

投資環境と金融市場の見通し（111）

2022年11月29日

田淵英一郎

I. 要約

< マクロ経済、金融政策 >

- (1) 今年夏場に商品市況が高値を付けるとインフレのピークアウト観測が、米国の消費者物価（11月発表）が予想を下回る結果を示すとFRBによる金融引き締め減速観測が、など先走りの楽観ムードが時間差とともに市場を席捲している。
- (2) 「インフレ」は高止まりし、「景気後退」の時期・程度の見極めはこれからが本番である。市場・投資家での楽観論が強まると、FRBはブレーキを掛ける可能性がある。
- (3) FRBは、物価が目標水準（2%）まで低下すると確信が持てるまでは、“引き締めスタンス”を堅持する。先行きの景気（消費、住宅）・企業収益・株式市場にはネガティブ。
- (4) 12月14日のFOMCでは、0.5%の政策金利引き上げがコンセンサス。
- (5) 欧州は、物価がまだ加速途上にあるので強硬な引き締めスタンスを続ける。冬場のエネルギー調達懸念と価格上昇の影響はこれからが本番。
- (6) 中国は、強烈な「ゼロコロナ政策」による景気のヘブレイキと、不動産バブル崩壊の影響が強まる。都市部市民による抗議行動の政治リスクが加わってきた。
- (7) 日本は欧米・中国に比べて、景気は低位横ばい、物価もジリ高の動きにあるが欧米と比較すると相対的には低水準という特異的な立ち位置にある。

< 債券、為替市場 >

- (1) インフレ上昇のモーメントは鎮静化するのか、FRBは大幅利上げを減速して様子見スタンスに転じるのか、年末・年初は見極めの時期となる。
- (2) これまでの政策金利引き上げの効果により、景気減速・後退観測が強まれば、債券買い、ドル売りとなる。商品市況、サービス価格、労働賃金の動向が、今後のインフレ圧力を推し量るファクターに。

- (3) 米国のみならず、カナダ、豪州、英国のドル圏の金融引き締めはスローダウンとの見方が増える。ECBは強硬姿勢を続け、日銀による「YCC（＝イールドカーブ・コントロール）政策」は黒田総裁の任期まで継続される。海外投資家は執拗な円債売りポジションを構築中。

< 危機・リスク要因 >

- (1) 英国の年金危機、クレディ・スイスの破綻リスクの顕在化、仮想通貨交換業者FTXトレーディングの破綻など、隠された投資・事業リスクが表面化してきたが、実態は未だ不明な点が多い。リスクは持ち越されている。
- (2) 中国の「習近平3期目体制」がスタートした直後から、新型コロナウイルスの感染拡大による経済の落ち込み懸念、不動産リスクの顕在化に加えて、「ゼロコロナ政策」への都市部市民の不満が遂に爆発。政治問題化しかねない。
- (3) 岸田政権への支持率低下に歯止めがかからない。物価対策、旧統一教会問題、政治とカネ問題に対しての閣僚不祥事と、3閣僚更迭などでの曖昧な対応が指導力の無さと政権運営の稚拙さにつながっている。4人目・5人目の事態も観測されており、政局につながる可能性も。
- (4) 政権支持率浮揚の為に大型の総合経済対策を打ち出したが、財源と審議への責任は感じられない。台湾情勢を意識した米国からの要請により、「防衛費」の増額対応が進むが、こちらも財源が不透明。その他、増税プランが目白押し。脱炭素への取り組みが進行するのに合わせて、原発再稼働が拙速に始まる。

< 株式市場 >

- (1) インフレのピークアウト観測、FRBの政策金利引き上げモーメント鈍化、NY株式の反騰、新型コロナウイルス感染の鎮静化、企業業績の堅調さ、などから、10月初から2ヵ月で+10%強の今年4回目の反騰局面。
- (2) 基本的には日経平均株価で26000～29000円でのボックス圏推移が続いている。
- (3) 今回のリバウンドは、物価統計と中央銀行の引き締め政策でのサプライズ的な観測・期待から、売りポジションの買戻しの動きが大きい。
インフレ動向、中央銀行の政策、景気後退の時期・程度、金融リスク問題、そして何より「中国リスク」など、不透明要因が上値を抑える。

- (4) 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。日経平均株価はしばらくボックス圏での推移が続く。現状は短期的に期待先行で割高水準。下値目処は26000円、24000円。

Ⅱ. トピックス

【 リスク要因 】

(1) 英国年金危機

英国のトラス首相は9月6日に就任し、23日に「経済対策（減税・エネルギー価格高騰支援）」を発表した。

- ① 家庭の光熱費支払い補助
- ② 法人税引き上げの延期
- ③ 所得税減税（基本税率の1%引き下げと、最高税率を5%引き下げ）
- ④ 印紙税・国民保険料の引き下げ

など、党首選挙での公約である減税・経済支援策を公表し、財政再建の凍結を図った。その為の財源は示されなかった。

これに対して、金融市場は「金利急騰、ポンド安、株安」という拒絶反応した。BOEが「インフレ抑制の為に政策金利を引き上げている」のに対して、政府が「景気対策の為に放漫&ばら撒き政策（=ポピュリズム政策）」に転換した矛盾と、国債増発・財政収支悪化を嫌気した。

さらに、金利急騰による「年金基金の破綻懸念」が浮上した。

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）を活用したリスク運用に傾斜した年金が、金利高騰による資金難に陥りかかった。

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

(2) クレディ・スイスの破綻観測

世界第3位のプライベートバンク、クレディ・スイス・グループの財務破綻懸念が表面化した。経営不安の高まりから預金や預かり資産の流出が顕著になった。

クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の5年物スプレッド（保証コスト）は、9月まで2%水準で推移していたが、10月には3%前後に上昇した。2022年4～6月期まで3四半期連続での最終赤字も嫌気された。

