

投資環境と金融市場の見通し（107）

2022年7月26日

I. 【 現状認識・見通し 】

< 要約 >

- (1) 中央銀行による政策金利引き上げが加速したことから、金融市場での焦点は「インフレ懸念」から「世界景気の後退懸念」にシフトした。
- (2) FRBは従前予想よりも利上げ幅を6月・7月と加速させた。カナダ、オーストラリア、英国も追随して利上げ幅を加速させる。7月27日のFOMCでは+0.75%利上げがコンセンサス。その後の引き上げ幅は“スローダウン”という見方がコンセンサス。
- (3) 卸売物価のモーメンタム減速による「インフレ懸念」後退観測から金価格が、「景気減速懸念」から原油、商品（銅）価格が下落に転じた。
- (4) 先進国（米、英、仏、独、伊）では、首脳交替など政権リーダーの信任が揺らいでいる。中国の習近平主席の3期目への移行も、景気情勢から綱渡り。信任低下の背景は様々だが、「物価高騰」への不満が背景にあるのは明らか。日本では岸田政権の高位安定が続いているが、安倍元首相が突然不在となったことで、今年後半の政局は流動的で予想外の展開となる可能性も。

< マクロ経済、金融政策 >

- (1) 世界景気の後退観測が一層強まる。今年の成長率見通しは下方修正が続く。
- (2) 中国景気は、再度の都市封鎖の影響から急ブレーキがかかっている。
- (3) 米ドル高と世界的な金利上昇を受けて、新興国（債務残高＝100兆ドル）の債務返済・信用問題がクローズアップされてきた。
- (4) FRB、ECB、英国など主要先進国の中央銀行は今年後半も政策金利の引き上げを続ける。日本だけが“利上げラッシュ”から取り残されている。
- (5) 日銀は「黒田体制終焉」（2023年4月まで）まで政策変更を行う意向はない。円安進行が続けば、政策変更（ゼロ金利解除）に追い込まれる可能性も。

< 債券、為替市場 >

- (1) 政策金利の引き上げにより短期金利は着実に上昇。長期金利は景気減速を意識して弱含みの動きなので「逆イールド」状態が恒常化。それがまた「景気後退」を意識させることに。
- (2) 欧州はエネルギー調達懸念による景気後退リスクの高まりから、ユーロ安が進行。ECBはインフレ抑制の為に当面利上げを進めるので悪循環。
- (3) 新興国も米国の利上げと米ドル高の進行から、経常収支赤字・債務不履行懸念が強まり、債券安・通貨安が進む。
- (4) 海外の投機筋は、日銀の金融政策の転換を見越して売り圧力をかけることで日本の長期金利の上限目標（0.25%）の突破を仕掛けたが、買戻しを余儀なくされている。短期的な売りポジション調整の動きか。

< 株式市場 >

- (1) 売りポジションの一時的な買戻しから、長短金利が反落しドル円は円高に振れ、株式市場は短期的な反発となったが、基本的には下落トレンド基調での動き。
- (2) NYダウ、NASDAQ市場は、下落リスク（金利、企業業績、バイデン政権）多く調整が続く。ボラティリティも高い。
- (3) 企業業績は4～6月期から増益モーメントが減速。コスト上昇（原材料費・物流費・人件費・金利など）が強まる。好調な輸出・製造業と内需不振の影響を受けるサービス業の2極化、さらに価格転嫁の出来る業種・会社と、そうでない業種・会社との業績格差が鮮明となってくる。
- (4) 日本株は相対的に割安・出遅れ状態にあるが、“バリューストック・トラップ”のリスクあり。岸田政権による日本の競争力復活の為に、技術・人に関する有効な政策発動と投資が回らない限り、「日本企業再生」のシナリオは見えてこない。

【 安倍元首相の死去 】

安倍元首相は参院選挙運動期間中の7月8日（金）に銃撃され死去した。

この突発事態は、今後の政治、経済、外交、自民党内に影響を及ぼす転機となる。

- ・ 政治 … 「軍事費増加」「憲法改正」が進む、というのが当初の見方だったが岸田首相は意外に慎重との観測も出てきた
- ・ 経済 … 「アベノミクス」の評価と見直し、黒田後継体制の議論が進む
- ・ 外交 … 対米依存、クワッド強化は変わらない。破綻した「北方領土交渉」「対中外交」「拉致被害者問題」は仕切り直し
- ・ 自民党内派閥力学
 - … 最大派閥である「安倍派」（清話会、所属議員97名）の後継者不在から、時間をかけて分裂や他派閥との合従・再編につながり、政局は流動化する。大宏池会 vs. 反主流派か

第2次安倍政権は7年8ヵ月間の長期にわたって、官邸主導による歴史的な政策発動、方針転換を行った。

- ① 経済政策 = 政権支持率を長期間・高位に維持するエンジンとなったのが経済政策（「アベノミクス」）。当初“3本の矢”と称したが、結局、金融政策での過大かつ長期に保持させた異次元緩和を継続させたことに尽きる。財政政策では、予算膨張、バラマキ支給、国債増発により、日銀の債務破綻リスクが高まった。成長戦略（＝規制緩和）は進まず、日本の競争力は回復せず。
- ② 安全保障 = 2014年の「集団的自衛権行使」を閣議決定したことから始まった、安全保障・軍事態勢の強化の姿勢が、参院選挙後の憲法改正と軍事費膨張（5年以内にGDP比2%）につながる。
- ③ 財政政策 = 「基礎的財政収支（プライマリーバランス）」の目標年度の明記、達成の義務度合いは、6月の「骨太の方針」の発表時点で後退している。岸田首相は“財務省寄り”スタンスから増税・財政再建路線を強める（政策の取りまとめ役である木原誠二内閣官房副長官は財務省出身）。

