

投資環境と金融市場の見通し（121）

2023年 9月29日

田淵英一郎

I. 要約

< 景気・物価・金融政策 >

- ① 原油・ガソリン価格の上昇に加えて賃金上昇圧力により、足元のインフレは強含みに。物価の上振れリスクが意識され、中央銀行による金融引き締めの延長・再開の動きが見られる。FRB、カナダ中銀、スウェーデン中銀、ノルウェー中銀など。
- ② 先進国の中央銀行における金融政策の先行き見通しは三者三様。ECBのハード路線は基本観だが、軟化を仄めかす。FRBは、緩和方向に転じたい意向が見え隠れするが、基本的にはニュートラル姿勢。物価上昇の高止まりがそれを阻止する。日銀は、景気の引き延ばし、財政インフレ阻止という政権・当局からの意向を受けて、緩和政策をあと半年は継続するソフトスタンスを表明し続けるが、円安の進行と物価上昇圧力の高まりから、どこまで許容されるのか微妙に。
- ③ FRBは9月での利上げは見送ったが、次回11月1日のFOMCでは可能性が5分5分。さらに12月12・13日会合でも見方が交錯している。2024年の見通しは利上げ継続 or 利下げと分かれているが、「利下げ時期」は先送りされている。
- ④ カナダが、物価上昇再加速による10月会合での「利上げ再開」に転じる。英国中銀(BOE)は、利上げ観測が強かった9月会合で見送り対応に転換したので、「利上げ打ち止め」観測が広まった。スウェーデン、ノルウェーは利上げ方向。
- ⑤ 新興国は基本的に利下げに動いている。中南米諸国は、チリ、ブラジル（2会合連続）が緩和政策に転換、ペルーも9月に利下げを決定した。タイは利上げ実施。
- ⑥ 植田総裁は来年の春闘賃上げの結果を見極めるまで緩和政策を続ける意向を表明。日本のインフレ上昇率は、既に実質的には+4%台（コアコア指数、刈り込み指数）。2024年賃上げは今春（+3.58%）以上になるうが、+5%台にはなり得ず、実質賃金のマイナスが続く。その間に、米国との金利差拡大からドル高円安が一段と進行するので、半年間も緩和政策を修正しないのは物価上昇と円安から有り得ない。政府・当局からの円安阻止の意向を受けて、マイナス金利の修正に追い込まれるか。

- ⑦ **中国の景気と不動産への先行き懸念**はますます強まってきている。“**デフレリスク**”は一段と高まり、不動産業界発の“**金融システミックリスク**”にも警戒を怠れない。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つつある。

< 債券・為替・株式市場 >

- ① 先進国（米国、カナダ、日本）の長短金利の強含みが続く。一方で、英国のように政策金利引き上げ完了との観測が台頭すれば、一気にタガが外れる。次はECBか。
- ② **日米間の金利差拡大**は当面継続との観測から**米ドル高・円安**トレンドが続く。一方で、米国景気の減速基調と日銀のマイナス金利政策転換が近づきつつある。
- ③ **米国株**は、**長期金利の上昇と景気（消費）減速懸念**から調整局面入りし、下値模索の動きが続く。
- ④ **中国株式**（上海市場、香港市場）は、リスク（景気、不動産、金融）回避マインドが一段と強まり、海外投資家の国外資金逃避から、株価は当面調整局面。
- ⑤ 東京株式市場も金利上昇が逆風となり、NY株式市場、中国株の下落から短期的に調整色を強めている。23年度業績予想値は大きく下方修正。PER（株価収益率）からの割高感が強まっており、「**逆業績相場**」パターンとなってきた。金利上昇局面では“**株価下落リスク**”が高い。
- ⑥ 短期的には以下のリスク要因により、株価は調整の動き。
- ・ 米国の財政・債務・予算協議の混乱
 - ・ FRBによる金融政策のタイト化と長短金利の強含み&高止まり
 - ・ 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、金融リスク
 - ・ 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）
 - ・ 企業業績の下方修正バイアス
- ⑦ 2024年からの「**新NISA（少額投資非課税制度）**」スタートを先取りする個人投資家による動きは、既に始まっている。高配当・高利回り株やファンド、増配期待銘柄を主体に、長期での・継続的な投資資金の流入が期待される。

Ⅱ. トピックス

(1) 中国不動産業界とデフレ・金融システムリスク

不動産開発最大手の碧桂園控股（カントリー・ガーデン・ホールディングス）は深刻な販売不振と資金繰り難に陥っている。

8月30日に発表した1～6月期決算は、最終損益が489億元（約9800億円）の赤字。負債総額は1.36兆元（27兆円）、保有する開発用不動産は8436億元（16兆円）。

碧桂園控股の元建て債券（11本）の売買が8月に停止された。9月・10月に満期が到来する債券の償還延長を求めていたが、9月2日に私募債（39億元）の3年間の償還延長の承認を得たのに続いて、9本すべてが延長された。

碧桂園控股の資金繰り危機は一旦落ち着いたが、不動産開発会社の債務超過リスクは拡大している。主要11社の開発用不動産（土地使用権、マンション）は6.3兆元（130兆円：6月末）で、負債総額は10.3兆元。総資産は12.3兆元で自己資本は2兆元。

「金融機関と地方政府の債務問題」が8月に表面化し、地方政府傘下のインフラ投資会社「地方融資平台」（LGFV）における資金繰り懸念が表面化した。

天津市の融資平台が発行する債券（“城投債”、格付けはAA+）の利回りは7%台。足元の上乗せ金利スプレッドは4%を超えてきており、北京市・上海市のスプレッド（1%以下）とはリスクプレミアムの格差が大きい。

