

投資環境と金融市場の見通し（122）

2023年 10月27日

田淵英一郎

I. 要約

< 景気・物価・金融政策 >

- ① 世界景気には下押し圧力が強まる。
 - ・ 中国（不動産危機）・欧州（地政学リスク）のモーメンタム鈍化
 - ・ ロシア vs ウクライナ戦争、中東紛争による資源価格高騰リスク
 - ・ 高インフレ抑制の為の政策金利高止まりの影響（住宅投資・個人消費）
- ② 世界景気の“アンカー役”（下支え役）を果たしてきた米国個人消費の先行き懸念が強まっている。
- ③ 原油価格は乱高下し、FRB議長が金融緩和期待にブレーキを掛けたことから、米国金利はボラティリティが上昇、長期金利（10年債）は5%台に乗せた。
- ④ 足元では、「原油高、米国金利高、米ドル高」の“トリプル高”の様相。
これは世界景気へのブレーキとなる。
- ⑤ FRBでの11月1日のFOMCでは利上げは見送り。12月12・13日会合での利上げ観測が強まる。2024年でも可能性は残る。「利下げ時期」も先送り。
FRBによる金融政策は一段落ながら微妙なかじ取りが求められる段階に。高止まりする物価情勢と強さを見せる労働需給（賃金上昇懸念）から、引き締めスタンスを継続せざるを得なくなる。長期金利の上昇が景気への下押し圧力に。
- ⑥ ECBも2022年7月から10回連続で利上げを続けてきたが、10月26日の理事会で初めて利上げを見送った。ユーロ圏での物価上昇モーメンタムの鈍化、景気減速懸念などから、「利上げ」局面は第2ステージに。
- ⑦ 日銀は緩和政策を継続する姿勢を表明し続けるが、円安進行と物価上昇圧力の高まりにより、どこまで許容されるのか微妙な局面を迎える。日本のインフレ上昇率は、実質的（補助金などを考慮すると生活実感的）には既に+4%水準にある。
賃金上昇はタイムラグで追いつかない。円安進行への政治的圧力が強まり、来年春まで半年間も緩和政策を修正しないのが許容されるのか問われることになる。

< 債券・為替・株式市場 >

- ① 米国の長期金利がどこまで強含むのかが引き続き最大の焦点である。10月9日には16年ぶりに5%水準を付けたが、先高観が継続。
- ② 日米間の金利差も当面続くとの見方から米ドル高・円安基調にある。ドル円は10月3日に150円台を付け、直後に日本当局が覆面介入(?)して反落したが、直ぐに買い戻される。26日には再度150円を突破してきたので、次の一手を待っている状況。
- ③ 米国景気が減速に向かい、日銀のマイナス金利政策の転換を意識してくるタイミングが近づくので、金利格差要因からの米ドル高エネルギーは、今後徐々に減速する。ユーロもECBが連続的引き締め姿勢を軟化させてきたので、ユーロ高にも転機が近い。
- ④ 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、下値模索の動きがまだ続く。長期金利が5%水準まで到達したので、株式の割高感が急速に高まる。
- ⑤ 中国株式(上海市場、香港市場)は、リスク(景気、不動産、金融)回避からの海外投資家による資金逃避の動きが続き、株価は調整局面。不可解な政治リスクも表面化。
- ⑥ 東京株式市場は、国内外の金利上昇局面にあることと、NY株式市場、中国市場が調整の動きにあるので、連動した典型的な「逆金融相場」での株価調整局面にある。
- ⑦ 日本株は、短期的には以下のリスク要因に左右される。
 - ・ 米国の財政・債務・予算協議の混乱
 - ・ 中東情勢の不透明感と中国市場の投資リスク(景気、不動産、金融)の高まり
 - ・ 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
 - ・ 日銀の政策変更(“出口戦略”)のへの思惑
 - ・ 企業業績の下方修正バイアス
- ⑧ 一方で、海外市場と比較すれば日本株は相対的に割安で安心感があり、海外投資家が再度評価する可能性がある。
- ⑨ 2024年から始まる「新NISA(少額投資非課税制度)」のインパクトは大きい。高配当・高利回り株、増配期待銘柄を主体に、長期間・継続的な投資資金の流入が期待される。

