

投資環境と金融市場の見通し（110）

2022年10月31日

田淵英一郎

I. 要約・見通し

< マクロ経済、金融政策 >

- (1) 世界経済の現状は、「インフレ圧力」と「景気後退リスク」が併存している。
「世界同時スタグフレーション」や「新興国の債務・金融危機」の可能性も。
- (2) FRBは、物価目標（2%水準）に近づくと確信が持てるまでは、“強硬な引き締め姿勢”を続ける。景気（消費、住宅）・企業収益・株価にはマイナス。
「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。
- (3) 11月のFOMCでは0.75%（4回連続）、12月では0.5~0.75%の政策金利引き上げが現時点の予想。利上げペースの減速観測（期待）高まる。
- (4) 「米国の金融政策に先んじる」という経験則がある、オーストラリアとカナダは、10月の利上げ幅を9月より縮小した。
- (5) エネルギー調達の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、景気減速リスクが一段と強まる。ECBも強硬な金融引き締めスタンスを当面続ける。
- (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年内は政策金利の引き上げを継続する。
日本だけが“景気配慮”の緩和政策を、黒田総裁の退任まで継続する。

< 債券、為替市場 >

- (1) インフレ上昇が下落に転じるとの確信が持てるまで、FRB、ECBは政策金利引き上げるのでドルが買われ続ける、というのがコンセンサス。投資家・実需筋は“押し目買い”を続ける。
- (2) ファンダメンタルズ主導の実需相場なので、「為替介入」などの人為的手段では基調トレンドを変えるまでには至らない。“ドル高・ユーロ安・円安”の基調は変わらず。

- (3) 日銀による「YCC (=イールドカーブ・コントロール) 政策」の断念を読んだ海外投資家は、再度の円金利の売りポジションを構築中。
日銀の「出口戦略」実施は黒田総裁が退任・交替する来年4～6月以降、というのがコンセンサスだが、市場からの圧力で政策を修正する可能性が燦る。

< 危機・リスク要因 >

- (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。「ウィズコロナ」シフトへの緩和が進むが、今冬では「第8波とインフル」の混合到来の観測。
- (2) 今次の中国共産党大会での「習近平長期・独裁体制」シフトから「軍事大国化」＝台湾侵攻リスク」「経済の長期低迷リスク」が明らかになった。
中国でのビジネス展開の巻き戻し、資本流出、金融市場の混乱が想定される。
- (3) 岸田政権の内閣支持率は8月から急落。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有効策、説明責任が果たせない状態から自縄自縛の膠着状態続く。
- (4) 政権支持率浮揚の切っ掛けの為に、大型経済対策を打ち出すことを画策。
金額規模ありきでの補正予算編成(=29兆円)となり、財政悪化懸念は一段と深まった。政府(財務省)と日銀のミスマッチ政策への批判も顕在化。

< 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、マクロ・ミクロ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) 米国、欧州のスタグフレーション・リスクと、中国、新興国における景気減速リスクはこれから顕在化。
- (3) 金融政策の緩和(=利上げペースのスローダウン期待)によるリバウンドは、売りポジションの買戻しによる。夏場のベアマーケット・ラリーと同一。
- (4) 企業業績は10～12月期から下方修正となり、減益リスクが高まる。
コスト上昇(原材料費・物流費・人件費・金利)と円安デメリットにより、業績モーメントは暗転。
- (5) 日本株は、海外株式(欧州株、中国株)と比較して割安・安心状態にあるが、上昇基調に転換するには時期尚早。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、

- ① 「安倍元首相の国葬儀の決定プロセス、経費問題」
- ② 「旧統一教会と関係した自民党議員に関する調査と今後の対応」

についての明確な説明をせず、今後の方針についても具体的に踏み込んだ姿勢を示さないことから、内閣支持率の低下に歯止めが掛からない事態を自ら招いている。

今月の世論調査では、支持率よりも不支持率の方が上回る結果が軒並み続いているが、9月からの増減は小休止。毎日新聞に続いて、時事通信（対面での信頼度高い）でも支持率は30%を割れ、危機水域と言われる20%台入りした。

- ・ 朝日新聞（10月 2日）…支持40%（▲ 1%）、不支持50%（+ 3%）
- ・ 読売新聞（10月 2日）…支持45%（▲ 5%）、不支持46%（+ 5%）
- ・ 共同通信（10月 9日）…支持35%（▲ 5%）、不支持48%（+ 2%）
- ・ NHK（10月10日）…支持38%（▲ 2%）、不支持43%（+ 3%）
- ・ 時事通信（10月13日）…支持27%（▲ 5%）、不支持40%（+12%）
- ・ FNN・産経（10月16日）…支持41%（▲ 1%）、不支持52%（+ 2%）
- ・ 毎日新聞（10月23日）…支持27%（▲ 2%）、不支持65%（+ 1%）
- ・ 日経新聞（10月30日）…支持42%（▲ 1%）、不支持49%（± 0%）

自民党の支持率は

- ・ NHK（10月10日）… 37%（前回比 +1%）
- ・ 時事通信（10月13日）… 23%（前回比 +1%）

「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、時事通信調査（10月13日）で50%ギリギリになってきた。

- ・ NHK（10月10日）… 75%（前回比 ▲1%）
- ・ 時事通信（10月13日）… 50%（前回比 ▲4%）

臨時国会が10月17日から開会した。

永岡文部科学相は、旧統一教会に対する「宗教法人法」に基づく報告徴収と質問権の行使を「年内のできるだけ早いうちに権限が行使できるよう手続きを進めていく」として、「情報収集や質問の手続きの途中でも解散命令を請求するに至る事実関係を把握した場合には、速やかに裁判所に解散命令を請求することを検討していく」と述べた。しかし岸田首相は18日、「解散命令を請求する法令違反には、民法の不法行為は基準に入らない」との考えを示し、1日で旧統一教会への強圧関与姿勢を後退させた。さらに、翌19日には「民法の不法行為は入り得る」と1日で再度変更し、「朝令暮改」と非難された。

岸田首相の「旧統一教会問題」に於ける戦略・戦術としては、

- ① 旧統一教会により（経済的な）被害を受けた当事者・家族への補償には前向き
- ② 旧統一教会の（今後の）活動を制約 ⇒ 「団体の解散」までは考えず
- ③ 日本で活動を始めてからの60年余の自民党（派閥領袖、安倍派議員）との関係や、これまでの恩恵・支援・相互関係までは触れたくない
 - ・ 教会活動を黙認・助長（「カルト集団としての立件断念」「名称変更認可」）
 - ・ 国政・地方選挙でのサポート
 - ・ 自民党国会議員・地方議員全員の関与度合いの全容調査・公表の見送り
 - ・ 最大の嫌疑がある安倍元首相の役割・関与を「死人に口なし」で放置
 - ・ 象徴的存在である山際経済担当大臣をなかなか更迭しなかった
 - ・ 過去10年間の親密関係が問われた萩生田政調会長は、「猛省」の一言で説明せず（⇒ 開き直って補正予算増額で存在感を発揮）

