

投資環境と金融市場の見通し（115）

2023年 3月31日

田淵英一郎

I. 要約

< 景気・インフレ・金融政策 >

- ① 昨年来の物価上昇、金融政策の引き締め転換から1年が経過した。状況の変化から、次の新たな局面へ移行するターニングポイントを迎えていると思われる。
 - ・ 「政策金利引き上げ」効果が景気・物価にどの程度の影響をもたらすのか
 - ・ 「市場金利の上昇」が金融機関の信用リスクに波及し始めた
 - ・ カネ余りとバブル・マインドによる「隠れ債務」や「リスク対応不在」が新たな「金融危機」につながる可能性が顕在化した
- ② 「シリコンバレーバンク」の破綻は、複数の「金融危機」リスクを明らかにした。
 - ・ スタートアップ企業、VC、中小銀行のリスクマネーに依存した実態
 - ・ 過大な預金量を米国債・住宅ローン担保証券（MBS）で運用していた金利上昇リスクに晒されたALM管理
 - ・ SNSで信用不安心理と預金解約が拡散した現代版「取り付け」パターン
- ③ 「クレディ・スイス・グループ」の破綻は、（福島原発事故と同じように）想定外の非顕在化リスクが表面化した異常な事態。国際金融危機を紙一重のタイミングで回避した。国・金融当局による“非常時対応”は今後問題・禍根を残した。
- ④ 欧米の金融機関の破綻連鎖は、金融当局による迅速な止血対応により、一旦は小康状態となっている。しかし別の事案が何時顕在化するのか、どこまで広がるのか、現時点でも「不透明感からの疑心暗鬼」マインドは続いている。
- ⑤ 今回の混乱により、銀行の資金貸し出し基準・マインドは厳しくなることから、今年後半の景気にさらなる下押し圧力となる。「景気後退」リスクが一段と大きくなってきた。一方、物価上昇圧力も緩和されるのでインフレ終息にはプラスか。

- ⑥ F R B（パウエル議長）は、1年前の年初と同様にインフレ見通しをまた誤った。雇用統計(1月分:2月3日発表)により政策金利引き上げの再加速に傾いていた。しかし、3月のF O M C前の米銀の連鎖破綻により、その対応を緩和せざるを得なくなった。今後は景気・物価判断の上に、信用・金融不安も考慮しなければならなくなったので、状況判断・政策対応は一段と難しくなる。
- ⑦ 植田次期総裁による国会での所信表明はそれなりの安心感をもたらし、就任後に対処すべき課題と優先順位が見えてきた。欧米市場の混乱が鎮静化するまでは拙速な対応は無理なので、新体制は“様子見・徐行運転”でスタートか。

< 債券・為替・株式市場 >

- ① 3月に表面化した欧米金融機関の破綻の動きは、金利上昇へのブレーキ役になる。今年後半の景気減速圧力も強まることから、市場金利はピークアウト感が出る。
- ② 金利差拡大で米ドル、ユーロが買われてきた展開から、当面は金融不安の影響を意識せざるを得なくなった。ドル安進行のリスクが高まり、円高要因が強まった。
- ③ 日銀の政策変更に期待した海外投資家からの“売り攻勢”は、一旦巻き戻しを余儀なくされた。植田新体制がスタートする4月以降の推移を見守りながらの様子見スタンスが当面続く。
- ④ 過去10年間の「異次元緩和政策」は、いずれ時間をかけて緩やかに修正されていく。長短金利は時間を掛けて一旦は水準訂正されるので、「日銀の債務超過」リスクが徐々にクローズアップされていく。
- ⑤ 新型コロナ感染拡大の一段落（マスク着用緩和）、物価対策発動による心理効果、岸田政権の支持率回復、W B C勝利など、海外市場での金融不安の台頭に比べて、（評価されるべきものではないが）日本を取り巻く材料に明るい兆しが出てきた。短期的には、日本株は海外市場と比べて相対的に安定感・割安感が出ている状況にある。
- ⑥ 2024年からの「新N I S A制度」により、長期・安定した投資資金の流入が期待される。株式需給にとって永続的な強気材料となる。高配当率銘柄、高配当指数E T Fなどに継続的な投資資金の流入が期待される。

Ⅱ. トピックス

【 金融機関の連続破綻とリスクの露呈 】

< 中堅銀行の連続破綻 >

2022年から始まった、「政策金利の引き上げ」「市場金利の上昇」「量的緩和の縮小」による、投資資金の逆流（＝「キャッシュへの回帰」）が顕在化してきた。

そのしわ寄せは、限界的な「ベンチャー・スタートアップ企業」「暗号資産ビジネス」に依存している脆弱な新興・中小銀行に波及した。

「クレジット（信用）リスク」による破綻ではなく、「金利上昇リスク」「キャッシュフロー・リスク」による古典的な金融倒産が露呈した。

暗号資産に特化した『シルバーゲート銀行』（SGB：①）が3月8日に破綻した。

2022年から始まった暗号資産関連の顧客が預金を引き出したことで連邦住宅貸付銀行（FHLB）から融資を受けていた。

続いて預金保険対象外の預金比率の高い銀行が、顧客から預金引き出しのターゲットとなった。

カリフォルニア州をベースとして、スタートアップ企業向けの融資を行っている

『シリコンバレーバンク』（SVB：②）が3月10日、資金繰りの悪化から破綻した。

米国の預金保険機構である連邦預金保険公社（FDIC）の管理下に入った。

総資産（2022年末時点）は2090億ドルで全米第16位の規模。

預金残高は1754億ドルで、直近3年間で3.8倍に急増した。これを米国債や住宅ローン担保証券（MBS）中心に運用（4分の3は満期保有）していたが、金利上昇により評価損が膨らんだ。