Ⅱ. トピックス

(1) 岸田政権の経済政策と選挙

【 内閣支持率 】

- ・ JNN (10月 1日) … 支持40%(+ 1%)、不支持58%(± 0%)
- ・ 時事通信(10月 9日) … 支持26%(▲ 2%)、不支持46%(+ 2%)
- ・ NHK (10月10日) … 支持36%(± 0%)、不支持44%(+ 1%)
- ・ 日経新聞(10月14日) … 支持42%(± 0%)、不支持51%(+ 1%)
- ・ 読売新聞(10月15日) … 支持34%(▲ 1%)、不支持49%(▲ 1%)
- ・ 毎日新聞(10月15日) … 支持25%(± 0%)、不支持68%(± 0%)
- ・ 朝日新聞(10月15日) … 支持29%(▲ 8%)、不支持60%(+ 7%)
- ・ 共同通信(10月15日) … 支持32%(▲ 8%)、不支持53%(+ 13%)
- ・ 産経・FNN(10月16日) … 支持36%(▲ 3%)、不支持60%(+ 4%)

岸田内閣の支持率下落が続いている。

10月中旬の報道機関各社の世論調査結果では、「政権発足以来最低」「過去最低」という結果が相次いだ。時事通信、毎日新聞に続いて、朝日新聞(10月15日調査)も支持率20%台に落ち込んだ。不支持率は支持率の2倍の50~60%水準にある。毎日新聞、朝日新聞に続いて、保守系の産経新聞・FNNでも60%台に乗せてきた。

為すべき政治的・説明責任を果たさず、将来の不安材料に対する明確な指針を示さないことが、支持率の低迷につながっている。

- ① 内閣改造が空振り(基本的人員配置は変えずに派閥推薦・バランス人事)
- ② 細田衆院議長の退任時での説明責任(統一教会問題、セクハラ問題、体調問題)
- ③ 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)などの説明責任を果たさない
- ④ マイナカード問題の混乱
- ⑤ 防衛費、子育て支援などの大型財政支出政策の財源は明示されず素通りのまま

過去数ヵ月では、今秋での「衆院解散・総選挙」を意識した政治的決断を行ってきた。

- ① 8月に外交・安全保障政策として、日米韓安保協力、先端技術協力、サプライチェーンの強化を含む経済安保分野での連携強化
- ② 東京電力福島第一原発の処理水を海洋放出することを表明
- ③ ガソリンなどの燃料価格上昇を抑える補助金を来年4月まで延長
- ④ 世界平和統一家庭連合(旧統一教会)の解散命令を10月に東京地裁に請求
- ⑤ マイナンバーカードをめぐるトラブルの総点検を11月までに完了する予定
- ⑥ 次の衆院選挙では東京都での自公選挙協力を復活させることで合意

自民党が9月に行なった、総選挙を想定しての情勢調査はかなり厳しい結果だった。自民党の獲得議席は最悪の場合、▲49減の220議席で単独過半数割れ、公明党も▲10減で、自民・公明合わせて過半数(233議席)を何とか維持するというもの。

岸田首相は10月20日、「所得減税」策を与党幹部に指示した。2022年度の税収は71.1兆円で、当初の見通しから6兆円上振れし、3年連続で過去最高を更新。23年度見通し(69.4兆円)も上方修正される公算が大きい。

政府・与党内では、所得税・住民税を定額で1人当たり4万円減税し、低所得者(所得税・住民税非課税)には年7万円給付する案(総額5兆円)が検討されている。

- ① 衆院解散・総選挙のタイミングを図っているが、内閣支持率の低迷が続く
- ② 22日投開票の衆参2補選(参院徳島・高知選挙区、衆院長崎4区)の事前の情勢分析結果が厳しく、危機意識が急速に高まった。
- ③ 景気はデフレ解消(「デフレ4指標」の改善)が進み、1年の期間限定の減税を実施するほどの危機的状況でもない
- ④ 減税措置(税制改正法案)が提出・成立して、実際に還付されるのは来年6月
- ⑤ 「物価高対策」「近年の税収増分の国民への還元」という名目での短期的視点からのバラマキ政策である
- ⑥ 国民の関心事(問題意識)は、
 - ・ 財政再建が更に先送りされる
 - ・ 「防衛費増加」「少子化対策費」の財源問題(未だ明確でない)

参院徳島・高知選挙区と衆院長崎4区の補欠選挙が10月22日に実施され、前者は自民党候補が惨敗、後者は辛勝という“1勝1敗”の結果だが、自民党には切迫感が高まっている。共同通信の出口調査では、無党派層は長崎4区で63%が立憲民主党候補に、徳島・高知選挙区では82%が野党系候補に投票している。

