

投資環境と金融市場の見通し（117）

2023年 5月30日

田淵英一郎

I. 要約

< 2020年以降3年半の変遷の大勢観 >

- ① 2020年2月からの新型コロナウイルスの感染拡大で、供給制約による「供給インフレ」となり、行動制約から「需要が鈍化」した。
- ② 2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻を契機に、エネルギー供給不足から「供給インフレ」が加速した。川上発のコストプッシュ・インフレから、世界の中央銀行は「金融緩和・低金利政策」から「金融引き締めスタンス」に転じた。
- ③ 1年間の市場金利上昇（＝債券価格の下落）が、2023年3月の金融機関の連鎖的破綻に繋がり、「金融機関・金融システム不安」を惹起した。
- ④ 一方で新型コロナウイルスの感染拡大が落ち着いてきたことで、「リベンジ需要」により景気はリバウンドし、エネルギー価格のピークアウトにより物価上昇モメンタムは鈍化している。
- ⑤ 今年後半の要点としては、
 - ・「リベンジ需要」の一巡
 - ・「金利上昇」の影響が「景気減速」にどの程度つながるのか
 - ・「金融不安」は依然として燻っており、どの程度拡散するのかが不透明要因
- ⑥ 「景気鈍化」と「金融不安」は先行きの「金利低下」要因。市場は今年後半の「金利低下」を徐々に期待・織り込み始める。
- ⑦ インフレ亢進と人手不足から、企業は貯め込んできた内部留保資金をようやく「人への投資」と「設備投資」に振り向け始めた。
- ⑧ 新型コロナウイルス感染拡大とウクライナ侵略戦争の勃発は、政権運営において民意に諮ることなく、国会での審議を十分に尽くすことなく、官邸・内閣主導による政策立案・遂行を容易にした。予算の決定・配分のみならず、戦後遵守し続けてきた憲法解釈（「敵を攻撃する戦力は保持しない」）まで簡単に拙速・無原則に変更した。

< 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だが、前年比水準は中央銀行の目標を上回って高止まりしている。過去1年間に亘る政策金利の引き上げが、どの程度インフレ抑制となるのか、景気の下押し圧力となるのか、さらに金融不安へのダメージとなるのか、見極めの局面にある。
- ② 足元の米国景気は、需要・雇用とも減速気味ながら強さが続いている。一方で、今年後半には「景気後退」局面を迎える、との観測・期待は、特に債券投資家に根強く、政策金利の引き下げ期待につながっている（中央銀行は否定）。銀行からの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見られない。「信用不安」への警戒感は燻っている。
- ③ 「債務上限引き上げ」問題は政権（民主党）と議会（共和党）が、「瀬戸際戦術」「チキンレース」の様相を取り続けてきたが、最終段階で過去と同様にお互いの譲歩による合意となった。両党の強硬派が今週中に妥協し採決するのかは不透明。
- ④ FRBは、景気（年後半の鈍化観測）、物価上昇（高止まり状態）、金融システム不安不安、という連立3次元方程式の解を慎重に判断しながら金融政策を実行する困難な局面にある。政策金利（FF金利）は当面の目標水準に到達したので、一旦はこれまでの引き上げ効果を見極める段階だが、6月13・14日の次回のFOMCでは、引き上げ継続と考えるタカ派との見解の相違から紛糾する公算が大。
- ⑤ 6月15日のECB理事会では+0.25%の利上げ（8回目）継続見込み。
- ⑥ 植田日銀総裁は「金融緩和を当面継続」と表明し続けており、早急な政策変更の可能性は一旦遠のいている。
- ⑦ 新型コロナウイルス禍が収束して、サービス業、外食産業を中心に人手不足から「賃上げによる人手確保」に拍車がかかってきた。高齢者と女性の雇用市場への参入が一段落し、少子化による労働供給の減少と、転職市場での需要・供給の機会拡大が、初任給、年俸、ベア、ボーナスを引き上げる動きにつながっている。来年以降も継続する基調転換となった。

< 債券・為替・株式市場 >

- ① 米国での「政策金利の引き上げ休止・利下げ転換」という見通しが後退したことから、市場金利は当面強含み。米ドルも金利差拡大を背景に堅調となる。
- 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続く。
- ③ 日銀の政策変更に期待した海外投資家からの“債券売り攻勢”は鎮静化した。今後は、植田新体制で始まったアベノミクス政策の検証や、新たな政策発動の見通しを見極める局面となっているが、市場参加者は早ければ7月から年後半での政策修正を予想している。
- ④ 日本の貿易赤字はピークアウト、インバウンド需要の回復、外国人投資家による日本株買いの継続から、年後半には、「円高（反転）」リスクが高まる。
- ⑤ 米国NY株式は割高感が強く、中国（香港）株式は景気鈍化、金融不安リスク、米中ハイテク摩擦の影響から軟調な展開に転じた。
- ⑥ 東京株式市場には、4月になってから外国人投資家が年初から3月まで売り越していた分の買戻しもあるが、「連続的な大口の現物株式買い」が続いている。買われた背景としては、「地政学リスク」を背景としたグローバル運用での資金シフトという投資資金要因だが、いくつかのサプライズのポジティブ要因（ウォーレン・バフェット会長の日本株評価、1～3月期の企業業績など）も重なっている。
- ⑦ 短期的には過熱感・割高感がある。今回の株高が『日本企業・株式市場の復権』という大勢観ならば、地殻変動を評価する反騰・上昇相場につながる可能性がある。
- ⑧ 2024年から始まる「新NISA制度」では、若年層個人投資家による長期・安定した投資資金の流入が期待される。株式需給にとっては息の長い強気材料となる。

Ⅱ. トピックス

(1) 東京株式の出遅れ修正・連騰の動き

日経平均株価はゴールデンウィークの谷間の5月1日に、ボックス圏の上値と想定していた29000円を抜けると、ゴールデン明け第2週から上値追いとなった。12日から22日までの7日間では、毎日+200円以上の値上りを続けて8連騰となり、1990年7月以来33年ぶりの水準に達した。29日には31560円のザラバ高値を付けている。

日本は、「ウィズコロナ」「アフターコロナ」局面での経済回復が海外に比べて出遅れ、株価パフォーマンスも海外市場より劣後していた。新型コロナウイルス対策の行動規制（マスク、ワクチン）や感染情報開示が5月8日から緩和されたことから、出遅れ修正期待から大口の買い注文が継続した。