「関係した議員は丁寧に説明」「今後は関係を断つ」「自民党が誤解・迷惑を掛けたのなら心からお詫びする」との、空疎な言葉を並べながらの“目くらまし”戦術により、野党・マスコミ・国民を愚弄しながら、時間とともに忘れられることを期待する、という姿勢が垣間見える。

岸田政権は10月28日、「総合経済対策」の裏付けとなる22年度補正予算案を臨時閣議で決定した。支持率回復を意図した従来型「バラマキ&ポピュリズム」政策。

- ① 一般会計総額は29.1兆円、“予め打ち上げられた規模ありき”の金額。
- ② 「総合経済対策」規模は39兆円（財政支出ベース）、事業規模は71.6兆円。
 - ・ 電気料金・ガス料金値上げへの負担軽減策
（＝電力会社700社、ガス会社200社への支援金支払い：6兆円？）
 - ・ 地方に多いプロパンガスへも補助金を、との「補助金バラマキ」の様相
（＝LPガス会社15000社：3兆円？）
 - ・ ガソリン・灯油の価格抑制策の来年1月以降の継続（3兆円）
 - ・ 子育て支援策（「伴走型相談支援事業」、@10万円支給）
 - ・ 水際対策の緩和によるインバウンド需要の喚起
 - ・ 農産物輸出・対日直接投資の拡大
- ③ 注目の「新しい資本主義」関連政策（＝6.7兆円）としては、
 - ・ “資産所得倍増”（＝NISAの恒久化、iDeCoの拡充）
 - ・ “GX（グリーン・トランスフォーメーション）促進の為の二酸化炭素の排出権取引市場の開設
 - ・ 民間投資（先端半導体、電池、ロボット）を呼び込む政府主導投資
 - ・ 「ジョブ型」雇用拡大
 - ・ 「人への投資」（＝リスクリング支援策として5年間で1兆円に拡充）

岸田政権は、

- ① 国策・重要課題に関する具体的内容と政策選択肢を提示
- ② 情報公開（マスコミ・一般国民への丁寧な説明）による国会での論議・決議という、“民主主義として当たり前”のプロセスを踏まない、“官邸大本営”的な体制、結論ありきの突然の政策発表、という強引な事案が増えてきている。

安倍長期政権から始まったことだが、「負の遺産」として継承されている。

- ① 「国葬儀の決定」
- ② 「原発問題の政策転換」 … 原発再稼働への踏み込み、運転期間延長、
新型（小型、革新）原子炉の開発
- ③ 「防衛費増額」 … 対GDP比2%増額と財源問題
- ④ 「所得倍増プラン」から「資産所得倍増プラン」への転換

「聞く耳を持っている」と就任当初は自画自賛していたが、世論・マスコミ・野党の声よりも、党内有力者（麻生、安倍派）への忖度姿勢が徐々に明らかになってきたことが、「旧統一教会問題」「山際経済再生相の更迭」への後ろ向き、後追い対応となり、説明責任も果たせないまま自縄自縛（＝自業自得）となっている。本来の「KYぶり」とともに、「指導力・危機管理能力の欠如」が、内閣府支持率に表れてきている。

- ① 「旧統一教会問題」での調査も、方法（自己申告）、項目（秘書、地方議員は対象外）などが不十分であり、「安倍派（細田衆院議長、萩生田政調会長）への配慮」が見え見えである。
- ② 経済対策（物価高、円安）は遅めで有効策を打ち出せず（バラマキ政策）。
- ③ 上記課題への対処が喫緊の課題なのに、国会開催に消極的であり、外交優先のスケジュール（豪州訪問を急遽実施）
- ④ 公設秘書の長男・岸田翔太郎（31歳）を政務担当首相秘書官に10月4日に任命した（“人格・識見”“適材適所”と説明）。

安倍政権時代の官邸には、官房長官、官房副長官に有能なキー・パーソンが配置され、機能しサポートしていたのが、何度目かの政権浮揚、国政選挙での勝利、長期政権に繋がった。岸田政権はここが脆弱であり鬼門となっている。

	官房長官	副官房長官（政務：衆）	副官房長官（事務）
安倍政権 …	菅義偉	加藤、萩生田、西村	杉田和博（警察庁）
岸田政権 …	松野博一	木原誠二	栗生俊一（警察庁）

岸田首相には、スキャンダルと支持率急落と期待・実力の剥落という追い込まれている事態となっても、（何故か）開き直ったような余裕が感じられる。

- ① スキャンダルか追い込まれるような事態にならないければ、しばらく国政選挙をする必要がない
- ② 次の絶対的な後継首相候補が不在（茂木？ 河野？ 高市？ 菅？）
- ③ 党内最大派閥の安倍派が内紛状態
- ④ 追求する野党勢力もバラバラで、政党支持率は浮揚せず

【 習近平独裁体制確立 】

中国共産党大会が10月16日から22日まで開催された。

事前に観測されていた以上の、「強権・偏重された習近平体制3期目」が構築された。

（習近平長期独裁体制の確立）

毛沢東独裁政治による文化大革命の失敗、1970年代の4人組による混乱、などの反省から、1980年代に鄧小平総書記が確立した「集団指導体制」「68歳定年制」「総書記は2期10年まで」の暗黙ルールは完全に終焉した。

過去の忠実な部下や側近だった政治局常務委員体制を固めて、「習近平長期独裁体制」を構築した。政治局員25人のうち13人が引退・交替した。

習近平総書記の腹心である李強政治局員（上海市党委員会書記：習近平総書記が浙江省党委書記の秘書室長）は、上海市のロックダウン封鎖という責任による更迭案は4月には早々に撤回されて、No. 2の政治局常務委員への昇格（李克強首相の後任）となった。最大の昇格基準が「習近平への忠誠心」であることが証明された。

反対に、「共産主義青年団」（共青団：党のエリート青年組織）出身の幹部は、軒並み排除された。ナンバー2の李克強首相、序列4位の汪洋全国政治協商会議主席のみならず、次の首相候補として名前が挙がっていた胡春華副首相は、上位24人の政治局員からさえも（過失が無いにもかかわらず）外された。