【 参院選挙と今後の政権運営 】

自民党が高い政党・内閣支持率をバックに、事前予想どおりに大勝した。改選過半数（63）を単独で確保した。与党系（含む公明党）では77名で、非改選70名を合わせて定数（125）の過半数を超えた。憲法改選に積極的な日本維新の会（20）、国民民主党（9）と合わせて、改憲発議に必要な3分の2以上（166）を超える175議席を維持した。

野党は今回の参院選挙では、32ある1人区での候補者調整（1本化）をしなかった（出来なかった）ことから、結果的に自滅した。2016年、19年では全ての1人区で候補者を1本化して、11、10の選挙区で勝利したのに、今回は11選挙区にとどまり、自民党28、野党系4だった2013年（29 vs 2）と同様の自民圧勝となった。

今回の選挙結果を踏まえて、野党第1党（立憲民主党）、第2党（日本維新の会）の鏝ざり合いは烈しさを増していく（野党での主導権争い）ことで、自民党による1党独占体制が強化されていく。

政権与党（自民党、公明党）は参議院で146議席を押さえ、定数（248）の59%を占めた。衆議院（定数465）では与党両党で293議席（63%）を占めている。次の自民党総裁選挙は2024年秋、参院選挙は25年夏なので、衆院解散・総選挙しない限り、今後3年間は国政選挙が無く、「国勢選挙の無い期間」（＝黄金の3年間）と見られている。

最大派閥の安部派（96人）のリーダーが突然不在となり、後継者が確定しておらず、岸田派（41人）は党内第4派閥に甘んじている。ある程度の実績を造った上で、“岸田体制（岸田派）強化”の為の途中解散の可能性も十分にある。

岸田首相は、安倍政権下でポスト安倍を狙って隠忍自重、臥薪嘗胆してきた。長期政権で最大派閥を率いていた安倍元首相が突然不在となったことで、岸田首相は胎動し始めるのではないか。

岸田首相が今後取り組まざるを得ない（取り組む）と見られているのは、

- ① 「アベノミクス」政策（「異次元緩和」）の軌道修正、ポスト黒田総裁対応
 - … 日銀の金融緩和&金利コントロール政策の微修正
 - … 財務省の意向を受けた国債発行抑制&財政再建路線への軌道修正
 - … // 円安基調の軌道修正
- ② 「新しい資本主義」「人への投資」政策の具体的政策の取りまとめ
 - … 「人材育成」（労働力移動、非正規労働者対応、IT人材育成、賃金格差是正、リスキル・リカレント教育対応）
 - … 「所得分配政策」「資産所得倍増プラン」
- ③ 軍事・防衛費の増大、敵基地先制攻撃能力増強への対応
 - … 長期目標（=GDP比2%）と予算措置とのバランス
- ④ 沖縄基地問題（沖縄県知事選挙9月11日）
- ⑤ 憲法改正の論議（自衛隊保持、緊急事態条項の明記）・発議
 - … 積極推進派だった安倍元首相がいなくなったことで、どのような内容・スケジュールで対処するのか、落としどころを模索して軌道修正の可能性も出てきた。拙速な憲法改正発議の動きにブレーキが掛かるか（?）

【 世界のリーダーの信任衰退 】

米国のバイデン大統領の直近の支持率は40%前後に低迷。物価上昇が加速していることから、今年秋の中間選挙では民主党の苦戦が予想されている。

ニューヨーク・タイムズが実施した世論調査（7月6～7日）では、中間選挙で多数派を握るべき政党は、民主党が41%、共和党が40%と拮抗した。

英国では、ジョンソン首相が新型コロナウイルス下で内輪のパーティーを開催したことへの虚偽説明をした頃から歯車が狂い出し、党内外での信任が低下、7月7日に辞任表明した。英国では「嘘つきの政治家は認めない」という伝統が根付いている。国会で虚偽答弁を118回繰り返したと国会調査局から認定されても、何の咎めも無かった、道義的責任も感じなかった我が国の元首相とは彼我の差を感じる。経済情勢（ポンド安によるインフレ抑制の失敗や景気鈍化など）も辞任の背景にある。保守党内での後継首班選びは9月5日まで続くので、不透明さが継続する。

フランスでは、6月19日の国民議会（下院）選挙で、マクロン大統領率いる与党連合が敗北して過半数割れを起こした。物価高騰への不満が根底にあり、物価抑制の為の法案の見通しが立たなくなっている。

マクロン大統領は、経済担当大臣だった2014～17年に米国のウーバーテクノロジー社に対して過度な支援活動をしたことが明らかになり、国内業者・雇用を圧迫したとの批判も受けている。

ドイツでは、シュレーダー政権時代（1998～2005年）からの“親ロシア迎合姿勢”が、ロシアのウクライナ侵攻後には逆風となっており、ショルツ首相が率いるドイツ社会民主党（SPD）は支持率は20%前後まで落ち込んできている。ウクライナへの武器供与に対する消極的スタンスが、さらに批判を浴びている。

