.4%(+8.0%)	+0.9%(+0.9%)
日本	: +9.1%(+10.0%)	+2.1%*(+2.1%)

卸売物価の上昇率は引き続きスローダウンが続く。
消費者物価も高止まりだが、モーメントムは一段落。

経済協力開発機構（OECD）は6月8日、総合38カ国の22年の物価上昇率を+8.5%予想と、従来（21年12月時点）より+4.3%引き上げた。経済成長率予想は、22年が+3.0%、23年は+2.8%で、前回よりも▲1.5%、▲0.4%それぞれ下方修正した。

『世界銀行 経済見通し（WEO）』（6月7日）

cf. 増減は前回（1月予想）からの変化

	2022年		2023年	
世界全体	+ 2.9%	▲1.2%	+ 3.0%	▲0.2%
先進国	+ 2.6%	▲1.2%	+ 2.2%	▲0.1%
米国	+ 2.5%	▲1.2%	+ 2.4%	▲0.2%
ユーロ圏	+ 2.5%	▲1.7%	+ 1.9%	▲0.2%
日本	+ 1.7%	▲1.2%	+ 1.3%	+0.1%
新興国	+ 3.4%	▲1.2%	+ 4.2%	▲0.2%
中国	+ 4.3%	▲0.8%	+ 5.2%	▲0.1%

世界銀行は6月7日、「世界経済見通し（World Economic Outlook）」を発表した。

- ① 2022年の世界の実質経済成長率を+2.9%に、1月見通しから▲0.5%引き下げた。2023年は+3.0%と同程度の成長率。
- ② 先進国+2.6%（▲1.2%）、新興国は+3.4%（▲1.2%）。
- ③ ユーロ圏の予想を▲1.7%と大きく引き下げ、米国・日本ともに▲1.2%。
- ④ 中国は+4%前半の成長率に。
- ⑤ 23年は22年と同程度の成長率見通し。

米国 :

5月の消費者物価上昇率が市場予想を上回ったことから、事前に高まっていた「インフレのピークアウト」観測・期待・楽観論は雲散霧消した。

金融引き締め動きが加速し、先高観が高まってきたことから、個人消費と住宅販売への懸念が強まっている。ポスト・コロナ需要の回復期待が出ていた小売・自動車・外食・旅行などの消費需要と住宅販売への影響が懸念される。

卸売物価指数上昇率（5月）は前年同月比+10.8%で、4月分（+10.9%）からは伸び率は横這いになってきた。

消費者物価上昇率（5月）は前年同月比+8.6%、4月+8.3%、3月+8.5%から再度加速した。+8%は3ヵ月連続。40年5ヵ月ぶりの水準。事前予想（+8.3%）を上回る。前月比も+1.0%で加速している。

コアベース（除く食品、エネルギー）は同+6.0%、3月（+6.5%）、4月（+6.2%）から鈍化している。FRB目標（+2%）を14ヵ月連続で超えている。中古車が4ヵ月ぶりに上昇し、住宅関連も上昇した。

労働需給の逼迫感が続いているが、一方で雇用の伸びなどに景気減速の兆候あり。

雇用統計（5月）の非農業部門の雇用者数は前月比+39.0万人、3月分（+42.8万人）4月（+43.6万人）とほぼ同水準。事前予想（32万人）を上回る。失業率は3.6%で3ヵ月間横這い。完全雇用状態といわれる3.5%水準が続く。時間当たり平均賃金は前年同月比+5.2%、4月（+5.5%）からは減速した。労働参加率62.3%（前月比+0.1pt）で微増。

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。

30年固定の住宅ローン金利は5.7%となり、1年間で2倍に上昇している。中古住宅販売件数（4月）は、前月比年率換算▲3.4%減で4ヵ月連続の減少。新築1戸建て住宅販売件数（4月）は、前月比▲16.6%（3月：▲8.6%）で4ヵ月連続の大幅減少。前年同月比▲26.9%。

【 アトランタ連銀 **GDPNow** 】

4～6月期のGDP成長率予想は6月16日時点でゼロ%、先月（5月18日時点）の+2.4%から引き下げ。

ゴールドマン・サックスは景気後退の確率は2023年が30%、その後の2年間は50%と予想。モルガン・スタンレーは23年の景気後退の確率は35%。シティグループも景気後退の確率を50%と予想した。

欧州圏 :

