

投資環境と金融市場の見通し（114）

2023年 2月28日

田淵英一郎

I. 要約

< 景気・物価・政策金利 >

- ① F R B、日本銀行における金融政策は重要なターニングポイントを迎えている。F R Bによる利上げ対応の見通しは、市場の期待と実態経済の乖離が明らかに。日銀は、10年間続けた「異次元金融緩和」を、植田新体制が何時・どこから・どのようにファインチューニングするのか、微妙なかじ取りが要求されるが、現時点では見通し不透明。
- ② 米国景気は2月に入ってから予想以上の強さを見せ、インフレも高止まりを示す。「ソフトランディング」「ノーランディング」シナリオなどの楽観見通しは修正を余儀なくされている。
- ③ F R B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・小休止というのがコンセンサスだったが、3月22日のF O M Cでの見方は急速に変化（+0.5%の引き上げ観測が強まる）。物価が目標水準（2%）まで明確に低下するとの確信が持てるまでは、“引き締めスタンス”を堅持し、リスクが高まると判断すれば再加速の可能性も出てきた。
- ④ 短期的には当面の“リセッション度合い”が、中期的には“インフレ程度”が、金融市場のリスク許容度を左右する。
- ⑤ 植田次期総裁は政治的な立場に無く配慮は不必要なので、欧米の学者出身の中央銀行総裁のように「合理的・整合的に金融政策を判断する」と思われる。現下の「金融政策が合理的に説明出来ず」「金融市場が歪で機能不全を呈しつつある」状況においては、（時間を掛けてでも）（外科手術医が難解なオペをするように）「金融政策と市場を正常化させる方向転換を図る」とみるのが妥当である。
- ⑥ 春闘の賃上げ率は平均して+3%程度（定昇分+2%、ベア+1%）に落ち着く。実質賃金はマイナス状況で変わらず、消費には引き続き抑制的に働く。

< 債券・為替・株式市場 >

- ① 米国債券市場は、インフレ鎮静化、政策金利引き上げの打ち止め（23年内の引き下げ転換も）期待から、金利上昇圧力は弱まりを見せていたが、前提条件は一変した。
株式市場は、「脱・ウクライナ（資源価格下落でのインフレ懸念後退）」と「脱・リセッション懸念（中国による“ウィズコロナ政策”への転換）」を評価して、売りポジションの買戻し主体に反騰基調にあったが、雇用統計（1月分）の余りの強さに、「金利低下シナリオ」が一旦崩れて、市場に横溢していた楽観的な見方は後退した。
- ② NY株式市場は、インフレ鎮静化見通しとFRBの政策金利引き上げ終焉観測の度に強気になり、強い景気指標やFRBによる引き締め継続観測が起こる度に反落する、不安定な値動きを続けている。直近では4週連続で下落。企業業績への懸念・不透明感が急速に強まる。業績下方修正は割高状態を支えきれないので、ダウンサイド・リスクが高い。
- ③ 想定以上の景気の底堅さや物価上昇の強さから、市場金利は強含み、株式市場には警戒感が高まってきている。
- ④ 海外投資家は、日銀の新体制下での金融政策の変更があることを確信して、「円債売りポジション」を変えず。
- ⑤ 日本の経済成長・物価・企業収益などのファンダメンタルズの相対的な安定さを海外投資家は評価している。「政治の不安定さ」「公的債務」「日銀BS懸念」はマイナス材料。
- ⑥ 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、株価には下押し圧力が強まる。特に、ハイテク製造業と割高銘柄は調整リスクが高い。
- ⑦ 2024年からのNISA口座の拡充は、若年層投資家においては朗報で、息の長い強気材料となる。特に、高配当利回り銘柄、連続増配（実績・期待）銘柄には投資資金の流入が継続すると期待される。

Ⅱ. トピックス

【 日本銀行の後継体制 】

2月6日（月）の日経新聞朝刊に「日銀次期総裁に両宮副総裁を充てる案で政府が調整」「複数の政府・与党幹部が同氏に就任を打診」という観測記事が掲載された。

2月10日（金）に「後継総裁に元東京大学教授、元日本銀行審議委員の植田和男氏」と報道された。植田氏は日銀審議委員を、1998年から7年間務めた。民間の学者出身の日銀総裁は戦後初となる。

植田次期総裁は、

- ① 1992年に岩田規久男学習院大学教授（後に副総裁）と翁邦雄日銀課長との間で起きた「マネーサプライ論争」を、「短期では困難、長期では可能」という折衷案で仲裁した。
- ② 金融緩和の長期化をコミットメントする政策「フォワード・ガイダンス」に繋がる「時間軸政策」を1999～2000年に発案した。
- ③ 「ゼロ金利政策」下での量的金融緩和については「慎重な見方をしている」。黒田体制下での“リフレ派”に対しては距離感がある。
- ④ 2000年8月の「ゼロ金利政策」の解除時には、「市場が不安定化する可能性から反対」の立場を表明。
- ⑤ 「一般的に経済理論は現実へ適応するのは困難さ・限界がある」と表明した。
- ⑥ マサチューセッツ工科大学（MIT）で経済学博士課程を修了したので、海外の中央銀行首脳・経験者との知己・人脈が豊富とされる。

副総裁には、前金融庁長官の氷見野良三氏と、日銀理事の内田真一氏が就任する。

内田真一理事は、両宮副総裁の下で企画局長として金融政策の企画・立案を一貫して行ってきた実務に精通した日銀の王道エリートである。

脱“異次元緩和”対応の出口戦略の際の設計と執行を担うことが期待される。

氷見野氏は、前金融庁長官でバーゼル銀行監督委員会の事務局長を務めた国際金融のプロであり、東京大学公共政策大学院で客員教授も務めている。

欧米の中央銀行とのパイプ役・調整役を担うとみられている。

今月の日経新聞夕刊のコラム「あすへの話題」の木曜日担当であり、「君子不重則不威」（2月2日）、「金融システムの臨床医学」（9日）、「カマキリのことなど」（16日）という含蓄ある文章が掲載されている。語学に堪能な上、東西の古典や美術にも精通している（Whikipedia）、と言われる。

