

投資環境と金融市場の見通し（116）

2023年 4月27日

田淵英一郎

I. 要約

< 景気・インフレ・金融政策 >

- ① 物価上昇はピークアウトしモーメンタムは減速しているが、水準は中央銀行の目標を上回って高止まりしている。今後の注目点は「今年の後半に景気鈍化が進むのか」「金融不安（銀行の融資厳格化）が景気を押し下げるのか」
- ② 預金流出は一旦小康状態だが、安全資産に滞留しており資金回帰はしていない。信用不安への警戒感は燻っている。
- ③ 黒田総裁が4月8日退任し、昨年安倍元首相の逝去に続いて、過去10年間の日本の政治・金融面での統治リーダーが退場したことで新たな局面に移行する。黒田前総裁は、2013年3月から始まった「アベノミクス」の“3本の矢”の先駆け大将役を担い異次元緩和を10年間続けたが、結局、当初目標（＝「2年で物価上昇2%」「(デフレ状況から脱却して成長を取り戻す)」）ことは達成出来ず。追加々々の逐次追加対応したことで、「財政リスク」（国家と日銀の破綻リスク）が置き土産となった。有効な成長戦略・規制緩和が発動されることはなかった。
- ④ 植田新総裁は「金融緩和の当面継続」を表明し、市場に広がっていた「4月、もしくは6月での緩和修正」観測を意図的に打ち消した。欧米での金融システム不安が再燃する可能性が影響した。
- ⑤ FRBは、景気（年後半の鈍化基調）、物価上昇（高止まり状態からどうなるのか）、金融システム不安、という連立3次元方程式の解を慎重に判断しながら対処することが求められる。昨年年初からの物価判断、今年に入ってから金融政策のStop & Go判断、銀行破綻への対処、はチャブ付き気味で引き続き危うさがある。
- ⑥ 5月2・3日のFOMCでは利上げ（+0.25%）の公算が大きい。金融不安がこのまま沈静化するか不透明感があり、金融政策の先行きは混沌としている。
- ⑦ 5月4日のECB理事会（+0.5%）、11日の英国BOEの政策会合でも連続利上げの公算が大きい。

< 債券・為替・株式市場 >

- ① 米国は、インフレ鎮静化により政策金利引き上げ対応も終盤戦。市場は年後半の景気鈍化を徐々に意識した「利上げ休止」から「利下げ転換」に目線移してきている。長期金利は、22年秋のピーク、今年3月の2番天井での横這い推移。米ドルにも金利差縮小の影響が今後徐々に出てくる。
- ② ユーロ圏は物価の騰勢が衰えず、ECBの「インフレ抑制」スタンスは不変。理事会は政策金利引き上げをペースダウンせず。米・欧の金利差拡大によるユーロ買いの展開がしばらく続く。
- 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、一旦鎮静化した。植田新体制下で始まった新たな対応（検証総括、発言）や政策発動の見通しを確認しつつ次の仕掛けチャンスとタイミングを狙っている。
- ④ 過去10年間の「異次元緩和金融政策」は、時間をかけて慎重に緩やかに修正・解除されていく。短期金利の引き上げは当面ないと思われるが、実行されれば「日銀の逆ザヤリスク」に、長期金利の上昇は「日銀の債券含み損の増加」による「日銀の債務超過」が喧伝されることになる。
- ⑤ 植田新体制発足下での早期の金融緩和政策の修正見通しが遠のいたことから、日本国債・日本円・日本株に対して投資マインドは短期的にポジティブとなった。一方で、今年中には「修正への“初めの一步”に動く」との警戒感も強い。債券・株式市場では強弱観が錯綜している。
- ⑥ 米国、日本とも1～3月期の企業業績発表が本格化するが、実績と今期見通しは下方修正含み。日本の政治・金融市場・企業業績の安定感（ポジティブな変化は少ないが）、日本株の割高感がないこと、パークシャー・ハサウェイのバフェット会長の来日、などの材料から足元は堅調な戻り歩調。引き続きボックス圏での推移が続く。
- ⑦ 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、株式需給にとって息の長い強気材料となる。高配当銘柄、高配当指数ETFなどに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 】②

< 今後の注目ポイント >

金融市場は短期的には落ち着きを取り戻しているが、再発リスクが完全に無くなったとは見られていない。疑念・警戒心は依然として燻っていて、金融市場での疑心暗鬼は続いている。

全米の銀行における預金引き出し額は1200億ドルに達し、サブプライムローンの問題が表面化したことによる預金流出額（2007年3月）の2倍以上の規模である。「預金全額保護」という非常時対応を発動したことから「モラルハザード」（倫理観の欠如）が拡大し、富裕層の資産を保護したことによる格差意識が顕在・拡大している。

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 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
- ③ 検査・デューデリ方針の厳格化の動きを受けての新規融資の減少
- ④ 与信管理の見直しによる、不動産、投資ファンド、新興企業への影響
- ⑤ 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

2010年にリーマンショックの教訓から、「金融規制強化法（ドット・フランク法）」が成立した。トランプ政権下の2018年に、総資産2500億ドル未満の銀行はストレステストの負担軽減措置が為された。破綻したSVB、SBはこの対象だった。バイデン政権は総資産1000億～2500億ドルの中堅銀行の規制・監督強化を検討している。SVBの破綻経緯を反映したものとなる。

- ① 流動性の確保（ネット取引へのリスク対応）
- ② 利上げ局面でのストレステスト

【 大規模金融緩和政策の総括と今後の道程 】

黒田日銀総裁は4月8日に退任した。「異次元緩和（＝アベノミクス）」を主導し牽引した主役2人（安倍元首相、黒田総裁）が表舞台を去った。7日の退任記者会見では、

- ① 大規模な金融緩和はさまざまな効果をあげた
- ② 物価が持続的に下落するというデフレではなくなった
- ③ 長年のデフレの考え方や慣行（ノルム）により物価目標達成はかなわなかった
- ④ 大規模緩和を実施しなければさらなる悪化を招いていた

