

投資環境と金融市場の見通し（113）

2023年 1月31日

田淵英一郎

I. 要約

< 景気・物価・政策金利 >

- ① インフレ高騰、中・長期金利は、2022年にピークを付けたとの見方が強まる。
- ② 米FRBは政策金利を今年前半に5%台まで引き上げた後、一旦様子見・小休止。
ユーロ圏ECBはFRB以上に強硬姿勢、モーメンタム鈍化は見えない。
日銀は黒田総裁退任（4月8日：2月に後継総裁決定？）までは現状維持。
新年度以降は（後継体制にもよるが）出口戦略にシフト。
- ③ “景気減速” “リセッション” 懸念が強まる。米国は第1Qにマイナス成長入りの可能性があるが、「マイルド・リセッション」という見方が主流。
欧州は急激な政策金利引き上げとエネルギー不足から既に「景気後退」局面入り。
日本は、欧米・中国に比べて景気、物価上昇とも低位での安定が続く。
- ④ 中国の“ウィズコロナ政策”への転換により、世界景気の回復期待が高まる。
期待先行なので、年央からの世界景気・物価見通しの不透明要因に。
- ⑤ 短期的には“リセッション度合い”が、中期的には“インフレ懸念の有無”が、
金融市場のリスク許容度を左右する。
- ⑥ 日銀は、1月18日の政策決定会合では投資家からの圧力を抑え込んだが、
金利構造・流動性低下などの債券市場の歪み・副作用は是正出来ず。
- ⑦ 日銀は12月に金融政策を転換し、過去10年間の“アベノミクス”の幕引きを
図る局面に（実質的に）移行した。次期後継総裁は2月にも決定・発表される。
日本の公的債務規模、日銀の国債・ETF保有、野放図な当初・追加予算の編成、
プライマリーバランスへの取り組みなど、課題は4月以降に持ち越された。

< 債券・為替・株式市場 >

- ① インフレ圧力の低下、金融政策のマイルド化、景気減速（「マイルド・リセッション」）の見方から、米国の長短金利は一旦低下。市場が織り込む。
「2023年での利下げ観測（期待）」は流石に行き過ぎか。
- ② FRBは、物価が目標水準（2%）まで低下するとの確信が持てるまでは、“引き締めスタンス”を堅持。政策金利を早急に5%台まで引き上げるというのが現時点での基本的な方針。
- ③ 市場の楽観論とFRBとの間にはギャップがあり、これを諫める意図をFRBが持つ可能性がある。
- ④ 今年前半の金利は強含み。年後半からは景気減速を織り込み、金利はピークアウトして反落局面に移行。
- ⑤ 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が継続。
- ⑥ インフレ懸念の後退、米国長期金利がピークをつけて低下、などから米ドルは反落。ECB、日銀とは時間差から、ユーロ、日本円は相対的に強含み。
- ⑦ 一方、日本が経済成長・物価・企業収益などのファンダメンタルズ面において相対的に安定的ということ海外投資家は評価する。
「政治の不安定さ」「公的債務」「日銀BS懸念」はマイナス材料。
- ⑧ 国内金利の上昇は直接的・間接的に株価にダメージとなる。
直接的には金利上昇による割引率上昇から株式価値の低下、間接的には金利上昇がコスト増加と消費・購買へのブレーキから、企業業績にマイナス要因として働く。
- ⑨ 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、今年前半の株価には下押し圧力が強まる。2024年からのNISA拡充は評価材料である。
- ⑩ 日経平均株価の下値目処は24000円、上値目処は30000円。

Ⅱ. トピックス

【 人口減少と少子化対策 】

2022年の出生数は、1899年の人口統計開始から、初めて80万人の大台を切る見通しとなった。政府の人口統計機関である国立社会保障・人口問題研究所が前回（2017年4月）公表した「日本の将来推計人口」での出生数予想では、80万人を下回るのは「2030年」とされていたので、「6年が経過して、予想は8年前倒し」された。「合計特殊出生率」は6年連続低下して、2021年には1.30に。

課題は過去30年間指摘されてきていたが、対処法が持ち越されてきた結果である。

- ① 出生数の急速な落ち込みへの歯止め策 … 「女性の働き方改革」
- ② 切実感が強まる人口減少への対処 … 「海外労働者への対応」
- ③ 社会保障制度の維持・劣化への対応 … 「年金改革」

岸田首相は念頭に「異次元の少子化対策」を打ち出した。「異次元の金融緩和」の2番煎じとも聞こえかねない“キャッチフレーズ優先”の政策（発表）パッケージであるが、これも「財源」論議に火を付けた。

日本の子供・子育て支援としての公的支出は対GDP比＝1.8%で、OECD平均の2.3%を下回っている（OECD調査：2017年）。

少子化対策として、

- ① 経済的支援（児童手当を中心）の拡充（現状は@1.0～1.5万円/人、所得制限あり）
- ② 幼児・保育サービスの充実（保育士不足への対応）
- ③ キャリアと育児の両立支援・働き方改革・育児休暇制度拡充

と説明されたが、具体策は明らかになっておらず、6月にかけて“検討”する。

財源の説明もないが、「消費税」増税が（消去法的に）観測されている。

岸田首相は2021年の総裁選で、「消費税は今後10年間は上げない」と宣言している。4月からの「こども家庭庁」の創設に合わせた、政治的パフォーマンスと言えなくもない。「社会保険料」の活用も想定する。

【 日本の財政問題 】

第二次大戦後に制定された「財政法」(1947年施行)の、第4条で「国債発行」が原則禁止と明文化され、第5条では「日銀の国債引き受け」が原則禁止と規定された。大戦下での軍事費膨張と、財源を国債発行に頼って歯止めが聴かなかった反省を踏まえての措置であった。

その後、1965年度(佐藤内閣、福田赳夫蔵相)に特例事項(特例法制定)により「特例国債(赤字国債)」が戦後初めて発行された。さらに「ただし書き条項」により「建設国債」も1966年度に発行された。

1980年代以降での景気の落ち込みに対する「経済対策」を何度も発動してきたことで国債発行残高は1000兆円の大台を超え、「アベノミクス」による低金利政策を維持する為に日銀が買い取りを強めてきた(=実質的な国債引き受け)ことから、日銀の国債保有残高は500兆円を超える水準となり、現在に至っている。