- ① 短期・順張りの外国人投資家が株価指数先物を買上がった
- ② グローバル資産の運用ポートフォリオで、リスク回避の資産配分見直しからの日本株ポジションの買いが入った
- ③ 強気材料（下記：想定外の要因もあるが）を受けての「マインド・チェンジ」
- ④ 今年後半から来年を睨んでの「景気回復」「半導体需給の改善」期待を先取り

米国での「景気後退懸念」「債務上限問題」を意識せざるを得ない弱気センチメントが横溢するなかでの「日本株の突飛高」だけに、投資資金の移動による「需給相場」というだけではない兆しもありそうだ。

((買われた要因))

4月以降の強気材料としては

- ① 植田新総裁が「金融政策は当面継続し変更しない」と明言
==> 急激な政策変更懸念が薄らぐ、ドル高円安センチメント復活
- ② 「新型コロナウイルス感染症」が5月8日から「5類」に移行したことで、個人消費やインバウンド需要の回復期待が高まる
- ③ 新型コロナウイルス対応や外交活動（韓国、ウクライナ、G7首脳会談）などの政治パフォーマンスから、岸田内閣支持率が底入れ好転した

- ④ 欧米での金融機関の破綻（3月に始まり5月にも表面化した）や、中国とのハイテク事業の連携見直しの動きから、“地政学リスク”への意識が高まった。相対的に安心感・安定感がある日本への投資資金シフトの動きが強まる
- ⑤ C T A（商品先物）ファンド主導での指数先物への順張りのなポジションの引き上げ
 - ==> 日中での東京市場の取引時間よりも夜間での欧米海外市場で株価水準の引き上げが続く
- ⑥ 4月に来日したウォーレン・バフェット氏が引き続き「日本株の割安・安心・見直し」スタンスを強調した
- ⑦ 欧米・韓国・台湾の半導体メーカー7社のトップが来日して、岸田首相と5月18日に会談、日本での投資拡大の事業計画を説明した

ファンダメンタルズ要因での強気材料としては

- ⑧ 人手不足と物価上昇を背景とした従業員の生活対策に、企業が「賃金引き上げ」を継続することに前向きに変化してきた
- ⑨ 企業業績は、前期比増益率が微増益（+3%前後）となり厳しいとの事前予想を上回り、3期連続の最高益を更新見込み
- ⑩ 業績発表時に「自社株買い」が想定以上に公表され、資本改善への前向きな姿勢が確認された
 - ==> 2022年の世界全体の総額は180兆円
 - 2023年の自社株買いは過去最高の10兆円規模予想
- ⑪ J P Xによる「P B R（株価純資産倍率）=1倍割れの改善要請」（3月末）を受けて資本効率の改善期待
 - ==> プライム市場上場の業界代表銘柄と中堅企業との格差が広がる

上記のようなファンダメンタルズ要因、資金需給要因、心理的要因などが重なったことにより、過去30年間での戻り高値を付ける展開となった。

短期的には過熱感・割高感があるが、新たな相場局面入りした可能性もある。

(2) 米国の債務上限問題

民主党（バイデン政権）と共和党（下院議会）と債務上限の引き上げ交渉は、5月27日にバイデン大統領とマッカーシー下院議長が上限引き上げで基本合意した。党内の強硬派グループや党外（選挙民）向けにアピールすることで「瀬戸際戦術」を採り、「チキンゲーム」の様相を呈していたが、水面下での交渉が結実し合意案にこぎつけた。

マッカーシー下院議長（共和党）は党内強硬派（フリーダム・コーカス：自由議連）の主張を基に、バイデン政権の目玉政策である

- ① 気候変動対策予算の削減
- ② 低所得層向けの公的医療保険「メディケイド」の受給要件の厳格化・削減
- ③ 教育費（学生ローンの免除措置）の削減

など、10年間で4.8兆ドルの財政赤字を削減する為の歳出削減案をまとめた。その条件付きでの2024年3月末までの時限措置で、上限を停止するか、1.5兆ドル引き上げるという法案を4月に下院で可決した。

バイデン大統領（民主党）は、議会には債務上限を無条件で引き上げる憲法上の義務がある、と主張して反対していた。バイデン大統領の選挙公約の看板政策であるだけに、簡単に旗を降ろすわけにはいかなかった。

デッドラインは6月1日から延期されて5日となった。合意案としては今後2年間の裁量的支出（除く社会保障）を抑制する代わりに、債務上限（31.4兆ドル）を引き上げる、というもの。31日に議会で採決予定。

「裁量的支出」抑制の対象として、

- ① 低所得者向け食糧支援における支給条件の厳格化
- ② 内国歳入庁（IRS）の予算増額

最大の焦点は、

- ① 低所得層向け公的医療保険「メディケイド」 … 変更なし（共和党妥協）
- ② 電気自動車（EV）購入者への税優遇 … 支出維持（共和党妥協）

今週末までに妥協・合意案措に対する共和党内での反発がどの程度出るのが次の焦点である。

米国の政府債務は、拡大の歴史である。

債務上限の設定と引き上げは連邦議会の承認事項であり、1917年に決めた115億ドルから2021年12月での31兆ドルまで、上限修正を戦後では100回以上繰り返してきた。

債務上限の引き上げがまとまらなければ、

- ① 政府機関・行政サービスの一時的停止
- ② 政府職員の給与支払い停止
- ③ 米国債の元利払いができない「デフォルト状態」
- ④ 債券価格の下落（金利上昇）による景気下押し圧力と金融機関の破綻

が現実となる。

「米国債のデフォルト懸念」から、株式、債券、ドルの「トリプル安」が起きたのは2011年7～8月、NYダウ平均株価は▲15%の下落となった。

大手の格付け会社は、相次いで「格下げの可能性」を示唆して「警告」を発している。

フィッチ・レーティングス = 信用格付けはAAA（最上位）

Xデーまでに合意が成立しなかった場合、ネガティブなシグナルで格下げの可能性を示唆（“ネガティブ・ウォッチ”）。

実際にデフォルトに陥る可能性は低い、としている。

S&Pグローバル = 信用格付けはAA+（最上位から1段階下）

見通しは「安定的」（合意成立が維持の前提）

ムーディーズ・インベスターズ = 信用格付けはAaa（最上位）

見通しは「安定的」（合意成立の可能性が低下なら見直し引き下げも）、不履行なら格下げ実施

(3) 米国金融機関の連続破綻とリスクの露呈③

金融市場が落ち着きを取り戻して2ヵ月が経過した。しかし再発リスクが完全に無くなったとは見られていない。警戒心は依然として燻っている。

地方銀行の株価指数（KBW NASDAQ Regional Banking 株価指数）は、2月の高値120から3月に90レベル（▲25%）まで急落し、5月上旬には80（▲33%）を割り込み、直近値は84。