SVB②の持ち株会社SVBフィナンシャルグループ（SVBFG）は、格付けの引き下げ見通しに対応して8日に売却可能な有価証券（210億ドル相当）を売却し、18億ドルの売却損の計上と22.5億ドルの増資計画を発表したが、増資に応じる金融機関が現れなかったため、FDICの管理下入りした。

資金流出・キャッシュフロー不足・取り付け騒ぎ（SNSによる史上初）の典型的な黒字倒産である。17日には連邦破産法11条の適応を申請し、民事再生を行うことになった。2008年9月に経営破綻した、貯蓄金融機関最大手のワシントン・ミューチュアルに続く2番目の規模となった。

SVB②は1983年創業、ベンチャーキャピタルが投資しているITやヘルスケアのスタートアップ企業の約半数と取引がある中堅銀行。地元のサンフランシスコ連銀は検査の結果、流動性リスク、ガバナンス不全、金利上昇リスクを指摘していた。

イエレン財務長官は3月12日、「米政府はSVB②を救済する考えがない」ことを明言した。他の金融機関による買収を含む幅広い選択肢が検討されていることを根拠とした。

SVB②に続いて、『シグネチャー・バンク』（SB：③）が12日、ニューヨーク州金融当局により事業停止となった。SVB②の経営破綻が他の金融機関に波及した。同行の総資産は1103億ドル（2022年末時点：全米29位）、預金量は885億ドル。SB③には暗号資産業界からの預金預け入れが多いとされ、これを不動産融資に急拡大させた。不動産関連企業からの預金引き出しが破綻の引き金とされた。SB③の破綻をきっかけとした暗号資産業界への「当局の意図的な締め付け」との疑念も観測されている。

財務省、FRB、連邦預金保険公社（FDIC）は3月12日、銀行2行の破綻が金融システム全体へ波及することを断ち切る為に、預金者の保護に急遽舵を切った。

- ① 預金保険での保護される上限金額は1口座当たり最大25万ドルに設定されているが、SVB②、SB③両行の預金を全額保護することを決定
- ② 「預金者の貯蓄の安全性を確保するために必要な措置を講じる。SVB②と同様なシステミックリスクの例外措置によりSBの預金者も保護される」との共同声明を発表
- ③ 貸し付け条件を緩和した「バンク・ターム・ファンディング・プログラム（BTFP：緊急融資枠）」を設定（22日時点では536億ドル）
- ④ 預金の流出懸念がある場合には米銀全体に緊急融資を行う

続いて標的となったのが、カリフォルニア州の中堅銀行で富裕層、不動産、IT企業との取引が多い『ファースト・リパブリック・バンク』(FRC：④)である。

やはり預金保険対象外の預金比率の高い銀行で、総資産は2126億ドル(22年末時点)で全米第14位の銀行。

< FRB、FDICによる対応 >

JPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカなど大手銀行11行は16日、預金流出が加速するFRC④に対して、資金繰りを支える為に合計300億ドルを預金すると発表した。

S&Pグローバルは19日、同社の信用格付けを「シングルBプラス」(投機的水準)に引き下げた。

『シグネチャー・バンク』(SB：③)はFDIC(連邦預金保険公社)の仲介で、ニューヨーク・コミュニティ・バンコプ(NYCB)により買収される、と19日発表された。預金の大半を引き受け、融資総額(129億ドル)を27億ドルで買い取り384億ドルの資産を引き受ける。対価として3億ドルのNYCB株式をFDICに支払う。預金の1部と600億ドル分の融資はFDICが保有する。

連邦預金保険公社(FDIC)26日、『シリコンバレーバンク』(SVB：②)をファーストシチズンズ・バンクが買収することで合意した、と発表した。全ての預金、融資、支店を受け継ぐ。ファーストシチズンズ・バンクは、ノースカロライナ州本社の全米30位の中堅銀行。SVBの資産(720億ドル)を165億ドルで買い取る。

FRBが市中銀行に貸し出す「プライマリー・クレジット」は、3月16日時点で1528億ドルと前週比33倍に急増した。リーマン危機の2008年10月の水準(1100億ドル)を1週間だけで大幅に上回った。

FRBの総資産は8.69兆ドルと、1週間で+3000億ドル増加した。

昨年6月から開始している「量的引き締め(QT:Quantitative Tightening)」での吸収額6000億ドルの半分に相当する流動性を放出した。

日・米・欧の6中央銀行は3月19日、米ドルの供給を拡充すると発表した。

中銀が市場にドルを供給するのは通常は1週間に1度だが、毎日供給することで民間金融機関の資金繰りを支える。リーマンショック時、新型コロナウイルス拡大時と同様の対応を採る。4月末まで継続する。

イエレン財務長官は21日、「金融不安が今後さらに広がった場合には、預金の全額保護などの臨時措置をさらに拡大する」と発言した。シリコンバレーバンク（SVB）への対応は限定的なケース、と表明してきたのを軌道修正した。

イエレン財務長官は23日、米議会下院で証言して、経営破綻したSVB②とSB③に対する預金の全額保護を巡り、「必要があればさらなる措置を講じる用意がある」と述べた。

< クレディ・スイスの破綻・統合処理 >

米国発の信用不安が欧州に飛び火した。

クレディ・スイス・グループ（CSG：⑤）は3月14日、「過去の財務報告の内部管理に重大な問題があった」と発表した。株価は15日に前日比▲30%と急落した。スイス国立銀行（中央銀行）とスイス金融市場監督機構は、「必要があれば資金供給で支援する」との声明を公表した。CSG⑤は16日、スイス国立銀行から最大500億スイスフランを調達する、と発表した。