と10年間を総括（自画自賛）した。在任期間は13年3月から10年間に及んだ。

〔1〕 黒田前体制での緩和政策を総括

1. 状況認識（就任時の黒田総裁の説明、「リフレ派」「安倍元首相」の主張を含む）
 - ・ 1998年から15年間にわたる日本経済低迷の原因は「デフレ」状況にある。
 - ・ 「デフレ状況」に陥っている責任は「日本銀行」にある。
 - ・ 金融政策（＝大胆な金融緩和）によりデフレーションからの脱却は可能。
 - ・ やれることはなんでも大胆にやる（＝「期待」に働きかける）ことで、物価水準の引き上げと安定が図れる。戦力の逐次投入はしない。
 - ・ 大胆な金融緩和政策により期待物価上昇率が上昇し、実質金利が低下し、企業の設備投資が拡大し、消費は増えるので景気にはプラスに働く。
2. 目標
 - ・ 物価目標を他の先進国が設定している2%（コアCPIベース）とする。
 - ・ 物価目標を2年程度で実現する為、「マネタリーベースを2年間で2倍にする」
3. 具体的手段（開始後の追加的措置を含む）
 - ・ 量的資金供給（マネタリーベース）の拡大（2013年4月～：就任後の初会合）
 - ・ 「マイナス金利」の導入（2016年1月～）
 - ・ 「イールドカーブ・コントロール（YCC）政策」（2016年9月～）
 - ・ 「株価指数ETFの購入」（2010年10月開始、14年10月、16年7月、20年3月と年12兆円規模まで増額）

4. 結果

((黒田総裁の自己総括))

- ・ 日本経済の潜在力が十分発揮されたという意味で「金融緩和は成功」
- ・ 経済の停滞、物価の低水準推移、潜在成長率の低下などは金融緩和が不足していたとの共通認識（＝デフレ&後ろ向きマインド）であり、これを払拭した
- ・ 経済・物価が下落するデフレリスクを軽減した（＝円安・株価上昇による）
- ・ 労働需給をタイト化して400万人に及ぶ雇用が増加した
- ・ ベアが復活して雇用者報酬が増加した

((外部環境要因))

- ・ 日米間での景気・金利格差を背景とした円高推移から円安に転換した恩恵
- ・ 円安転換と低金利・マイナス金利とカネ余りを背景とした株高が継続

((副作用))

- ・ 金融機関の収益圧迫（地方銀行の業務利益は10年間で▲3000億円減）
- ・ 債券市場の機能低下（流動性低下、ボラティリティ拡大、起債需要減退）
- ・ 日銀のバランスシートの膨張と債務超過リスクの増大

((総括))

- ・ 10年間で雇用は400万人増加、円安・株高となったが、潜在成長率は低下（+0.7% => +0.5%）
- ・ 2%の物価上昇という目標に固執した（縛られた）ことにより、途中からは「大規模金融緩和を強化する」手段が目的となった
- ・ 資産（国債、株式）の買い入れ枠を拡大し続けたことで、日銀のバランスシートの健全性・安定性は損なわれた（長期国債保有536兆円、ETF保有37兆円）
- ・ 財政規律が一段と弛緩した（日銀の国債保有比率が50%となり、実質的な「財政ファイナンス」状況が定着した）
- ・ 代表的な長期債（10年物国債）を唯一の買い入れ対象として、買い入れ目標金額も明示し実行した結果、債券市場の流動性と保有状況に影響した
- ・ 日銀が上場主要企業のサイレントマジョリティとなったことから、コーポレートガバナンスの機能を阻害する歪な株式保有状態となった
- ・ 株式ETFを購入するのが、市場が前日比▲2%下落した時にしか買い付けないという周知のルールに基づいたので、株式市場での価格機能が損なわれた

〔2〕 植田新体制での政策修正の吟味

植田和男新総裁は4月9日に就任した。第1回目の金融政策決定会合は4月27・28日に開催される。「第1回目では動かない」というのがコンセンサスだが、一部に「サプライズ的な“初めの一歩”」を予想する向きもある。

1. 現状認識（植田新総裁のこれまでの主張）

- ・「現在の物価水準は良い芽が出ているが、2%に安心して達するまでには時間がかかる」
- ・「共同声明は適切であり、直ちに見直す必要はない」
- ・「YCC政策は現状の経済、物価、金融情勢からみて継続が適当」
- ・「適切なタイミングで正常化しなければならない」
- ・『強力な金融緩和が20数年つづいているので、“総合的な検証”が必要』
- ・『利上げ局面では政府の国債利払い費が急増するリスクがある』（2015年）
- ・『（政策の修正には）時と場合によってはサプライズになることも避けられないが、平時から説明することで最小限に食い止めることは可能』

2. 植田新総裁が着手しなければならない政策課題と対処

- 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」を解除して「ゼロ金利」に
- 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

3. （予想される）当面の目標・対応

- ・黒田前体制下での大規模緩和は当面継続
- ・大規模緩和政策のタイミングを図った“総合的な検証”の発表
- ・YCC政策による副作用への対応（＝正常化 or 別の持続的な枠組み）
- ・企業の賃上げ気運をサポート（＝大規模金融緩和政策の当面の継続）

4. 対処方法（＝具体的ソリューション）

- ・金融不安の再発リスクと景気後退リスクの増大により、政策修正（＝ファインチューニング）は後ズレ

- ・「イールドカーブ・コントロール（YCC）政策」による歪んだ金利構造と、債券市場の機能不全を修正することに意識と意欲あり

==> ① YCC政策の撤廃

② 長期金利の許容変動幅の引き上げ（＝上下0.75%へ拡大）

③ 対象国債を2年債・5年債に変更して短期化

④ 「変動幅」自体を撤廃して上限金利の敷設（＝0.75%?）

- ・「YCC政策」の撤廃時には、長期金利の上昇リスクを抑制する併合策として、

==> ① 国債買い入れの増額

② 資金供給オペによる量的対応

も想定される

- ・過去に「時間軸政策（フォワードガイダンス）」を主導したので、政策目標のコミットメント（＝整合性のある情勢判断・政策決定・主旨説明）を市場参加者に明確に示唆する