10月27日にウェルスマネジメントをコア・ビジネスとし、40億スイスフランの増資、従業員数を今後3年間で4.3万人に2割削減する再建案を発表した。

(3) 暗号資産（仮想通貨）交換業者FTXトレーディングの破綻

暗号資産（仮想通貨）の一つであるステーブルコインへの過剰な期待が剥落した。ステーブルコインとは、裏付け資産を持つ仮想通貨で、仮想通貨市場の約20%を占めている。

米国「FTXトレーディング」は11月11日、連邦破産法11条（チャプター11）を申請した。創業者サム・バンクマン・フリード氏（30歳）は、交換業「FTXトレーディング」と投資会社「アラメダ・リサーチ」両社で300億ドルの企業価値があるとされていたが破綻した。個人投資家の債権者は100万人とされている。

「FTXトレーディング」と「アラメダ・リサーチ」の自己資本は、トークン「FTT」で水増しされていたことが明らかになった。巷間言われていた総資産の明細も虚偽であり、放漫経営だった。一種の“ポンジ・スキーム”会社だった。

FTXがフリード氏が保有する暗号資産投資会社「アラメダ・リサーチ」に融資していた100億ドルの原資の大半が、FTXの顧客からの預かり資産であり、両社での利益相反取引の可能性が高い。

同社の預かり資産は、経営破たん前は160億ドルあったが、破たん後の現預金額は12億ドルしかないことが明らかになった。

その取引対象が暗号資産という“実態の見えない”“ブラックボックス”の中身であり、交換業（売買仲介の取引所業）なのに「換金・回金が出来ない」「資金ショートなど本来ありえない」ことが表面化した。

日本法人のFTXジャパンは顧客の出金を停止し、金融庁は業務停止命令を発動した。11月10日から12月9日までの1ヵ月間、店頭デリバティブ取引業務、及び店頭デリバティブ取引に係る証拠金等の預託を新たに受ける業務が対象である。

日本法人の法定通貨は51億円、暗号資産は123億円を保有しており、総資産合計は183億円。顧客資産は分別勘定されている。顧客との分別管理が、法令で明確に義務付けられているのは、世界中で日本だけ。

会社としての保有している現金は196億円、純資産は100億円あるので、支払い能力に問題ないと金融庁は見ている。

業界最大手のビットフライヤー、コインチェックが有する資産は数1000億円と比べると数十分の一の規模。

ビットコインを主体に暗号資産全体の時価総額は、4月1日時点では2兆ドルあったのが、11月8日時点では1兆ドル、10日では資金流出と値下りで8000億ドル以下となっている。

FTXは、正確な財務情報を2023年1月に提出する、としている。

FTX破綻の影響が今後ジワジワと拡大する可能性を指摘する業界関係者の声がある。投資ファンド、ヘッジファンドなどが暗号資産（仮想通貨）に投資しているので、今後損失が表面化し、ファンドの破綻の事例が出てくる可能性がある。

2008年から10年に掛けて表面化した、「サブプライム・ローン」の崩壊から、金融機関の破綻に繋がった（＝「リーマンショック」）ような事態の到来への懸念が全くないわけではない。

【 米国中間選挙（11月8日） 】

米国中間選挙の結果は、議会上院では民主党が50議席、共和党が49議席となり、民主党が多数派を維持した。下院（議席数435）は、共和党が218、民主党が210で、共和党が過半数を占め、結局4年ぶりの「ねじれ議会」となった。

民主党はインフレ亢進の責任から今回は厳しいとの見方が強かったが、事前予想ほど大敗せず健闘した。バイデン大統領が「人工妊娠中絶の権利擁護」「民主主義の防衛」を訴えたことで、若者、女性、無党派層を取り込んだことが一定の成果をあげた。

共和党は、トランプ前大統領に肩入れしたトランプ派の候補者の多くが落選した。上院の多数派の帰趨を決すると見られた注目の4州（ペンシルベニア、アリゾナ、ジョージア、ネバダ）では、共和党が最低2州は獲り、過半数を制すると予想されていたが、結果は“3敗1分け”に留まった。全体でも1議席も積み増せなかった。共和党内からのトランプ前大統領への批判が表面化した。一部の支持者は“トランプ流”から距離を置く動きが見られた。

30歳以下の若者の投票率は過去30年間では2番目に高く、女性の70%以上が、全体でも53%が民主党に投票した。共和党へは40%だった。30～44歳の世代でも52%が民主党に投票し、共和党を9ポイント上回った。逆に45～64歳の世代は、共和党が54%と民主に11ポイント差をつけた。65歳以上でも共和党は民主党を大きく上回った。

バイデン政権の後半の2年間は、2024年の大統領選を睨んでの対立が激しくなる。

- ① バイデン政権が目指す政策の実現性は低下する
 - => 2021～22年に施行したような大型景気対策は難航する
 - => 「景気後退」に陥るリスクが増す
- ② 2023年に期限が到来する次回の「債務上限の引き上げ」問題も難航する
- ③ 下院議長に共和党のマッカーシー院内総務が就任するので、対立が激化する
 - => 「台湾支援」ではペロシ議長よりもより過激（「台湾訪問」を公言）
- ④ 2024年の大統領選に向けた世代交代の動きが本格化する。

【 岸田政権の本質 】

以前から何度も指摘してきたことであるが、岸田首相は自らの不手際・不如意により窮地に陥った。本質が自業自得により露呈しただけ、とも言える。

- ① 「安倍元首相の国葬儀」決定
… 国会に諮らず内閣で決定（麻生副総裁、安部派への忖度）
- ② 「旧統一教会問題」への消極的姿勢
… 自民党の暗部の歴史に切り込みたくない逃げ腰姿勢
- ③ 物価高対策としての「総合経済対策」策定
… 政府案（25兆円）に対して萩生田政調会長が恫喝して29兆円に
- ④ 閣僚3名の（1ヵ月間での）連続的更迭
… 人選・任命下手と、損切り不得手のリスク・マネジメント対応
更迭を躊躇った結果、ダメージ・コントロールに失敗
第1次安倍政権末期を思わせる異例・異常事態

更迭された閣僚は、

- | | | |
|------------|---|---|
| 山際大志郎経済再生相 | … | 旧統一教会との関係（投票・当選志向） |
| 葉梨康弘法務大臣 | … | 職制よりもマスコミ登場意識（選挙優先思考） |
| 寺田総務大臣 | … | 政治資金収支報告書未記載、領収書偽造、公職選挙法違反（政治家業を続けるなら何でもあり） |