今回のメンバー構成は、学・銀・官のバランスが良く、理論派でありながら実務にも精通していると、とりあえず好意的に受け止められた。

新総裁が取り組むべき今後の政策課題は、

- ① 「異次元金融緩和（アベノミクス）」の効果・副作用の検証
- ② 現下の金融政策（「マイナス金利」「YCC政策」）の正常化
- ③ 「共同声明（アコード）」（＝物価目標＋2％）の見直し・改定
- ④ 日銀が保有している国債と株式ETFの今後の対処方針

植田氏は21世紀に入ってから日本の金融政策（「ゼロ・マイナス金利」「量的金融緩和」）の端緒を開いた決定者の一人であることから、

- ① 当面は（現行の景気・物価情勢からは）金融緩和政策を継続
- ② 時間において「異次元金融緩和（アベノミクス）」からの出口戦略を慎重に探る
 - ・ まずは「YCC政策」のファインチューニング
 - ・ 「容認上限水準の引き上げ（=>0.75~1.0%） or
「操作対象を中・短期債に変更」
- ③ 政策内容と手法には熟知しているので、出口対応には安心感（と市場からは好感された）

植田次期総裁は、政治的な立場に無く配慮はしないので、欧米の学者出身の中央銀行総裁のように「合理的・整合的に金融政策を判断する」と思われる。

従って、現下の金融政策が合理的に説明出来ず、金融市場が歪で機能不全を呈しつつある状況においては、（時間を掛けてでも）（外科手術医が難解なオペをするように）「金融政策と市場を正常化させる」方向転換を図る、と見ておくのが自然である。

「**雨宮副総裁**は、**後継総裁**の就任を要請されたが固辞した」と説明された。
後に本人自身が「(総裁就任の) 打診はありません」と明らかにした(朝日新聞)。
雨宮副総裁には

- ① これまで企画・実行してきた「質的・量的金融緩和」(13年4月)「マイナス金利政策」(16年1月)「イールドカーブ・コントロール政策」(16年9月)などを信奉しているので、自らの手で撤回したくはない。
- ② 出口戦略を円滑に執行出来るのは、これまでの政策を知悉した雨宮副総裁が適任、という期待・評価が財務省筋には強かった。
- ③ 一方、「異次元の金融緩和」を執行してきた当事者であり、日銀のOB(伝統的主流派・白川前総裁シンパ)からは批判を受け続けてきたので、自ら後継総裁となって退却作戦を指揮することには矜持が許さない。

など、様々の観測・憶測がなされている。

植田新総裁は、就任直後の4月から直ちに、10年近く行われた壮大な「異次元緩和」金融政策実験に対する総括と出口(撤退)を、整合的・客観的・実務的に、なおかつ迅速に対処していかなければならなくなる。何故ならば、

- ① 「異次元緩和」の成果以上に、その副作用・弊害が顕著になっている
- ② 体制変更を切っ掛けに「金融政策の転換」が既成事実化している
- ③ 昨年12月に政策変更したことにより、金融市場では既に「次の変更」への期待が高まっている
- ④ 海外投資家(ヘッジファンド)中心に、「政策変更」を催促する動き(=日本国債売り)が継続している
- ⑤ 「何も対処・行動しない」という選択肢はない。「何を」「何時」「どういう順番」で解きほぐしていくのかという“ソリューション対応”である。

「異次元緩和」政策のプラス成果としては、

- ① 物価目標(2%)の達成 … 外部要因(資源・食料品価格高騰)・海外要因(主要国物価、円安)に負っているが
- ② 「デフレからの脱却」
- ③ 「円高進行の阻止」

一方で、副作用・弊害としては、

- ① 国債保有残高500兆円という「財政ファイナンス」
- ② YCC政策による債券市場での金利構造の歪化と市場機能不全
- ③ 「アベノミクス (= 3本の矢)」は金融政策に過大に偏在したことで、成長戦略が機能しなかった

植田新体制が着手しなければならない政策課題としては以下のとおり。

- ① 「YCC政策」の見直し（利回り変動幅の上限再引き上げ、変動幅の撤廃）
- ② 「物価目標（2%）」の時間軸修正（=中長期化）による共同声明の見直し
- ③ 「(当座預金への) マイナス金利政策」の解除
- ④ 「長期金利操作（10年物国債の誘導目標を0%に）」の変更・撤廃
- ⑤ 「国債買い付け停止」「保有国債の残高削減」
- ⑥ 「保有株式ETF」の処分・切り離し

植田次期総裁は2月24日、国会で所信聴取と質疑を行った。

現時点での全体的な認識と今後の対処についての基本的な考え方を述べたが、概して無難な回答・内容だった。「現行の金融緩和をしばらく続ける」ことを強調した。

上記①～⑥に関する発言から伺えるのは、

- | | | | | |
|-----|---|-------------------------------|---|---|
| ① | : | 「将来については様々な可能性がある」 | … | ◎ |
| ② | : | 「直ちに見直す必要は考えていない」 | … | × |
| ③、④ | : | 「効果が表れるのに時間がかかる。様々な指標を見て判断する」 | … | △ |
| ⑤ | : | 「2%目標を達成すれば大量購入は終わる」 | … | ◎ |
| ⑥ | : | 「大量に買ったものを今後どうしていくのかは大問題」 | … | × |

これらの課題を、市場からの圧力と市場の混乱を回避しながら、スムーズにスマートにスピーディーに、説明責任を持って決定・執行・認知していかなければならない。もし、対応をあやまれば、もしくは想定外の外部要因によって混乱することがあれば、「財政インフレ」問題や市場金利の急騰などのトリガーを引くことになる。

また、「市場との対話は極めて大事だが、時と場合によってはサプライズ的なことも避けられない」と明言した。将来の行動は“予告なしのサプライズ”になると明言したのは重要である（2021年にオーストラリアはYCC政策を突然放棄した）。

【 岸田政権と政局 】

岸田首相は、新たな課題（防衛関連費用、子育て予算）に関して、当初方針（大枠・総額）を表明するが、中身を具体的に検討して積み上げたものでは無いことから、踏み込んだ議論にはならない。また、前言修正や（事実上の）撤回が繰り返されるのが目に余る。