ユーロ圏の2022年1～3月期の実質GDP成長率（確定値）は前期比+0.6%、改定値（+0.3%）から上方修正で4四半期連続のプラス成長。21年10～12月期（+0.3%）を上回った。

ユーロ圏の**消費者物価**（5月）は前年同月比+8.1%、4月（+7.4%）から更に加速して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+3.9%から+4.4%に上昇。

英国の**消費者物価指数**（5月）は前年同月比9.1%、4月（+9.0%）から拡大している。1982年3月と並んで40年ぶりの水準となった。
米国、ユーロ圏よりも上昇率は上回っている。

新興国（中国）

中国の2022年の経済成長率予想は下方修正。

従来の+4～5%成長（中期計画を▲1～1.5%下回る）予想から、+3～4%に▲1%引き下げ。

上海市や北京市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）の実施が引き続き影響して個人消費やマンション建設は低調だが、工場の操業再開から生産活動には底入れの動き。

	4月	5月
鉱工業生産（前年同月比）	▲ 2.9%	+ 0.7%
小売売上（ " ）	▲ 11.1%	▲ 6.7%
	1～4月	1～5月
固定資産投資（前年同期比）	+ 6.8%	+ 6.2%
不動産開発投資（ " ）	▲ 2.7%	▲ 4.0%
輸出（前年同月比）	+ 3.9%	+ 16.9%
輸入（ " ）	+ 0%	+ 4.1%

足元の4～6月期のプラス成長は微妙な情勢。中国経済は“成熟&内需成長型”。

第2次産業4割、第3次産業（サービス業）5割の構成で、サービス業が都市封鎖の影響を受け続けている。

4～6月期の“マイナス成長”予想が増えてきた。

卸売物価（5月）は前年同月比+6.4%で、4月の同+8.0%から▲1.6%ptの鈍化。昨年10月（+13.5%）をピークに7ヵ月連続の低下が続いている。

消費者物価（同）は前年同月比+2.1%で、4月と同じ伸び率。除くエネルギー、食品のコアベースは+0.9%で、こちらも4月と同じ伸び率。

日本 :

1～3月期実質GDP成長率（改定値：6月8日発表）は年率換算▲0.5%、速報値（▲1.0%）から上方修正。

個人消費が前期比▲0.0%から+0.1%に上方修正、設備投資は+0.5%から▲0.7%に下方修正された。最大の貢献は民間在庫投資、速報値での前期比寄与度が+0.2%から、改定値では+0.5%になった。

日本経済研究センター「ESPフォーキャスト」（6月15日）での、4～6月期実質GDP成長率予想は前期比年率+3.59%、5月時点予想（+5.18%）から▲1.59%ptの下方修正となった。

消費者物価上昇率は4～6月期に+2.08%（先月：+1.94%）予想で3ヵ月連続の引き上げ。

企業物価指数（5月）は前年同月比+9.1%、4月（+10.0%）からは鈍化した。15ヵ月連続のプラス。

消費者物価（5月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+2.1%で、4月分と同じ伸び率で2ヵ月連続の2%台である。9ヵ月連続のプラス。

電気代、ガス代、ガソリン代は4月より上昇率は鈍化しており、エネルギー関連は+17.1%（3月：+20.8%、4月：+19.1%）と鈍化。生鮮食品を除く食料品は+2.7%（4月：+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。

家庭用うま味調味料は6月から+2～13%、7月から家庭用小麦粉・天ぷら粉が、8月からは乾麺・パスタが値上げされる。家庭用・業務用・加工用食用油も7月から+10～30%値上げされ、バターは10月から値上げとなる。

IV. 金融政策・金利動向・債券市場の見通し

米国

F R Bは6月15日のF O M Cで0.75%の利上げを決定した。3月の0.25%、5月の0.5%に続く今年3回目の利上げ。0.75%の利上げは1994年11月以来22年ぶり。政策金利のF F金利は1.5%となった。

パウエル議長は5月の利上げ決定時には、「次回以降（6、7月）の会合でも+0.5%の利上げを実施する」ことを示唆していたので、利上げペースを一段と前倒しした。

今年のインフレ見通し（コア分上昇率）を、前回（3月）の+4.1%から+4.3%に引き上げた。経済成長率を前回の+2.8%から+1.7%に大幅に引き下げて潜在成長率（1.8%）を下回る見通しとした。

