

投資環境と金融市場の見通し（112）

2022年12月27日

田淵英一郎

I. 2023年の見通し（概観）

< 大勢観 >

- ① 川上発（資源、穀物）の供給インフレはピークアウトしたが、川下発（米国の賃金、サービス価格）の需要サイドからのインフレ圧力が次の警戒要因
- ② 米欧の中央銀行による政策金利の引き上げは当面継続
- ③ 短期・長期の市場金利は強含み
- ④ 景気には下押し圧力（リセッション局面の到来）
- ⑤ 日銀の金融政策変更（「アベノミクス」終焉）により日本の金利は強含む
- ⑥ FRBの政策金利引き上げモーメント鈍化と日銀の実質引き上げ転換から、ドル高円安は一旦ピークをつけたが、金利差拡大、有事のドル買いが復活する
- ⑦ 金融市場・投資家の焦点は「金融緩和期待」から「景気減速」にシフトした
- ⑧ 株式は景気、金利の水準訂正から波乱含みで乱高下する

< リスク要因 >

- (1) 中国の「習近平体制3期目」は、スタート直後から、新型コロナウイルスの感染拡大による経済の落ち込み、「ゼロコロナ政策」の撤回、末端での医療崩壊と死亡者急増、不動産リスクの顕在化など、波乱含みの様相。
- (2) 岸田政権の信任（支持率）低下と政策遂行のバタバタぶりに歯止め掛からず。安倍元首相銃撃による国葬決定を端緒として、旧統一教会問題、政治とカネの不祥事問題に対する後ろ向き対応と説明不足が自業自得の結果に。原発建て替え・稼働延長など、唐突に“大本営発表”がなされていく。防衛費の増額決定（米国の意向）と財源問題（財務省の意向）が紛糾し、先送りされたが、自民党内での政局化リスクは高まっていく。
- (3) 日銀が金融政策を転換したことは、“アベノミクス”の幕引きであり、次期総裁への地ならし対応だが、市場と投資家に不信感・疑念をもたらした。金利上昇局面に移行した際の後始末・撤退戦には、数倍の労苦が伴う。

< マクロ経済、金融政策 >

- (1) 米国・欧州・中国は「景気後退」局面を迎える。時期・程度はまちまちだが、基本観は“マイルド・リセッション”。
- (2) 「物価上昇」のモーメンタムは一段落したが、前年比での水準は高止まりする。
- (3) F F金利は最終的に目標水準（＝ターミナルレート）の5.0%台まで引き上げられる。その後は、これまでの引き締め^の累積効果を見極める局面に移行。
- (4) 景気（消費、住宅）・企業収益・株式市場には、下方修正圧力が強まる。
- (5) E C Bは、物価上昇率の絶対値が許容水準を大きく逸脱しているうちは強硬な引き締めスタンスを続ける。
- (6) 日本は欧米・中国に比べて、相対的には景気、物価上昇ともに低位で安定。日銀には政策変更（金融緩和からの出口）への圧力が継続する。「Y C C政策の解除」という可能性が強まる。

< 債券、為替、株式市場 >

- (1) F R B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”を堅持するので、年前半までは金利の強含み局面。年後半からは景気減速を織り込み、金利はピークアウトから反落局面。
- (2) 日本の短期・長期金利には、緩和修正を見越した投機筋の売りと、金利上昇による損失回避のヘッジ売りが続く。段階的な水準訂正の動きに。
- (3) 米国長期金利が一旦低下したことで米ドルは反落したが、来年前半は金利差拡大、有事のドル買いが再度復活する。
- (4) 日本は経済成長、物価、企業収益などのファンダメンタルズにおける相対的（低位）安定性が、海外投資家から評価されるアドバンテージはある。「政治の不安定さ」「公的債務」「日銀B S懸念」はマイナス材料。
- (5) 企業業績の下方修正と、金利上昇による割引率（株価収益率）の低下から、年前半の株価には下押し圧力が強まる。買い場は金利低下、企業集積の底入れが見えてくる年央以降か。2024年からのN I S A拡充は評価材料。
- (6) 日経平均株価の下値目処は24000円、上値目処は30000円。

Ⅲ. トピックス（2023年のリスク要因）

（1）ロシアとウクライナの紛争

ロシアによるウクライナ侵攻から10ヵ月が経過して、ロシア側の兵士・兵器・士気は長期戦により疲弊しており、戦争を継続し得るだけの余力がなくなっている。プーチン大統領は12月に入ってから、「核兵器・戦争のリスク」について言及した。金融市場では、最悪の事態（核兵器の使用）はテールリスクとみなしているが、時間（局地戦、消耗戦）だけが過ぎていく。

（2）新型コロナウイルス感染

中国習近平政権は11月末に「ゼロコロナ政策」を転換、検査も移動も緩和したことから、12月になって新規感染者が急増、浙江省、広東省、山東省などの沿岸の地域での経済活動に影響が出始める。サプライチェーンの懸念が再び高まる。世界的に感染拡大の「第8波」にあるが、主力のウイルスである「BQ.1」（別称：ケルベロス）は、免疫やワクチン接種をすり抜けて生き残った変異種である。今年も、変異種の出現による何度かの感染拡大が想定される。

（3）米国の債務上限問題

米国の公的債務残高は、2022年10月時点で31兆ドルを超えてきた。21年12月に引き上げた上限（31.4兆ドル）に接近している。ゴールドマン・サックスの試算では、早ければ23年8～9月には債務不履行となる。超党派政策センター（BPC）も6月に23年7～9月期に債務不履行に陥る懸念を指摘した。新型コロナウイルス対策費用、インフレ抑制対策、政策金利の引き上げによる利払い負担の増加などの支出が膨れ上がる。年明け1月から開会される「ねじれ議会」では、下院の多数を握った共和党による、民主党の大判振る舞い政策への抵抗と妥協が見られるのが注目点。

(4) (ルビコン川を渡った) 日本銀行の政策変更

日銀の国債保有額は536兆円(9月末時点)、国債発行残高(1066兆円)の50.3%と初めて5割を超えてきた。

日銀が「アベノミクス」という名目での政府との共同歩調で、景気対策、大型予算、国債買い付けに協力してきたことが、実質的な「財政ファイナンス」として行き着くところまで来てしまった。