さらに秋葉復興相が、衆院選の選挙運動の際に公設秘書2人に報酬を支払ったとして公職選挙法違反の疑惑ありと報道されている。その次の疑惑が報じられているのは、松本総務相、岡田地方創生相など。

自民党の人材不足と劣化が明らかになった。その理由として指摘できるのが、

- ① 『小選挙区制』 = 1994年法律制定、96年総選挙から実施されたが、
= 90年代では既に2大政党制ではなかった
= 結果として、健全・実力野党が育たなかった
- ② 『政治の家業化』 = 2世・3世世襲議員の跋扈（政治家でなく政治屋）
= 国家・国民の為でなく後援会・地元支持者の為
= “自己犠牲、ノブレスオブリージェ”の欠如

岸田首相は（これも以前に言及しているが）、

- ① 人事（洞察、任命）下手 … 人を見る目が無い、人望が無い
- ② 「危機管理意識」の欠如 … 身内・派閥を優先して信賞必罰が出来ない
それは結局“自分にも甘い”
- ③ 言質が軽い … 自分の言葉で語らず、覚悟が伝わらない

週刊文春（電子版）は11月22日、岸田首相が提出した2021年の衆院選の選挙運動費用収支報告書に宛名やただし書きがない領収書が94枚添付されており、公職選挙法違反の疑いがあると報道した。首相は24日に、「領収書の記載の一部に不十分な点があることを確認した。事務所に再発防止を指示した」と説明した。

更迭した閣僚の不祥事には再三、「本人に説明責任があり、説明を果たしてほしい」と公言していたが、自らが当事者になると

- ・ 自らの過去のことについては明確な具体的説明をしない
- ・ 今後の対応（再発防止）のみに限定して取り繕う
- ・ これは「旧統一教会と自民党との過去からの関係」についての消極的な対応と同じ（「2枚舌」スタンス）

11月の世論調査での内閣支持率動向は、支持率（30%台）、不支持率（50%前後）ともほぼ下限・上限の水準に達したのか、小幅な増減の動きに留まる。

- ・ 共同通信（10月30日）…支持38%（+ 3%）、不支持45%（▲ 3%）
- ・ 読売新聞（11月6日）…支持36%（▲ 9%）、不支持50%（+ 4%）
- ・ 朝日新聞（11月13日）…支持37%（▲ 3%）、不支持51%（+ 1%）
- ・ FNN・産経（11月13日）…支持39%（▲ 2%）、不支持57%（+ 5%）
- ・ NHK（11月14日）…支持33%（▲ 5%）、不支持46%（+ 3%）
- ・ 時事通信（11月14日）…支持28%（+ 1%）、不支持44%（+ 4%）
- ・ 毎日新聞（11月20日）…支持31%（+ 4%）、不支持62%（▲ 3%）
- ・ 日経新聞（11月27日）…支持37%（▲ 5%）、不支持55%（+ 6%）

自民党の支持率は

- ・ NHK（11月14日）… 37%（前回比 ±0%）
- ・ 時事通信（11月14日）… 23%（前回比 ±0%）

【 岸田政権の経済政策 】

「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」 :

10月28日に発表され、総額の事業規模71.6兆円、財政支出は39兆円と喧伝されたが、純粋な国費該当部分は29.6兆円。

2022年度の第2次補正予算に計上される分は11月21日、国会に提出された。歳出総額は28兆9222億円。

標準世帯で電気料金は月2800円(▲20%)、ガス料金は月900円(▲13%)、従来からのガソリン料金補助として月1300円と合わせて、23年1月～9月間で月5000円程度の、総額6兆円の激変緩和措置となった。

地方での利用が多いプロパンガスは結局含まれず、全国に1.7万社ある小売業者の事業効率化支援として138億円が計上されただけとなった。

新設した基金への計上は8.9兆円(50事業)に上った。新たに創設した基金は16事業で2.4兆円。当初予算では0.6兆円、第1次補正予算では1.1兆円だったが、これで基金への予算措置は10.6兆円に達した。コロナ対策やGX向け基金を創設した20年度の11.5兆円に並ぶことになった。

基金を創設して予算を執行することは、

- ① 当初予算に比べて、補正予算の審議には十分な議論と審査が割けない
- ② 公益法人が基金からの支出を担うので事後の用途のチェックが疎かになる
- ③ 「過大計上、透明性に問題」「予算・税金の無駄遣い」と会計検査院が指摘

などの問題点が明らかになっている。

「規模感ありき(30～50兆円)の大型経済対策」「政権支持率維持の為の手段」という方便になり下がっている。

公的債務、財政悪化に歯止めはかからない。

(1) 「増税」「社会保障費負担」「税優遇制度」の見直し・論議 :

様々な増税プランが表面化してきた。財政状況と新規政策過大からすれば必然とも言える。

- 1) 『消費税』増税 = 2024年の国会で可決成立、10月から実施
- 2) 『炭素税』新設 = 既に2012年から「地球温暖化対策税」(@289円/t)が施行されているが、24年からの新設を検討
- 3) 「配偶者控除」の見直し
- 4) 「介護保険料」の引き上げ
- 5) 「退職金」の税控除の見直し
- 6) 「国民年金保険料」の納付期間の延長
- 7) 「金融所得課税」実施 = 「1億円」の壁の見直しは自然消滅

(2) 「防衛費」増額 :

「国力としての防衛力を総合的に考える有識者会議」は11月22日、報告書を取りまとめ岸田文雄首相に提出した。2ヵ月間で4回の議論での拙速な結論である。

- ① 防衛力の5年以内での抜本的な強化
(=防衛費のGDP比2%への引き上げ)
- ② 「敵基地攻撃能力の保有」を“必要不可欠”として明記
(=結論ありき：北朝鮮、中国ミサイル発射拠点への攻撃)
- ③ 外国製ミサイルを出来るだけ早期に十分な数の配備
(=巡行ミサイル「トマホーク」の導入を示唆)
- ④ 能動的なサイバー防御の導入
- ⑤ 研究開発、公共インフラ、サイバー安全保障、国際的協力の関連経費への大幅な予算措置
- ⑥ 防衛費増額の財源としての記述されたのは、
 - ・ まず歳出改革(=結局、お題目だけになる)
 - ・ 財源の一つである「法人税」の記述は削除された
 - ・ 足らざる分は国民全体で負担(=所得税)が必要