「財政危機」の到来が以前から叫ばれているが、「金利は低水準での推移」が続き、「日本国債の格付け」が漸次引き下げられることもなく、「プライマリーバランス」を遵守する気運は以前よりも後退している。

今後の国債発行額(=サプライサイド)は一段と増加が見込まれ、「財政破綻」の懸念は一段と強まることが想定される。

… 矢野康治元財務次官「文藝春秋」2021年11月号寄稿文

- ① (借金依存体質) 公的債務は一貫して増え続けており、減少したことが無い
- ② (金融政策要因) 日銀による超低金利政策で利払いは押さえられてきたが、金利が上昇していけば利払い負担が財政を圧迫
- ③ (一時的要因) 新型コロナウイルス対策による財政膨張
- ④ (成長力要因) 潜在成長率+1%以下ではGDPの増加は期待薄
- ⑤ (構造要因) 総人口、勤労者世代人口の減少
年金・社会保険負担が増加するのは必定
- ⑥ (政治的要因) 政治家に財政危機の意識が希薄
「国債発行は無尽蔵」「打ち出の小槌」「日銀が無制限に引き受けるので大丈夫」という意識

- ⑦ (防衛費要因) 2027年度予算での防衛費をGDP比2%まで高める方針が決定され、5年間で26兆円の増額の財源論議が喧しいが、増税と国債発行での対応が不透明
- ⑧ (リスク要因) 地政学リスク(台湾有事)、経済・金融危機、災害リスク(首都圏直下地震、南海トラフ地震、原発事故)、感染症

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、

☆ 『政府の国債利払いが増加していく』(直近の財務省試算)

- … 長期金利が1%上昇すると、24年度での元利払い(財務省試算)は2.1兆円、25年度では3.7兆円増加する。2%上昇なら25年度では7.5兆円増える。
- … 長期金利の想定を26年度に1.6%に引き上げ、元利払いの国債費は29.8兆円、23年度予算案(想定金利=1.1%)から4.5兆円増加。

肥大化した財政状況の下で金利が上昇するリスク・弊害がどのようなものであるか認識することとともに、日本銀行が発行残高の約半分を保有しているということへのリスク認識も重要であろう。

白川日銀前総裁が東洋経済1月21日号に特別寄稿した、「政府・日銀『共同声明』10年後の総括」というレビュー記事を読むと、

- ① 当時の時代背景・空気からは致し方なかった
- ② 「低成長の原因はデフレ」「日銀がマネタリーベースを拡大し、期待に働きかければ解消する」という経済学者、マスコミ、政治家からの声に押された
- ③ 野党だった自民党が、大胆な金融緩和を選挙公約に掲げて国民から支持されたなどの、悔悟ともグチとも責任転嫁とも言える空しい弁明が綴られている。

☆ 『日銀が保有する国債の評価損が増加する』

- … 国債の含み損(9月末時点) = ▲8749億円

内閣府は「中長期の経済財政試算」を1月24日提示した。

国と地方の「基礎的財政収支（プライマリーバランス、PB）」は、新型コロナ政策や物価高対応の経済対策などで2022年度に50兆円の赤字に膨らんだが、

「23年度からは赤字は急減して、2026年度に黒字に転換する」という楽観的な見通しである。

前提条件として、

- ① 2024年度以降のGDP成長率を、名目で+3%超、実質で+2%の「高成長シナリオ」
… 過去20年間で名目成長率が+3%を超えたのは1度のみ
- ② 「歳出改革」「増税」により、5年間で40兆円を捻出
… 具体策は現状では全く不透明
- ③ 「(追加)補正予算」を織り込まず
… 直近の補正予算規模は、21年度が35兆円、22年度は30兆円

日本の「国民負担率（対国民所得比：2022年度予想）」は46.5%
（財務省：22年2月17日公表）。

内訳は、租税負担率=27.8%、社会保障負担率=18.7%。

財政赤字を考慮した「潜在的国民負担率」は56.9%。

財務省は、欧米主要国との国際比較の数値も公表している。

	国民負担率	租税負担	社会保障負担	潜在的国民負担率
日本	: 46.5%	27.8%	18.7%	56.9%
米国	: 32.4%	23.9%	8.5%	40.7%
英国	: 46.5%	35.5%	11.0%	49.7%
ドイツ	: 54.9%	32.0%	22.9%	0%
フランス	: 67.1%	43.1%	23.9%	4.4%
スウェーデン	: 56.4%	51.3%	5.2%	0%

当然ながら、国民負担の増加とともに、経済成長は鈍化し、家計収入は減少し、貯蓄は低下する、との「負の相関」が知られている。

【 岸田政権と政局 】

内閣支持率は、「支持」が30%前後で横這い推移、「不支持」は40～60%台とマスコミ媒体の調査対象と手法によるバラツキがあるが、「支持」を+10～30%pt上回る状況が続く。

「防衛費増額」「増税」「少子化対策」「統一教会対応」などへの批判が根強いが、「新型コロナウイルス感染症法の分類見直し」「Go to Travel（水際対策緩和）」「G7開催を意識した欧米諸国歴訪」など、民意と地方選挙を意識した政策発表とパフォーマンスにより“粘り腰”を見せている。

- ・ NHK（1月10日）…支持33%（▲ 3%）、不支持45%（+ 1%）
- ・ 読売新聞（1月15日）…支持39%（± 0%）、不支持47%（▲ 5%）
- ・ 時事通信（1月16日）…支持27%（▲ 2%）、不支持44%（+ 1%）
- ・ FNN・産経（1月18日）…支持38%（+ 1%）、不支持58%（+ 1%）
- ・ 毎日新聞（1月22日）…支持27%（+ 2%）、不支持66%（▲ 3%）
- ・ 朝日新聞（1月22日）…支持35%（+ 4%）、不支持52%（▲ 5%）
- ・ 共同通信（1月29日）…支持33%（+ 0%）、不支持50%（▲ 2%）
- ・ 日経新聞（1月29日）…支持39%（+ 4%）、不支持54%（▲ 3%）

総理大臣の座を2年前に降りた菅前首相が、昨年末から今年に入って岸田首相への批判コメントを連発、『文藝春秋』2月号では小泉、安倍両元首相を引き合いに、総理大臣になって派閥会長を降りていない岸田首相の対応に異を唱えた。