==> ① 短期金利の水準は当面維持すると表明

- ・「マイナス金利の解除」「株式ETFの対処」は当面困難なので手つかず放置

5. 「総合的な検証」の実施・公表

- ・植田総裁は「YCC政策を撤廃するには、効果と副作用を総合的に検証することが必要」と表明した。1999年以降の金融政策全般が対象としたい意向。

- ・FRBは2019年に1年以上かけて金融政策の枠組みを検証した。ECBも2020年1月から約1年かけて政策を総点検した。

- ・産経新聞は4月23日、今週末の決定会合で「金融緩和政策の点検・検証」の議論を始める、と報道した。

- ・日銀は2016年9月に「総括検証」を行い、21年にも「点検」を行ったが、総裁からの指示を受けて数ヵ月間で報告・総括された。

- ・今回は過去24年間に及ぶ「非伝統的金融政策」（ゼロ金利政策、量的緩和、包括緩和、量的・質的緩和、マイナス金利、YCC政策）全般が対象となる模様。

〔3〕 日銀の経常収益赤字化&債務超過リスク

日銀がホームページで開示している財務諸表（2022年9月時点）によると、

- (1) 資産総額 = 685兆円（前年同期比▲38兆円）
 - うち「国債保有額」= 545兆円（うち長期国債=536兆円）
 - 国債運用利回り= 0.221%（うち長期国債=0.229%）
- (2) 負債総額 = 680兆円
 - うち「当座預金」 = 493兆円（前年同期比▲48兆円）
- (3) 純資産 = 5兆円（うち「資本金」=1億円）
- (4) 経常損益（2022年9月上半期）
 - 経常収益 = 3.3496兆円
 - うち国債利息 = 6003億円（前年同期比+478億円）
 - 経常利益 = 3.0059兆円
 - うち補完当座預金制度利息 = ▲861億円（前年同期比+42億円）

金融機関からの国債買い入れ代金は、資産として当座預金に計上されている。

日銀が当座預金に対しての支払い金利は、大半は0.1%のプラス金利であるが、2016年1月に「マイナス金利政策」を導入したので一部は年0.1%のマイナス金利となっている。

2022年9月上半期では、「国債利息収益」（6003億円）－「当座預金支払い利息」（▲861億円）なので、差し引き+5142億円）のプラスとなっている。

日銀が収益赤字化、債務超過に陥る可能性としては、

- ① 「短期金利の上昇（政策金利の引き上げ）」による当座預金支払い利息の逆ザヤ
==>当座預金支払い金利（0.1%）が国債運用利回り（0.22%）を上回る
- ② 「市場金利の上昇による国債評価損の拡大」から（実質）債務超過状態に

【 保有有価証券時価情報 】

	簿価	時価	評価損益
2022年3月末	: 5,261,736 億円	5,305,471 億円	+43,734 億円
2022年9月末	: 5,455,241 億円	5,446,462 億円	▲8,749 億円

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」
財務省の試算では、（長期）金利が1%上昇すると国債利払い費は3年後に3.6兆円、2%なら7.2兆円増加する。

〔4〕 所感

- ① 1980年代から90年代前半まで見られた「第二次臨時行財調査会（第二臨調）」（増税なき財政再建）や「臨時行政改革推進審議会」での理念や取組みがその後は薄れ失われたことが、1990年代から30年間に及ぶ財政と金融の膨満・緩みにつながっている。
- ② その背景には、政治と行政による国家財政・日本銀行を軽視するという姿勢と、公的規律（＝ノーブレス・オブリージュ）の喪失がある。
- ③ 過去10年間の「アベノミクス政策」「黒田異次元緩和政策」が継続・増強したことにより、
 - ・ゼロ金利&金融緩和政策が任期最後まで長期化した
 - ・財政支出と国債残高の歯止め無き膨張
 - ・財務省のパワーダウンとプライマリーバランスの死文化
 - ・長期政権下（首相官邸パワーアップ）での“中央銀行の下請け機関化”
 - ・構造的財政赤字が継続
 - ・金融政策に過度に依存した異常かつアンバランスなポリシー・ミックスによるしわ寄せが、財政政策を骨抜きにし、成長戦略&規制緩和政策の発動を妨げ続けた
- ④ そのしわ寄せ（＝「先楽後憂」体制）と後始末は、これから何十年も国家財政と金融政策を縛り続けることになる。
- ⑤ 2020年代からの「物価反騰・金利上昇・金融引き締め」局面の到来により、「出口戦略」に向かう時の解消コストと日銀の財務棄損リスクは計り知れない。

【 岸田政権と政策・政局動向 】

- ・ 共同通信（ 3月13日）…支持38%（+ 4%）、不支持44%（▲ 4%）
- ・ 日経新聞（ 3月26日）…支持48%（+ 5%）、不支持44%（▲ 5%）
- ・ 朝日新聞（ 4月 9日）…支持38%（▲ 2%）、不支持45%（▲ 5%）
- ・ NHK（ 4月10日）…支持42%（+ 1%）、不支持35%（▲ 5%）
- ・ 時事通信（ 4月10日）…支持34%（+ 4%）、不支持36%（▲ 5%）
- ・ ANN（ 4月16日）…支持45%（+10%）、不支持35%（▲ 4%）
- ・ 毎日新聞（ 4月16日）…支持36%（+ 3%）、不支持56%（▲ 3%）
- ・ 読売新聞（ 4月16日）…支持47%（+ 5%）、不支持37%（▲ 6%）
- ・ FNN・産経（ 4月23日）…支持51%（+ 5%）、不支持45%（▲ 3%）