世界の中央銀行のなかで、日銀だけが今年は政策金利と長期金利の低位維持を続けてきた結果、内外金利格差の拡大によるドル高・円安が進行し、年後半から物価上昇に弾みがついた。黒田総裁が来年4月の退任直前のタイミングで金融緩和の修正(=利上げ)を実行したことは、結果的に

- ① 「アベノミクス」を幕引き(安倍元首相銃撃の5ヵ月後)
- ② 「YCC政策」はそもそも金利を低位に抑え込む政策なので主旨を逸脱
- ③ インフレ加速が許容範囲を超える事態に最後に直面した
- ④ 海外ヘッジファンドが日銀の金融政策変更売りポジションを浴びせられた

今回の対応が、想定外のタイミングでの不本意な結果(岸田政権からの要請もあった?)だっただけに、市場参加者(海外投機筋)は次回の変更のタイミングを再度虎視眈々と狙うはずである。日銀(次期)総裁は来年以降の(突然のタイミングでの)利上げ、「YCCの解除」に際して、明確な説明が求められる。

日銀の「異次元緩和」の変遷 :

- | | | |
|-------|-----|----------------------------------|
| 2013年 | 1月 | 政府と2%物価目標の「共同声明(アコード)」を発表 |
| | 3月 | 黒田総裁就任 |
| | 4月 | 「異次元緩和」を開始 |
| 2016年 | 1月 | マイナス金利を導入 |
| | 9月 | 「長期金利操作(YCC政策)」を導入 |
| 2020年 | 4月 | 長期国債の買い入れ金額上限を撤廃 |
| 2021年 | 3月 | 「長期金利の変動幅」をプラスマイナス0.25%に |
| 2022年 | 12月 | 「 " 」をプラスマイナス0.5%に |

日銀は過去10年間にわたって、他の先進国中央銀行も、日銀自身がこれまでの歴史でも行わなかったような、対象、政策、規模を逸脱するような「大規模な金融緩和・資金供給策」を繰り出した。結果として、“壮大な金融政策の実験”を行った。その正否は後世の歴史家の検証・判断にゆだねられようが、結論としては弊害・デメリットが多いのではないか。

(成果)

- ① 円高進行への歯止め
- ② 「脱デフレ」 … 時間がかかり、結果として（外部要因により）クリア？
- ③ 株式市場の下落リスクの食い止め（ETFの計画的買い付け）

(弊害・デメリット)

- ① 金融市場（債券売買）での金利構造（イールドカーブ）の歪み、流動性低下
- ② “ ” の公的管理色の進行
- ③ 株式市場の流動性・価格柔軟性の衰退
- ④ 投資家に“公的依存心理”が蔓延（下落したら日銀が買い付ける）
- ⑤ 日本企業（特に中小上場企業）での大株主としてのガバナンス欠如化
- ⑥ 日銀が大量（48兆円）に保有したETFの処分を巡る思惑
- ⑦ 「異次元緩和」からの退却・撤退戦の困難さ
- ⑧ 金利上昇による政府（国債利払い増加）・日銀（評価損）の信用リスク

今後、金利が上昇していくことによる損失・リスクとしては、

- ① 政府の国債利払いの増加＝長期金利の+1%上昇で25年度での元利払いは+3.7兆円増加する
- ② 国債の格下げリスク（S&P＝シングルA+）
- ③ 日銀の当座預金（金融機関からの預け入れ預金）の利払いが増加
- ④ 日銀が保有する国債の評価損発生、バランスシートの毀損（債務超過リスク）
- ⑤ 「財政規律の緩み」は是正されるのか
 - ・「放漫財政」（＝国債発行の無制限化）
 - ・「予算編成の大規模化」（＝政治圧力による肥大化）

(5) 岸田政権の政策対応と現況と政局

【 予算編成と国債依存 】

2022年度の第2次補正予算が11月21日、国会に提出された。

歳出総額は28兆9222億円。国債の追加発行は22.8兆円で歳入の8割が借金。

電気料金の補助に2.4兆円で、エネルギー価格の負担軽減策として総額6兆円。

補助金制度のバラマキは一時的な効果しかもたらさず。

新型コロナウイルスや物価高への予備費に3.7兆円、ウクライナ危機対応の予備費に1兆円を計上した。予備費は自民党からの1晩の圧力で4.7兆円に積み上がった。

2022年度の補正予算は、第1次2.7兆円、第2次28.9兆円の合計30兆円超の金額を新型コロナ対策、経済（物価）対策に発出したが、予備費に計4.7兆円、基金に8.9兆円の13.7兆円が、事前の議論・説明も無く、使途も不明で事後のチェックも曖昧な歳出（お題目は立派な文言として塗されている）として計上され、総額が水膨れしている。

財源は補正予算ベースで75%、年度予算全体では44%が新規国債発行で賄う、「当初・追加予算の肥大化&公的債務膨張」の構図が3年続いている。

2023年度当初予算は歳出総額114兆円（前年度比+6.7兆円）で、11年連続の過去最大規模。

社会保障費36.8兆円（同+0.6兆円）、国債費（元利返済に充当）25.2兆円（同+0.9兆円）、地方交付税交付金16.3兆円（同+0.5兆円）で、後ろ向き支出が合計で78.3兆円、全体の69%を占める。

防衛費は6.8兆円（同+1.4兆円）で、社会保障費36.8兆円に次ぐ規模に。

別途、「防衛力強化資金」に3.3兆円繰り入れるので、実質は10兆円（名目GDP比=1.8%）を超える。

新規国債発行は35.6兆円に、うち赤字国債は29兆円。

【 防衛費増額問題 】

東アジア・南アジアにおける米中間での覇権争いが激化してきたこと、台湾海峡周辺での将来（2027年まで）の軍事衝突の可能性が高まってきたことにより、米国からの軍備増強の要請を受けて、岸田政権は早急に「防衛費増額」に動いた。

（8月30日レポート）

エルブリッジ・コルビー元米国防副次官補は8月4日、来日した際の日経新聞とのインタビューで、「日本の防衛費を現在の5兆円（対GDP比1%）から早急に3倍に引き上げるべき」と言明した。「政府が検討している今後5年間で2倍程度の増額では、現状の中国による台湾周辺への脅威には到底対抗出来ない。事態の深刻さと緊急性を認識すべきだ」と述べた。

「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、岸田首相に報告書を提出した。2ヵ月間で4回しか議論せず拙速な結論をまとめ上げた。

