

# 投資環境と金融市場の見通し（118）

2023年 6月30日

田淵英一郎

## I. 要約

< 景気・インフレ・金融政策 >

- ① 資源価格上昇（＝川上）によるインフレはピークアウト、モーメントは減速中。一方、需要の回復と人手不足（供給制約）からサービス価格、人件費の上昇（＝川下）が加速しており、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。中央銀行、金融市場の見方は、物価上昇が来年にかけてスローダウンする“楽観論”がメインシナリオだが、足元の英国や欧州で起きている“物価高止まり”や“再加速”が続く“リスク・シナリオ”もあり得る。
- ② 米国景気は今年後半には「景気後退（マイルド・リセッション）」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。ユーロ圏は今年1～3月期まで2四半期連続のマイナス成長（＝テクニカル・リセッション）となった。中国も足元4～6月期は不調。ゼロコロナ政策解除による景気押し上げが期待されたが、感染再拡大で空振りに終わっている。
- ③ FRBは、6月のFOMCでは11会合ぶりに政策金利の引き上げを見送ったが、年内は「あと2回の利上げ」というメッセージを発して強硬な姿勢も示した。金融市場での「利上げは無し、あってもあと1回」という見通しとのギャップがある。
- ④ ユーロ圏（ECB）は政策金利の小幅引き上げを継続し、英国は物価上昇率が再加速してきたことから利上げ幅が拡大された。スイス、ノルウェーでも利上げを決定した。ドル圏のカナダ、豪州も利上げを再開した。7～9月に開催の決定会合での利上げを継続する中央銀行（FRB、ECB、英国、豪州、新興国）は多い。
- ⑤ 日銀は植田総裁が「金融緩和の継続」を表明し続けているが、円独歩安の展開から、「円買い市場介入」に合わせて「緩和政策の修正」観測がジワリと出始めてきた。植田総裁が7月以降、どのような状況認識・対外発信・政策変更の可能性を打ち出すのか、発言のニュアンス変化に要注目。

< 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、米ドルは金利差拡大を背景に対円に対して再度買われて堅調となっている。
- ② ユーロ圏は物価の騰勢が衰えず、ECBを中心に「インフレ抑制」の為の利上げ継続スタンスは不変。金利差拡大による「ユーロ買い」の展開が続く。
- ③ 一方、日銀は金融緩和政策の継続を表明し続けているので、「円売り」基調も継続。今年後半では「円高（反転）リスク」が高い。
  - ・ 日本の貿易赤字のピークアウト
  - ・ 日銀による緩和政策の転換（早ければ7月？、本命は12月？）
- ④ NY株式は割高感が強く、中国（香港）株式は景気鈍化、不動産発の金融リスク、米中ハイテク摩擦の影響から下値模索の展開。
- ⑤ 東京株式市場は、4月からの外国人投資家による「大口の現物株式買い」が12週間継続して流入した。6月中旬までに現物株式を4.6兆円買い越したが、足元では“買い一服”状況となっている。
- ⑥ 日経平均株価のPER（株価収益率）は15倍を超えてきて、過去レンジの上限。海外市場と比べての“出遅れ・割安”状況は是正された。（買い上げ）好材料はかなり織り込まれている。
- ⑦ 日本企業がリスクを取らずに抱え込んでいた内部留保（現預金）を、
  - ・ 人材投資（賃上げ、リスクリング支援、外部人材活用）
  - ・ 株主還元（増配、自社株買い）
  - ・ 設備投資（IT、EV、DX）に振り向ける蠢動が始まったことを外国人投資家が評価した。
- ⑧ 今年後半での注目材料は、
  - ・ 企業業績（23年度下期、24年度）の上方修正 => 「業績相場」
  - ・ 日銀の金融政策変更はいつ&何からか
  - ・ “円高反転”リスク
- ⑨ 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・安定的な投資資金の流入が期待される。株式需給にとってはポジティブ材料。高配当株、株主還元意欲株、高配当ETF・ファンドが注目される。

## Ⅱ. トピックス

### (1) 東京株式市場 ②

日経平均株価は、5月初のゴールデンウィーク中に株価レンジ（ボックス圏推移）の上値と想定された29000円を抜けると、5月末までの1ヵ月間で2000円上昇した。さらに、米国の「債務上限引き上げ」交渉が5月末に波乱なく決着したことを号砲として、6月に入ってから海外投資家による「日本株買い」の投資資金流入が継続して株価は上値追いの展開となり、日経平均株価は33000円台後半のバブル後の高値を付けた。6月も約2000円上昇して、現在は33000円を挟んだ水準で推移している。

「株価が想定以上に上がる&強い」という投資マインド（センチメント要因）と、「海外投資家からの投資資金流入」という資金需給要因とが相俟って、強気相場の展開が続いている。

- ・「押し目買いに押し目無し」
- ・「もうはまだなり」

東京株式市場に海外から投資資金が継続して流入している背景として、

- ① 日本株式の海外市場と比較しての相対的な出遅れ・割安感
- ② 中国（香港・台湾）市場と比較しての政治・ビジネスインフラの低リスク性
- ③ 米国・欧州の今年後半での景気後退懸念、金融引き締め基調に比べて、日銀は金融緩和基調をしばらく維持すると公言していること
- ④ 以前から海外投資家が注目していた
  - ・ 「賃金上昇」が明らかになり、経済の好循環が生まれる期待
  - ・ 「日本企業が抱え込んでいた内部資金」が動き出したことから、PBR（株価純資産倍率）1倍割れが是正される気運