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。

- ① 新型コロナウイルス感染対策の緩和措置への移行
- ② 外交活動（韓国徴用工問題の進展、ウクライナ訪問、G7サミット準備）
- ③ 「異次元の少子化対策」の表明（3月末）
- ④ 賃上げ気運の高まり

岸田首相は5月19～21日に広島で開催される主要7カ国首脳会議（G7サミット）でのイメージアップを図り、通常国会の会期末（6月21日）前後での衆議院解散・総選挙を模索している。

4月23日に行われた衆参補欠選挙では自民党が「4勝1敗」となったが、衆院千葉5区では野党候補の乱立に助けられ、参院大分選挙区では野党統一候補に340票の僅差での勝利となり、内容的には苦戦を強いられた。実質は「2勝1敗2分け」。二階元幹事長のおひざ元の衆院和歌山1区では、自民党支持層の22%、無党派層の57%が当選した日本維新の会の候補に投票した。奈良県知事選挙での敗北に続いて、関西では自民党・岸田政権への支持・選挙法（保守層、世襲後継指名）が通用しなくなってきた。岸田首相がシナリオどおりに解散に踏み切るかは微妙な情勢となった。

Ⅲ. 内外景気動向

【 景気動向 】

川上分野（食料、資源、エネルギー関連）でのインフレ上昇はピークアウトしたが、高止まりの状況にある。

インフレの亢進、金利上昇、金融不安による信用収縮（企業向け融資の厳格化、住宅ローン貸し出し引き締めなど）が実態経済への下方圧力となってきている。

景気見通しは下方修正となり、「今年後半の景気後退」の可能性が強まっている。

IMFの「世界経済見通し」（3ヵ月に1度公表）では、前回比で小康状態だが、水準は低位。ウクライナ情勢、インフレ動向、金融引き締め、金融不安が足かせ要因。

「下振れシナリオ」（確率15%）として、信用収縮の激化、株価下落、消費心理の冷え込みまで重なれば、世界全体の成長率は▲1.8%減の+1%成長に落ち込む。

『国際通貨基金（IMF）世界経済見通し』（4月11日発表）

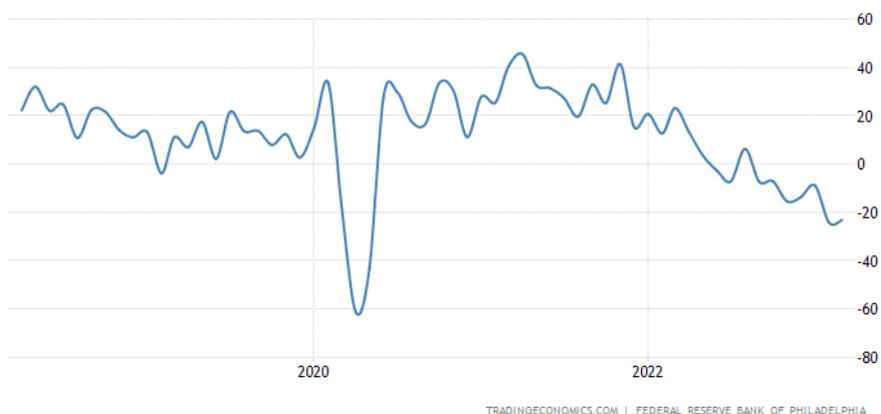
	2023年	前回（1月）比	2024年	前回（1月）比
世界全体	+2.8%	▲0.1%	+3.0%	▲0.1%
先進国	+1.3%	+0.1%	+1.4%	—
米国	+1.6%	+0.2%	+1.1%	+0.1%
ユーロ圏	+0.8%	+0.1%	+1.4%	▲0.2%
ドイツ	▲0.1%	▲0.2%	+1.1%	▲0.3%
フランス	+0.7%	—	+1.3%	▲0.3%
英国	▲0.3%	+0.3%	+1.0%	+0.1%
日本	+1.3%	▲0.5%	+1.0%	+0.1%
新興国	+3.9%	▲0.1%	+4.2%	—
アジア	+5.3%	—	+5.1%	▲0.1%
中国	+5.2%	—	+4.5%	—
インド	+5.9%	▲0.2%	+6.3%	▲0.5%
ロシア	+0.7%	+0.4%	+1.3%	▲0.8%
ブラジル	+0.9%	▲0.3%	+1.5%	—

((景気鈍化を示唆する経済指標))

米国での

- ・ I S M (サプライマネジメント協会) 景況感指数 (3 月) は、前月比▲ 1. 4 ポイント
- ・ 小売売上高 (3 月) は前月比▲ 1. 0 % で 2 ヲ月連続のマイナス
- ・ 消費者信頼感指数 (4 月 : 個人消費の先行指数) は前月比▲ 2. 7 ポイント低下

フィラデルフィア連銀製造業指数



ニューヨーク連銀の製造業景況指数 (4 月) は、前月比 + 3 5. 4 の 1 0. 8 と事前予想を上回る改善ぶりで、5 ヲ月ぶりにプラス圏に浮上した。

ニューヨーク連銀製造業景況指数



((住宅への警戒観が強まる))

資材コストの値上りによる建築・販売価格の上昇に加えて、借り入れコストの上昇、銀行による与信審議の厳格化などから、10年近くに及んだ“住宅・不動産ブーム”の終焉が予想される。