5月1日にファースト・リパブリック・バンク（FRC）が経営破綻して、連邦預金保険公社（FDIC）の管理下に置かれた。3月10日のシリコンバレーバンク（SVB）、12日のシグネチャー・バンク（SB）に続く3番目の中堅銀行の破綻である。FRCは総資産で2291億ドル（全米14位）、SVBの2090億ドル（同16位）を上回る過去2番目の金融機関の破綻となった。預金保険の対象外となる大口預金比率の高さや、金利上昇で含み損の資産の大きさへの警戒感から、急速な預金の流出と株価急落に見舞われていた。

FDICが破産管財人となり（形式的には）入札を行い、JPモルガン・チェースが預金（920億ドル）、有価証券（300億ドル）、貸出債券（1730億ドル）を（当局の意向もあり）引き受けることで早急に決定した。

貸出債券から損失が発生した場合には、FDICが損失の一部を負担する軽減措置を付けたことも迅速な買収決定に寄与した。JPモルガンが全預金を引き受ける提案をしたため、米当局による全預金保護の発動もなかった。

今回の措置においては

- ① 信用不安が拡大することなく、銀行・金融システムの安定が保たれた
- ② 他の地方銀行からの預金流出に歯止めがかかった

ことで、短期的には鎮静化した。

5月3日には、カリフォルニア州の銀行バックウエスト・バンコープが身売りや増資などの経営再建策を検討していることが報道された。

スタートアップ企業との取引が多いことから、同社の株価は3月の金融不安発生で27ドルから10ドルまで下落していたが、4日には▲50%下落して3ドル台となった。

4日にはアリゾナ州が地盤のウエスタン・アライアンス・バンコーポレーションが、身売りや事業売却を検討中と報じられた。株価は2月の70ドル台から3月には20ドル台まで下落していたが、同日に▲60%下落した。会社は報道を「断じて誤り」と否定した（直近：35ドル）。

米国銀行での預金総額は18兆ドル、うち25万ドルまでの保護対象の預金は10兆ドル。FDIC基金の残高は1300億ドル、保護対象預金の1.3%をカバーしているにすぎない。

F RBなどの金融当局は、大手銀行や地方銀行に対する規制や監督強化を打ち出しているが、地銀が破綻した今回のような場合には、大手銀行の金融資本力に頼る。金融不安が終息しなければ、「論理矛盾」が続くことになる。

F RBは4月28日、地銀シリコンバレーバンク（SVB）の破綻の経緯を検証した報告書を公表した。再発防止の為に、「銀行への監督・規制を強化する」方針を示した。今後の改善策としては、

- ① 資産規模1000億ドル以上の銀行に対するルールの厳格化
- ② 手元流動性を確保する為に資金を上積みさせる
- ③ 流動性のストレステストの頻度を増やす
- ④ 債券の含み損の会計処理方法の見直し（含み損を加味した自己資本比率算定）

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荒田の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 F RBによる金融システム（流動性リスク、金利変動リスク）の迅速・厳格な状況掌握
- ③ F RBが緩和した中堅銀行への監督・規制の強化
- ④ 金融当局による検査・デューデリ方針の厳格化を受けて、銀行の新規融資態度がどの程度変化するのか
- ⑤ 不動産関連企業、投資ファンド、新興企業での融資・資金繰りにどの程度影響するのか
- ⑥ 金融機関における保有有価証券の評価損失状況の掌握

パウエル議長への批判が強まっている。

F R Bは、2022年初からのインフレ加速局面で情勢判断と政策執行の誤りを繰り返した。3月から遅れを取り戻すべく、利上げ幅とテンポを加速させた。

そのシワ寄せが、今年に入ってから東西の有力地方銀行の連鎖的破綻を招いた。

今年の雇用統計（1月分：2月3日発表）では、政策金利引き上げの再加速に傾いていたが、3月になってからのF O M C前の銀行の連鎖破綻により、対応を緩和せざるを得なくなった。

パウエル議長は、5月2日・3日のF O M C後の記者会見の場で、

「銀行の経営破綻が相次いだことに対して後悔はないか」

と質問されて、

「我々が間違いを犯したことは十分に認識している」

と政策ミスがあったことを認めた。

(4) 日銀植田体制スタート

日銀は4月28日の金融政策決定会合で、現行の金融緩和政策を維持し、新たな政策の変更を今回は見送った。

- ① 「過去の緩和政策でも2%の物価目標を持続的・安定的に達成出来ていない」
- ② 「 // が十分な成功をおさめてこなかった」
- ③ 「賃金の上昇を伴う物価水準2%目標」を明記
- ④ 「2%の目標に向けて現行の緩和政策の継続」
- ⑤ “物価の上振れリスク”よりも拙速な利上げによる“目標未達リスク”を強調
- ⑥ 「政策金利のフォワードガイダンス」である「現在の水準またはそれを下回る水準」として引き下げの可能性を明示していた見通しは削除した

さらに過去の金融（緩和）政策の検証に関しては、

- ⑦ 過去25年間の緩和政策（デフレ対策）を、1～1年半程度の時間をかけて多角的に“レビュー”を実施
- ⑧ “レビュー”は目先の政策変更には結びつかない（＝政策変更と切り離し）
- ⑨ 外部の有識者の見解を織り交ぜながら逐次（複数回）公表される模様

と説明した。

会合の記者会見のやり方も、黒田前総裁時代から変更された。

- ① 出席の記者の数が30名から50名へ増加
- ② 各社1名限定が2名まで拡大
- ③ 総裁が質問者を指名していたのを広報担当者に変更
- ④ 質問が残っていても黒田総裁が打ち切っていたが、当面1時間程度に延長

前任者の「独断・大本営発表」スタンスから「普通の記者会見による丁寧な説明」を意識していくスタイルに変わっていく、と思われる。

「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、消費者物価（生鮮食品除く）の2023年度見通しを、前年度比+1.6%（1月時点）から+1.8%に、24年度を+1.8%から+2.0%に引き上げた。新たに2025年度分を同+1.6%とした。