ファンダメンタルズ要因というよりも資金需給要因、心理的要因を主導とした“需給・センチメント相場”の色彩が濃い展開である。

海外投資家の過去10年間での（現物株式の）売買動向は、

- ① 「アベノミクス」相場は始まった2013年に15.1兆円の大幅買い越し
- ② その後、2014年から2022年までの9年間では、累計▲6.4兆円の売り越し
- ③ 2016年（▲3.6兆円）、2020年（▲3.3兆円）に売り越したが、他の年は基本的に“売り買い中立”（= “ジャパン・パッシング”）
- ④ 2023年に入ってから、3月に▲2.2兆円と月間売買で大きく売り越した。4月には一転して2.1兆円買い戻し、6月第2週（～16日）までの年初来累計では4.6兆円買い越ししている。

短期的には、

- ① P E R（株価収益率）15倍強で、過去のレンジでの上限に近く、欧米市場と比較しても割安感は無くなった
- ② 外国人は12週連続で現物株の買い越しを続けたが、先物は売り越しに転じてきており、“買い一服感”も漂っている
- ③ 一方で“押し目待ち”の待機資金もまだあるので、高値圏での売買が当面続く
- ④ 今年後半の「日銀の金融政策」「為替見通し」「企業業績（上方修正の可能性）」の見通しが定まれば、新たな展開が始まるか

## （2） 岸田政権の経済政策と政局動向

### （（ 政策対応 ））

岸田政権は発足時からの公約である『新しい資本主義』を具体化し、従来からの『経済財政運営と改革の基本方針』（骨太の方針）に肉付けを図ることで、経済政策の整備・強化を進めた。「G7広島サミット2023」終了後の「衆院解散・総選挙」を意識した政治対応を行っていたが、結局、解散・総選挙は延期された。

政府は6月6日に『新しい資本主義』の実行計画改定案を公表し、16日に閣議決定した。「人への投資（教育、転職、資産形成）」に関する改革案が多く盛り込まれた。

- ① 自己都合退職での「失業給付」の支給迅速化（7日間へ）
- ② 「リスクリング」支援の個人経由支払い拡大
- ③ 「職務給（ジョブ型人事）」の導入 … 年功序列賃金・処遇の見直し
- ④ 起業家の為の新たなスタートアップ法人形態の検討
- ⑤ 「退職金」の優遇税制（20年以上同一企業勤務）の見直し  
… 成長分野への人材流動化の促進
- ⑥ 「ストックオプション」の制度改善
- ⑦ 「金融リテラシー」向上の為の認可法人設立
- ⑧ 「資産運用業」の参入促進

7日には『経済財政運営と改革の基本方針』（骨太の方針）の原案を公表し、こちらも16日に閣議決定した。

- ① 「労働市場改革」 = リスクリング支援（個人ベースでも可能に）  
退職一時金の税制優遇見直し（ポータブル化）
- ② 「賃上げ促進」 = 赤字法人の賃上げ支援税制、最低賃金（全国加重平均：  
1000円水準）を達成
- ③ 「少子化対策」 = 10年間で国費投入額（4.7兆円）を倍増
- ④ 「GX, DXの拡大」 = 省エネ、再エネ、小型原子力発電の拡大  
マイナンバーカードの普及促進
- ⑤ 「資産運用立国」 = 資産運用業の改革、金融リテラシーの制度拡充

新型コロナウイルス感染拡大の一段落に合わせて、2020年度から110兆円規模で膨らんだ補正予算・予備費などを平時並みに戻すことで、「歳出削減、予算減額、財政赤字縮小」が打ち出された。

一方で、昨年から新たに標榜している政策の2本柱：

- ① 少子化対策 = 「こども家庭庁」の予算（4.7兆円）を、30年代初頭に向けて倍増させる（総額：70兆円）
- ② 防衛力増強 = 23年度から27年度の4年間で14.6兆円の追加負担の予算措置が新たに計上される。

総選挙を意識した“総額ありき”の数字結果が独り歩きした。財源などの詳細は判明せず、今秋の予算作成時に先送りされた。2024年度の予算案編成・議論の過程で、歳出削減を含めた財源確保を具体化させる「改革工程表」を策定する、としている。

「**少子化対策**」(『こども未来戦略方針』)として、

- ・ 児童手当の拡充
- ・ 育休給付金の給付率引き上げ

が謳われたが、「**少子化対策**」(＝出生数の反転・増加)と「**子育て負担軽減**」が混在しており、出生数の増加に結び付く有効な政策発動には相変わらず為っていない。なおかつ、予算の財源(＝負担増となる対象・世代・金額)は曖昧で議論先送り。

2022年の合計特殊出生率(6月2日発表)は、過去最低の1.26(人)。

2005年に並んで過去最低水準であり、7年連続低下している。

2018年までの7年間は1.4(人)台をキープしていたが、新型コロナウイルス禍での婚姻数の低迷から1.2(人)台まで低下してきた。

現状の人口を維持する為に必要な出生率は、2.06～07(人)である。

政府の長期予測での出生率の前提は1.36。2015年時点での政府目標は

「希望出生率＝1.8」だった。

日本人の出生数は77.07万人で前年比▲5%(▲4.08万人)。

現状のペースが続けば、70万人を下回るのは2028年となり、50万人割れは2046年となる(政府前提は2071年)。

「**防衛費**」増額の財源を確保する為の「**防衛財源確保法**」が6月16日に成立した。防衛費を5年間で総額43兆円とする追加増額分14.6兆円を、「**防衛力強化資金**」として新設し、①税外収入(国保有資産の売却：4.6～5兆円)、②決算剰余金(税収が上振れした国債償還分の残り)繰り入れ(3.5兆円)、③歳出改革(3兆円)、④増税(1兆円)を財源として積み立て、複数年度に分けて供出するというスキームとした。

①税外収入のうち1.5兆円を「**財政投融资特別会計**」「**外国為替資金特別会計**」などから繰り入れ、国有資産売却で3.1兆円を見込んだ。②決算剰余金は每期流動的で、後者の歳出改革と増税分の中身や実施時期は目途が立っていない。③歳出改革は、いつもながら具体的方策が不透明で恒久財源ではない。④増税も「**法人税**」「**所得税**」「**たばこ税**」が対象だが、詳細は不明で2025年度以降に判明する。

