

第一生命経済研究所レポート selection

2022 年 9 月 13 日

団体年金事業部

【四半期特別マーケットレポート】2022 年 10 月以降の市場環境見通し
～米国金融引き締めの手が緩まる時期はいつか～

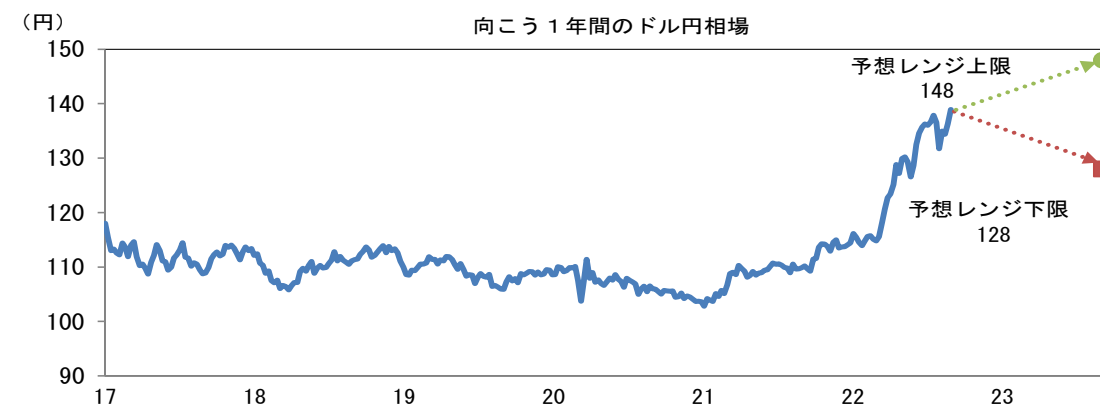
当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所が四半期ごとに今後の市場環境の見通しについて年金通信読者向けに特別レポートを作成しております。

今回は、「2022 年 10 月以降の市場環境見通し～米国金融引き締めの手が緩まる時期はいつか～」をお届けします。ぜひご一読下さい。

内容

■ トピックス: マクロファンダメンタルズから見る市場環境

■ 市場見通し



(出所) Refinitivより第一生命経済研究所作成

■ 【景気の現状と展望(米国、日本、欧州、中国・アジア新興国)】

四半期特別マーケットレポート

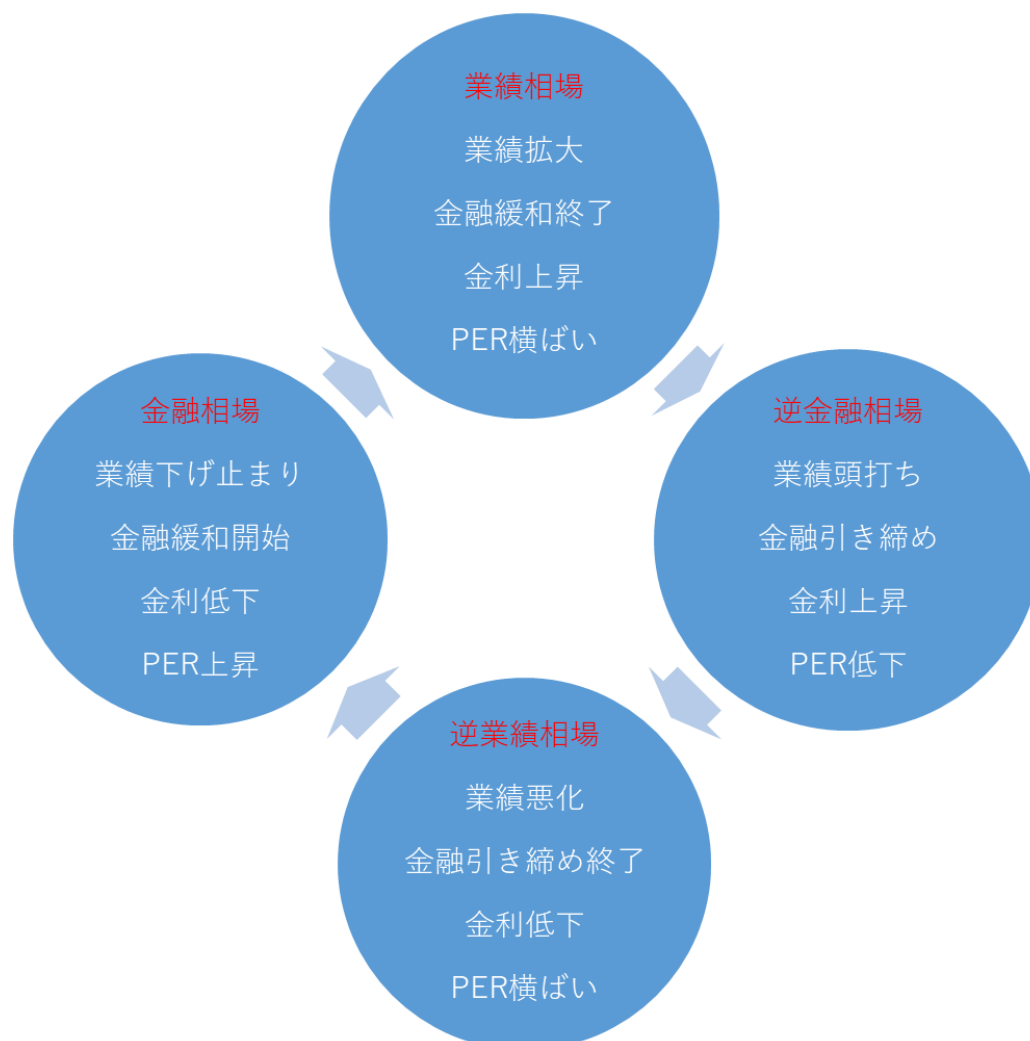
テーマ：2022年10月以降の市場環境見通し
～米国金融引き締めの手が緩まる時期はいつか～