ECBは監督対象金融機関でのCSG⑤向け投融資の実態調査に乗り出した。

世界9大投資銀行（Bulge Bracket）のなかで第3位であるCSG⑤は、2022年10月に破綻観測が一度高まった。経営不安の観測から、預金や預かり資産の流出が顕著になった。金融取引で巨額損失を計上し、マネーロンダリング取引で有罪判決も受けたことで、2022年4～6月期まで3四半期連続の最終赤字が嫌気された。

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2割削減して4.3万人にする再建案を発表した。

2022年12月期の最終損益は▲72億スイスフラン（約1兆円）の赤字で、2期連続だった。主力のウェルスマネジメント・ビジネス部門での顧客離れが顕著で、預かり資産は5400億スイスフランに3割減少した。自己資本比率は14.1%で、スイス金融当局の要求水準である10%を超えていた。

スイスの金融機関最大手であるUBSは19日日曜日、CSG⑤を32.5億スイスフラン（4300億円）で買収することで合意した、と発表した。CSG⑤株は@0.76スイスフラン/株の評価となり、17日終値（@1.86スイスフラン/株）から▲59%ディスカウントされた。

交渉時でのUBSが当初に提示した株式養家は@0.25スイスフラン/株だった。CSG⑤はこれに反発して折衝が続いていた。

スイス政府は、買収に伴う損失について90億スイスフランの政府保証をUBSに与えるなどの条件で、週末日曜日になんとか買収の合意にこぎつけた。

スイスのケラーズッター財務相は27日、「スイス政府が介入して救済しなければ、CSG⑤は20日月曜日を生き延びることが出来なかった。資金決済が未済となって大きな混乱が生じ、世界の金融危機が想定された。株主・投資家が損失を被ったが、それ以外の選択肢だったら更に大きなリスクに繋がった」ことを明らかにした。

< AT1債（Additional Tier 1 Bond） >

CSGが発行していた「AT1債」（発行額＝160億スイスフラン（約2.2兆円））の価値がゼロになる、とスイス金融市場監督機構（FINMA）が発表したことから、「AT1債」の問題点と警戒感が高まった。

「AT1債」は銀行の財務が悪化した時に保有者が損失を引き受ける高利回り劣後債。自己資本にカウントされるので、リーマンショック後の2020年代半ばから世界の100の金融機関が発行した。うち欧州の金融機関が8割を占めており、残高合計は30兆円。フランスの金融機関が290億ユーロ（約4兆円）、スペインが220億ユーロ、ドイツが170億ユーロなど。

日本のメガバンク3行も発行しており、残高は3.6兆円。

資産対比で発行額が多い銀行としては、スイスの大手2行のほか、英バークレイズ、英スタンダードチャータード、仏ソシエテ・ジェネラルなどが次の懸念先。

CSGの救済・(UBSとの)買収をリードしたスイス政府・中央銀行・監督当局が株式処理(破綻)の前に、劣後債券である「AT1債」を全額毀損としたことに、株主・投資家から情報開示や政策決定プロセスに不満や訴訟リスクが高まっている。しかし、スイスの発行したUBS、CSGだけは、経営破綻時に独自の損失吸収のトリガー条件が付帯しており、目論見書でも開示されていた。その分の取引価格はディスカウントされなければならないはずだが、市場価格はそうっておらず、認識度合いが低かったことになる。ピムコ、インベスコ、ブルーベイ・アセット(英ヘッジファンド)などの債券投資会社が保有していた。

「AT1債」ショックにより、「AT1債」総合指数は発覚前の年初の戻り高値から▲20%以上急落している。

< 今後の注目ポイント >

「金融不安・危機が伝搬することをとりあえず断ち切る」のが優先対応だったので、金融市場は短期的には落ち着きを取り戻しているが、火種は残っており、金融市場の疑心暗鬼は続いている。

今後の注目ポイントは、

- ① 2008年のリーマンショック発生を踏まえて構築された国際的な金融規制の仕組み(危機再発防止の枠組み)の見直し・再強化
- ② 「G-SIBs」(グローバルな金融システム上重要な銀行)30行への規制強化(保有債券評価、情報開示)や資本増強
- ③ FRBによる金融システムと銀行(流動性対応)への監督・規制の強化
- ④ 米国の金融機関における保有債券の評価損失状況の掌握
- ⑤ 南欧地域(特にイタリア、スペイン)での金融機関の破綻リスク
- ⑥ 日本の地方銀行の債券投資・損失状況
- ⑦ GIPF(年金積立金管理運用独立行政法人)の評価損失とポートフォリオ

米連邦預金保険公社（FDIC）の試算では、米国の金融機関全体での債券の含み損は2022年末時点で6204億ドル（80兆円）、前年の79億ドルから急拡大している。

金融庁は、地方銀行（特に地域を代表する主要20行）の財務健全状況と運用リスクの重点検証を、2022年12月から始めた矢先の出来事だった。外国債券の保有状況と資産とのバランスによる健全性を注視している。

地銀の国内債・外国券での含み損失は、22年12月末時点で3兆円。

GIPF（年金積立金管理運用独立行政法人）が経営破綻したシリコンバレーバンク（SVB：①）、シグネチャーバンク（SB：②）の株式・債券を2021年度中に買い付けて、現在も保有している可能性が明らかになった。2022年3月末時点でSVBの株式238億円、債券199億円、SBの株式114億円、合計551億円を保有していた。

GIPFの運用実績（22年4～12月期）は、国内株式▲0.6兆円、外国株式▲2.7兆円、国内債券▲1.8兆円、外国債券▲2.1兆円で、累計7.2兆円。

< ご参考：リーマンショック >

2000年前後に発生した“ITバブル”が崩壊した後、2005年から2006年の景気回復過程で地価上昇により“住宅・不動産バブル”状態となった。金融機関は信用創造を拡大させ、米国ではサブプライムローン（信用評価の低い低所得者向けの住宅ローン）の取り扱いを増加させた。