イタリアのドラギ首相は7月14日、辞任表明した。一旦は留保扱いとなったものの、20日の議会上院での政権の信任投票に連立パートナーが棄権したことから、21日に再度辞表を提出した。9月25日に前倒し総選挙が実施されるが、混迷が当面続く。

【 2022年のびっくり10大予想（バイロン・ウィーン） 】

バイロン・ウィーン氏（ブラックストーン）が今年年初に発表（37回目）した、恒例の「びっくり10大予想」において、半年間が経過した現時点でパフォーマンス検証をすると、驚くほど今年の投資環境の本質を言い当てている。

今年2022年は、

「インフレ、利上げ、株安、中国の影響力拡大」

が基調トレンドとしていた。

| 2022年の「びっくり10大予想」 | |
|-------------------|------------------------------|
| 1 | インフレ圧力拡大で株は調整売りへ |
| 2 | 消費者物価指数は4.5%へ |
| 3 | FRB、年内4回利上げ |
| 4 | オミクロンでも大規模集会平常化へ |
| 5 | 中国の不動産投機規制強化で、他の金融資産への投資熱高まる |
| 6 | インフレヘッジで金価格20%上昇へ |
| 7 | 需給ひっ迫で原油価格100ドル超へ |
| 8 | 原子力エネルギー再評価へ |
| 9 | ESGは企業のポリシーから規制へ |
| 10 | 電気自動車のリチウム電池市場、中国が掌握 |

(出所) ブラックストーン・グループ

上記のうち、1、2、3、4、7、8、9、10の8つは、現時点で確認される今年の象徴的出来事である。

【 新型コロナウイルス 】

1. 世界の感染・対策状況

< 感染状況 >

7月23日時点では5億6905万人、先月（6月24日）比較で+2692万人（前回：+1804万人）で、3月から増加に転じており5ヵ月目に入る。

世界人口（79億人）比=7.2%（先月6.9%）。

米国8675万人（+361万人、前回：+369万人）、インド4386万人（+50万人：+23万人）、ブラジル3355万人（+159万人：+126万人）、フランス3362万人（+299万人：+112万人）、ドイツ2768万人（+265万人：+350万人）、英国2342万人（+66万人：+66万人）、イタリア2053万人（+246万人）、韓国1831万人（+83万人：40万人）、ロシア1814万人（+10万人：76万人）

新興国と欧州が増加モーメントに転じた。

増加転換、増加中 … インド、ブラジル、フランス、イタリア、韓国
ピークアウト・横這い … 米国、ドイツ、英国、ロシア

米国ではオミクロン型の派生型「BA.5」に置き換わりが進んだ。

過去のオミクロン株に感染した人、ワクチン接種を3回完了した人でも感染が確認されている。

バイデン大統領の新型コロナウイルスの感染が7月21日に発表された。症状は軽度。重症化を防ぐ飲み薬（ファイザー社製の「パクスロビド」）の服用で業務執行を継続。バイデン大統領は2回の追加接種（ブースター接種）も実行済み。

中国は3月28日に上海市を都市封鎖したが、6月1日に封鎖を解除した。

6月から「BA.5」による感染がまん延してきたことから、地方都市を中心に41の地域（対象人口2.6億人、全土の約2割）でロックダウン措置が発動されている。

2. 日本の感染、対策状況

< 感染状況 >

「第7波」が到来して新規感染者は急増、過去最高の1日当たり感染者数の20万人台に達した。4日連続で過去最高を更新している。

週間の新規感染者数は前週比1.68倍の105万人で初めての100万人超え。

感染確認者累計（7月23日）は1121.2万人で1000万人台に到達した（6月24日：922.5万人）。

増加数は前回+198.7万人に3倍増（先月分=+66.4万人）。

東京都は3万人台、大阪府は2万人台、愛知県は1万人台でいずれも過去最多である。過去最多を更新したのは、北海道、岩手、秋田、群馬、埼玉、千葉、神奈川、福井、長野、静岡、京都、兵庫、岡山、福岡、沖縄。都会と観光地・温泉のある都道府県である。10代以下の感染者が3割、20代以下では半分を占めている。オミクロン型の派生型「BA.5」が全体の96%となり、ほぼ置き換わったことになる。

死亡者数は3万1108人（+848人）から3万1877人（+769人）で、増加していない。重症者は全国で200人前後に留まっており、第6波（2月）での最大1500人、第5波（夏場）での2200人に比較して低い。

コロナ専用病床の使用率は上昇し、検査・医療体制の逼迫懸念は高まっている。

東京都は21日のモニタリング（監視）会議で、4段階で評価している医療提供体制の警戒レベルを最高水準に引き上げた。感染状況のレベルはすでに最高レベルに引き上げられているので、今年3月以来のダブル最悪状況となった。

< 感染対応措置 >

ワクチンの接種率（全国：7月21日時点）は、

| | |
|------|---------------------------------|
| 1回目＝ | 1億0382万回（接種率＝82.0%、うち高齢者＝93.0%） |
| 2回目＝ | 1億0246万回（"＝80.9% "＝92.8%） |
| 3回目＝ | 7900万回（"＝62.4% "＝90.2%） |
| 4回目＝ | 597万回（"＝13.5%） |

