

投資環境と金融市場の見通し（120）

2023年 8月29日

田淵英一郎

I. 要約

< 景気・物価・金融政策 >

- ① 米国の景気見通しは、「リセッション（景気後退）」から「ソフトランディング」への期待にシフトして、短期的に目まぐるしく振れている。足元では金利上昇と消費減退による悲観的観測が強まっている。
- ② 中国の景気と不動産への先行き懸念がますます強まる。“デフレ化”する可能性が高まり、不動産業界発の“金融システミックリスク”を意識せざるを得ないことから、1990年代の「日本化」を連想させる。中国経済の規模（18兆ドル）とグローバル経済における連関性・影響度は30年前の日本とは比べ物にならない。中国のデフレ化は、習近平独裁体制による米中覇権争いが激化しているタイミングとともに、グローバル経済・貿易体制へのリスクとなり、世界経済の混乱要因に。
- ③ FRB、ECBなど先進国中央銀行は、過去1年半に政策金利を小幅に何度も引き上げてきたことから、物価上昇モーメントの鎮静化に合わせて様子見スタンスに。秋以降の金融政策は、直近時点での“経済データ（物価指標）”次第となる。しかし可能性としては、先行きの金融政策引き締めを残している。
- ④ 日銀による7月末の金融政策のファインチューニングは、昨年12月に続く出口戦略を意識した第2弾。意図と行動は不明瞭な印象だが、現実解としては落しどころを上手く押さえた決定内容。結果として、金利は暴騰することなく水準を上方にシフト、為替はドル高円安基調に戻った。日銀の意図に沿った落ち着きどころとなった。
- ⑤ 日本の物価上昇は、直近では実質的に+4%台まで高まっている。日銀内部でも、独自の管理指標（コアコア指数、刈り込み指数）の状況から、そのような認識の下に今後の対応をシミュレーションしているはずである。賃上げは、今春（+3.58%）実績でも物価上昇に追いつかず、消費支出に影響が出始める。来年以降は、継続的な実質賃金の引き上げをせざるを得ないことから、物価上昇の牽引役となるのは必定。

< 債券・為替・株式市場 >

- ① F R Bの強気スタンスが明らかになった7月から強含んだ長期金利（10年物国債）は、8月22日には16年ぶりの水準である4.36%まで上昇した。
日本の長期金利も、7月会合での政策変更を受けて上値余地を探る動きを強め、また米国金利に連動したことで9年ぶりの0.675%まで上昇した。
- ② 内外金利差拡大と中国からの資金逃避の動きを背景に、米ドル高が進行した。
- ③ 米国金利の上昇から、株式（成長株、高負債株、割高株、不動産株など）やR E I Tには調整圧力が強まった。
- ④ 格付け会社による、米国国債や大手・中堅・地方銀行の格付けの見直し&引き下げは、今後のリスク要因であるとともに、金利上昇圧力を強める。
- ⑤ 米国株は地方銀行の経営破綻が表面化した3月以来の調整局面。米国長期金利の上昇、中国経済の低調と不動産関連企業の金融不安の拡大を嫌気。物価上昇への楽観的な見方も後退した。
- ⑥ 中国株式（上海市場、香港市場）からの海外投資家を中心に資金逃避が強まるので、株価は当面下値模索の動き。
- ⑦ 企業業績は、2023年度で3期連続の最高益更新予想と堅調だが、前期比ヒトケタ増益で、製造業と非製造業とに乖離があり、牽引役が円安効果と自動車生産というアンバランス状態にある。期待された上方修正の動きはそれほどではない。中国市場の影響は、今後ジワジワと顕在化する。
- ⑧ 東京株式市場もN Y株式に連動して調整局面入り。それまでが、（短期指向の）海外投資家の買い上がりにより、割高となっていた。金利上昇が切っ掛けとなり、短氣的には調整パターンの動き。
- ⑨ 今後のリスク要因としては、
 - ・米国の財政・債務・予算協議の混乱
 - ・格付け評価機関による債券格下げの動き
 - ・中国の景気動向、不動産会社の経営不安、地方政府の債務問題（どこまで情報開示がなされるのか、正確なのか不透明ではあるが）
 - ・ドル高・円安の進行
 - ・日銀の政策変更（“出口戦略”）の前倒し観測（政府の為替介入に合わせて）

Ⅱ. トピックス

(1) 中国不動産業界

中国政府は、2020年夏から大手不動産グループの財務状況の監視を強化してきた。2021年夏に不動産開発大手の中国恒大集団の経営不安が表面化した。

不動産開発最大手の碧桂園恒控股（カントリー・ガーデン・ホールディングス）が8月7日の利払いを履行出来なかったことで、9月にデフォルト（債務不履行）に陥る可能性が喧伝された。碧桂園は、9月2日に満期を迎える人民元建て私募債（元本残高39億元、780億円）の期限延長を目指していることが19日に明らかになった。2022年末時点での負債総額は1.4兆元（28兆円）。

中国恒大集団は8月17日、外国企業による米国内保有資産の保全を可能にする「米連邦破産法15条」の適用をニューヨークの連邦破産裁判所に申請した。中国恒大集団は2021年12月にドル建て債をデフォルト（債務不履行）している。今年7月には、2021年12月期と22年12月期連結決算の最終損益合計が5800億元（11.6兆円）の赤字であると公表した。8月27日に発表した1～6月期決算は、最終損益が330億元（6600億円）の赤字。6月末時点の負債総額は2.38兆元（48兆円）、債務超過額は6442億元（13兆円）。