同日実施された埼玉県所沢市長選では4選を目指した自民、公明推薦の現職が敗北し、泉房穂前明石市長の全面支援を受けた元衆院議員が当選した。

その1週間前の東京都議会補欠選挙での立川市選挙区（2議席）では都民ファーストと立憲民主党が議席を確保、自民党が議席を取れなかった。

野党間の連携・共闘が取れているわけではなく、立憲民主党（日本共産党と選挙協力）vs 国民民主党、立憲民主党 vs 日本維新の会（野党第1党の地位を窺う）の角突き合いが日常茶飯事である。自民党（岸田政権）の政権運営・政策発動が徐々に空回りして一人相撲で負けている状況。

- ① 支持率の落ち込みから、挽回（任期延長）を意図した安易なポピュリズム政策を軽々に打ち出す姿勢が見透かされている
- ② 少子高齢化などに関係する社会保障制度、財政政策（税制）、公的債務対応など、国の骨格や将来の方向性を形成する基本的な政策・戦略を例示・説明することがなく、対米従属姿勢（安全保障政策と軍事装備調達）や財務省の意向（増税イメージ）が前面に出て来ており、アンバランスさに批判が高まる
- ③ 岸田首相は2021年10月の参院本会議で、立憲民主党が提案していた所得減税に対して、「所得減税は所得税を負担されていない低所得者の方には効果が及ばない等の課題がある」と答弁していた。その矛盾を今後の国会審議で追及されることになる。

これまで選挙協力や政権運営（閣僚1人枠）で友好関係にあった公明党との亀裂と、安倍政権までの保守派層の自民党離れ（百田尚樹の政治団体日本保守党への期待が高まる）という、自民党を支えてきた政治的基盤が崩れつつあることも影響してくる。

Ⅲ. 景気・物価動向

(1) インフレ動向

○ 主要国 物価上昇率（9月）

	卸売物価・コア分*（ 8月分 ）	消費者物価・コア分*（ 同 ）
米国	： + 2.8%（+ 2.9%）	+ 4.1%*（+ 4.3%）↓
ユーロ圏	： — （▲11.5%）↓	+ 4.5%*（+ 5.3%）↓
英国	： — （ — ）	+ 6.1%*（+ 6.2%）↓
中国	： ▲ 2.5%（▲ 3.0%）↓	+ 0.8%*（+ 0.8%）
日本	： + 2.0%（+ 3.3%）↓	+ 3.1%*（+ 3.1%）

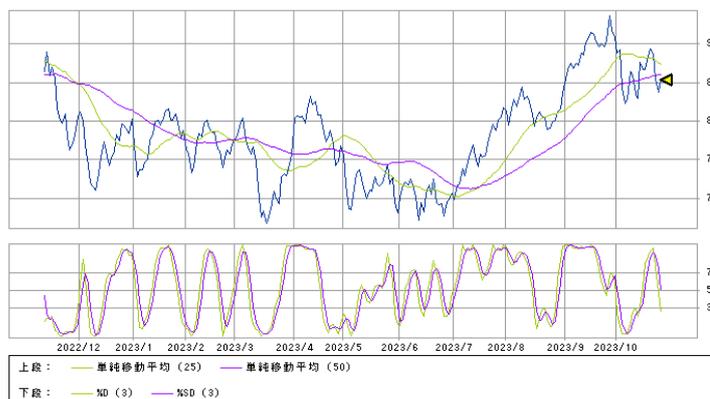
物価上昇率のモーメント鈍化が鮮明に。

卸売物価は米国、日本が前年同月比+2%台、ユーロ圏では▲10%以上の下落に。消費者物価は米国、英国、日本で横這い。ユーロ圏も+4%台に鎮静化してきた。

原油価格は乱高下。

WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）先物価格は、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ことで、9月に1バレル=90ドル台に乗せた。10月に入って需要減退の観測から80ドル台前半まで反落したが、中東地域での戦闘激化による供給不安から下げ止まって80ドル台後半での推移。

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）」

堅調さを見せている個人消費が腰折れするとの懸念が強まっている。

年末から来年1～3月での消費の減速・マイナスへの警戒が増えてきた。

- ① 新型コロナ感染対策の政府給付金（過剰貯蓄となっていた）が枯渇する懸念
- ② 学生ローンの1部免除政策が無効との判断で、9月から返済再開となった
- ③ 高金利とガソリン高の住宅、自動車関連への影響

