

投資環境と金融市場の見通し（109）

2022年9月27日

田淵英一郎

I. 要約・見通し

< マクロ経済、金融政策 >

- (1) 世界経済は、「インフレ圧力」に晒されながら「景気後退リスク」が高まっている“2重苦状況”。「世界同時スタグフレーション」や「新興国の債務・金融危機」につながる可能性も。
- (2) FRB（パウエル議長）はインフレ判断をミスリードし金融引き締めが遅れた。「インフレ抑制」をファースト・プライオリティと8月に表明したことから、これまでのミスジャッジへの批判を回避する為にも、物価目標（2%水準）に近づくとの兆候・確信が持てるまでは“強硬な引き締め姿勢”を続ける。
11月のFOMCでは0.75%（4回連続）、12月では0.5%の政策金利引き上げが予見されている。FF金利は4%台に。
- (3) 「2%の物価水準までの鎮静化」に拘るので、「景気後退」は回避出来ない。
景気（消費、住宅）・企業収益・株価はダメージを受け続ける。
- (4) エネルギー調達不安と価格上昇の影響が大きい欧州（特にドイツ）と、都市封鎖や不動産バブル崩壊の影響が懸念される中国は、今後景気の落ち込みが一段と顕著に。
ECBはFRBと同様に強硬な金融引き締めスタンスを当面続ける。
一方、中国は習近平体制の維持を優先することで金融政策は緩和気味に。
- (5) 新型コロナウイルスによるダメージと、先進国が金融引き締めを継続してドル高が進行することから、過剰債務状態にある新興国の“システムリスク”懸念が強まってきた。
- (6) FRB、ECB、英国（連邦諸国）などの先進国、及び新興国の中央銀行は、インフレ抑制の為に今年後半も政策金利の引き上げを継続する。
日本だけは、景気配慮という目的の為の緩和政策を維持するので、一人だけ取り残される構図が続く。

< 債券、為替市場 >

- (1) 日銀のＹＣＣ政策による人為的な市場金利抑圧スタンスは、内外金利差拡大、円安進行、投機筋の売り仕掛けから、“崩壊エネルギー”が蓄積されている。何らかの切っ掛け（もしくは唐突に）日銀が現状の政策の修正・放棄することで、需給面からの“カタストロフィー・リスク”の可能性を意識すべき。
- (2) 欧州のエネルギー調達懸念、物価高騰、利上げ加速、景気後退リスクの高まりから、金利上昇（債券安）、ユーロ安、株安が露呈した。
- (3) “ドル高・円安・ユーロ安”の基調は変わらず。

< 危機・リスク管理要因 >

- (1) 新型コロナウイルス第7波の新規感染者数はピークアウトしてきたが、死亡者推移は高水準が続く。「ウィズコロナ」シフトへの緩和対応が進む。
- (2) 自民党は7月の参院選挙の勝利で安定した政権運営を行える3年間を手にしたはずだったが、安倍元首相銃撃事件により炙り出された自民党と旧統一教会との関係、安倍元首相の国葬決定・実施、への説明責任が果たせないことから、8月から内閣支持率は急落。岸田政権は自縄自縛状態に陥っている。コロナ対策、物価対策、国葬問題、旧統一教会問題に対しての、政権運営能力、危機管理能力が問われる事態となっている。政局波乱の可能性も高まる。
- (3) 岸田政権は、政権浮揚の為に経済対策を今後連発することを画策。

< 株式市場 >

- (1) 景気後退の可能性、金利の上昇、企業業績の悪化などのファンダメンタルズ要因からは、リスク資産が買われる局面ではない。
- (2) NY市場を中心に海外株式は夏場まで、物価見通しとFRBの市場配慮への期待・楽観論から、余剰資金が押し目買いに入っていたことで、当面はリスクオフの逆行の動きが強まる。
- (3) 企業業績は、10～12月期から下方修正となり、減益局面を意識する。コスト上昇（原材料費・物流費・人件費・金利）と円安（日本企業にダメージ）により、業績モーメントは鈍化する。
- (4) 日本株は割安・出遅れ状態にあるが、海外市場の株安に連動することで下値を模索する動きか。日経平均株価の下値目処は26000円、24000円。

Ⅱ. トピックス

【 岸田政権 】

岸田首相は2021年10月の政権発足後の1年足らずで、早くも「説明責任」と「危機管理能力」が問われる事態に追い込まれている。

- ① 新型コロナ対策の迷走（第7波での感染者過去最多とワクチン対応の遅れ）
- ② 景気低迷と回復の遅れ、円安・物価高対応への不満

それに加えて、

- ③ 7月14日発表した「安倍元首相の国葬儀の決定」（安倍派・保守勢力への忖度姿勢が明確）
- ④ その後に発覚した「統一教会と自民党議員との関係」に関する調査と説明が不十分で消極的姿勢が明らかに

内閣支持率は8月から急落し、不支持が上回る世論調査結果が続いている。

「東京五輪・パラリンピック汚職（スポンサー贈収賄）」の検察捜査の拡がりも拍車を掛けている。

安倍元首相は、参議院選挙投票日である7月10日の2日前、8日金曜日に銃撃・暗殺された。葬儀（家族葬形式）は7月11日に通夜、12日に告別式が、東京芝・増上寺で営まれ、多くの政府関係者が参列し、沿道には多くの国民が参集した。

これを見た岸田政権は、13日に国葬を行うことを決断（麻生自民党副総裁の強力な後押しだったとされる）、14日に「国葬儀」を9月27日に執り行うことを唐突に発表した。麻生副総裁は「保守派が騒ぎ出すので理屈ではない」と岸田首相に3回も電話して、発表1時間前に国葬儀が決定された。首相経験者2人（麻生、菅元首相）からの要請や同意であり、岸田首相も最後には「国葬儀」への格上げを決めたが、動機が不純なだけに、その根拠の明確な説明が出来るわけがない。