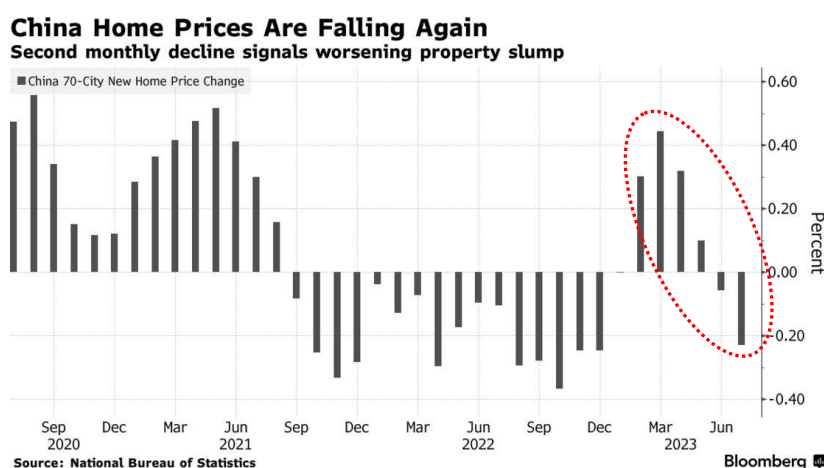
中堅業者の遠洋集団控股の資金繰り難が表面化し、中植と傘下の信託会社は数千人の顧客への支払いを停止した後、厳しい監視下に置かれているなど、不動産関連の経営不安、苦境の状況が続々と報じられている。

中国のドル建てジャンク債は年初来安値を更新している。銀行融資額（7月）は2009年以来の低水準に落ち込んだ。民間開発企業の危機が政府系企業に飛び火しつつある。香港と中国本土に上場している国有開発業者（38社）で、1～6月期に赤字を計上するのは18社。赤字企業は、2021年4社、22年11社から拡大している。

主要70都市の新築住宅価格（7月）は前年同月比▲0.23%下落で、2ヵ月連続の落ち込み。49の都市で値下りした。年初から底入れして、5月まではプラスに回復していたが再度の落ち込みとなった。

1～7月の新築販売面積は前年同期比▲4.3%減。

主要都市70の新築住宅価格（月次）



住宅・不動産問題が、「金融機関と地方政府の債務問題」への懸念を強めている。

地方政府傘下のインフラ投資会社「地方融資平台」（LGFV）に対する資金繰り懸念が表面化した。中央・地方政府に代わって投資を実行し、債務も保証している。

「地方融資平台」の債務は、中国政府が公式統計に含めない「隠れ債務」である。

国際通貨基金（IMF）推計では、地方融資平台の債務額は66兆元（1320兆円）とGDPの半分程度に達している。

ゴールドマン・サックスの試算では、地方政府の負債総額は「融資平台」を合わせて90兆元（1800兆円）。

民間の不動産関連企業や投資会社の資金繰り逼迫、経営危機が表面化し、これが地方政府や地方銀行のデフォルト（債務不履行）により金融危機に発展するリスク（＝“日本化リスク”）が意識されてきている。

(2) 岸田政権

【 内閣支持率 】

- ・ 日経新聞（7月29日）… 支持40%（+ 1%）、不支持51%（± 0%）
- ・ JNN（7月31日）… 支持37%（▲ 4%）、不支持59%（+ 3%）
- ・ 時事通信（8月 7日）… 支持27%（▲ 4%）、不支持47%（+ 8%）
- ・ NHK（8月14日）… 支持33%（▲ 5%）、不支持45%（+ 4%）
- ・ 産経・FNN（8月20日）… 支持42%（+ 1%）、不支持54%（± 0%）
- ・ 朝日新聞（8月20日）… 支持33%（▲ 4%）、不支持54%（+ 4%）
- ・ 共同通信（8月20日）… 支持34%（± 0%）、不支持50%（+ 1%）
- ・ 読売新聞（8月27日）… 支持35%（± 0%）、不支持50%（▲ 2%）
- ・ 毎日新聞（8月27日）… 支持26%（▲ 2%）、不支持68%（+ 3%）
- ・ 日経新聞（8月27日）… 支持42%（+ 2%）、不支持50%（▲ 1%）

岸田政権が、またしても手詰まり状況に陥っている。

6月に解散総選挙を決断する一歩手前まで行ったものの、16日に急遽方針変更したことで、タイミングを逸し、その後の逆風材料の追い打ちに対処出来ない悪循環となっている。

- ① 保険証廃止と「マイナンバーカード」の混乱
- ② 「防衛予算」「異次元の少子化対策」などの財源が不明瞭で増税観測を強めた
- ③ 木原官房副長官の“文春砲スキャンダル”
- ④ 松川るい自民党女性局長のパリ視察問題
- ⑤ 収賄容疑の秋本衆院議員の問題

世論調査での内閣支持率の下落、不支持率の増加傾向が7月から続いている。

8月に入って、時事通信（唯一の対面調査形式で信頼性は高い）での支持率は27%と危機的水準の30%割れ。自民党支持率（21%）と合わせた「青木の数字」は48%で、政権交替目途の50%を割ってきた。毎日新聞の支持率20%台は2ヵ月連続。NHK、朝日新聞の支持率も33%と、昨年末から今年年初での政権発足以降の最低水準に並ぶところまで再度下落している。

岸田首相は、内閣改造・自民党役員人事を9月11～13日頃に行うことにより、イメージ転換と反転の切っ掛けとしたい意向。自民党幹事長の交替と女性閣僚の入閣が焦点となっている。

自民党の各派閥では、世代交代と次の総裁候補を巡る跡目争いが激化してきている。解散・総選挙の実施時期を睨んで、派閥の分裂・再編・新生という動きにつながる可能性が高い。

岸田総理を支えている麻生派（所属議員55人）、茂木派（54人）には、将来の混乱の火種が露わになっている。

麻生派では麻生副総裁の引退が予想され、跡目を義弟の鈴木財務相に譲る方針だが、世論で人気の河野太郎・デジタル相との争いが表面化する。

茂木派も、茂木幹事長が岸田後継に意欲満々だが、実質的オーナーだった青木幹雄元自民党参議院議員会長が6月に死去したことでタガが外れてきており、茂木幹事長を支持する衆院議員グループと、小淵優子元経産相（青木元会長の一押し）を支持する参院議員グループとが一触即発の状況にある。

自民党最大派閥の安倍派（100人）は、8月17日の総会で常任幹部会の設置、塩谷元文科大臣の座長を決定した。会長職は空位のまま（森元首相の意向）リーダー不在の集団指導体制を温存したことで、将来の派閥分裂の可能性を持ち越している。