この報告書を踏まえて、政府は「所得税の増税」を視野に入れた検討を始める。

岸田首相は11月28日、防衛費の2027年度でのGDP比2%増額を指示した。

(3) 「脱炭素」財源 :

「グリーントランスフォーメーション」(GX)投資に向けての「GX経済移行債」発行で20兆円程度を調達。23年度通常国会に関連法案を提出する。

(4) 「NISA(少額投資非課税制度)」の拡充 :

「新しい資本主義」で謳われた「資産所得倍増」の為に、現行の「NISA」制度(株式などに年120万円まで5年間投資できる「一般NISA」と、投資信託に年40万円まで20年間投資可能な「つみたてNISA)」の拡充を図る。

2023年度での税制改正を議論する。

- ① NISA制度の恒久化
- ② 非課税投資期間を無制限に延長
- ③ NISA口座数の5年間で3400万、投資額56兆円に倍増
- ④ 資産運用収入の倍増

(5) 「金融リテラシー教育」の推進

個人の資産形成を促す為に、「金融教育」を国家戦略として位置付ける。推進する体制として、「金融経済教育推進機構」(仮称)を2024年にも設立して、中立的に投資助言出来る専門資格「中立アドバイザー」を新設する。米国のFA(Financial Advisor)の存在や、英国のMaPS(金融教育の為に公共機関)に倣って個人が資産形成を相談できる専門家を身近に見つけられるようにする狙いがある。

【 新型コロナウイルス 】

1. 世界の感染・対策状況

< 感染状況 >

11月25日時点で6億4038万人、先月（10月29日）比較では+1064万人（前回：+1629万人）とペースダウン。世界人口（79億人）比=8.1%。

米国9853万人（+111万人、前回：+155万人）、インド4467万人（+3万人：+9万人）、フランス3774万人（+252万人：+174万人）、ドイツ3634万人（+349万人：+294万人）、韓国2683万人（+230万人：+93万人）、英国2459万人（+47万人：+32万人）、日本2415万人（+332万人：+138万人）、イタリア2403万人（+172万人、+129万人）、ロシア2125万人（+227万人：+212万人）

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

世界全体では増加数はペースダウンしているが、主要国では大半の国で増加してきた。特に、フランス、ドイツ、韓国、日本、ロシアが月間+200万人以上に。

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。変異することで免疫をすり抜ける性質が強く、再感染やブレークスルー感染が起こりやすい。

「BA.5」から派生した「BQ.1」（別称：ケルベロス）は、9月にナイジェリアで確認され、英国・フランス、米国、英国で感染が拡大している。

2種類の派生型遺伝子が混ざった組み換えウイルス「XBB」（同：グリフォン）はシンガポールで確認され、インド、バングラデシュへ感染が拡大している。

中国で確認された新型コロナウイルスの新規感染者は、11月から急増している。

23日には3万1444人となり、これまでの過去最多を記録した4月13日の2万9317人を上回った。上海市、広州市、重慶市などの全国の主要都市でオミクロン株の感染が拡大している。北京市、上海市などでは隔離への抗議行動が表面化した。中国は引き続き「ゼロコロナ政策」を堅持している。ロックダウンや移動制限対象の「高リスク地区」は68都市（5.3億人：野村国際調べ）。

2. 日本の感染、対策状況

< 感染状況 >

11月上旬に直近1週間の新規感染者数が前週比+40%となったことから、「第8波」の入口にあるとの分析が表明された。

現在主流の「BA.5」が、12月上旬には欧米で感染拡大している「BQ.1」に90%置き換わると推測した。「BQ.1」は既存のワクチンや免疫への耐性がある。

全国の1日当たり新規感染確認者は、11月15日に2ヵ月ぶりに10万人を超えた。東京都は1万1196人と1万人を超えた。22日には「増加速度の鈍化がみられ、ピークを迎える可能性もある」と評価した。直近1週間の新規感染者数が1.18倍になったが、増加ペースが1週間前の1.24倍から低下した為。

感染者累計は11月25日現在2427万人（前月比+201万人）。10月にペースダウンしたが、第7波だった9月の月間ペースに戻ってきた。

死亡者数は累計4万9040人（前回比+2424人）、8月（+6954人増加）から9月、10月と2ヵ月連続ペースダウンして、10月（+2290人）と横這い。

< 感染対応措置 >

塩野義製薬の新型コロナウイルス用治療薬「ゾコーバ」が11月22日、厚生労働省から緊急承認された。重症者のみならず軽症者にも適応出来る国産初の飲み薬である。

- ① 発熱、倦怠感、喉の痛みなど5つの症状の改善効果は、偽薬（プラセボ）との比較では約1日短かった。
- ② それでも服用する効果はインフルエンザ治療薬と同じとして認可された。
- ③ 仕組みは先行する「パキロビッドパック」（米ファイザー社製）と同じだが、重症化するリスクのある患者への効果は確認されていない、という違いがある。
- ④ 動物実験段階では、胎児に奇形が生じるリスクが確認されており、妊婦や妊娠している可能性のある女性は服用出来ない。
- ⑤ 「承認期限は1年間」の“仮免許”段階での緊急承認であり、今後も有効性及び安全性のデータを蓄積する必要があり、再審議での有効性が確認されなければ承認が取り消される。

Ⅲ. 内外景気動向

米国、欧州、中国の世界3大地域での、足元から来年前半にかけて景気減速による「景気後退（リセッション）」リスクが高まっている。

米国、欧州は、2022年における物価抑制の為の政策金利の急激な引き上げが、消費マインドに影響している。米国はさらに住宅市場へのダメージが加わる。欧州はエネルギー価格の上昇による家計支出への影響が、中国は不動産市場の低迷による経済活動の落ち込みが打撃となる。