安倍元首相の「国葬儀」に対しては、以下のような論点が議論を巻き起こしているが、十分な説明が出来ないので、結局のところ岸田首相は自縄自縛となっている。

- ① 安倍元首相を国葬に遇することへの妥当性（政権担当時の事績・功罪）
- ② 吉田元首相（国葬）、佐藤元首相（国民葬）など過去の宰相との処遇の比較
- ③ 国葬を実施・決定する法的根拠の有無とプロセス（閣議決定）の妥当性
- ④ 国費支出（＝税金）の説明（当初2.5億円としたのが16.6億円に修正）、その他海外からの要人への警備費・接遇費用など35億円と言われ総額は不明。

9月に入ってから軒並み支持率が急減、不支持が上回る結果が続いた。時事通信調査（対面で信頼度高い）では支持率が30%台に、毎日新聞では30%を下回った。

- ・ 読売新聞（9月4日）… 支持50%（▲1%）、不支持41%（+7%）
- ・ 朝日新聞（9月11日）… 支持41%（▲6%）、不支持47%（+8%）
- ・ NHK（9月11日）… 支持40%（▲6%）、不支持40%（+12%）
- ・ 時事通信（9月12日）… 支持32%（▲12%）、不支持40%（+12%）
- ・ 日経新聞（9月18日）… 支持43%（▲15%）、不支持49%（+14%）
- ・ 毎日新聞（9月18日）… 支持29%（▲7%）、不支持64%（+10%）
- ・ 共同通信（9月18日）… 支持40%（▲14%）、不支持46%（+18%）
- ・ FNN・産経（9月18日）… 支持42%（▲12%）、不支持50%（+10%）

自民党の支持率は

- ・ 時事通信（9月12日）… 22%（前回比▲2%）
- ・ 毎日新聞（9月18日）… 23%（前回比▲6%）

「青木（幹雄元官房長官）の法則」（政権支持率と自民党支持率の合計が50%を下回ったら政権の危機ライン＝首相退陣）からは、

- ・ 時事通信（9月12日）… 54%（前回比▲14%）
- ・ 毎日新聞（9月18日）… 52%（前回比▲13%）

過去の実績（日経新聞データ）：

- ・ 森内閣 … 2000年 2月＝47 ⇒ 4月退陣
- ・ 麻生内閣 … 2009年 8月＝49 ⇒ 9月退陣
- ・ 鳩山内閣 … 2010年 5月＝47 ⇒ 6月退陣
- ・ 菅内閣 … 2011年 7月＝44 ⇒ 9月退陣
- ・ 野田内閣 … 2012年10月＝36 ⇒ 12月退陣

一方で、野党の支持率も相変わらず伸びておらず、低調なまま。

- ・ 毎日新聞（9月18日）… 日本維新の会 13%（前回比変わらず）
立憲民主党 10%（前回比変わらず）

自民党は7月10日実施の参院選挙で単独で改選過半数を占める63議席を獲得して大勝し、2021年10月の衆院選挙に続いて国政選挙2連勝した。

岸田首相は、しばらく国政選挙をすることなく政権運営に専念できる“黄金の3年間”を手に入れたはずだった。

しかし、その後に噴出してきた「旧統一教会」問題への対応と、8月10日に実施した内閣・自民党の人事刷新（森元首相、青木元官房長官の助言を受けてとされる）が完全に裏目に出た。

自民党所属議員と旧統一教会との関係の調査・公表に前向きな岸田首相と、穏便な有耶無耶で済ませたい茂木幹事長との間で考えの違いが表面化。その結果、中途半端な公表と、その後、調査の漏れ報道（萩生田、山際、西村、木原など）が出て来て悪循環となっている。岸田首相と茂木幹事長（次期首相を意識）の溝は深まったまま。

岸田政権は、今後の政権浮揚を図る経済対策を連発する構え。

- ① 「物価高・コロナ対策」＝9月20日に予備費から、3.5兆円規模の「ガソリン等への補助金」の3ヵ月延長と、住民税非課税世帯への@5万円給付を決定
- ② 「総合経済対策」＝10月に総額30兆円規模の経済対策を策定、22年度第2次補正予算案を臨時国会に提出する
- ③ 「23年度予算」＝総裁選公約である「中間層を中心とした所得の引き上げ」「防衛費増額」を打ち出す
- ④ 「新しい資本主義」＝NISAの恒久化、GX（グリーン・トランスフォーメーション）促進の為に二酸化炭素の排出権取引市場の開設、「ジョブ型」雇用拡大

ジリ貧状態になり追い込まれる前の、「年内解散・総選挙」（＝統一教会絶縁・みそぎ選挙）の可能性も喧伝され始めている。

【 安倍国葬儀の後に見えてくる世界 】

安倍元首相は、安倍派を率いて、自民党内での“保守”“右派”グループの頭目として存在感を高め、2度の首相在任による通算在職日数3188日の歴代最長の政権運営を誇った。

その政見・政策の基本観として標榜してきたのは、

- ① 「憲法改正」 … 押し付け憲法廃棄、自主防衛・軍備増強（岸元首相持論）
- ② 自主独立国家 … 実際は親米・従属（反共、駐留米軍容認）スタンス
- ③ 保守・愛国 … 教育重視・反日教組・靖国参拝
- ④ 「女性・女系天皇制」反対 … 女性宮家（天皇制維持）創設の議論封印
- ⑤ 外交重視 … 北朝鮮（「拉致被害者」救済）、ロシア（「北方領土」交渉）との交渉に注力したが破綻

従って、「平和憲法維持」「戦争放棄」「親中国」とは相いれない。

安部派（清和政策研究会）は、安倍元首相が統率していたからこそ、97名の自民党最大派閥を維持出来ていた。安倍元首相が突然の不在となったことで、

- ① 「旧統一教会問題」 … 自民党と6派閥のうち最大の37名の名前が公表。
安倍元首相本人の関与が不透明なままに、下村博文会長代理、萩生田政調会長、山谷えり子元国家公安委員長、細田衆院議長が濃厚接触経歴。
- ② 東京五輪・パラリンピック汚職問題 … 森元首相まで司直が及ぶのか
- ③ 次の派閥を率いる明確なリーダーの不在

自民党の歴史においては、長期政権の後には

- ① 短命政権が続く
- ② 政争・派閥分裂・政界再編が起きる
- ③ 経済ショックが発生して景気が混乱する

という経験則がある。

- ・ 佐藤政権（7年 8ヵ月） … 角福戦争、第一次オイルショック
- ・ 中曽根政権（4年11ヵ月） … 田中派分裂、バブル崩壊
- ・ 小泉純政権（5年 5ヵ月） … 福田・麻生・安倍政権、リーマンショック