結果的には大きな問題にならず、抵抗を受けて行き詰ることもなく、なし崩し的にズルズルと既成事実化が進んでいる。

本人は、「安倍政権が成し得なかったことを俺はやっている」と気分は高揚している。

① 少子化・子供予算

「家族関係社会支出はGDP比2%」「さらにこれを倍増させる」（2月15日）

⇒ 「どこからの倍増かは検討中」

⇒ 「こども関連予算の具体策は検討中」と答弁、事実上打消し（22日）

② LGBT対応・同性婚

「家族観・価値観が変わってしまう」

⇒ 「私は反対とは言っていない」

（「JGBT理解増進法案」は2年前に超党派議員連で国会提出の動きがあったが、自民党内の反対が強く見送られた。岸田首相は総選挙の党首討論会では、全党首の中で1人だけ同法案の国会提出に反対した）

③ 増税と衆院解散

「増税をお願いするのは2024年、それまでには選挙はある」

⇒ トーンダウン

さらに、

④ 「原発新規建設・運転期間延長」

⑤ 新型コロナウイルス対応での「5類への移行」

などの、「初めに結論ありき」の“独断専行型大型政策の決定・発表”も目に余る。

特に「原発新規建設・運転期間延長」に関しては、エネルギーの安定供給と脱炭素化を目的（口実）に、「GX実行会議」により「原発回帰（次世代原発）」「GX移行債（炭素税を財源）」とする経産省・財務省のアイデアにより、拙速に決定された。

岸田首相は、戦後大同団結した自民党のなかでも、「保守リベラル」の流れを汲む「宏池会」（池田勇人、大平正芳、宮澤喜一、河野洋平、麻生太郎、加藤紘一、菅義偉、谷垣禎一 etc.）の出身。正統的な後継者として位置付けられていた。「宏池会」とは、

- ① 経済成長重視
- ② 安全保障では日米同盟重視、軽軍備
- ③ 保守だがリベラル色が強い
- ④ 政策を重視、政争に弱い
- ⑤ 創設者の池田勇人が広島出身なので、広島県を選挙区とする領袖が多い
（宮澤喜一、岸田文雄は東京都出身だが）

性的マイノリティや同性婚をめぐる差別発言をした荒井秘書官が更迭された。

荒井秘書官は岸田首相のスピーチライターを務めていた。政治思想、施政方針を首相と最も共有する立場にあった。

新井秘書官の失言騒動を受けて、海外メディアからは「日本は同性婚を認めていないG7で唯一の国」と報道された。

岸田首相は宏池会出身であり、就任当初は保守リベラル（ハト派）の政策を継承すると見られていたが、

- ① 軍事費増強
- ② 原発の運転期間延長や新設へのかじ取り
- ③ 増税に前向き

との旗幟を鮮明にした。政権維持の為に最大派閥の安倍派に秋波を送り続ける。

- ・ 毎日新聞（1月22日）…支持27%（+2%）、不支持66%（▲3%）
- ・ 共同通信（1月29日）…支持33%（+0%）、不支持50%（▲2%）
- ・ NHK（2月13日）…支持36%（+3%）、不支持41%（▲4%）
- ・ 時事通信（2月13日）…支持28%（+1%）、不支持42%（▲2%）
- ・ 読売新聞（2月19日）…支持41%（+2%）、不支持47%（±0%）
- ・ FNN・産経（2月19日）…支持40%（+2%）、不支持53%（▲6%）
- ・ 朝日新聞（2月22日）…支持35%（±0%）、不支持53%（+1%）
- ・ 日経新聞（2月26日）…支持43%（+4%）、不支持49%（▲5%）

【 米国債務上限問題 】

米国の債務残高は1月19日、31.4兆ドルの法定上限に達した。米国債の利払いや国債償還の目処がつかないなどの懸念・警戒感が広がっている。

「債務上限問題」は過去10年間、繰り返し政治問題化している。デフォルトになる前に議会で上限の引き上げが合意され、混乱は直前に回避されてきた。

イエレン財務長官は2月14日、「経済・金融の大惨事を回避する為、議会は連邦債務の法定上限を引き上げる必要がある」とあらためて警告した。

オバマ政権で大統領経済諮問委員会委員長を務めたジェイソン・ファーマン氏は、

「(デフォルト寸前となり米国債が格下げされた) 2011年よりもリスクが高いかもしれない」と警鐘を鳴らした。

デフォルトへのヘッジ取引「クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)」の米国債の保証料率(5年物)は0.3%台と、2013年以来の水準に達している。

バイデン大統領は、政府債務の上限引き上げ問題では共和党に無条件の協力を求めている。下院の主導権を握る共和党は歳出削減の確約を要求して、民主党が歳出削減に同意しない限り、債務上限引き上げを見合わせるとの強硬姿勢を採っている。

民主党は歳出削減に関しては共和党との交渉を拒否している。

「ねじれ議会」状態なので、デフォルトが警戒された2011、13年と同様に、政治的な対立により上限引き上げの議論が進まない可能性がある。

これまでと違うリスク要因として、共和党内の「フリーダム・コーカス(自由議連)」(保守強硬派)の存在がある。1月のマッカーシー下院議長の就任手続きが強硬派の反対から長引いた経験則がある。議長は強硬派に配慮せざるを得ず、党内調整が難航する懸念がある。

米議会予算局(CBO)は2月15日、「中長期財政見通し」を改定した。財政赤字は今後10年間、年平均2兆ドルでの高水準が続く。米連邦議会が上限の引き上げで合意できなければ、7~9月に「債務不履行」に陥ると警告した。

23会計年度(22年10月~23年9月)の財政赤字は1.4兆ドル。GDP比で5%だが、33年度には7%に達する(過去50年間での平均値は3.6%)。

【 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 >

2月27日時点で6億7503万人、1月29日比較では469万人増加（前回：+1370万人）で、増加数は引き続き鈍化。

米国では、新型コロナウイルスの派生型「**XBB. 1. 5**」が新規感染の60%以上を占めている。欧州でも3月にかけて主流になると予想されている。感染力は強いが、オミクロン型対応ワクチンは一定の効果があるとみられている。