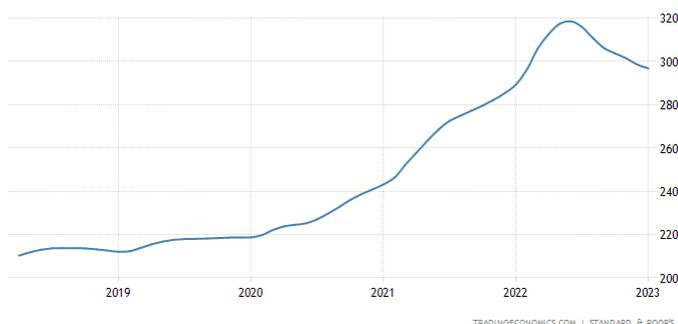
- ① 商業用不動産の市況低迷が景気悪化につながるリスク
- ② 金利上昇による利払い負担の増加、不動産担保ローンのデフォルト懸念
- ③ 銀行の融資基準の厳格化による、不動産の流動性低下

米国の住宅着工件数（3月）は142万戸（年率換算：季節調整）で、前年銅月比▲17.2%の減少、うち一戸建て住宅は▲27.7%減。

先行指標である許可件数は141万戸で前月比▲8.8%、前年同月比▲24.8%。

F R Bが公表している銀行の貸出態度『シニア・ローン・オフィサー・サーベイ』によると、2022年12月に新型コロナウイルス感染が発生してから初めて、貸し出し基準の厳格化シグナルが出た。その後の金融不安から、一段と厳しくなっている。

米国ケース・シラー住宅価格指数



EU域内での住宅価格は、2022年10～12月期に2015年以来7年ぶりに前期比▲1.5%の下落に転じた。ECBの利上げ対応がジワリ効いてきており、今年に入ってから金融機関の与信厳格化の影響が出ている。

EUの金融リスク監視機関である欧州システミックリスク理事会（ESRB）は4月8日、「経済環境が悪化することで欧州の住宅と商業用不動産の価格は下落に転じる瀬戸際にある」、との見解を示した。

【 インフレ動向 】

○ 主要国 物価上昇率（3月）

	卸売物価（ 2月分 ）	消費者物価・コア分*（ 同 ）
米国	： + 3.6%（+ 4.5%）	+ 5.6%*（+5.5%）
ユーロ圏	： — （+13.2%）	+ 7.6%*（+7.5%）
英国	： — （ — ）	+ 6.2%*（+6.2%）
日本	： + 7.2%（+ 8.2%）	+ 3.1%*（+3.1%）
中国	： ▲ 2.0%（▲ 1.4%）	+0.7%*（+1.0%）

○ 主要国 消費者物価（コア分）上昇率のピーク比較

	ピーク時期	上昇率	直近値（3月）
米国	： 22年9月	+6.6%	+5.6% ▲1.0%
英国	： 11月	+6.6%	+6.2% ▲0.4%
中国	： 10月	+2.9%	+0.7% ▲2.2%
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	： 20年12月	+0.2%	+5.7% +5.5%

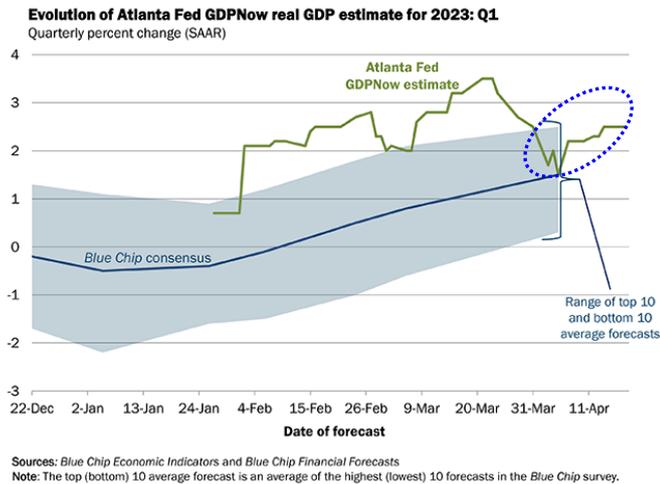
日銀は4月27・28日開催の金融政策決定会合で、物価見通しを引き上げる模様。CPI（コア：除く生鮮食品）の23年度見通しは、3ヵ月前の+1.6%から+2%弱となる。1月公表した24年度見通しは1.8%だったが、新たに公表される25年度も1%台後半となる模様。

日本経済研究センターが公表する「ESPフォーキャスト」（エコノミスト35名回答、4月5日調査）では、23年1～3月期の消費者物価（コアCPI）は+3.37%。22年度は+3.01%、23年度+2.15%、24年度+1.43%と、スローダウン予想。

ユーロ圏のコアCPIのみが上昇トレンドを辿り、異質な動き。政策金利の引き上げ継続のインセンティブとなっている。

米国 :

【 アトランタ連銀 GDP Now 】



過去1年間に及ぶ物価と金利の上昇の影響が、労働市場（雇用需給）と消費活動（個人消費）に及んできた。求人件数と消費支出が軟化してきている。

製造業景況感指数（3月）は前月比▲1.4ポイントの46.3。
非製造業景況感指数も同▲3.9ポイントの51.2で3ヵ月ぶりの低水準。

雇用統計（3月）は堅調さを維持しているが減速の兆候も。非農業部門雇用者数は前月比+23.6万人増で事前予想どおりだった。ただし、1月（+50.4万人）、2月（+32.6万人）からは増加数がスローダウンしている。
失業率は3.5%で、2月（3.6%）から低下した。
時間当たり平均賃金は前年同月比+4.2%で、2月（+4.6%）から低下した。

1～3月の企業・政府機関での**レイオフ**総数は27.0万人に達して、2009年のリーマンショック時の同時期の42.8万人に次ぐ水準となった。

雇用動態調査（JOLTS：2月）での非農業部門の求人件数は993万件で、1月分（前月比▲42万件）に続いて▲63万件減少して2ヵ月連続のマイナス。求人件数は2022年3月（1203万件）をピークに減少傾向。求人件数が900万件台に落ち込むのは21年5月以来。失業者に対する求人件数も2月の1.9件/人から1.67件に低下してきた。

労働人口に対する雇用・求人状況をみた「労働需給ギャップ」（SMBC日興証券試算）では、2022年12月のマイナス3.3%から23年2月にマイナス2.4%まで低下し、労働者不足感が緩和している。