臨時国会は10月3日に召集される。野党は、

- ① 「国葬儀」の決定における岸田首相の説明責任（＝アカウンタビリティ）
- ② 自民党と「旧統一教会」との関係

特に、細田博之衆院議長、山際大志郎経済・財政・再生相、萩生田自民党政調会長における関係

を追及する。首相と衆院議長が批判に晒されることになる。

今後想定される政局シナリオとしては、

- ① 安倍派の分裂 … 岸田首相が安倍派（松野官房長官、西村経産大臣、萩生田政調会長、高木国会対策委員長、世耕参院幹事長など次期リーダー）に忖度したことが、安倍元首相国葬儀で裏目に出て分裂の引き金となる。

党内最大派閥の安倍派には、明確な後継者がいない。

安倍元首相は、本人が3度目の政権復帰の意図も持っていたことから、後継者を意図的に育ててこなかった。突然の事態で機能不全に陥っている。

- ② 自民党内での確執 … 岸田流（旧宏池会）への人事対応への不満から、非主流勢力が疼き出す

主流派 = 岸田、麻生、（茂木）、西村

非主流派 = 二階、菅、石破（青木）、（萩生田）、河野太郎、小泉進次郎

【 新型コロナウイルス 】

1. 世界の感染・対策状況

< 感染状況 >

オミクロン株は昨年11月に出現してから10ヵ月が経過し、流行期間は最も長期に及んでいる。

9月22日時点で6億1345万人、先月（8月26日）比較では+1406万人（前回：+3034万人）と、3月からの増加モーメントは7ヵ月目にして鈍化。世界人口（79億人）比=7.7%（先月7.6%）。

米国9587万人（+185万人、前回：+727万人）、インド4455万人（+17万人：+52万人）、フランス3522万人（+58万人：+102万人）、ブラジル3459万人（+24万人：+80万人）、ドイツ3285万人（+85万人：+432万人）、韓国2453万人（+173万人：+449万人）、英国2380万人（+10万人：+28万人）、イタリア2221万人（+47万人、+121万人）、日本2083万人（+283万人）、ロシア1898万人（+131万人：+84万人）、

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

テドロスWHO事務局長は9月14日、「新型コロナの世界的流行の終わりが見えてきた」と会見で述べた。パンデミックが終息したわけではないが、社会的免疫の獲得とウイルスの変異による弱毒化とワクチンの普及から、終わりは目の前との認識を示した。今後は免疫をすり抜ける変異株の出現の可能性から、より確実なワクチンの開発と接種の必要性にも言及した。

バイデン大統領も9月18日、テレビのインタビュー番組で「新型コロナウイルス感染のパンデミックは終わった」と述べた。

2. 日本の感染、対策状況

< 感染状況 >

感染力の強いオミクロン派生型「BA. 5」が国内で初めて確認されたのが昨年11月30日。年央から感染が拡大して「第7波」となり、7月下旬から週間で120～150万人の新規感染ペースとなった。8月下旬からはペースダウンが認められる。感染者累計は9月9日に2000万人を超えた。1000万人を超えたのが7月14日だったので、2ヵ月足らずで+1000万人増えたペースとなっている。

1日当たりの新規感染者数を、菅政権時と岸田政権下で比較すると、菅政権時の最多感染者は2021年8月の2.5万人。岸田政権では、第6波では2月に10万人、第7波では8月に26万人となった。医療従事者へのワクチン接種の遅れが感染急増を招いた。

死亡者数は8月分の累計3万8831人（前回比+6954人）から4万4356人（同+5525人）とペースダウンしたが高水準。

8月23日には343人の過去最多を記録した。1週間単位（7日平均）では、8月中旬の244人を記録した。ワクチン接種の感染予防効果が「BA. 5」には低かった為。

< 感染対応措置 >

ワクチン接種（全国：9月22日時点）は、3回目までは先月比で微増だが、4回目は高齢者中心に+1800万回増加。

総回数＝	3億2295万回	うち高齢者＝	1億2492万回
1回目＝	1億0419万回（接種率＝81.5%、うち高齢者＝92.6%）		
2回目＝	1億0279万回（ " ＝80.4% " ＝92.4%）		
3回目＝	8214万回（ " ＝65.2% " ＝90.5%）		
4回目＝	3316万回（ " ＝67.7%）		

新型コロナウイルスのオミクロン株に対応したワクチンの先行接種が9月20日から始まった。従来のワクチンの4回目対象だが未接種の高齢者、持病者、医療従事者が優先的に対象。10月中旬以降は、3回目未接種者、3回目・4回目接種者も対象となる。

政府は、感染対策と経済活動の両立を目指す「ウィズコロナ」態勢に一段とシフトしつつある。

感染者の全数把握の簡略化が9月2日から始まったが、実施するのは4県（宮城、茨城、鳥取、佐賀）に留まった。26日からは全国一律での実施が始まった。

宮城県の例では、発生届けの詳細入力の対象を

- ① 65歳以上
- ② 要入院、投薬治療
- ③ 妊婦

に限定した。その結果、届け出は以前の20%に減少し、医療現場での負担が軽減されてきた。一方で、全数把握の簡略化により、

- ① パンデミックや重症化の把握が遅れるリスク
- ② ワクチン接種状況と重症化との因果関係が掌握出来なくなる

などが指摘されている。

また、“第8波”の感染到来に備えて、都道府県知事の権限を強めて、大病院に病床提供を義務付ける「感染症法改正案」を10月初めの召集予定の臨時国会に提出する。

海外渡航者に対する水際対策も、ようやく緩和される。

短期滞在就労、長期就労の外国人入国を雇用受け入れ責任者が、短期滞在の観光旅行の外国人入国を旅行代理店が受け入れ責任者となって、10月から解禁する。

1日あたり入国者数の上限も撤廃し、インバウンド消費による経済効果も狙う。

新規感染者数が落ち着いた（との判断）ことから、新たな観光支援策「全国旅行割（全国旅行支援）」を、秋・冬の観光シーズンを前にして、10月11日から開始することにした。1人1泊8000円を上限に旅行代金の40%を補助し、平日3000円、休日1000円のクーポンも付く。期間は年内で、予算規模は8300億円。