最近まで主流だった派生型「BQ. 1」「BQ. 1. 1」は27%まで減少した。

2. 日本の感染、対策状況

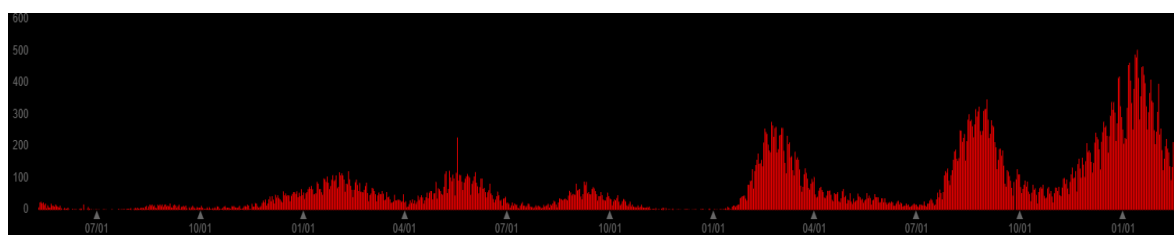
< 感染状況 >

11月から始まった「感染第8波」は2月に入って鎮静化。陽性確認者累計数は2月26日現在で3320万人（1月29日：3247万人）。

直近ではオミクロン株変異型「**BQ. 1**」の感染割合が40%となり、夏場から秋にかけての第7波の主流だった「BA. 5」（33%）を上回った。「BA. 2. 75」も26%となり、「複数の変異株が併存する」展開が予想されている。

1日当たりの死亡者数は、1月13日に523人と過去最多となった。1月月間累計では10314人で月間の死亡者が初めて1万人を超えた。

直近の死亡者数累計は71923人、2月月間では4000人台に低下している。



Ⅲ. 内外景気動向

【 景気動向 】

景気動向を巡って、悲観的見方（「リセッション」）と楽観論（「ソフトランディング」「ノーランディング」など）が目まぐるしく錯綜している。それにつれて、投資家も強気・弱気なマインドが短期間で変容している。

短期的には、

- ① インフレ上昇がピークアウトを見せていること
- ② 米国雇用統計（1月）などが想定以上に強いことで景気後退は回避出来るなどの楽観的な見方につながっている。

一方で、

- ① 政策金利（米国FF金利など）が高止まり or 再引き上げ
- ② 米国の短期債利回りが長期債を上回る「逆イールド」が長期化する

『OECD景気見通し（景気先行指数：1月分）』

G20、G7、米国、中国は、2021年のピークから低下トレンドを継続中。英国は落ち込み幅が厳しかっただけに、ボトム圏での底練りパターンを示す。日本は調整期間、落ち込み幅が相対的に軽微である。ドイツが底入れして僅かに反発。

	ピーク時期	直近時	下落幅
G20	: 2021年6月(101.47)	19ヵ月連続 (98.42)	▲3.05
G7	: 7月(101.52)	18ヵ月連続 (98.09)	▲3.43
米国	: 6月(101.19)	19ヵ月連続 (98.41)	▲2.78
英国	: 8月(102.57)	17ヵ月連続 (94.52)	▲8.05
中国	: 2月(102.74)	23ヵ月連続 (98.31)	▲4.43
日本	: 2022年5月(100.60)	8ヵ月連続 (99.80)	▲0.80
	ボトム時期	直近時	上昇幅
ドイツ	: 2022年12月(98.30)	1ヵ月連続 (98.31)	+0.01

『国際通貨基金（IMF）世界経済見通し』（1月30日発表）

	2022年	前回（10月）比	2023年	前回（10月）比
世界全体	+3.4%	+0.2%	+2.9%	+0.2%
先進国	+2.7%	+0.3%	+1.2%	+0.1%
米国	+2.0%	+0.4%	+1.4%	+0.4%
ユーロ圏	+3.5%	+0.4%	+0.7%	+0.2%
ドイツ	+1.9%	+0.4%	+0.1%	+0.4%
日本	+1.4%	▲0.3%	+1.6%	+0.2%
新興国	+3.9%	+0.2%	+4.0%	+0.3%
中国	+3.0%	▲0.2%	+5.2%	+0.8%
インド	+6.8%	±0.0%	+6.1%	±0.0%
ロシア	▲2.2%	+1.2%	+0.3%	+2.6%

IMFが1月30日に公表した、3ヵ月毎の「世界経済見通し」は、

- ① 中国が「ゼロコロナ政策」を転換したことにより、2023年の「景気後退リスク」は低下した
- ② 中国とインドで23年の世界の成長の半分を牽引する
- ③ 世界の経済成長率は、2022年の3.4%から、23年に2.9%へ鈍化、24年に3.1%と+3%程度の低位安定で推移する
- ③ 中央銀行による利上げとロシア・ウクライナ紛争が経済活動の重しとなる
- ④ 中国での「感染再拡大」が「下振れリスク」となる
- ④ 世界のインフレ率は、22年の8.8%が23年に6.6%、24年に4.3%に鈍化

【 インフレ動向 】

○ 主要国 物価上昇率（1月）

	卸売物価（ 12月分 ）	消費者物価・コア分*（ 同 ）
米国	： + 6.0%（+ 6.5%）↓	+5.6%*（+5.7%）↓
ユーロ圏	： — （+24.6%）	+6.9%*（+6.9%）
英国	： — （ — ）	+5.8%*（+6.3%）↓
日本	： + 9.5%（+10.5%）↓	+4.2%*（+4.0%）↑
中国	： ▲ 0.7%（▲ 1.3%）↓	+1.0%*（+0.7%）↑

○ 主要国 消費者物価上昇率 ピーク・直近値（1月値）

	ピーク時期	上昇率	直近値	
米国	： 22年6月	+ 9.1%	+6.4%	▲2.7% 7ヵ月↓
ユーロ圏	： 10月	+10.6%	+8.5%	▲2.1% 3ヵ月↓
英国	： 10月	+11.1%	+10.1%	▲1.0% 3ヵ月↓