## (( 政局動向 ))

岸田首相は6月16日、国会会期末での衆院解散を見送る考えを表明した。

13日には「衆院解散を仄めかす」発言をしたが、3日間で急遽方針転換した。

岸田首相は内閣支持率が底入れから反転に転じた3～4月以降、今国会末での解散を画策、意図的なスケジュール観で政権運営を行ってきた。

- 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、ウクライナ訪問、G7広島サミット）
- ③ 「異次元の少子化対策」
- ④ 賃上げ、株高気運
- ⑤ 野党（立憲民主党、日本維新の会）の候補者決定が遅れ気味

しかし、

- ① 公明党との選挙協力が破綻する可能性
- ② 長男岸田翔太郎秘書官の宴会問題発覚・更迭
- ③ マイナンバーカード混乱の拡大

などにより政権への逆風が強まり、選挙予想でも議席を大きく減らすとの結果が出たことから、解散タイミングではないと判断した。

## 【 内閣支持率 】

- ・ JNN（6月4日）… 支持47%（▲0%）、不支持48%（▲0%）
- ・ 時事通信（6月12日）… 支持35%（▲3%）、不支持35%（+3%）
- ・ NHK（6月12日）… 支持43%（▲3%）、不支持37%（+6%）
- ・ 共同通信（6月18日）… 支持41%（▲6%）、不支持42%（+6%）
- ・ 毎日新聞（6月18日）… 支持33%（▲12%）、不支持58%（+12%）
- ・ 朝日新聞（6月18日）… 支持42%（▲4%）、不支持46%（+4%）
- ・ 産経新聞（6月18日）… 支持46%（▲4%）、不支持49%（+5%）
- ・ FNN・産経（6月18日）… 支持46%（▲4%）、不支持49%（+5%）
- ・ 日経新聞（6月25日）… 支持39%（▲8%）、不支持51%（+7%）
- ・ 読売新聞（6月25日）… 支持41%（▲15%）、不支持44%（+11%）

岸田内閣の支持率は、再度下落に転じた。

5月19～21日の「広島G7サミット2023」を好印象でこなしことから、5月下旬には支持が不支持を上回る結果が相次いだ。しかし、6月に入ると暗転した。特に読売新聞（6月25日）の世論調査では、内閣支持率は41%で前回から▲15ポイントの下落となった。

日本経済新聞の調査でも支持率は39%で、前回から▲8ポイント下落した。

「マイナンバーカード」をめぐる混乱が拍車をかけている。7年前に交付が開始されたが、普及が進まなかったため、「健康保険証を廃止」ということで普及を図ろうとした拙速・強硬対応が裏目に出ている。政府は24年秋に健康保険証を原則廃止してマイナカードへ一本化し、25年秋までに全面廃止する方針で、岸田首相は21日、マイナカードに紐付けられる税・所得などの全29項目の情報について、今秋までの総点検を指示した。

朝日新聞の世論調査（6月18日）では、「マイナンバーカード」を巡るトラブルへの政府の対応には、72%が「適切でなかった」とした（「適切」は19%）。

長男秘書官が辞任した問題で岸田首相に「責任がある」とした人は「大いに」、「ある程度」を合わせて75%に上った。



### Ⅲ. 内外景気動向

#### 【 景気・インフレ動向 】

##### ○ 主要国 景気・物価の水準と方向性

	景気（水準）（方向性）	インフレ率（水準）（方向性）
米国	: +1.1% △ (↓)	+5.5% × (→) (↑)
ユーロ圏	: +0.3% △ (↓)	+5.3% × (↑)
英国	: +0.5% △ (↓)	+7.1% × (↑)
中国	: +9.1% ○ (↓)	+0.6% ○ (↓)
日本	: +1.6% △ (↑)	+3.2% △ (↑)

- cf. ・景気は実質GDP成長率（直近1～3月期：前期比年率換算値）  
・インフレ率は消費者物価上昇率（直近5月：コアベース、前年同月比）

世界の4つの主要国・地域での経済成長とインフレ上昇を、足元の水準と今後（半年程度）の方向性をみると、各々が異なり“4つのパターン”になる。

景気（低水準 & 低下）、物価（高位 & 横這い） … 米国

景気（低水準 & 低下）、物価（高位 & 上昇） … ユーロ圏、英国

景気（低水準 & 反転）、物価（中位 & 上昇） … 日本

ユーロ圏と英国は、景気は2四半期連続の緩やかなマイナスに陥り、先行きも低調が続くなかで、物価上昇は再加速しているので、景気とインフレの兼ね合いからは最も厳しい状況にある。

それでも中央銀行（ECB、BOE）のプライオリティは、「（景気を犠牲にしても）まず足元のインフレ上昇を抑え込む」という確固たる信念があり、そのスタンスには揺るぎがない。

米国FRBは、「インフレ上昇を抑え込みたい」「リセッションは怖い」という、両睨みの中途半端な姿勢が垣間見える。

日本銀行は、「当面の（コア、コアコア）物価上昇には目をつむる」姿勢が伺える。

## 【 景気鈍化の兆候 】

### (( 米国 ))

米連邦議会下院は5月31日、政府の債務上限を停止する法案「財政責任法案」を可決した。債務上限効力を2025年1月まで停止する見返りとして、今後2年間の歳出を削減するので、景気後退局面での不安材料である。

米議会予算局が公表した試算では、2024会計年度（23年10月～24年9月）の「裁量的支出」（除く社会保障費）は、当初予測と比べて約640億ドルの、25年度は430億ドルの削減となる。