発表日：2022年9月13日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部

【トピックス：マクロファンダメンタルズから見る市場環境】

世界の株価を決めると言っても過言ではない米国の金融市場。その現状を認識することは、米国株価はもちろん日本株の先行きを読むにあたって極めて重要である。相場のステージには典型的な4分類があり、それは「金融相場」「業績相場」「逆金融相場」「逆業績相場」とされている。



直近の例に沿って4つのステージをみていく。起点はパンデミック発生の大混乱が収まりつつあった2020年春。当時の環境は「金融相場」であったと解釈するのが自然だろう。未曾有の景気減速にもかかわらず、FRBとトランプ政権がなりふり構わぬ大胆な景気刺激策を実施したことで投資家の過度な悲観が後退し、株式市場に資金が戻り始めていた。この間、米政府は家計への給付金と失業手当を大盤振る舞いし、それを横目にFRBはゼロ金利政策と毎月1200億ドルの資産を購入する量的緩和を実施。同時に政策金利を長期にわたって0%程度に据え置くことにコミットし、極めて緩和的な金融環境を醸成していた。こうした政策効果によって米長期金利は極めて低水準に抑制され、10年金利は一時0.5%近傍まで低下し、2020年3月以降は

年間を通じて1%以下で推移した。安全資産である国債の利回り低下（国債価格上昇）は、リスク性資産である株式の相対的な魅力を高めることから株価は上昇した。業績が良くないにもかかわらず、金融緩和によって株価がP E R上昇を伴い上昇するというのは、典型的な金融相場である。

2021年は金融相場の色彩を残しつつ、次なるステージの「業績相場」に移行した。ワクチン開発の成功もあって対面型サービス業が持ち直し、企業業績の回復傾向がはっきりとしてきた。この間、政府は手厚い失業手当を残し、F R Bは量的緩和を続けた。夏の終わり頃には量的緩和の段階的縮小、いわゆるテーパリングに着手し金融緩和の度合いを緩める局面へと移行し、それを受けて長期金利は上昇したが、10年金利は2%以下の水準に留まった。年後半になるとインフレ率の上昇が徐々に人々の注目を集めるようになっていたが、F R B全体としての見解は「インフレは一時的」、「供給政策に起因するインフレは金融政策で対処すべきでない」であり、金融引き締めに距離を置いていた。大半の市場参加者は、そうしたF R Bの見解に同意しており、その結果として長期金利の上昇は緩やかなものに留まり、株価に決定的な打撃を与えることはなかった。株価は業績拡大への期待が膨らむ中、年間を通じて上昇傾向を維持した。今になって振り返ると、2021年は政策支援と景気回復が併存する、投資家にとって最も「おいしい」時間帯であった。