	ボトム時期	上昇率	直近値
日本	： 20年12月	▲1.2%	+4.3% +5.5%
中国	： 20年11月	▲0.5%	+2.1% +2.6%

物価上昇率は鈍化基調にあったが、一服感がみられる。エネルギー価格の鈍化に兆候がみられ、住宅関係費の伸びが強く、サービス価格も高止まり傾向。

米国では労働需給の逼迫が続いている。労働賃金が減速基調に転じない限り、物価上昇が低下基調に転換したとは言えない。

欧州は記録的な暖冬だったのでガス価格は急低下したことで、ユーロ圏の消費者物価指数の伸び率は、ピークアウト感が出ている。その一方で、年金改革に端を発したストライキが相次いでいることから、賃金上昇圧力が高まることが懸念されている。

米国 :

2月に入って米国景気や物価上昇圧力の強さを示す指標が相次いだ。

1月の雇用統計（2月3日発表）の結果は、

- ① 景気は“リセッション懸念”とは相容れない強さにある（プラス）
- ② 雇用はIT大手（GAFAM）のリストラにもかかわらず逼迫気味（プラス）
- ② 賃金上昇は減速を見せているが、+4%台で高止まり気味（マイナス）
- ③ 利上げ停止観測は遠のいた（マイナス）

「景気減速（＝リセッション）」懸念よりも、「インフレ終息」観測を打ち消すサプライズとなった。

雇用統計（1月）の非農業部門雇用者数は前月比+51.7万人の増加で、事前予想（+18.8万人）を大幅に上回った。12月分は+22.3万人から+26万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3.4%で、事前予想（3.6%）、12月実績（3.5%）を凌ぐ堅調さ。53年ぶりの低水準である。

時間当たり平均賃金は前年同月比+4.4%で高水準だが、11月、12月からは鈍化している。

今回の結果は、年初に伴う改定や大規模ストライキなどの特殊要因の影響がある。

1月のレイオフ総数は10.2万人、12月の4.2万人から急増している。

アマゾン・ドット・コム（1.8万人）、グーグル（1.2万人）、マイクロソフトの1万人などIT企業が全体の40%を占めている。

さらに、金融（ゴールドマン・サックス3200人など）、製造業（3M2500人など）、サービス（ウォルト・ディズニー7000人、マッキンゼー2000人など）の他の業種にも広がりつつある。

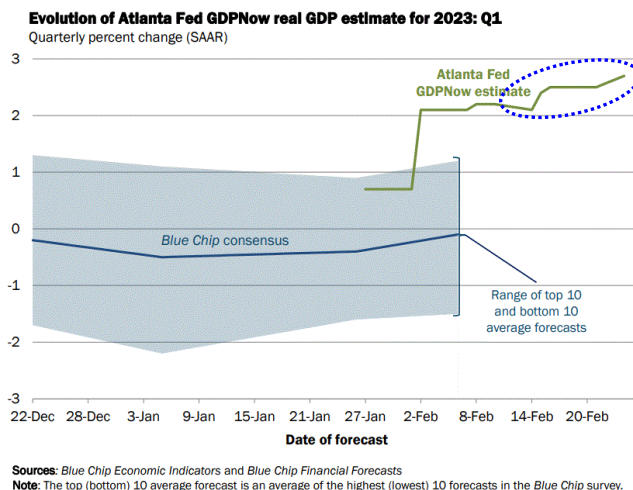
ISM総合景況感指数（1月）は46.6、景況感の境目の50の水準を7ヵ月連続で下回っているが、前月12月の確定値（45.0）からは+1.6上昇した。

製造業指数は46.8（前月比+0.6）、5ヵ月ぶりの上昇。

非製造業指数は55.2（前月比+6.0）の大幅増加。

【 アトランタ連銀 **GDP Now** 】

2023年1~3月期予想値は1月末に+0.7%で始まり、その後、上方修正。
2月24日時点で+2.7%。



FRBが重視している個人消費支出（PCE）物価（1月）は前年同月比+5.4%、11月（+5.5%）から12月は+5.3%に鈍化したが反発した。コア指数は+4.7%（前月：+4.6%）で上昇した。

卸売物価指数上昇率（1月）は前年同月比+6.0%、7月（+9.8%）のピークから7ヵ月連続の鈍化。コア指数（除く食品、エネルギー）は前月比+0.6%と、1月（+0.2%）から大きく加速してサプライズ。

消費者物価上昇率（1月）は前年同月比+6.4%。6月（+9.1%）をピークに7ヵ月連続して伸び鈍化。22年12月は+6.5%。事前予想（+6.2%）を大きく上回る。

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4ヵ月連続で鈍化しているが、事前予想（+5.5%）は上回る。

欧州圏 :

欧州景気見通しは、一時の悲観論が和らぎつつある。

- ① ウクライナ侵攻によるエネルギー供給・価格の見通し好転
- ② 物価上昇の鈍化による個人消費の底入れ

一方で、今後の不安定ファクターとしては、

- ① 急速な利上げによる景気へのダメージ具合（特に住宅部門）
- ② 物価上昇率がスローダウンしたとはいえ、高止まりする影響

2022年10～12月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.1%で、年率換算では+0.5%、7～9月期の+1.2%から鈍化した。市場の事前予想はマイナス成長だった。

ドイツが前期比▲0.2%（事前予想はゼロ%）、イタリアが同▲0.1%とマイナスに落ち込んだ。フランスは+0.1%。

天然資源（ガス）の価格高騰が、貿易収支、家計を圧迫した。

欧州委員会は2月13日に公表した経済見通しで、2023年の実質成長率予想を前回（11月）の+0.3%から+0.9%に+0.6pt 上方修正した。24年の予想は+1.5%。

物価上昇率を5.6%に+0.5pt 引き上げた。24年は+2.5%に鈍化。

ユーロ圏の消費者物価上昇率（1月）は前年同月比+8.5%、12月（+9.2%）から3ヵ月連続の鈍化。事前予想（+9.0%）を下回る。

エネルギーが+17.2%で、11月（+34.9%）12月（+25.7%）から大幅鈍化続く。食品は+14.1%で、11月（+13.6%）12月（+13.8%）から上昇続く。

除くエネルギー、生鮮食品のコアベースは、+6.9%で3ヵ月ぶりに横這いに。

英国の消費者物価上昇率（1月）は前年同月比+10.1%、12月（+10.5%）から鈍化（3ヵ月連続）した。除くエネルギー、食品のコア指数は+5.8%で12月（+6.3%）からこちらも低下した。