4回目接種を7月22日に医療従事者と高齢者施設職員も対象とした（約800万人）。

Ⅲ. 内外景気

世界景気は減速過程にある。今年後半から来年にかけての“リセッション(景気後退)”の程度に関心が高まっている。

『OECD景気見通し(景気先行指数：6月分)』では、総合38カ国、米国、ユーロ圏は2021年央にピークを付けてダウントレンド。

中国は21年初が景気のピークで、景気鈍化は1年半に及ぶ。

日本だけが2011年11月をボトムに底入れ(ほとんど横這いだが)。

| | ピーク時期 | 直近時 |
|------------|--------------------|----------------|
| OECD(38カ国) | : 2021年 7月(101.00) | 11ヵ月連続 (99.51) |
| 米国 | : 5月(100.73) | 13ヵ月連続 (99.36) |
| ユーロ圏(19カ国) | : 8月(101.37) | 10ヵ月連続 (99.34) |
| 中国 | : 1月(102.31) | 17ヵ月連続 (98.25) |
| | ボトム時期 | |
| 日本 | : 2021年11月(100.44) | 7ヵ月連続 (100.64) |

米国 :

インフレ更進は川上(卸売物価)・川下(消費者物価)でスローダウンしてきている。

卸売物価指数上昇率(6月)は前年同月比+11.3%で、5月分+10.9%。

コア指数(除く食品、エネルギー、貿易サービス)は前年同月比+6.4%で5月の+6.7%から鈍化した。

消費者物価上昇率(6月)は前年同月比+9.1%、4月+8.3%、5月+8.6%から加速した。1981年11月以来、40年7ヵ月ぶりの高い水準。

コアベース(除く食品、エネルギー)は同+5.9%、3月(+6.5%)、4月(+6.2%)、5月(+6.0%)から減速が続いている。FRB目標(+2%)は15ヵ月連続で超えている。

F R Bが重視している「個人消費支出（PCE）物価指数」の5月分は、コアベース（除く食品、エネルギー）で前年同月比+4.7%で、3ヵ月連続の鈍化。前月比は+0.3%で伸び率は横這い（モーメントムは鈍化中）。

物価連動債から算出される「期待インフレ率」は+2.6%。3月のピークから1%低下している。5年後からの5年間は2%台まで低下。

遅行指標である雇用統計からは、「景気は堅調推移」「人手不足」「労賃高止まり」が浮かび上がる。

雇用統計（6月）の非農業部門の雇用者数は前月比+37.2万人、5月分（+38.4万人）4月（+43.6万人）とほぼ同水準で堅調さが維持されている。事前予想（25万人）を上回る。

失業率は3.6%で4ヵ月間横這い。完全雇用状態といわれる3.5%水準が続く。時間当たり平均賃金は前年同月比+5.1%、4月（+5.5%）、5月（5.2%）から減速している。

【 アトランタ連銀 GDP Now 】

4～6月期のGDP成長率予想は先月6月時点でのゼロ%から、7月19日時点では▲1.6%とマイナス成長予想に一段と引き下げ。

欧州圏 :

欧州（ユーロ圏、英国）とも川下（CPI）の上昇は加速している。

ユーロ圏の消費者物価上昇率（6月）は前年同月比+8.6%、5月（+8.1%）から更に加速して過去最高の上昇率が続く。事前予想（+8.4%）を上回る。除くエネルギー、生鮮食品のコアベースも+4.4%から+4.6%に上昇した。ドイツは+8.2%、フランス+6.5%、イタリア+8.5%上昇だった。ゴールドマン・サックスは、ユーロ圏の消費者物価上昇率が今秋には10%に達すると予想している。

英国の消費者物価指数（5月）は前年同月比9.4%、4月（+9.0%）、5月（+9.1%）から伸び率の加速が止まらない。1982年以来40年ぶりの上昇率。米国（+9.1%）、ユーロ圏（+8.6%）を凌ぐ。イングランド銀行（BOE）は、2022年内には+11%台まで上昇すると想定している。

新興国（中国）

2022年4～6月期の実質GDP成長率（7月15日発表）は、前年同期比+0.4%で、1～3月期（+4.8%）から急減速した。マイナス成長の予想も増えつつあったなかで、何とかプラス成長を維持した。

中期目標である+5.0～5.5%水準を下回り、2022年の達成は困難。

1～6月期では前年同期比+2.5%。後半は同+6%台の予想。

上海市、西安市などの“都市封鎖”の影響が顕在化した。上海市の実質成長率は▲13.7%。北京市は▲2.9%。

| | 1～3月 | 1～6月 |
|---------------|----------|--------|
| 鉱工業生産（前年同月比） | : + 6.5% | + 3.4% |
| 小売売上（ " ） | : + 3.3% | ▲ 0.7% |
| 固定資産投資（前年同期比） | : + 9.3% | + 6.1% |

卸売物価（6月）は前年同月比+6.1%で、5月（+6.4%）から鈍化。昨年10月（+13.5%）をピークに8ヵ月連続の低下が続いている。

消費者物価（同）は前年同月比+2.5%で、5月（+2.1%）から加速した。

コアベース（除くエネルギー、食品）は+1.0%で、5月（+0.9%）から加速した。

不動産開発会社の資金不足により新築マンションの工事は遅滞し、購入者が住宅ローンの返済を拒否・遅延していることから、住宅ローンの不良債権化と、不動産バブル崩壊による信用リスクの高まりが懸念されている。