景気の減速と不動産不況による金融危機からのデフレ到来のリスクが高まっているが、大型かつ有効な経済対策は今のところ打たれていない。

7月24日に中国共産党中央政治局会議が開催され、8月には河北省北戴河で毎年恒例の最高首脳部会議が開催された模様だが、その後の経済・金融政策に大きな変化は見られない。

習近平独裁体制の行き詰まりを象徴するような不穏な事例が見受けられるようになり、「中国リスク」が喚起されている。情報開示・説明は勿論無い。

- ① 秦剛外相は2022年12月に歴代最年少（57歳）の外相として就任したが、7月の全国人民代表大会（全人代）常務委員会の臨時会議で解任された。解任の理由も発表されなかった。後任には王毅前外相が復帰した。
- ② 李尚福国防相も消息不明で失脚したと推測され、その前には核ミサイルを管理するロケット軍の最高幹部2人と、軍事裁判所の裁判官が解任されている。
- ③ 9月9日・10日にインドで開催された20カ国・地域首脳会議（G20）に習主席は中国の歴代トップとして急遽欠席した。
- ④ 日本が福島原発の処理水の海洋放出を8月24日から始めたことで、中国政府は同日、日本産水産物の輸入の全面禁止を発表して批判を強めた。

（2） 岸田政権の第2次再改造内閣と衆院解散・総選挙

【 内閣支持率 】

- ・ 時事通信（8月7日）… 支持27%（▲4%）、不支持47%（+8%）
- ・ JNN（9月3日）… 支持39%（+2%）、不支持58%（▲1%）
- ・ NHK（9月11日）… 支持36%（+3%）、不支持43%（▲2%）
- ・ 読売新聞（9月14日）… 支持35%（±0%）、不支持50%（±0%）
- ・ 日経新聞（9月14日）… 支持42%（±0%）、不支持51%（+1%）
- ・ 共同通信（9月14日）… 支持40%（+6%）、不支持40%（▲10%）
- ・ 朝日新聞（9月17日）… 支持37%（+4%）、不支持53%（▲1%）
- ・ 毎日新聞（9月17日）… 支持25%（▲1%）、不支持68%（±0%）
- ・ 産経・FNN（9月17日）… 支持39%（▲3%）、不支持56%（+2%）

岸田政権の内閣支持率は下げ止まり傾向を見せていたが、9月13日に行った第2次再改造内閣は支持率反転の切っ掛けとはならなかった。通例なら内閣改造は気分一新効果を永田町・世間にもたらすものだが、今回は次の衆院選挙の勝利と総裁選挙での再選を意識した、主要派閥（安倍派：森元首相、麻生派：麻生副総裁）の意向に“聞く耳”（人事バランス）を優先させた結果が、中途半端な改造人事が裏目に出た。新任閣僚が11名だったにもかかわらず、リフレッシュ効果の発露は空振りした。

- ① 主要閣僚（鈴木財務、松野官房）と、次の総理大臣候補（河野デジタル、西村経済産業、高市経済安全）などは揃って留任
- ② 各派閥からの推薦（大臣待機組）を派閥枠のバランスを意識して当てはめた
- ③ 保守派（安倍元首相シンパ）に配慮した人事（木原稔防衛相、林外相退任）
- ④ 「女性閣僚起用」を意識して2人から5人に増員したが、加藤鮎子こども政策担当相（岸田派）や小淵優子自民党選対委員長（森喜朗、青木幹雄推薦）に早くも政治資金スキャンダルが報道されるなど、恩顧人事が裏目に出ている
- ⑤ 一方で副大臣、政務官の54人のうちの女性議員の任命は、前回の11人から今回はゼロと極端な男性偏重任命を行った

今回の内閣改造で、矢田稚子元国民民主党参院議員を首相補佐官に任命した。首相補佐官（定員5人）での処遇は、国民民主党の連立政権入りを意識した政治的措置。さらに、麻生副総裁が9月24日の講演で、公明党幹部3名を「（政策判断・政権運営の）ガン」と（意図的に）罵倒したことと合わせると、解散総選挙後の連立パートナーの組み換えもあり得る。

岸田首相は10月に取りまとめる「経済対策」の骨子を9月25日に表明した。

- ① 物価高対策（ガソリン補助金、電力・都市ガス料金の軽減策）
- ② 賃上げの持続的拡大（赤字企業の優遇税制、助成要件緩和）
- ③ 成長投資（GX、生成AI、半導体、蓄電池などの先端分野）の促進
- ④ 人口減少に対処するデジタル行財政改革
- ⑤ 国土強靱化（防災・減災・安全保障関係）

関係閣僚に10月末にまとめるように指示した（11月の解散・総選挙を意識？）。

「賃上げ」促進の為の財源としては、新型コロナ対策として計上した予備費の用途を変更して充当。「成長投資」優遇措置の為の財源としては、租税特別措置による税優遇措置を講じる。

岸田首相の腹の内は、政権維持の為の党内基盤の回復と、来年秋の自民党総裁選での再選の為に、「早期の衆院解散・総選挙」の意向が強い、と推測される。

大型の景気対策としての補正予算（10～15兆円規模）を臨時国会で成立させた後、新任大臣のスキャンダルが国会で取り上げられる前に11月中旬（14日？）の解散&26日（日：大安）の総選挙の可能性が、高まってきている。

（プラス要因）

- ・ 野党勢力が連立政権を担うだけの協力体制に無い
- ・ 野党側の選挙準備が整っていない

（マイナス要因）

- ・ 内閣支持率からは決して楽観出来る状況ではない
- ・ マイナカード問題、インボイス導入などの不満材料が鬱積しており、お灸を据える投票行動の可能性
- ・ 防衛費、子育て支援などの大型支出政策の財源が明示されずに不安感が強い
- ・ 統一教会問題（萩生田政調会長）、政治資金不祥事（小淵選対委員長）、パリ観光視察批判（松川前自民党女性局長）などの説明責任が蒸し返される