コアコアCPI（除く生鮮食品、エネルギー）予想は、23年度の+2.5%の後、コストアップ要因が薄れていくことで24年度は+1.7%、25年度は+1.8%。

（（ 今後の手順 ））

- ① 「2%物価目標」の見直し修正 or 廃止（？）
- ② 目標を達成したと判断・表明して、「その為の手段」の見直し
- ③ 目標達成後に「副作用」の見直しとその政策の修正
- ④ 「軽減策」との抱き合わせを発表して激変緩和を図る

「金融正常化」も金融緩和状態の解消を目指すではなく、金融緩和を維持したまま、副作用の軽減を通じて金融緩和の継続を可能とする、と見られている。

植田総裁は5月9日、持続的・安定的に物価2%が達成されるという見通しに至った場合、「現在の長短金利操作を止める。その後、バランスシートの縮小という作業に取りかかっていきたい」との考えを示した。

（5） 岸田政権と政策・政局動向

- ・ JNN（4月30日）… 支持47%（+3%）、不支持49%（▲9%）
- ・ NHK（5月15日）… 支持46%（+6%）、不支持31%（▲4%）
- ・ 時事通信（5月15日）… 支持38%（+4%）、不支持32%（▲4%）
- ・ 毎日新聞（5月21日）… 支持45%（+9%）、不支持46%（▲10%）
- ・ 読売新聞（5月21日）… 支持56%（+9%）、不支持33%（▲4%）
- ・ 朝日新聞（5月28日）… 支持46%（+8%）、不支持42%（▲3%）
- ・ FNN・産経（5月28日）… 支持50%（±0%）、不支持44%（±0%）
- ・ 共同通信（5月28日）… 支持47%（±0%）、不支持36%（±0%）
- ・ 日経新聞（5月28日）… 支持47%（▲5%）、不支持44%（+4%）

内閣支持率はさらに好転・上昇に。

- ① 新型コロナウイルス感染対策の緩和による人心好転
- ② 外交活動（韓国徴用工問題、ウクライナ訪問、G7サミット開催）のイメージアップ効果
- ③ 「異次元の少子化対策」の表明・検討
- ④ 賃上げ気運の高まり

自党内のみならず首相周辺でも、「解散・総選挙」実施への目論みが強まってきた。通常国会の会期末（6月21日）前後での衆議院解散、7月23日（大安の日）の総選挙を模索している。前回の総選挙は2021年10月31日。

- ① 野党（立憲民主党、日本維新の会）の候補者決定・選挙区調整が進む前に仕掛ける
- ② 統一教会問題、敵基地攻撃問題などへの反発が薄らぎ、内閣支持率が好転した絶好のタイミングという好戦論

チェックポイントとしては、

- ① 野党候補の選挙区バーター調整が進むのか、乱立となるのか
==> 日本維新の会が“野党第一党”への意欲満々なので難しい
- ② 自民党と公明党の選挙区調整が継続するのか、破綻するのか
==> 長年にわたって自公連立政権として協力してきたが、生活手当、軍備増強などの硬派政策への不満から、女性黨員中心に不満が蓄積している。公明党への得票は全国的にじり状態で、執行部への突き上げが強まる。

状況によっては総選挙後に、自民党の一部（反岸田勢力：二階派、菅グループ）に公明党と日本維新の会との連立政権を模索する動きが出てくるかもしれない。

そのキーパーソンは菅元首相と言われる。岸田政権の政策に不満の公明党、日本維新の会、それに次のリーダーが決まらない分裂含みの安倍派の一部が合流する、という可能性が燻り続けている。岸田首相再度の主流派（宏池会、麻生派、茂木派）は、国民民主党との連立による政権維持を目指す。

Ⅲ. 内外景気動向

【 インフレ動向 】

○ 主要国 物価上昇率（4月）

	卸売物価（3月分）	消費者物価・コア分*（同）
米国	： + 3.4%（+ 3.7%）	+ 5.5%*（+ 5.6%）
ユーロ圏	： —（+ 5.9%）	+ 5.6%*（+ 5.7%）
英国	： —（—）	+ 6.8%*（+ 6.2%）
日本	： + 5.8%（+ 7.2%）	+ 3.4%*（+ 3.1%）
中国	： ▲ 3.6%（▲ 2.0%）	+ 0.7%*（+ 0.7%）

○ 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（4月）
米国	： 22年9月	+ 6.6%	+ 5.5% ▲ 1.1%
英国	： 11月	+ 6.6%	+ 6.8%（ピーク超え）
中国	： 10月	+ 2.9%	+ 0.7% ▲ 2.2%
日本	： 23年1月	+ 4.2%	+ 3.4% ▲ 0.8%
	ボトム時期	上昇率	直近値
ユーロ圏	： 20年12月	+ 0.2%	+ 5.6% + 5.4%

米国、ユーロ圏、英国とも足元（4月）の消費者物価（コアベース）は、+5～6%水準で高留まり。エネルギー、食品などの川上部分は下落基調、川下のサービス価格は強含みで“2極化”にある。

ラカルドECB総裁は、「（人出不足からの賃上げ圧力により、）物価上昇には著しい“上振れリスク”がある」と警戒的コメントした。

日本の消費者物価は、「コアコアベース（除く生鮮食品、エネルギー）」で+4.1%まで上昇してきており、2月（+3.5%）、3月（+3.8%）から加速している。

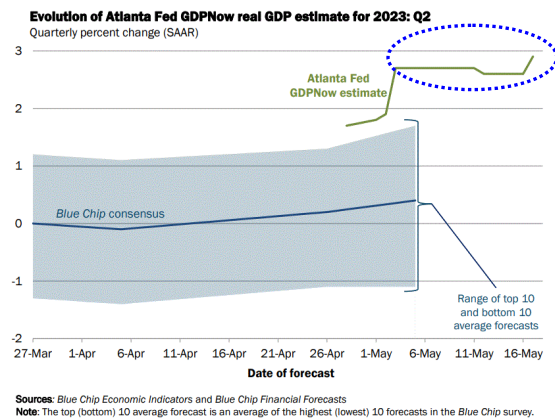
米国 :

((景気動向))

2023年1～3月期の実質GDP成長率(速報値、前期比年率換算)は+1.1%、22年10～12月期(+2.6%)から減速した。

- ① 企業の在庫投資が▲2.3%pt押し下げた(前期は+1.5%pt)
- ② 個人消費は+2.5%pt成長を押し上げた
- ③ 設備投資は前期の+4.0%から+0.7%に減速
- ④ 住宅投資も▲4.2%減までマイナス幅が縮小した