- 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）
- 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

この報告書を踏まえて岸田首相は11月28日、「防衛費を2027年度にGDP比2%までの増額すること」を指示した。

12月5日には、

「2023～27年度での防衛費総額を43兆円とする」よう、浜田防衛相、鈴木財務相に指示した。

財務省は当初、30兆円台前半の規模を主張していた。防衛省、自民党防衛族議員の意向を汲んだ「まず規模感ありき」の指示であった。

防衛省からは、「極超音速誘導弾」「イージス・システム搭載艦」(@5000億円)「領域横断作戦用小型人口衛星」など、開発に時間がかかる案件や単価の高額なものも、この際まとめて詰め込むことで金額を膨らませた。

自民・公明両党は11月30日、「敵基地攻撃能力」の保有について実質合意した。戦後以来80年近くの日本の国防大綱の金科玉条は「平和憲法」「専守防衛」の理念であった。日本の防衛政策は歴史的に新たな一步を踏み出した。重大な政策転換であるが、議論・説明が尽くされたとは思えない。連立パートナーの公明党は影が薄かった。

その後、「敵基地攻撃能力」は「反撃能力」に名称が変更された。「攻撃」という概念を隠匿した。「反撃能力」の名称にしたことで、「武力攻撃を受けた事態」もしくは「存立危機事態」が想定される場合、必要最小限度の範囲内で行使する、としている。敵が攻撃する準備に着手したと判断する基準および攻撃対象は、「各々個別・具体的に判断する」としており、明確には定義出来ない。行使に当たっては、対処基本方針を閣議決定して、国会で承認を得る。

増額されて織り込まれた項目のなかで、目的が曖昧だったり、研究・開発の実現性が疑問なものとしては、

- ① 「スタンド・オフ防衛能力」(敵からの射程外から攻撃する長距離ミサイル)の研究・開発・量産(5年間で5兆円)
- ② 「統合防空ミサイル防衛能力」(ミサイル防衛に敵基地攻撃を組み合わせた能力)(5年間で3兆円)
- ③ 「イージス・システム搭載艦2隻の建造

岸田政権の拙速な方針決定とやり方について、野党のみならず自民党内からも批判・不満の声が強まった。産業界からも、法人税増税の標的となっていることから、

- ・ 政府内・国会での議論がない
- ・ 企業や国民に十分な説明(安保基本政策の転換、金額の根拠)がない
- ・ 防衛力強化の具体的な中身が見えないのに、金額、財源、税目の議論が先行

2023～2027年度の5年間の防衛費の総額は現状では26兆円。

27年度での年間予算をGDP比2%まで高めるとなると、5年間では累計17兆円の上乗せとなり、27年度では8.9兆円規模（+4兆円）必要で、増税で1兆円強を目論む。内訳は、法人税で+7000～8000億円、所得税、たばこ税の各々で@2000億円を見込む。

5年間での必要な増税金額は合計3.5兆円。うち、27年度に1兆円強。

「法人税」（4%強を上乗せ）を軸に、「たばこ税」（過熱式たばこの税額引き上げ）、防衛費拡大の為の増税論議で「所得税増税はしない」と言った直後に、「復興特別所得税」から転用する案が表面化した。

湾岸戦争時や東日本大震災からの復興財源として、「法人税」を増税した。特例措置を上乗せする「付加税」方式を財務省は想定する。

首相が否定した「所得税」も、復興財源として税額に2.1%を上乗せしている

「復興特別所得税」の仕組みを転用する案が浮上。2013～37年の25年間で7.5兆円の、財源の期間を延長し税率を引き下げて、その分を防衛予算に転用するという姑息案である。

税制調査会では、「税制措置」（＝増税）について自民党内（＝安倍派）からの反発・反対の声が強く、「財源」「実施時期」についての決着は23年度に先送りされた。

- ・ 「年内までに細目や財源を決める」という拙速対応
- ・ 来春の統一地方選挙や25年度の参院選挙を意識した「増税ありえない」の政治的な声
- ・ 企業が賃上げや設備投資に踏み切る前というタイミングを配慮
- ・ 「2023年度の増税は今から見送り」との前提

【 岸田政権の現況 】

岸田政権は怖い。

- ① 総理大臣としてやりたい理念が見えてこない。日本をどういう国家にしたいのか、というビジョンも無い。
- ② 熟議（「聞く力がある」と標榜）も説明（「丁寧に説明する」と取り繕う）も無いまま、「政府が決定した」として、“大本営発表”的に歴史的な決定や戦後何十年と遵守してきた原則を唐突に転換してしまう。
 - ・ 「安倍元首相の国葬儀」決定
 - ・ 「防衛費の増額」（金額ありき）
 - ・ 「既存原発の稼働延長、次世代革新原発（？）への代替」

内閣支持率は30%台前半まで落ち込み、30%割れを視野に徳儀で踏みとどまっている状況。何か不祥事や信任を失う事態となれば、危機ラインの20%ゾーンへ。

不支持率は、菅内閣・安倍内閣（第2次～第4次）以降でも最高となってきた。

「防衛費増額」「増税方針」「決定手法や説明不足」などが影響している。

- ・ 読売新聞（12月4日）…支持39%（+3%）、不支持52%（+2%）
- ・ NHK（12月12日）…支持36%（+3%）、不支持44%（▲2%）
- ・ 時事通信（12月12日）…支持29%（+1%）、不支持43%（▲1%）
- ・ FNN・産経（12月18日）…支持37%（▲2%）、不支持57%（+0%）
- ・ 毎日新聞（12月18日）…支持25%（▲6%）、不支持69%（+7%）
- ・ 朝日新聞（12月18日）…支持31%（▲6%）、不支持57%（+6%）
- ・ 共同通信（12月18日）…支持33%（+0%）、不支持52%（▲0%）
- ・ 日経新聞（12月25日）…支持35%（▲2%）、不支持57%（+2%）

自民党の支持率は

- ・ NHK（12月12日）…36%（前回比 ▲1%）
- ・ 時事通信（12月12日）…23%（前回比 ±0%）
- ・ 日経新聞（12月25日）…40%（前回比 ±0%）

自民党政権が直ぐに揺らぐという状況ではない。

【 政局の火種は燻る 】

岸田政権が直面する難題 :