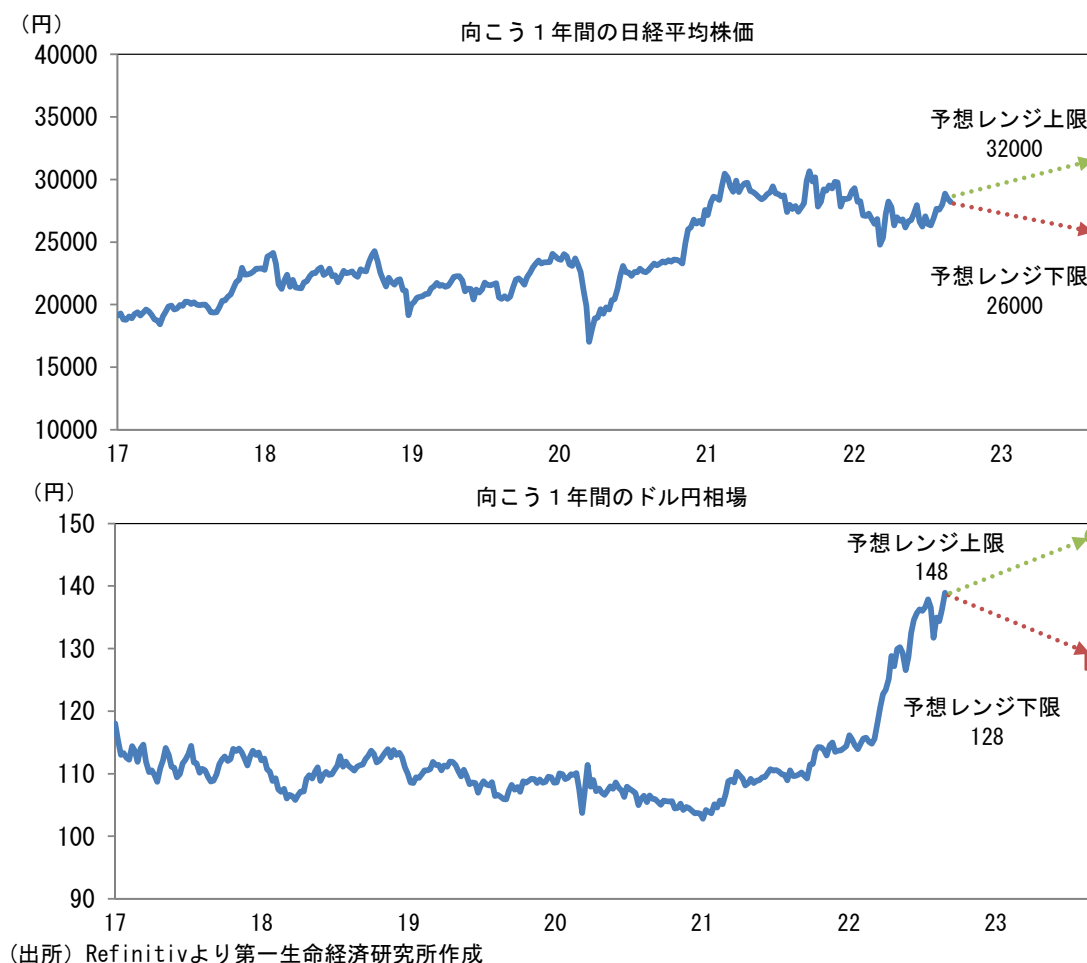
そして2022年は次なるステージの「逆金融相場」に移行した。当初「一時的」とみられていた高インフレは、次第にそれが粘着的でしつこさを有していることが明らかとなり、F R Bを含む市場関係者が警戒感を強めていたところに、ロシアのウクライナ侵攻が始まり原油・天然ガスが急騰し、高インフレの早期終了シナリオは打ち砕かれた。F e dはインフレ退治に一点集中せざるを得ず、金融引き締めを強化する方針に転換。3月FOMCの段階では2022年中に25bpの利上げを4回実施し、年末のF F金利水準が1%近傍となる見通しが中心であったが、消費者物価上昇率の9%超えを経験したことで、本稿執筆時点の9月中旬において年末のF F金利水準は3.5~4.0%の水準が予想される状況になっている。この間、10年金利は一時3%を明確に突破。長期金利上昇が、株式の相対的な魅力を減じたことで、株価はP E R低下を伴い下落傾向にある。企業業績は現在のところ何とか横ばいで踏みとどまっているが、市場関係者は業績悪化を意識せざるを得ない状況に直面している。これは典型的な「逆金融相場」である。

次なるステージは「逆業績相場」。このステージにおいては、企業業績の見通しが悪化する下で、株価は下落あるいは低水準でもみ合いとなるのが基本パターンである。現在の金融市場は「逆金融相場」であるとの見方が基本であるが、逆業績相場に片足を突っ込みつつある点も認識しておきたい。というのも過去数ヶ月、米国では業績悪化、すなわち景気後退の到来を意識させる経済指標が増加しており、たとえば金利上昇に敏感な住宅関連指標は顕著に悪化しているからだ。中古住宅販売件数はコロナ特需を完全に消し、パンデミック発生前の水準を下回るほどに減少。また住宅建設業者の景況感が著しく悪化していることに鑑みると新築販売も減速が見込まれ、住宅に関連する財需要も低下が予想される。実際、そうした影響もあってI S M製造業景況指数など製造業関連の指標は悪化が目立っている。また債券市場では2年金利と10年金利の利回りが逆転する「逆イールド」が常態化している。債券市場参加者の間では、F R Bの金融引き締めが景気後退を招くとの見方が強まっている模様だ。当面は金融引き締めに対する警戒感が残存し、長期金利の上昇圧力は燦ぶり、株価下落圧力が強い状態が続きそうだ。