一方、野党サイドは、相変わらずの足の引っ張り合いでの“コップの中の嵐”状態を続けており、自民党に替わる政権運営を担えるだけのビジョンも体制見通しも無い。

「野党候補の一本化」問題で、共産党との候補者調整を巡る混乱から、立憲民主党、日本維新の会、国民民主党は相変わらずお互いを攻撃し合っている。

自民党の方が安倍政権以降、『社会民主主義的政策』（補助金バラマキ政策）として、「全世代への社会保障」「子育て支援」「女性の社会進出の支援」「教育無償化」などの政策を標榜してきている。本来は野党が提案すべき所得格差是正、社会保障の拡充を打ち出しており、野党の存在感がますます希薄化し骨抜き状態となっている。

野党再編の見通しも現状では全く見えない。

Ⅲ. 景気・物価動向

(1) 景気とインフレ

○ 主要国 物価上昇率（7月）

	卸売物価・コア分*（6月分）	消費者物価・コア分*（同）
米国	+ 2.7%（+ 2.6%）	+ 4.7%*（+ 4.8%）
ユーロ圏	—（▲ 3.4%）↓	+ 5.5%*（+ 5.5%）
英国	—（—）	+ 6.9%*（+ 7.9%）↓
中国	▲ 4.4%（▲ 5.4%）↑	+ 0.8%*（+ 0.4%）↑
日本	+ 3.6%（+ 4.3%）↓	+ 3.1%*（+ 3.3%）

○ 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（7月）	
米国	22年9月	+ 6.6%	+ 4.7%	▲ 1.9%
中国	10月	+ 2.9%	▲ 0.3%	▲ 3.2%
英国	11月	+ 6.6%	+ 6.9%	+ 0.3%
日本	23年1月	+ 4.2%	+ 3.1%	▲ 1.1%
ユーロ圏	3月	+ 5.7%	+ 5.3%	▲ 0.4%

日本銀行は、内部で管理している物価指数（コアコア指数、刈り込み指数など）の足元の動きから、

「目標水準（年率+2%）を明らかに超えてきている」

と行内では議論・認識しているはずである。

対外的には、政治的配慮（植田総裁の公式説明）にバイアスを掛けた姿勢が伺える。

「最大の関心事が『賃上げ（の持続性）』である」と対外公表（内田副総裁）する
なら、来年にかけてサービス関連（飲食業・運送業など）での人手不足からの賃金
上昇が最大の関心であるとともに、物価見通しの上振れ要因（＝金融政策の修正）に
でなることは確かである。

(2) インフレと政策金利

【 中央銀行 政策金利対応 】 … 欧米主要中央銀行の利上げ対応は一段落

	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	11回	5.50%	+5.25%
カナダ	0.25%	2022年 3月	10回	5.00%	+4.75%
豪州	0.10%	2022年 5月	11回	4.10%	+4.00%
ECB	0.00%	2022年 7月	9回	4.25%	+4.25%
英国	0.10%	2021年12月	13回	5.00%	+4.90%
スイス	▲1.25%	2019年 6月	6回	1.75%	+3.00%
スウェーデン					
	▲0.50%	2018年12月	9回	3.75%	+4.25%
ノルウェー					
	0.00%	2021年 9月	12回	4.00%	+4.00%
香港	0.75%	2022年 5月	10回	5.75%	+5.00%
日本銀行	▲0.10%	(2016年 1月)	0回		

【 インフレ率と政策金利 】 … 豪州、ECB、英国は利上げの余地あり、

日本の乖離状態が目立つ

	消費者物価上昇率 (前年同月比)	政策金利 (直近)	差し引き
米国	4.7%	5.50%	+0.80%
カナダ	3.3%	5.00%	+1.70%
豪州	5.9%	4.10%	▲1.80%
ECB	5.5%	4.25%	▲1.25%
英国	6.9%	5.00%	▲1.90%
スイス	1.6%	1.75%	+0.15%
日本	3.1%	▲0.10%	▲4.20%

米国 :

米国の景気見通しは、「リセッション（景気後退）」観測から「ソフトランディング」シナリオへの楽観的期待にシフトするなど、1ヵ月毎に短期的に目まぐるしく振れている。足元では金利上昇と消費減退からの悲観的観測が再度強まっている。

F R B（パウエル議長）は、7月のF O M C後の会見で明らかにしたように、「深刻な景気低迷なくインフレを目標水準に回帰できるというのが基本シナリオ」「F R Bスタッフは景気後退を予測していない」という楽観的見方を対外的には表明している。

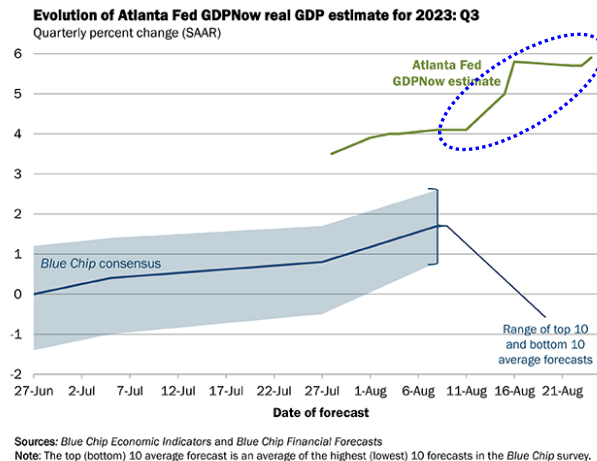
ニューヨーク連銀が公表している「景気後退確率」（長短金利差から1年先の景気後退に陥る確率を算出）は、7月末時点で66%、4月から直近3ヵ月間は70%前後で推移している。

4～6月期の実質GDP成長率（速報値、前期比年率換算）は+2.4%で、1～3月期（+2.0%）からさらに加速した。4四半期連続のプラス成長。1～3月期も5月公表の改定値（+1.3%）が、6月の確定値では+2.0%に上方修正されている。

- ① 設備投資が前期比年率+7.7%（前期は+0.6%）
 - ② 在庫投資の成長率への寄与度が+0.14%ptと前期（▲2.14%pt）から改善
 - ③ 個人消費は1～3月期の前期比年率+4.2%から+1.6%に減速
 - ④ 住宅投資も▲4.0%が▲4.2%までマイナス幅が拡大（9四半期連続）
- ③、④は金利上昇の影響が出ている。