地方行政当局での実績・経験、実務能力、経済運営実績が優れていても、引退・降格の憂き目に遭う、想定以上の露骨な恣意的人事が発揮された。

習近平総書記は「共青団嫌い」と以前から推測されていた。

（次期後継者の不在、世代交代の遅れ）

次世代の後継者としてこれまで公表してきた、50歳代の若手登用も見送られた。

中央委員（上位205人）においても、「第7世代」（1970年代生まれ）は、1人も選ばれなかった。

習近平総書記の長期政権狙い（更に2期10年は続投？）の意思表示となった。

(軍事大国化への傾斜と台湾侵攻のリスク増大)

これまでの“経済成長と中国大国化”へのバランスのとれた国家目標から、長期政権確立による独裁強化、軍事力増強を背景に、「台湾への侵攻・統一」を今後10年以内に実行するのは、(ほぼ) 確実となった。

「台湾統一へ武力行使の放棄を約束しない」と明言した。新たに採択された「共産党規約」においては、これまでの「祖国統一の完成」という表現から、「台湾独立に断固として反対し、抑え込む」とまで強調された表現が明記された。

(経済成長の一段の鈍化)

足元の経済の落ち込みは明白、長期的にも人口減少によりピークアウトは確実であり、年率+5～7%成長の勢いを取り戻すことは困難。「改革開放」による経済成長路線は後退する。

- ① 経済通の李克強首相、劉鶴副首相、易綱中国人民銀行総裁など改革派が退任
=> 今後予想される経済不安(不動産問題)、金融・為替変動における対応が懸念される(後任者は経験不足)
- ② 「ゼロコロナ政策」(習近平総書記の拘り)を堅持
=> 景気動向に影響
=> 民衆の不満が強まる

(習近平体制への抵抗勢力が温存)

「改革・民意派」(共産主義青年団出身者)を排除して、「若手・次世代リーダー候補」を指名しなかったことから、

- => ポスト習近平体制の不透明・不安
- => “反習近平勢力”の不満・抵抗・暗躍(?)”

という、指導体制への長期的な政治リスクが温存された。

大会閉幕時での規約・人事案採決の直前に、胡錦濤前総書記が途中退席させられた映像を巡って、様々の憶測(人事案・習近平体制への不満?)が呼び起こされている。共産党大会中を控えた10月13日には、「(習近平は)独裁者の裏切り者」「改革が必要」との横断幕が、北京の大学が多い海淀区の歩道橋に掲げられた。

【 新型コロナウイルス 】

1. 世界の感染・対策状況

< 感染状況 >

10月29日時点で6億2974万人、先月（9月22日）比較では+1629万人（前回：+1406万人）と、9月は7ヵ月連続増加していたのが鈍化したが、若干の増加に転じている。

世界人口（79億人）比=8.0%（先月7.7%）。

米国9742万人（+155万人、前回：+185万人）、インド4464万人（+9万人：+17万人）、フランス3522万人（+174万人：+58万人）、ドイツ3285万人（+294万人：+85万人）、ブラジル3481万人（+21万人：+24万人）、韓国2453万人（+93万人：+173万人）、英国2412万人（+32万人：+10万人）、イタリア2221万人（+129万人、+47万人）、日本2083万人（+138万人：+283万人）、ロシア1898万人（+212万人：+131万人）、

- ・ 増加中 … フランス、ドイツ、英国、イタリア、ロシア
- ・ 減少中 … 米国、インド、韓国、日本

オミクロン株の新たな変異株が9月に2種類確認された。

9月にナイジェリアで確認された「BQ.1」は、英国・フランスで感染拡大している。英国では感染者の18%を占めるようになった。シンガポールで確認された「XBB」は、既に感染者の50%を占めている。

日本国内でも既に、前者は17人、後者は7人が確認されている。

最近確認された（生き残ってきた）変異株は、

- ① 重症化リスクは少ない
- ② 感染力が強い
- ③ 既に獲得した免疫には効力が弱い

今後は、世界各国の免疫（ワクチン接種）特性の違いにより、複数の変異株が混在・拡大するパターンとなることが想定される。

2. 日本の感染、対策状況

< 感染状況 >

感染者累計は10月29日現在2226万人（全人口比＝1.9％）。1000万人を超えたのが7月14日で、9月初旬で更に1000万人増えたが、直近ではペースダウンとなっている。

死亡者数は累計4万6646人（前回比＋2290人）、先月＋5525人増加から2ヵ月連続ペースダウンしている。

< 感染対応措置 >

オミクロン株対応ワクチンには、BA.1対応とBA.4と5対応の2種類がある。ともにその前に流行した武漢株にも対応している。選択・対処は地方自治体任せになっている。

10月半ばから2回接種済みの12歳以上の対象者全てが接種可能となる。本来なら前回接種から5ヵ月間の間隔を空ける必要があるが、厳冬期に間に合うように短縮化される見込み。

海外からの渡航者に対する水際対策も緩和された。

10月11日から外国人入国者数の1日あたりの上限が撤廃された。訪日個人観光客の制限がなくなり（3回のワクチン接種証明書か出国前72時間以内の陰性証明書の提出は必要）、インバウンド消費による経済効果が期待されている。

新たな観光支援策「全国旅行支援」も10月11日から開始された。政府が1人1泊8000円を上限とした旅行商品の代金の40％を補助する。平日3000円、休日1000円のクーポン券が付く。期間は12月下旬までで、予算規模は8300億円。

政府は10月12日、今冬の季節性インフルエンザと新型コロナウイルス感染第8波の同時流行により、発熱患者が医療機関を受診して逼迫することを避ける為の措置として、高齢者と小学生以下の子どもに限定した受診とする方針を固めた。中学生から64歳までの基礎疾患のない対象者は抗原検査キットで自主検査し、陽性ならば自宅療養することになる。

インフルエンザ感染での医師の診療を希望する場合は、オンラインや電話による診療を活用し、「タミフル」を自宅配送により服用することになる。

俄か作りの弥縫策との印象である。

- ① 高額な検査キットを予め購入する人がどれほどいるのか
- ② 発熱患者に正常な自己診断（新型コロナ、インフルエンザ、その他病気）が出来るのか
- ③ 相談する窓口、バックアップ体制は整備されるのか
- ④ 電話やオンライン診療で正確な診察が出来るのか
- ⑤ 対応出来る医療機関の絶対数は不足している（全体の40%程度）

インフルエンザの流行が半年先行する南半球では今年の6～8月にインフルエンザが大流行した。豪州では、コロナ禍での昨年の感染者は600人だったが、今年は22万人の感染者に急増した。

年初から世界各国は、移動制限とマスク着用の緩和に動き、日本でも10月中旬から緩和したので、今年の冬は感染流行が予想される。

政府は、インフルエンザワクチンを過去最多の7000万回分既に用意している。

富士フィルムHDは10月14日、抗ウイルス薬「アビガン」の新型コロナウイルス治療薬に転用するための開発を中止すると発表した。2020年3月から新型コロナ治療への転用を目指して国内で臨床試験を始めて、安倍元首相が「5月中の承認をめざす」と広言したことで知られる。20年10月に厚生労働省に承認を申請したが、承認は見送られていた。