Ⅲ. 景気・物価動向

(1) 景気とインフレ

○ 主要国 物価上昇率（8月）

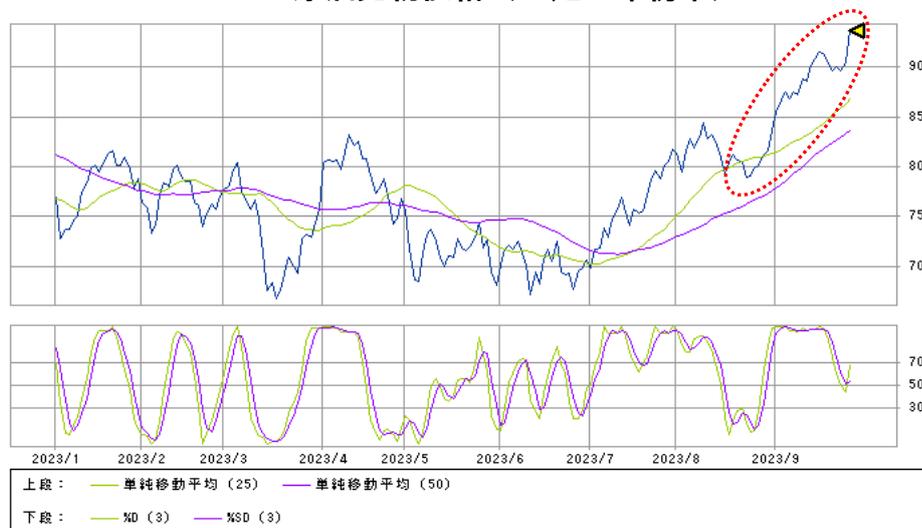
	卸売物価・コア分*（ 7月分 ）	消費者物価・コア分*（ 同 ）
米国	： + 3.0%（+ 2.7%）	+ 4.3%*（+ 4.7%）↓
ユーロ圏	： — （▲ 7.6%）↓	+ 5.3%*（+ 5.5%）
英国	： — （ — ）	+ 6.2%*（+ 6.9%）↓
中国	： ▲ 3.4%（▲ 4.4%）↓	+ 0.8%*（+ 0.8%）
日本	： + 3.2%（+ 3.4%）↓	+ 3.1%*（+ 3.1%）

原油価格が強含みの動きに転じる。

WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）先物価格は、9月に入って10ヵ月ぶりの1バレル=90ドル台に乗せてきた。サウジアラビアとロシアが、12月までの自主減産継続を発表した為、需給逼迫の観測が強まった。

米エネルギー情報局（EIA）が公表した短期見通しでは、WTI価格は24年春まで90ドルの水準が維持される。

WTI原油先物価格（日足：年初来）



(2) 主要国の動向・見通し

米国 : 「第4Qからの景気鈍化懸念（個人消費動向）」

米国の景気見通しは、「リセッション（景気後退）」観測はほぼ消失したものの、「ソフトランディング（軟着陸）」という楽観的な見通しから再度、「景気鈍化」への悲観的・警戒的な見方が増えつつある。

想定外の堅調さを見せてきた個人消費動向が、いつ腰折れするのかという懸念が強まっている。今年年末から年明け1～3月での消費のマイナスへの落ち込みという予想が増えてきた。

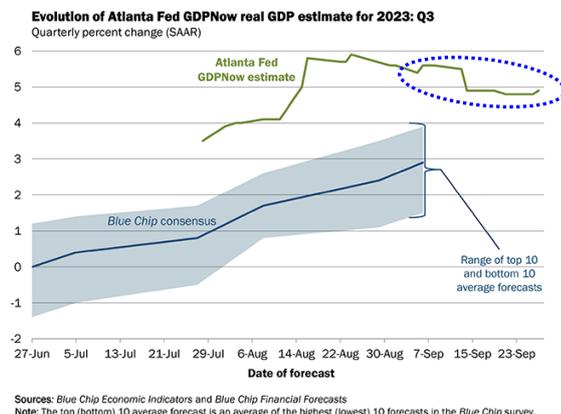
- ① 新型コロナ感染拡大対策の政府給付金（過剰貯蓄）が枯渇する
- ② 学生ローンの1部免除が無効判断から9月から返済再開となる
- ③ 高金利とガソリン高の影響

雇用統計（8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（17万人）を上回った。7月分が18.7万人から15.7万人に下方修正された。6月分は8万人も下方修正された。失業率は3.8%で、7月（3.5%）の50年ぶりの低水準から反転。

平均時給の伸びは前年同月比+4.3%（7月：4.4%）で高水準続く。

消費者物価の上昇率（個人消費支出の物価指数：7月、+3.3%）を上回る推移で個人消費の伸びを支える。

【 アトランタ連銀 **GDP Now** 】 （7～9月期：前期比年率+4.9%）



8月の消費者物価指数の結果からは、インフレ上昇の“高止まり”リスクが強く意識された。

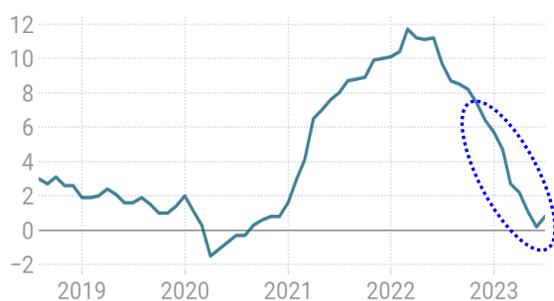
消費者物価上昇率（8月）は前年同月比+3.7%で、6月（+3.0%）、7月（+3.2%）から反転。ピークは2022年6月（+9.1%）。