『2023年度与党税制改正大綱』が12月16日に決定した。何れも重要な結論・決定は先送りされた、調整と説明が困難な重要案件である。

- ① 「防衛費」の増加と財源（増税）問題
- ② 「全世代型社会保障（現役世代）」の拡充と財源（増税）問題
- ③ 「賃上げ」（春闘＋5％）と法人税増税との調整
- ④ 「原発政策」の見直し（廃炉、運転期間延長、新型リプレース）
- ⑤ 「脱炭素（炭素税、EV税制）移行措置」の先送り（2年連続）
- ⑥ 「富裕層への所得税増税（1億円の壁問題）の先送り

岸田首相の自民党内での意見調整をせずに指示を出すという強引なやり方に、

- ・ 安倍元首相の生前語っていたとされる「財源は国債発行」という金言を縦に反対姿勢を強める最大派閥安倍派（＝萩生田政調会長：安倍派）の政治的思惑
- ・ 二階派、菅グループなどの（反）主流派における権力奪還意向
- ・ 岸田首相、麻生副総裁、鈴木財務大臣、宮澤党税調会長は財務省よりの主流派

によるつばぜり合いが激しくなり、政局となるリスクが高まる。

既に確執のマグマは蠢いている。

山際大志郎（麻生派）、葉梨康弘（岸田派）、寺田稔（岸田派）、松本剛明（麻生派）、藺浦健太郎（麻生派）などの、更迭された閣僚、後任の大臣は、全て岸田派、麻生派の主流派の派閥に属している。

官邸は脆弱で調整能力不足を露呈。一方で、大臣辞任（更迭）の事前報道がマスコミ（フジテレビ）にリークされていたが、首相の長男の翔太郎補佐官が女性記者に漏らしていたことが判明するお粗末ぶり。

党本部は茂木幹事長が岸田政権を守らない（本人が後継地位を虎視眈々と窺う）。

来年4月23日に予定されている「衆参統一補選」は、千葉5区（藺浦衆院議員）、和歌山1区、山口4区（安部元首相）、山口2区（岸信夫衆院議員）などでの後継者争いが注目される。

(2) 新型コロナウイルス感染状況（補足、データ）

1. 世界の感染・対策状況

< 感染状況 >

12月24日時点で6億5664万人、11月29日比較では+1626万人増加で（前回：+1064万人）

欧米では「BQ. 1」（別称：ケルベロス）系統が流行の主流。日本は「BA. 5. 2」の別系統で感染が急拡大。

世界人口（79億人）比=8.3%（前回：8.1%）。

米国1億36万人（+183万人、前回：+111万人）、インド4467万人（+0万人：+3万人）、フランス3932万人（+158万人：+252万人）、ドイツ3721万人（+87万人：+349万人）、韓国2860万人（+177万人：+230万人）、日本2796万人（+381万人：+332万人）、英国2436万人（▲23万人：+47万人）、イタリア2502万人（+99万人、+172万人）、ロシア2144万人（+19万人：+227万人）

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

世界全体では感染者が増加。米国（1億人台）、日本（+381万人）の2カ国が突出。日本は過去1ヵ月間の世界の新規感染者のうち23%と断トツを占める状況。

中国政府は主要都市での、これまでの厳しい「ゼロコロナ政策」を11月30日から緩和した。広州市、北京市、重慶市など主要都市ではが住民の不満爆発をきっかけに、ロックダウンの解除や、PCR検査の全員証明義務などを緩和した。

- ① 公共施設でのPCR検査の陰性証明の提示の不要措置
- ② 省をまたぐ移動の際の行動履歴の確認の撤廃
- ③ 高リスク地区の範囲を建物・世帯単位に縮小
- ④ 軽症者の自宅での隔離療養

中国での60歳以上の高齢者は2.6億人（19%）。ワクチンの接種率は低く（3回目で69%）、国内製ワクチンの有効性も低い。

英医療調査会社エアフィニティは11月28日、「中国がゼロコロナ政策を解除すると130万～210万人が死亡するリスクがある」とのレポートを公表した。

中国政府も今年4月に、ゼロコロナ政策を緩和した場合に200万人の死者が出る」との試算値を公表した。

政策の基本的な転換を、「面子に拘り」、「自己否定を忌避す」る精神的構図が強い中国共産党が、民意に押される形で方針転換すること自体が異例なこと。

これまでの「封じ込め」政策や「検査炙り出し」対応を撤廃したことで、感染拡大に弾みがつくことが予想される。感染者・患者が急増した時の対応がいずれ問われる。

12月7日から軽症者と無症状者の自宅での隔離を認め、14日からは無症状感染者の人数発表を停止した。市民の行動をトレースするスマホ・アプリの運用も廃止した。

「ウィズコロナ対応」がなし崩し的に進む。

2. 日本の感染、対策状況

< 感染状況 >

11月から始まった「感染第8波」で、新規感染確認者は激増中。

オミクロン株「BA.5」から派生した変異株「BA.5.2」「BA.5.2.1」「BF.5」の3種が混在した感染が60%を占めている。その他、「BQ.1」「BQ.1.1」「BF.7」なども確認されている。

既存のワクチンや過去免疫への耐性がある、とされており、「第8波」感染が鎮静化しない理由となっている。

感染者総数は12月24日現在2814万人（前月比+387万人）。前回11月時（+201万人）から着実に増加した。

死亡者数は累計5万5379人（前回比+6339人）、10月（+2290人）、11月（+2424人）と低かったのが急増して8月ピーク（+6954人）並みに。

Ⅲ. 内外景気動向

【 景気動向 】

米国、欧州、中国の世界3大経済地域では、2023年での「景気後退（リセッション）」がますます意識されてきた。日銀による年末の金融政策の変更も、日本経済には下方圧力になる。

米国での中小企業を対象としたサーベイ調査（CNBC：4半期ベース）では、「既にリセッション入りした」との回答が49%に達している。ニューヨーク連銀が米国債利回りを基準に算出している「12ヵ月後の景気後退確率」（11月末時点）では、38%（前月比+12%）で、2007～08年以来の高い水準。1969年以来の経験則では、「25%を超えるとリセッション」を示唆する。