【 景気動向 】

『経済協力開発機構（OECD）実質GDP成長率見通し』（11月22日発表）

	2022年	2023年	2024年
OECD :	+ 3.1%	+ 2.2%	+ 2.7%
米国 :	+ 1.8%	+ 0.5%	+ 1.0%
ユーロ圏 :	+ 3.3%	+ 0.5%	+ 1.4%
ドイツ :	+ 1.8%	▲ 0.3%	+ 1.5%
英国 :	+ 4.4%	▲ 0.4%	+ 0.2%
日本 :	+ 1.6%	+ 1.8%	+ 0.9%
中国 :	+ 3.3%	+ 4.6%	+ 4.1%

『OECD景気見通し（景気先行指数：10月分）』

OECD 38カ国、G7、米国、ユーロ圏は、2021年央にピークを付け1年以上の下落局面。中国は21年1月にピークを付け、低迷は1年9ヵ月に及ぶ。

日本だけは、21年央から100.5水準での横這い推移。

	ピーク時期	直近時	下落幅
OECD（38カ国） :	2021年8月（101.41）	14ヵ月連続（98.39）	▲3.02
G7 :	2021年7月（101.36）	15ヵ月連続（98.23）	▲3.13
米国 :	5月（101.08）	17ヵ月連続（98.51）	▲2.57
ユーロ圏（19カ国） :	8月（101.97）	14ヵ月連続（98.03）	▲3.94
中国 :	1月（102.39）	21ヵ月連続（98.74）	▲3.65
日本 :	2022年5月（100.51）	5ヵ月連続（100.34）	▲0.02

【 インフレ動向 】

○ 主要国 物価上昇率（10月）

	卸売物価（ 9月分 ）	消費者物価・コア分*（ 同 ）
米国	： + 6.7%（+ 7.1%）↓	+6.3%*（+6.6%）↓
ユーロ圏	： — （+41.9%）↓	+6.4%*（+6.0%）↑
英国	： — （ — ）	+6.5%*（+6.5%）
日本	： + 9.1%（+10.2%）↓	+3.6%*（+3.0%）↑
中国	： ▲ 2.3%（+ 0.9%）↓	+0.6%*（+0.6%）

卸売物価は夏場をピークとして世界的に下落基調。

消費者物価（コアベース）は、ユーロ圏と日本は上昇過程にあるが、米国と中国は反落して、跛行色がある。

○ 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%

『経済協力開発機構（OECD）インフレ見通し』（11月22日発表）

	2022年	2023年	2024年
OECD	： +9.4%	+6.6%	+5.1%
米国	： +6.2%	+3.5%	+2.6%
ユーロ圏	： +8.3%	+6.8%	+3.4%
ドイツ	： +8.5%	+8.0%	+3.3%
英国	： +8.9%	+6.6%	+3.3%
日本	： +2.3%	+2.0%	+1.7%
中国	： +2.0%	+2.2%	+2.0%

主要な商品相場は下落基調を辿る。

- ・ WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油先物は、1バレル＝84ドルまで再度反落して年初来安値水準に。
- ・ 鉄鉱石は2年半ぶりの安値圏にある。中国での「ゼロコロナ」政策による経済活動の停滞が影響。
- ・ 景気動向を映す銅価格も1トン＝8000ドルを割り込み年初来安値を付ける。
- ・ CRB指数（19の商品で構成）は、年初の230が6月に330を付けて現在は270まで半値押しに。

日本の卸売物価（企業物価指数）は、2ケタの上昇がようやくピークアウトの兆候。

消費者物価（コア）指数は22年秋時点でようやく3%水準を超えた。

今後は、先行きの物価上昇マインド（値上げを仕方が無いとして受け入れる心理）が高まり、後ずれしていた商品への価格転嫁の動きが続くことから、物価上昇は長引く可能性がある。来年年明けには4%水準を視野に。

米国 :

FRBが重視している個人消費支出（PCE）物価（9月：コア指数）は前年同月比+5.1%上昇して、8月（+4.9%）から加速した。サービス価格が賃金上昇に伴い上昇している。FRBの目標（+2%）を大きく上回っている。

卸売物価指数上昇率（10月）は前年同月比+8.0%、7月（+9.8%）のピークから3ヵ月連続して鈍化。コア指数（除く食品、エネルギー）も前年同月比+6.7%で、9月（+7.1%）から鈍化。

消費者物価上昇率（10月）は前年同月比+7.7%。6月（+9.1%）をピークに9月（+8.2%）から鈍化基調が強まる。事前予想（+7.9%）を下回る。コアベース（除く食品、エネルギー）は同+6.3%。9月（+6.6%）の直近ピークからこちらも鈍化した。事前予想（+6.5%）を下回る。

今後の物価上昇率が前月比横這いに推移したとすると、CPI総合の前年同月比の数値は、11月分+7.4%、12月分+7.1%、23年1月分+6.2%と、インフレ率低下を示唆する（統計上の）動きとなる。

10月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+26.1万人の増加で、労働市場の堅調さを示した。9月分は+26.3万人から+31.5万人に上方修正。失業率は3.7%で9月（3.5%）から上昇したが、4%を下回っている。時間当たり平均賃金は前年同月比+4.7%で、8月（+5.2%）、9月（+5.0%）から鈍化している。

【 アトランタ連銀 GDP Now 】

10~12月期のGDP成長率予想（11月23日時点）は+4.3%。7~9月期の+2.6%に続いて2四半期連続での伸長を示唆する。

金利上昇が住宅セクターにネガティブの影響を及ぼし、今後の景気の足を引っ張る。住宅ローン金利は10月下旬にピークを付け、長期金利の低下に合わせて低下した。30年固定の住宅ローン金利は、10月21日に終わる週で7.16%と2001年以来21年ぶりの高水準となったが、足元は6.67%と0.4%程度下落した。新築一戸建て住宅販売（9月：年率換算）は60.3万戸、前年同月比▲10.6%。中古住宅販売件数（10月）は前年同月比は▲28.4%で9ヵ月連続のマイナス。

欧州圏 :

ユーロ圏の消費者物価上昇率（10月）は前年同月比+10.7%、9月（+9.9%）、から一段と加速、過去最高水準を6ヵ月間連続更新。除くエネルギー、生鮮食品のコアベースは、+6.0%から+6.4%に続伸。

ユーロ圏の貿易収支（9月）は344億ユーロの赤字、8月（510億ユーロの赤字）から縮小したが、11ヵ月連続の赤字。輸出は前年同月比+24%（8月：+24%）の2596億ユーロ、輸入は+45%（同：+53.6%）の2940億ユーロ。