株価の反転上昇は、逆業績相場から金融相場への移行期に起こりやすい。そのタイミングを探るためには、やはりF R Bの金融政策が転換するタイミングを注視する必要がある。現在のところパウエル議長を筆頭にF R B高官は総論として「インフレが収まるまで利上げを継続し、その水準を維持する」との固い決意を示しているが、各論では景気に配慮する姿勢もみせはじめている。例えば、ブレイナード副議長は9月7日の

講演で「ある時点で、F R Bの政策が経済成長にもたらすリスクは高まり、F R Bへの評価は賛否両論となるだろう」として過剰な金融引き締めによる景気の失速リスクに言及した。こうした点に鑑みると、今後インフレ率が緩慢ながらも低下基調を辿ることでF R Bが金融引き締めの手を緩めると想定される。そうした下で金融市場参加者は、早くも次なる金融緩和を意識し始める。そうすると長期金利は低下し、株式の相対的な魅力が高まることで不況下にもかかわらず、株価は上昇を開始する。そして景気底打ちの兆しが見えてくると、株価はP E R拡大を伴って鋭く上昇する。「逆金融相場」にいる現状において、次の次のステージである「金融相場」の到来を語るのは如何にも前のめりな印象が強いが、最近になってエネルギー価格が低下するなどインフレ率が落ち着く兆候が散見されていることを踏まえると、逆業績相場から金融相場への移行が早期に到来する可能性もあり、それに備えておく必要がある。こうした局面変化のタイミングを逃さないよう、金融政策の潮目変化に注意を払いたい。

【市場見通し】



予想コメント

◇株式

日本株は企業業績の拡大を背景に底堅い展開を予想する。ただし米国の金融引き締めが米景気後退懸念を通じて世界的株価下落を招く可能性には注意が必要。インフレ退治を最優先課題とするFRBは株式市場へ配慮する姿勢に乏しい。また日本の内需回復が遅れるリスクにも注意が必要。

◇ドル円

米長期金利上昇、それに伴う日米金利差拡大によって円安が進行する可能性は残存するものの、今後は米国の利上げ観測が安定する下でドルの先高観が薄れると予想する。なお、仮に円安が進行した場合でも為替介入の実施や円安修正を狙った金融政策変更は見込み難い。

◇金利

日銀は長期金利の誘導目標を「0%程度」に据え置く公算が大きい。長期金利を抑制する仕組みを強化しており10年金利が0.25%を超える可能性は低い。短期金利は▲0.1%で不変の見込み。ただし、23年4月の黒田総裁の任期満了後、現在の金融政策が変化する可能性はある。

(注) 記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【景気の現状と展望（米国）】

米国では、景気後退が懸念される中、22年4－6月期の実質GDP成長率（2次推計）が前期比年率▲0.6%（1－3月期同▲1.6%）と2四半期連続のマイナス成長となった。ただし、22年前半に商取引は小幅低下した一方、実質所得、鉱工業生産、雇用者数は6月にかけて堅調な拡大傾向を維持していた。過去の景気後退局面では、これらの全統計が縮小に転じていた。これらのことから、22年前半の米国景気はリセッションに陥っておらず、拡大を続けたと判断される。