【 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が、労働市場(雇用需給)と消費活動(個人消費)に影響を及ぼしてきている。

足元の消費が旺盛なのは、コロナ下で溜まった余剰貯蓄が回っている効果があるからだが、余剰貯蓄は2021年7～9月期の2.3兆ドルから、直近では1兆ドルまで減少して、今年末から24年初めには枯渇すると予想されている。消費減退の要因となる。

ニューヨーク連銀が試算する「景気後退確率」(国債利回りから算出)は2024年4月時点で68%まで高まった。ITバブル崩壊時(2000年以降)やリーマンショック時(2008年)でも40%程度だった。

雇用統計（４月）での非農業部門雇用者数は前月比＋２５．３万人増で、事前予想（１８万人）を上回った。１月（＋５０．４万人）、２月（＋３２．６万人）、３月（＋２３．６万人から＋１６．５万人に下方修正）と急速にスローダウンしている。失業率は３．４％で、２月（３．６％）、３月（３．４％）から低下し、半世紀ぶりの低水準だった１月と並ぶ水準となった。

時間当たり平均賃金は前年同月比＋４．４％で、２月（＋４．６％）、３月（＋４．２％）の中間水準に高止まり。

（（ インフレ動向 ））

卸売物価指数上昇率（４月）は前年同月比＋２．３％で、３月（＋２．７％）からさらに低下。昨年７月のピーク（＋９．８％）から９ヵ月連続の鈍化。

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＋３．４％で、３月（＋３．７％）から低下。

消費者物価上昇率（４月）は前年同月比＋４．９％で、３月（＋５．０％）から上昇速度は微減。昨年６月（＋９．１％）のピークから１０ヵ月連続のモーメンタム鈍化。コアベース（除く食品、エネルギー）は同＋５．５％で、１月（＋５．６％）、２月（＋５．５％）、３月（＋５．６％）からほぼ横這い高止まり推移。

３月分から総合指数の上昇率を上回っている。昨年９月のピーク水準（＋６．６％）から総合指数ほど下落していない。足元の物価上昇は、食品、エネルギーの１次産品の値上がりから、実需要因（雇用、サービス、住宅関連）が牽引している。

F R Bが重視している「個人消費支出（P C E）物価指数」の４月分は、前年同月比＋４．４％で３月（＋４．２％）から伸び率は若干反転した。コアベース（除く食品、エネルギー）は同＋４．７％で、３月（＋４．６％）から若干拡大した。

欧州圏 :

2022年1～3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.1%、年率換算では+0.3%、10～12月期（▲0.2%）からはプラスに上向いた。事前予想は+0.2%。ドイツがゼロ%、フランスは+0.2%、イタリアは+0.5%。

ユーロ圏の消費者物価上昇率（4月）は前年同月比+7.0%で、3月（+6.9%）から6ヵ月ぶりの伸び率拡大。エネルギーが+2.5%と3月（▲0.9%）から上昇。食品が+13.6%、サービスが+5.2%と高止まりした。

コアベース（除くエネルギー、食品、アルコール、タバコ）は+5.6%で、3月（+5.7%）から僅かに鈍化。

英国の消費者物価上昇率（4月）は前年同月比+8.7%、3月（+10.1%）から鈍化。コア指数（除くエネルギー、食品）は+6.8%で、3月（+6.2%）から加速した。

新興国（中国）

		3月	4月
工業生産	（前年同月比）	+ 3.9%	+ 5.6%
小売売上	（ " ）	+10.6%	+18.4%
		1～3月	1～4月
固定資産投資	（ " ）	+ 5.1%	+ 4.7%
不動産開発投資	（ " ）	▲ 6.8%	▲ 6.2%

卸売物価（4月）は前年同月比▲3.6%、2月（▲1.4%）、3月（▲2.0%）から一段と減速して7ヵ月連続のマイナス。

消費者物価（4月）は前年同月比+0.1%で2年2ヵ月ぶりの低水準。事前予想（+0.4%）を下回る。モノベースは同▲0.4%、サービスは同+1.0%。除くエネルギー、食品のコアベースは前年同月比+0.7%、3月と同じ水準にとどまる。

日本 :

((賃上げ動向))

新型コロナウイルス禍が収束し、サービス業、外食産業が繁忙となってきたことから、「人手不足」が鮮明となってきた。「賃上げする(出来る)」ことで「人材を確保する」動きが強まっている。

これまでは、高齢者、外国人移住者、女性が雇用市場へ参画してきたことがサポート要因だったのが、これが一段落してきたことで、「少子化による労働供給の減少」と「転職市場における人材マッチング機会の拡大」が、初任給、年俸、ベア、ボーナス、アルバイト料などの人件費を引き上げることが始まっている。

これまで「人への投資」は、人件費を支払うキャッシュ・アウトとしての「コスト意識」が強かった。しかし今後は、人材確保と育成を心掛けて、居心地の良い職場・会社でなければ「持続可能性」が危うくなるので、企業も「人への投資」に期間収益や内部留保を振り向けるざるを得なくなる。SNSの発達や転職支援サービス会社の事業拡大も、「優秀な将来性ある人材の転職・流動化」に拍車がかかる。

賃上げをしない(出来ない)で相対的に賃金水準が劣後することによる、「雇用リスク」「事業継続リスク」が今後ますますクローズアップされる。このことから、賃金の上昇圧力は継続する。

また、サービス業は「AI化・IT化・ロボット化」を進めざるを得なくなる。

毎月勤労調査による「実質賃金」(2022年度)は前期比▲1.8%で、2年ぶりのマイナス(21年度: +0.5%)だった。

名目賃金は同+1.9%、物価上昇率(除く持ち家賃換算分総合)は同+3.8%。今年の賃上げ状況は前年比+3.67%(連合: 5月8日発表)、大企業が+3.70%、中小企業が+3.35%で推移。

賃上げによる雇用者所得の増加は消費を後押しする。一方で物価上昇は今年の後半もまだ加速する見通しなので、生活実感としての回復には乏しい状況が続く。

((インフレ動向))

企業物価指数（4月）は前年同月比+5.8%、3月（+7.2%）から鈍化して4ヵ月連続。政府によるエネルギー価格抑制策が電力・都市ガス・水道料金の値上りを▲0.7%pt押し下げている。