購買担当者景気指数（PMI総合：6月）は53・0（前月比▲1・3）で、3ヵ月ぶりの低水準。製造業が46・3（▲2・1）で半年ぶりの水準まで落ち込んだ。

債券市場での2年債と10年債の長短金利差は約1%まで逆転・拡大しており、1981年3月以来、42年ぶりの乖離となっている。

「逆イールド」の進行は「景気後退」シグナルというのが経験則である。

### (( ユーロ圏 ))

ユーロ圏、およびドイツの実質GDP（改定値）が、2四半期連続のマイナス成長となった。インフレ亢進が個人消費を冷え込ませている。

### (( 中国 ))

ドル建て輸出（5月）は前年同月比▲7・5%の減少で、10ヵ月連続のマイナス。うち対米輸出は▲18%の落ち込み。

製造業購買担当者景気指数（PMI：5月）での海外からの新規受注は47・2。

2ヵ月連続で節目の50を割り込んで、今後3～6ヵ月先の輸出は一段と落ち込むと懸念されている。

経済への波及効果が大きい「不動産市場」の低迷も顕著。

## 【 インフレ動向 】

### ○ 主要国 物価上昇率（5月）

	卸売物価（4月分）	消費者物価・コア分*（同）
米国	： + 2.8%（+ 3.3%）	+ 5.5%*（+5.6%）
ユーロ圏	： —（+ 5.1%）	+ 5.3%*（+5.6%）
英国	： —（—）	+ 7.1%*（+6.8%）
日本	： + 5.1%（+ 5.8%）	+ 3.2%*（+3.4%）
中国	： ▲ 4.3%（▲ 3.6%）	+ 0.6%*（+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（5月）
米国	： 22年9月	+6.6%	+5.3% ▲1.3%
中国	： 10月	+2.9%	+0.6% ▲2.3%
英国	： 11月	+6.6%	+7.1%（ピーク超え）
日本	： 23年1月	+4.2%	+3.2% ▲1.0%
ユーロ圏	： 3月	+5.7%	+5.3% ▲0.4%

米国、ユーロ圏の物価上昇は、エネルギー価格の下落 ⇒ 卸売物価のピーク ⇒ 消費者物価（コア：除くエネルギー）のモーメント鈍化、という時間差での推移となっている。

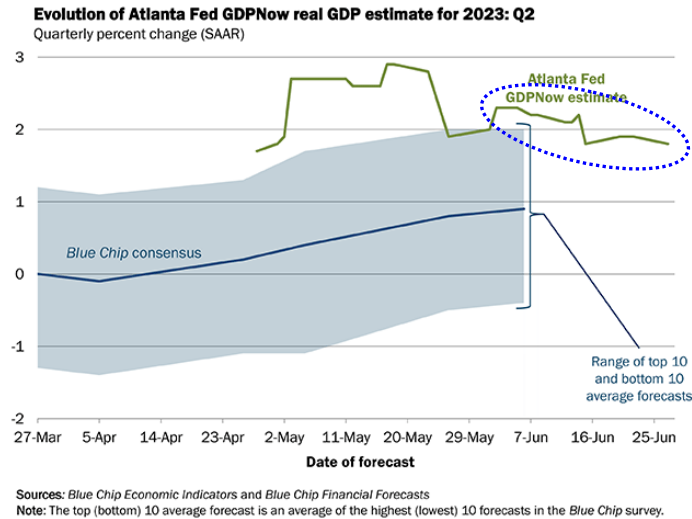
しかし、英国は異なる状況を見せている。英国の消費者物価指数（除くエネルギー、食品）の前年同月比上昇率は+7.1%で、3月（+6.2%）、4月（+6.8%）から加速している。

日本のコアコア指数（除くエネルギー、生鮮食品）も同4.3%で、4月（+4.1%）から伸びは拡大している。

ポスト・新型コロナ局面への移行から、モノの需要と供給のバランスが改善したが、ヒトに係るサービスのインフレ率が依然として上昇している。労働生産性が停滞し、労働コストが上昇している。

米国 :

【 アトランタ連銀 GDP Now 】



**雇用統計**（5月）の非農業部門雇用者数は前月比+33.9万人増で、事前予想（19万人）を大幅に上回った。4月分は+25.3万人から+29.4万人に増額修正された。直近3月（+16.5万人）をボトムに反転している。失業率は3.7%で、4月（3.4%）から悪化した。時間当たり平均賃金は前年同月比+4.3%で、4月（+4.4%）から低下した。

卸売物価指数上昇率（5月）は前年同月比+1.1%で、3月（+2.3%）から一段と低下。11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+2.8%で、3月（+3.3%）から低下。

**消費者物価上昇率**（5月）は前年同月比+4.0%で、3月（+5.0%）、4月（+4.9%）から減退した。2022年6月（+9.1%）のピークから11ヵ月連続のモーメント鈍化。コアベース（除く食品、エネルギー）は同+5.3%で、3月（+5.6%）4月（+5.5%）から鈍化傾向にあるが、2022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。3月分から総合指数の上昇率を上回っている。

欧州圏 :

2022年1～3月期の実質GDP成長率（改定値）は、速報値の前期比+0.1%から同▲0.1%となった。10～12月期（▲0.2%）から2四半期連続でのマイナス成長（=テクニカル・リセッション）となった。スペインが+0.5%、イタリアが+0.6%、フランスは+0.2%。一方、ドイツが▲0.3%と不調、

ユーロ圏の消費者物価上昇率（5月）は前年同月比+6.1%で、4月（+7.0%）から2ヵ月ぶりの伸び率鈍化。

コアベース（除くエネルギー、食品、アルコール、タバコ）は+5.3%で、4月（+5.6%）から鈍化基調。

英国の消費者物価上昇率（5月）は前年同月比+8.7%で、4月と同じ伸び率に。コア指数（除くエネルギー、食品）の上昇率は+7.1%、3月（+6.2%）、4月（+6.8%）から加速している。