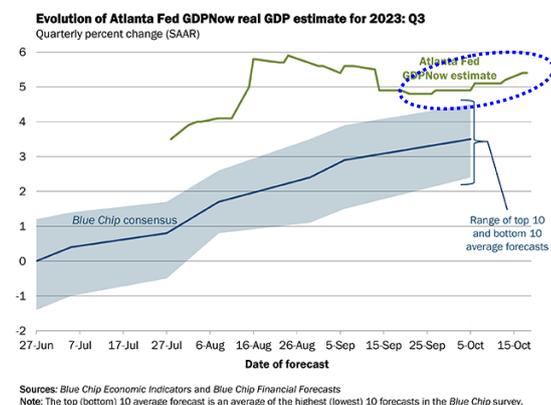
雇用統計（9月）の非農業部門雇用者数は前月比33.6万人増で、事前予想（17万人）を大きく上回った。7月分が15.7万人から23.6万人に、8月分が18.7万人から22.7万人に、いずれも上方修正された。6月分は8月に8万人も下方修正されたが、7月、8月、9月分とも新型コロナウイルス感染拡大前の5年平均値（+19万人）を3ヵ月間上回る強さを示した。

失業率は3.8%で8月と横這い。7月（3.5%）が50年ぶりの低水準。

平均時給の伸びは前年同月比+4.2%、7月（+4.4%）、8月（+4.3%）から高止まり横這い。

消費者物価の上昇率（個人消費支出の物価指数：8月：+3.5%）を上回る推移で個人消費の伸びを支える。

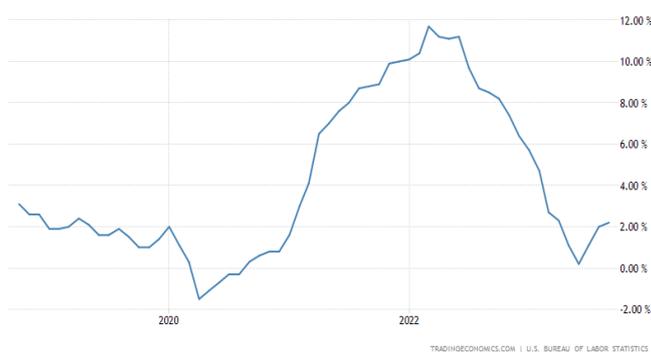
【 アトランタ連銀 **GDP Now** 】 （7～9月期：前期比年率+5.4%）



アトランタ連銀の予想モデルGDP Nowは、7～9月期で前期比年率+5.4%の堅調な成長を示唆。26日発表の速報値は前期比年率+4.9%だった。

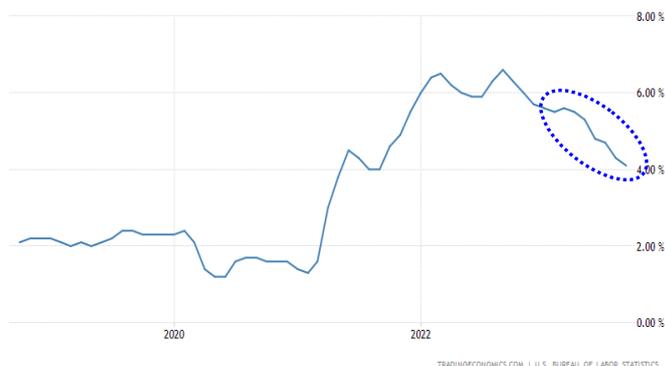
卸売物価指数上昇率（9月）は前年同月比+2.2%、8月（+2.0%）から加速して3ヵ月連続の上昇。コア指数は前年同月比+2.8%、8月（+2.9%）から微減。

卸売物価（前年同月比）



消費者物価上昇率（9月）は前年同月比+3.7%で、6月（+3.0%）、7月（+3.2%）から反転した8月から横這い。ピークは2022年6月（+9.1%）。前月比は+0.4%で8月（+0.6%）からは減速した。コアベース（除く食品、エネルギー）は同+4.1%で、7月（+4.7%）、8月（+4.3%）から鈍化している。