失業率は2024年に4.1%で、自然失業率（4.0%）を上回る見通しとなった。

米国債などの保有資産の圧縮（Q T : Quantitative Tightening）も始まった。

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。

ゴールドマン・サックスは、F R B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。

ブレイナード副議長は6月2日、「Q Tの効果は2～3回分の利上げ（=+1～1.5%）に相当する」と言及した。

カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁は6月17日、7月開催のF O M Cで「0.75%の利上げを支持する」と表明した。ウォラー理事も18日に同様の見解を示した。

2年債短期利回りは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。

6月14日に利回りが3.45%台と、リーマン・ショック前の2007年11月以来の高水準となった。利回りの上昇幅は1週間で0.7%に達した。

15日には前日を0.2%強下回る3.2%で取引を終えた。

ニュージーランド準備銀行（中央銀行）は5月25日、政策金利を0.5%引き上げて2.0%にした。引き上げは5会合連続、0.5%幅は2会合連続。

カナダ中央銀行は6月1日、2会合連続で+0.5%の政策金利引き上げを決定した。

欧州

ラガルド総裁は5月23日、

① 7月に利上げは可能

② 中銀預金金利も9月までに引き上げゼロとして『マイナス金利政策』を終了とECBのブログで表明した。『マイナス金利政策』は2014年6月に主要中央銀行としては初めて導入したが、8年間で終焉する。

公式会議・文書での発表でなく、ブログでの公表となったことから、

「先走りする必然性（＝インフレ判断・対応が遅れたとの批判を回避）」

「従来からのルールを逸脱して、市場・投資家への説明責任を回避し、中央銀行の独立性・信認性に疑念を生じさせる」

との懸念・批判が高まった。

ECBは6月9日の理事会で、

① 7月1日に量的緩和政策を終了

② 7月中には0.25%の利上げ実施（11年ぶり）を明記

を決定した。

ラガルド総裁は理事会後の記者会見で「インフレ率が目標の2%に戻るようにする」として、「9月に再び政策金利を引き上げる予定」と言及した。

次回9月の利上げ幅は0.5%の可能性が浮上した。

メインシナリオでは、今年の消費者物価予想を6.8%に上方修正した。経済成長率予想を2.8%に下方修正した。

危機シナリオでは、消費者物価予想は8.0%、経済成長率は1.3%まで厳しく見ている。

ECBは6月15日、臨時の理事会を開催して、世界的な「政策金利の引き上げ」と債券市場での金利上昇圧力の強まりを受けて、南欧債などの価格下支え策を決めた。イタリアの10年物国債利回りが14日に4.2%と2013年10月以来の水準に上昇してきたことを受けての信用供与の一環である。

南欧（イタリア、スペイン、ギリシャなど）の債務リスク（＝金融システムの脆弱性）が久しぶりに脚光を浴びるようになってきた。

ECBの金融引き締め姿勢の強化から、ドイツ2年物国債利回りは11年ぶりに1%台まで、10年債利回りは8年ぶりの1.4%台へ上昇した。

6月22日には10年債利回りは1.6%台まで上昇した。

英国イングランド銀行（BOE）は6月16日、政策金利を+0.25%引き上げて年1.25%とした。5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。5月の会合と同じ構図。

インフレ率の見通しを、今後数ヵ月は9%台で推移、10月には11%を上回るとした。物価の想定をさらに引き上げた。

スイス国立銀行（中央銀行）は6月16日、政策金利をマイナス0.75%からマイナス0.25%に引き上げた。利上げは15年ぶりで、追加利上げを示唆した。

スイス中銀の従来政策金利は世界最低の水準だった。

ノルウェー銀行（中央銀行）は6月23日、主要政策金利を0.75%から1.25%に引き上げると発表した。0.5%の利上げは2002年以来10年ぶり。2023年夏までに政策金利を3%程度まで引き上げることも示唆した。

新興国

インド準備銀行（中央銀行）は5月4日に2018年8月以来3年9ヵ月ぶりに政策金利（レポ金利）を0.4%引き上げて4.4%としたのに続いて、6月8日の金融政策決定会合で0.5%引き上げて4.9%とした。インフレ加速に対応した。