雇用統計（7月）の非農業部門雇用者数は前月比+18.7万人増で、事前予想（20万人）を下回った。5月・6月分は合計4.9万人下方修正された。雇用者数の増加は止まっているが、失業率は3.5%で6月（3.6%）からさらに低下して50年ぶりの低水準。平均時給の伸びは前年同月比+4.4%で高水準続く。

【 アトランタ連銀 **GDP Now** 】 (7~9月期: 前期比年率+5.9%)



卸売物価指数上昇率（7月）は前年同月比+0.8%で、6月（+0.1%）から13ヵ月ぶりに反発。コア指数は前年同月比+2.7%で、6月（+2.6%）とほぼ横這い。

消費者物価上昇率（7月）は前年同月比+3.2%で、6月（+3.0%）から反転。ピークは2022年6月（+9.1%）。コアベース（除く食品、エネルギー）は同+4.7%で、6月（+4.8%）から鈍化した。

F R Bが重視している「個人消費支出（PCE）物価指数」（6月）は前年同月比+3.0%で、5月（+3.8%）から大きく鈍化した。コアベース（除く食品、エネルギー）は同+4.1%で、5月（+4.6%）から低下した。

PCE価格指数の伸び率が大きく鈍化したことから、F R Bによる利上げ局面が最終段階にあることが裏付けられる。

欧州圏

:

4～6月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.3%で、1～3月期(ゼロ%)から3四半期ぶりにプラスに転換した。前期比年率+1.1%、前年同期比+0.6%。1～3月期がゼロ%に改定されたので、2四半期連続のマイナス成長(テクニカル・リセッション)は回避された。

フランスが前期比+0.5%、ドイツがゼロ%、イタリア▲0.3%。

米国の前期比年率+2.4%に対して、半分程度の成長ペース。

ユーロ圏の消費者物価上昇率(7月)は前年同月比+5.3%で、6月(+5.5%)から3ヵ月連続で伸び率鈍化。

コアベース(除くエネルギー、食品、アルコール、タバコ)は+5.5%で、5月から横這い。

英国の消費者物価上昇率(7月)は前年同月比+6.8%、6月(+7.9%)から鈍化した。コア指数(除くエネルギー、食品)は+6.9%で、6月から変わらず。

英国の今年後半での「テクニカルリセッション」懸念が強まっている。

調査会社キャピタル・エコノミクスは、英国の7～9月期のGDP成長率は▲0.1%、10～12月期は▲0.3%と2四半期連続のマイナス成長予想とした。

新興国（中国）

「デフレ懸念」（“日本化”）がますます強まっており、中国経済は下降スパイラルに陥っている。4～6月期のGDP統計では不動産業は前年同期比▲1.2%と息切れ。中国の不動産関連産業はGDPの約30%を占めている。不動産市場の混迷が持続・拡大して、金融セクターに飛び火する可能性が高い。

	6月	7月
工業生産（前年同月比）	： + 4.4%	+ 3.7% ↓
小売売上（ “ ” ）	： + 3.1%	+ 2.5% ↓
	1～6月	1～7月
固定資産投資（前年同期比）	： + 3.8%	+ 3.4% ↓
不動産投資（ “ ” ）	： ▲5.4%	▲ 6.4%

卸売物価（7月）は前年同月比▲4.4%、10ヵ月連続のマイナス推移だが、6月（▲5.4%）からはマイナス幅は縮小した。

消費者物価（7月）はついにマイナス圏に。前年同月比▲0.3%、6月（変わらず）から2年5ヵ月ぶりの低下。自動車、家具・家電、スマホなど耐久財の価格下落が顕著で“デフレ懸念”がますます広がる。

除くエネルギー、食品のコアベースは同+0.8%、6月（+0.4%）からは拡大した。

日本 :

((インフレ動向))

企業物価指数(7月)は前年同月比+3.6%、6月(+4.3%)から上昇モメンタムは鈍化して7ヵ月連続の低下。電力・都市ガス・水道料金の政府の価格抑制政策により指数全体の上昇率を▲0.6%pt押し下げている。

消費者物価(7月)のコアCPI(除く生鮮食品)は前年同月比+3.1%、上昇率は4月(+3.4%)が直近のピーク、5月(+3.2%)、6月(+3.3%)で高止まりしている。プラスは23ヵ月連続、日銀の目標水準(+2%)を2022年4月から16ヵ月連続、+3%水準は11ヵ月連続して上回っている。

電気・ガス料金抑制と全国旅行支援の政策効果が▲1.1%ptと試算され、政策効果なかりせば実態は+4.4%上昇となる。

生鮮食品とエネルギーを除くコアコアCPIは同4.3%上昇で、5月(+4.3%)の直近ピーク水準に戻った。過去のピーク水準は1981年6月(+4.5%)。

レギュラーガソリン価格(全国平均:8月21日)は14週連続して上昇、前週比+1.8円高の183.7円/リットルで15年ぶりの高値。過去のピーク(1990年以降)は、2008年8月の185.1円。価格上昇の背景には、

- ① 産油国の減産
- ② 円安の進行
- ③ 政府による補助金が段階的に縮小過程(足元は▲7円寄与:今年9月まで)
- ④ ガソリン元売り会社が大手に集約され、価格競争が働かなくなった

ガソリン税(揮発油税+地方揮発油税)の「トリガー条項」として、直近3ヵ月間の平均小売価格が160円/リットルを超えると、特例上乗せ分(東日本大震災の復興財源に充当)の25円分を控除することが可能であり、2010年に法制化されたが、実行されていない。

ガソリン税収は年間2兆円、うち上乗せ分からの税収効果が1兆円ある。

石油・エネルギー価格は、新型コロナウイルス感染拡大が判明した2020年前半を底値に、2022年前半までに2年間で6倍に急伸した。

WTI先物価格は2020年のボトムの20ドル/バレルから、2022年のピークの120ドル/バレルを付け、現在は80ドル近辺で推移している。

WTI先物価格（5年間）



原油価格の上昇に端を発した物価上昇であるが、日本の消費者は原油価格が反落してきたにもかかわらず、物価は先行き着実に上昇するとの見通しを強めている。

消費者のインフレマインドは明らかに転換している。

「人手不足は小売店・配送員・建設作業員・医療介護サービスなどの現場で明らか」

「物価上昇は仕方がない」

「コスト高に伴う価格転嫁は今後も継続する」

との認識とマインドを強めている。

供給側も、価格転嫁が順調に浸透していることから、今後も“コスト高を背景とした製品・サービス価格の値上げ”を計画的に緩やかに実行していくものと思われる。

消費者（労働者）も、企業経営者も、政府・日銀も、今年からようやくスタートした「賃上げ」が来年以降も継続、しかも今年の上げ幅（+3.58%）以上にしばらく引き上げ努力がなされるので、「賃金と物価の好循環」（岸田首相）が結果として示現することになるかに注目。