新型インフルエンザの抗ウイルス薬として70万人分が備蓄されたが、政府は追加で130万人分（＝159億円）を購入した。富士フィルムにも治験支援金として15億円が支給された。古森重隆富士フィルムホールディングス元会長は、安倍元首相と公私にわたって親交が深いことで知られている。

Ⅲ. 内外景気

今年10～12月期から来年前半での、景気後退（リセッション）入りするとの予想が増えてきた。

【 景気動向 】 『OECD景気見通し（景気先行指数：9月分）』

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8ヵ月に及ぶ。日本だけは、この半年間ほぼ横這いで推移。

	ピーク時期	直近時	
OECD（38カ国）	： 2021年7月（101.32）	14ヵ月連続	（98.56）▲2.76
米国	： 5月（101.04）	16ヵ月連続	（98.48）▲2.56
ユーロ圏（19カ国）	： 8月（101.81）	13ヵ月連続	（98.32）▲3.49
中国	： 1月（102.38）	20ヵ月連続	（98.47）▲3.91
日本	： 2022年5月（100.51）	4ヵ月連続	（100.49）▲0.02

OECD経済見通し（9月26日）では、2023年の世界の実質成長率は2.2%。前回（6月）予測より▲0.6ポイント下方修正した。

インフレ圧力は和らぐが高止まりする。物価上昇率（G20）は21年の3.8%が、22年は8.2%、23年は6.6%。

IMFが3ヵ月毎に公表している今回の「世界経済見通し」では、2022年の世界の实質成長率予測は前回（7月）比変わらず、23年は▲0.2%の引き下げだった。修正状況は7月時より、22年はマイルド、23年は引き下げが多かった。先進国は▲0.3%の下方修正、特にユーロ圏が▲0.7%、ドイツが▲1.1%と大きかった。

IMFは「これから世界の3分の1がテクニカル・リセッション（2四半期連続のマイナス成長）に陥る」と予想している。

『国際通貨基金（IMF）世界経済見通し』（10月11日発表）

	2022年	前回（7月）比	2023年	前回（7月）比
世界全体	+3.2%	—	+2.7%	▲0.2%
先進国	+2.4%	▲0.1%	+1.1%	▲0.3%
米国	+1.6%	▲0.7%	+1.0%	—
ユーロ圏	+3.1%	+0.5%	+0.5%	▲0.7%
ドイツ	+1.5%	+0.3%	▲0.3%	▲1.1%
日本	+1.7%	—	+1.6%	▲0.1%
新興国	+3.7%	+0.1%	+3.7%	▲0.2%
中国	+3.2%	▲0.1%	+4.4%	▲0.2%
インド	+6.8%	▲0.6%	+6.1%	—
ロシア	▲3.4%	+2.6%	▲2.3%	+1.2%

【 インフレ動向 】

○ 主要国 物価上昇率（9月）

	卸売物価（8月分）	消費者物価・コア分*（同）
米国	+8.5%（+8.7%）↓	+6.6%*（+6.3%）↑
ユーロ圏	—（+43.3%）↑	+6.1%*（+5.5%）↑
英国	—（—）	+6.5%*（+6.3%）↑
日本	+9.7%（+9.4%）	+3.0%*（+2.8%）↑
中国	+0.9%（+2.3%）↓	+0.6%*（+0.8%）↓

○ 主要国 中央銀行の物価見通し（10月）

	2022年	2023年	2024年
FRB	5.4%	2.8%	2.3%
ECB	8.1%	5.5%	2.3%
日銀	2.9%	1.6%	1.6%

米国 :

インフレ上昇は、エネルギー価格の鈍化により川上（卸売物価）・川下（消費者物価）ともにスローダウンしている。しかし、消費者物価（8月分）のコア部分は、2ヵ月連続の急伸。賃金・家賃・中古車・サービス価格が上昇している。

物価上昇のピークアウトを期待・予想するのには時期尚早。

卸売物価指数上昇率（9月）は前年同月比+8.5%、7月（+9.8%）、8月（+8.7%）から2ヵ月連続して鈍化。コア指数（除く食品、エネルギー、貿易サービス）は前年同月比+5.6%で、8月と伸び率は変わらず。

消費者物価上昇率（9月）は前年同月比+8.2%。6月（+9.1%）をピークに7月（+8.5%）、8月（+8.3%）と減速傾向。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+6.6%。7月（+5.9%）、8月（+6.3%）から急伸続く。40年ぶりの水準。FRB目標（+2%）を18ヵ月連続で超える。家賃、中古車は同+7.2%上昇。

9月の雇用統計（10月7日発表）では、労働需給は依然としてタイト感があり、賃金上昇懸念は柔いでない。

非農業部門雇用者数は前月比+26.3万人、8月（+31.5万人）から鈍化した。失業率は3.5%で8月（3.7%）からは上昇した。

時間当たり平均賃金は、前月比+0.3%で8月と同じ、前年同月比は+5.0%で8月（+5.2%）から鈍化した。

雇用コスト指数（7～9月期）は前年同期比+5%上昇している。労働需給はひっ迫しており、賃金上昇圧力は継続する。

2022年4～6月期の実質GDP成長率（速報値、前期比年率換算）は+2.6%、2四半期のマイナス成長からリバウンドした。しかし、力強さに欠ける。個人消費は+2.0%から+1.4%に減速した。住宅投資も▲17.8%から▲26.4%に大きく落ち込んでいる。

【 アトランタ連銀 **GDP Now** 】

7～9月期のGDP成長率予想（10月26日時点）は+3.1%。9月時点での+0.3%から1ヵ月間では大幅上方修正。

米国景気は、早ければ10～12月期からマイナス成長に陥るリスク（予想）がある。
住宅市場のネガティブ状況が、景気の足を引っ張る可能性が強まってきた。
住宅市場動向は、設備投資や耐久財消費など経済活動に幅広く影響する。
家計資産の中核である住宅価格が下落すれば、消費者心理を冷やす。
住宅ローン金利は上昇基調が継続。30年固定の住宅ローン金利は年初の3%台から、10月21日に終わる週では7.16%（前週比+0.22%）で、2001年以来21年ぶりの高水準となった。住宅ローン金利の上昇により、需要は今後鈍化する。
新築・中古住宅の価格に下落圧力が強まる。一方で、建設コストは上昇していく。
新築一戸建て住宅販売件数（8月）は68.5万戸。前年同月比では▲0.1%減少。
中古住宅販売件数（8月）も前月比で7ヵ月連続でマイナス。
全米住宅価格指数（7月）は前月比▲0.6%低下。
住宅ローンの申請件数（指数）は前年同月比▲69%の低下を示す。