英国では、賃金上昇を求める労働争議・ストライキの頻発から、「賃金・物価上昇スパイラル」の動きが強まっている。英国政府は4月から最低賃金水準を前年比+9.7%に改定した。平均賃金の伸びは2ヵ月連続で加速して前年同期比+7.1%となってきた。

## 新興国（中国）

		4月	5月
工業生産	（前年同月比）	： + 5.6%	+ 3.5%
小売売上	（ " ）	： +18.4%	+12.7%
		1～4月	1～5月
固定資産投資	（ " ）	： + 4.7%	+ 4.0%
不動産開発投資	（ " ）	： ▲ 6.2%	▲ 7.2%

足元の経済活動は鈍化基調。不動産開発の停滞が大きく影響している。需要活性化の  
為の政策金利の引き下げや、景気対策の発動観測が出て来ている。

中国の製造業購買担当者景気指数（PMI：5月）は48.8、4月から▲0.4  
ポイント低下し、2ヵ月連続で節目水準の50を下回った。

新型コロナの感染者数は、5月初めに一日あたり18万人だったのが、中旬に36万  
人に倍増した。月末には29万人にまで減少したが、6月末に第2波のピークが来る、  
と予想されている（正確な報道はされていない）。

卸売物価（5月）は前年同月比▲4.6%、4月（▲3.6%）から一段と鈍化して  
8ヵ月連続のマイナス。

消費者物価（5月）は前年同月比+0.2%で、4月の同+0.1%に続いて低迷。  
2年2ヵ月ぶりの低水準。

除くエネルギー、食品のコアベースは前年同月比+0.6%、3月、4月の+0.7%  
から同水準にとどまっている。

日本 :

(( 賃上げ動向 ))

春季労使交渉(春闘)での賃上げ率は+3.66%(連合:第6回6月1日集計)で前年比+1.57ポイント、30年ぶりの高水準となった。300人未満の中小組合も+3.36%となった。

実質賃金(4月)は前年同月比▲3.2%で、13ヵ月連続でマイナスが続く。3月の同▲2.3%から拡大。現金給与総額(名目)が+1.0%増、物価(持ち家賃換算分を除く総合指数)上昇率は+4.1%、3月(+3.8%)から拡大している。

新型コロナウイルス感染拡大の一服から、サービス業・外食産業での「人手不足」が鮮明となってきた。「賃上げする」ことでの「人材確保」の動きが強まっている。

将来的にも「少子化による労働力供給の減少」と「転職市場における人材マッチング機会の拡大」が進むので、人件費は恒常的に上昇する。

賃上げをしないことによる同業他社との格差拡大は、「雇用リスク」「事業継続リスク」に直結する。賃金の上昇圧力は継続する。

(( インフレ動向 ))

企業物価指数(5月)は前年同月比+5.1%、3月(+7.2%)、4月(5.8%)から急速に鈍化している。5%以上での推移は24ヵ月連続。エネルギー価格の鈍化と、政府による電力・ガス料金抑制策が▲0.7%pt押し下げている。

消費者に近い飲食料品は+7.9%、4月(+7.5%)から伸び率が拡大している。

消費者物価(5月)のコアCPI(除く生鮮食品)は前年同月比+3.2%、上昇率は4月(+3.4%)から縮小した。プラスは21ヵ月連続、日銀の目標水準(+2%)を2022年4月から14ヵ月上回っている。生鮮除く食料品は+9.2%、(4月:+9.0%)上昇と加速が止まらない。電気・ガス料金抑制と全国旅行支援の政策効果が1.0%ptと試算され、政策効果なかりせば実態は+4.2%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、4月(+4.1%)から伸びは拡大している。

## IV. 金融政策・市場動向と見通し

今年後半の主要中央銀行における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
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
10月	30、31日	30日～	26日	
11月		1日		2日
12月	18、19日	12、13日	14日	14日

Cf.   = 利上げが予想される政策決定会合

7月27日のECB理事会では、9会合連続での“+0.25%の利上げ”が  
確実視されている。英国も8月、9月と連続利上げ。

米国の25・26日開催のFOMCでの“利上げの可能性は50：50”程度。

足元の円安進行から、日銀が7月27・28日の金融政策決定会合で「緩和政策を  
修正する」との観測が、(可能性は低い)が台頭してきている。

財務省による「市場介入」にタイミングを合わせて、「(サプライズ)緩和修正」への  
警戒心が高まっている。また、それを見越した投機筋による「円売り」仕掛けの動き  
も出てくるかもしれない。

主要国の中央銀行は、今年後半の経済情勢(特にインフレの先行き)判断と政策決定  
の困難さに直面することが予想される。

人手不足を背景に労働コストの上昇や、サービス価格の継続的引き上げが継続して、  
「インフレの高止まり・加速」という展開となれば、中央銀行は

- ・ 景気 … 現状は「マイルド・リセッション」シナリオ
- ・ 物価 … モーメンタムは鈍化見通し
- ・ 金融情勢 … 不動産関連、金融業界での債務・信用問題は拡大しない

という「楽観的シナリオ」の修正に追い込まれるリスクがある。



## 米国

FRBは6月13・14日開催のFOMCで、政策金利（FF金利）の引き上げを見送った。昨年3月から今年5月まで10回連続で政策金利を引き上げてきたが（累計+5%）、政策金利の誘導目標（5.00～5.25%）を維持した。

今回の決定の理由として、

- ① 1月・3月に引き上げ幅の縮小とした過程にある
- ② これまでの利上げの累積的効果を見極める
- ③ 次回7月25・26日のFOMCでは経済データの結果により柔軟に対応