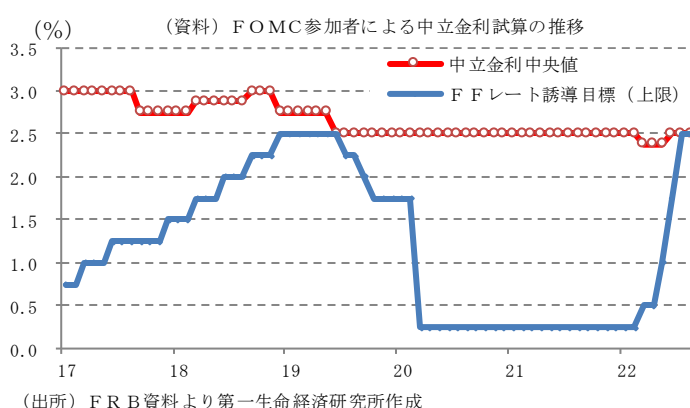
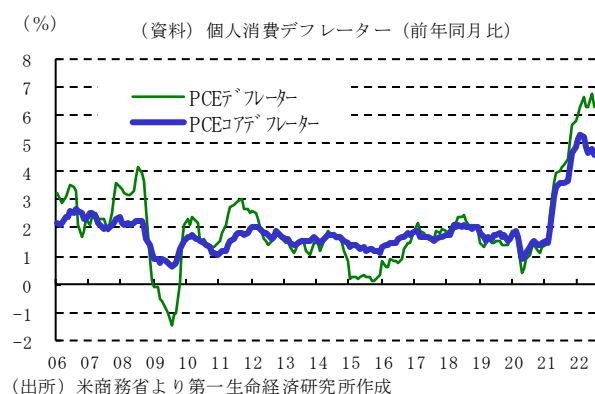
8月に入っても、サプライチェーンの混乱、インフレ高進などを背景に、企業の景況感を示すISM景気指数で製造業、非製造業がともに低下したものの、需要の強さを映じて高い水準を維持しており、景気は底堅さを保っていることが確認された。こうしたもと、8月の労働市場では非農業部門雇用者数が前月差＋31.5万人（7月同＋52.6万人）と堅調な増加ペースを維持した。また、失業率は3.7%（7月3.5%）と労働市場への参入の増加によって上昇したものの、依然として自然失業率と推測される4.0%を下回る低い水準を維持しており、労働市場は逼迫したままである。

PCEデフレーターが7月に前年比＋6.3%、PCEコアデフレーターが同＋4.6%と鈍化し始めているが、依然上昇率は高い。新型コロナウイルスの感染拡大を受けたサプライチェーン混乱の継続、エネルギー・原材料価格の上昇、半導体や人材の不足により自動車、玩具など財価格が上昇したほか、住宅の供給不足を背景に賃貸料、帰属家賃が上昇傾向を辿るなどサービス分野が上昇した。このようなもと、FRBが75bpの大幅利上げを連続で行い、FFレート誘導目標は7月に2.25～2.50%とFOMC参加者の推測する中立水準（中央値）に達した。

米国経済は、22年後半から23年前半にかけて、FRBの大幅利上げ、新型コロナウイルスのパンデミックの継続、ロシアへの経済制裁の強化、高いインフレの上昇、世界経済の減速によって、低成長にとどまると予想される。ただし、供給制約の緩和、不動産資産残高の増加、内外での人の移動の活発化等を背景に、個人消費が底堅く推移するほか、設備投資は投資減税終了前の駆け込み需要、エネルギー・環境関連、国防関連の強い需要によって堅調に推移するとみられ、景気後退は回避されると見込まれる。22年の実質GDP成長率は前年比＋1%程度（21年＋5.7%）に鈍化し潜在成長率である＋1.8%を大幅に下回ると見込む。

同時期のインフレについて、サプライチェーンの混乱は、世界的なワクチン接種の進展による供給制約の緩和、新型コロナウイルスの感染拡大ペース鈍化等を受けた就業意欲の回復等によって、徐々に収束すると予想される。さらに、ウィズ・コロナのもとで財からサービスへの需要シフトが進むことによって、財価格は低下傾向を辿ると見込まれる。一方、サービス価格は需要の強まりや家賃・帰属家賃の押し上げによって22年末にかけて上昇を続けると予想される。結果、コアインフレ（前年比）は、PCEコアデフレーターがFOMC参加者の22年10－12月期の予想中央値（前年比＋4.3%）付近にとどまると予想される。

このような経済環境のもと、FRBは9月に75bpの利上げを実施し、FF金利誘導目標は3.00～3.25%に上昇しよう。さらに、FRBはインフレ低下を促すため11月に50bp、12月に25bpの利上げを実施し、FF金利誘導目標は年末に3.75～4.00%となり、金融環境は大幅に引き締まると見込む。