Ⅲ. 内外景気

物価が上昇基調にあるなかで、景気後退（リセッション）の可能性がかなり高まってきた。

【 景気動向 】

『OECD景気見通し（景気先行指数：8月分）』では、OECD38カ国、米国、ユーロ圏は2021年央にピークを付け、1年以上に及ぶ低下基調にある。

中国は21年1月がピークなので、低迷は1年半に及ぶ。

日本だけは、この半年間横這いで推移。

	ピーク時期	直近時	
OECD（38カ国）	： 2021年7月（101.22）	13ヵ月連続	（98.90） ▲2.32
米国	： 5月（100.93）	15ヵ月連続	（98.81） ▲2.12
ユーロ圏（19カ国）	： 8月（101.67）	12ヵ月連続	（98.60） ▲3.07
中国	： 1月（102.41）	19ヵ月連続	（98.05） ▲4.36
	ボトム時期	直近時	
日本	： 2022年7月（100.49）	1ヵ月目	（100.49） ±0

【 インフレ動向 】

米国はガソリン価格の下落から物価上昇のピークアウト観測が出ていたが、8月の消費者物価上昇は反転した。

ユーロ圏、英国、日本ともに、消費者物価上昇率はモーメントム拡大中。

○ 主要国 物価上昇率（8月）

	卸売物価（7月分）	消費者物価・コア分*（同）
米国	： + 8.7%（+ 9.8%） ↓	+ 6.3%*（+ 5.9%） ↑
ユーロ圏	： — （+ 37.9%） ↑	+ 5.5%*（+ 5.1%） ↑
英国	： — （ — ）	+ 6.3%*（+ 6.2%） ↑
日本	： + 9.0%（+ 9.0%）	+ 2.8%*（+ 2.4%） ↑
中国	： + 2.3%（+ 4.2%） ↓	+ 0.8% （+ 0.8%）

米国 :

インフレ上昇は、川上（卸売物価）・川下（消費者物価）ともにスローダウンしている。
エネルギー価格の鈍化がインフレ上昇の歯止めとなっているが、コアベースでも同様。
消費者物価（8月分）のコア部分が反騰しているのが、事前予想の期待を裏切るものであり嫌気された。

卸売物価指数上昇率（8月）は前年同月比+8.7%で、7月（+9.8%）から鈍化。前月比では▲0.1%（7月：▲0.4%）で、2ヵ月連続のマイナス。
コア指数（除く食品、エネルギー、貿易サービス）も前年同月比+5.6%で、5月（+6.7%）、6月（+6.4%）、7月（+5.8%）から鈍化が続いている。

消費者物価上昇率（8月）は前年同月比+8.3%。6月（+9.1%）をピークに7月（+8.5%）と減速気味。しかし依然として高水準。
コアベース（除く食品、エネルギー）は同+6.3%。7月（+5.9%）から反発。
事前予想（+6.1%）を上回る。FRB目標（+2%）を17ヵ月連続で超える。

雇用統計（8月）の非農業部門雇用者数は前月比+31.5万人、7月（+52.6万人）から鈍化した。失業率は3.7%で7月（3.5%）から上昇した。
時間当たり平均賃金は、前月比+0.3%、7月分（+0.5%）から鈍化した。

【 アトランタ連銀 GDP Now 】

7～9月期のGDP成長率予想（9月20日時点）は+0.3%まで下方修正。

欧州圏 :

ユーロ圏の消費者物価上昇率（8月）は前年同月比+9.1%、6月（+8.6%）、7月（+8.9%）から一段と加速、過去最高の上昇率が続く。

除くエネルギー、生鮮食品のコアベースは、+5.1%から+5.5%に上伸した。ドイツは+8.8%（7月：+8.5%）、フランスは+6.5%（+6.8%）、イタリアが+9.0%（+8.4%）だった。

過去500年では最悪となる干ばつが欧州を襲ったことが、インフレ加速要因になると懸念されている。ライン川の水位が下がったことで、石炭の水上輸送が困難を来している。

ユーロ圏の貿易収支（7月）は340億ユーロの赤字、ユーロ安にもかかわらず、輸入（エネルギー関連）の増加から9ヵ月連続の赤字が続く。前年同月は207億ユーロの黒字だった。輸出は前年同月比+13.3%の2355億ユーロ、輸入は+44.8%の2695億ユーロ。

ユーロ圏での今冬におけるエネルギー不足が懸念されている。ロシアの国営天然ガス会社ガスプロムは、欧州向けガスパイプライン「ノルドストリーム」の供給再開を延期する方針であり、需要期である冬場でのガス不足懸念が高まっている。

英国の消費者物価上昇率（8月）は前年同月比+9.9%で、7月（+10.1%：直近のピーク）から若干鈍化した。事前予想（+10.2%）を下回る。11ヵ月ぶりのモーメンタム鈍化。ガソリンの値下りが寄与。

除くエネルギー、食品のコア指数は+6.3%、7月（+6.2%）から小幅加速。

トラス新政権は、家庭の光熱費が2023年1月から年5300ポンド（83万円）となるのを、10月から2500ポンドに2年間凍結する政策を発表した。さらに10月から半年間、400ポンドの補填措置も行う。総額600億ポンド（9.4兆円）の財政措置で、財政再建を一旦凍結する。

法人税引き上げの延期、所得税減税、印紙税・国民保険料の引き下げも行う。

新興国（中国）

8月の経済指標は、工業生産、小売売上など一時的に改善。10月16日開催予定の共産党大会が接近してきたので、その為の地ならしの意図もある。

不動産投資は続落基調。8月単月では前年同月比▲13.8%減、21年12月以降で最大の減少率。新築住宅価格は前年同月比▲1.3%下落（7月：▲0.9%）。

	7月	8月
工業生産（前年同月比）	： + 3.8%	+ 4.2%
小売売上（ " ）	： + 2.7%	+ 5.4%
	1～7月	1～8月
固定資産投資（前年同期比）	： + 5.7%	+ 5.8%
不動産投資（ " ）	： ▲ 6.4%	▲ 7.4%