2007年から住宅市場の悪化が明らかになり“住宅バブル”が弾けると、不良債権の増加から金融機関の連鎖倒産となった。

2007年8月にBNPパリバ銀行（仏）が、投資信託の資金繰りから「パリバ・ショック」を引き起こし、08年3月にはベア・スターンズ（米）が破綻した。

9月にリーマン・ブラザーズ・ホールディングスが、米国史上最大である負債総額6000億ドルで経営破綻した。



【 3期目に入る習近平体制 】

全国人民代表大会（全人代）が3月5日開幕し、2023年の実質経済成長率目標は「+5%前後」と発表された。2年連続の引き下げで、1991年以来の最低水準。22年の成長率の実績（+3%）が目標（+5.5%前後）を、「ゼロコロナ政策」により下回ったので、無難で現実的な目標に留め、「安定性」を重視した。

その他、

- ① 財政政策の拡大による「消費の回復・拡大」を図る。財政赤字の対GDP比率を2.8%から3.0%に引き上げる
- ② 若者の就職難への不満解消の為に、新規就業者数を1100万人から1200万人に引き上げ
- ③ 科学技術は政府主導による自立自強（内製化）を徹底
- ④ 国防予算の伸びは+7.2%増
- ⑤ 一部の地方政府では財政収支不均衡が拡大、隠れ債務が増加

昨年の党大会で3期目の続投が決定していた習近平総書記が、3月10日に満票で国家主席に選出された。中央軍事委員会主席の3ポストを兼務する。

習近平体制3期目の最高指導部（7人）の特徴としては、

- ① 習近平1強・独裁体制
 - => 1人（無派閥）以外は6人が習近平派
 - => 全員が主席に直結したイエスマン
 - => 鄧小平が構築し30年間行ってきた「集団指導体制」が終焉
- ② 全員が60歳台の高齢化集団
 - => 次世代の後継者が不在・不明
- ③ 過去の地方勤務時代での秘書役を徴用
 - => 李強首相は習主席が浙江省トップの時の党委秘書長
 - 丁副首相は習主席が上海市トップの時の秘書
- ④ 経済政策は李強首相（中央政府、副首相の経験がない）、丁薛祥副首相、何立峰副首相（金融行政担当）が担当するが、実際は習主席の直接指示か

中国共産党のこれまでの体制維持・意思決定プロセスの特徴として、

- ① 原則・ルール・慣例に拘泥せず
- ② 人事登用では派閥・個人的つながりを重視

習近平体制になり、第2期目の末期からその傾向が一段と明白になった。

- ① 68歳で公的ポストから勇退（共産党の慣例）ルールの破棄
- ② 国家主席・副主席の任期は2期10年（中華人民共和国憲法）を無実化
…> 2018年3月に憲法改正して無制限に

将来の“台湾有事”と“米国との対決”を意識して、ハイテク（半導体）、金融監督、治安維持の分野における指導・監督組織を政府部門から共産党の内部組織に移管して、共産党による統治を厳格化し指導力を強めることを意図した。

「共産党一党（習近平国家主席）支配体制」へさらに踏み込んだ。

金融分野、ハイテク分野での共産党支配体制が進行している。共産党、共産主義の指導・ドグマが及ばない概念の

- ① 市場経済、富裕・拝金志向
- ② グローバル・ロジスティクス供給

に21世紀になって傾斜しすぎた金融業、IT産業を、習近平体制の下で監督・指導体制を堅固として締め付けを強める方向にある。

習近平体制の3期目では、「台湾有事（侵攻）」がほぼ確実視（2027年？）されるので、「軍事態勢」優先の為の金融・ハイテクの支配下強化に動くのは当然である。米中間での軍事衝突の前に、金融・ハイテク分野での衝突が、時間の経過とともに激化の一途を辿ることが想定される。

【 岸田政権と政策・政局動向 】

- ・ 毎日新聞（ 3月19日）…支持33%（+ 7%）、不支持59%（▲ 5%）
- ・ 共同通信（ 1月29日）…支持38%（+ 5%）、不支持44%（▲ 4%）
- ・ NHK（ 3月13日）…支持41%（+ 5%）、不支持40%（▲ 1%）
- ・ 時事通信（ 3月13日）…支持30%（+ 2%）、不支持41%（▲ 1%）
- ・ 読売新聞（ 3月19日）…支持42%（+ 1%）、不支持43%（▲ 4%）
- ・ FNN・産経（ 3月19日）…支持46%（+ 5%）、不支持48%（▲ 5%）
- ・ 朝日新聞（ 3月19日）…支持40%（+ 5%）、不支持50%（▲ 3%）
- ・ 日経新聞（ 3月26日）…支持48%（+ 5%）、不支持44%（▲ 5%）

安部元首相の国葬儀決定以来、半年にわたって内閣支持率が不支持率を下回る状況が続いていたが、支持率が上向きに転じて不支持と拮抗してきた。「解散・総選挙」実施観測まで出てくるようになった。前回の総選挙は2021年10月31日。

4月の統一地方選と衆院・参院補欠選挙を意識して、勘所のある外交活動と予備費予算を配分してのバラマキ・アピールを続けているのが奏功してきた。

- ① 韓国との徴用工問題の解決策の合意（3月16日）
- ② インド訪問（3月20日）でのインド太平洋地域に750億ドルの支援表明
- ③ ウクライナ訪問（3月）時にエネルギー分野などに4.7億ドルの無償支援とゼレンスキー大統領の5月のG7広島サミットへのオンライン出席招待
- ④ マスク着用の個人自主判断への緩和（3月13日）