前月比は+0.6%と、6月（+0.2%）からガソリン価格の上昇により加速した。

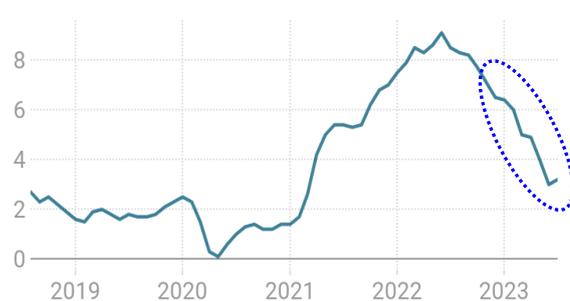
コアベース（除く食品、エネルギー）は同+4.3%で、7月（+4.7%）から鈍化した。

卸売物価指数上昇率（8月）は前年同月比+1.6%で、7月（+0.8%）から2ヵ月連続で大幅上昇。コア指数は前年同月比+3.0%で、7月（+2.7%）とほぼ横這い。

卸売物価（前年同月比）



消費者物価（前年同月比）



欧州圏 :

ユーロ圏の消費者物価上昇率（8月）は前年同月比+5.3%（事前予想5.1%）で、7月から伸び率は横這い高止まり。

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、7月（+5.5%）から鈍化した。

英国の消費者物価上昇率（8月）は前年同月比+6.7%、7月（+6.8%）からわずかに鈍化した。2ヵ月連続の鎮静化で、事前予想は+7.0%だったので、サプライズ感をもたらし、英国中銀の金融政策の軟化観測につながった。

コア指数（除くエネルギー、食品）は+6.2%で、7月（+6.9%）から鈍感。英国の賃金上昇率（7月）は前年同月比+7.8%で、過去最高水準に高止まりしている。物価上昇率（+6.8%）を上回り続ける。慢性的な人手不足で、労働需給の逼迫状態が続く。

新興国（中国） : 「経済活動は（表面的には）低水準横這い」

	7月	8月
工業生産（前年同月比）	+ 3.7%	+ 4.5% ↑
小売売上（"）	+ 2.5%	+ 4.6% ↑
	1～7月	1～8月
固定資産投資（前年同期比）	+ 3.4%	+ 3.2%
不動産投資（"）	▲ 6.4%	▲ 8.8% ↓

卸売物価（8月）は前年同月比▲3.0%、11ヵ月連続のマイナス推移だが、7月（▲4.4%）からはマイナス幅が縮小。

消費者物価（8月）は、7月にマイナス圏まで落ち込んだが、8月分は前年同月比+0.1%、3ヵ月ぶりにプラス圏に。ガソリン、豚肉の価格下落が鈍化した。

除くエネルギー、食品のコアベースは同+0.8%、7月と同じ。

日本 : 「インフレ高止まり、デフレ脱却するも鈍化懸念、実質賃金上がらず」

((インフレ動向))

企業物価指数(8月)は前年同月比+3.2%、6月(+4.3%)、7月(+3.4%)から8ヵ月連続の低下だがモーメントの鈍化は減速気味に。石油・石炭製品が政府の価格抑制政策の縮小を受けて、+7.5%上昇(7月:+1.8%)した。

消費者物価(8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%)が直近のピークで、7月からは横這い・高止まり。

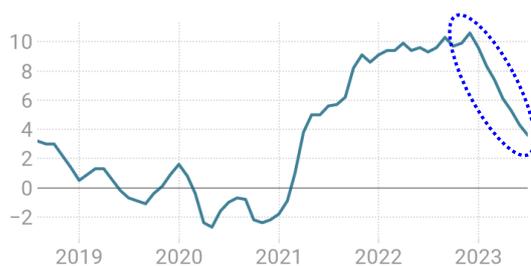
プラスは24ヵ月連続、日銀の目標水準(+2%)を2022年4月から17ヵ月連続、+3%水準は12ヵ月連続して上回っている。

電気・ガス料金抑制策効果が▲1.0%ptの寄与で、政策効果なかりせば、実態は+4%台の上昇が続いている。

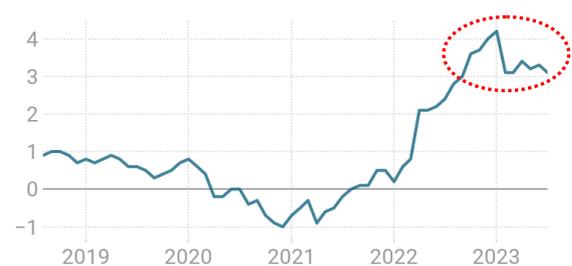
サービス価格(人件費)が+2%と2ヵ月連続の2%台で押し上げ要因。

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、7月からは横這い、5月(+4.3%)のピーク水準で高止まり。過去のピーク水準は1981年6月(+4.5%)。

卸売物価(前年同月比)



消費者物価(前年同月比)



((景気動向))

4～6月期実質GDP成長率は速報値の前期比+1.5%、年率換算+6.0%から改定値は前期比+1.2%、年率換算+4.8%に9月8日改定された。

寄与度は外需が+7.2%から+7.1%に変わらずだが、内需は▲1.2%から▲2.4%に一段と下方修正。設備投資が前期比+0.0%から▲1.0%に、個人消費が▲0.5%から▲0.6%に下振れた。