消費者物価（4月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+3.4%、上昇率は3月（+3.1%）から拡大した。プラスは20ヵ月連続、日銀の目標水準（+2%）を2022年4月から13ヵ月上回っている。生鮮除く食料品は+9.0%、（3月：+8.2%）上昇した。電気・ガス料金抑制の政策効果が、▲1.2%ptあった。

「コアコアベース（除く生鮮食品、エネルギー）」は+4.1%で、2月（+3.5%）、3月（+3.8%）から加速している。「刈り込み平均値」（除く変動性の大きな品目）は前年同月比+3.0%で高位横這い、2月：+2.9%、1月：+3.1%。

東京23区の消費者物価指数（4月：速報値）での「除く生鮮食品のコアCPI」は前年同月比+3.5%上昇で、3月（+3.2%）から拡大。
東京都は全国の先行指標の位置付けである。

食品の値上げは今秋まで続く。帝国データバンクの調査では、食品は今秋までに3万品目が値上げされる見通し。
政府は5月16日、電力大手7社が申請していた家庭向け電気料金の値上げ幅を了承した。値上げは6月1日から、標準的な家庭の電気料金の値上げ幅は+14~42%値上がりする。

((GDP))

23年1~3月期実質GDP成長率（速報値：5月17日発表）は前期比+0.4%、年率換算+1.6%で、三四半期ぶりのプラス成長（前期は▲0.0%）。
内需が前期比+0.7%のプラス、外需が▲0.3%のマイナス寄与。
個人消費が前期比+0.6%増えて四半期連続のプラス、設備投資も+0.9%で二四半期ぶりのプラス。住宅投資も+0.2%で二四半期連続のプラス。
輸出が▲4.2%で六四半期ぶりのマイナスに伸び悩む。輸入は▲2.3%。

IV. 金融政策・市場動向と見通し

米国

F R Bは5月2日・3日開催のF O M Cで、前回3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）の誘導目標を5.00~5.25%として、5%台に乗せるとともに、従来からのターミナルレート水準（最終目標水準）である5.1%に到達した。地方銀行の破綻懸念が残るなかで、“インフレ抑制”の為の従来からの政策の連続性を優先させた。

利上げは10会合連続、1980年代以降では最速の引き上げペース。

今後は「これまでの利上げの累積的効果を見極める」局面として、F R Bはしばらく“様子見スタンス”方針。実態経済（景気、物価）と金融システム懸念の推移が最大の焦点となるが、金融引き締めの影響は既に確認されるてきている。

- ① 製造業を中心に景気は減速の兆候
- ② 地方・中堅銀行の相次ぐ経営破綻 … 保有債券の評価損と預金流出
- ③ 住宅・借入ローン需要の鈍化

声明文では「（今後の）追加策がどの程度必要か決定する際には、これまでの金融引き締めの累積的な効果や経済や物価に時間差で与える影響を考慮する」として、「追加の政策措置が適切」としていたこれまでの表現を修正して、“利上げの打ち止め”を示唆した。しかし、次回6月のF O M Cでの追加利上げも選択肢としては残っている。市場は6月以降の追加利上げは想定しておらず、「（早ければ）今年後半には利下げに転じる」との見方が増えてきているが、パウエル議長は、そのような期待への牽制的発言を行った。

5月24日に公表された2・3日のF O M C議事要旨では、「利上げ継続（タカ）」派と、当初目標水準（=ターミナルレート）に到達したので「（一旦）利上げは慎重」派に意見が2分していることが判明した。超タカ派のブロード・セントルイス連銀総裁は、「年内はあと2回の利上げが必要」、ウォーラー理事は「インフレ減速の兆候が確認されなければ利上げ停止はない」と表明している。

ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁は5月9日、「我々は利上げを終えたとは言っていない」と述べ、市場で根強い年内の利下げ転換観測にも否定的な考えを示した。長期金利は3月・4月と3.5%前後で底練りしていたが、5月に入ってから4%に向かう強含みの動きとなった。

景気との連動性が強い「逆イールド」(長短金利の逆転)状態は強含み・加速(=景気減速を示唆)している。

直近での3ヵ月物短期国債の利回りは5.2%、10年物長期国債は3.8%で、直近ではマイナス1.4%だが、今月4日にはマイナス1.9%と1981年以來の乖離幅に、16日にはマイナス1.7%をつけた。

【 3か月間の想定レンジ 】

米国長期金利(10年国債：3.812%) : 3.50 ~ 4.30%

欧州

ECBは5月4日の定例理事会で政策金利の0.25%引き上げを決めた。

22年12月15日、23年2月2日、3月16日に続いた3会合連続の+0.5%利上げからスローダウンした。主要政策金利は3.75%、中銀預金金利は3.25%。直前までは「+0.5%利上げ」がコンセンサスだったのが、圧縮となった。

ラガルド総裁は「インフレ見通しが長く高すぎる状態が続いているので利上げは止めない」と語った。

「景気は基本シナリオでは景気後退にならない」「半年前より状況はよくなっている」として、最悪期を脱したとの認識を示した。物価見通しは、食料品などの値上がりが続くので、「引き締め姿勢」を継続するとした。

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ている。保有資産の削減ペースを拡大させることについては、今回は議論がなかったと説明した。

6月15日、7月27日の理事会でも「+0.25%の引き上げ継続」がメイン・シナリオである。

欧州各国ではストライキが頻発していて、賃上げを要求することでの物価の上振れの可能性は高い。金融不安も燻り続けていて、ECBが過度な金融引き締めを実行することが、銀行経営を一段と不安定にするリスクがある。インフレ抑制への正念場を迎える。

英国イングランド銀行（BOE）は5月11日、政策金利を0.25%引き上げて年4.5%とした。利上げは12会合連続だが、上げ幅は前回（3月23日）と同じ。賃金上昇によるインフレ上振れリスクを根拠としているが、鈍化の可能性から利上げの一時停止も示唆した。

日本

物価上昇は、

- ① 消費者物価（4月）のコアCPIは前年同月比+3.4%
- ② コアコアCPI（除く生鮮食品、エネルギー）は同+4.1%
- ③ 東京23区（4月：コアCPI）では同+3.5%上昇で、3月（+3.2%）から拡大