卸売物価（8月）は前年同月比+2.3%で、5月（+6.4%）、6月（+6.1%）、7月（+4.2%）から一段と鈍化。2021年10月（+13.5%）をピークに10ヵ月連続の低下。

消費者物価（8月）は前年同月比+2.5%で、7月（+2.7%）から7ヵ月ぶりに鈍化した。ガソリンが+24.2%から+19.9%に反落したが、食品のうち豚肉は+20%から+22.4%に上昇。

コアベース（除くエネルギー、食品）は+0.8%で、7月から上昇幅は横這い。

不動産開発、販売における成長鈍化と、住宅価格の値下り、値上り期待の剥落による住宅建設への影響、また購買者の住宅ローン支払い拒否や、金融業者の資金繰り悪化、債務不履行、住宅ローンの不良債権化など、「不動産バブル崩壊」による「信用リスク懸念」が高まっている。

国有4大銀行や商業銀行などの大手15行の1～6月期における不良債権処理金額は、1.4兆元（約30兆円）で前年同期比+18%増。

日本 :

4～6月期の実質GDP成長率（改定値）は、速報値の前期比年率+2.2%から+3.5%に上方修正。

個人消費が+1.1%から+1.2%に僅かに、設備投資が+1.4%から+2.0%に大幅に上方修正。ソフトウェア投資が伸びている。

7～9月期の実質GDP成長率は、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト」（9月9日予想）では前期比年率+1.54%、前月予想（+2.78%）から▲1.19%ptの下方修正。消費者物価上昇率は、+2.28%から2.49%に。

企業物価指数（8月）は前年同月比+9.0%。4月（+9.9%）、5月（+9.3%）、6月（+9.2%）、7月（+9.0%）とピークアウトしているが高水準。7月分は先月発表の+8.6%から上方修正。18ヵ月連続のプラス。

日本製鉄とトヨタとの鋼材価格の値上げ交渉が9月1日行われ、2022年度下期は上期比+20～30%という過去最大の値上げ幅で合意した。直近の2半期は+10～15%だった。今後は一段と川下の最終製品への“玉突き値上げ”が予想される。

消費者物価（8月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+2.8%で、6月（+2.2%）、7月（+2.4%）から一段と加速。

5ヵ月連続の2%台で、12ヵ月連続のプラス。生鮮食品除く食品が+4.1%、エネルギーが+16.9%上昇で7月（+16.1%）から6ヵ月ぶりに反発。生鮮食品とエネルギーを除く総合指数上昇率は+1.6%、6月（+1.0%）、7月（+1.2%）。

物価上昇は弾みがついており、当面加速する。エネルギー価格高騰に端を発して、食品・日用品の川下まで波及してきている。秋には値上げ予定品目が目白押し。

IV. 金融政策・金利動向・債券市場の見通し

金利は経済の体温計である。

先進国の長期金利（10年物国債利回り）の過去10年間の推移は以下のとおり。

米国	…	中心水準	=	2.0%	±1.0%
英国	…	〃	=	1.5%	±1.5%
ドイツ	…	〃	=	0.5%	±1.0%
フランス	…	〃	=	1.0%	±1.5%

米国が2%水準で相対的に高く、英国が次いで、ドイツ、フランスは1%以下で推移していた。英国、ドイツ、フランスは下降トレンドを辿っていた。

低下基調のボックス圏の推移を、インフレ更新を受けて、2022年にブレイクしてきている。

世界の実質金利が2020年3月以来のプラス圏に浮上してきた。

（名目）長期金利が上昇したことと、予想インフレ率が低下してきたことの相乗要因による。実質金利は、国債利回り（名目金利）から市場が見る将来の予想インフレ率（ブレイク・イーブン・インフレ率：BEI）を引くことで算出される。

BEIは物価連動債の金利が通常用いられる。

	名目金利	BEI	実質金利
米国	3.68%	2.37%	1.31%
日本	0.23%	▲0.78%	1.01%

実質金利の上昇は、リスク資産（株式、不動産、仮想通貨など）にはネガティブとなる。リスク資産の割高感から、流入していた投資資金の逆流が始まっている。

また、「リセッション・スパイラル」（インフレ下の景気後退）の悪循環が始まっている。

（実質）金利上昇 ⇒ リスク資産からの資金逃避 ⇒ 株価下落 ⇒
実体経済の悪化（個人消費、設備投資）

米国

F R Bは9月21日のF O M Cで0.75%の利上げを決定した。6月、7月に続く今年3回目の0.75%という大幅な利上げである。利上げは今年5回目。政策金利（F F金利）の目標水準は3.00～3.25%となり、「中立金利」（景気に対して影響しない金利水準：2.5%と見られている）を一気に上回った。

発表された会合参加者の今後の経済・金利見通しとして、

- ① 2022年末時点のF F金利（中央値）は4.4%（6月時点＝3.4%）
- ② 従って、11月には+0.75%、12月には+0.5%の引き上げとなる
- ③ 23年末時点のF F金利（中央値）は4.6%（同＝3.8%）
- ④ 24年末時点で3.9%、25年末時点で2.9%
- ⑤ 22年第4QのG D P成長率は0.2%（同＝1.7%）とほぼゼロ成長に
- ⑥ 個人消費支出（P C E）物価指数の上昇率は2.8%（同＝2.6%）

パウエル議長は会合後の記者会見で、今後起こりうる経済の痛みについて6回も言及した。「インフレ沈静化まで利上げを続ける」とした8月下旬のジャクソンホール会議の状況から何も変わっていないとあえて強調した。

F O M C前にはF R Bの首脳が地ならし発言を行っていた。

ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁は8月30日、「金融引き締めを2023年まで継続する」と語った。