日本 :

日本経済研究センター「ESPフォーキャスト」(7月12日)での、4~6月期実質GDP成長率予想は前期比年率+3.18%、5月時点予想(+3.59%)から▲0.41%ptの下方修正。

消費者物価上昇率は4~6月期に+2.10%(先月:+2.08%)予想。

企業物価指数(6月)は前年同月比+9.2%、4月(+9.9%)、5月(+9.3%)に次ぐ高水準で推移している。16ヵ月連続のプラス。

消費者物価(6月)のコアCPI(除く生鮮食品)は前年同月比+2.2%で、5月から+0.1%ポイント加速した。3ヵ月連続の2%台。10ヵ月連続のプラス。エネルギー関連は+16.5%(5月:+17.1%)で4ヵ月連続鈍化。生鮮食品・エネルギーを除く上昇率は+1.0%。

+2%超えの物価上昇は当面続く。日銀は物価見通しを今月+2.3%に引き上げた。家庭用・業務用食用油は7月に2021年以降6回目の値上げ(+10~30%)、マヨネーズは10月に同3回目の値上げとなる。ハム・ソーセージは10月に同2回目、ジャムは11月に同2回目の値上げを予定。

商品価格 :

インフレ懸念の後退と景気減速懸念から、原油、商品(銅)、金価格は下落した。金価格は金利上昇局面では売られやすいが、インフレ更進のピークアウトする観測が強まってきたことによる。

銅価格も急落した。景気の先行きを反映する先行指標と見られているが、“景気減速”懸念の高まりとともに売りが強まった。

IV. 金融政策・金利動向・債券市場の見通し

○ 主要国 物価上昇率（6月）

| | 卸売物価（5月分） | 消費者物価・コア分*（同） |
|------|-------------------|------------------|
| 米国 | +11.3% (+10.9%) ↓ | +5.9%* (+6.0%) ↓ |
| ユーロ圏 | (+36.3%) ↓ | +4.6%* (+4.4%) ↑ |
| 英国 | — (—) | +9.4% (+9.1%) ↑ |
| 中国 | +6.1% (+6.4%) ↓ | +1.0% (+0.9%) ↑ |
| 日本 | +9.2% (+9.3%) | +2.2%* (+2.1%) ↑ |

○ 主要国 政策金利引き上げ状況

| | 直近の対応 | 今後の予定 |
|------|-------------------------------|----------------|
| 米国 | :(6月15日) 0.75%=>1.5% | (7月27日) +0.75% |
| カナダ | :(7月13日) 1.5% =>2.5% | (9月7日) ↑ |
| 豪州 | :(7月5日) 0.85%=>1.35% | (8月2日) ↑ |
| ユーロ圏 | :(7月21日) 0%=>+0.5% | (9月8日) ↑ |
| 英国 | :(6月16日) 1.0%=>1.25% | (8月4日) ↑ |
| スイス | :(6月16日) マイナス0.75%=>マイナス0.25% | (9月22日) ゼロ金利? |
| 中国 | : | 6ヵ月連続据え置き |
| 日本 | :(7月21日) マイナス0.1%維持 | (9月22日) — |

米国

FRBは6月15日に0.75%の利上げを決定した。3月の0.25%、5月の0.5%に続く今年3回目の利上げ。7月25・26日のFOMCでは、0.75%~1.0% (=>2.25~2.5%) の利上げがコンセンサス予想である。

米国債などの保有資産の圧縮（QT：Quantitative Tightening）も始まっている。6月から8月まで毎月▲475億ドル、9月からは▲950億ドルの減額を行う。7月6日公表されたFOMC議事要旨（6月14・15日）では、物価動向次第では利上げ幅を加速させる可能性が示唆されていた。物価上昇をコントロール出来ないことにより、FRBの金融政策が信認を失うことへのリスクが強調されていた。

7月に入ってから、2年債利回りが10年債より高くなる“逆イールド”状態が定着している。

オーストラリア準備銀行（中央銀行）は7月5日、政策金利を0.5%引き上げて、1.35%にした。利上げは3会合連続。政策金利は新型コロナウイルス感染拡大前の2019年6月（1.25%）の水準を超えた。ロウ総裁は今後のさらなる利上げを示唆した。

カナダ銀行（中央銀行）は7月13日、政策金利（翌日物金利）の誘導目標を+1%引き上げて2.5%にした。利上げは4会合連続。事前予想の利上げ幅は0.75%だったので、予想外の上げ幅となった。

物価上昇率（5月）は前年同月比7.7%、物価目標は2%。

欧州

欧州中央銀行（ECB）は7月21日の理事会で、政策金利の+0.5%引き上げを決定した。利上げは11年ぶりで、『マイナス金利政策』を2014年6月に主要中央銀行として初めて導入したが、8年間で終了した。

先月9日の理事会では「7月に+0.25%の利上げ」を決定したが、実際は通常の（+0.25%）2倍のペースとなった。

ECBは6月15日、臨時理事会で「南欧債などの価格下支え策」を決定したが、今回の理事会では正式に、金融市場の変動を抑える新たな措置「トランスミッション・プロテクション・インスツルメント（TPI）」を導入した。