- ① 前任の総理大臣が現職を批判
- ② 辞任の経緯や思いつきで発言するタイプではなく計算づくでの発言
- ③ 菅・岸田は安倍政権時代からそりが合わないので有名

ということで、いよいよ“永田町政局に蠢動の兆し”と見られている。

1月18日には、少子化対策の財源として消費税増税を充てることが検討されていることに対して、

「対策の中身が分からず、物価が高騰している現状では国民の理解が得られない」と批判した。

安倍政権の時の首相官邸には、菅官房長官、杉田和博（警察庁出身）内閣官房副長官兼内閣人事局長、今井尚哉内閣総理大臣秘書官兼補佐官らが政権を支えていた。

今井尚哉氏は、2020年に菅義偉内閣が発足すると内閣官房参与（エネルギー政策等）に就任、さらに21年に三菱重工業顧問（嘱託）に就任した。エネルギー政策（原発）と防衛政策を裏方でサポート（戦略構築）していると思われる。

昨年8月、岸田政権は「原発再稼働」「新規増設」「運転期間延長へのシフト」などの緩和政策をなし崩し的に発表した。

岸田政権には、「増税」「少子化対策」で自民党内と連携出来る調整役が不在との批判が付きまとう。政府・自民党・公明党間の調整が為されず、政策遂行への行き詰まり感が強まれば、解散・総選挙への可能性が一気に高まる。

< 今年の政治日程 >

- | | |
|-------|------------------------------|
| 1月 9日 | 欧米訪問（仏、伊、英、加、米） |
| 13日 | バイデン大統領との会談 |
| 23日 | 通常国会開会 |
| 2月26日 | 自民党党大会（統一地方選挙対応） |
| 2月～3月 | 春闘 賃上げ率が物価上昇（+3%台）を超えるのか |
| 3月19日 | 雨宮、若田部日銀副総裁任期満了、日銀後継総裁・副総裁決定 |
| 4月 1日 | 「こども家庭庁」発足 |
| 8日 | 黒田日銀総裁任期満了 |
| 4月 9日 | 統一地方選挙（都道府県：北海道、神奈川、大阪 etc.） |
| 23日 | 〃（市区町村）、衆院補欠選挙（千葉、和歌山、山口） |
| 5月11日 | G7財務相・中央銀行総裁会議（新潟）～13日 |
| 19日 | G7首脳会議（広島）～21日 |

今後のスケジュールでの注目イベントは、

- ① 1月23日召集の通常国会での論戦
- ② 黒田日銀総裁の後任人事（2月発表？、3月に国会での同意）
- ③ 春闘での賃上げ交渉結果
- ④ 4月の統一地方選挙・衆院補欠選挙結果

【 新型コロナウイルス感染状況 】

1. 世界の感染・対策状況

< 感染状況 >

1月29日時点で6億7034万人、12月24日比較では1370万人増加で（前回：+1626万人）、増加数は鈍化傾向に。

世界人口（79億人）比=8.5%（前回：8.3%）。

米国1億288万人（+192万人、前回：+183万人）、インド4468万人（+1万人：+0万人）、フランス3971万人（+32万人：+158万人）、ドイツ3773万人（+52万人：+87万人）、日本3248万人（+452万人：+381万人）、韓国3015万人（+156万人：+177万人）、英国2450万人（+14万人：▲23万人）、イタリア2545万人（+43万人、+99万人）、ロシア2144万人（+18万人：+19万人）

- ・ 高水準増加中 … 米国、日本、韓国
- ・ 減少中 … フランス、ドイツ、英国、イタリア
- ・ 不明 … インド、中国

米国（+192万人）、日本（+452万人）、韓国（+156万人）の3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33%を占めた。

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（実際は11月30日）したら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。

新規感染者数は12月21日時点での1日あたり100万人超、死者数は5000人超から、1月5日時点では1日あたり242万人、死者数は1.5万人と推計した。累計死者数は19万人超、4月までには170万人に達すると予測した。

1月12日時点での新規感染者数は1日あたり357万人、死者数は2万人と発表された。

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、年末・年始での新規感染確認者は激増。夏場から秋にかけての感染拡大（第7波）の主流だったオミクロン株「BA.5」の割合が低下し、複数の変異株への置き換わりが進んだ。「BF.7」が急速に台頭し、「BN.1」が新たに出現、「BQ.1.1」も広がっている。

米国内で主流となっている「XBB.1.5」は、他の派生型よりも感染力が強いとみなされているが、1月までに東京都で15件が確認されている。既存のワクチンや過去免疫への耐性がある、とされている。

感染者累計数は、1月6日に3007万人と3000万人を超えた。感染が拡大して3年間で、日本の全人口の約3分の1が感染した。過去1年間で2800万人が感染したが、感染力の強い「オミクロン型」が出現したこと、そこから多数の派生型が増幅したことが背景にある。

3年ぶりに年末・年始での「行動自粛」が要請されなかったことが、「第8波」の拡大、医療現場の逼迫状況、死亡者の増加を招いている。政府・厚生労働省は、過去2年間とは違って事実と注意喚起を喧伝せず、国民の間での危機意識は希薄になっている。

オミクロン株の感染が広まった第6波以降、第7波、第8波（直近まで）といずれも死亡者数は1万人を超えてきている。

第5波（2021年 7月～9月）	=	3953人
第6波（2022年 1月～3月）	=	12821人
第7波（ " 7月～9月）	=	14502人
第8波（ " 11月～ ）	=	13000人超

1日当たりの死亡者数は1月11日に520人と初めて500人を超え、13日の523人が過去最多となった。直近29日では191人で200人を切ってきたが、1月月間累計では10314人、月間の死亡者は初めて1万人を超えた。

死亡者数累計は67871人。

3年ぶりにインフルエンザも流行して、ダブル感染が進行している。

政府は1月18日、新型コロナウイルスの感染症法上の分類見直しについて協議し、現在の「2類相当」から今春（4月1日～ or 5月1日～）を視野に、「5類」への引き下げ方針を固めた。

- ① コロナ対策本部、緊急事態宣言、まん延防止等重点措置が発動出来ず
- ② 入院勧告、外出自粛要請なども出来なくなる
- ③ マスク着用は原則不要

になる。

岸田政権は昨年3月の感染第6波（オミクロン株主流）が収束すると、「平時への移行期間」として「ウィズコロナ」への対応を模索し続けてきた。第7波流行時（昨年夏場）は行動宣言を実施せず、全数把握や療養期間を緩和した。