卸売物価指数上昇率（3月）は前年同月比+2.7%で、1月（+5.7%）、2月（+4.9%）から反落傾向が続く。昨年7月のピーク（+9.8%）から8ヵ月連続の鈍化。ガソリン価格が▲11.7%と急落。コア指数（除く食品、エネルギー）は前年同月比+3.6%で、2月（+4.5%）から低下。

消費者物価上昇率（3月）は前年同月比+5.0%、2月の+6.0%から一段と低下した。昨年6月（+9.1%）のピークから9ヵ月連続のモーメント鈍化。ガソリン価格が▲17.4%下落（2月：▲2.0%）。

コアベース（除く食品、エネルギー）は同+5.6%で、1月（+5.6%）、2月（+5.5%）からほぼ横這っている。

総合指数の上昇率と逆転となり、ピーク（昨年9月：+6.6%）から総合指数ほど下落していないので、足元の上昇は食品、エネルギーの1次製品の値上がり要因から実需要因（住宅関連）に移行している。

FRBが重視している「個人消費支出（PCE）物価指数」の2月分は、前年同月比+5.0%で1月（+5.3%）から伸び率は鈍化した。コアベース（除く食品、エネルギー）で同+4.6%で、2月（+4.7%）から若干鈍化した。FRBの物価見通しは、23年末時点で同+3.3%で目標値（+2%）を上回るとしている。目標値は25年末時点で+2.1%。

「インフレ抑制」を第一の目標としているFRBの基本的スタンスに変更はない。

欧州圏 :

ユーロ圏の消費者物価上昇率（3月）は前年同月比+6.9%で、2月（+8.5%）から急減して5ヵ月連続の鈍化。

しかしコアベースは+7.6%で、2月（+7.5%）から僅かに加速（4ヵ月連続）している。

英国の消費者物価上昇率（3月）は前年同月比+10.1%、1月（+10.1%）、2月（+10.4%）と高値圏保ち合い推移。コア指数（除くエネルギー、食品）は+6.2%で2月と同じで横這い。

新興国（中国）

2023年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.5%、10～12月期（+2.9%）から「ゼロコロナ政策」の終焉に伴う回復過程で順調に伸長した。季節調整後の前期比は+2.2%（年率換算+9.1%）。名目成長率は前年同期比+5.5%。2023年の成長率の政府目標は+5%前後。

			1～2月	3月
工業生産	（前年同期比）	:	+ 2.4%	+ 3.9%
小売売上	（ " ）	:	+ 3.5%	+10.6%
			1～2月	1～3月
固定資産投資	（ " ）	:	+ 5.5%	+ 5.1%

卸売物価（3月）は前年同月比▲2.0%、1月（▲1.4%）からさらに減速して6ヵ月連続のマイナス。

消費者物価（3月）は前年同月比+0.7%、2月（+1.0%）から引き続き低下基調にある。

日本 :

全国企業短期経済観測調査（3月短観：4月3日発表）での大企業製造業の業況判断指数（DI）は、前回比▲6ポイント悪化のプラス1。悪化は5四半期連続。

非製造業は同+1ポイントのプラス20。4四半期連続で改善。

3ヵ月先の見通しを示す先行きDIは大企業製造業で今回比+3ポイントのプラス4、非製造業は▲5ポイントのプラス15。物価上昇、人手不足が頭を抑える。

物価見通しは、1年後で前年比+2.8%、3年後が+2.3%、5年後が+2.1%。

家計調査（2月）での実質消費支出（2人以上の世帯）は前年同月比+1.6%増加して4ヵ月ぶりのプラス。新型コロナ対策の行動制限が無くなったことが影響した。

実質賃金（2月）は前年同月比▲2.6%で、11ヵ月連続のマイナス。名目賃金の上昇率は+1.1%増だが、消費者物価上昇率が+3.9%。

企業物価指数（3月）は前年同月比+7.2%。1月（+9.5%）、2月（+8.2%）と3ヵ月連続で鈍化。電力・都市ガス・水道料金の値上り率が政府の価格抑制策により鈍化し貢献している。

消費者物価（3月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+3.1%上昇、上昇率は2月と同じで横這い。日銀の目標水準（+2%）を2022年4月から12ヵ月上回って推移している。2月からの物価高政策効果からエネルギーが▲3.8%（2月：▲0.7%）低下した。一方で、生鮮除く食料品は+8.2%上昇した。コアコアベース（除く生鮮食品、エネルギー）は+3.8%（2月：+3.5%）

食品値上げは止まらず、4月は前年比4倍の5106品目の値上げが予定されている。バター、チーズ、ヨーグルトなどの乳製品、マヨネーズなどの卵製品、宅配運賃など。

春闘の賃上げ率（連合3次集計）は平均+3.7%（前年比+1.56%ポイント）、1993年以来30年ぶりの伸び率となった模様。

IV. 金融政策・市場動向と見通し

【 中央銀行 政策金利対応 】 … 過去1ヵ月間での変更は無し

	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
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

5月の会合での利上げがほぼ確実なのがECBと英国BOE。可能性が高いのが米国FRB。可能性は低いサプライズがあるかもしれないのが日銀。

信用不安の増大、金融市場の動揺により、「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は、「利上げ方針」を継続するのかブレーキを掛けるのか、難しいかじ取りを迫られている。今後の物価動向と信用リスクの可能性について、より一層注視しながらの慎重な対応が求められる。

一方で、市場参加者は「景気鈍化・後退」観測からの「中央銀行による利下げ転換」期待を高めている。

QUICK調査（4月3日）での、米国FRBが利下げ方針に転換する時期としては、2024年1～3月予想が56%、23年10～12月が25%。

日銀に関しては、「植田新体制になっても年内は金利を据え置く」との予想が多い。一方で、物価の落ち着きと賃金上昇という前提条件が揃えば、4～6月（特に6月）にもYCC政策は軌道修正されて、長期金利が0.75%まで上昇する可能性がある、と見ている参加者が多い。