と、目標水準（2%）を超過して、モーメントはさらに加速する過程にある。

植田新総裁が「大規模金融緩和は当面継続」と表明し続けているので、短期的には安心感をもたらしている。

背景には、

- ① 「早期の緩和修正観測」が高まっていたので、打ち消して市場の安定化を図る
- ② 投機筋の売りポジションを喜ばせるわけにはいかない
- ③ 就任早々に金融政策変更を匂わせて（するわけではないが）、金融市場を混乱させ、首相官邸、海外中央銀行に迷惑を掛け、前任者否定をするわけにはいかない
- ④ （現状でも燻り続けている）欧米での金融機関の破綻リスク
- ⑤ 米国での債務上限問題の決着が不透明

植田総裁が今年後半に政策変更をするとした時のチェックポイントは、

- ① 日本の物価水準が安定的・持続的に2%水準を確保出来る確信度
- ② 欧米での金融不安・信用リスクの収束動向
- ③ 欧米での今年後半から来年にかけての景気鈍化の程度
- ④ 金利引き上げによる国内金融機関に与えるプラス&マイナスの影響

さらに、時間稼ぎをすることで以下の目的を満たしたいとの思惑もある。

- ① 黒田前体制下での「異次元緩和」政策の（内部的な）レビュー
- ② 欧米金融機関の新たな破綻のシミュレーション
- ③ 節目となる今年後半の欧米の景気・物価動向の見極め

日銀が公表した「金融システムレポート4月号」では、

「今年3月の米銀破綻をきっかけに、欧米の金融システム不安・不確実性が高まった
もとでも、わが国の金融システムは健全かつ頑健である」

と断定している。

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金融政策の変更
予想としては、少数だが早ければ6月に変更第一歩の実施を予想する向きがある。
7月変更の予想が全体の3分の1程度とコンセンサスとなっている（QUICK：
5月29日発表）。

10年物国債長期金利は、0.25%と0.5%のレンジを往来しているが、強含みの動き。

【 3か月間の想定レンジ 】

日本長期金利（国債指標物：0.436%） : 0.25↓ ~ 0.50%↓

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によるドル売りから3月24日に129円64銭のドル安値を付けた。金融破綻懸念が薄らいだことから、日米金利差に注目したドル買いが復活した。5月初のファースト・リパブリック・バンク（FRC）が経営破綻したことで137円から134円までの短期間の押し目を付けたが、その後は米ドル買いが継続して、5月29日には140円台後半までドル高が進行した。

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、5月2日には151円61銭の高値を付けた。その後、上記と同様の懸念からユーロ売りが出て146円台まで調整したが、ECBによる今後の利上げ期待を背景に金利差に着目したユーロ買いが継続している。5月29日には151円09銭まで回復している。

ユーロは対ドルに対しては、5月上旬には1ユーロ=1.10ドル台までのユーロ高となり、この間は「ユーロ>米ドル>日本円」の順番の強さだった。

5月に入って、米FRBの早期利下げ観測が後退してきたことで、ドル買い・ユーロ売りの動きが強まり、直近では1ユーロ=1.07ドルまでの反落となっている。追加利上げ観測が高まる欧米と、金融緩和策を続ける見込みの日本との金利差から、「米ドル>ユーロ>日本円」の順となっている。

為替見通し

金融機関の信用不安リスクの続発の可能性は依然として燻っているが、3月以降の金融当局の歯止め策が奏功したことから、5月に第2弾が顕在化しても、米ドルとユーロを買うトレンドに大きな変化は見られなくなっている。

先行きも、余程想定外の案件・規模の信用不安が勃発しない限りは、基本的には景気・物価動向、金利差見通しを背景にしたファンダメンタルズ主導の展開と見込まれる。

今年後半を展望すると、

- ① 米国の景気減速の可能性は高く、欧州圏は相対的には堅調、日本は低位安定。
- ② 消費者物価は欧米とも高止まり、日本は低位から当面加速する。
- ③ 米国の政策金利引き上げは一旦様子見・小休止、ユーロ圏は引き上げ続く。
日銀は当面政策変更なし。
- ④ エネルギー価格の騰勢一服から、日本の貿易赤字はピークアウトから縮小に。

金利差要因が一番のドライバーとなり、「米ドル・ユーロ>日本円」の
基本観が当面強い。上記④の改善状況が急速に明らかになるような場合は、
「円高（反転）」リスクが高まることになる。

《 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	=>	円安
② 経済・物価要因	…	米国景気の鈍化予想	=>	ドル安
		ユーロ圏景気底入れ	=>	ユーロ高
		日本景気の相対的（低位）安定	=>	円高
		日本の貿易赤字ピークアウト	=>	円高
		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
		外国人投資家の日本株買い	=>	円高

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート	(140.31円)	:	135↑	~	145円↑
ユーロ円レート	(150.35円)	:	140↑	~	155円↑

VI. 株式市場動向と見通し

外国株

((米国株))

3月に起きた金融不安（中堅銀行破綻）がどこまで拡散するのかという不透明感から10日には32000ドルを割り込んだ。金融不安が一段落したことで3月下旬から反騰に転じて、4月中旬には34000ドルを付けた。

5月1日のファースト・リパブリック・バンク（FRC）破綻が明らかになると、再度の調整に転じ、「債務上限引き上げ」交渉の成り行きを様子見している。

- ① 今年後半の景気鈍化・後退の可能性と程度
- ② FRBの金融政策を巡る思惑
- ③ 金融システム不安（中堅銀行破綻）への燻り続ける警戒感
- ④ 「債務上限引き上げ」交渉での妥協による政策転換の内容

などにより振り回される構図が続く。

S&P500ベースの23年1～3月期決算発表でのEPS（1株あたり純利益）増益率は、当初予想の前年同期比▲5%増益が▲0%程度まで上方修正された。

全体の80%が予想を上回ったが、事前予想が慎重となって下方修正されていた反動となった。IT（情報技術）セクターが好調でアップル、インテル、マイクロソフトなどが牽引役となった。特にAI向け画像処理半導体の大手エヌディビアの大幅好調決算の発表がインパクトとなり、半導体関連全般に波及した。

現在の株価水準は、S&P500ベースのPER（株価収益率：今後12ヵ月予想）で18.8倍、過去10年平均値（=16.0倍）からは割高感が強い。

((中国株))

中国株は軟調な動きに転じる。外国人投資家が中国株からの撤退を強める。

- ① 経済再開したが景気回復は弱い
- ② 新型コロナウイルス感染急拡大が噂される
- ③ 住宅バブル崩壊による不良債権問題、金融機関の破綻懸念
- ④ 米国からのハイテク産業への規制強化の影響