GDPデフレーターは前年同期比+3.4%から+3.5%に。

政府・日銀が見ている「デフレ脱却判断4指標」は、

- ・需給ギャップ(+) … +0.4%(4～6月期)15期ぶりのプラス
- ・消費者物価指数(+) … コアCPIで3.1%と2%を17ヵ月上回る
- ・GDPデフレーター(+) … +3.4%(4～6月期実質GDP成長率速報値)
- ・単位労働コスト(+) … 23年第1Qはマイナス、第2Qはプラス回復

実質賃金(7月)は前年同月比▲2.5%で6月(▲1.6%)からさらに悪化し、16ヵ月連続のマイナス。

名目賃金は2022年1月から増加しているが、7月(+1.3%)で物価上昇に追いつかない基調が続く。

岸田文雄首相は8月31日、政府の「新しい資本主義実現会議」で最低賃金について「2030年代半ばまでに全国平均が1500円となることを目指す」と表明した。最低賃金は今年10月より平均1004円にようやく1000円台に到達した。12年間で500円引き上げる目標ということで、年+4～5%の賃上げ率となる。

10月からのインボイス制度開始により、年間売上1000万円以下の個人事業主はインボイスが発行出来ないことにより事業契約先から打ち切りを迫られることになり、雇用・消費に影響がジワリと出てくることが予想される。

実質的な弱者への「消費税増税」と言われている。景気の先行きの警戒要因として、その影響を当面注視する必要がある。

IV. 金融政策・市場動向と見通し

米国 : 「利下げ見通し（期待）は後退・先送り」

F R Bは、9月19・20日開催のF O M Cで政策金利を2会合ぶりに据え置いた。会合参加者による先行き見通しでは、19人のうち12人が「年内の追加利上げ」（あと1回）を予想している。

2024年の金利政策見通しは大幅に引き上げとなった。

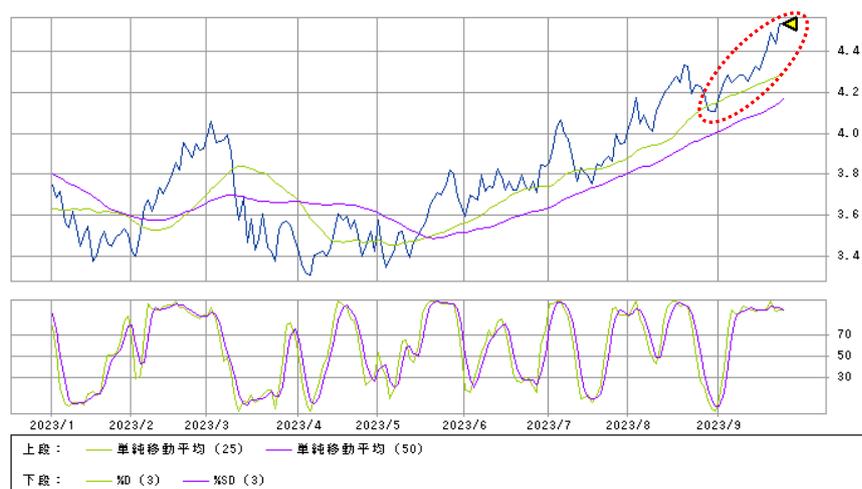
政策金利（F F金利）の中央値は5.1%で、前回の4.6%から引き上げられた。24年の利下げ幅見通しも前回の▲1%（4回）から▲0.5%（2回）に縮小した。F R Bが重視している個人消費支出物価指数の上昇率は、2023年末の3.3%が24年末では2.5%で、F R B目標の2%を超えている。

楽観的な見通し（=2024年の利下げシナリオ）は後退を余儀なくされた。

ゴールドマン・サックスは、直近まで「7月が最後の利上げ」と予想していたが、撤回した。利下げの予想時期も2024年4～6月から10～12月に後ずれさせた。

長期金利（10年債利回り）は9月26日に4.56%まで上昇して、2007年10月以来15年11ヵ月ぶりの水準をつけた。

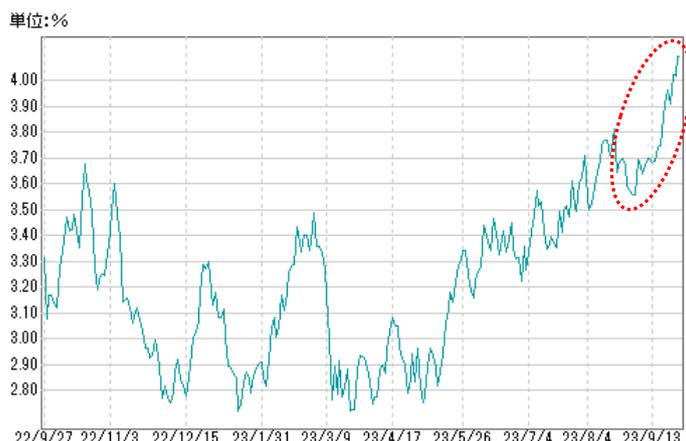
米国10年債利回り（日足：2023年初来）



カナダ銀行（中央銀行）が、10月に「利上げを再開する」観測が高まった。

9月19日に発表された消費者物価上昇率（8月）は前年同月比+4.0%で、7月（+3.3%）から加速し、市場予想（3.8%）も超えたサプライズとなった。

カナダ10年債利回り（日足：1年間）



欧州 : 「ECB, BOEともに引き締めスタンスを軟化する兆候」

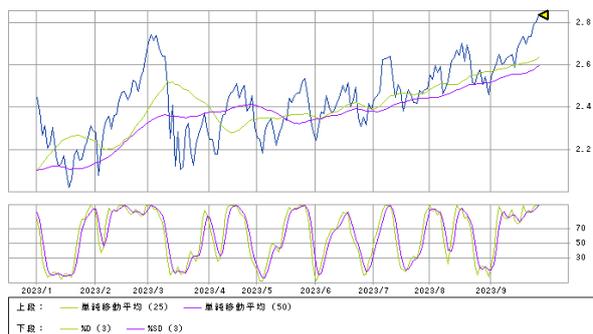
ECBが8月31日公表した前回7月27日理事会の議事要旨では、次回9月14日の会合でまとめられる経済・物価予測でのインフレ状況の判断によっては、「9月の追加利上げは必要でなくなる」との意見があった。一方で、追加利上げを主張する意見も強く、ECB内部での見解が分かれ目に差しかかっていることが明らかになった。