植田総裁は、ジャクソンホール会合で8月26日、「基調的インフレは依然として目標の2%を若干下回っている。日銀が金融緩和を堅持しているのは、それが理由だ」と述べた。

足元のCPI上昇率は「年末にかけて鈍化する」見通しを、対外的に変えていない。一方で日銀は内部（調査・統計部署）では、“今後の物価上昇が一段と加速する”意識を強めている、と思われる。

日銀が独自に算出してウォッチしている物価指標のなかで、以前から注目度が高い「刈り込み平均値」（消費者物価指数の採用品目のうち、上位・下位10%の限界値を控除）は、7月分で前年同月比+3.3%と6月（+3.0%）からさらに強含んで統計値のある2001年1月以降での最高水準となった。

（（ 景気動向 ））

4～6月期実質GDP成長率（速報値）は前期比+1.5%、年率換算+6.0%。寄与度は外需が+7.2%と好調、内需が▲1.2%と弱い。内需のうち個人消費は前期比▲0.5%で三四半期ぶりのマイナス、設備投資は+0.0%。

輸出は同+3.2%で二四半期ぶりのプラス。1～3月期（▲3.8%）からの反動の影響もある。金額ベースでは560兆円で、コロナ禍前のピーク（2019年7～9月期：557兆円）を上回る。

名目成長率は前期比年率+12.0%。GDPデフレーターは前年同期比+3.4%。

物価高による影響、実質賃金のマイナス継続など個人消費への影響が懸念される他、世界経済（特に欧州、中国）の景気減速の顕在化など、先行きに懸念材料は多い。家計調査（6月）での2人以上の世帯の消費支出は、実質で前年同月比▲4.2%減で4ヵ月連続のマイナス。実質賃金は前年同月比▲1.6%減で15ヵ月連続のマイナスだった。

コロナ禍前の2019年10～12月期と直近では、雇用者報酬は実質▲3.5%減。物価上昇に賃金上昇が追いつかず、“実質所得の減少が消費支出削減の悪循環”に留まっている。賃金上昇と消費支出が好循環となっている米国とは対照的である。

IV. 金融政策・市場動向と見通し

米国

FRBが7月25・26日開催したFOMC（0.25%の追加利上げ決定）の議事要旨が8月16日に公開された。出席者は、今後待ち構えている「2つのリスク」について言及している。

- ① インフレが高止まりして下落傾向に転じないことで、追加の引き締めが必要になるリスク
- ② 金融引き締めを強め過ぎて景気が失速する（オーバーキル）リスク

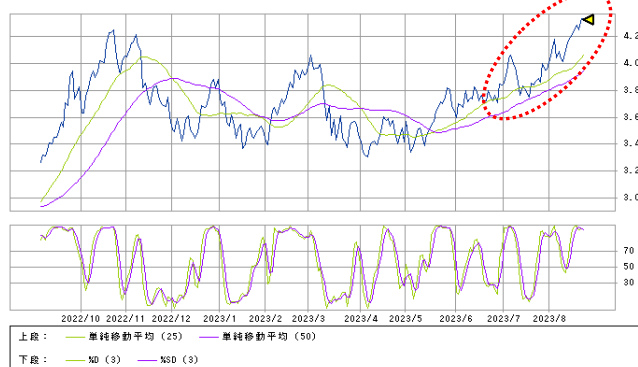
8月25日のジャクソンホールでのパウエル議長の講演では、「インフレはまだ高すぎるが、今後の利上げの判断は経済指標の結果次第」として、従来の説明と変化がなかった。

8月に入って“債券売り”につながる弱気材料が相次ぎ、米国金利は騰勢を強めた。

- ① 堅調な経済指標発表による景気後退懸念の後退
- ② インフレの高止まりリスクが強まる
- ③ 米国の債務問題による債券格付けに引き下げ
- ④ 債券増発などの需給悪化懸念の強まり

長期金利（10年債利回り）は8月22日に4.36%まで上昇して、昨年10月の直近ピーク（4.33%）を更新、2007年11月以来16年ぶりの水準をつけた。

米国10年債利回り（日足：2023年初来）



フィッチ・レーティングスは8月1日、1994年以来、最上位の「AAA」で維持してきた米国債の格付けを、「AA+」に1段階引き下げた。今後3年間で予想される財政負担の増加により債務悪化が予想されること、債務上限問題を巡る政治の混乱を理由にあげた。米国債の格下げは、2011年にS&Pが行ったのに続いて2回目。S&P（現S&Pグローバル）の格付けは「AAプラス」。ムーディーズは最上位の「AAA」格付けを維持している。

今年の5月に繰り広げられた、「債務上限引き上げ問題」における政治的な駆け引きからの、デフォルト（債務不履行）寸前まで追い込まれた政治パフォーマンスが、今後も繰り返されるリスクは継続している。

今年10月からの新年度会計予算の審議も遅々として進んでいない。国防予算ですら、共和党主導で作成した下院案には民主党が受け入れられないポイズンピル（毒薬条項）がある。休会が明け上下両院が開会されるのは9月12日。ねじれ状態にある議会で9月末までに予算は成立するのか、政治的リスクが存続している。

ムーディーズ・インベスターズ・サービスは8月7日、ニューヨーク州が地盤の中堅地銀M&Tバンク、コネティカット州が地盤のウェブスター・ファイナンシャルなど、中堅地銀や中小銀行10行の格付けを引き下げた。4～6月期決算において、収益性の低下が明らかになったことを理由とした。

フィッチ・レーティングスは15日、米銀大手を含む70行以上を格下げする可能性があると明らかにした。最大手のJPモルガンやバンク・オブ・アメリカの格付けは、現時点では「AAマイナス」だが、1段階格下げの「Aプラス」となる可能性がある。高金利が資金調達コストの上昇となり、収益を圧迫することを理由とした。