政府は1月27日、5月8日からの新型コロナウイルスの感染症法上の分類を季節性インフルエンザなどと同じ「5類」へ引き下げることを決めた。

- ① 医療費の窓口支払い分の公費負担がなくなる（特例的に一定期間継続）
- ② ワクチン接種も必要に応じて自己負担無しで可能
- ③ マスク着用は屋内外で原則自己判断
- ④ 検疫法に基づく入国者の水際対策も終了

当初は4月1日から緩和実施だったが、4月の「春の地方選挙」後と後退し、さらにゴールデンウィーク明けという判断になった。

（地域）医療機関への負担が増加し、混乱が増幅、医療体制が逼迫しないか、懸念されている。

Ⅲ. 内外景気動向

【 景気動向 】

米国では、経済活動の鈍化、企業経営者マインドの落ち込みが鮮明となってきた。

「景気後退（リセッション）」に至るといのがコンセンサスとなっており、問題は「どの程度（Mild or Hard?）と期間（1Q～3Qの落ち込みなのか」「それはFRBによる引き締め具合による」ということが最大の関心事となっている。

ニューヨーク連銀が算出している「（12ヵ月後の）景気後退確率」（イールドカーブモデル）は47%（前月比+9%）で、1980年代以来最も高い水準。1969年以降の経験則では、「25%を超えるとリセッション」を示唆する。

欧州（ユーロ圏）は、米国以上に景気の落ち込み、物価上昇が厳しいことから、「既に景気後退局面入り」との見方が多い。ECBも同様の判断をしている。

『OECD景気見通し（景気先行指数：12月分）』

G20、G7、米国、ドイツ、英国は、2021年央にピークを付け、1年半近くの低下局面。中国は2年近い低迷が続く（「ウイズコロナ」政策転換で底入れ?）。

日本だけが調整期間、落ち込み幅が相対的に軽微。

	ピーク時期	直近時	下落幅
G20	: 2021年6月(101.43)	17ヵ月連続 (98.30)	▲3.13
G7	: 6月(101.43)	17ヵ月連続 (98.01)	▲3.42
米国	: 6月(101.17)	17ヵ月連続 (98.36)	▲2.81
ドイツ	: 7月(102.48)	16ヵ月連続 (98.12)	▲4.36
英国	: 9月(102.53)	14ヵ月連続 (94.04)	▲8.49
中国	: 1月(102.66)	23ヵ月連続 (98.11)	▲4.55
日本	: 2022年5月(100.59)	7ヵ月連続 (99.97)	▲0.61

『 世界銀行 経済見通し (WEO) 』 (1月10日)

cf. 増減は前回 (2022年6月予想) からの変化

	2022年		2023年	
世界全体	+ 2.9%	± 0%	+ 1.7%	▲1.3%
先進国	+ 2.5%	▲0.1%	+ 0.5%	▲1.7%
米国	+ 1.9%	▲0.6%	+ 0.5%	▲1.9%
ユーロ圏	+ 3.3%	+0.8%	0.0%	▲1.9%
日本	+ 1.2%	▲0.5%	+ 1.0%	▲0.3%
新興国	+ 3.4%	±0.0%	+ 3.4%	▲0.8%
中国	+ 2.7%	▲1.6%	+ 4.3%	▲0.9%

世界銀行は1月10日、「世界経済見通し (World Economic Outlook)」を発表した。

- ① 2023年の世界の実質経済成長率を+1.7%に▲1.3%引き下げた。
- ② 先進国+0.5% (▲1.7%) は前回6月に続いて2回目の大幅な下方修正。
新興国は+3.4% (▲0.8%)。
- ③ 米国、ユーロ圏ともに▲1.9%の引き下げでゼロ成長見通し。
- ④ 日本は引き下げ幅が少なく、+1.0%と相対的に上回る。
- ⑤ 中国は+4%前半の成長率に下方修正。

【 インフレ動向 】

○ 主要国 物価上昇率（12月）

	卸売物価（ 11月分 ）	消費者物価・コア分*（ 同 ）
米国	： + 6. 2%（+ 7. 4%）↓	+ 5. 7%*（+ 6. 0%）↓
ユーロ圏	： — （+ 2 7. 1%）	+ 6. 9%*（+ 6. 6%）↑
英国	： — （ — ）	+ 6. 3%*（+ 6. 3%）
日本	： + 1 0. 2%（+ 9. 1%）↑	+ 4. 0%*（+ 3. 7%）↑
中国	： ▲ 0. 7%（▲ 1. 3%）↓	+ 0. 7%*（+ 0. 6%）↑

物価上昇のモーメントは、卸売物価が夏場をピークとして下落基調に転換。

次いで、米国では消費者物価、特にコアベースも上昇率の鈍化傾向が続く。

しかし、

- ① 世界的には消費者物価の上昇率自体は高水準（年率+4～6%）であり、高止まりして直ぐに鎮静化するわけではない
- ② 日本では川上からの物価上昇圧力による「末端（生活物資）への価格転嫁」の動きは今年も何度か繰り返される
- ③ 「物価先高観」があるうちは消費マインドにブレーキをかけ、消費支出を抑える動きがしばらく継続する
- ④ 実質賃金が増える（＝特に中小企業でのベースアップ）見込みは少ない
- ⑤ 今年は政府からの要請、横並び意識から凍結してきた賃上げを増額したとしても、来年以降も継続する可能性は少ない（賃金格差は拡大）
単年の賃上げが景気（消費）を押し上げることにはならない

「リスクシナリオ」（河野龍太郎エコノミスト）として、今回の世界的な物価上昇は、

- ① 「財政インフレ」（財政の信認低下）に由来する可能性がある
- ② 政府の財政へのスタンスが変わらなければ、インフレは鎮静化しない
- ③ 中央銀行が利上げしても、政府が拡張財政を続ける“ポリシー・ミックス”は「スタグフレーション」のリスクがある
- ④ 欧米では政治分断が進んでいるので、緊縮財政への転換は容易ではない

米国 :

2022年10～12月期の実質GDP成長率（速報値、前期比年率換算）は、+2.9%、事前予想（+2.6%）を上回る堅調な発表になったが、数字ほど楽観視は出来ない内容。