ECBは9月14日、+0.25%の利上げを決定した。主要政策金利は4.50%、中銀預金金利は4.00%となった。10会合連続の利上げ（累計+4.50%）で、2000~01年の過去最高水準となる。

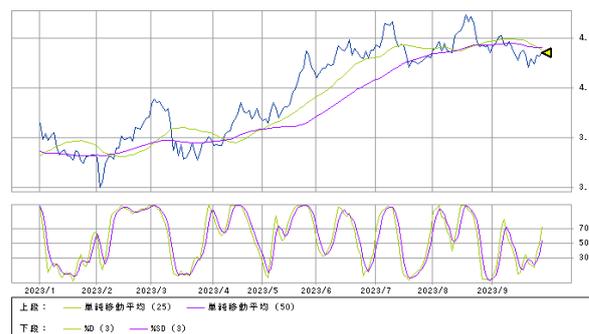
短期間で過去に無いペースでの連続的な政策金利引き上げにもかかわらず、インフレ率の上昇モーメントは鈍化してきたが水準は高止まりしている。理事会後の声明文には、「政策金利が物価目標（2%）の達成へ大きく寄与する水準に達したと考えている」との文言が盛り込まれた。

英国イングランド銀行（BOE）は9月21日、政策金利を5.25%で据え置いた。2021年12月から14回連続して利上げを行ってきたが、物価上昇率が鈍化してきたことから転換した。8月の消費者物価指数は前年同月比+6.7%、1年半ぶりの低水準。ベイリー総裁は「インフレ率の大幅な下落が今後も続くだろう」とした。

ドイツ10年債利回り（日足：年初来）



英国10年債利回り（日足：年初来）



新興圏： 「中南米中心にいち早く利下げ対応に動く」

ペルー中央銀行は9月14日、政策金利を0.25%引き下げて7.5%とした。2020年4月以来、3年5ヵ月ぶりの利下げである。ペルー中銀は2021年8月から23年1月まで18回連続で利上げを実施した。インフレ鎮静化から金融緩和政策に転換した。

ブラジル中央銀行は9月20日、8月の3年ぶりの利下げに続いて、2回連続の利下げを決定した。政策金利を0.5%引き下げ12.75%とした。消費者物価の上昇が3%台で目標レンジの範囲内に5ヵ月連続で落ち着いていることが背景。

中南米は、ウルグアイ、チリ、ブラジル、ペルーなどがすでに金融緩和に転換した。コロンビアやメキシコも利下げに動くと観測されている。

ロシア中銀は9月15日の政策決定会合で、政策金利を+1.0%引き上げて年13%とした。3回連続の利上げ。財政悪化に伴うルーブル安防衛措置である。

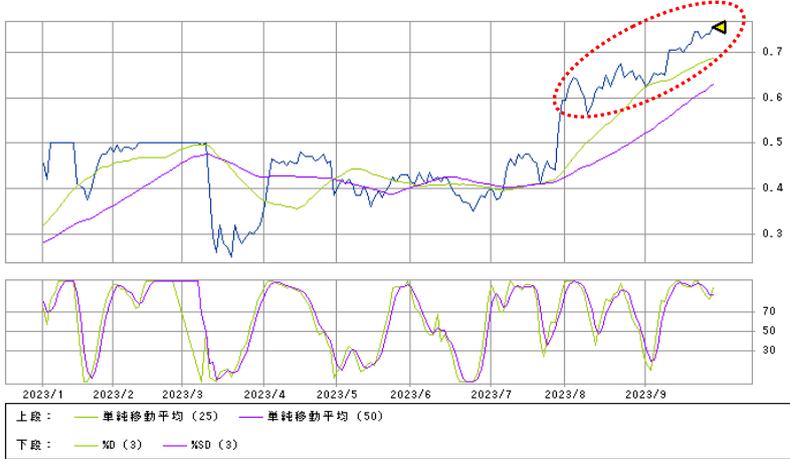
日本 : 「植田総裁は政治的に緩和継続スタンスの表明を続けるが。。」

日銀は9月22日の金融政策決定会合で、金融緩和政策の原状維持を決定した。植田総裁は「物価安定目標の持続的・安定的な実現が見通せる状況には至っていない」との従来からの公式見解（内田副総裁が8月2日の講演で説明した3段階プロセス：先月レポート参照）を繰り返して説明した。

植田日銀総裁は9月9日の読売新聞でのインタビューで、「2%の物価目標の達成が可能と判断すれば、マイナス金利政策を解除する選択肢もある」と、従来から一步踏み出した考えを表明した。長期金利についても上昇を容認する姿勢を示し、円安推移への牽制姿勢を見せた。8月まで日銀は、「マイナス金利解除があり得るのは、引き締めが遅れることで2%を超えるインフレ率が持続するリスクを心配する状況の時」（内田副総裁の講演発言）だった。「インフレへの配慮」から「円安進行」に金融政策の主眼が移行してきた。

9月に入って、長短金利にはジワリ上昇圧力が加わった。長期金利（新発10年物国債利回り）は9月20日には、2014年1月以来の9年8ヵ月ぶりの水準となる0.725%を付けた。