英国の消費者物価上昇率（10月）は前年同月比+11.1%で、9月（+10.1%）から加速。除くエネルギー、食品のコア指数は+6.5%、9月と変わらず。

新興国（中国）

10月の経済指標は、主要都市のロックダウンの影響がジワリ出てきた。工業生産、小売売上が落ち込む。固定資産投資にもブレーキ。

	9月	10月
鉱工業生産（前年同期比）	: + 6.3%	+ 5.4% ↓
小売売上（"）	: ▲ 1.7%	▲ 8.1% ↓
	1～9月	1～10月
固定資産投資（前年同期比）	: + 5.9%	+ 5.8%
うちインフラ投資	: +11.2%	+ 8.7%
不動産開発投資	: ▲ 8.0%	▲ 8.8%

卸売物価（10月）は前年同月比▲1.3%で、7月（+4.2%）、8月（+2.3%）9月（+0.9%）から、需要不足を背景に遂にマイナスに。2021年10月（+13.5%）をピークに12ヵ月連続の低下。

消費者物価（10月）は前年同月比+2.1%で、9月（+2.8%）から鈍化した。食品のうち豚肉は+36%から+50%に一段高している。除く食品のコアベースは、同+0.6%で9月分と同じ。

日本 :

7～9月期実質GDP成長率（速報値：11月15日発表）は前期比▲0.3%、年率換算▲1.2%。4四半期ぶりのマイナス成長。

外需が▲0.7%のマイナス寄与。円安と資源高の影響を受けて輸入が+5.2%と予想以上に伸長。マイナスに働いた。輸出は+1.9%と伸び悩んだ。

内需も前期の+1.0%から+0.4%に鈍化。個人消費は前期の+1.2%から

+0.3%に減速、サービス消費(+0.3%)、耐久財消費(▲3.5%)ともに伸び悩む。設備投資は+1.5%で2四半期連続のプラス。住宅投資は▲0.4%で5四半期連続のマイナス。

企業物価指数(10月)は前年同月比+9.1%、4月(+9.9%)のピークから7月(+9.0%)にまで低下し、8月(+9.4%)、9月(+10.2%)まで再加速したが、再度反落した。20ヵ月連続のプラス。

消費者物価(10月)のコアCPI(除く生鮮食品)は前年同月比+3.6%で、7月(+2.4%)、8月(+2.8%)、9月(+3.0%)から加速が続く。40年8ヵ月ぶりの上昇率。

生鮮食品除く食品は+5.9%(9月=+4.6%)、エネルギーは+15.2%で9月(+16.9%)から鈍化。サービス価格も+0.8%上昇。

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+2.5%で、7月(+1.2%)、8月(+1.6%)、9月(+1.8%)から大きくジャンプした。

10月の値上げ予定(帝国データバンク調査)は6699品目、11月は833品目、12月は145品目とペースダウンが伺える。

日本経済新聞が民間エコノミスト5人にヒアリングした物価のピーク予測の平均は、「12月での+3.8%」「2023年でのスローダウン」がコンセンサス。

- ・ 今後はエネルギーや食料品以外の上昇による価格転嫁の可能性はある
- ・ 政府の電気代支援策の効果から+3%を割り込み、6月まで2%台が続く
- ・ コストプッシュ型インフレはピークアウトして23年後半にはゼロ%台に戻る

貿易収支(10月)は2兆1622億円の赤字で、10月では1979年以来最大の赤字となった。単月の赤字では過去3番目。赤字は15ヵ月連続。

輸入(原油、LNG、石炭等)が+53.5%、輸出(自動車、半導体等)が+25.3%。

国際商品価格は6月をピークに下落中。今後は「Jカーブ効果」から円安効果による輸出数量が増加して貿易収支の改善期待が高まっている。

IV. 金融政策・市場動向と見通し

米国

F R Bは11月2日のF O M Cで、6月、7月、9月に続く4会合連続の0.75%の利上げ（今年では6回目）を決定した。

政策金利（F F金利）の目標水準は3.75～4.00%となり、2008年1月（リーマンショック時）以来、14年ぶりの水準。「中立金利」（景気に対して影響しない金利水準＝2.5%）からは、大幅なプレミアムとなった。

公表された声明文、および会合後のパウエル議長の発言から明らかになったことは、

- ① 「金融政策が、経済活動や物価に影響を及ぼすのに時間差がある点を考慮する」という文言が、声明文に新たに加わった。

⇒ 政策金利を引き上げても、景気・物価に影響を及ぼすのにはタイム・ラグがある。

⇒ F Fレートは引き上げ後も、物価鎮静化の確証が得られるまではしばらく高止まりする。

⇒ 一方で、「利上げによる景気後退（＝オーバーキル・リスク）」も意識していることを示唆。

- ② F F金利の最終目標（ターミナル・レート）は、前回までの23年末時点での4.6%という目標の引き上げを示唆して、12月のF O M Cで明らかにする。

- ③ 「利上げ停止の議論は“時期尚早”」とコメント。

- ④ 12月のF O M Cでの利上げ幅の縮小も仄めかす。

F R Bは11月23日、1～2日に開催したF O M Cの議事要旨を公開した。

「インフレ収束にはまだ懐疑的」だが、「利上げペースを減速することが適切になる可能性が高い」と多くの参加者が述べていることが明らかになった。

これまでの金融引き締めの効果を見極めながら、政策金利の到達点を探る局面に移行しようとしている。

11月10日発表の消費者物価指数（10月）は、市場予想を下回り、FRBによる利上げが減速するとの思惑から、10年物国債利回りは3.8%まで急低下した。政策金利のターミナルレート予想は、5%超から4.75～5.0%に切り下がった。

ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁は11月10日、「今後数ヵ月間はこれまでの引き締め効果を考慮して、利上げのペースは鈍化する」と発言した。