米国での預金流出、中小・地方銀行から大手銀行への預金シフトの動きは一服して鎮静化している。

しかし、ジェイミー・ダイモンJPモルガン最高経営責任者は「嵐を呼ぶ雲は地平線にとどまっており、銀行界が混乱するリスク」に対する懸念を表明している。投資ファンド大手ブラックストーンのステューブン・シュワルツマン最高経営責任者は、「破綻した地方銀行と似たような状況の銀行は多くあり、今後も何か起こる恐れはある」と警戒的なコメントを述べた（4月23日付け日本経済新聞）。

米国

F R Bは3月21日・22日開催のF O M Cで、前回1月の利上げ幅と同じ0.25%の利上げを決定した。政策金利（F F金利）の誘導目標は4.75～5.00%で、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、今後の引き上げ幅は+0.25～0.50%、ということになる。

5月2・3日の次回会合でも+0.25%の利上げ、が直近のコンセンサス。その後の年央はしばらく利上げ効果と、後半の景気減速 or 後退局面を見極める、というのが市場のメイン・シナリオ（F R Bもそのような想定か？）。

F O M C参加者の地区連銀総裁には、3月での銀行破綻を受けて積極的な引き締めには慎重な見方が増えてきており、見方は分かれている。ウォラ一理事は4月14日、「金融政策はさらに引き締める必要がある」と強調した。金融不安が落ち着きつつある一方で、物価や雇用の指標は強いままだと説明した。

長期金利は4月3日に急低下した。10年物国債利回りは3.4%の低水準をつけた。サプライマネジメント協会（I S M）製造業景況感指数（3月）が、好不況の節目である50の水準を5ヵ月連続で下回った。足元の景気指標の悪化から後半の景気懸念が広がり、金利低下の圧力が強まっている。

カナダ銀行（中央銀行）は、1月25日に主要政策金利（翌日物金利）を0.25%引き上げて4.50%とした後、3月に続いて4月12日の政策決定会合でも、政策金利の誘導目標を据え置いた。マックレム総裁は会合後の会見で、

- ① 金融引き締めの効果を見極める
- ② 早期の利下げを否定
- ③ インフレ動向が鎮静化しなければ再引き上げの必要性を強調した。

オーストラリア準備銀行（中央銀行）も、3月7日の理事会では政策金利を0.25%引き上げて（10回連続）3.60%としたが、4月4日の理事会では政策金利を据え置いた。ロウ総裁は「これまでの金利上昇の影響と経済見通しを評価するための時間が必要」とした。

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。22年12月15日、23年2月2日に続き、3会合連続して+0.5%引き上げた。主要政策金利は3.5%、中銀預金金利は3.0%である。

5月4日開催の理事会でも「+0.5%の引き上げ」がコンセンサスである。デギンドス副総裁、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）などのタカ派からの強硬発言が相次いでいる。

ECBは「量的引き締め」（Quantitative Tightening）も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。ホルツマン総裁は保有資産の削減ペースを今夏以降「引き上げるだろう」と発言した。

日本

植田新総裁が「大規模金融緩和策は当面継続」と表明したことで、早期の緩和修正の観測は一時的に後退した。欧米で金融システム不安が再燃する可能性が影響している。日銀は市場に広がっていた「4月、もしくは6月での就任直後の緩和修正」観測を意図的に打ち消した。4月27・28日の金融政策決定会合では、今後の方向性を指し示す程度で、大きな政策変更はないであろう、というのがコンセンサス。

10年物長期国債利回りは、1月から3月にかけて何度か0.50%を突破する攻防の動きを繰り返したが、欧米の金融機関の経営問題が表面化したことで、日本の国債を買う動きが強まり、3月中旬には0.1%台まで低下した。一時よりは「金利上昇への売り仕掛け」や「日銀の政策変更に掛ける投機的ポジション」は後退した。海外投資家は、3月に日本国債を6兆円買い越し、2ヵ月連続で買越額は過去最大となった。

植田総裁が政策判断する際の留意すべき今後のチェックポイントは

- ① 欧米での金融不安・信用リスクが燻り続けていること
- ② 米国の今年後半での景気後退懸念
- ③ 日本の物価上昇の先行き・程度（上昇率のピークがいつ・どこまで）
- ④ 金融政策を変更する（＝金利引き上げ）ことで国内金融機関（＝地方銀行）に与える影響
- ⑤ 政策の修正を表明する際の説明方法（＝市場・投資家にサプライズ&ショックをもたらすようなやり方は取らない）

先立つ動きとしては、

- ・新体制となり、「異次元緩和」の修正はいずれ行われるという観測（期待）
- ・債券市場（＝金利構造）の機能正常化を目指す

などから、

「6月15・16日、もしくは7月27・28日の金融政策決定会合での、総括を抱き合わせた第1弾の修正」

「今年後半は上記①、②（米国の景気減速）、③（日本の物価ピークアウト）などから金融政策正常化へのブレーキ」

が予想される。

【 3か月間の想定レンジ 】

米国長期金利（10年国債：3.420%） : 3.50 ~ 4.30%

日本長期金利（国債指標物：0.486%） : 0.30 ~ 0.70%

V. 為替市場動向と見通し

ドル円相場は、米国金融機関の破綻から3月8日の137円91銭の安値から24日に129円64銭まで円高ドル安となった。その後は金融破綻懸念が一服したことで、日米金利差を背景に130～135円のボックス圏での推移が続いている。

ユーロも、3月2日の1ユーロ=145円57銭の高値から、クレディ・スイスの破綻を受けて20日には1ユーロ=138円86銭の安値を付けた。そこからECBの積極的な利上げ姿勢を評価したユーロ買いが継続し、4月25日には148円62銭の高値に進んでいる。対ドルでも13日に1ユーロ=1.10ドル台を付けた。