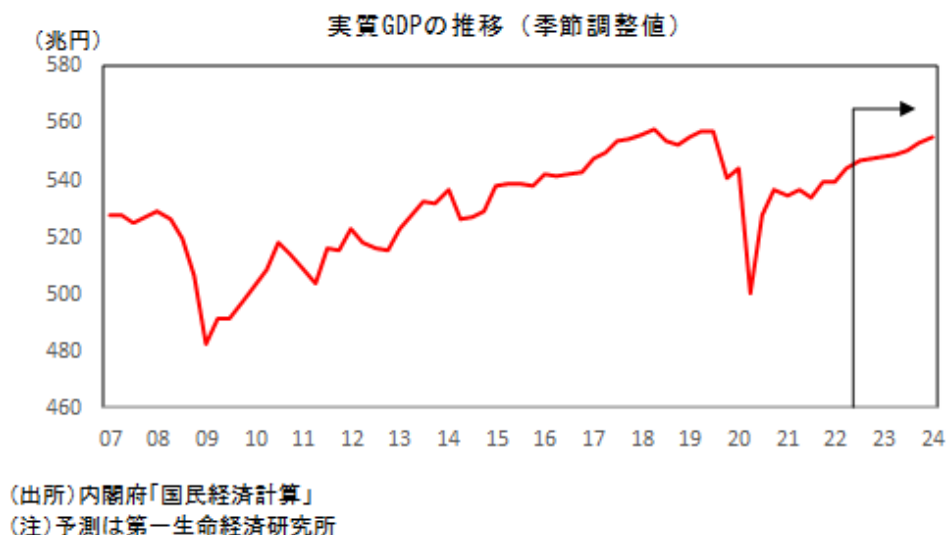
【景気の現状と展望（日本）】

2022年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.5%の高成長となった。牽引役となったのは個人消費であり、まん延防止等重点措置の全面解除を受けて、飲食や旅行、レジャー等、それまで抑えられていた分野を中心としてリバウンドが生じた。一方、こうした実質GDP持ち直しの一方で、交易損失の動向を加味した4-6月期の実質GDIは前期比年率▲0.0%と横ばい圏にとどまったことには注意が必要だ。これは、資源価格の高騰が海外への所得流出をもたらし、国内の実質購買力が下押しされていることを意味している。交易損失の拡大は企業や家計の負担に直結することから、家計の生活実感や企業の景況感を見る上では実質GDPよりも実質GDIの方が適している。4-6月期の実質GDPの増加のみを見て景気が好調と判断すべきではなく、割り引いて評価すべきだろう。

先行きについては、景気減速感が強まるとみている。まず、4-6月期の成長を牽引した個人消費については、伸びが鈍化する可能性が高い。22年内にCPIコアで前年比+3%に達するとみられるなか、賃金の伸びは物価上昇に追いつかず、家計の実質購買力は圧迫される。また、購入頻度の高い食料品価格が上昇していることで、心理的な面でも悪影響が及ぶ。これまではコロナ禍からのリバウンドの力が強く、物価上昇による消費減といった動きを確認することはできないが、リバウンドはいつまでも続くわけではない。ある程度の水準にまで戻れば、反発力は当然弱まることになる。そうなれば、物価上昇による実質購買力の圧迫と、それに伴う消費者心理の悪化が支出の抑制に繋がりがやすくなるだろう。

世界経済が今後減速感を強めることも懸念材料だ。米国経済は既に減速が明確化しているが、急ピッチで進められている金融引き締めの実体経済へのタイムラグを考えると、悪影響が本格化するのはむしろこれからだ。金利動向に敏感な耐久財消費が大きく落ち込めば、米国経済、ひいては日本からの輸出も大きな打撃を受けるだろう。加えて、欧州経済についても、歴史的な高インフレやエネルギー不足等を背景として景気後退局面入りが濃厚なことを考えると、今後の世界経済は減速感を強めていく可能性が高い。

世界経済がリセッションの瀬戸際に立たされるなか、日本への悪影響も避けられない。22年秋～23年前半にかけて輸出は減少に転じると予想している。今後、個人消費の増加ペースが落ち着き、景気の牽引力が弱まるなかで輸出が下振れれば、国内景気の減速感も強まる。また、景気の牽引役として期待される設備投資についても、先行き不透明感が強まるなかでは企業が投資を積極化させることは考えにくく、投資手控えといった動きも生じやすくなるだろう。このように、輸出の下振れを主因として景気に下押し圧力がかかることから、22年10-12月期～23年4-6月期にかけて成長率は+1%を割り込み、潜在成長率を下回ると予想している。大きな流れとしてはコロナ禍からの正常化に向けた回復の動きが続くことから、景気回復の動きが頓挫するとまでは見ていないが、回復のペースはこれまで想定されていたよりもかなり控えめなものになりそうだ。世界経済の下振れ幅如何では、景気後退局面入りの可能性も否定はできない。