ブレイナード副議長は14日、「今後の利上げは、より緩やかな引き上げペースに移行することがまもなく適切になるだろう」と語った。

一方で、ブラード・セントルイス連銀総裁は17日、「“テイラー・ルール”に基づくと、十分に引き締めの的といえる政策金利水準は5～7%程度」と述べた。

10年物国債利回りは、11月15日に3.75%を付け、1週間前の4.2%台から0.5%も急低下した。

債券先物市場での、10年債の売り建てが高水準に溜まっていたのが買い戻された。

景気後退のシグナルとされる「逆イールド」状態がますます進行した。

10年債と2年債の利回り格差は11月18日時点でマイナス0.69%と、40年ぶりの大きさになった。

ニューヨーク連銀が算出する景気後退確率（10年債と3ヵ月TBの格差）は、2023年9時点では23%まで高まっている。

欧州

ラガルド総裁は11月18日の講演で、次のように述べた。

- ① 足元のインフレ率は高すぎ、長期にわたり高止まりする可能性がある
- ② 景気後退のリスクは高まっているが、景気の落ち込みによるインフレ率の大幅な低下の可能性は低い
- ③ 次回の会合での一段の利上げを想定している
- ④ 保有資産の圧縮方法も検討する予定

ブルームバーグは11月17日、ECBが次回12月の理事会で利上げ幅を0.75%から0.5%に縮める可能性がある」と報じた。

英国イングランド銀行（BOE）は11月1日、保有国債の売却を始めた。

トラス前政権の大型減税策による市場混乱で1ヵ月延期されたが、保有する8380億ポンドのうち、23年9月までに800億ポンドを削減する。

イングランド銀行は11月3日、政策金利を0.75%引き上げて年3%にした。利上げは8会合連続。

ベイリー総裁は「インフレ抑制に必要な政策金利の引き上げは、市場が考えるよりも小さい」との見方を示した。2024年前半まで景気後退に陥るとの予測も公表した。

日本

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月月間では6営業日で取引不成立だった。金融市場が売買機能低下になるという弊害が顕著になりつつある。1999年の現行制度下では初めての異例事態。

10年債長期金利は今年の3月以降、日銀が「上限」とする水準（=0.25%）に都合6回も到達しているが、その都度、抑え込まれている。

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。

11月に入っても、25日に東京都区部の消費者物価指数（11月）が40年ぶりの伸びを示すと、海外投資家による日銀による金融緩和の修正観測が広がり、0.25%の水準をつけた。

10年債以外の超長期債の利回りも上昇していきいている。20年債利回りは1.1%をつけ、30年債利回りも1.48%をつけるなど、上昇圧力がかった。

債券市場見通し

11月に入ってから”利上げペースダウンの観測“が急速に高まった。

2日のFOMCでは、「利上げの到達点がより高くなる」というパウエル議長発言を受けて、政策金利目標が5%を上回るとの予測がコンセンサスとなったが、10日のCPI（10月）発表でマインドは一気に逆転した。

このマインド・チェンジは、今年の夏場に見られた「インフレ率終息」観測と同様の期待先行のきらいがある。

- ① 12月のFOMCでは、利上げ幅が0.5%に縮小される可能性が高い
- ② インフレ上昇のモーメントは鈍化の動きを見せるが、水準自体はまだ高い
- ③ 今回の物価上昇はコストプッシュ要因（ウクライナ、石油価格、穀物価格）が強く、今後の予想も流動的

いずれにしても、12月13・14日のFOMC時点での物価情勢と今後の判断に左右されるが、現時点でのコンセンサスの政策金利（FF金利）の目標水準は、

=> +0.5%引き上げの4.25~4.50%

F RB首脳からも、利上げペースダウンを示唆する発言が見られたが、一方で

- ① 楽観論を容認するほどの物価情勢ではない
- ② 先取りした株価上昇による楽観マインドをF RBは嫌う
- ③ 株高による資産効果からのクリスマス商戦の活況はインフレ抑制には逆効果

などの判断が強まる可能性もある。

金融市場の楽観論とF RBのタカ派見通しとの綱引き状態にある。

今後のインフレ動向の注目点は、

- ① 労働賃金
- ② サービス価格
- ③ 住居費

の上昇程度にある。

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。主要政策金利は、2.5~2.75%になる。

「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。

12月中旬には、主要国の金融政策会が集中しており、米国とECBが要注目。

米国	(FOMC)	:	12月13、14日 (+0.5%)
ユーロ圏	(ECB理事会)	:	15日 (+0.5~0.75%)
英国	(金融政策委員会)	:	15日 (+0.5%)
日本	(金融政策決定会合)	:	19、20日

日銀における「金融政策変更」への圧力は継続している。

外国人投資家は6月に日銀のYCC政策変更(=金融緩和の終焉)の可能性観測から、大規模な債券売り(=金利上昇)を仕掛けた。9月から10月にかけても円債売りのスタンスは変えていない。

外堀は埋まりつつあるような状況だが、何とか崖っぷちで踏みとどまっているような、微妙な尾根道を辿っている。

- ① インフレ終息観測からの海外金利上昇一服
- ② 内外金利差の縮小によるドル高円安の動きが一段落
- ③ 日銀の政策変更は、黒田総裁の任期中にはありえず、後継体制に移行してからというセンチメント
- ④ 日本は欧米・中国と比べて、景気鈍化も物価上昇の程度が軽微

【 3か月間の想定レンジ 】

米国長期金利(10年国債:3.686%) : 3.40 ~ 4.50%

日本長期金利(国債指標物:0.250%) : 0.20 ~ 0.40%

V. 為替市場動向と見通し

ドル円相場は10月21日には1ドル=151円94銭の高値を付けた後、

- ① 政府・日銀による「単独為替介入」「覆面介入」(150円水準を維持)
- ② 米国の物価上昇モーメントの鎮静化観測
- ③ FRBによる利上げ幅の縮小化

などの要因が重なり、過去1ヵ月間は反転の動き。

11月15日には1ドル=137円67銭までの押し目を付けた(高値比▲9.4%)。

ユーロは対米ドルで、9月26日に1ユーロ=0.95ドル台の安値を付けてからは反転して買い戻されている。11月15日には1ユーロ=1.047ドルまで戻した。対円でも、10月21日に1ユーロ=148円40銭の高値を付けてから、145円を挟んだ堅調な動き。先行きの金利引き上げを見込んだ動きが強まる。