今後の政治日程としては、

- ① 「異次元の少子化対策」の表明（3月末）
- ② G7サミット（5月19～21日：広島）
- ③ 「骨太の方針」の決定・表明（6月）
- ④ 通常国会会期末

内閣不信任に繋がった事案は、年月の経過とともに風化しつつある。

- ① 「敵基地攻撃能力」、防衛費増額、財源問題
- ② 統一教会問題
- ③ 高市早苗元総務大臣の放送法に関する行政文書問題

政府は3月28日、「物価高と新型コロナ対策」として予備費からの追加支出を閣議決定した。22年度予算の予備費から2.2兆円支出する。2023年度予算も過去最大の総額114兆円規模で可決・成立した。過去最大規模は11年連続。歳出総額は前年度比+6.7兆円、防衛費は前期比+1.4兆円増の6.8兆円で社会保障費に次ぐ2番目の規模。予備費も3年連続で5.5兆円計上されている。

政府が「臨時交付金」を創設して、新型コロナ対策の軽減策を始めたのは2020年4月。ウクライナ危機以降の物価高対策も加わり、補正予算と予備費による総額は18兆円となった。

給付金、地域振興券、業界（自民党支持団体）対策として、

- ① 地方自治体が使い道を決められる「地方創生臨時交付金」として1.2兆円、うちLP（プロパン）ガス利用者支援として7000億円、住民税非課税世帯に一律@3万円を給付で5000億円
- ② 低所得世帯向けに子ども1人あたり@5万円の支給（1550億円）
- ③ 配合飼料の価格高騰対策として畜産農家に965億円
- ④ 輸入小麦価格の激変緩和措置として310億円
- ⑤ 新型コロナ対策として地方自治体の「緊急包括支援交付金」に7365億円別途、ウクライナ支援として予備費から655億円を支出する。

防衛費は2024年度以降もGDP比2%まで増額が続くことが規定方針であるが、「少子化対策」予算の急増も見込まれる。

自民党は3月29日、総額8兆円の「少子化対策」案を政府に提示した。59項目にわたる提言が総花的に為されている。中心は「児童手当の拡充」で総額は8兆円規模。

- ① 所得制限を撤廃
- ② 対象年齢の引き上げ（18歳？まで）
- ③ 多子家庭には手厚い支給

という基本観の下に、小中学校の給食費無料化、新婚家庭への住宅支援、出産費用の保険適応などが明記された。財源に関しては言及なし。

Ⅲ. 内外景気動向

【 景気動向 】

銀行の経営リスクの高まりによる信用収縮（企業向け融資の厳格化、住宅ローンの貸し出し引き締めなど）の予想から、今後は景気に対して下方修正圧力がかかる。

「今年後半の景気後退」懸念が再度強まってくることが想定される。

インフレ上昇はピークアウトを見せているが、水準は高止まっている。

金融不安に対処する為に政策金利を引き下げようとしても、引き下げがままならないジレンマとなることも想定される。バンク・オブ・アメリカの機関投資家調査（3月）では、「スタグフレーション」予想が80%に達している。

【 インフレ動向 】

○ 主要国 物価上昇率（2月）

	卸売物価（ 1月分 ）	消費者物価・コア分*（ 同 ）
米国	： + 4.6%（+ 5.7%）↓	+ 5.5%*（+ 5.6%）↓
ユーロ圏	： —（+ 15.0%）	+ 5.6%*（+ 5.3%）↑
英国	： —（ — ）	+ 6.2%*（+ 5.8%）↑
日本	： + 8.2%（+ 9.5%）↓	+ 3.1%*（+ 4.2%）↓
中国	： ▲ 1.4%（▲ 0.8%）↓	+ 0.6%*（+ 1.0%）↓

○ 主要国 消費者物価（コア）上昇率

	ピーク時期	上昇率	直近値（2月）
米国	： 22年9月	+ 6.6%	+ 5.5% ▲ 1.1%
英国	： 11月	+ 6.6%	+ 6.2% ▲ 0.4%
中国	： 10月	+ 2.9%	+ 1.0% ▲ 1.9%
日本	： 23年1月	+ 4.2%	+ 3.1% ▲ 1.1%
	ボトム時期	上昇率	直近値
ユーロ圏	： 21年7月	+ 0.7%	+ 5.7% + 5.0%

米国 :

インフレ、景気見通しは強弱感が交錯し不透明感が続いている。IT企業を中心にレイオフはリーマンショック時以降での最も高水準になっているが、“雇用面”での経済指標の強さは変わらず。。

- ① 人手不足状況が続く
- ② 労働賃金・人件費の下方硬直な上昇
- ③ サービス価格の強調が物価上昇を牽引
- ④ 金利上昇が物価抑制には明確に働かない状況が当面続く

米労働省発表の1月の雇用動態調査（JOLTS）では、非農業部門の求人件数は1082万件で、前月比▲42万件減だが、失業者1人に対して求人は1.9件ある。労働市場はなお逼迫している。

失業保険統計での新規失業保険申請件数は歴史的には低水準で推移している。

雇用統計（2月）の結果は強弱マチマチ。非農業部門雇用者数は前月比+31.1万人の増加で、事前予想（+20万人）を上回った。1月分は、+51.7万人から+50.4万人に修正された。堅調な雇用情勢（人出不足）が続いている。