公表された参加者による経済見通しでは、23年末の政策金利予想が5.6%と、従来見通しの5.1%から+0.5%引き上げられた。従って、あと+0.25%の利上げが2回分示唆された。

過去1年強に及ぶ「金融引き締めプロセス」は、第4コーナーを廻って最終局面にあるが、利上げピークアウト時期は後ろずれした。

今回の会合での利上げ見送りは事前予想通りだったが、残り2回の利上げを示唆したことは市場参加者の予想を裏切るサプライズとなった。

FOMC前の市場予想では、

- ・ 30%が「政策金利は既にピーク」で「今年後半には利下げ転換」
- ・ 60%が「6月は見送り、7月に+0.25%引き上げてそれが最後」

としていたので、市場コンセンサスよりも厳しめの判断が為された。

パウエル議長の胸中にはアンビバレンツな思いが錯綜していることが窺える。

- ① インフレ率は高止まりしており直ぐには低下しないので、利下げはありえない
- ② 急速な利上げにより「景気の急速な落ち込み」は回避したい
- ③ 同様に「金融システムへの更なるダメージ」を回避したい
- ④ 現状での関心事は景気動向が第一で、金融機関の更なる破綻については楽観的

FRBの多数見解では、「利上げは年内あと2回」であるが、市場では「あと1回」と楽観的でギャップがある状況。金利先物市場では、7月か9月会合での0.25%の引き上げを見込む割合が5割程度である。

オーストラリアの利上げに続いて、カナダが政策金利引き上げを再開した。

オーストラリア準備銀行は6月6日の会合で、政策金利を連続して+0.25%引き上げ、11年ぶりの水準の4.1%とした。事前予想は「据え置き」がコンセンサスだったので、3年物国債利回りは3.66%まで上昇した。

7月、8月の会合での連続利上げ(+0.25%ずつ)も予想されている。

カナダ銀行(中央銀行)は6月7日、主要政策金利(翌日物金利)を、3会合ぶりとなる0.25%引き上げて4.75%とした。1月25日に0.25%引き上げて4.50%とした後、3月、4月の会合では政策金利の誘導目標を据え置いたが、サービス価格を中心に物価の高止まり(コアインフレ率で4%台)が続いている為。

#### 【 3か月間の想定レンジ 】

米国長期金利(10年国債:3.856%) : 3.50 ~ 4.30%

#### 欧州

ECBは6月15日の定例理事会で政策金利の0.25%引き上げを決めた。

5月4日に続く+0.25%の利上げで、主要政策金利は4.0%、中銀預金金利は3.5%。8会合連続の利上げ(累計+4%)である。

レーン専務理事(チーフエコノミスト)の「利上げ幅を縮小しながら引き締め継続を示唆する」という提案に沿った決定を行った。

ラカルド総裁は、「利上げ停止は考えておらず、次回以降での継続的・小幅の利上げの検討を続ける」と言明した。

保有資産の圧縮に向けた、「債券再投資を7月に終了する」方針も再確認した。

基本観には変化は見られない。

今回改訂された物価見通しは、2023年が+5.4%、24年が+3.0%である。

市場では、7月27日の理事会でも+0.25%の連続利上げを予想している。

英国イングランド銀行（BOE）は6月22日、政策金利を0.5%引き上げて年5.0%とした。利上げは13回連続だが、上げ幅は3月23日、5月11日の+0.25%から+0.5%に戻された。物価上昇に歯止めが掛からないことから、引き締め姿勢を強めた。

スイス国立銀行（中央銀行）も6月22日、政策金利を0.25%引き上げ1.75%とした。5回連続の利上げで、政策金利は2008年10月以来15年ぶりの水準となった。先行きの金融政策も一段と引き締める意向を示した。

ノルウェー中央銀行も6月22日、主要政策金利を0.5%引き上げて3.75%とした。2008年以来15年ぶりの水準。8月の会合での追加利上げを示唆した。ノルウェーのコアインフレ率（5月）は6.7%で、過去最高水準を更新しており、中央銀行予想の6.0%を上回っている。

## 中国

中国人民銀行（中央銀行）は6月20日、最優遇貸出金利（ローンプライムレート）の期間1年物金利を3.65%から3.55%に▲0.1%引き下げた。住宅ローン金利などの目安となる期間5年超の金利も4.30%から4.20%に引き下げた。2022年8月以来10ヵ月ぶりの措置である。新型コロナの感染再拡大から、景気への下押し圧力が続いている上に、不動産市場低迷・住宅不況懸念が背景にある。▲0.1%の利下げは事前予想より小幅であり、早急な回復は期待出来ない。追加の緩和予想が強まった。

## 日本

日銀は、6月15・16日開催の金融政策決定会合で、大規模な金融緩和策の維持を決めた。「YCC政策」「マイナス金利政策」「ETF買い入れ政策」は維持された。物価の先行き見通しは、「輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくので、今年度半ばにかけてプラス幅を縮小していくと予想される」とした。

植田総裁への批判がジワリと拡大してきている。

- ① 物価目標を上回るインフレとなっているのに10年間続けた異次元金融緩和の「継続」を明言している
- ② 異次元緩和策は有効だが、「メカニズムは現在でも十分に解明されていないので、さらなる理論構築・検証が求められ、1～1.5年かけて検証する」としていること
- ③ 経済学者、日銀審議委員としての知見・経験を活かして、「出口戦略」に着手することが期待されているのに、その気配・兆しが見えず動きが鈍いこと
- ④ 「時間軸政策」の実質的な立案者だった植田総裁が、「YCC政策」（国債需給に市場で関与する）をいつまでも放置すること