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 | ... | FRB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 |
| | | ECB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 | ... | FRB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

米国の物価上昇モーメントの鎮静化見通しに伴う、FRBによる政策金利引き上げが12月から縮小するとの見方が強まったことから、「金利格差要因」が一時的に後退して、ドル買いポジションは一旦巻き戻された。

12月のFOMCでFF金利が+0.5%引き上げられ、4.25%になったとして、ターミナル・レート（最大5%）までは、あと0.5~0.75%程度ある。足元のインフレ加速状況と2023年1~3月での見通しを加味しながら、12月13・14日のFOMCでの討議による方向性が判明するまでは様子見の動きか。

欧州（ユーロ圏）は、ECBの利上げ意向が強く、金利差要因が相対的に出たことで対ドル、対円で一時的な売りポジション巻き戻しによる堅調な動きにあるが、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この冬場は強まることから、ユーロ安に転じるリスクは高い。

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。

一方で、足元は「金利格差」要因が後退し、逆に円安進展による「Jカーブ効果」がこれから顕在化するので、「日本の貿易赤字の縮小が期待される」との見方が強まってきている。今回の円安局面では、

- ① 外的輸入資源の価格上昇と円安による価格転嫁がこれからも進むこと
- ② 遅れて効力を見せる「Jカーブ効果」のメリット

の綱引き状態にあるので、貿易赤字の縮小効果がどの程度発現するのは不透明。

長期的に「円安基調」が継続する要因は揃っている。

- ① 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から、円安に転じても「貿易収支」にプラス働く構造ではなくなっている
- ② 公的債務残高の膨張が続き、慢性的な財政赤字体質になっている
- ③ 1980年代の米国に見られた「双子の赤字」体質になっている
- ④ 米国からの防衛装備調達・軍事費拡大要請、増税 or 国債発行も円安要因

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (137.73円) : 135↓ ~ 150円↓

ユーロ円レート (143.67円) : 135 ~ 150円

VI. 株式市場動向と見通し

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）を付けて反騰局面を辿っている。11月25日には34373ドルまでの1ヵ月半で+20%の上昇を見せた。

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タム鈍化期待
- ② 積みあがった売りポジションの解消・買戻し
- ③ 中間選挙の結果が懸念されたほどの大きな体制変更が無かった
- ④ 意外に堅調な企業収益結果

などが反騰の理由となっている。

NYダウ平均株価（下左図）は下落ボックス圏のなかでの上値抵抗線を抜けてきた。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

今後の市場の関心は、

- ① 「インフレのピークアウト、金融引き締めのパースダウン」観測の確信度
- ② 過度な警戒感・弱気センチメントの修正の持続性
- ③ 「景気後退」の実現度と開始タイミングへのフォーカス
- ④ 10～12月期以降の企業業績動向

に移ると思われる。

世界の主要企業の7～9月期は、純利益ベースで前年同期比▲3%減益で2四半期連続での減益だった。

企業業績の悪化・下方修正・減益局面は、これから本格化する。

中国（香港市場、上海市場）のカントリー・リスクは、依然として高い。

- ① 習近平体制3期目構築での「改革開放」政策の放棄
- ② 中国の不動産ビジネスのリスクの顕在化
- ③ 「ゼロコロナ政策」を推進することによる景気停滞リスク
- ④ " 大衆の不満爆発リスク
- ⑤ 「新疆ウイグル地区」での人権問題の再燃リスク

日本株

(1) 企業業績

《 日経平均 業績・資産予想 》

	(9月22日)	(10月28日)	(11月25日)
株価	28313円	27153円	28283円
PER	12.85倍	12.46倍	13.01倍
EPS	2203円↑	2179円↓	2173円
PBR	1.17倍	1.13倍	1.18倍
BPS	24199円↑	24029円↓	23967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上昇し、2200円台まで回復したが、最近は再度下方修正に。

日本経済新聞が集計した3月期決算企業（1110社）の、今下期の業績予想は前年同期比+10%増益。非製造業が+26%増益となる一方、製造業は▲2%減益。製造業は、2020年上期以来2年半ぶりの減益に転じる。

企業業績は下方修正リスクがある。

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

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上げの落ち込み
- ④ 金利上昇の影響

トヨタ自動車の7～9月期決算が11月1日に発表された。実績と今期の見通しに現在の事業環境と収益構造が如実に表れている。

- ① 4～9月期の売上高は、円安効果（前上期平均110円=>当上期平均134円）により、前年同期比+14%増収。
- ② 資源価格高・円安によるコスト上昇の減益要因（下請け部品製造会社のコストアップ分の肩代わり負担）が前年同期比▲7650億円発生して、営業利益は同▲35%減益。
- ③ 今下期（10～3月期）の見通し前提も、上期と基本的に変わらず。
 - ・円安による増収・増益効果（営業増益+1兆円）
 - ・原材料価格・円安によるコスト高（▲1.65兆円）が増収効果を上回る
 - ・海外市場での景気・個人消費の落ち込みが顕在化する
 - ・ “ ” （購入ローン）金利上昇の影響
 - ・半導体不足による生産計画未達リスク

円安は、製造業・輸出企業・グローバル企業の上場企業・大企業に於いて、“増収効果”として直ぐに顕在化する。メリットが先行する。

非上場の中小企業・地方企業や家計に於いては円安はコスト上昇でマイナスであり、遅行する。

（2）東京株式市場の動き

日経平均株価は、年初から26000円から29000円でのボックス圏での推移が続いている（3月の年初来安値は25000円まで下落した）。

ニューヨーク株式市場に連動する形で、10月3日の直近安値（=25621円）から11月24日の戻り高値（=28502円）まで、+11%の反騰局面にある。

- ① 米国での物価上昇、政策金利引き上げのピークが見えてきた期待
- ② 新型コロナウイルス感染が事前観測ほど拡大・重篤化せず
- ③ 企業業績は事前予想ほど悪くはなかった

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の見通しは不透明
- 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、政策遂行は困難さを増し、政局波乱の可能性が強まる
- ⑤ 遅れている「円安デメリット」がこれから顕在化
 - ・ 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
 - ・ 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
 - ・ 企業業績の下方修正 … 製造業の原材料コスト上昇

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。

【 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。