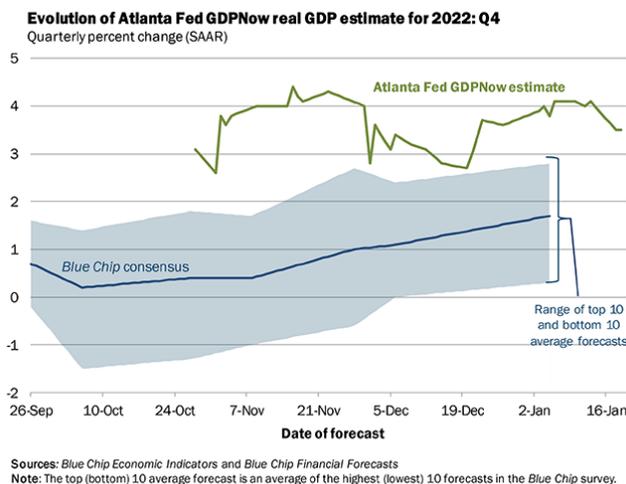
- ① +2.9%成長のうち、「在庫増加」の寄与分が+1.5%ptを占める
- ② 設備投資が、前期の+6.2%から+0.7%に急減速した
- ③ 個人消費が、前期の+2.3%から+2.1%（予想は+2.9%）に減速
- ④ 住宅投資も、金利上昇の影響により▲26.7%減に大きく落ち込んだ

【 アトランタ連銀 GDP Now 】

10～12月期のGDP成長率の直近予想（1月20日時点）は+3.5%だった。速報値は2.9%だったので、予想を▲0.6%下回った結果となった。

この結果を受けて、予想モデルのテクニカル修正を行った結果、

2023年1～3月期予想値は+0.7%でスタートした。



ISM製造業景況感指数（12月）は48.4（前月比▲0.6）、4ヵ月連続の落ち込みで、2ヵ月連続して好況・不況の節目である50を下回った。

特に、新規受注が45.2（同2.0）の落ち込みで4ヵ月連続のマイナス、先行きの景気減速を強く示唆する内容だった。

ISM非製造業景況指数（12月）も49.6で前月比▲6.9の大幅鈍化。事前予想（50.0）を下回り、節目の50の水準を2年7ヵ月ぶりに割り込んだ。

雇用統計（12月）の非農業部門雇用者数は前月比+22.3万人の増加で、事前予想（+20万人）を上回った。11月分は+25.3万人から+26.3万人に上方修正された。堅調な雇用情勢（人出不足）が続いている。

失業率は3.5%で、事前予想（3.7%）、11月実績（3.6%）を下回る堅調さ。時間当たり平均賃金は前年同月比+4.6%で、11月値（+4.8%）から鈍化。雇用者数には労働需要の底堅さが、失業率には労働現場への就労者が復帰してきたことが、平均賃金上昇率には圧力が緩和しつつあることが伺える。

アマゾン・ドット・コムは1月4日、全従業員の1%にあたる1.8万人のレイオフを、セールスフォースも、全体の約1割の7000人の削減を発表した。

IT企業でも、マイクロソフトの1万人、グーグルの1.2万人など、合計6万人のレイオフが報道されている。ニューヨーク市周辺でのIT企業でのレイオフは直近で6万人だが、高給取り（平均年収@2000万円）で再就職は8割が直ぐに決まる。製造業でも、ダウの2000人、3Mの2500人などに広がってきたが、全体としては雇用情勢は“回復・堅調”である。

F RBが重視している個人消費支出（PCE）物価（12月）は前年同月比+5.0%、11月（+5.5%）から鈍化した。コア指数は+4.4%（前月：+4.7%）。

卸売物価指数上昇率（12月）は前年同月比+6.2%、7月（+9.8%）のピークから5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+4.6%、11月（+4.9%）から鈍化。

消費者物価上昇率（12月）は前年同月比+6.5%。6月（+9.1%）をピークに6ヵ月連続して伸び鈍化基調。事前予想どおり。

コアベース（除く食品、エネルギー）は同+5.7%。9月（+6.6%）の直近ピークから3ヵ月連続で鈍化している。

欧州圏 :

ユーロ圏の消費者物価上昇率（12月）は前年同月比+9.2%、11月（+10.1%）から2ヵ月連続の鈍化。

エネルギーが+25.7%（11月：+34.9%）、食品は+13.8%（同：+13.6%）の上昇。

除くエネルギー、生鮮食品のコアベースは、+6.6%から+6.9%に2ヵ月連続で上昇している。

英国の消費者物価上昇率（12月）は前年同月比+10.5%、11月（+10.7%）から2ヵ月連続で鈍化した。除くエネルギー、食品のコア指数は+6.3%で横這い。

新興国（中国）

2022年10～12月期の実質GDP成長率は、前年同期比+2.9%で、7～9月期（+3.9%）からは減速した。季節調整後の前期比は横這い。

2022年間は前年比+3.0%、中期目標である+5.0～5.5%水準を下回る。

		1～9月	1～12月
工業生産	（前年同期比）	+ 3.9%	+ 3.6% ↓
小売売上	（ " ）	+ 0.9%	▲ 0.2% ↓
固定資産投資	（前年同期比）	+ 5.9%	+ 5.1% ↓
うちインフラ投資		+ 8.6%	+ 9.4% ↑

10～12月期では、「ゼロコロナ」政策による経済活動への影響が、生産活動、消費、設備投資（固定資産投資）に如実に出た。インフラ投資で景気の下支えを図った。

モルガン・スタンレーは昨年末、2023年のGDP成長率予想を、+5.0%から+5.5%に上方修正した。旧正月（1月21日以降）の前後に新型コロナウイルス感染がピークを迎え、3月からの経済活動の回復が前提。

中国政府が不動産業界への支援策として、国有銀行による不動産会社向けの融資枠を設定して、資金繰り支援に乗り出したことも背景としている。

卸売物価（12月）は前年同月比▲0.7%、11月（▲1.3%）から鈍化したが、3ヵ月連続のマイナス水準に沈む。

消費者物価（12月）は前年同月比+1.8%、11月（+1.6%）から3ヵ月ぶりに鈍化した。食品（+4.8%：前月比+1.1%P）のうち豚肉は+22%（11月：+34%）。