新興国（中国）

「ウィズコロナ政策」への転換を昨年11月末に発表してから、中国経済および世界景気に対する見方が好転した。2023年の経済見通しは、これまでの下方修正基調から上方修正に転じている。

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。ゴールドマン・サックスも23年の成長率を+4.5%から5.5%に引き上げた。

卸売物価（1月）は前年同月比▲0.8%、12月（▲0.7%）から僅かだが低下して、4ヵ月連続のマイナス水準。

消費者物価（1月）は前年同月比+2.1%、12月（+1.8%）から上昇した。除く食品・エネルギーのコアベースは+1.0%。12月（+0.7%）から上昇した。

ゼロコロナ政策の終了による需要回復に対して、サービス業中心に人手不足からの供給が追いつかない現況から、今後もインフレ圧力が強まり消費者物価を押し上げると予想されている。

国際通貨基金（IMF）が2月3日発表した「中国経済年次報告」では、不動産危機への懸念が示された。不動産業の低迷が続くと、総需要が落ち込みから、金融リスクを誘発するとの懸念を表明した。

中国での経済成長や財政は、不動産開発に依存している度合いが大きい。GDP成長に与えるインパクトは約30%と言われている。インフラ投資に偏っていた財政支出の構造改革についても改革を求めた。

日本 :

2022年10～12月期実質GDP成長率（速報値：2月14日発表）は、前期比+0.2%、年率換算+0.6%で、2四半期ぶりのプラス成長（前期は▲0.3%）。内需が▲0.2%のマイナス、外需が+0.3%のプラス寄与。

個人消費は前期の0%から+0.5%に伸びたが、設備投資が▲0.5%で3四半期ぶりにマイナスに。住宅投資も▲0.1%で6四半期連続のマイナスが続く。

輸入が前期の+5.5%伸長から▲0.4%に。輸出は+1.4%と伸び悩んだ。

23年1～3月期の実質成長率の予測平均（民間エコノミスト10人）は前期比年率+1.6%と上向き予想。内需は堅調でプラス成長見込み、外需の下振れ程度で見方が分かれる。23年間でも+1%台の低位安定見込み。

しかし、

- ① 「リベンジ消費」「全国旅行支援」などの特需効果の一巡
- ② 物価高と賃上げ期待の剥落の影響が今後の個人消費を圧迫
- ③ 海外景気（特に欧州・中国）の鈍化による生産財輸出の落ち込み
- ④ 植田新体制を意識した「円高」圧力の高まり

日本経済研究センター「ESPフォーキャスト」（2月3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2.43%。1月集計から▲0.83%の大幅な下方修正。
- ② 23年1～3月期は+1.28%増。
- ③ 22年度が+1.54%、23年度+1.05%、24年度+1.00%。
- ④ 消費者物価（コアCPI）は、10～12月期（+3.7%）をピークにスローダウンしていく。23年1～3月期は+2.95%。

企業物価指数（1月）は前年同月比+9.5%。12月（+10.5%）の過去最大の伸びから鈍化した。23ヵ月連続プラスで高止まり。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（1月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+4.2%、9月（+3.0%）、10月（+3.6%）、11月（+3.7%）、12月（+4.0%）と着実に物価上昇は加速している。41年4ヵ月ぶりの上昇率。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+3.2%、11月（+2.8%）、12月（+3.0%）から上昇しており、40年9ヵ月ぶりの水準。

貿易収支（1月）は3兆4966億円の赤字、単月では過去最大で18ヵ月連続赤字。輸出が前年+3.5%と低調、輸入は+17.8%で高水準。

22年10～12月期のGDP成長率での雇用者報酬は、名目で前年同期比+2.9%、実質では▲1.4%減で5四半期連続のマイナスである。

春闘の賃上げ率は平均して+3%水準（定昇分+2%、ベア+1%）に落ち着く。中小企業雇用者、非正規労働者の賃上げは厳しい。全体平均でも実質賃金はマイナス状況で変わらず、消費には抑制的に。

IV. 金融政策・市場動向と見通し

【 中央銀行 政策金利対応 】

	政策金利（ボトム）	開始	回数	政策金利（直近）
米国	0.25%	2022年 3月	8回	4.75% +4.50%
カナダ	0.25%	2022年 3月	8回	4.50% +4.25%
豪州	0.10%	2022年 5月	9回	3.35% +3.25%
ECB	0.00%	2022年 7月	5回	3.00% +3.00%
英国	0.10%	2021年12月	10回	4.00% +3.90%
スイス	▲1.25%	2019年 6月	4回	1.00% +2.25%
スウェーデン	▲0.50%	2018年12月	7回	3.00% +3.50%
ノルウェー	0.00%	2021年 9月	8回	2.75% +2.75%
香港	0.75%	2022年 5月	7回	5.00% +4.25%
日本銀行	▲0.10%	(2016年 1月)	0回	

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
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
6月	15、16日	13、14日	15日	22日
7月	27、28日	25、26日	27日	
8月				3日
9月	21、22日	19、20日	14日	21日

米国

F R Bは1月31日・2月1日のF O M Cで、0.25%の利上げを決定した。前回12月の0.5%の上げ幅から縮小した。8会合連続で、政策金利（F F金利）の誘導目標水準は4.50～4.75%になった。

ターミナルレート水準（最終目標水準）は、5.1%で変わらず。F R Bの認識は現状の水準からは+0.50～0.75%の引き上げとなる。+0.25%分で最低2回ということになる。

市場のコンセンサス予想は「+0.25%があと2回（3月、5月）」で、今年前半で政策金利の引き上げが一旦終了する、というもの。

F R Bは会合後に発表した声明文とパウエル議長の会見で、

- ① 継続的な利上げ（まだ引き上げる）が必要
- ② 十分な引き締めのためには「あと2回ほどの利上げが必要」
- ③ 引き続き今後の経済指標（物価統計、雇用統計）を注視する