フィッチは6月に米国の銀行業界の経営環境の格付けを「AA」から「AAマイナス」へ1段階引き下げている。

次回のFOMC開催は9月19・20日。雇用統計が1日、消費者物価指数は13日に発表されるが、今回は「利上げ見送り」の見方が優勢。

新興圏 :

ブラジル中央銀行は8月2日、政策決定会合を開催して政策金利を0.5%引き下げ13.25%とした。利下げは2020年8月以来3年ぶり。事前予想(0.25%)を上回る利下げ幅だった。

消費者物価指数(7月前半)の前年同期比上昇率は+3.19%で中央銀行の目標値(+3.2%)を下回る水準まで低下してきた。ピーク水準は2022年5月前半の+12.2%。インフレ圧力は低下に比して、政策金利の引き下げが遅れ気味だった。中央銀行は声明のなかで「今後の会合でも同規模のさらなる引き下げを予想している」と、継続的な利下げに言及した。

中国人民銀行(中央銀行)が、景気(消費、住宅投資)を支える為に、追加利下げに動いた。

中期貸出制度(MLF)金利(下記LPRのベース金利)を8月15日に予想外に引き下げた。1年物金利を従来の2.65%から3ヵ月ぶりに2.5%に引き下げた。短期金融市場の公開市場操作(オペ)金利である7日物リバースレポ金利も、1.9%から1.8%に引き下げた。

21日には、事実上の政策金利と位置づける最優遇貸出金利(ローンプライムレート:LPR)の1年物金利(優良企業向け貸出金利)を年3.55%から年3.45%に▲0.1%引き下げた。6月に続く2ヵ月ぶりの追加引き下げ。5年超の金利(住宅ローン金利の目安)は年4.20%で据え置いた。

利下げ発表を受けて、10年債利回りは2.56%まで低下し2020年以来の水準。中国人民元は1ドル=7.2744元まで続落した。

ロシア中銀は8月15日に臨時の政策決定会合で、政策金利を+3.5%引き上げて年12%にした。利上げは2会合連続。財政悪化に伴う通貨安防衛措置である。

日本

日銀は7月28日開催の金融政策決定会合で、「YCC政策」（イールドカーブ・コントロール政策：長短金利操作）の修正を決めた。

- ① 長期金利の誘導水準は「0%程度」は変わらず
- ② 変動幅も「プラスマイナス0.5%」（＝長期金利の上限目途は0.5%）は変わらず。
- ③ 長期金利が「市場動向に応じて0.5%を“一定程度緩やかに”突破する」ことを容認
- ④ 「連続指し値オペ」（10年物国債を無制限に購入する）の利回りは、0.5%から1%に引き上げる

今回の決定は、以下の点で分かり難さをもたらす内容となった。

- ① 金利操作（＝上限の目途）が、「0.5%」と「1.0%」の二重水準（ダブル・スタンダード）になった
- ② 長期金利の「0.5%」から「1.0%」の間は、金利上昇を容認しつつ、市場動向やスピードに応じて対応する、というグレーゾーンとなった

植田総裁が決定会合後の記者会見で語ったことは、

- ① 「金融緩和の持続性を高めるための柔軟化（政策は修正）」
- ② 「金融政策の正常化に歩み出すということではない」
- ③ 「物価高で長期金利の上昇圧力は高まっている」
- ④ 「（長期金利を）0.5%水準で厳格に（頑なに）抑え込むことで、（債券）市場に（更なる）影響が生じる恐れがある」
- ⑤ 「（上昇圧力が更に強まるであろう）将来へのリスク対応（措置）である」
- ⑥ 「長期金利が1%に近づいていく可能性は低い」

経済・物価情勢の（将来の）上振れリスクに対して、前倒しで対応する必要性を繰り返し強調した。

長期金利の実質的な上限は「1.0%」となった。「出口戦略」の一環として“柔軟化”対応を織り交ぜたとも言える。

今回の日銀の政策決定、および説明は、

- ① 「継続」「柔軟化」「(将来の市場) リスクへの備え」などの巧妙なワーディング
- ② 会合後での金融市場の反応もポジティブ
 - ・長期金利は上方に居所を変えた
 - ・ドル円は(円高よりも)円安に振れた
 - ・株価(日経平均)は33000円台を回復

など、想定以上の対応と結果であり、評価が高まった。

結果として、

- ① 「YCC政策」は実質的に形骸化
- ② 将来の物価上昇をかなり意識しており、「二の矢」の対応も匂わす

「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」での2023年度の消費者物価指数(コアCPI)の前年度比上昇率見通しを1.8%から2.5%に上方修正した。しかし、24年度は1.9%、25年度は1.6%で、目標値(2%)を下回る水準に留めている。メッセージ性(政治的意図)の強い予想値である。

内田副総裁は8月2日の講演で、今後の金融政策の変更の判断基準と対応について、「3段階プロセス」(YCCの修正、YCCの撤廃、マイナス金利の解除)により説明した。

- (1) 「2%目標の実現が見通せない」 … YCC政策を継続しつつ修正
- (2) 「2%目標の実現が見通せた」 … YCC政策を撤廃する可能性
- (3) 「2%を超えるインフレ率が持続してしまうリスクの方をより心配する状況」
… マイナス金利政策を解除する可能性