現状では「マイルド・リセッション」との認識で、問題は「いつから、どの程度？」ということが最大の関心事である。

『OECD景気見通し（景気先行指数：11月分）』

OECD38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。先月よりも落ち込み幅は拡大している。

日本だけが調整期間、落ち込み程度が相対軽微。

| | ピーク時期 | 直近時 | 下落幅 |
|------------|-------------------|---------------|-------|
| OECD（38カ国） | ： 2021年8月（101.48） | 15ヵ月連続（98.31） | ▲3.17 |
| G7 | ： 2021年7月（101.43） | 16ヵ月連続（98.13） | ▲3.30 |
| 米国 | ： 6月（101.12） | 17ヵ月連続（98.44） | ▲2.68 |
| ユーロ圏（19カ国） | ： 8月（102.08） | 15ヵ月連続（97.99） | ▲4.09 |
| 中国 | ： 2月（102.44） | 21ヵ月連続（99.64） | ▲3.65 |
| 日本 | ： 2022年4月（100.54） | 7ヵ月連続（100.21） | ▲0.33 |

【 インフレ動向 】

○ 主要国 中央銀行の物価見通し（12月）

| | 2022年 | | 2023年 | | 2024年 | |
|-----|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| FRB | : 4.8% | +0.3% | 3.5% | +0.4% | 2.5% | +0.2% |
| ECB | : 8.1% | +1.3% | 6.3% | +0.8% | 3.4% | +1.1% |
| 日銀 | : 2.9% | +0.6% | 1.6% | +0.2% | 1.6% | +0.3% |

○ 主要国 物価上昇率（11月）

| | 卸売物価（10月分） | | 消費者物価・コア分*（同） | |
|------|------------|------------|---------------|-----------|
| 米国 | : + 7.4% | (+ 8.1%) ↓ | +6.0%* | (+6.3%) ↓ |
| ユーロ圏 | : — | (+21.9%) | +5.0%* | (+6.4%) ↓ |
| 英国 | : — | (—) | +6.3%* | (+6.5%) ↓ |
| 日本 | : + 9.1% | (+ 9.4%) ↓ | +3.7%* | (+3.6%) ↑ |
| 中国 | : ▲ 1.3% | (▲ 2.3%) | +0.6%* | (+0.6%) |

卸売物価は、夏場をピークとして世界的に下落が続く。

消費者物価（コアベース）も、米国、英国、ユーロ圏は上昇率鈍化が続く。

日本は遅ればせながらの上昇過程。年初には＋4%台乗せを視野に。

WTI原油先物価格は12月に80ドル水準を割り込み、71ドル台まで急落。

中国、欧州、米国のリセッション懸念の高まりから、需要不安が高まった。

米国 :

F R Bが重視している個人消費支出（PCE）物価（10月：コア指数）は、前年同月比+5.0%上昇、9月（+5.2%）から若干鈍化した。モノの値上がりからサービス価格（家賃、飲食代など）が牽引する構図に変わってきている。

卸売物価指数上昇率（11月）は前年同月比+7.4%、7月（+9.8%）のピークから4ヵ月連続の鈍化。コア指数（除く食品、エネルギー）も前年同月比+4.9%で、10月（+5.4%）から鈍化。

消費者物価上昇率（11月）は前年同月比+7.1%。6月（+9.1%）をピークに5ヵ月連続して伸び鈍化基調。事前予想（+7.3%）を下回る。エネルギーが+13.1%、食料が+10.6%、サービスが+6.8%上昇。コアベース（除く食品、エネルギー）は同+6.0%。9月（+6.6%）の直近ピークから2ヵ月連続鈍化した。事前予想（+6.1%）を下回る。

11月の雇用統計での非農業部門雇用者数は前月比+26.3万人の増加で、10月（+28.4万人）から若干の鈍化。事前予想（+20万人）を上回る。失業率は3.7%で10月と同じ。

時間当たり平均賃金は前年同月比+5.1%で、8月（+5.2%）、9月（+5.0%）、10月（+4.7%）と鈍化していたが、反騰したので注目された。

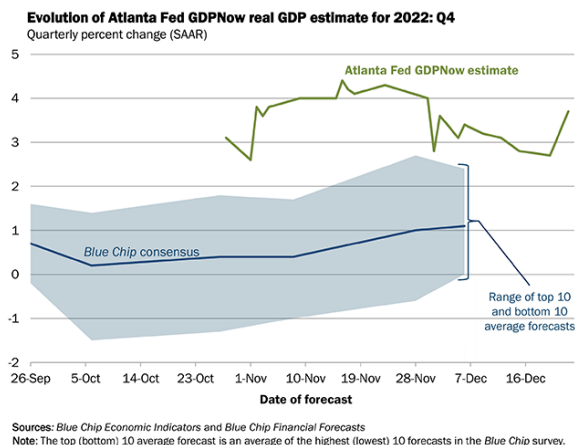
I S M（全米供給管理協会）製造業景況感指数（11月）は49.0で3ヵ月連続低下。事前予想（49.7）を下回り、好不況の節目となる50を割り込んだ。2020年5月以来およそ2年半ぶりの低水準。

I S M非製造業景況指数（11月）は56.5で前月比+2.1の上昇で意外に堅調。

S & Pサービス業PMI（11月）は46.2で、5ヵ月連続で50の水準を割り込んでいる。マイナス成長に落ち込むことを示唆。インフレは鈍化する兆候も。

【 アトランタ連銀 **GDP Now** 】

10～12月期のGDP成長率（12月23日時点）は+3.7%で、足元は堅調な伸びを予想。



欧州圏 :

ユーロ圏の消費者物価上昇率（11月）は前年同月比+10.0%、10月（+10.6%）から17ヵ月ぶりに鈍化した。+10%台は2ヵ月連続。エネルギーが+34.9%、食品が+13.6%の上昇。除くエネルギー、生鮮食品のコアベースも+6.4%から+5.0%に鈍化。

英国の消費者物価上昇率（11月）は前年同月比+10.7%で、10月（+11.1%）から予想（+10.9%）以上に減速した。除くエネルギー、食品のコア指数も+6.3%で、10月から減速した。

新興国（中国）

11月の経済活動は、「ゼロコロナ政策」の影響から鉱工業生産、小売売上、不動産開発投資が大きく落ち込む。

| | 10月 | 11月 |
|---------------|----------|----------|
| 鉱工業生産（前年同期比） | ： + 5.4% | + 2.2% ↓ |
| 小売売上（ " ） | ： ▲ 0.5% | ▲ 5.9% ↓ |
| | 1～10月 | 1～11月 |
| 固定資産投資（前年同期比） | ： + 5.8% | + 5.3% ↓ |
| うちインフラ投資 | ： + 8.7% | + 8.9% |
| 不動産開発投資 | ： ▲ 8.8% | ▲ 9.8% ↓ |