消費者物価（前年同月比）

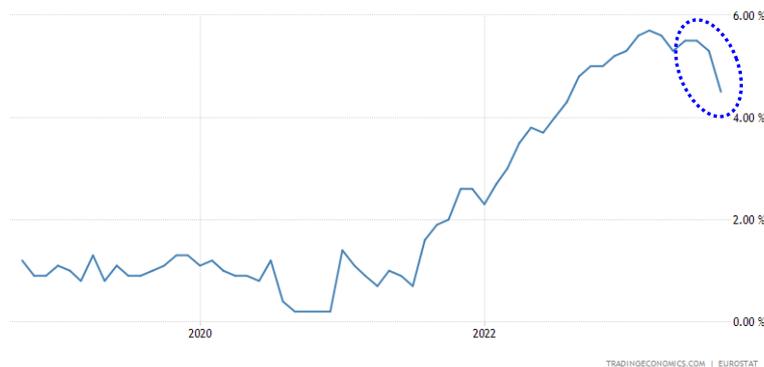


欧州圏

:

ユーロ圏の消費者物価上昇率（9月）は前年同月比+4.3%で、8月（+5.2%）から伸び率は大幅減速して5ヵ月連続の鈍化となる。全ての品目が鎮静化した。コアベース（除くエネルギー、食品、アルコール、タバコ）は+4.5%で、7月（+5.5%）、8月（+5.3%）から着実に鈍化した。

消費者物価（コアベース：前年同月比）



英国の消費者物価上昇率（9月）は前年同月比+6.7%で、8月と同じ。コア指数（除くエネルギー、食品）は+6.1%で、8月（+6.2%）から僅かに低下した。賃金上昇率は8月に前年同月比+7.6%だったが、9月は+5.7%に鈍化した。

消費者物価（コアベース：前年同月比）



新興国（中国） : 「経済活動は（表面的には）低水準横這い」

2023年7～9月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.9%で、4～6月期（+6.3%）からはモーメンタムは鈍化したが、事前予想（+4.5%）を上回る。前期比では+1.3%で、4～6月期（同+0.5%）からは加速している。不動産業（GDP構成の30%）の低迷に歯止めはかからず。

	8月	9月
工業生産（前年同月比）	+ 4.5% ↑	+ 4.5%
小売売上（ " ）	+ 4.6% ↑	+ 5.5% ↑
	1～8月	1～9月
固定資産投資（前年同期比）	+ 3.2%	+ 3.1%
不動産投資（ " ）	▲ 8.8% ↓	▲ 9.1% ↓

卸売物価（9月）は前年同月比▲2.5%で12ヵ月連続マイナス。8月（▲3.0%）からはマイナス幅が縮小した。

消費者物価（9月）はゼロ水準での推移。8月の前年同月比+0.1%から、9月は同横這い。ガソリンの価格下落が鈍化、自動車、スマホが下落した。除くエネルギー、食品のコアベースは同+0.8%で、3ヵ月間同じ。

不動産開発最大手の「碧桂園」は10月10日、「海外債務の支払い義務を期限内に履行できない可能性がある」と発表した。返済期限が過ぎた香港ドル建て債務の一部（4.7億HKドル＝90億円）が返済履行されていない。「クロスデフォルト」（1回でも支払い未実行なら他の債務も不履行に見なされる）からの経営破綻リスクが再度クローズアップされた。

不動産開発大手で経営再建中の「中国恒大集団」の創業者である許家印・董事局主席が、法律違反の嫌疑により9月末に中国当局に逮捕された。元CEOと元CFOは既に逮捕されている。中国共産党との相互利権関係が破綻した象徴である。

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))

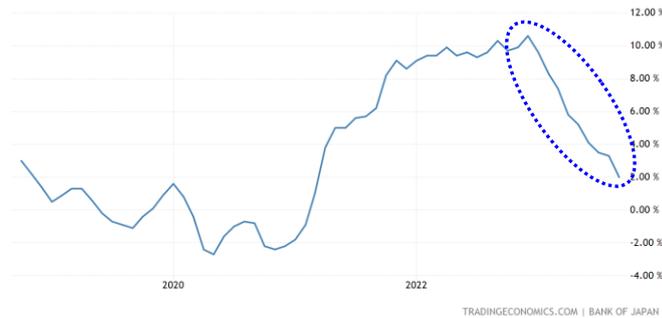
企業物価指数(9月)は前年同月比+2.0%、8月(+3.3%)から大幅な減速、6月(+4.3%)のピークから半減となった。9ヵ月連続の低下。政府が実施している電気・ガスの価格抑制策により、指数を▲0.6%ポイント押し下げている。