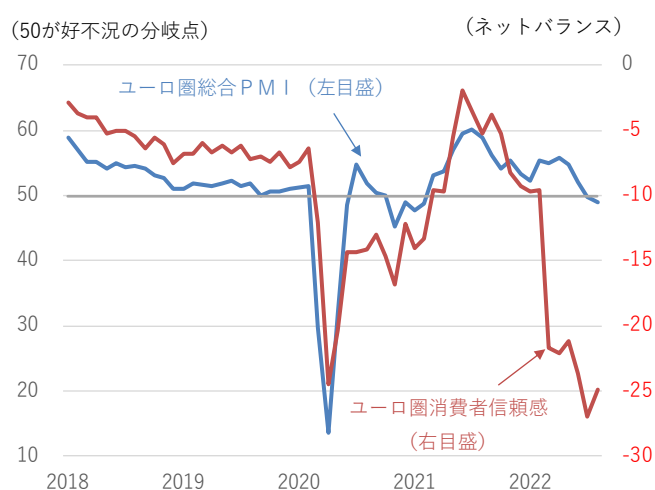
【景気の現状と展望（欧州）】

2022年前半のユーロ圏景気は、新型コロナウイルス関連の行動制限緩和による経済活動再開、欧州復興基金を通じた欧州連合（EU）加盟国への財政資金の拠出開始に支えられ、底堅い拡大基調を維持してきた。だが、ロシアによるウクライナ侵攻とその後の段階的なロシア制裁の強化を受け、資源価格が高騰しており、物価高による家計の実質購買力の目減りや企業収益の圧迫、ガス供給不安による先行き不透明感の高まりを背景に、7-9月期入り後の景気指標に急ブレーキが掛かっている。7・8月のユーロ圏の購買担当者指数（PMI）は2ヶ月連続で好不況の分岐点である50を割り込み、同地域の消費者信頼感指数はコロナ危機時を下回り、過去最低圏で推移している。夏場のバカンスシーズンの旺盛な旅行需要に支えられ、7-9月期はマイナス成長への転落を回避するとみているが、秋に向けて物価上昇が一段と加速することや、冬場の需要期が近づくなかでガス不足への警戒が高まるなか、10-12月期にはマイナス成長に転落すると予想する。ガス貯蔵の強化、代替調達先の確保、省エネの取り組み加速などを受け、本格的なガス不足を回避できたとしても、物価高が重石となり、来年前半中は小幅のマイナス成長が続くと予想する。過去の景気後退局面のように大きな構造問題を抱えていないことから、物価上昇が一服するとともに、来年後半にはユーロ圏の景気もプラス成長に復帰する展開を想定する。

ガス価格の一段の高騰とガスの配給制開始がリスクシナリオとなる。EUはガス価格に上限を設定することを検討しているが、こうした試みが失敗に終わった場合、ガス価格が一段と高騰する恐れがある。また、ロシアによる欧州向けガス供給の完全停止や寒波による暖房需要の増加に見舞われた場合、欧州各国は一般家庭や病院など向けのガス供給を優先し、産業向けのガス供給を絞る配給制を開始する必要がある。その場合、産業活動が全面的にストップし、コロナ危機時並みの大幅なマイナス成長転落も視野に入る。

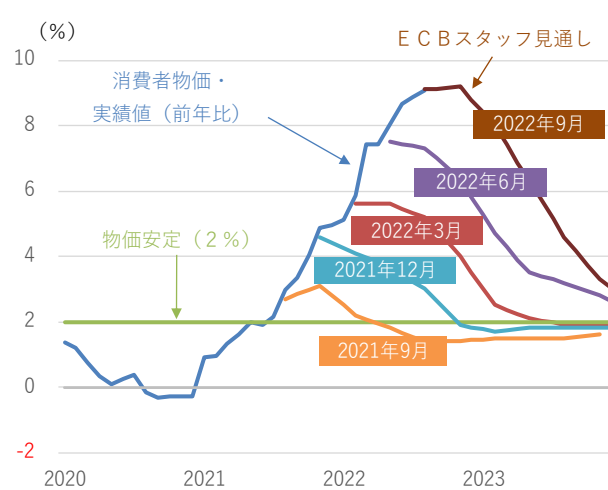
8月のユーロ圏の消費者物価は前年比+9.1%と、1999年のユーロ圏発足以来の過去最高を更新した。資源高によるエネルギーや食料品価格の上昇だけでなく、物価上昇は幅広い費目に広がっている。変動の大きいエネルギー、食料、アルコール飲料、たばこを除いた同月のコア物価も、欧州中央銀行（ECB）が中期的な物価安定と定義する2%を大きく上回り、同+4.3%まで加速した。原材料価格の高騰を受け、企業の価格転嫁の動きが広がっているほか、ユーロ安による輸入物価の押し上げ、経済活動再開に伴う財・労働需給の逼迫、生活費の高騰と相俟った賃上げ圧力の高まりも、物価の押し上げにつながっている。インフレへの警戒姿勢を強めるECBは、7月に約11年振りの利上げを50bpで開始した後、9月に利上げ幅を拡大し、史上初の75bp利上げを実施した。物価の高止まりが続くなか、ECBは今後数回の理事会で利上げを継続する姿勢を示唆している。10月に再び75bp、12月に50bpの追加利上げを実施し、年末時点の下限の政策金利（預金ファシリティ金利）が2.0%に到達すると予想する。景気後退下でもインフレが高止まりすることから、来年で降も利上げを継続する可能性がある。