卸売物価（11月）は前年同月比▲1.3%、10月と同じで2ヵ月連続のマイナス。2021年10月（+13.5%）をピークに13ヵ月連続の低下が続く。

消費者物価（11月）は前年同月比+1.6%、10月（+2.1%）から鈍化した。食品（+3.7%）のうち豚肉は+34%で、10月（+52%）から鈍化している。除く食品・エネルギーのコアベースは、+0.6%で9月、10月と3ヵ月間同じ。

中国政府は不動産業界への支援として、包括的な金融支援策を対応した。国有銀行が不動産会社向けに融資枠を設定して資金繰り支援に乗り出した（政府からの指導）。総額3.2兆元（約63兆円）規模で、融資残高の2割に相当する。当座の信用危機は一時的に回避されたが、過剰債務という構造問題は先送りされた。

日本 :

7～9月期実質GDP成長率（改定値：12月7日）は、速報値（前期比▲0.3%、年率換算▲1.2%）から、各々▲0.2%、▲0.8%に上方修正となった。公共投資が+1.2%から+0.9%に、個人消費（外食の減少）が+0.3%から+0.1%に下方修正。輸出が+1.9%から+2.1%に、民間在庫投資（原油の積み増し）が▲0.1%から+0.1%に上方修正になった。

日本経済研究センター「ESPフォーキャスト」（12月12日公表）は、10～12月期の実質GDP成長率予想は前期比年率+3.49%、前月予想から+1.34%上方修正された。23年1～3月期は+0.99%に鈍化。消費者物価は10～12月期（+3.6%）をピークにスローダウン予想。

景気の落ち込みを示唆する足元の指標が続いている。

景気ウォッチャー指数（11月）は、現状判断指数が48.1（前月比▲1.8）で4ヵ月ぶりの悪化。先行き指数は45.1（同▲1.3）で3ヵ月ぶりの悪化。消費者態度指数（11月）は前月比▲1.3、基調判断は「弱まっている」で2ヵ月連続の悪化である。

企業物価指数（11月）は前年同月比+9.1%。9月（+10.3%）に過去最大の伸びとなったが、10月（+9.4%）から2ヵ月連続で反落した。21ヵ月連続のプラスで高止まりしているが、川上での価格上昇（特にエネルギー関連）はピークアウトした。

消費者物価（11月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+3.7%で、9月（+3.0%）10月（+3.6%）から加速が続き、3ヵ月連続の3%台。40年11ヵ月ぶりの上昇率。

生鮮食品除く食品は+6.8%（10月=+5.9%）、エネルギーは+13.3%で、9月（+16.9%）、10月（+15.2%）から鈍化。

生鮮食品とエネルギーを除く総合指数（コアコア）上昇率は同+2.8%で、10月（+2.5%）から2%台に定着。

12月の値上げ予定（帝国データバンク調査）は145品目だったが、1～4月は7152品目（うち加工食品が3798品目）と再度急増する見込み。

貿易収支（11月）は2兆274億円の赤字で、11月としては1979年以来最大の赤字となった。単月の赤字では過去7番目の大きさ。赤字は16ヵ月連続。輸入（原油、LNG、石炭等）が+30.3%、輸出（自動車、半導体等）が+20.2%。

実質賃金（10月）は前年同月比▲2.6%で、7ヵ月連続の悪化。連合は、来年の春闘での賃上げ目標を「5%前後」と掲げている。今年の賃上げ率は+2.27%。乖離幅は大きい。自動車や電機の労働組合が加盟する金属労協は12月7日、春闘でのベア要求目標を前年の2倍に相当する月6000円以上とした。

内閣支持率の落ち込みから、岸田首相は賃上げ圧力を強めようとしている。今期の業績が堅調で、余力のある一部の大手企業は、“物価高対策”と“コロナ慰労”の名目での賃上げに前向きである。ジャパネットホールディングスは、23年4月からの2年間で平均年収を+10%引き上げることを表明した。大塚商会は今年の夏に、物価高に対応するため株式公開した2000年以降では初となるベアを実施した。三菱自動車は12月2日に、一時金として最大10万円のインフレ手当を支給した。NECは、22年度の総人件費を+3%増やし、23年度も継続することを表明している。非正規社員の23年10月からの平均月収を+4%アップも実施する。

IV. 金融政策・市場動向と見通し

11月時点で予想した、12月における先進国の中央銀行による利上げ予想と実際の結果は以下のとおり。

米・欧・英は+0.5%の引き上げで足並みを揃えたが、日本の長期金利の上限目標の引き上げ（日銀は「利上げでは無い」と説明）はサプライズだった。

| | (事前予想) | 実現値 |
|---------------|---------------------|--------|
| オーストラリア | : 12月 6日 | +0.25% |
| カナダ | : 7日 | +0.50% |
| 米国 (FOMC) | : 13、14日 (+0.50%) | +0.50% |
| ユーロ圏 (ECB理事会) | : 15日 (+0.50~0.75%) | +0.50% |
| 英国 (金融政策委員会) | : 15日 (+0.50%) | +0.50% |
| 日本 (金融政策決定会合) | : 19、20日 (-) | +0.25% |

米国

FRBは12月14日のFOMCで、今年7会合連続の利上げを決定した。上げ幅は前回までの0.75%から0.5%に縮小させた。物価上昇（＝川上の原材料価格）モーメントの減速を受けたコンセンサス予想どおりで、減速は今年初めて。

政策金利（FF金利）の誘導目標水準は4.25~4.50%。

ターミナルレート水準（最終目標水準：23年末時点中央値）を、4.6%（9月時点）から5.1%に引き上げた。

現状の水準からは残り+0.75%の引き上げとなり、+0.25%分で3回ということになる。

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 FOMCの参加者によるコンセンサス予想では

- ・ 個人消費支出（PCE）コア物価指数の上昇率は、23年末時点で前年比+3.5%に留まり、目標水準（+2%）に到達せず
- ・ 実質GDP成長率（23年第4四半期）は、9月時点の+1.2%から+0.5%に引き下げたが、景気後退（リセッション）に陥ることはない
- ・ 失業率見通しは23年末時点で4.4%から4.6%に小幅引き上げ