消費者物価(9月)のコアCPI(除く生鮮食品)は前年同月比+2.8%。8月(+3.1%)からは若干鈍化した。プラスは24ヵ月連続。

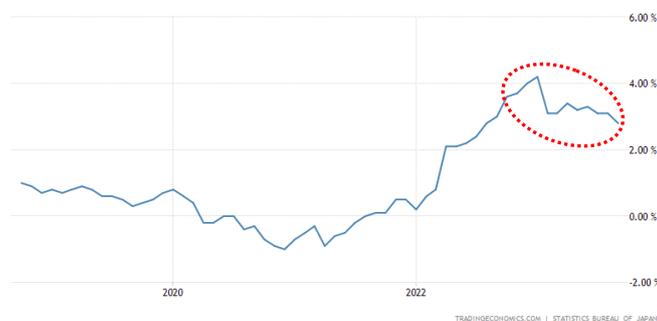
日銀の目標水準(+2%)を2022年4月から18ヵ月連続して上回っている。電気・ガス料金の激変緩和措置の効果が▲1.0%pt、政策効果なかりせば実態は+3.8%上昇となった。

生鮮食品とエネルギーを除くコアコアCPIは同4.2%上昇で、8月(+4.3%)から微減。過去のピーク水準は1981年6月(+4.5%)。

卸売物価(前年同月比)



消費者物価コア(前年同月比)



消費者物価指数の構造は、モノやサービスの家計支出ウェイトで価格を加重平均して算出しているが、そのウェイト構成は過去20年間不変で、原状の消費支出の構造変化を反映していない可能性がある、とされる。

さらに新型コロナウイルス感染の期間を挟んでおり、2020年の基準年のデータは異常値を修正する為、2019年データを加味して平均している。ウェイトを毎年更新してファインチューニングする修正を掛けると、+0.5%程度上振れする、と推定されている。

((景気動向))

全国企業短期経済観測調査(9月短観：10月2日発表)の大企業製造業の景況判断指数(DI)は、前回(6月)比+4ポイント改善のプラス9。2四半期連続の改善。自動車が生産の回復から+10ポイントのプラス15、一方で海外需要の減退から汎用機械が▲7ポイントのプラス11、生産用機械が▲6ポイントのプラス14、非製造業は同+4ポイントのプラス27。6四半期連続で改善。コロナ禍からの回復やインバウンド需要の寄与が続く。

先行き見通しでは、

- ① 大企業非製造業は、円安・原材料高から▲6ポイントのプラス21
- ② 消費者物価見通しは、1年後では前年比+2.5%、3年後同+2.2%
- ③ 23年度の経常利益増益率見通しは、製造業が前回比+2.1%の▲0.5%、非製造業が同+4.9%の▲0.8%

政府・日銀の「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
- と、“デフレ脱却”を示唆する。

IV. 金融政策・市場動向と見通し

長期金利の決定要因を因数分解すると、

『 長期金利 = (潜在成長率) + (予想インフレ率) + (リスクプレミアム) 』
となる。

米国の現時点での予想からは、

$$\begin{aligned} \text{米国} &= (+1.8\%) + (+3\sim4\%) + (+1\sim2\%) \\ &= \underline{+5.8\sim7.8\%} \end{aligned}$$

現時点でのリスクプレミアムは、

- ・ 財政悪化懸念 = 政府債務膨張、国債発行増、議会混乱、政府機関閉鎖 etc.

ラリー・フィンク・ブラックロックCEOは9月末に、

「私の見解では長期金利は少なくとも5%かそれ以上になる」
と警告した。

ジェイミー・ダイモン・JPモルガンCEOは、

「7%のような金利上昇への備えはできているか。最悪のケースは、7%の高金利と
スタグフレーションの組み合わせ」
とコメントした。

日本においては、

$$\begin{aligned} \text{日本} &= (+0.8\%) + (+3\%) + (+2\sim3\%) \\ &= \underline{+5.8\sim6.8\%} \end{aligned}$$