失業率は3.6%で、1月（3.4%）から上昇した。

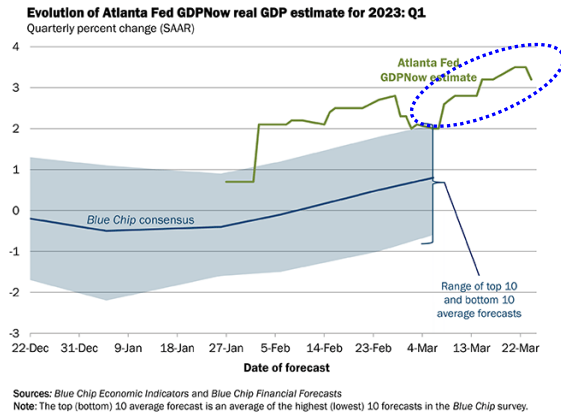
時間当たり平均賃金は前年同月比+4.4%で1月から横這い。

1～2月の企業・政府機関でのレイオフ総数は18.0万人、2009年のリーマンショック時同期の42.8万人に次ぐ水準となった。

アマゾン・ドット・コムは1.8万人、グーグルは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。

2月の人員削減計画は7.7万人、前月比▲24%減だが前年同月比では5倍強。

【 アトランタ連銀 **GDP Now** 】



卸売物価指数上昇率（2月）は前年同月比+4.6%、1月（+5.7%）から▲1.1%pt 低下した。昨年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）は前年同月比は+4.4%で、1月と同じ。

消費者物価上昇率（2月）は前年同月比+6.0%、1月の+6.4%から低下。昨年6月（+9.1%）をピークに8ヵ月連続して伸び鈍化。事前予想と同じ。ガソリン価格は▲2.0%。

コアベース（除く食品、エネルギー）は同+5.5%。1月の+5.6%から低下。昨年9月（+6.6%）のピークから6ヵ月連続で鈍化。

欧州圏 :

ユーロ圏の消費者物価上昇率（2月）は前年同月比+8.5%、4ヵ月連続の鈍化。コアベースでは+5.6%で、1月（+5.3%）から加速（3ヵ月連続）した。

英国の消費者物価上昇率（2月）は前年同月比+10.4%、1月（+10.1%）から4ヵ月ぶりに上昇した。除くエネルギー、食品のコア指数は+6.2%で、1月（+5.8%）から上昇した。

新興国（中国）

卸売物価（2月）は前年同月比▲1.4%、1月（▲0.8%）から一段と低下して、5ヵ月連続のマイナス水準で推移している。

消費者物価（2月）は前年同月比+1.0%、1月（+2.1%）から大きく低下した。内需の低調さが反映した。除く食品・エネルギーのコアベースは+0.6%、1月（+1.0%）から鎮静化した。

日本

企業物価指数（2月）は前年同月比+8.2%。1月（+9.5%）から一段と鈍化。ガソリン、航空燃料、電力・ガス料金下落が貢献している。

消費者物価（2月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+3.1%上昇、1月（+4.2%）から1年1ヵ月ぶりに伸び率は鈍化した。プラスは18ヵ月連続。2月からは政府の新たな物価高対策が始まり、電気代が2割、都市ガス代が1割抑制された。エネルギー全体では▲0.7%低下して、21年3月以来のマイナス。政府による光熱費抑制策要因がなければ、+4.3%に加速していた。統計上は1月（+4.2%）でいったんピークをつけた可能性が高い。

生鮮食品を除く食料は+7.8%で1月（+7.4%）から拡大した。値上げの勢いは収束せず、4月は前年比4倍の4892品目の値上げを予定。

春闘の初回集計結果（805組合分）は平均+3.80%（前年比+1.66%）、うちベア分（612組合分）は+2.33%。

中小企業（組合員数300人未満の398組合分）は+3.45%。未回答が多い。非正規雇用者の賃上げ分は時給ベースで+5.91%（同+3.35%）とかなりの増分となった。しかし、いずれも物価上昇分を充分カバーする水準ではない。

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	9回	5.00% +4.75%
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	3.60% +3.50%
ECB	0.00%	2022年 7月	6回	3.50% +3.50%
英国	0.10%	2021年12月	11回	4.25% +4.15%
スイス	▲1.25%	2019年 6月	5回	1.50% +2.75%
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	9回	3.00% +3.00%
香港	0.75%	2022年 5月	8回	5.25% +5.50%
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

金融市場の動揺、信用システム懸念により、「インフレ抑制」の為に昨年から続けてきた欧米の中央銀行の積極的な「利上げ政策」にブレーキを掛けるのか、方針どおり優先させるのか、難しいかじ取りが迫まられることになった。

米国FRBは金融システム安定の為に、3月22日FOMCでの利上げ幅を急遽減速した。インフレを再加速させるリスクがある。

欧州ECBは当初方針どおり+0.5%の利上げを実施し、インフレ抑制を最優先させている。

利上げを継続することで景気後退を招き、債券の含み損拡大が銀行経営の打撃となる。金融システムの不安と、景気後退が併存するのが最悪のシナリオ。

米国

FRBは3月3日、半期に1度公表する「金融政策報告書（ハンフリー・ホーキンス報告書）」で、「サービス価格全般、特に家賃以外の分野で物価上昇が鈍化する兆しが見えていない。生活必需品コスト上昇に対応できない人々に大きな苦難を強いている」として、金融引き締めの必要性を強調した内容だった。

パウエルFRB議長は3月7日、議会上院銀行委員会で証言し、「最新の経済統計指標は予想以上に強い。利上げペースを加速させる用意がある」と発言した。3月のFOMCでの利上げ幅を0.5%に戻すことを示唆した。さらに政策金利の目標水準も「従来予想を引き上げる可能性は十分にある」と明言した。