英国イングランド銀行（BOE）は、2021年12月に主要国の中央銀行として初めて政策金利を+0.15%引き上げた。6月16日には政策金利を+0.25%引き上げて（5会合連続の利上げ）、年1.25%としている。

ベイリー総裁は7月17日の講演で、8月4日開催予定の次回の金融政策委員会で「利上げ幅を0.5%に拡大することは選択肢に含まれる」と語って金融引き締めを加速する可能性を示唆した。

その他の欧米諸国、新興国

スウェーデン中央銀行（リクスバンク）は6月30日、政策金利を0.25%から0.75%に引き上げた。+0.5%の利上げは22年ぶり。

韓国銀行（中央銀行）は7月13日、政策金利を0.5%引き上げて年2.75%とした。3会合連続の利上げで、前回2回は0.25%の引き上げだった。2021年8月から合計1.75%引き上げられた。

韓国の消費者物価指数上昇率（6月）は前年同月比+6.0%で23年7ヵ月ぶりの高水準。

日本

日銀は7月20・21日の金融政策決定会合で、大規模な金融緩和策の継続を決めた。短期金利をマイナス0.1%程度、長期金利を0%程度に誘導する「長短金利操作」（イールドカーブ・コントロール：YCC）に変更は無かった。

黒田総裁は「利上げは全く無い」と何度も言明した。「景気への配慮（金利上昇抑制）」から、「粘り強く緩和を続ける」と強調した。

「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、2022年度の消費者物価上昇率（コア）見通しを1.9%から2.3%と初めての2%台に引き上げた。実質GDP成長率は2.9%から2.4%に引き下げた。

日銀による6月の国債購入金額は、前月比+9兆円増加の16.2兆円で過去最高となった。これまでの最多金額は2016年4月の11.5兆円。

6月末の国債保有は発行残高の50.3%に達した。

外国人投資家は、過去最大規模の「国債売り」を仕掛けている。

先月6月の長期国債売り越し金額は、4.5兆円に膨らんだ。日銀によるYCC政策は限界に近く、政策変更(=金融緩和の終焉)に近い、との相場観からの売り仕掛けを行っている。

債券市場見通し

6月のFOMCの参加者による政策金利見通しは、2022年末時点で3.4% (前回3月時点での見通しは1.9%) となり、FF金利の誘導目標値は1.5~1.75%から+2%分引き上げられた。

今年の残りのFOMCで、政策金利(FF金利)の引き上げ予想は以下のとおり。

| | | | | | |
|-----------|---|-------|----|-------------|--------|
| 7月25・26日 | : | 1.50% | => | 2.25% | +0.75% |
| 9月20・21日 | : | 2.25% | => | 2.75% | +0.5% |
| 11月1・2日 | : | 2.75% | => | 3.25% | +0.5% |
| 12月13・14日 | : | 3.25% | => | 3.50%~3.75% | |

12月までの残り4回のFOMCでの利上げで「誘導目標の3.4%」を超えることになる。引き上げ幅は徐々に縮小される。

7月26・27日のFOMCでは「+0.75%の利上げ」の公算が高い。

少数だが、7月・9月での+1.0%の利上げを予想する見方もある。

米国、カナダでは長短金利が逆転する「逆イールド」となっている。

短期金利の急激な上昇は、景気の落ち込みリスクを高めている。個人消費や住宅投資、企業の景況感には減速感が出ている。

ECBは7月の利上げ幅を、当初予定の+0.25%から、+0.5%に引き上げたことから、9月にも0.5%の連続利上げの公算が高い。

ラガルド総裁は6月の理事会後に「インフレ率が目標の2%に戻るようにする」為に「9月に再び政策金利を引き上げる予定」と言及している。

英国では6月までに5会合連続の利上げを行い、今後も物価上昇がピークアウトするまで引き上げを続ける方針。現状の1.25%の政策金利が2023年前半には3%まで引き上げられる、と金利スワップ市場からは示唆されている。

しかし、市場では早くも「利上げの終焉」「2023年の利下げ転換」を予想する声が聞かれ始めた。HSBCは「利上げは22年後半の4会合で0.25%ずつ引き上げられて、2.25%で止まる」としている。

日銀は「物価上昇は（コストプッシュ型ゆえに）一時的」との判断を変えず。「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」での、2023年度、24年度の消費者物価上昇率（コア）見通しはそれぞれ1.4%、1.3%に鈍化する見方を変えていない。従って、「金融緩和の基本姿勢」も変える気は無い。

「海外発の資源高」による交易条件の悪化からの「景気下押し圧力」があるとする。「物価上昇」と「景気鈍化」との板挟み状態にある。

日銀を取り巻く注目ポイントは以下のとおり。

黒田総裁の任期が1年を切ってきたことから、思惑は高まり、外野の声は喧しくなってきた。

- ① 日銀の「イールドカーブ・コントロール（長短金利操作）」政策の修正
- ② 後ろ盾だった安倍元首相の不在
- ③ 後継人事観測（雨宮副総裁？ 中曾元副総裁？）

日銀による長期間にわたるYCC政策の弊害は、金融（債券）市場においては

- ① 短期・中期・長期の金利構造の歪み
- ② 現物債（10年物）と国債先物との価格連動の乖離
- ③ 中・長期債の流動性の枯渇

実態経済面では

- ① 円安進行による経常収支悪化と物価高
- ② 一般家計と中小企業への圧迫
- ③ 利ザヤ縮小による銀行経営への打撃
- ④ 日銀による国債保有が増加したことで破たんリスクが高まる
- ⑤ 財政規律の緩み（発行増加とプライマリーバランス意識の後退）