除く食品・エネルギーのコアベースは+0.7%。9月から3ヵ月間+0.6%だったのが微増となった。

日本 :

企業物価指数（12月）は前年同月比+10.2%。9月（+10.3%）の過去最大の伸びから2ヵ月連続で反落していたが、再び2ケタの伸びとなった。22ヵ月連続のプラスで高止まり。エネルギー価格の上昇を転嫁する動きが続いている。

消費者物価（12月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+4.0%、9月（+3.0%）、10月（+3.6%）、11月（+3.7%）から加速が続き、4%台に乗せた。41年ぶりの上昇率である。

生鮮食品とエネルギーを除く総合指数（コアコア）上昇率も同+3.0%で、11月（+2.8%）から上昇し、31年4ヵ月ぶりの水準。

川上（企業物価）と川下（消費者物価）の物価上昇率のギャップは6%ほどあり、「価格転嫁」が日本は先送りされて（遅れて）いる。1～3月期も値上げラッシュとなるが、モーメントは鈍化し、消費者物価上昇率は+5%台には到達しないか。

貿易収支（12月）は1兆4485億円の赤字で、赤字は17ヵ月連続。

2022年通年では19.9兆円の赤字で2年連続、過去最大の赤字になった。

実質賃金（11月）は前年同月比▲3.8%（10月：▲2.6%）で、8ヵ月連続の悪化となっている。名目賃金（現金給与総額）は同+0.5%で、実質水準を算出する物価上昇率（除く持ち家賃換算分）は同+4.5%上昇。

岸田政権が求めている「物価上昇を超える賃上げ」の実現は容易ではない。経団連が集計した2022年の賃上げ率は+2.27%だった。

日本経済研究センターが集計した民間エコノミスト（33人）による23年の賃上げ予想の平均値は2.85%（定昇+1.78%、ベア+1.08%）。1997年以来26年ぶりの高水準だが、物価上昇率（直近の+4%前後）には届かない。

連合は23年の春季交渉で、「+5%程度」（定昇+2%、ベア+3%）の賃上げ目標を設定している。

日本経済研究センター「ESPフォーキャスト」（1月16日公表）では、

- ① 2022年10～12月期の実質GDP成長率（前期比年率）は3.26%
- ② 23年後半にかけて鈍化し、その後前期比年率1%前後で推移
- ③ 実質GDP成長率（前期比年率）は22年度1.61%、23年度1.06%、24年度が0.96%。
- ④ 消費者物価（コアCPI）は、10～12月期（+3.68%）をピークにスローダウンしていく。

IV. 金融政策・市場動向と見通し

米国

昨年12月に開催されたFOMCの議事要旨が1月4日に公開された。

- ① 発言者の大半は、インフレが想定より高止まりするリスクに言及
- ② 2023年中の利下げ転換には慎重な意見が大半

今年になってインフレ懸念が一段と後退したことから、1月31日・2月1日開催のFOMCでの「利上げ幅の縮小」観測が強まり、長期金利は弱含んだ。

カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁は1月4日、「政策金利を5.4%まで引き上げる」ことを主張した。今後は、政策金利の引き上げが实体经济に波及する効果を見極める、インフレが継続する兆候や引締め効果がみられない兆候があれば、政策金利を一段と引き上げる、という2段階利上げを継続する可能性をコメントした。

コリンズ・ボストン連銀総裁は1月11日、「0.25%の利上げを支持する方向に傾いている」と発言した。消費者物価（12月）が発表になった12日、ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁は「次回の利上げは0.25%が適切」と述べた。

一方、ブラード・セントルイス連銀総裁は、「物価上昇圧力の抑制を確実にするために政策金利を5%超へ速やかに引き上げるべき」との見解を引き続き示した。

ウォラー理事は1月20日、「2月のFOMCでは、0.25%の利上げを希望する」と述べた。

カナダ銀行（中央銀行）は1月25日、主要政策金利である翌日物金利を0.25%引き上げて4.50%とした。利上げは8会合連続。利上げ幅を9月（+0.75%）、10月（+0.5%）と減速させ、12月は+0.5%と同じ引き上げ幅にしたが、今回は一段と縮小させた。

世界の主要中央銀行として初めて、これまでの利上げの累積効果を見極めるために「利上げをいったん停止する」可能性を示唆した。

「インフレ率を目標（+2%）に戻すために、金融政策が十分に制限的かどうかを評価する時だ」と、マックレム総裁は述べた。

欧州

オランダ中央銀行のクノット総裁は1月22日、
「2月と3月に0.5%ずつの利上げ」をし、「5月と6月には追加措置を取る」と発言した。

ラガルドECB総裁は23日、
「依然として高水準のインフレを抑制するために、安定したペースで大幅に金利を引き上げる必要がある」と、(+0.5%の)利上げ継続の方針を強調した。

ドイツの長期金利は昨年12月に戻り高水準に上昇したが、1月に入って反落した。資源価格のピークアウト、インフレ上昇モーメントの鈍化が背景。

日本

日銀は1月17・18日の金融政策決定会合で、(対外公式的には)大規模な金融緩和の継続を決めた。前回12月に(実質的な)「利上げ」局面に移行し、今回も直前まで投機筋からの“更なる緩和縮小・金利上限引き上げ”の市場圧力に晒されていたので、その圧力に屈するような政策変更は放棄した、ということである。

黒田総裁の任期満了が4月に近づくタイミングで、最終ゴールの直前での、10年間拘り続けてきた「異次元緩和」「黒田バズーカ」を連続して否定するような決定を忌避した。

長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)などの基本的な政策の枠組みを維持しつつ、投機筋の「空売り」に対抗する為に、金融機関に国債の購入を促す資金供給の追加的措置「共通担保資金供給オペ」を公表した。5~10年債を金融機関により買い付けを促すことで国債市場金利を押し下げることが狙った間接的措置である。退任の最後まで「緩和姿勢」「市場金利抑え込み施策」へのスタンスを保持することを明らかにしたことになる。このタイミングで、黒田総裁の晩節を汚し、メンツを潰すことをするわけにはいかない。

3ヵ月に一度公表される「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、22年度の物価見通しを2.9%から3.0%に、24年度を1.6%から1.8%に引き上げた。23年度（1.6%で据え置き）、24年度ともに政府・日銀が目標として掲げる2%以下として、緩和策の継続の根拠とした。