② 政策金利の引き下げは23年中にはない。引き下げは2024年（年末時点でも4.1%に高止まり）。

オーストラリア準備銀行（中央銀行）は12月6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3.1%とした。8会合連続の利上げで、0.25%幅は3会合連続。

会合では、0.5%の利上げ、0.25%の利上げ、据え置き、3つの選択肢が議論されたが、前回と同様の措置となった。

カナダ銀行（中央銀行）は12月7日、主要政策金利である翌日物金利を0.5%引き上げて4.25%にした。利上げは7会合連続。9月の利上げ幅（+0.75%）から、前回10月26日には+0.5%に減速させたが、今回は「インフレはまだ高すぎる」として前回と同じ引き上げ幅になった。

欧州

ECBは12月15日の定例理事会で、政策金利の0.5%引き上げを決めた。

7月5日の0.5%、9月8日、10月27日の0.75%の利上げに続く、今年4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2.0%から2.5%、中銀預金金利は1.5%から2.0%になった。

前回10月会合の利上げ幅からは、事前予想どおりに縮小された。

ECBが公表した声明文と、ラガルド総裁が会見で語った内容では、

- ① ユーロ発足以来、最悪のインフレの抑制姿勢を続ける
- ② 今後も安定したペースでの大幅な利上げ（+0.5%以上）を続ける
- ③ 保有債券（5兆ユーロ）の圧縮を2023年3月から開始（4～6月期では150億ユーロを予定）

ラガルド総裁は、理事会前に広まっていた「ハト派への政策転換」観測を明確に否定した。

英国イングランド銀行（BOE）は12月15日、政策金利を0.5%引き上げて年3.5%にした。

利上げは9会合連続だが、前回（11月3日）の引き上げ幅（+0.75%）からは縮小された。

11月から英国債（8750億ポンド）の売却を始めており、2022年では満期分と合わせて440億ポンド減少した。

新興圏 :

タイ中央銀行は11月30日、政策金利（翌日物レポ金利）を0.25%引き上げて1.25%にした。利上げは3会合連続。

ブラジル中央銀行は12月7日、政策金利を13.75%で据え置いた。据え置きは3会合連続。消費者物価上昇率（11月）は前年同月比+6.17%。

インド準備銀行（中央銀行）は12月7日、政策金利（レポ金利）を0.35%引き上げて6.25%とした。利上げは5会合連続。消費者物価上昇率は前年同月比+6%を超える推移が続いている。

日本

(11月29日レポート)

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。

日銀は12月20日の金融政策決定会合で、「異次元・大規模金融緩和」を終焉させて「利上げ」局面に移行した。

21年から実施している長期金利(10年債)の変動幅を「プラスマイナス0.25%」から「プラスマイナス0.5%」に引き上げた。0.5%までの金利上昇を容認するので、事実上の利上げである。

黒田総裁は2013年就任以来続けてきた「アベノミクス」に終止符を打った。

来年4月の退任が迫った直前のこの時期になって、「異次元緩和」から撤回し、「金融正常化」に踏み出した。

黒田総裁は、今回の決定について、

- ① 変動幅の拡大は「利上げではない」と否定し、9月時に説明した「利上げに相当する」から変更
- ② 「景気には影響ない」「利上げする意志はない」と強弁
- ③ 国債買い入れ増額(月7.3兆円から9兆円)で金融緩和継続の意思表示

した。

しかし実態は、

- ① 目標としてきた物価水準は、足元加速して3%台
 - ② 今年になって海外中銀の利上げラッシュに日銀だけが取り残される
 - ③ 指標となっている10年債の売買が成立しないなど市場の機能不全が顕在化
- 海外ヘッジファンドなどが執拗に「日銀の政策変更」を狙って“売り仕掛け”を継続してきたのに屈した形となった。

10年物国債の取引は、10月12日には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営業日で取引が不成立となった。

12月1日には財務省が入札で発行した新発10年物国債（2,8兆円）を、日銀はその日のうちに1.5兆円も瞬時に買い入れた。財政法では「日銀が財務省から直接国債を買い入れる」ことを禁じているが、実質的な「直接引き受け」に近いことを行うまでになっていた。

債券市場の機能不全と参加者不在という歪みが明らかになっていた。

21日の10年物国債利回りは0.48%まで急上昇した。

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。

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

この市場の動きに対して、今回12月のFOMCでの議論や将来見通しにおいて、FRBは敢えて警戒的な見方を打ち出し、ブレーキを掛けたと思われる。

FRBの物価見通しは依然として慎重&警戒的である。

パウエル議長はFOMC後の記者会見で、「来年中の利下げ転換」を明確に否定した。

パウエル議長は11月30日の講演で、「今後のインフレ率を左右する最も重要な指標は、サービス価格（従業員賃金）」との認識を示した。

新規雇用者増加数が低下したことを確認する目途としては10万人程度とし、失業率も4%台のへ悪化を想定している。

しかし、景気鈍化により雇用情勢が悪化するなら、賃金の上昇（=サービス価格がインフレの牽引役）は長続きはしなくなる。説明には無理がある。

金利先物から利上げ動向を示唆する「フェドウォッチ」は、2023年2月の会合のFF金利引き上げ幅は0.5%予想である。

景気後退のシグナルとされる「逆イールド」状態が継続している。

米国債の10年債と2年債の利回り格差は、12月25日時点でマイナス0.58%。

ドイツ債券は14年ぶりの「逆イールド」状態になった。10年債の利回りは11月下旬に1.8%まで低下して、2年債の2.1%台を下回った。

長期金利の低下は、景気後退への警戒感に根ざしたものといえる。

(10月31日レポート)

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。

今回の日銀の政策転換により、今後の金融政策を判断の第一のポイントは、「景気、物価水準」から「円安、インフレ」にシフトした。

市場参加者は、来年での

- ① YCC政策での金利上限の再引き上げ(0.75%)
- ② YCC政策そのものの撤廃(=金融緩和の終焉、正常化)

への意識を強めている。

仮に、②の場合に移行する時は、日銀による決定・発表は（それなりの理由を付けるにしても）突然行われることが予想される（下記の先例参照）。事前通告はあり得ない。そのサプライズ、インパクトは今回のとは比較にならない。

（9月27日レポート）

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。

今回の変更決定が唐突で、点検・検証・説明を欠いたうえでの発表であり、市場・投資家からの信頼関係が失われた（10月28日に明確に否定していた）だけに、次回も同様に裏切られる、との疑念を強めたことは、今後に汚点を残したと言える。