などに広がっている。

海外のヘッジファンドは、日銀がYCCを放棄せざるを得なくなるとの読みから、日本国債への“売り仕掛け”（＝日本円売り、円債売り）を継続している。

日銀の新しい審議委員に高田創氏（日本興業銀行出身）と田村直樹氏（三井住友銀行出身）が就任した。前任者はリフレ政策推進色が強かったが、両名とも就任時の記者会見でYCC政策の功罪と出口戦略への意識に言及した。

今年後半には、「日銀による異次元緩和政策」継続の是非の議論が高まってくる。

- ① 安部元首相の死去（＝「アベノミクス」の見直し）
- ② 物価高が一段と明らかになり金融緩和政策との整合性
- ③ 黒田総裁を支えていた安倍元首相グループの存在感・影響力低下と、岸田首相による政策転換の可能性（＝含むポスト黒田後継人事）

取り得る選択肢としては、

- ① 政策金利の先行き指針「フォワードガイダンス」の字句の変更
- ② 「イールドカーブ・コントロール（YCC：長短金利操作）」政策の修正
 - … 長期金利（10年債）の利回り目標を「0%プラスマイナス0.25%」から「0%プラスマイナス0.5%」に
 - … 目標とする長期金利を10年債から5年債に短縮化
 - … 短期金利の目標をマイナス0.1%から0%に引き上げ（マイナス金利政策の解除）

オーストラリア準備銀行（中央銀行）は6月21日、2020年3月から2021年11月まで実施した「YCC政策の総括レビュー」を公表した。

景気回復に寄与したとする一方で、

- ① 出口戦略での債券市場が混乱した
- ② 中央銀行の信用と評判を毀損した

として、「もっと早く止めるべきだった」「今後はYCCより資産買い入れ政策が選好されるだろう」と総括している。

日銀が出口戦略を考慮する、総括するに際しての、大いに参考になるはずである。

短期的には、

- ① 「景気減速」「景気後退局面入り」を意識
- ② 欧米の長期金利の低下
- ③ 日銀のYCC政策変更観測の後退
- ④ 売り仕掛けした海外投機勢が買戻しを迫られた

ことで、10年物長期金利はいったん反落している。

【 3か月間の想定レンジ 】

米国長期金利（10年国債：2.757%） : 2.50 ~ 3.50%

日本長期金利（国債指標物：0.200%） : 0.15 ~ 0.25%

V. 為替動向と見通し

円はドルに対してジリ安推移となった。6月下旬は1ドル=136円台だったが、7月に入って中旬に137円台、米国の消費者物価指数（6月）が発表されてからは139円台まで進んだ。139円台は1998年9月以来およそ24年ぶり。

ユーロは対ドルで7月14日、1ユーロ=1ドルのパリティ水準を20年ぶりに割り込むまで売り込まれた。欧州の景気後退観測が強まり、ECBが21日での理事会で予想以上の利上げに進むとの観測が高まったことから、ユーロ売りが進んだ。

スイスフランも、6月29日に1ユーロ=1フランのパリティとなった。

16日にスイス国立銀行（中央銀行）が、市場予想に反して0.5%の大幅利上げを実施したことが契機となった。

北大西洋条約機構（NATO）が29日、フィンランドとスウェーデンの加盟を承認したことから、スイスフランが買われた。ロシアと欧州のと対立の長期化が観測され、永世中立国のスイスがキャピタルフライト先として選考された。

先見性のある、先行指標的な動きをする英ポンドが弱含みに転じた。主要国のなかでいち早く利上げ（2021年12月）に転じたが、インフレは鎮静化せず景気の落ち込みから景気後退のリスクがクローズアップされてくるなど、“スタグフレーション”が意識されるようになってきた。

新興国通貨も景気鈍化、インフレ更進、経常収支赤字拡大などの懸念から売りの動きが広がった。中国人民元が軟調になり、インドルピー、チリペソ、トルコリラ、ブラジルリアルなども過去最安値更新が迫る。

韓国ウォン、フィリピンペソ、タイバーツも2010年代以降の安値を付けている。新興国の通貨安に伴い、債務の不履行（デフォルト）の懸念が強まる。

為替見通し

ファンダメンタルズ・需給要因 :

| | | | | |
|------------|---|----------------|----|------|
| ① 金利格差要因 | … | F R Bの金融引き締め政策 | => | ドル高 |
| | | 米国の絶対金利水準格差 | => | ドル高 |
| | | E C Bの金融引き締め転換 | => | ユーロ高 |
| | | 日銀の超緩和政策継続 | => | 円安 |
| 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 |
| | | 日本の貿易赤字（5兆円） | => | 円安 |
| | | 米国のインフレ鎮静化 | => | ドル安 |
| ③ リスク要因 | … | ロシアのウクライナ侵攻 | => | ドル高 |
| | | 欧州への天然ガス供給削減 | => | ユーロ安 |
| ④ 中央銀行の資金量 | … | F R Bの資産膨張 | => | 円高 |
| | … | 日銀（政府）の債務水準 | => | 円安 |
| ⑤ ドル需給要因 | … | ロシアルーブル決済の制限 | => | ドル高 |
| | | ドル調達需要 | => | ドル高 |
| ⑥ 投資資金要因 | … | 機関投資家の米国債投資 | => | ドル高 |
| | | 個人投資家の米国株投資 | => | ドル高 |