との基本観を示した。

今年に入ってから、

- ① 物価上昇のモーメントが鈍化し、インフレ懸念が一段と後退した
- ② 1月31日・2月1日のF O M Cでの「利上げ幅の縮小」意見が強まった

ことから長期金利は弱含みの動きを続けた。

しかし、足元の景気の底堅さや、物価上昇モーメントが強含んできたことなどから、

- ① 3月のF O M Cでは政策金利を+0.5%引き上げ、との観測の高まり
- ② 市場金利は強含みの動きに

2月に発表された1月分の「雇用統計」（3日）と「消費者物価」（14日）からは予想・期待を上回る結果（強い雇用と賃金上昇、期待ほど低下しなかった物価上昇）だったので、「23年1～3月での利下げ休止」「23年内での利下げ転換」期待は一時的に後退した。

現時点での利上げコンセンサス・シナリオは

3月21・22日 +0.25% => 4.75~5.00%

5月 2・ 3日 +0.25% => 5.00~5.25%

で、ターミナル（最終着地水準）金利の5%に到達する。

その間（2～5月分）の経済指標の結果によっては、

6月13・14日 +0.25% => 5.25~5.50%

への予想も増えてきた。6%という声も出てきている。

1月時点での「3月会合を最後に利上げは停止」だったのが様変わりした。リーマン危機前の利上げ局面の到達点（5.25%）を超えることになる。

さらに、足元の景気指標の想定以上の堅調さから、「3月のFOMCでの利上げ幅が0.5%」との見方が急速に高まってきている。

F RB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。利上げの最終局面になっての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。

メスター・クリーブランド連銀総裁は2月16日に、前回のFOMCでは「0.5%の利上げを主張した」ことを明らかにした。ブロード・セントルイス連銀総裁も同日、大幅利上げを支持したと表明した。今後は同様のタカ派的な意見が強まることが予想される。

政策金利見通しの変化を受けて、長期金利は2月2日の3.33%から反騰している。21日には3.96%まで上昇、4%に接近した。

欧州

ECBは2月2日の定例理事会で、政策金利の0.5%引き上げを決めた。

2022年7月5日に0.5%、9月8日、10月27日に0.75%、12月15日に+0.5%の利上げに続いて、5会合連続の大幅な引き上げを継続した。

主要政策金利は3.0%、中銀預金金利は2.5%になった。

声明文では、「次回3月(16日)でも0.5%の利上げ」を示唆した。

保有資産の圧縮として、「3月から月間150億ユーロの売却」を公表した。

3月・6月の会合でも「各々+0.5%の利上げ実施」で、主要政策金利は4.0%まで引き上げられる見込み。

ドイツの長期金利は反騰して、2月21日に2.5%台に戻ってきた。欧州各国の長期金利も軒並み強含みとなってきている。

英国イングランド銀行(BOE)は2月2日、政策金利を0.5%引き上げ年4.0%とした。10会合連続の利上げで、前回(12月15日)と同じ引き上げ幅とした。

2022年5月にゼロ金利政策を解除したスウェーデンのリクスバンク(中央銀行)は2月9日、政策金利を0.5%引き上げ3.0%にした。

4月からの保有国債の売却も開始する、と発表した。

「政策金利は春に一段と引き上げられるだろう」と声明文に明記して、追加利上げの可能性を示唆した。

日本

日銀は1月に長期国債を23.6兆円買い入れた。22年12月の16.1兆円から大幅に増加して、月間では過去最大の規模となった。

日銀の国債の評価損（含み損）が22年12月末時点で8.8兆円となった。

保有国債の簿価は564.1兆円、時価は555.3兆円。

22年9月期決算では、保有国債の含み損は8749億円だったが、保有額の増加と金利上昇により含み損は10倍に拡大した。

仮に「長期金利が+1%上昇した場合」の含み損失額（日銀試算）は▲28兆円。

地方銀行が保有する国債などの国内債の含み損も拡大した。

22年12月末時点では、全国99行合計で1.46兆円、9月末から3ヵ月間で倍増した。95行が含み損を抱えている。

地銀の国債保有残高（22年11月末）は17兆円、地方債が19兆円。

外債や株式を含めた有価証券全体の含み益は、8600億円まで減少している。

2月10日にの10年物国債利回りは上昇して、上限の0.5%に再度到達した。

その後は、植田次期総裁報道を挟んで、連日で上限の0.5%に張り付いた。

海外投資家は国債売りを継続している。

海外投資家が売りを強めた2022年6月以降の累計売り越し額は、14兆円で不変。

YCC政策の撤廃を睨んで“売りスタンス”継続。

植田新体制での金融政策変更の実施時期の予想は分かれている。

翌日物金利スワップ（OIS）市場では、1月時点では3月会合での政策変更を予想する取引だったが、直近では新体制となった4月も現行の緩和策が維持される、との見方となっている。

QUICKの外為月次調査（2月）では、政策修正時期としては「4～6月」予想が57%、「7～9月」が25%、「10～12月」が11%。

7月27・28日の金融政策決定会合での変更注目する声もある。この会合で公表される「経済・物価情勢の展望」での物価見通しが上昇修正されるのであれば、日銀は利上げに踏み切る可能性がある。

少数だが、「植田新体制がスタートする前の3月9・10日の会合で上限金利を一気に1%まで拡大する」予想をメインシナリオに掲げている（河野龍太郎氏）。

「3月会合で何も動かなければ、植田新体制は早期のレンジ拡大を予想する投資家から大量の長期国債売りを浴びせられる」と指摘した。

【 3か月間の想定レンジ 】

米国長期金利（10年国債：3.910%） : 3.50↑ ~ 4.30%↑

日本長期金利（国債指標物：0.502%） : 0.30 ~ 0.70%

V. 為替市場動向と見通し

ドル円相場は、1月16日に1ドル=127円23銭の円高値を付けた。

2月に入ると日銀の後継総裁に上田元審議委員が決まったことで、日本の緩和政策が継続するとの観測が強まり、“円買い”センチメントが軟化した。

米国の消費者物価指数（1月）が2月14日発表されたが、市場予想を上回ったことから、FRBは利上げを継続するとの見方が強まった。

日米金利差が拡大するとの観測から、2月27日には136円台の戻り高値まで反転している。

ユーロも反騰の動きに戻った。

欧州中央銀行（ECB）による大幅利上げ観測は変わらず、日本との金利差が拡大することでユーロの買いポジションが巻き戻された。

ユーロ円は、1月19日の1ユーロ=137円92銭から、144円水準まで反発。

為替見通し

FRBによる政策金利引き上げが、3月22日のFOMCで+0.5%の可能性が高まったことと、5月3日と6月14日でも続くとの見方の台頭はサプライズ。

一方で、4月以降の新体制での金融政策の修正時期・内容は、現時点では全く予想・決め打ちは出来ない。3月の会合での可能性さえ囁かれている。

イベント続きでのポジション構築が進むので、（空振りの結果という場合も含めて）反対売買による乱高下の動きが強まることが想定される。

《 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の金融引き締め継続	=>	ドル高
		E C Bの金融引き締め政策	=>	ユーロ高
		日銀の緩和政策継続（足元）	=>	円安
		” 修正（新年度）	=>	円高
② 経済・物価要因	…	米国景気の堅調	=>	ドル高
		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問題	=>	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