ユーロ圏の企業景況感と消費者信頼感



出所：S&P Global、欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

ユーロ圏の消費者物価の推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

【景気の現状と展望（中国・アジア新興国）】

今年の中国は、10月に開催予定の共産党大会において習近平指導部は異例の3期目入りを目指すなど、政治的に重要な時期にある。他方、一昨年来のコロナ禍への対応を巡っては、ワクチン接種は進んでいる一方、人口に対する累計の陽性者数は他国と比較して極めて低く、集団免疫にほど遠い状況にある。また、地方部の脆弱な医療インフラも影響して、当局は「ゼロ・コロナ」の旗を降ろすことが出来ない状況に陥っているとみられる。上海市での事実上の都市封鎖は6月に解除され、混乱したサプライチェーンの復旧が進むと期待されたが、その後も感染が確認される度に行動制限が課される展開が続き、こうした状況が今後も続く可能性は高いと見込まれる。中国当局は今年の経済成長率目標を「5.5%前後」するが、この実現は極めて絶望的な状況にある。

一方、アジア新興国においても感染再拡大の悪影響が懸念されたものの、ワクチン接種の進展も追い風に行動制限の緩和に動くなど「ウィズ・コロナ」に転換する動きが広がっているほか、一部の国ではエンデミック（一定期間で繰り返される流行）に事実上移行する動きもみられる。よって、コロナ禍が経済活動に影響を与える度合いは着実に低下しているほか、国境再開により外国人観光客の受け入れを活発化させる動きも出ている。ただし、中国によるゼロ・コロナへの拘泥は中国人観光客に依存してきた国々にとり景気回復の重石となっているほか、サプライチェーンの混乱を通じて製造業の生産活動の足かせとなるなど、先行きの景気見通しに対する不透明要因となっている。また、足下では欧米など主要国経済も頭打ちの様相を強めるなど世界経済の不透明感が強まっており、構造面で外需依存度が高い国々にとっては外需を通じた景気回復の見通しが立ちにくくなることが予想される。他方、幅広い商品高による世界的なインフレの波は、アジア新興国においても食料品やエネルギーなど生活必需品を中心とするインフレに繋がっており、各国中銀は物価抑制に向けた金融引き締めを迫られている。さらに、世界的なインフレを受けて米FRB（連邦準備制度理事会）やECB（欧州中央銀行）など主要国中銀はタカ派傾斜を強めており、国際金融市場ではマネーフローが影響を受けて新興国で資金流出圧力が強まる動きがみられる。資金流出による通貨安は輸入物価を通じて一段のインフレ昂進を招く懸念があり、各国中銀は為替安定の観点でも金融引き締めを迫られる。結果、物価高と金利高の共存が家計消費など内需の足かせとなるなど、構造面で内需依存度が高い国々においても景気回復の道筋が描きにくくなることは避けられない。

なお、アジアにおいては1990年代の米FRBの利上げをきっかけに通貨危機の動きがドミノ的に広がったため、同様の事態に陥ることを懸念する向きは多い。しかし、当時は各国が米ドルへの固定相場制を採用したことが外貨不足に陥る一因となった一方、その後はこれを教訓に為替制度の変更や構造改革に取り組んでおり、外貨不足を理由とする通貨危機に陥る可能性は大きく後退している。他方、過去数年は米ドルなど主要通貨による資金調達が生じ、このところ主要国中銀のタカ派傾斜を受けて金利上昇圧力が強まっているほか、通貨安に伴い自国通貨建てで換算した債務負担は増大するなど、対外債務を巡る状況は急速に厳しさを増している。現時点において対外債務を巡ってデフォルト（債務不履行）に陥っているのは国際金融市場におけるプレゼンスの小さい国に限られており、金融市場に動揺が広がる事態は避けられている。しかし、今後も主要国中銀がタカ派傾斜を一段と強めるとともに、欧米など主要国景気に対する不透明感が強まれば、市場でのプレゼンスを有するにも拘らず外貨の資金繰りに窮する国が出る可能性はくすぶる。また、世界経済の拡大局面が続けば、仮に金融市場にショックが生じた場合にも過去には長くても3ヶ月程度で影響が収束する動きがみられたものの、世界経済の減速が意識される局面に重なれば影響が長期化することも懸念される。さらに、世界的なインフレが続くなかで中銀が「最後の砦」となり得ない事態も懸念される。

実質GDPの水準（季節調整値）の推移