欧州圏 :

ユーロ圏の消費者物価上昇率（9月）は前年同月比+10.1%、8月（+9.1%）、から一段と加速、過去最高の上昇率が5ヵ月間続く。エネルギーが+40.8%、食品が+11.8%
除くエネルギー、生鮮食品のコアベースは、+5.5%から+6.1%に続伸した。
ドイツは+10.9%（8月：+8.8%）、フランスは+6.2%（+6.5%）、イタリアが+9.5%（+9.0%）、スペインが+9.3%だった。

ユーロ圏の貿易収支（8月）は510億ユーロの赤字、7月（340億ユーロの赤字）から急拡大。10ヵ月連続の赤字。輸出は前年同月比+24%の2311億ユーロ、輸入は+53.6%増2821億ユーロ

英国の消費者物価上昇率（8月）は前年同月比+10.1%で、8月（+9.9%）から再度加速した。食料品の値上がりが寄与。

除くエネルギー、食品のコア指数は+6.5%、8月（+6.3%）から更に加速。

トラス首相は10月20日辞任を表明した。在任期間は44日で英国史上では最短の任期となった。経済政策がポピュリズムと批判され、金融市場からの不信を解消することが出来なかった。

9月23日に発表した経済対策（減税・エネルギー価格高騰対策）では、

- ① 家庭の光熱費抑制策（年5300ポンドを2500ポンドに2年間凍結）
- ② 法人税引き上げの延期（=取り止め）
- ③ 所得税減税（=23年4月から基本税率の1%引き下げと、最高税率を45%から40%に引き下げ）
- ④ 印紙税・国民保険料の引き下げ

として財政再建を一旦凍結した。財源確保の具体策を示さなかった。

これに英国債・英ポンド・ロンドン株式の金融市場は猛反発した。

- ① 国債発行額の724億ポンドの増額
- ② 大幅な財政収支の悪化
- ③ 年金基金の破綻懸念

イングランド銀行（中央銀行）は9月28日に、国債買い入れに乗り出した。

10月14日までの（短期的）緊急措置として国債を買い入れた。

トラス首相は14日、「ジョンソン前政権が予定していた法人増税を凍結する」との当初方針を撤回した。2023年4月から法人税率を予定どおり19%から25%へ引き上げ、180億ポンドの企業への増税を表明した。

クワーテング財務相を解任して、後任にジェレミー・ハント元外相を指名した。

トラス首相の後任に選ばれたスナク新首相は、10月25日の就任直後に、

- ① 経済の安定と財政規律を重視する姿勢を強調した。ハント財務相は留任。
- ② 外交面では、ウクライナ支援を継続するのか、対中国への牽制姿勢を堅持するのか、防衛費の引き上げ政策（2030年までにGDP比3%目標）を見直すのか、が注目ポイントである。クレバリー外相、ウォレス国防相も留任。

新興国（中国）

中国は、7～9月期のGDP成長率の発表（10月17日予定）を延期した。共産党大会の期間中での習近平体制3期目への決議をするタイミングでの、低調な経済成長実績の公表を取りやめる、という異例の対応に出た。

事前予想のコンセンサスは前年同期比+3.2%程度。

- ① これまで中国はGDP成長率の四半期実績は、2～3週間後に先進国よりも一番早く発表してきた（改定値は無し）
- ② このタイミングでの周辺の極端な忖度 or 総書記（国家主席）本人の指示なら、「開放&市場経済成長」姿勢が後退し、「強権政治姿勢が（今後ますます）強まる」との疑念を世界に抱かせる結果となる

共産党大会が閉幕した10月24日に7～9月期の実質GDP成長率が発表されて、前年同期比+3.9%と4～6月期（+0.4%）から持ち直した。事前予想（+3.2%）を上回った。

1～9月期では前年同期比+3.0%。2022年目標（+5.5%）の達成は困難。2022年のGDP成長率は+3～4%程度に落ち込む。

ロックダウンの影響は9月13日時点でも、51都市で人口の3億人が影響を受け、GDP全体の約4分の1に及んでいる（野村証券調査）。

9月の経済指標は、工業生産、小売売上が改善。

固定資産投資は、インフラ投資は増加したが、不動産投資は続落基調。

	1～6月	1～9月
鉱工業生産（前年同期比）	： + 3.4%	+ 3.9%
小売売上（"）	： ▲ 0.7%	+ 0.7%
固定資産投資（前年同期比）	： + 9.3%	+ 5.9%
うちインフラ投資	： + 7.1%	+ 8.6%
不動産開発投資	：	▲ 8.0%

卸売物価（9月）は前年同月比+0.9%で、7月（+4.2%）、8月（+2.3%）から急減速。2021年10月（+13.5%）をピークに11ヵ月連続の低下。景気減速を背景に、前年比マイナス入りが見えてきた。

消費者物価（9月）は前年同月比+2.8%で、8月（+2.5%）から拡大した。食品（+8.8%）のうち豚肉は+22%から+36%に急伸してきた。

コアベース（除くエネルギー、食品）は+0.6%、8月（+0.8%）から鈍化。

住宅市場の混乱に拍車がかかる。

- ① 金融当局の不動産向け融資規制強化
- ② 開発企業の資金繰り悪化
- ③ 新規物件の建設未着工、完工の遅れ、購入者の不満
- ④ 住宅・マンションの需給悪化、市況下落（値上り期待＝バブル消失）

日本 :

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」（10月4日予想）では前期比年率+1.40%、前月予想（+1.54%）から▲0.14%ptの下方修正。2ヵ月連続の引き下げ。

企業物価指数（9月）は前年同月比+9.7%、4月（+9.9%）から減速していたが、7月（+9.0%）、8月（+9.4%）と再加速している。19ヵ月連続のプラス。資源価格の値上りが中間製品・最終製品（鉄鋼、化学など）に波及している。輸入物価はドルベースでは+21%だが、円ベースでは+48%で、円安の影響が半分に及んでいる。

消費者物価（9月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+3.0%で、7月（+2.4%）、8月（+2.8%）から引き続き加速中。31年1ヵ月ぶりの上昇率。6ヵ月連続の2%台で、13ヵ月連続のプラス。生鮮食品除く食品は+4.6%（8月＝+4.1%）、エネルギーは+16.9%で8月と同水準。生鮮食品とエネルギーを除く総合指数（コアコア）上昇率は+1.8%、7月（+1.2%）、8月（+1.6%）から、こちらも着実に加速中。

10月の値上げ予定（帝国データバンク調査）は6700品目で、1ヵ月間で+200品目が増えた。乳製品、卵製品、ビールなどの家庭日用品が+5～15%値上りする。11月は765品目で、牛乳、ヨーグルトが予定。