メスター・クリーブランド連銀総裁は8月31日、「政策金利を来年の早い時期までに4%より高い水準に引き上げて維持することが必要」と述べた。

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

満期保有で償還された債券の再投資を止めることで保有債券の減額に対処する。

6月から8月まで毎月▲475億ドル、9月からは▲950億ドル（年間▲1.1兆ドルペース）の減額を始めている。

金融政策を反映する短期債（2年物）金利は、9月23日に4.27%の15年ぶりの水準まで上昇した。10年債は3.82%まで続伸している。

長短金利差（2年債・10年債の金利差：イールドギャップ）は▲0.5%で1ヵ月前の▲0.3%から一段と“逆イールド”が進行した。

オーストラリア準備銀行（中央銀行）は9月6日、主要政策金利であるオフィシャルキャッシュレートを0.5%引き上げて、2.35%とした。7年ぶりの高水準となった。今年5月以降、5回目の引き上げ対応。「理事会は今後数ヵ月でさらに金利を引き上げると予想している」とロウ総裁はコメントした。

カナダ銀行（中央銀行）は9月7日、主要政策金利である翌日物金利を0.75%引き上げて3.25%と決定した。4会合連続の大幅利上げで、主要先進国では最も高い水準となった。今後も利上げを継続するとの見通しを示した。

欧州

ECBは9月8日開催の理事会で、政策金利の0.75%引き上げを決めた。前回7月5日の0.5%引き上げに続く、2会合連続の大幅な政策金利の引き上げである。主要政策金利は0.5%から1.25%に、中銀預金金利は0%から0.75%になった。

経済・物価見通しは、インフレ率を2022年に8.1%、23年に5.5%、24年は2.3%とした。経済成長率は22年が3.1%、23年に0.9%とした。

ドイツの長期金利（10年物国債）は、9月20日に1.9%台まで上昇した。2014年1月以来、8年8ヵ月ぶりの水準となった。

イタリア国債も売られて、利回りは4%台となった。欧州国債からの投資資金の引き揚げが続いている。

英国イングランド銀行（BOE）は9月22日、政策金利を+0.5%引き上げて2.25%とした。7会合連続での引き上げで、前回と同様の引き上げ幅である。政策金利は2009年以来、13年ぶりの水準である2%台となった。

保有資産の圧縮策としての英国債売却開始も決定した。

BOEが保有する国債残高は、直近では8380億ポンド（約135兆円）。当初の1年間で400億ポンドの売却を行う予定。他に償還分が400億ポンドある。英国は2021年12月に欧米先進国の先頭を切って政策金利の引き上げに動いたが、保有資産の国債売却もコロナ禍以降では初めてとなる。

英国の次期首相にトラス外相が決まった9月5日、英国長期金利は8年ぶりに3%台に急伸し、英ポンドは下落した。エネルギー価格高騰への対応の為、減税や家計支援などの公約実行による財政収支悪化が嫌気された。

10年債利回りは9月23日には4%と14年ぶりの水準に達し、2ヵ月間で2%の急伸となった。イングランド銀行による金融引き締め継続観測も嫌気されている。

スイス国立銀行（中央銀行）は9月22日、6月の0.5%の引き上げに続いて、政策金利を0.75%引き上げてマイナス0.25%から0.5%とし、マイナス金利状態から脱却した。

スウェーデン中央銀行（リクスバンク）は9月20日、政策金利を0.75%から1.75%への1%の大幅利上げを行った。事前予想（0.75%）を上回った。6月30日の0.5%の利上げに続く今年2回目の引き上げ。今回発表された経済見通しでは、物価上昇が高すぎる（直近では前年同月比+9%）ので、政策金利は2023年に2.5%まで引き上げるとしている。

新興国

中国・トルコは景気への配慮から、金融政策は緩和気味だが、その他の新興国は10～12月期もインフレ抑制の為に金融引き締めが続く見通し。

フィリピン中央銀行は9月22日、政策金利を0.5%引き上げて4.25%とした。利上げは5会合連続。

インドネシア中央銀行も政策金利を0.5%引き上げて4.25%とした。利上げは2会合連続。

台湾中央銀行は9月22日、政策金利を0.125%引き上げて1.625%とした。利上げは2会合連続。

中国人民銀行（中央銀行）は9月22日、政策金利を据え置いた。優良企業への貸出金利となる期間1年物を年3.65%、住宅ローン金利などの目安となる期間5年物を年4.30%に据え置いた。8月には各々▲0.05%、▲0.15%引き下げた。

トルコ中央銀行は9月22日、8月に続いて2会合連続で、主要政策金利（1週間物レポ金利）を1%引き下げて年12%とした。

2023年に予定されている大統領選・議会選を意識したエルドアン大統領の意向を中央銀行は無碍に出来ないで、消費者物価指数上昇率（8月）は前年同月比+80%に達していても、景気配慮の為に利下げに動いている。

日本

日銀は9月21・22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。短期金利をマイナス0.1%程度、長期金利を0%程度に誘導する「長短金利操作」（イールドカーブ・コントロール：YCC）を維持した。

「物価高」、「円安」への対処よりも、「(新型コロナ禍からの)景気回復」優先の政策スタンスを変えなかった。

スイスが同日22日に“マイナス金利”からの脱却を決めたので、世界の主要国では日本だけが唯一の“マイナス金利”状態となった。

10年債長期金利は今年の3月以降、何度も日銀が金融政策での「上限」とする水準（=0.25%）に到達しており、突破する（させる）との思惑が消えない。

日銀は9月21日、国債買い入れオペを通知し、10年物国債を利回り0.25%で無制限に買い入れる指し値オペを行った。

債券市場見通し

9月に予定されていた主要国の政策金利の一連の引き上げは、ほぼ事前予想どおりに実施された。

豪州	(9月 6日):	1.85%	=>	2.35%	+0.50%
カナダ	(9月 7日):	2.50%	=>	3.25%	+0.75%
ユーロ圏	(9月 8日):	0.50%	=>	1.25%	+0.75%
米国	(9月21日):	2.25%	=>	3.00%	+0.75%
英国	(9月22日):	1.75%	=>	2.25%	+0.50%
スイス	(9月22日):	マイナス0.25%	=>	0.50%	+0.75%

年末までに更なる利上げが予想されているのは、

豪州、カナダ、ユーロ圏、米国、英国
の欧米（ドル圏）主要国である。

パウエル議長は9月8日、「金融引き締めには政治的な配慮（景気鈍化による政権からの圧力：中間選挙を意識）はしない」と明言した。物価上昇の判断を軽く見ていて、対応が遅れたことへの反省があり、大幅な引き締めが第一の優先事項であることから、物価が目標水準（+2%）まで反落する確信度が見えてくるまでは、引き締め姿勢を堅持する。