為替見通し

基本観として、

- ① 米国の政策金利引き上げは終盤に近く、一方、ユーロ圏の政策金利引き上げは継続基調。日銀は政策変更があっても、金利操作までは直ぐには着手せず、という方向感・スピード感の違いが大きく左右する展開が当面続く。
 - ・ ドル買いモーメンタムの減速
 - ・ ユーロ買い（ポジション継続）、材料出尽くしなら一気にユーロ安
 - ・ 日本円の安全資産買いマインドの復活
- ② 非ファンダメンタルズ要因として今後（～夏場まで）警戒すべき材料としては、
 - ・ 米国金融機関の信用リスク問題 ==> ドル安
 - ・ 米国の政府債務の上限問題への対応 ==> ドル安
 - ・ 日銀の政策修正（“初めの一步”） ==> 円高
 - ・ 日本の総選挙実施 ==> 円安

日本における最近の変化としては、

① 貿易収支の赤字拡大による円売りの一服

2022年はエネルギー価格の高騰などをうけて貿易赤字は約20兆円と過去最大規模に膨らみ、足元でも赤字基調が続いているが、エネルギー価格は鎮静化しつつあるので、貿易赤字は縮小に転じる。

② インバウンド需要の回復

3月の訪日客数は180万人超えでコロナ前の水準までの回復が見えてきた。外国人観光客がインバウンド消費の為に、外貨を日本円に買い替える需要が増えてきている。

《 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	…	米国景気の鈍化予想	=>	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
		日本のインバウンド需要回復	=>	円高
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 (133.53円) : 125 ~ 140円

ユーロ円レート (147.52円) : 135 ~ 150円

VI. 株式市場動向と見通し

外国株

年初から、

- ① 景気・物価見通し … 2月発表の雇用統計（1月）のサプライズと足元の景気鈍化指標
- ② FRBの金融政策 … 引き締め終焉観測と引き上げ幅再拡大
- ③ 中堅銀行破綻の影響

などの強弱材料が繰り返されることで、上下に振れながら方向感が定まらない展開となっている。金融不安が一段落したことで3月下旬から戻り基調に転じている。

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（▲3%）に転じ、1～3月期も現時点では▲5%程度の減益で、4～6月期（▲4%減益）まで3四半期連続の減益予想（リフィニティブ予想）。今年後半の企業業績も景気の一段の落ち込みが予想されることから、下方修正リスクが大きい。

現在の株価水準は、S&P500ベースのPER（株価収益率）で18倍台であり（過去10年平均値＝17.5倍）でやや割高感が強い。

日本株

（1）企業業績

《 日経平均 業績・資産予想 》	日経新聞発表（毎日）		
	（ 2月24日）	（ 3月29日）	（ 4月25日）
株価	27453円	27883円	28620円
PER	13.03倍	13.06倍	13.61倍
EPS	2106円↓	2135円↑	2103円↓
PBR	1.18倍	1.17倍	1.22倍
BPS	23265円↓	23831円↑	23459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。
しかし、2ケタ減益までの大きな下方修正という程度ではない。

日銀が4月3日に発表した「全国企業短期経済観測調査」（短観）では、
2023年度の企業の経常利益（全規模全産業）は前期比▲2.6%減益見通し。
大企業製造業は▲2.7%減益、非製造業は▲3.5%減益。

（2）投資家動向

3月中旬の欧米金融機関の信用不安が高まった際には、海外投資家は現物・先物合計
で2.4兆円売り越した。一方、個人投資家は現物株を7542億円と、過去最大の
買い越しをした。

日銀が保有している株価指数連動型ETFは、2022年9月末時点（日経平均株価
＝25937円）では簿価36.9兆円、時価48兆円で11兆円の含み評価益。
23年3月末（同＝28041円）は14兆円強に拡大したと見られる。
ETFからの分配金収入22年4～9月期では1兆153億円と半年間で1兆円規模。
国債利息収入の6003億円を凌ぐまでになった。

（3）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5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。

3月前半での金融不安の増大を嫌気した世界的な株価調整で▲2000円（▲7%）
の調整となった。その後、

- ① 植田新総裁の「金融緩和策を当面継続」と表明したことで、早期の緩和修正の
観測が一時的に後退した。
- ② 世界的な銀行の連鎖的破綻が一時的に落ち着いた
- ③ 業界主要大企業を中心として“大幅賃上げ”の表明が相次いだ

- ④ 水際対策の緩和による外国人観光客の回帰からのインバウンド需要期待
- ⑤ 東証がPBR（株価純資産倍率）1倍以下の企業についての改善勧告を強めた
- ⑥ ウォーレン・バフェットが来日して日本株（総合商社株）への前向きな投資を表明した

ことなどが続いたことで、29000円近辺のボックス圏上限までの戻りトレンドを辿っている。

“デフレからインフレ”、“低金利から高金利”への世界的なパラダイム・シフトが2022年から始まったことで、日本株の相対的な出遅れ、低バリュエーションが海外投資家から注目されてきている。

- ① 日本の政治・金融市場・企業業績の安定感（ポジティブな変化は無いが）
- ② 低PBR銘柄が多く、経営資源を有効活用はしていないが、変化が期待出来る企業群がある
- ③ 日本株の割高感がない（TOPIXのPERは13倍以下）
- ④ 大手投資会社パークシャー・ハサウェイのウォーレン・バフェット会長の来日、ヘッジファンド大手のシタデルが15年ぶりに日本での活動拠点を開くなどの報道も後押し
- ⑤ 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。

（ご参考）直近の高配当銘柄、高配当ETF

- ・ 海運株、損保株、リース株、通信会社株
- ・ 1489 NEXTFUNDS 日経平均高配当株50指数連動型上場投信
- 2564 グローバルX MSC | スーパーディビデンドー日本株式 ETF

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価（28416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。