来春での賃上げが争点になってきた。

岸田首相は、「業績がコロナ前の水準に回復した企業は+3%を超える賃上げ」を謳っている。

政府の「新しい資本主義実現会議」では、「物価上昇をカバーする賃上げ」を目標に労使への要請を強める。

中小企業での賃上げを図る為に、

- ① 新規事業を行う場合、賃上げを条件に補助金を拡充する
- ② コスト上昇分の価格転嫁の協議に応じない発注元の企業名を公表することを検討している。

連合は10月20日、来年の春闘での賃上げ目標を「5%程度」とすることを発表した。過去7年間での「4%程度」から上積みした。内訳は定期昇給+2%、ベースアップ+3%。実際の賃上げ実績は、近年は+2%前後に留まっている。

今回も企業側（日商）での抵抗は強い（既に「大幅賃上げは難しい」と牽制）。

【 ドル高・円安のメリット・デメリット 】

< メリット >

- ① 輸出企業、海外現法からのドル収入の増加
- ② 海外からの訪日観光客、インバウンド収入の増加
- ③ 米国のインフレ抑制効果

< デメリット >

- ① 輸入品（エネルギー、食料品、日用雑貨）における物価高が家計を圧迫
- ② 企業のコスト高による業績悪化
- ③ グローバル経営・生産体制の停滞・縮小
- ④ 企業経営マインドの委縮（=半数以上が円安はマイナスとのマインド）
- ⑤ 新興国の債務負担の増加

IV. 金融政策・金利動向・債券市場の見通し

米国

10月12日公表されたFOMC議事要旨（9月20・21日）では、会議参加者が「金融引き締めが甘すぎることは（将来の）コストが高くなる」「高インフレがさらに長引けば、物価上昇予想が高まり抑制が難しくなる」「今後の物価動向については、上振れるリスクのほうが高い」とコメントしていた。警戒的な見方と、引き締め強化継続スタンスは変わらず。

カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁は9月27日、「現状の引き締めペースは適切」と述べた。

メスター・クリーブランド連銀総裁は10月11日、「金融政策を一段と景気抑制的なものにする必要があるだろう」と引き締め方針の継続を強調した。

クックFRB理事は10月14日、利上げ実行は「ストップ・アンド・ゴー」形式でなく、インフレが実際に低下するまで引き締めを続ける必要がある、と述べた。

10年物国債利回りは10月21日に4.33%まで上伸して、2007年11月以来の高水準になった。

「米国の金融政策よりも先行する」という経験則がある、オーストラリアとカナダの中央銀行は、10月の政策金利の引き上げ幅を9月よりも縮小させた。

今後の金融引き締めペースが減速する、との観測が強まった。

オーストラリア準備銀行（中央銀行）は10月4日、主要政策金利のオフィシャルキャッシュレートを0.25%引き上げて2.60%とした。今年6回目の引き上げだが、9月の利上げ幅（+0.5%）から圧縮した。

カナダ銀行（中央銀行）は10月26日、主要政策金利である翌日物金利を0.50%引き上げて3.75%とした。6会合連続の政策金利引き上げだが、9月の利上げ幅（+0.75%）から減速させた。

欧州

ECBは10月27日開催した理事会で、政策金利の0.75%引き上げを決めた。7月5日の0.5%、9月8日の0.75%の引き上げに続く、3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1.25%から2.0%、中銀預金金利は0.75%から1.50%になった。

ドイツの長期金利（10年物国債）は、10月6日に2.1%台まで上昇した。イタリアの長期金利は、ポピュリズム（大衆迎合主義）色の濃い右派政権が誕生する見通しとなったことから9月28日、4.9%まで上昇した。

英国長期金利はトラス政権が打ち出した減税政策とその後の混乱から、9月末に4.5%まで急上昇した。

英イングランド銀行（中央銀行）は9月28日、英国債を購入することに転換した。10月14日まで毎営業日、金額無制限で買い入れ、初日は10億ポンド買い入れた。中央銀行がインフレ抑制の為に政策金利を引き上げ、政府は減税策という財政出動で国債発行を増大させ、インフレ圧力を強めるという二律背反の政策の組み合わせに、金融市場は即座に拒否反応を示した。

BOEが金利急騰を受けて国債買いに動いた。年金基金の破綻リスクが高まった為。年金給付と現金収入がマッチするよう、デリバティブ（金融派生商品）を活用リスク運用に傾斜した年金が、国債価格の急落で資金難に陥りかねなかった。

JPMorganは、金利上昇による英年金基金の損失は最大1500億ポンドになった、との試算を発表した。

スナク新首相が就任した25日、英国債は買い戻され、金利は反落した。財政規律と市場の安定を重視する姿勢が打ち出されたことが好感された。

BOEは10月18日、保有する英国債の市場売却を11月1日に再延期すると発表した。売却対象は残存期間が3～7年の短期債と、7～20年の中期債。

現時点での保有額は8300億ポンド。国債の市場売却は主要中銀では初めて。

新興国

国際通貨基金（IMF）が10月11日に公表した「国際金融安定性報告書」では、「世界全体での金融安定リスクが高まった」「ドル資金の調達コストが上昇するなど“システミックリスク”が悪化した」「新興国での住宅価格の急落リスク、銀行の資本不足から、債務不履行（デフォルト）へ陥る」との危機感を表明した。

中国とトルコは、（独裁政権からの）景気に配慮した緩和政策を行っているが、その他の新興国はインフレ抑制の為の金融引き締め政策を継続中。

インド準備銀行（中央銀行）は9月30日、政策金利（レポ金利）を0.5%引き上げて5.9%にした。利上げは4会合連続。

インドネシア中央銀行は10月20日、政策金利を0.5%引き上げて4.75%とした。利上げは3ヵ月連続。消費者物価上昇率（9月）は前年同月比+5.95%。

中国人民銀行（中央銀行）は10月20日、政策金利を2ヵ月連続で据え置いた。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%とした。8月には各々▲0.05%、▲0.15%引き下げている。

トルコ中央銀行は10月20日、8月、9月に続いて3会合連続で、主要政策金利（1週間物ポ金利）を1.5%引き下げて年10.5%とした。

消費者物価指数上昇率は前年同月比+80%超に達しているが、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からの要請を受けて、中央銀行は利下げを継続している。

日本

日銀は10月27・28日の金融政策決定会合で、大規模な金融緩和策を維持することを決めた。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。

黒田総裁は、

「今すぐ金利引き上げや出口戦略は考えていない」と従来からの見解を繰り返した。

10年債長期金利は今年の3月以降、日銀が金融政策での「上限」とする水準（=0.25%）に何度も到達しているが、その都度、抑え込まれている。

10年物長期国債の取引は10月12日には、現行制度となった1999年3月以来、初めて4営業日連続で成立しなかった。10月20日には2日連続して、長期国債利回りが0.255%と上限の0.25%を上回っている。