FRBは、2022年初からのインフレ加速局面から現在まで、情勢判断と政策執行の誤りを繰り返している。

- ① 2022年に入っての物価上昇（資源価格上昇＋賃金上昇）に対して、「物価上昇は一時的」との金融市場に優しい“ハト派的”判断とコメントを繰り返し、状況判断を見誤り対応が遅れた。
- ② 3月に「ゼロ金利政策」を解除（+0.25%）して、遅れを取り返すべく5月（+0.5%）、6月（+0.75%）に加速させた。

- ③ F F 金利がターミナルレート見通し（＝5%台前半）に向かって近づいてきた年末にかけては、12月（＋0.5%）、23年1月（＋0.25%）に減速させた。物価水準（WPI＝6%、CPIコア＝5.6%）は高止まっており、目標水準（＝2%）に到達する見通しがないにもかかわらず、「政策金利の引き上げピークアウト」という市場期待に迎合した。
- ④ 2月1日のFOMC後の記者会見では、「ディスインフレ」予想を繰り返し、「新規雇用者数の増加ペースは鈍化」と説明した。
1月雇用統計で明らかになったように、「雇用情勢（人出不足&賃金上昇）」と「サービス価格の高止まり」というインフレ要因への判断を再度見誤った。

FRBは3月21日・22日開催のFOMCで、0.25%の利上げを決定した。直園までは、インフレ懸念の再燃から0.5%引き上げの可能性が高まっていたが、前週から金融不安が急遽表面化したので、前回1月の0.25%の利上げ幅と同じに落ち着いた。引き上げないという観測もあったが、「インフレ抑制」の判断を優先した。9会合連続の利上げで、政策金利（F F 金利）の誘導目標水準は4.75～5.00%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。従って、残りの引き上げ幅は＋0.25～0.50%（1回分）しかない、ということになる。

会合後に発表した声明文とパウエル議長の会見で明らかになったのは、

- ① 「継続的な利上げ」という文言が消滅
- ② 「インフレ圧力はまだ強い」が今後の見方には「低下する」が増えてきた
- ③ 「景気は今後鈍化する」との見方が大多数
- ④ 「銀行システムの安定の為にはあらゆる手段を行使」
- ⑤ 「23年での利下げで金融引き締めが終了する可能性はない」

GDP成長率見通しは2023年を0.5%から0.4%に、24年を1.6%から1.2%に下方修正した。

2024年末の政策金利見通しは、4.1%から4.3%に上方修正された。

政策金利の動きに敏感な2年債利回りは3月に入って強含みとなり、7日のパウエル議長の議会証言を受けて16年ぶりの5%台を付けた。

2年債と10年債の利回り格差は1.03%まで拡大して、「逆イールド」状態が加速した。

SVBの破綻が明らかになると、13日に国債利回りは急低下した。2年債利回りは4.0%まで、10年債は3.5%台に、2年債と10年債の利回り格差は0.4%まで縮小した。投機筋による国債先物のショートポジションが積み上がっていたので、ポジション解消の大きな買戻しとなった。

カナダ銀行（中央銀行）は1月25日、主要政策金利（翌日物金利）を0.25%引き上げて4.50%としたが、3月ではG7の主要中央銀行として初めて継続的な利上げを停止した。1月の議事要旨で明らかになったのは、「引き締め効果が予想以上に大きくなることで懸念する住宅市場」だった。

オーストラリア準備銀行（中央銀行）は3月7日、政策金利を0.25%引き上げて3.60%とした。10回連続の利上げで、政策金利は2012年6月（3.5%）を上回った。

欧州

ECBは3月16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12月15日、23年2月2日に続いて3会合連続の+0.5%の引き上げである。22年7月からの利上げは6回目で累計+3.0%引き上げられた。

主要政策金利は3.5%、中銀預金金利は3.0%になった。

直前にクレディ・スイスの経営不安が明らかになったが、前回2月に明言していた「インフレ抑制の為に+0.5%利上げ」を決定した。

ラガルド総裁は「インフレ上昇は長期にわたって継続することが予測される」と懸念を示した。また、物価と金融の安定は両立するとの判断からインフレ抑制に積極的な姿勢を見せた。

インフレの勢いにはピークアウトの兆候があり、物価上昇圧力は次第に弱まっている。利上げの副作用である市場金利上昇は、金融不安懸念が強まることが明らかになった。FRBとECBのスタンスは、今後の景気への下方圧力となり、金融システム危機につながる政策金利引き上げには慎重にならざるを得ないように変わってきた。

ECBは「量的引き締め」(Quantitative Tightening)を3月から開始している。保有債券の残高を毎月150億ユーロ減額させる。直近の資産総額は昨年末比▲2%の7.8兆ユーロ。ホルツマン・オーストリア中央銀行総裁(ECB政策委員会メンバー)は、保有資産の削減ペースを今夏以降「引き上げるだろう」とした。

英国イングランド銀行(BOE)は3月23日、政策金利を0.25%引き上げて年4.25%とした。11回連続の利上げで、前回(2月2日:0.5%)からは縮小させた。21年12月からは+4.15%引き上げられている。

スイス国立銀行(中央銀行)は3月23日、12月の0.5%の引き上げに続いて2回連続して政策金利を0.5%引き上げて、1.5%とした。昨年6月から4回連続で累計2.25%の引き上げを実施した。

日本

日銀は、黒田総裁での任期中最後の金融政策決定会合となった3月9・10日の会合で、大規模な金融緩和策の維持を決めた。足元の物価高は一時的として緩和的な金融政策を継続した。

日銀の保有国債の評価損(満期保有が前提なので含み損)は、22年12月末時点で8.8兆円。保有国債の簿価は564.1兆円、時価は555.3兆円。

日銀の試算では、「長期金利が+1%上昇した場合」の含み損失額は28兆円。

内田副総裁が国会で3月29日に明らかにしたのは、

「長期金利が2%に上昇した場合(0.5%=>2.0%)、含み損は50兆円」

10年物国債利回りは3月3日に0.505%と、上限とする0.5%を上回った。10日の金融政策決定会合での政策の現状維持を受けて、0.385%まで低下した。日銀が長期金利の許容上限を引き上げるとの一部の観測があったが、買い戻す動きとなった。