2022年度のGDP成長率見通しは+7.2%に据え置いたが、物価上昇率見通しは+5.7%から+6.7%に引き上げた。

ブラジル中銀は6月15日、政策金利を0.5%（前回5月は+1%）引き上げて13.25%とした。11会合連続の利上げ。

日本

6月13日に10年債利回りが0.255%を付けた。日銀が上限目標としている0.25%を超えて、2016年1月以来、6年5ヵ月ぶりの水準となった。

日銀からの売りオペを經由しない意図的なディーラーか投資家からの“試し売り”が出た。

14日には、残存期間が7～9年物の国債利回りも0.25～0.3%水準となり日銀が目標とする「上限＝0.25%」を突破した。

日銀は6月15日、「指し値オペ（公開市場操作）」の対象を新発10年物国債以外に7年物にも広げる措置を取った。「国債先物への売り圧力に対応する為」と明確な文言でメッセージを発した。

黒田総裁は6月6日に行った講演で、

「日本の家計ではコロナ禍で貯蓄が積み上がっているので、値上げによる物価上昇に対する許容度も高まっている」

「来年度以降の賃金が本格的に上昇するまで、この間は金融緩和を続ける」

との認識と基本観を述べた。

しかし、マスコミ、SNSで話題となり批判が高まったことを受けて、2日後の8日の衆院財務金融委員会で、

「誤解を招いた表現で全く適切ではなかった。撤回する」と述べ謝罪した。

日銀内で参考・議論してきた論拠の一部を企画局が原稿に織り込んだものだが、日銀の現況認識（＝ある程度の物価上昇は望ましい）と政策対応の基本観（＝金融緩和は継続するが、出口も意識）が透けて見えた混乱事象となった。

日銀は従来から「強制貯蓄」（コロナ禍による外出制限からの意図せざる貯蓄）が、コロナの終息とともに消費に取り崩されるので個人消費を押し上げる、との観測（期待）を持っている。試算では2022年3月末で約50兆円としている。

しかし、約9割は年収800万円以上の世帯に偏在している。中央値（400万円）の世帯に”物価耐性”の余力はない。

黒田総裁は6月13日、国会で

「最近の急速な円安の進行は、経済にマイナスで望ましくない」

とコメントして、対外的公式見解を修正した。徐々に軌道修正を図り、政策変更への地ならしをしている。

日銀は6月16・17日の金融政策決定会合で、大規模な金融緩和策の継続を決めた。

「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。

「粘り強く緩和を続ける」との公式見解を変えなかった。長期金利抑制策についても

「限界が生じていることはない」として、政策の修正観測を打ち消した。

10年債利回りは17日に、0.265%をつけた。

債券市場見通し

パウエルFRB議長は遅ればせながら、金融政策の判断・実行のプライオリティを「景気」「株式市場」への配慮から、「インフレ抑制」に舵を切った。

5月までの判断・実行が遅れた分、今後はその対応が加速することになる。

今回のFOMCの参加者による政策金利見通しは、2022年末時点で3.4%（前回3月時点での見通しは1.9%だった）になり、FF金利の誘導目標が1.5~1.75%から+2%分引き上げられた。年内の残り4回のFOMCで、毎回+0.5%の利上げが続くことになる。

次回7月26・27日のFOMCでは「+0.75%の利上げ」の公算が高い。金融先物市場では、+0.75%の利上げ確率が90%に達している。

今年後半での4回開催されるFOMCでの利上げペース予想は以下のとおり。

7月25・26日	:	FF金利	1.50%	=>	2.25%
9月20・21日	:		2.25%	=>	2.75%
11月1・2日	:		2.75%	=>	3.25%
12月13・14日	:		3.25%	=>	3.5~3.75%

FRBはインフレ見通しを「一時的」と昨年秋まで公言していたことでの見誤りと、金融引き締めへの判断・実行の遅れから、今後の引き締めテンポを加速せざるを得ず、景気後退リスクは一段と高まる。

FRBは「米国の中立金利」（=景気に対して影響を与えない金利水準）を、3ヵ月に一度示す「政策金利の長期見通し」としている。直近値は、3月時点での2.4%から3.0%~3.5%まで引き上げられた。

物価上昇率の推移次第だが、年末時点で「政策金利」が「中立金利」を上回ってくるので、今年後半から2023年にかけての“景気後退”局面入りの確度は高い。

F R Bは利上げの到達点を2023年末で3.8%として、前回（3月時点）での3.4%から+1.0%引き上げた。2024年末では3.4%と「引き下げ」予想とした。