「異次元緩和のレビュー」を早期に開始して、結論をまとめ上げて結果を公表し、投資家・金融市場への説明責任とガイダンスを打ち出すことが求められる。

海外投資家は、日本国債への買い越しを4ヵ月間続けている。

背景としては、

- ・ 金融緩和を見越しての買い（＝キャピタルゲイン狙い）ではない
- ・ 米国との金利差を狙った為替予約付きの取引
- ・ YCC政策の修正（＝10年債から5年債への移行）への思惑

などが関係している。

【 3か月間の想定レンジ 】

日本長期金利（国債指標物：0.380%） : 0.25 ~ 0.50%

## V. 為替市場動向と見通し

F R B、E C Bが、依然として金融引き締めに積極的であることが確認された一方、日銀の緩和姿勢に変化がなかったことで、「日本円の独歩安」が加速した。

主要3大中央銀行の政策決定会合の結果が明らかになった6月15日に、日本円は対ドルで今年の最安値を更新し、対ユーロでは15年ぶりの安値を付けた。

ドル円相場は、1ドル=141円台半ばと2022年11月以来、7ヵ月ぶりの円安・ドル高水準をつけた。ユーロ円相場は、1ユーロ=153円台と2008年9月以来、15年ぶりの円安・ユーロ高水準を付けた。対ポンドでも1ポンド=179円台と2015年12月以来、7年半ぶりの安値に沈んだ。

ドル円相場は6月29日に、1ドル=144円70銭までドル高円安が進んだ。

### 為替見通し

ドル円相場で144円台までの円安が進行したことから、「円安牽制発言（口先介入）」とともに、「為替介入の再実施」観測が高まっている。

昨年秋の円安局面で、政府・日銀は、

- ・ 140円を超えてきた水準で口先介入による円売りを牽制した。
- ・ 9月14日には為替介入の予告である「レートチェック」を実施した。
- ・ 9月22日の金融政策決定会合で日銀が金融政策の維持を発表した後に、ドル円相場が1ドル=145円台まで下落すると、日本単独でドル売り・円買い介入（2.8兆円）を実施した。1998年6月以来24年ぶりのドル売り・円買い介入だった。
- ・ 10月21日に151円台（5.6兆円）、24日に149円台（7000億円）のドル売り・円買い介入を実行した。

投機筋による円売りポジションは、2022年5月以来の高水準に積み上がっている。米国商品先物取引委員会（CFTC）が発表している6月20日時点での、日本円の米ドルに対するネット売り越しは、10.7万枚（約1.3兆円）となっている。

1ドル＝140円を超えてきた現行のドル円の水準は、政府・当局による「円安進行阻止」の意識が強く働く水準である。

さらに、日銀による長短金利操作（YCC政策）の“早期修正”観測も出てきた。7月27・28日開催の金融政策決定会合での「長期緩和政策」の前倒し修正や、円安が進めば「臨時会合」により決定される可能性も無くはない。

想定外のタイミングでの金融政策の変化により、為替市場が円高に方向転換すると、「円キャリー取引」（低金利の円で調達した資金を高金利通貨の資産で運用する）の“巻き戻し”の動きから、これまで積み上がった円売りポジションの解消に一気に拍車がかかる事態が予想される。

米FRB以上に、ユーロ圏（ECB）の中央銀行が、「インフレ上昇モーメントが鈍化する兆しを確認する」まで、（小幅な）利上げを継続する一貫した強硬姿勢に揺るぎがないので、ユーロ市場の金利上昇による金利差要因からのユーロ買いが、しばらく続くと予想される。

当面は「ユーロ>ドル>日本円」の相対感が継続する。

今年の後半を展望すると、

- ① 米国景気は減速の一方、日本は低位安定
- ② 米国の政策金利引き上げテンポは減速、日銀による修正の可能性大
- ③ 日本の貿易赤字がピークアウトから急速に縮小

なので、ファンダメンタルズ要因の方向感が転換することから、“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 (144.31円) : 135 ~ 150円↑

ユーロ円レート (157.99円) : 145↑ ~ 165円↑

## VI. 株式市場動向と見通し

### 外国株

(( 米国株 ))

1～3月は、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での軟調な推移だった。4～6月は、金融不安が一段落したことでNYダウ平均株価は34000ドルの水準まで戻りを見せた。

現状は32500ドルから34500ドルでのレンジ推移が続いている。

相場展開を左右している強弱材料としては、

- ① 今年後半の景気鈍化の可能性（リセッションの程度具合？）
- ② FRBの金融政策を巡る思惑（利上げがあとどの程度か）
- ③ 金融システム不安への警戒感
- ④ 企業業績の上方修正期待
- ⑤ 特定のAI銘柄が相場を牽引していることからの割高感

S&P500ベースの23年1～3月期業績は、EPS（1株あたり純利益）増益率が発表前の前年同期比▲7%減益予想が▲2%まで縮小した。

IT（情報技術）セクターが好調で、▲15%予想が▲10%に改善した。

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19倍、過去10年間での平均値（16倍）からは割高感が強い。

## 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)		
	( 4月25日)	( 5月29日)	( 6月29日)
株価	: 28620円	31233円	33234円
PER	: 13.61倍	14.29倍	15.29倍
EPS	: 2103円↓	2185円↑	2174円
PBR	: 1.22倍	1.28倍	1.37倍
BPS	: 23459円↓	24400円↑	24258円

日経新聞公表の今期業績予想（EPS値）は、先月からは横這い。

直近2ヵ月間で日経平均株価は、28620円から33234円まで+16%上昇したが、業績予想効果（EPSの増減）で+3%、株価プレミアム（PER）の拡大効果で+13%なので、株式投資へのリスクテイク・マインドが高まったことが主因である。

QUICK企業価値研究所が公表した、主要245社（除く金融）の23年3月期の連結純利益ベースでの増益率は前期比+8%増益だった。24年3月期の増益率予想は同+5%で、ひと桁台の微増益見込み。