日銀は1月23日、「共通担保資金供給オペ」を実施した。5年間の資金を1兆円貸し出す条件で、3.1兆円の応札があり平均落札金利は0.145%だった。5年国債利回りは0.175%から0.16%まで低下したが、イールドカーブの歪みは解消されなかった。一時的な弥縫策であり、金利上昇時での「追い証リスク」がある。

日銀は長期国債の買い入れを、2022年12月に16.12兆円、2022年間で111.06兆円買い入れた。

年間ではYCC政策を導入した2016年の119.24兆円以来の高水準となった。1月5日の10年物国債入札で最高落札利回りが、日銀が昨年12月に設定した上限水準の0.5%に達した。6日に10年債長期国債の市場金利は0.5%を付けた。

日銀は、国債買い入れオペ（公開市場操作）で1月12日に、2022年6月15日での過去最大の買い入れ金額（3.71兆円）を上回る4.61兆円を、13日には5.00兆円買い入れた。1日の買い入れ金額としては過去最大となった。

12月の政策決定会合で月間9兆円に増額した金額を、2日間で実施してしまった。

13日に10年物国債利回りは0.545%まで上昇し、日銀が上限とする0.5%を上回ってから、17日までの3営業日連続で上限を超えた。

18日の金融政策決定会合の内容が公表されると、0.5%を上回っていた10年債利回りは一時0.36%まで低下し、0.41%で取引を終えた。

その後、上昇圧力が強まり、25日には0.435%まで反騰している。

債券市場見通し

米国でのインフレ圧力低下と金融政策の引き締め鈍化への期待が高まったことから、景気見通しも「マイルド・リセッション」がコンセンサスとなってきた。

債券投資に対して強気な見方が増えてきたが、「2023年での利下げ観測（期待）」は流石に行き過ぎか。

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、基本的には“引き締めスタンス”を堅持する。

政策金利（F F金利）を「早急に5%台まで引き上げ」、というのが主流である。

F R Bは、利上げペースダウンにより金融市場が楽観論を強めることを警戒している。また、長期金利が低下することでの引き締め効果が発揮されないことを恐れている。これまでの利上げ局面での経験則から、「早期の利下げ転換」への期待にブレーキを掛け続ける。

一方、市場参加者は、次回のF O M Cでは+0.25%の利上げを見込んでいる。

一部のトレーダーは、3月会合での「利上げ見送り」の可能性を織り込み始めた。

直近の金利スワップ市場では、「2回の会合での利上げ幅は合計+0.5%未満」を示している。

市場の楽観論とF R Bの間には依然としてギャップがあり、これを諫める意図をF R Bが持つ可能性もある。

「中央銀行には逆らうな（Don't Fight FRB）」という金言（警告）が以前からある。

インフレ見通し、失業率・賃金動向、F R B高官の政策判断の見通し観測などへの“観測・思惑・期待”により、しばらくは上下に振れるボラティルな投資環境が続く。結論・確証が持てるのには、時期尚早で時間を要するか。

「今年前半までは金利は強含み」「後半から景気減速を織り込むことで、金利はピークアウトし反落局面に移行」と予想する。

中央銀行の今後の金融政策決会合のスケジュールは次のとおり。

	日本	米国	ECB	英国
1月 :		31日		
2月 :		1日	2日	2日
3月 :	9、10日	21、22日	16日	23日
4月 :	27、28日			
5月 :		2、3日	4日	11日

ECBは、FRB以上に「引き締め方針」には強硬スタンスを堅持している。
2月・3月の会合では「各々+0.5%の利上げ実施」で、主要政策金利は現状の2.5%から3.5%まで引き上げられる見込み。

日本の債券市場では、「YCC政策」による副作用・歪みが露わになってきている。

- ① 買い手となる投資家不在（日銀のみ）
- ② 日銀が10年債を買い続けることで、利回り曲線の歪みは修正されず
… 残存9年債の利回りは0.530%で10年物金利（0.475%）を上回る
- ③ 10年債利回りが長期金利の指標としての役割を果たせなくなった
- ④ 社債の発行条件の目処が立たず、企業の起債・資金調達に悪影響が出てきた

日銀は1月18日の政策決定会合では緩和縮小には動かず、投資家からの圧力を抑え込んだが、金利構造・流動性低下などの市場の機能不全には対処せず。

次回の金融政策決定会合（3月9日・10日）では、緩和修正観測が一段と強まる可能性が高い。

あるいはヘッジファンド・投機筋が“売り仕掛け”を再度仕掛けることで、長期金利が0.5%を突破して市場が催促する可能性も残されている。

「YCC政策」は人為的な無理筋の金融政策（市場コントロール政策）であり、投機筋からすれば“売り仕掛け”をしやすいので、今後何度も投機的売買に晒されることになる。上限を0.5%から0.75%に引き上げても問題の基本的な解決にはならない。

海外勢を中心とした投機筋は、“売り攻勢”を継続中。

- ① 物価上昇はまだ継続する（需給、賃上げ、価格転嫁、マインド）
- ② 長期金利の実勢値（＝本質的な居心地の良い水準）は0.8～1.0%という判断

翌日物金利スワップ市場での10年金利の取引実績水準は0.8%。

QUICKが1月4日に発表した債券月次調査（2022年12月分）では、23年の10年物国債利回りの予想最高値の中央値は0.7%。

日本経済研究センターが12月27日に公表した金融研究報告によると、

- ① 米長期金利が現行水準（3.75%）で、日銀がYCC政策を撤廃すると、日本の長期金利は0.8～1.1%まで上昇する
- ② 利払い負担が増加することで、企業収益や設備投資を下押しする
- ③ 政府部の財政の持続可能性が低下する

黒田総裁の任期は4月8日までだが、雨宮副総裁の任期は3月19日。

2月には後継体制（次期日銀総裁、副総裁）が決定される可能性が高い。

次回の金融政策決定会合（3月9・10日）では、新旧体制による討議となり、黒田現総裁は副総裁（雨宮、若田部）とともに3月19日に前倒して辞任する、との観測が強まっている。