為替相場に影響をもたらす変動要因は、金利格差要因から景気（鈍化）要因にシフトしてきた。実需ファンダメンタルズ的要因よりもセンチメント（弱気）要因に投資家のマインドが変化してきたとも言える。

米国の利上げペースが、6月（+0.75%）、7月（+0.75%~1.0%）から今年の後半には一旦スローダウンするのでは、との観測が強まってきたこと（勿論、物価の動向次第では依然としてタイト化する可能性がある）、その結果、景気減速を意識することの方が影響度は高まってきている。

欧州の景気後退観測、E C Bの利上げ継続、エネルギーの供給不安と価格高騰など、ユーロ安につながる弱気条件は揃っている。

“ドル高・円安の進行”は、水準的にも日柄的にも“8合目”くらいになってきた。7月以降の後半戦では130円台後半までドル高が進行した後、「米ドル安・円高」に一旦反落するリスクがある。

- ① 11月の中間選挙で民主党（バイデン政権）が敗北、政策遂行リスクが高まる
- ② 国内勢のドル調達コストが拡大することによるドル需要の減退
- ③ 日銀の遅ればせながらの「マイナス・ゼロ金利政策」の修正思惑
- ④ 2023年4月に任期を迎える黒田総裁の後任人事を巡る思惑

歯止めがかからない一方通行のドル高・円安に対して、さすがに「行き過ぎ」との思惑からの「円高回帰論」も復活してきた。市場センチメントに影響か。

国際通貨研究所が算出する、購買力平価（消費者物価指数、企業物価指数、輸出物価指数）におけるドル円レートは、消費者物価指数ベースで109円29銭、企業物価指数ベースで86円36銭、輸出物価指数ベースで74円00銭。

（日経新聞電子版：7月14日朝刊）

日本経済新聞社と日本経済研究センターの推計による「日経均衡為替レート」（1～3月期）は1ドル＝109円70銭。

同数値は、政府債務、対外純資産、内外金利差、交易条件、貿易財・非貿易財の価格比などのファンダメンタルズ変数を回帰分析で推計している。

（日経新聞：7月17日朝刊）

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート （136.31円） : 130↑ ~ 142円↑

ユーロ円レート （139.23円） : 130 ~ 145円↓

VI. 株式市場の動向と見通し

外国株

NYダウ平均株価は、1月4日の高値（＝36799ドル）から6月17日の安値（＝29888）まで▲18.8%下落した。7月14日（＝30630）を2番底に、金利低下に合わせて反発している。

NASDAQ株価指数は2021年11月の高値（16212）から6月16日の安値（＝10565）まで下落率が▲35%になった。そこから押し目買いが入って直近では12000水準まで+14%程度反騰した。

中期足の週足チャートでは、依然として下落相場での反発の動き。

上値・下値切り下げの調整トレンドのボックスから転換してはいない。

ファンダメンタルズ（景気、金利、企業業績）の好転の確認がない限りは時期尚早。

日本株

（1）企業業績

《 日経平均 業績・資産予想 》

| | （ 5月20日） | （ 6月24日） | （ 7月22日） |
|-----|----------|----------|----------|
| 株価 | 26739円 | 26491円 | 27914円 |
| PER | 12.85倍 | 12.76倍 | 13.01倍 |
| EPS | 2081円 | 2076円 | 2145円↑ |
| PBR | 1.16倍 | 1.15倍 | 1.20倍 |
| BPS | 23050円↑ | 23035円 | 23261円↑ |

直近の日経平均株価ベースの今期収益予想値は先月から+3.3%上方修正された。短期的な業績（EPS）予想値の上方修正はサプライズ。

企業業績（4～6月期）の発表がこれから本格化する。

需要鈍化、円安デメリット、コスト上昇（原材料費、物流費、人件費）、供給網の混乱、海外市場の波乱、金利上昇など、減益要因が目白押し。

2023年3月期の業績予想は、現時点では前期比+10%程度の増益だが、今後は下方修正される公算が大。

トヨタの4～6月期業績は8月4日発表予定だが、前年同期比▲14%の営業減益の見込み。減益要因としては、

① 原材料価格高

② 生産面でのボトルネック（半導体調達、ロックダウンによる労働力確保）などが顕在化して、円安メリットを相殺した模様。

日本株見通し

日経平均株価の高値は2021年9月14日の30795円。そこから6ヶ月間の調整局面となり、安値は3月9日の24681円（高値からの下落率=▲20%）。▲20%の下落で、NY市場と同様に「弱気相場」入りした。調整完了には時間がかかる。年初から25000～28000円台での往来が続く。

日本株の予想PER水準は12倍台が続き、米国株の15倍台と比較しても割安感があり、過去のボックス圏では割安状態を示唆。

足元の景気回復基調は劣後し、中期的な成長率も見劣りするので、“バリュートラップ”となるリスクがある。

金利上昇が一服したことで、先行して売られた小型成長株が買戻しの動きとなった。個人投資家の押し目買いが入った。底値圏での短期的トレーディングでの動きで、本格的な反騰局面には材料不足・時期尚早。