日本10年債利回り（日足：年初来）



植田総裁は、来年の春闘賃上げの結果を見極めるまで日銀の緩和政策を続ける意向を幾度となく表明している。

現状の日本のインフレ上昇率は、既に実質的には+4%台（コアコア指数、刈り込み指数）となっている。日銀による対外説明は、

- ・ 現状の物価上昇は、海外要因（資源価格高+為替要因）によるものであり、いずれ反落するリスクがある
- ・ 今春闘の賃上げ率（+3.58%）は海外要因による物価上昇に対応したもの
- ・ 来年の春闘での賃上げ動向（今年以上の賃上げ率の実現）を見極めることが、先行きの景気判断（デフレに戻るリスクを左右する）となる

ので、現状の緩和政策を続けるというロジックとなっている。

2024年の賃上げ率は、企業収益と政府からの要請から今春（+3.58%）以上になろうが、+5%台にはなり得ず実質賃金のマイナスは続く。

その間にも、米国との金利差拡大からのドル高円安が一段と進行するリスクは続く。さらに半年間も緩和政策を修正しないのは有り得ない。

政府・当局からの意向・要請（財政ファイナンス、マイナス金利維持、賃上げ拡大）を受けての緩和政策を継続させるとしているが、自らの金融政策による円安進行が更なる物価上昇を招来する。いずれ「円安進行阻止」の為の、政府・当局からの協力要請を受けて、「マイナス金利の修正」という従属的対応が、早ければ今年10~12月、もしくは来年1~3月に迫られるかもしれない。

【 3か月間の想定レンジ 】

日本長期金利（国債指標物：0.774%） : 0.50↑ ~ 1.00%↑

V. 為替市場動向と見通し

(米ドル)

「ドル指数」は9月28日、106台の半年ぶりの高値を付けた。7月中旬の安値99から2ヵ月で+6%反騰した。

対円では27日に1ドル=149円71銭まで下落して、2022年10月以来11ヵ月ぶりのドル高・円安水準を更新した。日米金利差の拡大を意識した円売り・ドル買いが進んでいる。直近の安値は2022年10月21日の1ドル=151円94銭。

米ドル円レート（日足）年初来



(欧州通貨)

ユーロ円相場は8月30日に1ユーロ=159円77銭の安値を付けたが、9月に入ってECBの政策金利引き上げ姿勢の微妙な変化の兆しを受けてユーロが反落した。

ユーロ円レート（日足）年初来



英ポンドも対米ドル、対円でジリ安基調が続いた。

21日の政策決定会合で、2021年11月以来の政策金利の据え置きを決めたことから、対ドルで6ヵ月ぶり、対ユーロで2ヵ月ぶり、対円では1ヵ月ぶりの安値を付けた。

英ポンド円レート（日足）年初来



（中国人民元）

人民元は9月7日、1ドル＝7.35元を下回る15年9ヵ月ぶりの元安水準まで下落した。8日には1ドル＝7.351元までの元安が進行した。

中国人民銀行は、基本的に対ドル基準値の設定を元安方向で行っており、対円でも元安・円高方向で設定した。

中国と米国の10年物国債の利回り格差は1.6%と、2007年1月以来の水準に拡大している。利回り差の拡大から米国債に資金が移動して、元安を招来している。

為替見通し

148円台まで円安が進行してきたことから、日本政府当局においては、これ以上の円安進行を阻止したい150円水準に再度接近してきたので、

- ① 財務官、財務大臣のみならず岸田首相からの口先介入が喧しくなってきた

150円に接近するならば、

- ② 政府・財務省・日銀による会合（セレモニー・ポーズだが）
- ③ 日銀によるレートチェック
- ④ 覆面介入もしくは市場介入（昨年10月には2日間で6.3兆円）

が段階的に実行される見込み。

為替介入で一時的に円高に押し戻されても、ファンダメンタルズ要因からの実需の円買いは弱いので、ドル買いから150円水準を突破して定着するような局面には、日銀（植田総裁）が「円安阻止（＝インフレ上昇抑制）」の目的での「マイナス金利解除」の動きに出ることも想定される。

長期国債・株価指数ETF（合わせて600兆円）を政権に協力する姿勢を示して実質的な財政ファイナンス状態にあるので、表立っての露骨な政策変更スタンスは控えるであろうが、

- ・ 円安進行阻止の為のマイナス金利政策の解除
- ・ 想定外の事態による円売りポジションの巻き戻しからの円高反転

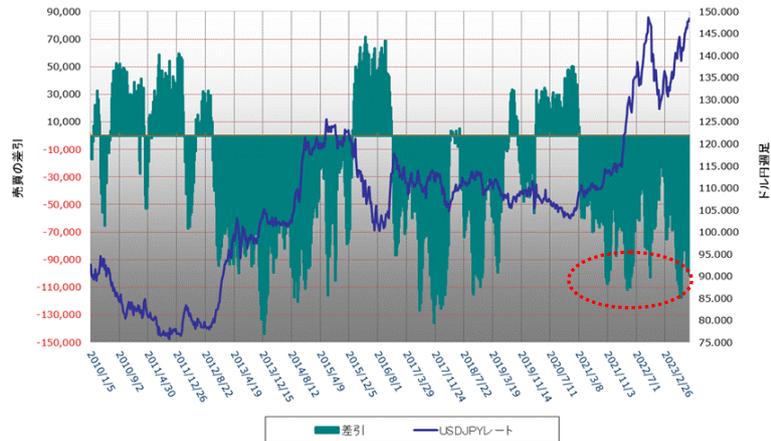
の事態も想定しておく必要がある。

しかし金融政策を修正してマイナス金利を解除したとしても、その後さらに利上げを連続的に行うことはないので、一時的な“ショック療法”でしかあり得ない。

シカゴ・マーカント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（9月25日現在）は、10万枚のショート・ポジションが積み上がっている。為替介入が実施された場合、短期的な巻き戻しからの円高反転となる。