現状では、日銀はまだ(1)段階にあると判断している、と思われる。

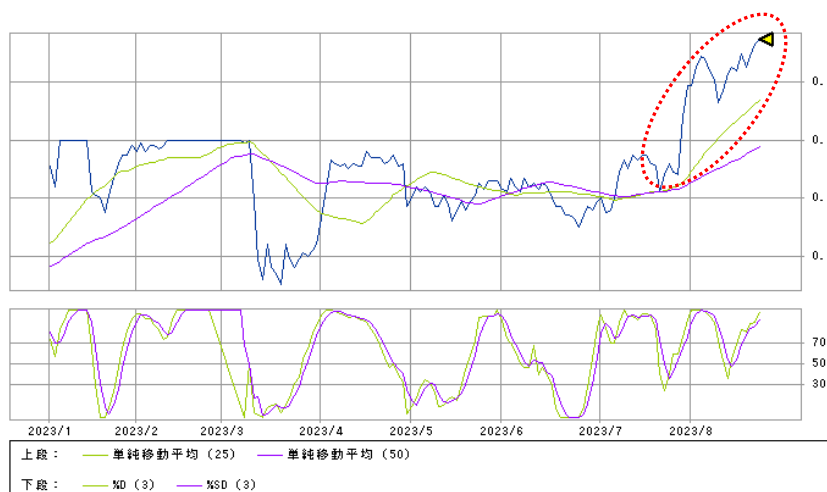
内田副総裁は先月27・28日の金融政策決定会合の前の7日に、日本経済新聞とのインタビュー(記事)で、「YCC政策の副作用」について敢えて言及することで、金融市場に政策変更によるネガティブ・サプライズを事前に織り込ませる事績を意図して行っている。

日銀は、今年の春闘（+3.58%）以上の賃上げの動きが来年以降継続するのかを注目している。内田副総裁は8月の講演で「何よりも賃上げが大事」と強調しており、「来年も賃上げできるような環境を整えていきたい」と述べた。賃金上昇の達成度とともに、出口戦略を時間をかけて探っていく基本観と判断される。

長期金利の変動許容幅を事実上1%まで引き上げたことで、8月に入って長期金利は上昇余地を探る動きとなった。10年物国債利回りは7月31日に2014年以来9年ぶりに0.6%台まで上昇し、8月23日には9年ぶりの水準である0.675%まで上昇した。

新発2年債利回りは7月31日、0.005%と半年ぶりにプラス圏に浮上した。

日本10年債利回り（日足：年初来）



現時点では、日銀が2024年の春闘の見通しなどを確認しながら、年末から年明けにも、

- ① 長期金利操作の枠組み撤廃
- ② （短期金利の）マイナス金利政策の解除

により正常化に向かうという予想が市場参加者のコンセンサス。

【 3か月間の想定レンジ 】

日本長期金利（国債指標物：0.662%） : 0.35 ~ 0.75%

V. 為替市場動向と見通し

ドル円相場は、7月に1ドル=137円台まで円が上昇したが、そこから反転して年初来安値の147円台まで円安が進行、円安の基調は変わらず。7月末での日銀の政策変更を受けて長期金利が上昇したが、円安は止まっていない。昨年秋の「円買いドル売り」介入の水準まで戻ってきたので、日本政府当局の再度の介入実施が意識されている。

ユーロ円相場では円は下落して1ユーロ=159円台半ばを付け、2008年9月以来15年ぶりの円安・ユーロ高となった。ファンダメンタルズの相対的に劣るユーロ圏だが、ECBの継続的な政策金利引き上げ姿勢を反映したユーロ買いが継続する。

米ドル円レート（日足）年初来



ユーロ円レート（日足）年初来



スイスフランへ投資資金の流入が続いた。対ドルで8年ぶりの高値水準に進んだ。実質の政策金利が2年半ぶりにプラス圏となったことで、利上げに打ち止め感が出た。「安全通貨」としてのリスク回避資金の受け皿となっている。

1ドル=0.86スイスフランまで買われた。対円では1スイスフラン=163円台で、1982年以降で最もスイスフラン高の水準で推移している。

人民元は8月16日、1ドル=7.2989元まで下落した。22年11月1日に付けた1ドル=7.328元まで接近してきている。中国のファンダメンタルズ要因と米中金利格差の拡大から、人民元は昨年秋の安値を更新する、との見方が有力。

為替見通し

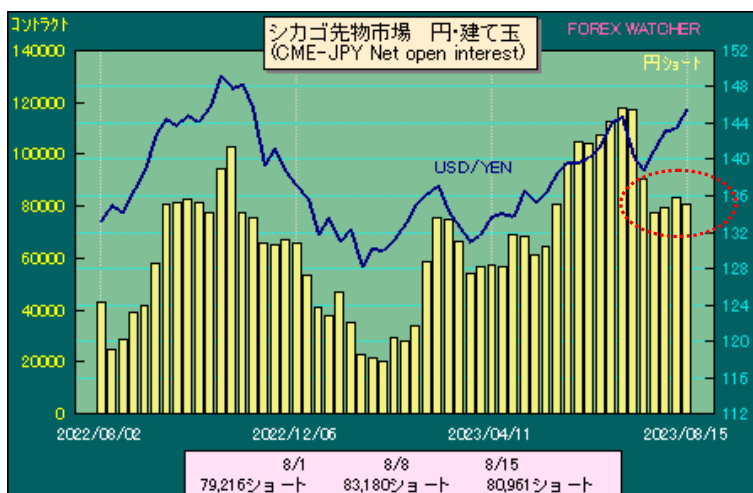
1ドル=140円台の円安水準は、日本政府当局において円安進行に歯止めを掛けることを意識する水準。145円を超えた現行レベルは、「円安進行を阻止」する為にアクションするクリティカル水準であることが、過去の経緯で明らかになっている。とりあえず、

- ① 政府・日銀による会合
- ② 財務大臣・財務官による口先介入
- ③ 日銀によるレートチェック
- ④ （昨年秋の今回は）覆面介入

の段階を今回も踏襲する、と見られる。

シカゴ・マーカンタイル取引所の通貨先物市場における「Non-Commercial (非商業部門)」建玉（8月15日現在）は、7月の11.7万枚までの円ショート・ポジションが、8月では8万枚ショートに減少したまま夏休み中。9月以降に再度のショート・ポジション積み増しが予想される。

シカゴ先物市場での日本円ポジション動向



米国が物価の沈静化傾向を確認して、追加利上げをもう行わない、との市場参加者のセンチメントが変わらない限り、まだしばらくは日米金利差などのファンダメンタルズ要因を背景とした「ドル高」基調が続く。

相手先通貨から見ても、

ユーロ = 米国よりも政策金利引き上げのモーメンタムはまだ最終局面には入っていない

日本 = 政策金利の修正にはまだ時間を要する

中国 = 「不動産・金融問題」の露呈により、過去10年間に流入した投資資金の巻き戻し局面に移行

F R B、E C Bともに、昨年春から1年半をかけての急速な政策金利の引き上げ対応（8ページ参照）は最終局面に近いことも、タイミングやモーメンタムは意識せざるを得なくなる。