大和証券による業績予想（除く金融）は、24年3月期の経常利益増益率は前期比+3%、25年3月期は同+8%。

今期業績の不透明要因（上方修正、下方修正どちらの可能性も）としては、

- ① 欧米・中国の景気落ち込みの影響
- ② 原材料価格の製品価格への転嫁状況
- ③ 賃上げ・人財確保の為に人件費コスト増の影響
- ④ 半導体の数量確保の不透明さ
- ⑤ 為替の変動（円安の後、円高反転の可能性）



## (2) 投資家動向

外国人投資家は6月第2週(12~16日)では現物株を6414億円買い越して、12週連続の買い越しとなり、年初来累計金額は6.1兆円となった。

2012年秋からの「アベノミクス相場」の初期(2012年11月末:日経平均=9446円~13年3月末:同=11559円)に18週連続で買い越しを続けたが、金額ベースでは当時の規模に並んだ。

6月第2週での現物株は6414億円買い越しているが、先物は▲6583億円売り越しているため、“買い越し一服感”が出ている。

外国人投資家は、2020~22年の3年間で累計(先物込み)13兆円売り越しているため、「まだ買い戻す余地はある」と観測(期待)されているが、足の速い短期の投資家はある程度買い切ったとも言える状況。

個人投資家は、3月第5週から6月第2週までの12週間で、累計3兆4268億円の“利益確定の売り上がり”を行っている。

信託銀行は、5月第5週(29日~6月2日)に過去最大金額である▲7344億円売り越した。3月第5週から6月第2週まで12週連続で売り越しスタンスを続けており、売り越し累計額は2兆1879億円と個人投資家に次ぐ売り手である。

日銀が保有している株価指数連動型ETFは、2023年3月末時点(日経平均株価=28041円)で、簿価37.1兆円(簿価=19600円)、時価53.1兆円で16兆円の含み評価益(+43%)。

直近6月29日(同=33234円)では、時価62兆円、含み益25兆円まで拡大した、と推測される。

ETFからの分配金収入は22年4~9月上旬で1兆153億円まで膨らみ、年間で国債からの利息収入(6003億円)を凌ぐ規模となっている。

### (3) 東京株式市場

日経平均株価は、5月初のゴールデンウィーク中に株価レンジ（ボックス圏推移）の上値と想定された29000円を抜けると、5月末までの1ヵ月間で2000円上昇した。さらに、米国の「債務上限引き上げ」交渉が5月末に波乱なく決着したことを号砲として、6月に入ってから海外投資家による「日本株買い」の投資資金流入が継続して株価は上値追いの展開となり、6月19日には33772円のザラバ高値を付けている。6月も約2000円上昇して、現在は33000円を挟んだ水準で推移している。

日経平均株価は、直近安値（3月16日：26632円）から戻り高値（6月19日：33772円）まで、上昇率は+27%に達した。

5月以降の上昇相場の牽引役は、ニューヨーク市場がマイクロソフト、エヌビディアなどの「AI関連銘柄」の独歩高であったことを受けて「半導体関連銘柄」やAIビジネス会社に投資するファンド会社である「ソフトバンク・グループ(SBG)」、さらにウォーレン・バフェット会長が4月に来日して日本株への投資比率引き上げを表明し、保有株式の買い増しに動いた「総合商社株」である。

両者ともに半導体市況・資源原材料価格のシクリカルな騰落に業績が左右される、典型的な「循環株」である。かなり、好材料を先取りして買い上げられており、バリュエーションからは割高で加熱気味。

総合商社株が引き続き人気を集めた。世界景気・商品市況との連動性が高いことから、従来から事業モデル・収益のボラティリティがディスカウント要因となっていたが、「複合経営モデル」としての評価、「収益管理マインド」の向上、「株主還元」への期待、などとともに、ウォーレン・バフェット・バークシャー・ハザウェイ会長が保有株の買い増しを表明したことも買い材料となっている。しかし、総合商社自体のビジネス・モデルが変わっているわけではなく、景気動向・商品市況とも今年後半は一段と鈍化する見通しから、好材料はかなり織り込まれたと判断される。

企業業績がヒトケタ微増益予想にもかかわらず、株価が短期間に高騰したことから、予想P E R（株価収益率）は、過去10年間平均値の14倍を超えてきた。

日本株の割安さは消失して、“中立 or やや割高状態”にある。

好材料（買い上げ材料）はかなり織り込まれている。

今後の相場展開を左右する変動要因：

① 「企業業績」の上方修正の可能性（=「業績相場」に移行出来るか）

… 日経平均株価の予想EPS（1株当たり利益）が、直近値2174円（+5%増益）から、2270円（+10%）～2370円（+15%）程度まで上方修正となるか否か

$$\begin{aligned} \text{EPS} &= 2270 \text{円} \times 15 \text{倍} \Rightarrow 34000 \text{円} \\ &= 2350 \text{円} \times 15 \text{倍} \Rightarrow 35000 \text{円} \end{aligned}$$

… 4～9月上旬実績が固まり、10～3月下旬から24年度業績見通しが出てくる9月頃まで、夏場様子見・移行局面か

② 阻害要因としての最大のリスクは「円高への反転」

… 円買い介入 or 日銀の政策転換による、「円キャリー取引」の巻き戻しの動きから「円売りポジション解消」が起これば、急激な円高進行リスク

『日本企業の復権』『東京株式市場の見直し』という変化を買う流れは、しばらく継続するか。

① 増配・自社株買い・資本コスト経営などへの前向き経営

② 人材投資（賃上げ、リスクリング支援、外部人材活用）、設備投資（IT, EV, DX分野）などへの内部留保の振り向ける動き

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。株式需給にとっては息の長い強気材料となる。高配当銘柄、高配当ETFファンドなどには資金流入が期待出来る。

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価（33234円）	:	29000円↑	~	34000円↑
（ご参考）	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	

（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。