さらに経営破綻したシリコンバレーバンクの問題を受けて日本の国債に買いが集まり、14日には0.24%まで低下した。

海外投資家は2月に日本国債を3ヵ月ぶりに1030億円買い越した。3月に入ってから米欧の金融システムに対する不安が強まったことで、安全資産としての国債に買いが入り、13～18日の週間では5兆円近く買いが入った。

日銀の債務超過リスクがますます注目を集めている。

日銀が保有する国債の加重平均利回りは0.22%、保有資産全体では0.19%。日銀の当座預金残高は500兆円、短期政策金利を1.2%まで引き上げて、逆ザヤ幅が1%ポイントとなった時点で5兆円の支払い超過となる。

日銀の自己資本は11兆円しかなく、表面的には直ぐにでも債務超過に陥りやすいバランスシート構造となっている。

自らの政策決定行為（金利引き上げ&正常化）で自傷することになるジレンマに陥る難しさに直面し続けることになる。

【 3か月間の想定レンジ 】

米国長期金利（10年国債：3.549%） : 3.50 ~ 4.30%

日本長期金利（国債指標物：0.310%） : 0.30 ~ 0.70%

V. 為替市場動向と見通し

ドル円相場は、米国景気の堅調さと引き締め気味の金融政策が継続することを受けて、1月16日の1ドル=127円23銭の高値から3月8日には137円91銭の安値を付けた。ドルは対ユーロでも2ヵ月ぶりのドル高である1ユーロ=1.05ドルの高値を付けた。

ユーロも米ドルと同様、3月上旬までは金利差拡大を背景にユーロ高円安の動きとなり、2日には145円57銭の高値を付けた。3月中旬に金融システムを巡る不安が強まると、1ユーロ=138円台、1.05ドル台まで下落した。

為替見通し

3月中旬に金融機関の信用不安問題が起きるまでは、米国の物価動向や雇用情勢を受けた日米金利差の拡大による利上げ局面継続というファンダメンタルズ主導の展開だったが、米国から欧州に広がった金融不安の展開がマインド・チェンジとなった。利上げ長期化観測に支えられて、対円でのドル高、ユーロ高は弱気モードに支配され、しばらく気迷いムードとなる。今年の後半にかけては

- ① 米・欧経済が減速・後退に向かう可能性が高い
- ② 金融不安がどの程度拡大するのか不透明感が続く限りドル安・ユーロ安要因
- ③ 相対的に安定感のある円が評価されやすくなる

《 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 |
| ② 経済・物価要因 | … | 米国景気の堅調 | => | ドル高 |
| | | ユーロ圏景気減速 | => | 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
	欧米金融機関の信用不安	=>	円高
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

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (132.66円) : 125 ~ 140円↓

ユーロ円レート (144.60円) : 135 ~ 150円

VI. 株式市場動向と見通し

外国株

NYダウ平均株価はインフレ再燃、金融引き締め強化を嫌気して2月後半から3月にかけて調整局面を迎え、さらに中旬に起きた銀行の連続破綻から金融システムを巡る不安の高まりを背景に下値模索の動きとなった。

2月14日の34089ドルから、3月13日には31819ドルまで▲7%の調整となっている。更なる信用不安が起きるのか様子見ムードだが軽微な調整に留まっている。

割高状態だったのが、解消されつつある。

企業業績は下方修正されており、減益局面入りが濃厚。4月からの業績発表で確認されるが、一段の下方修正となり減益率が拡大する。

S&P500ベースのEPS（1株あたり純利益）は、22年10～12月期から前年同期比減益に転じ、4～6月期まで3四半期連続の減益予想にあるが、今年後半も厳しくなってきた。

日本株

（1）企業業績

《 日経平均 業績・資産予想 》

	（ 1月27日）	（ 2月24日）	（ 3月29日）
株価	27382円	27453円	27883円
PER	12.90倍	13.03倍	13.06倍
EPS	2153円	2106円↓	2135円↑
PBR	1.15倍	1.18倍	1.17倍
BPS	23810円↓	23265円↓	23831円↑

企業業績は下方修正・減益局面。23年3月期決算は減益の可能性が高い。
欧米景気が減速感を強めれば、24年3月期も連続減益となる公算が高い。

（2）東京株式市場

日経平均株価は、週足チャート（下記右図）で見る如く、過去2年間は26000円から30000円でのボックス圏の推移が続いている。

（（ 弱気材料 ））

- ① 先進国で唯一、（異次元の）金融緩和を継続しており、その修正局面での混乱が予想される
- ② 欧米市場の需要鈍化（特にIT製品）の影響を製造業が受ける

- ③ 米中関係の対立激化がグローバル生産・供給体制に影響する
- ④ 企業業績が減速・下方修正・減益局面に向かう

((強気材料))

- ① 過去10年間では最大の賃上げ気運の高まりから、所得・消費に好影響期待
- ② 欧米先進国の急速な物価上昇、市場金利高騰に比較すれば、低位安定・出遅れ
- ③ 2024年からの「新NISA制度」により、長期・安定した投資資金の流入が期待される。株式需給にとって息の長い強気材料となる。
高配当率銘柄、高配当指数ETFなどに投資資金の流入が期待される。
- ④ 株主還元への意識が高まったことで、連続増配や配当率の引き上げ銘柄が多くなってきている。

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価（27782円） :
26000円（抜ければ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。