ここまでF F金利が引き上げられると、さすがに利上げが景気の急減速を招くリスクとして意識されてくるようになる。追加利上げとともに金利の天井感からの債券投資の資金が流入することが予想される。

E C B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。7月の11年ぶりの利上げ（=0.25%）に続いて、9月には0.5%の利上げ実施が有力視されている。

ドイツ銀行は銀行が中央銀行に預ける際の金利（中銀預金金利）を、現在のマイナス0.5%から2022年内にプラス0.5%まで引き上げられるとの予測を発表した。2023年には2.0%までの修正を見込む。

「マイナス金利政策」を導入していた主要中央銀行のうち、スウェーデンは2019年12月にマイナス金利政策からの脱却を決定して、2022年5月には政策金利をプラス0.25%まで引き上げている。E C Bは9月にマイナス金利政策を終える。スイスも今月16日にマイナス金利からの脱却に動き出した。残るはデンマークと日銀である。

日銀は「金融緩和の基本姿勢」を変える気は無い。「海外発の資源高」による交易条件の悪化からの「景気下押し圧力」があり、資源高のよる物価上昇も“一時的”との判断もある。

一方、海外市場で長短金利が一段と上昇したことで、ヘッジファンド・投機筋による日銀への金融政策の変更を迫る「売り仕掛け」の動きも強まっている。

日銀が「物価は一時的」「金融緩和を継続」と公言し続けるほど「ドル高円安」圧力が高まり、「輸入物価上昇」と「景気下押し」観測が強まる悪循環となっている。

日銀が「イールド・コントロール（＝ＹＣＣ）」を腕力・力技で続けていることで、債券市場の正常な機能（流動性、イールドカーブ形状、裁定機能など）が歪になってきている。「ＹＣＣ政策」の歪みが顕在化しており、政策転換への気運が高まってきている。

日銀は１０年債のみならず５～１０年債ゾーンの長期債も買い増ししなければならなくなり、「日銀の国債引き受け（＝財政ファイナンス）」にますます拍車がかかる。

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：３．１３０％） : 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

ドル円相場は

- ① 米国FRBに政策金利の連続前倒し引き上げによる長短金利の上昇
- ② 欧州ECBの金融引き締め姿勢の明確化
- ③ 日本の投資家による“円売り・ドル買い投資”の資金移動

を受けて、“ドル高円安”が進行した。

財務省、金融庁、日銀の幹部が6月10日に臨時の会合を開いて声明を発表した。

「必要な場合は適切な対応をとる」「あらゆる選択肢を念頭に置く」

として、“為替介入”を示唆した。

米国当局との“為替介入”に関する合意は取れていない。米国は物価上昇を抑える為にも“ドル高”を当面容認しているため、日本だけの“一人相撲”の段階。単独での為替介入を発動しても効果は限られる。

米国財務省は6月10日に『半期為替報告書』を公表したが、

「為替介入は極めて例外的な状況に限定され、それは適切な事前協議を踏まえて実施されるべきである」

とまで明記されている。

ドル円相場は6月21日、1ドル=136円台前半まで下落した。

ユーロは対ドルで6月8日、22日に1ユーロ=144円25銭の高値を付けた。

7月の利上げを前にポジション調整の巻き戻しで強含んでいる。

為替見通し

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）	中国の台湾侵攻シナリオ喚起
		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く
- ④ 地政学リスク、日本のエネルギー・食料自給率の低さも売り材料

ドル高円安の進行は、水準的にも日柄的にも“8合目”くらいになってきた。
7月以降の後半戦では130円台後半までドル高が進行した後、「米ドル安・円高」に一旦反落するリスクがある。

- 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」の修正思惑
- 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

米国は日本の円安抑制のスタンスに対して強調する意志は今のところ希薄。物価上昇に対して物価抑制の為に、「米ドル高は好ましい」との判断が優先している。

ドル高による米国への資金流入も歓迎姿勢。

6月17日の「スイスフラン」ショックにより、「キャリー取引」（低金利通貨売り・高金利通貨買い）のポジションの巻き戻しからスイスフランが急伸したことに合わせて、日銀による緩和政策の修正への思惑から“日本円買い”の動きにつながった。今後は折に触れて、“日本円買い”の思惑からのボラティリティが高まることが予想される。