【 3か月間の想定レンジ 】

米国長期金利（10年国債：3.510%） : 3.20↓ ~ 4.00%↓

日本長期金利（国債指標物：0.475%） : 0.30 ~ 0.70%

V. 為替市場動向と見通し

ドル円相場は、昨年10月21日の1ドル=151円94銭の高値を付けた後、

- ① 米国の物価上昇モーメントの鈍化
- ② F R Bによる利上げ幅の縮小転換
- ③ 日銀の（実質的）利上げ対応

などの金利差縮小を背景とした、ドル売り・円買いに反転し3ヵ月が経過。

1月16日には1ドル=127円23銭まで円高が進行した（▲16.3%下落）。

ユーロも反騰の動きで、対米ドルでは9月26日に1ユーロ=0.95ドル台の安値から、1月26日には1ユーロ=1.09ドル台前半まで戻した（+14.7%）。

欧州中央銀行（E C B）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は、140円台での一進一退の動き。

為替見通し

米国F R Bによる政策金利引き上げ幅は、2月1日・3月22日のF O M Cでは鈍化との観測が強い。一方、E C Bの2月2日・3月16日の会合では各々+0.5%の利上げが継続される。日銀の黒田総裁交替を挟んでの政策変更(=Y C C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(=円債売り・円買い)構築が継続している。3月の政策イベントまでは、現行のセンチメントが継続する。

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円と言われている。このレベルを円高方向に抜けた場合は、これがトリガー・レベルとなり、“円買い”ポジションの巻き戻し&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	…	F R Bの金融引き締め減速	=>	ドル安
		米国の絶対金利水準格差縮小	=>	ドル安
		E C B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	=>	ユーロ安
		日本景気の相対的（低位）安定	=>	円高
		日本の貿易赤字拡大	=>	円安
③ リスク要因	…	ロシア・ウクライナ情勢	=>	ドル高
		東シナ海・台湾情勢リスク	=>	円安
④ 財政・中央銀行	…	日銀（政府）の債務水準	=>	円安
		米国の政府債務の上限	=>	ドル安
⑤ 投資資金要因	…	本邦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

欧州E C Bによる政策金利の引き上げ継続観測からのユーロ買い戻しは、かなり巻き戻しが進む。

一方、日銀の黒田総裁の退任（4月8日）を睨んだ2月（？）での後継体制の決定・発表イベントと、その後任総裁が下馬評に出していないサプライズ人事となる可能性（ポジティブかネガティブかも含めて）も想定される。

海外投機筋は、いずれにしても「円債売り、日本円買い」ポジション構築を継続すると見られる。

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート （130.21円） : 120↓ ~ 140円↓

ユーロ円レート （141.82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）は、昨年11月から戻り高値圏での横這い推移。強弱感が錯綜している。

（強気派）

- ① 次回（1月31日～2月1日）のFOMCでの利上げ幅は0.25%、更なるモーメンタム鈍化を市場は好感する
- ② 2023年から24年の景気回復を徐々に織り込みに
- ③ 押し目買いのセンチメントと待機資金が依然として横溢

（弱気派）

- ① FRBによる金融引き締め減速の期待（＝パウエル・プット）は後退
- ② 利上げがペースダウンしても、金利は当面高止まりする
- ③ 景気後退リスク（住宅投資、設備投資）が一段と高まっている
- ④ 2023年の企業業績見通しはこれから下方修正

企業業績の悪化・下方修正・減益局面は、これから本格化。

S&P500ベースの業績予想（リフィニティブ集計値）は、22年10～12月期のEPS（1株あたり純利益）が前年同期比マイナスに転じた。

アナリストの業績見通しは、楽観的な事業環境との前提になっている。S&P500銘柄の予想収益（今後12ヵ月：調査会社ファクトセット集計）での1株あたり利益予想値は229ドルで、過去最高益の水準。下方修正リスク（▲10%程度）が高い。

欧州株が「観測・期待」先行による戻り高値を更新して反騰した。

- ① 天然ガス価格・食料品価格などの下落によるインフレ緩和期待
- ② 消費回復観測
- ③ 中国景気の回復による恩恵期待
- ④ コスト圧力低下による企業業績期待

物価上昇圧力、ECBのインフレ抑制判断は不変。欧州株のPERは13倍。

日本株

(1) 企業業績

《 日経平均 業績・資産予想 》

	(11月25日)	(12月23日)	(1月27日)
株価	28283円	26235円	27382円
PER	13.01倍	12.23倍	12.90倍
EPS	2173円	2145円↓	2123円↓
PBR	1.18倍	1.10倍	1.15倍
BPS	23967円↓	23850円↓	23810円↓

企業業績は下方修正される。

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（2022年まで）
- ② 「ウズコロナ」政策による消費喚起・旅行・サービス需要
- ③ 海外からの「インバウンド」需要効果

マイナス要因として、

- ① 資源価格高と円安進行による原材料価格の上昇
- ② 価格転嫁の遅れから最終製品への値上げの影響
- ③ 米国、欧州、中国の景気鈍化の影響
- ④ 金利上昇の影響

主要企業は、2022年度の為替想定レートを131円以上で設定している。

短期的には円高進行による輸出企業業績の下方修正リスクがある。

トヨタ自動車は、2023年度のドル円レートを1ドル=135円で想定している。

三菱重工業は140円、村田製作所は137円の想定レートなので、10～12月期決算発表時に下方修正されるリスクが高い。

リビジョン・インデックス（RI）」（QUICKファクトセット）による直近値（1月17日時点）ではマイナス24.3%、9ヵ月ぶりのマイナス圏に低下。

(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く（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

今年になってからは

- ① 米国の金融政策の緩和観測
- ② 中国での“ウィズコロナ政策”への転換

を好感したNY株式、上海株式の反騰に連動して反発している。

日本株見通し

国内金利の強含み・上昇は直接的・間接的に株価にダメージとなる。

直接的には金利上昇による割引率上昇による株式価値の低下となって、間接的には金利上昇が経済に与えるコスト上昇と消費・購買へのブレーキとなって、企業業績にマイナス要因として働く。

当面の弱気材料として

- 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の下方修正懸念
- 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

日本電産が2023年3月期の連結純利益を、従来予想の1650億円（前期比+21%）から600億円（同▲56%）への下方修正を発表したことは、嫌な兆候。小型モーターは中国など世界の景気動向や産業界の需要の先行きを暗示している。

外国人投資家から見た中・長期的な日本株の買い材料としては

- ① 日本の景気、企業業績の相対的な安定性
- ② 日本株の相対的な出遅れ・割安感（PER=13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 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

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価（27432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。