【 3か月間の想定レンジ 】

（11月29日レポート）

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%

（今回）

米国長期金利（10年国債：3.747%）： 3.40 ~ 4.50%

日本長期金利（国債指標物：0.380%）： 0.30↑ ~ 0.70%↑

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

などのドル売り要因から、2ヵ月間で円高反転が進んだ。

12月20日には1ドル=130円58銭まで円高が進行した（▲14.1%）。

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しの動き。12月5日には1ユーロ=1.05ドル台後半まで戻した。欧州中央銀行（ECB）による大幅利上げが継続する観測が強気材料。

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。12月15日には1ユーロ=146円70銭台まで円安ユーロ高が進んだ。

為替見通し

米国FRBによる政策金利引き上げの緩和観測がコンセンサスに。一方、日銀による政策変更（=YCC政策の解除）への思惑も海外投資家には根強くあり、投機的なポジション構築が進む。通貨オプション市場では「米ドル売り・円買い」の素直な順張りセンチメントが優勢となっている。

黒田日銀総裁の任期満了、新総裁への交替の接近を意識した、“思惑的タイミング”の投資が早くから継続している。FRB、ECB、BOEともに、2022年に大規模な政策変更（=政策金利引き上げ）を行ってきたので、

- ・ 最後に残されたのは日銀
- ・ 物価反転と日銀総裁交替が裏付けにある

などから、「円買い」を仕掛けやすくなっている。

実際に、12月20日のサプライズ緩和修正が発表されると、瞬間的に+7円ほどドル円相場は円高に振れた。米ドルのロング・ポジションは売りに巻き戻された。次回以降の日銀の決定会合では、緩和修正（YCCでの振れ幅上限の拡大）の思惑が継続するので、「円高圧力」は続くことになる。

「米ドル円相場」は、短期的には円高バイアスが継続するが、来年前半には米FRB、欧州ECBの政策金利の強含みな引き上げが継続するので、時間を置いて「金利格差」が注目されることには戻らないか。

投機筋が積み上げた“米ドル買い・円売り”ポジションの加重平均コストは125円と言われており、これがクリティカルなトリガー・レベル。このレベルを円高方向に抜けた場合、“円買い”ポジションの積み増しが始まることになる。

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 |
| | | 日銀の緩和政策の修正 | => | 円高 |
| 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FRB、欧州ECBによる政策金利の引き上げは、年明け1～3月も継続される
公算が大。

一方で、日銀も黒田総裁の退任（4月8日）前の1～3月の金融政策決定会合にて、
再度の（最後の）置き土産をする可能性（観測）が直前まで高まりそう。

海外投機筋は再度の「円債売り、日本円買い」ポジション構築を進めそう。

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート （132.91円） : 125↓ ~ 145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

米国NY株、NASDAQ（成長株）の来年の見方には、急速に弱気が台頭。

- ① FRBによる金融引き締め減速の期待（＝パウエル・プット）が後退
=> 景気鈍化、株価下落となればFRBは緩和に動く、という期待の消失
- ② 2023年の景気後退（＝マイルド・リセッション）を意識

企業業績の悪化・下方修正・減益局面は、これから本格化。

2022年第4Qから23年第2Qまで、前年同期比で一桁台前半のマイルドな減益が続く予想となっている。

現時点での12ヵ月先予想EPSは230だが、下方修正リスク（▲10%）が高い。予想PERは現状で17倍だが15倍までの下落を想定、S&P指数で3000程度の下値（2020年の水準）を見ておく必要がある。

NYダウ平均株価の週足チャートでは、依然として下落トレンド形成中と判断される。

- ① 景気後退リスクの高まり
- ② FRBによる政策金利引き上げスタンスは継続
- ③ 過度な金融緩和期待の是正
- ④ 企業業績の下方修正&減益リスク

NASDAQは週足で抵抗水準の10000で踏みとどまっているが、これを下抜けると次の下値目処は8000レベル。

「プット・コール・レシオ」（売る権利（プット）の建玉を、買う権利（コール）の建玉で除した比率）足元は2倍超で、過去20年来では最高水準。投資家心理は弱気にシフトしており、今後の相場調整への備えが進んでいる。

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（徐々にその効果は薄れていく）
- 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（一旦円高に戻ったので希薄化）
- 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

（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）。

10月から11月の2ヵ月間は、ニューヨーク株式市場に連動して10月3日の安値（＝25621円）から11月24日の戻り高値（＝28502円）まで+11%の反騰の動きとなった。

- 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
- ④ 海外投資家の日本株買いが強まった（11月は1.2兆円の買い越し）

28000円の水準で高止まりしていたが、12月20日の日銀のサプライズ政策修正により26000円水準まで急落した。

- ① 日銀の金融政策への不透明感と不信感
- ② 円高転換による企業業績の下方修正を嫌気
- ③ 防衛費増額に伴う増税の議論を懸念

日本株見通し

ファンダメンタルズ要因からは強気材料は少ない。

- ① 先進国の「リセッション」局面が到来
- ② それに伴う企業業績懸念
- ③ 日銀の金融緩和政策を一段と促進させる売り仕掛けの継続
- ④ 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

一方で、外国人投資家からは日本株の買い材料として、

- ① 日本企業の業績面からの相対的な安定性
- ② 日本株の相対的な出遅れ・割安感（PER＝12倍台）
- ③ 「YCC政策変更」による恩恵を受ける業種・銘柄（＝都銀株）
- ④ 2023年の春季労使交渉（春闘）による賃上げ交渉の行方
- ⑤ 防衛予算の拡大基調が明らかになり、恩恵を受ける防衛関連株
- ⑥ 岸田首相が就任当初から標榜してきた「資産所得倍増プラン」の目玉策として、「NISA（少額投資非課税制度）の改革案」が具体化した。
 - ・ 2024年1月からNISAを恒久化し、非課税期間を無期限化
 - ・ 現行の2本立て制度（株式型@120万円/年×5年、つみたて型@40万円/年×20年間）を1本化
 - ・ 年間投資額を360万円（成長投資枠240万円、つみたて型120万円）に引き上げ
 - ・ 生涯の投資上限額を1800万円、うち1200万円は「成長投資枠」で株式投資用

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価（26405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。