シカゴ先物市場での日本円ポジション動向

IMM投機筋(Non-Commercial)ポジション推移【日本円】



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を行った。利上げ打ち止めのタイミングを図っている段階である。
F R Bの引き締め打ち止めへの期待が先行していたが、後退した。
逆にE C Bが想定外に引き上げ鈍化の兆候を見せ、サプライズ感をもたらしたことで、ドル・ユーロ間での巻き戻しの動きとなった。

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (149.70円) : 130↑ ~ 155円↑

ユーロ円レート (157.73円) : 145 ~ 165円

VI. 株式市場動向と見通し

外国株

((米国株))

NY市場は7月末に年初来高値を付け、8月に入ってから調整局面が続いている。ダウ平均株価は8月1日高値から直近安値まで▲1667ドル(▲5.3%)の下落となり、テクニカル的には「売りシグナル」が出ている。

- ① F R Bの金融引き締め政策の長期化を嫌気(利下げ期待の後退)
- ② 長期金利の上昇による株式(特にハイテク株)の割高感の台頭
- ③ I T関連企業(アップル、アマゾン)での弱気材料

NYダウ平均株価(日足:年初来)



S P 5 0 0 指数(日足:年初来)



中国政府が政府職員に対して iPhone など海外製品の業務利用を禁止したと報道された。アップル株への売りが膨らんだが、中国外務省は13日、使用禁止を否定した。アップルは9月12日、「iPhone15」シリーズ(22日発売)を発表した。新製品に目立った機能が少なかった、中国での販売への警戒、最上位機種で100ドルの価格引き上げ、などが嫌気され、前日比▲2%安だった。

ソフトバンクグループの投資子会社で英国半導体設計会社アームは、9月14日にナスダック市場に上場した。終値は売り出し価格(@51ドル)を上回る@63ドルとなったが、PER(株価収益率)は67倍と割高感が台頭した。15日以降では5日続落となり、熱気は冷めつつある。

((欧州株))

インフレ亢進、金利上昇、中国経済の落ち込みによる影響など、景気鈍化懸念が強く、「スタグフレーション」観測など弱気材料が継続している。

ドイツDAX指数 (日足：年初来)



英国FTSE指数 (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懸念が一段と強まり、株価の圧迫材料に。

“デフレ局面到来”と、不動産業界発の“金融システミックリスク”の可能性から、海外投資家は、中国市場からの資金逃避の動きを強める。

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。

先行きへの見方は、引き続き“慎重なスタンス”が賢明。

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)		
	(7月27日)	(8月28日)	(9月27日)
株価	: 32891円	32169円	32371円
PER	: 15.22倍	15.13倍	15.73倍
EPS	: 2174円	2161円↓	2058円↓
PBR	: 1.37倍	1.37倍	1.35倍
BPS	: 24400円↑	24258円↓	23979円↓

日経新聞公表の2023年度EPS（1株あたり利益）予想値は大きく下方修正。

1ヵ月前の8月末との比較で、日経平均株価はほぼ変わらずだが、EPS（利益）値が下方修正され、PER（株価収益率）は増加して割高感が一層強まっている。

「逆業績相場」パターンとなってきた。

7～8月の上昇相場は、株価上昇の大半が株価プレミアム（PERの増減）の拡大で説明されたので、金利上昇過程での“下落リスク”は一段と高まっている。

2023年度の業績予想は、純利益ベースで前期比+5～10%の増益予想にあるが、上方修正含み。3期連続で最高益を更新する見込み。

(上方修正要因)

- ① 円安の恩恵 … 自動車各社の為替前提は1ドル=125～128円
日銀短観での大企業・製造業の想定レートは1ドル=131円
- ② インバウンド需要の恩恵（レジャー、交通、高額商品）
- ③ 自動車生産の拡大

(下方修正要因)

- ① 欧州・中国景気（設備投資）の落ち込み
- ② 原材料価格上昇と製品価格への転嫁の遅れ
- ③ IT関連（スマホ）、半導体需要の落ち込み

(2) 東京株式市場

日本の主要銘柄・大型株が年初来高値を更新していることを背景に、日経平均株価よりも東証株価指数（TOPIX）、JPX日経400が上値を切り上げている。

日経平均株価は6月19日に付けた33772円の年初来高値を更新出来ずにいるが、東証株価指数（TOPIX）は8月下旬に7月末の年初来高値を更新した。日経平均株価は値がさ株・ハイテク株が上位銘柄を構成しており、ニューヨーク株式市場との相関性が高い。

日経平均株価（日足：年初来）



ドル建て日経平均株価（日足：年初来）



TOPIX（日足：年初来）



JPX日経400（日足：年初来）



海外投資家は、7月・8月・9月では売り越し&様子見基調。

個人投資家が逆バリの買い越し。事業法人による自社株買いと合わせて、国内投資家が買いに転じている。

岸田首相は9月21日、ニューヨーク経済クラブで講演し、

- ① 資産運用業を政策的に強化する
- ② 国際金融センターとして「資産運用特区」を開設すると表明
- ③ 割安（PBR＝1.3倍）で出遅れと海外マネーにアピール

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）

物色対象としては、

- （1） 金利水準の正常化（＝“脱デフレ環境”）による恩恵
- （2） インフレ恩恵（価格・地価上昇、転嫁可能）
- （3） 資本効率活性化（低PBR脱却）期待
- （4） 好業績・賃上げ・人材投資積極化
- （5） 新NISA（少額投資非課税制度）関連（高利回り、増配期待）

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価（31872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。