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (135.15円) : 125↑ ~ 138円↑

ユーロ円レート (143.24円) : 130↑ ~ 148円↑

VI. 株式市場の動向と見通し

外国株

“カネ余り”により割高に買われてきたハイテク株・小型成長株が、金利上昇にはやはり弱く、NASDAQ株価指数は2021年11月の高値（16212）からの下落率が▲30%になった。

“FAANG”（Facebook (Meta)、Apple、AMAZON、Netflix Google）のIT5社は、昨年12月に時価総額合計が7.8兆ドル（1000兆円）を超えたが、直近は5.4超ドル（730兆円）に▲30%の調整となった。

NYダウ平均株価は、1月4日の高値（=36799ドル）から6月17日の安値（=29888）まで▲18.8%下落した。

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、調整トレンドのボックスから転換してはいない。押し目買いが入っても、戻り待ちの売りに押される。

MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス（世界47カ国）も今年高値（1月4日）から▲21%の下落となり“弱気相場入り”した。

今後は、

- ① 金利上昇が継続する予想にあり、株式の割高感の調整が続く
- ② 「景気後退」が懸念材料となり、収益予想の下方修正リスクが嫌気される
- ③ 企業担当アナリストの収益予想は依然として遅れ気味で、4～6月期の決算発表の実績を踏まえて、7月から下方修正が始まる

主要500社（S&P500）の予想PER（株価収益率）は15倍台まで低下してきており、過去10年間の平均水準（16.9倍）を下回っている。2020年9月ピーク時の24.1倍、21年12月末の21.5倍からは調整が進んだ。まだ割安とは言えないし、企業業績の下方修正はこれからも続くので、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)	29888 (2022年 6月)	▲19%
S&P500指数	: 4796 (2022年 1月)	3666 (2022年 6月)	▲24%
NASDAQ市場	: 16057 (2021年 11月)	10565 (2022年 6月)	▲34%

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%以上の下落局面にあるが、依然として底入れしていない。

「落ちているナイフは掴むべきではない」

日本株

(1) 企業業績

《 日経平均 業績・資産予想 》

	(4月22日)	(5月20日)	(6月24日)
株価	27105円	26739円	26491円
PER	13.02倍	12.85倍	12.76倍
EPS	2081円	2081円	2076円
PBR	1.21倍	1.16倍	1.15倍
BPS	22401円	23050円↑	23035円

企業業績（2023年3月期）は、需要鈍化、円安デメリット、コスト上昇（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。2022年3月期の前期比+40%増から+10%前後の増益に減速する見通しだが、増収・減益パターンの企業が増える。

製造業の増益モーメントが大幅に鈍化する予想だが、円安メリットが上乗せされる可能性もある。

非製造業は新型コロナウイルス禍からの経済再開で大幅回復の見込み。

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・弱気材料はかなり織り込まれてきた。

- ① 新型コロナウイルス感染拡大は一段落。
- ② 岸田政権が発足当初匂わせた「金融税制改革」（株式の配当・売買にかかる所得課税強化）は完全に封印。
- ③ 安倍政権時代からの自民党スキャンダルも火消し上手
- ④ 日銀の金融政策の着地点

高い内閣支持率を背景に、参議院議員選挙の勝利に向かって遮二無二何でもありと突き進む。野党共闘が国会でも選挙でもままたまらないので勝負にはならない。

7月10日の参議院選挙での自民党大勝による、経済政策期待で一旦は反発する可能性がある。

日本株の予想PER水準は12倍台が続き、米国株の15倍台と比較しても割安感があるが、足元の景気回復基調は劣後し、中期的な成長率も見劣りするので、“バリュートラップ”となるリスクがある。

日経平均株価は2021年9月の高値（30795円）をピークに下落局面入り。上値・下値切り下げの下方ボックス圏での推移。22年3月の安値（24681円）を下回ると、次の下値の目途は、

- | | | |
|--------|---|---------------------------|
| 24000円 | … | 2020年11月のバイデン政権発足による上昇の起点 |
| 20000円 | … | 2018年3月、19年8月の安値水準 |
| 18000円 | … | 2020年3月の安値（新型コロナウイルス感染拡大） |

7月以降の今年後半でのチェックとしては、

- ① 企業業績の下方修正リスク
- ② ドル高・円安の一段の進行
- ③ その結果として、日銀の金融政策転換の可能性
- ④ その結果として、円高基調への転換

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価 : 24000円 ~ 29000円 (26871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。