今年後半から来年にかけての、日銀による政策変更の切っ掛け（=物価高騰、賃上げ）やタイミングに関心・注目が徐々にシフトしていくことも想定される。

今年の後半には、

- ① F R B、E C Bの政策金利引き上げモーメンタムの一段落
- ② 日銀による政策修正（第2弾）の可能性
- ③ 日本の貿易赤字がピークアウトから急速に縮小
- ④ 日本市場への投資資金の流入（アジア市場内での資金シフト）

などから、“円高反転”の可能性が高い。

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (146.64円) : 135 ~ 150円

ユーロ円レート (158.45円) : 145 ~ 165円

VI. 株式市場動向と見通し

外国株

((米国株))

7月に上昇基調を辿ったNY市場は、8月に入って一転調整局面に転じた。ダウ平均株価は8月1日に35630ドルの年初来高値をつけたが、24日には34099まで▲1531ドル(▲4.3%)の調整局面となった。

- ① FRBの金融政策の不透明感(楽観論の後退)
- ② 長期金利の上昇
- ③ 債券と比較しての割高感
- ④ IT関連企業の4~6月期決算発表後に調整売り圧力
- ⑤ NYダウ、SP500ともに予想PER(株価収益率)は18~19倍で割高感が出た

NYダウ平均株価(日足:年初来)



SP500指数(日足:年初来)



NASDAQ市場(日足:年初来)



（（ 中国株 ））

上海総合指数（日足：年初来）



香港ハンセン指数（日足：年初来）



中国経済と不動産の先行きへの懸念がますます強まる。

“デフレ化”の可能性と、不動産業界発の“金融システミック・リスク”の高まりから、1990年代の「日本化」を連想させる。中国経済の規模とグローバル経済における関連性・影響度は30年前の日本とは比べ物にならない。

株価は、8月に入って下落基調を強めて、年初来安値を更新して下値模索中。

チャートでは「ミニデッドクロス」（短期5週線が13週線を上から下に突き抜ける）が出現した。

海外投資家は、中国市場からの資金逃避の動きを強める。

「不動産不況」と「金融システミックリスク」の見通しが拡大してことで、中国からの投資資金の引き上げは当然。

8月は月初から直近までで1.4兆円の売り越しに膨らんでおり、月間金額では過去最高となる見込み。

中国の不動産関連銘柄のみならず、BYD（EVメーカー）、アリババ、テンセントの主要代表銘柄も売り圧力にさらされている。

不動産の価格崩落、需要減退、金融不安を主因とするだけに、簡単には収束せず、株式市場の混乱は長期化する。

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)		
	(6月29日)	(7月27日)	(8月28日)
株価	: 33234円	32891円	32169円
PER	: 15.29倍	15.22倍	15.13倍
EPS	: 2174円	2161円↓	2126円↓
PBR	: 1.37倍	1.37倍	1.30倍
BPS	: 24400円↑	24258円↓	24745円↑

東証プライム市場上場企業の2023年4～6月期の全産業（金融含む約1100社）の純利益は前年同期比+50%増（日経新聞集計）。製造業が+12%増に対して、非製造業が2.2倍と大きく乖離した。

非製造業の業績回復・伸長の背景には、

- ① コロナ抑制からの需要回復
- ② コスト上昇をインフレ基調に転換したことで値上げが浸透
- ③ 人手不足による人件費負担の増加も、まだ総じてマイルドに留まる

製造業は、

- ① 円安メリットで自動車関連は恩恵を享受
- ② 中国の経済減速の影響が既に顕在化
- ③ スマートフォンの需要減速の影響

などから、マイナス要因が強く働いている。

2023年度の業績予想値は、純利益で前期比+6%程度に収まる見通し。

ひとケタ台の微増だが、3期連続で最高益を更新する。欧州・中国景気の落ち込み、欧米の金利上昇の影響、原材料価格上昇の影響と製品価格への転嫁など、不透明要因があるが、堅調な米国市場、円安メリット、自動車生産の拡大などのプラス要因が増益を支える見込み。しかし、上方修正の動きは期待したほどではない。

(2) 東京株式市場

日経平均株価は、5月初旬の29000円水準から、6月19日には33772円、7月3日には33762円の戻り高値(=2番天井)を付けた後、7月・8月と上値・下値切り下げの調整局面に移行した。+27%上昇した後、8月18日の31275円まで▲7%(=▲2497円)の下落率となった。

米国金利・国内金利の上昇により、株価水準の相対的な割高感が意識された。

長期金利が1.0%水準に上がれば、日経平均株価のPER(株価収益率)は1倍程度押し下げられ、約▲2000円の価格調整圧力となる(ニッセイ基礎研究所試算)。

日経平均は8月中旬に、13週移動平均線を下回る値動きとなり、上値が重くなった。短期(5週線)が、中期(13週線)を上から下に突き抜ける「ミニデッドクロス」となり、売りシグナルが発生した。

日経平均株価(日足:年初来)



ドル換算の日経平均は、円安進行でさらに弱含み。短期の海外投資家は、3月以降に日本株へ投資資金を積極的に振り向けたが、7月・8月で一巡して売り越しに転換。逆に、下落局面になったことで、個人投資家が8月に入って現物株を3800億円の逆バリの買い越し。事業法人による自社株買いと合わせて、国内投資家が約1兆円の買いに転じている。

今後のリスク要因として、

- ・ 米国の財政・債務・予算協議の混乱
- ・ 格付け評価機関による債券格下げの動き
- ・ 中国の景気動向、不動産会社の経営不安、地方政府の債務問題（どこまで情報開示がなされるのか、正確なのか不透明ではあるが）
- ・ ドル高・円安の進行
- ・ 日銀の政策変更（“出口戦略”）の前倒し観測（政府の為替介入に合わせて）

「金利上昇基調」「中国発の金融システミックリスク」「（ドル高・円安の進行による）日銀の政策変更の可能性」など、季節的な経験則（秋場の株価調整アノマリー）が不透明要因・リスク要因が顕在化してきただけに懸念される。

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価（32169円） : 29000円 ~ 34000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。