債券市場見通し

来年春先（今後6ヵ月）までに更なる政策金利引き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

のドル圏主要国と欧州である。しかし、この1ヵ月間で、「上げ幅は縮小される」との見方が急速に強まった。

米国の今後の政策金利（FF金利）の引き上げ（コンセンサス）予想は、

11月 1・2日 : 3.00% => 3.75% +0.75%

で、現状ではほぼ100%の見方。

12月13・14日 : 3.75% => 4.25~4.50%

+0.50~0.75%

12月会合では、来年以降の利上げをどのようなペースとし、市場に発信するのが討議される。勿論、その時点でのインフレ見通しに左右される。

足元では、”利上げペースダウン”の観測（期待）が高まってきている。

ECBの次の政策理事会は12月15日。0.5～0.75%の連続利上げの公算が高い。「23年1～3月期まで利上げが続き、その後は休止&様子見」というのがコンセンサス見通し。

英国の年内の金融政策委員会は11月3日、12月15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。

日銀における「金融政策変更」への圧力は引き続き強まっており、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、基本戦略を変えていない投機筋は日本国債先物の売り持ち（ショート）を続けている。

直近まで5週連続で日本の中長期債を売り越している。売越累計額は6兆円を超え、前回海外勢の売り圧力が強まった6月の規模に匹敵している。

その結果、日銀の政策変更の可能性も密かに意識が高まっている。

- 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？）。

日銀による人為的金利抑制圧力を受けないOIS（翌日物金利スワップ）10年物は、0.5%台を付けている。

ニッセイ基礎研究所の試算では、10年物国債利回りの理論値は1.5%である。

岸田首相は10月11日、FTとのインタビューで、日銀の黒田総裁の任期について、2023年4月までの任期を前倒しして交代させることは考えていない、とした。

英国のトラス前政権が大失敗したように、人気取り政策、財政規律を大きく逸脱した「減税策・バラマキ策」を安易に表明・執行しようとする、インフレを加速し、国債増発の懸念を強め、金利上昇の圧力を励起する。

10月28日に発表された今回の「総合経済対策」は、以下の点で旧態依然たる1990年代から繰り返されてきた「景気対策」と何ら変わっていない。

- ① 物価対策は総花（低所得者も富裕層も）・網羅的（電気・都市ガス・LPG）。川上の業者に補填しながら、「一般家庭では@4.5万円の支援」と欺瞞的説明。
- ② 「新しい資本主義」「円安をいかした稼ぐ力」は寄せ集め・金額ありきの寄せ集めい的で有効性・即効性は低い
- ③ 財源と財政規律を真摯に議論することなく、まず「30兆円」の規模が目標に
- ④ 財務省が「25兆円程度」の予算原案を政府・自民党に出したところ、萩生田政調会長を中心に、「何だこれは」「聞いていない」と（番長的）恫喝。財務省は、「今後の備え」として予備費4.7兆円（新型コロナ、物価高対策、ウクライナ情勢対応）を急遽上乘せして、総額30兆円に近づけた。安倍・菅政権時代からの「国会軽視」の「予備費活用方法」が蔓延る。

政府は「物価対策」の為の補助金バラマキ対策で「財政悪化」に拍車を掛け続け、日銀は「物価を引き上げる」為に「低金利政策」を10年間続けて「円安を助長」している、“整合性” “矛盾に満ちた” 経済・金融政策が長く続くわけがない。

【 3か月間の想定レンジ 】

米国長期金利（10年国債：4.014%） : 3.40↑ ~ 4.50%↑

日本長期金利（国債指標物：0.240%） : 0.20 ~ 0.40%

V. 為替動向と見通し

ドル円相場は10月12日、1ドル=146円90銭まで下落した。

米国の9月卸売物価指数が市場予想を上回り、円売りが加速した。

24年ぶりの円買い介入があった9月22日の水準（145円90銭）を突破した。

政府・日銀は10月13日、「覆面介入」を実施した。1ドル=147円66銭から146円台まで円高に振れた。介入金額は1兆円規模。

21日には1ドル=151円90銭を付けたので、政府・日銀は「覆面介入」を実施した。短時間で1ドル=144円台まで7円の円高となったが、一巡後は147円台まで反落した。介入額は過去最大の5.5兆円だった。

24日にも2営業日連続で「覆面介入」を実施し、1ドル=149円台から145円台まで押し上げた。介入額は1兆円程度だった。

ユーロは対米ドルで、9月26日には1ユーロ=0.95ドル台の安値を付けた。対円では140円を割り込むまで下落したが、10月に入っての連続大幅利上げの実施観測から切り返した。

英ポンドは、トラス政権による経済政策を嫌気して10月6日に1ポンド=1.03ドル台の変動相場制移行後の最安値を記録した。

その後の、トラス首相の辞任、経済政策の撤回の流れを受けて、1ポンド=1.15ドルまで買い戻された。対円では170円台まで切り返してきている。

豪ドルは10月12日、1豪ドル=0.63ドル台前半まで売り込まれた。

利上げ打ち止め観測に加えて、世界経済のリセッション懸念が売り材料となった。

中国人民元は、9月からの元安が継続した。10月25日には1ドル=7.31元まで下落した。

9月29日には、中国人民銀行が翌日の対ドル取引の目安となる基準値を算出する際に、元安が進みにくくなる「安定装置」（＝「逆周期因子（カウンター・シクリカル・

ファクター)」)を再導入した。

中国は元安時にはなんども「逆秋季因子」の仕組みを導入している。2017年5月から18年1月まで、18年8月から2020年10月まで再び導入していた。

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 財政・中央銀行	...	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
		日本の予算規模・措置	=>	円安
⑤ 投資資金要因	...	ドル調達コストの上昇	=>	ドル安
		機関投資家の米国債売却	=>	ドル安
		個人投資家の米国株投資	=>	ドル高

(注) 網掛けは直近で市場に影響をもたらしている要因

「金利格差要因」が引き続き最大のファンダメンタルズ要因として効いている。F R B, E C Bとも、まだ政策金利の引き上げ姿勢を明確にしていることから、その基本的な構図はしばらく変わらない。一方で、引き上げ幅の減速観測・期待が強まってきたことが、短期的な反発（思惑）につながっている。

欧州（ユーロ圏）は、ECB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が一層強いので、ユーロ安につながる弱気局面が続く。

日本の経常黒字の縮小、貿易赤字の拡大は、エネルギー価格が高止まりする来年まで続く可能性がある。

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、10月13日、21日、24日での都合4回で合計10兆円規模（外貨預金の半分）と推計される。