米国の今後の政策金利（FF金利）の引き上げ予想（コンセンサス）は、

11月 1・2日 : 3.00% => 3.75% +0.75%

12月 13・14日 : 3.75% => 4.25% +0.50%

年内12月までに4%を超える水準まで引き上げられることになる。

23年には5%台まで行く可能性がある。

その後は景気・物価推移を様子見するが、結局は物価上昇の鎮静化次第。

7月以降、長短金利が逆転する「逆イールド」が定着した。

米国2年債利回りが4.2%台に対して、10年債は3.8%台まで上昇している。

2000年9月以来、22年ぶりのスプレッドの大きさである。

短期金利が高水準となり「逆イールド」状態が定着したことから、景気後退のリスクが、ますます意識されるようになってきている。可能性の有無の段階ではなく、

「どの程度の落ち込み幅と期間なのか」に関心が移っている。

ECBの次の政策理事会は10月27日。0.5~0.75%の連続利上げの公算が高い。12月も連続利上げの見込み。23年2月の可否、幅が焦点に。

英国の次の金融政策委員会は11月3日。物価上昇がピークアウトするまで利上げを続ける方針。現状の1.75%の政策金利が、2023年前半には3%水準に達する、と市場は織り込んでいる。

その先の年末の主要国の金融政策会合のスケジュールは12月中旬に集中している。

米国	(FOMC)	:	12月13、14日
ユーロ圏	(ECB理事会)	:	15日
英国	(金融政策委員会)	:	15日
日本	(金融政策決定会合)	:	19、20日

日銀は今回も公式見解を（当然ながら）変えなかった。

「物価上昇は（コストプッシュ型ゆえに）一時的」

「経済は回復途上」

「利上げは当面（2～3年は）ない」

と表明した。

しかし、政策変更への圧力は徐々に強まってくる。外堀は埋まりつつある。

外国人投資家は6月から日銀のYCC政策変更（＝金融緩和の終焉）の可能性に賭け、大規模な債券売り（＝金利上昇）を仕掛けた。一旦は買戻しを余儀なくされたが、ファンダメンタルズ条件が変わっていないので、再度タイミングを計っている。

海外ヘッジファンド勢は、日本国債先物の売り持ち（ショート）を続けている。

年初からの累積売越ポジションは4兆円、ピークの6兆円からは減ったがなお高水準。ゴールドマン・サックスの試算では、日本の長期金利の適正水準は0.6%となり、0.4%程度がディスカウントされている（YCC政策分）ということになる。

売りのマグマは静かに溜まっている。

- ① 10～12月も海外主要国は大幅利上げに動くので、内外金利差は一段と拡大する。ドル高円安基調は変わらず。
- ② 黒田総裁の任期中でのYCC政策を放棄することは、メンツや晩節からしても回避したいとの思惑が強い。しかし、任期が残り半年となり、後継総裁人事とともに“黒田バズーカ（＝異次元緩和）”政策の撤退の方法が俎上に上ることは不可避。
- ③ 日銀は政策決定会合等で、「YCC政策を止めます」と公式には公表できない。投資家からの債券売りが殺到して、金利は暴騰する。

- ④ 金融市場・投資家が混乱しない「出口戦略」のシミュレーションを両宮副総裁を中心に検討しているはずであるが、その道筋・シナリオは見えない(困難?)。

オーストラリア準備銀行は、2021年にYCC政策の放棄を突然発表すると、短期金利は0.1%から0.8%まで急上昇した。

スイス国立銀行は、2015年に対ユーロでのスイスフラン売りの無制限介入を突然休止して、スイスフランは急騰した。

YCCの放棄を公表するなら、日銀は売りに晒される債券を全て買い付けるしかない。それは、市中への追加的な金融緩和効果をもたらすので、物価上昇、バブルマインドを喚起することになる。

【 3か月間の想定レンジ 】

米国長期金利（10年国債：3.686%） : 3.00↑ ~ 4.30%↑

日本長期金利（国債指標物：0.230%） : 0.20↑ ~ 0.40%↑

V. 為替動向と見通し

日銀は、ドル円レートが140円を超えてきた水準で口先介入による円売り牽制し、さらに9月14日には為替介入の予告である「レートチェック」を実施した。

9月22日（木曜日）に日銀が金融政策の維持を発表した後、ドル円相場が1ドル＝145円台まで下落すると、神田真人財務官は「（為替介入は）ずっとスタンバイの状態。いつでもやる用意がある」と記者団にコメントした。その日の夕刻に日本単独（欧米は強調介入を否定）でのドル売り・円買い介入を実施した。

ドル円レートは140円台まで一気に5円反落した。事前に想定されていたとはいえ、1998年6月以来24年ぶりのドル売り・円買い介入は、短期的には効果があった。しかし、23日（金曜日：日本は祝日）のNY市場では143円台前半までドルが買い戻され、円買い介入効果は短期間で半分が消失した。

ユーロは7月14日に1ユーロ＝1ドルの等価（パリティ）水準を20年ぶりに割り込み、9月23日には1ユーロ＝0.96ドル台の20年ぶりの安値を付けた。対円でも140円を割り込むまで下落した。

英ポンドは、物価上昇、景気後退リスクの高まり、BOEによる政策金利の引き上げという状況下で、トラス新首相就任を切っ掛けに売り込まれた。エネルギー価格の高騰に対応した過去50年間で最大規模の減税政策発動を表明しており、財政悪化が嫌気された。9月23日には1ポンド＝1.09ドルの37年ぶりの安値を付けた。

スイスフランは、9月22日の政策会合での連続利上げ実施により乱高下した。基調はスイスフラン高である。

中国人民元は、9月上旬に2年ぶりの1ドル＝7元を突破して元安が進んだ。ゼロコロナ政策による景気停滞と、金融緩和政策から人民元安圧力が続いている。

為替見通し

米ドル・ユーロ・日本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の金融引き締め政策	=>	ユーロ安
		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懸念	=>	ユーロ安
		日本の貿易赤字拡大	=>	円安
③ リスク要因	…	ロシアのウクライナ侵攻	=>	ドル高
		欧州への天然ガス供給削減	=>	ユーロ安
④ 中央銀行の資金量	…	F R Bの保有債券売却開始	=>	ドル高
		日銀（政府）の債務水準	=>	円安
⑤ 投資資金要因	…	ドル調達コストの上昇	=>	ドル安
		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のうち、「金利格差要因」がメイン・エンジンとなっている。F R B, E C Bともあと2~3回は政策金利引き上げに動くので、その基本的要因はしばらく変わらない。