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)		
	(3月29日)	(4月25日)	(5月29日)
株価	: 27883円	28620円	31233円
PER	: 13.06倍	13.61倍	14.29倍
EPS	: 2135円↑	2103円↓	2185円↑
PBR	: 1.17倍	1.22倍	1.28倍
BPS	: 23831円↑	23459円↓	24400円↑

日経平均の業績予想値は、5月に入って2000円台前半まで引き下げられたが、中旬以降は急速に上方修正となった。2100円台に回帰し、直近ではさらに先月予想値から+4%程度の増額見通しとなった。

決算集計（日経新聞）は、23年3月期は純利益で前期比+1%増、2期連続で過去最高益を更新した。資源高を背景として総合商社、インバウンド需要再開で空運・鉄道など非製造業がけん引した。一方、製造業は低調。

24年3月期集計は、+3%程度のひとケタ台前半の増益予想。

不透明要因（増・減益要因）としては、

- ① 欧米・中国市場の落ち込み程度
- ② 原材料価格の製品価格への転嫁状況
- ③ 賃上げによる人件費コスト
- ④ 半導体の需要・供給動向
- ⑤ 為替の変動（円安・円高の可能性あり）

(2) 投資家動向

3月に欧米金融機関の信用不安が高まった際に、海外投資家は日本株の現物株を2.25兆円、先物を750億円、合計2.3兆円売り越した。一方、個人投資家は現物株を2948億円買い越し、先物を692億円売り越して差し引き2256億円買い越した。

4月に入って海外投資家は一転、現物株を2.1兆円買い越した。月間では5年半ぶりの規模。

5月には一段と買い姿勢を強めて、第3週まで8週連続で累計3.6兆円の現物株式を買い増した。

海外投資家の23年の年初から5月第3週までの買越額は、現物株を2兆698億円、先物を3兆7151億円、合計5兆7849億円の大規模買い越しとなった。

2020～22年の3年間では、累計13兆円を売り越している。まだ買い戻す余地がある、とも言えるポジション状況。

個人投資家は、現物株を5月第3週も9273億円売り越して6週連続の売り姿勢。5月だけで1.5兆円売り越している。利益確定売りを優先した、慎重な“逆張りスタンス”。

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）では14兆円強、直近5月26日（同＝30916円）では17兆円にまで拡大している。

ETFからの分配金収入は、22年4～9月期では1兆153億円で半年間で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

日経平均株価はゴールデンウィークの谷間の5月1日に、ボックス圏の上値と想定していた29000円を抜けると、ゴールデン明け第2週から上値追いとなった。12日から22日までの7日間では、毎日+200円以上の値上りを続けて8連騰となり、1990年7月以来33年ぶりの水準に達した。29日には31560円のザラバ高値を付けている。

5月以降の（外国人投資家が評価した？）強気材料を時系列で整理すると、

- ① 「新型コロナウイルス感染症」が「5類感染症」に移行（5月8日）
- ② 岸田首相が韓国を訪問して徴用工問題を交渉（5月8日）
- ③ 欧米・韓国・台湾の半導体メーカー7社トップと岸田首相が、対日投資拡大の会談（5月18日）
- ④ G7サミット（5月19日～21日）にゼレンスキー・ウクライナ大統領来日
- ⑤ 首脳外交パフォーマンスにより内閣支持率が続伸（5月後半）
- ⑥ “地政学リスク”を意識した外国人投資家が日本株を買い越し（8週連続）
- ⑦ 企業が「賃金引き上げ」に前向きであることが確認
- ⑧ 企業業績は微増益ながら3期連続で最高益を更新見込み（5月19日）
- ⑨ 業績発表時に「自社株買い」が想定以上に公表された

大手投資会社バークシャー・ハサウェイのウォーレン・バフェット会長が4月に来日したことが、外国人投資家の“買い再開の号砲”となった。

5月6日にネブラスカ州オマハで開催された株主総会では、

- ① 「台湾より日本のほうが良い投資先」として日本株への強気論を述べた
- ② 5大総合商社については買い増し余地があり、協業にも前向きな姿勢を示す
- ③ 新規投資の可能性を伺わせた
- ④ 金融緩和・低金利が続く日本では円資金を調達しやすい（円建て社債発行額は既に累計1.2兆円）

外国人投資家は以前から以下の点で「日本が変われるのか」に注目していた。

- ① 企業のヒトへの投資（＝賃上げ、働き方改革、リスクリング）を強めるのか
- ② 貯め込んだ内部留保を、前向きな設備投資や株主還元（＝増配、自社株買い）に資金活用するか
- ③ 低PBR（株価純資産倍率）企業がマインド・チェンジするか

（（ 外国人買いの根拠 ：「日経ヴェリタス」滝田洋一特任編集委員の見解を参考））
中国が台湾への威圧を強め、米中対立が軍事面のみならずハイテク製品・事業分野で激化の様相にあるなか、米国は台湾（「TSMC」）への過度な半導体依存を解消する動きに転じた。韓国の「サムソン」にも、同様の地政学&ビジネスリスクがあると、欧米からは見られている可能性がある。

相対的に選択されてきたのが、「日本」ということか。

5月18日に欧米・韓国・台湾の半導体メーカー7社のトップが岸田首相を訪問して、日本での半導体投資の拡大を表明。そのなかには台湾積体回路製造（TSMC）が含まれている。パークシャー・ハサウェイのウォーレン・バフェット会長はTSMC株を全株売却した。

短期間で高騰したことで、足元の日本株の割安さは薄らいでいる。過熱感も強い。
予想PER（株価収益率）は、過去10年間平均値の14倍を超えてきた。

「資金需給」主導の上昇波動は一過性であり、想定されるファンダメンタルズ要因（景気鈍化・後退リスク）や金融システム不安が顕在化すれば、調整も避けられない。しかし、『日本企業・市場の復権』という大きな地殻変動が現実的なうねりとなるならば、息の長い反騰・上昇相場につながる可能性がある。

2024年からの「新NISA制度」により、若年層の個人投資家を主体に長期・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。

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価（31233円）	：	28000円↑	～	33000円↑
日経平均予想EPS	＝	2200円		
PER（株価収益率）上値想定	＝	15倍		
2200円 × 15倍	＝	33000円		

（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。