今回は日本政府だけの単独介入が続いている。歴史的経験則からして効果は限定的。バイデン政権における「ドル高容認」スタンスは現状でも変わらず。FRBにおける金融政策の第1のプライオリティが、“インフレ抑制”であることに変わりがなく、政権との協調姿勢は続いている。

イエレン財務長官は10月14日に、「市場で決定される為替レートが、ドルにとって最良の体制であり、それを支持する」とコメントした。ドル高批判に対して反論して、現状のドル高を追認した。

バイデン大統領は15日、「ドルの強さについて懸念していない」と述べて、ドル高を容認した。やはり国内の物価高対策を優先することを明らかにした。

イエレン財務長官は24日、政府・日銀による21日のドル売り円買いの為替介入について、「米政府は東京から何の通知も受け取っていない」と述べた。

9月の第1回目では連絡があったが、今回は無かったということ述べることで、日本の為替介入に対する半分冷淡な態度と、ドル高への忌避感が無いことを明らかにした。

為替介入は経済のファンダメンタルズに逆行したことを行っても無意味。

“時間稼ぎ”のスムージング・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」強調介入をすることは考えられない。

むしろ財務省の対応が「為替変動を高めて」おり、投機筋に格好の買い場を提供している。

円買いの原資（外貨準備高）も限られており、いつまでも固執するのは、「下手な鉄砲」で国富の無駄遣い。

「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」の黒字縮小が続く産業構造になった
- 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」体質が継続・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

一方で、

- ① 米国の景気後退懸念が強まるとドルを買いへの疑念・不安が今後は意識される
- ② 日銀による金融政策変更への思惑、投機筋の円高反転にける動きの強まり

通貨オプション市場では、金融政策修正に伴う円高に備える動きが強まってきている。

ユーロは、政策金利の大幅引き上げというプラス要因と、景気のリセッション懸念のマイナス要因の綱引きだが、一時ほどの売り圧力は弱まり、米ドルに連動するようになってきた。

基調としては、「米ドル高 > ユーロ安 > 円安」の構図が続くが、モーメンタムの減速と、構造変化による反転リスクも徐々に高まりつつある。

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (147.60円) : 140↑ ~ 155円↑

ユーロ円レート (146.92円) : 135↑ ~ 150円↑

VI. 株式市場の動向と見通し

外国株

NYダウ30平均株価は、9月30日と10月13日の“ダブルボトム”（2番底）を付けて反発してきた。29000ドル水準から33000ドル手前までの+14%の反騰を見せている。

今年7月から8月にかけても同様の反発局面があったが、「物価上昇率の鈍化」を期待した弱気相場の中での反発（＝“ベアマーケット・ラリー”）だった。

今回は、

- ① FRBの政策金利引き上げのモーメント鈍化期待
- ② 積みあがった売りポジションの解消・買戻し
- ③ 株価調整による割安観測の高まり
- ④ 意外に堅調な企業収益

などが反騰理由となっている。

短期的には（下左図）、下落ボックスのなかでの上値抵抗線近辺への戻りである。

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と判断される。

- ① 物価上昇モーメントの不透明感
- ② 景気後退リスクの高まり
- ③ FRBによる政策金利引き上げスタンスは継続
- ④ 企業業績の下方修正&減益リスク

中国は、過去40年間続いた「改革開放」政策から明らかにターンアラウンドした。長期的に経済・市場は縮小し、政治からの統制色が一層強まることで、投資資金の流入どころか、既存の投資資金の長期的な海外流出が続く、“停滞局面”入り。

中国の主要ハイテク3社（アリババ集団、テンセント、美团）の株価は明確な下落トレンド入り。

中国の不動産株の下落も止まらない。経営再建中の中国恒大集団は2021年決算を未だに公表できず、株式売買は停止中。

日本株

(1) 企業業績

《 日経平均 業績・資産予想 》

	(8月24日)	(9月22日)	(10月28日)
株価	28313円	27153円	27105円
PER	12.85倍	12.46倍	12.50倍
EPS	2203円↑	2179円↓	2168円
PBR	1.17倍	1.13倍	1.14倍
BPS	24199円↑	24029円↓	23776円↓

日経平均株価の今期収益（EPS）予想値は、10月に入って2100円台前半まで一段と下方修正されていたが、企業収益の発表が始まると日を追って回復している。

しかし今後の企業業績は下方修正になると見込まれる。

プラス要因としては、

- ① 製造業の円安メリットによる増収効果
- ② 「ウイズコロナ」政策の発動による旅行・サービス需要
- ③ 海外からの「インバウンド」効果

があるが、それ以上のマイナス要因として、

- ① 資源価格高と円安による輸入原材料価格の上昇
- ② 価格転嫁の遅れと最終製品価格への値上げ影響がこれから顕在化
- ③ 米国、欧州、中国景気の鈍化による売り上げの落ち込み
- ④ 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、26000円から29000円でのボックス圏での横這い推移が続いている。

短期的には、強気・弱気材料の混在での綱引き状態にある。

- ① 米国・欧州・中国ほど、“景気リセッション”懸念が強くない
- ② 7～9月期の企業業績は、円安メリットが先行寄与していることが確認された
- ③ 中国の政治・経済の変調と長期的な不安から、アジアポジションのなかでの「中国株・香港株売り、日本株へのシフト」
- ④ 「総合経済対策」「新しい資本主義」（特にNISAの恒常化）への期待
- ⑤ 新型コロナウイルス感染第7波のピークアウトによるリバウンド消費期待
- ⑥ 投資ファンドへの資金流入による、海外株式に連動した買い

などが、下支え要因となっている。

しかし米国株・欧州株ほどのボラティリティを持った振幅を見せているわけでもなく、基本的にはボックス圏での横這い&様子見の動きにある。

日本株見通し

中期的なファンダメンタルズ要因からは強気材料は少なく、基調転換したとはまだ判断できない。

- ① 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政策金利引き上げは、あと半年は継続する
- ② 先進国・新興国の「経済マイナス成長（＝リセッション）」局面はこれから到来
- 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 岸田内閣の政権運営の混迷は深まり、政局波乱の可能性が継続

遅れている「円安デメリット」がこれから顕著になる。

- 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 … 生活品・エネルギー価格の値上がりによる消費
マインドの落ち込み
- ③ 企業業績の下方修正 … 製造コスト上昇の遅行分が顕在化

下値の目処は、今年の1月、5月、6月、9月の4回の安値を付けている26000円が岩盤水準。

海外要因による弱気材料、“世界の景気後退局面入り”、“企業業績の減益の可能性”が高まった場合には、次の下値目標は24000円が意識される。

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価（27105円） : 24000円 ~ 29000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。