欧州（ユーロ圏）はE C Bの利上げによる景気後退懸念、エネルギーの供給不安と価格高騰の影響などから、ユーロ安につながる弱気局面が当面続く。

日本の貿易収支（8月）が過去最大の赤字（▲2.8兆円）となったことは、今回の円安が輸出のプラス効果よりも、輸入品の価格高騰と輸入物価上昇のマイナスの方に脆弱な日本の構造的立場を如実に表わしている。輸入品の価格上昇、インフレ圧力の高まり、貿易赤字の拡大が「円安圧力」を引き起こす悪循環が想定される。

1997年から98年にかけてのドル売り・円買い介入（3回）の時の介入額は、

4兆円強。今回は9月22日の1日で3兆円規模（外貨預金の7分の1）だった。
今回は日本政府だけの単独介入であり、歴史的経験則からして効果は限定的。
“時間稼ぎ”のスミージング・オペレーションに留まる。米国が物価上昇につながる
「ドル売り・円買い」強調介入をすとは考えられない。

「円安基調」が継続するファンダメンタルズ要因が日本サイドには揃っている。

- ① 「失われた30年」の局面で円高進行とグローバル化の進展により製造業の
生産拠点が海外に移転したことで、円安に転じても「経常収支」は赤字が継続
する産業構造になっている
- ② 予算・財政を拡張した結果、公的債務残高の削減が進まずに慢性的な財政赤字
体質になっている
- ③ 1980年代以降の米国に見られた「双子の赤字」状態が継続・拡大する
可能性が高い
- ④ 米国からの防衛装備調達・軍事費拡張要求も、財政赤字の拡大要因

現在の状況では、年内に1ドル=150円を目指す動きが継続する。

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (143.80円) : 135↑ ~ 150円↑

ユーロ円レート (139.28円) : 130 ~ 142円

VI. 株式市場の動向と見通し

外国株

9月13日に消費者物価（8月）の上昇率が市場予想を上回ったことから、ダウ30平均株価は前日比▲1276ドル（▲3.9%）下落した。

23日には同▲486ドル下落して、節目の30000ドルを割り込んだ。

中期の週足チャート（下右図）では、依然として下落トレンド形成中。

- ① FRBによる政策金利の引き上げ
- ② 継続景気後退リスクの高まり
- ③ 企業業績の下方修正&減益リスク

ファンダメンタルズの好転の兆しが無い限り、買いタイミングではない。

モルガン・スタンレーは、10～12月にS&P500指数（直近＝3693）が3400（▲8%）までの下落を予想している。景気後退局面となれば3000（▲20%）の下値を予想している。

ロンドン株式は、トラス新政権による減税策・財政悪化を嫌気して、9月23日に英ポンド急落したことからトリプル安に見舞われた。英国債券の金利が上昇し、FTSE100指数は▲2%下落した。

日本株

(1) 企業業績

《 日経平均 業績・資産予想 》

	(7月22日)	(8月24日)	(9月22日)
株価	27914円	28313円	27153円
PER	13.01倍	12.85倍	12.46倍
EPS	2145円↑	2203円↑	2179円↓
PBR	1.20倍	1.17倍	1.13倍
BPS	23261円↑	24199円↑	24029円↓

9月22日時点での日経平均株価の今期収益（EPS）予想値は、先月比▲1.1% 下方修正された。3ヵ月ぶりの下方修正。

企業業績は下方修正局面に移行したと判断される。円安メリットによる増収効果と、「ウィズコロナ」政策発動のプラス要因があるが、それ以上に

- ① 原材料価格の上昇と価格転嫁の遅れ
- ② 米国、欧州、中国景気の鈍化
- ③ 金利上昇の影響

の減益要因が効いてくる。

(2) 東京株式市場の動き

日経平均株価は、3月9日に24681円の安値を付けてから、海外市場の（楽観的な見通しからの）上昇に連動する戻り相場となり、8月17日に29222円の戻り高値を付けた（上昇率＝＋18%）。

8月後半からは、パウエルFRB議長が大幅な政策金利引き上げ姿勢を続けることが明らかになったことと、「リセッション懸念」の高まりから、海外市場に連動する形で調整局面に転じている。8月高値からの下落率は▲10%（9月26日現在）。

日本株見通し

8月に入ってからの株価下落要因が明らかになったことで、年末にかけて調整局面・下値模索の動きが続くことが想定される。

- ① 9月に確認された先進国・新興国の中央銀行によるインフレ抑制を第一の目的とする強硬な政策金利引き上げは、10～12月期も継続する
- ② 海外金利の上昇を受けての円売り・円債売りの継続
- ③ 日銀による金融緩和政策を転換させる思惑からの売り仕掛けの可能性
- ④ 米国、欧州の10～12月期から来年にかけてのリセッション懸念の高まり
- ⑤ 日本の新型コロナ対策と「ウイズコロナ」経済回復策は両立出来るのか
- ⑥ 岸田内閣の政権運営への支持離反から、政局の可能性が高まる

「円安デメリット」はこれから一層顕在化する。

- ① 物価上昇圧力の強まり … 輸入品（エネルギー、食糧）価格の高騰と、
資材量確保への不安
- ② 景気の押し下げ圧力 … 輸入物価上昇
- ③ 企業業績の下方修正 … 原価・コスト上昇の運行修正分

10月から年末にかけての相場下落見通しから、26000円、25000円台のプット（売りヘッジ）の建玉が溜まってきており、株価下値に備える動きが強まっている。

次の下値の目処は、今年の1月、5月、6月と3回の安値を付けている26000円。さらに、“世界の景気後退局面入り”や“企業業績の減益”の可能性が高まった場合には、24000円の水準が意識される。

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価 : **24000円↓** ~ 29000円 (26431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。