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート （136.22円） : 125↑ ~ 145円↑

ユーロ円レート （144.28円） : 135 ~ 150円

VI. 株式市場動向と見通し

外国株

雇用統計（1月分）が予想以上の強さだったことから、「金利低下シナリオ」が後退し、楽観的なマインドにブレーキが掛かった。先行きへの慎重な見方が強まった。

（強気材料）

- ① 政策金利の利上げ完了&年内での利下げ期待
- ② 2023年でのソフトランディング or ノーランディング観測
- ③ 2024年からの景気回復、企業収益の回復期待

（弱気材料）

- ① インフレ再加速懸念
- ② 利上げが一服しても市場金利は高止まりする
- ③ 企業業績の減益局面は長引く

企業業績は下方修正され減益局面入り。

S&P500ベースのEPS（1株あたり純利益）は、22年10～12月期から9四半期ぶりに前年同期比減益（▲3～5%程度）に転じた。

23年1～3月期は▲6%減益、4～6月期まで減益予想。

「GAFAM」のIT大手企業の業績は軒並み厳しい。2022年10～12月期は、グーグル（▲34%減益）で4四半期連続減益、アップル（▲13%）で4年ぶりの減収、メタ（▲55%）、アマゾン（▲98%）など。時価総額が大きく主要株価指数へのインパクトは大きい。

S&P500銘柄の予想収益（今後12ヵ月：ファクトセット集計）での1株あたり利益予想値は225ドル、アナリスト予想は高止まりしており、下方修正リスク（▲10%程度）が高い。

株式益回りは1，6%で16年ぶりの低水準にある。長期金利との比較では割高感が強い。

NYダウ平均株価はインフレ再燃を嫌気して上値が重い展開となり、2月24日までの4週間連続安になる。昨年11月から33000~35000ドルでのボックス圏での推移が4ヵ月間続いている。

現行水準（ダウ平均株価の33000ドル、S&P500の4000）を下回ると、弱気相場転換が明らかになり、調整局面入りが確認される。

英国株が上昇局面。FTSE100指数は上値追いで、最高値の更新が続いている。英イングランド銀行（BOE）の利上げはピークに近づいており、3月に+0.25%の引き上げ後は、当面利上げを停止するとの観測が支え。

日本株

(1) 企業業績

《 日経平均 業績・資産予想 》

	(12月23日)	(1月27日)	(2月24日)
株価	26235円	27382円	27453円
PER	12.23倍	12.90倍	13.03倍
EPS	2145円↓	2153円	2106円↓
PBR	1.10倍	1.15倍	1.18倍
BPS	23850円↓	23810円↓	23265円↓

企業業績は下方修正・減益局面。

22年12月決算発表の結果集計を受けての、2023年3月期の純利益見通しは前期比+5%から+2%に下方修正。

製造業が▲7%と3年ぶりの減益見通し。非製造業は+12%と3年連続の増益予想。日本電産に始まり、村田製作所、パナソニック、富士通、デンソー、京セラ、TDK、レーザーテックなどの電気機器（電子部品、半導体）や、日野自動車、三菱自動車、トヨタ（原材料高によるコスト負担と円高）などの輸送用機器、さらには郵船、商船三井などの海運会社や、関西電力、東北電力などの電力・ガス業などが下方修正に至っている。

23年3月期決算は減益の可能性が高い。中国景気の動向によっては、24年3月期も減益となる可能性もある。

- ① パソコン、スマホからの半導体需要の鈍化
- ② 米国の先端技術製品の中国向け禁輸の影響
- ③ 中国の生産体制の不安定化
- ④ 自動車の半導体不足による減産の動き

(2) 東京株式市場

日経平均株価は、過去1年間26000円から28000円でのボックス圏（昨年8月の高値29000円、3月の安値25000円が唯一例外）での推移が続く。

米国の主要IT会社の2022年第4四半期決算実績は減益。23年前半までの事業環境見通しも厳しい。

日本のハイテク関係の部品・最終製品メーカーにも遅れて波及効果が及ぶ懸念がある。

物価の上昇、脱デフレマインドの醸成、政府サイドからの賃上げ要請など、昨年までとは異なった環境に移行したことで、持続的な賃金上昇が期待されたが、一部の大手企業が人材確保と存在感アピールの為に若手社員中心に経済処遇の改善に動いているが、その動きは限定的。

海外投資家の一部からは、本格的な「デフレ局面」からの脱却による新たな「好循環サイクル」へのスタートが期待されたが、どうやら不発に終わりそう。

「春闘賃上げ率が+3%程度」なら「日本への期待外れ」に暗転しかねない。

日本の経済成長・物価・企業収益などのファンダメンタルズの相対的な安定さを海外投資家は評価している。一方で「政治の不安定さ」「公的債務」「日銀BS懸念」はマイナス材料。

企業業績が下方修正される見通しと、金利上昇による割引率（株価収益率）の低下から、株価には下押し圧力が強まりやすい。特に、ハイテク製造業と割高銘柄は調整リスクが高い。

2024年からの「NIISA口座拡充」は、息の長い強気材料である。高配当率銘柄、連続増配（実績・期待）銘柄には、若年層（Z世代）投資家からの投資資金の流入が継続する見込みである。

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価（27452円） :
26000円（抜ければ24000円） ~ 29000円

（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。