現時点でのリスクプレミアムは、

- ・ 財政悪化懸念 = 政府債務膨張、国債発行増 (政府の無節操な財政政策)
- ・ 日銀の財政破綻 = 債務超過リスク

米国 : 「12月には利上げ、2024年の見通しは完全に不透明に」

米国の長期金利は強含み・上値更新が続く。

10月19日に10年物国債は5%台に乗せ、16年ぶりの高水準を付けた。

- ① 衰えを見せない労働需給（人手不足からの雇用者数の増加）
- ② 賃金上昇リスクが継続
- ③ FRBの引き締めスタンスが長期化する観測強まる

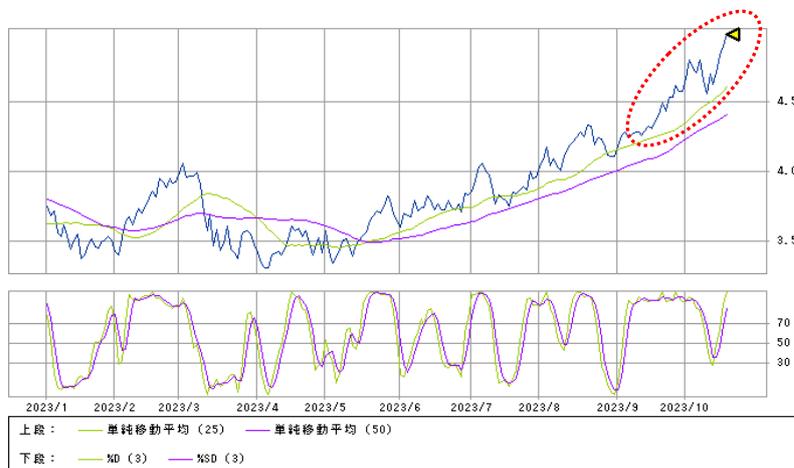
短期金利（政策金利を反映）が高止まりしているのに対して、長期金利（市場参加者の心理状態を反映）が上昇してきた。

- ・ “景気の鈍化”よりも“インフレ高騰”を金融市場は懸念
- ・ 地方銀行などの金融機関の破綻リスクが続く
- ・ 米国政府による財政問題や予算編成・成立への綱渡り対処（与野党対立）
- ・ 財政支出拡大による米国債の増発懸念

「逆イールドカーブ」状態（長期金利—短期金利のマイナス化）の解消が進んできた。2023年3月、6月にはマイナス1%まで落ち込んだが、直近はマイナス0.3%に縮小。

長期金利（10年物国債利回り）は10月9日、16年ぶりの水準である5%台を付けた。

米国10年債利回り（日足：2023年初来）



10月31日・11月1日に開催予定のFOMCにおいては、金利先物市場では既に「9割が利上げ見送り」を予想している。

2022年3月から始まった今回の利上げ局面では、初めて2会合連続での利上げを見送る公算が大きい。

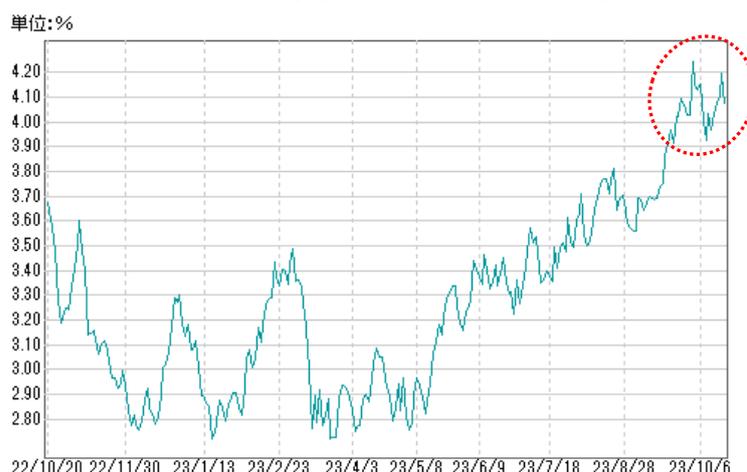
パウエルFRB議長は10月19日、ニューヨークでのイベント講演で、「経済の高成長や雇用の逼迫が続けば、さらなる金融引き締めが正当化される」とのタカ派的発言を付与して、「利上げ終了」と期待している市場参加者の見方を牽制した。

年内最後のFOMC（12月18・19日）以降での利上げの選択肢を残した。

カナダの消費者物価上昇率（9月：10月17日発表）は前年同月比+3.8%で、8月分（+4.0%）から予想に反して鈍化した。

8月分の発表時点では、**カナダ銀行**（中央銀行）は10月25日の会合で「利上げを再開する」という観測が高まったが、今回の結果を受けて「利上げ見送り」との観測が強まった。

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」

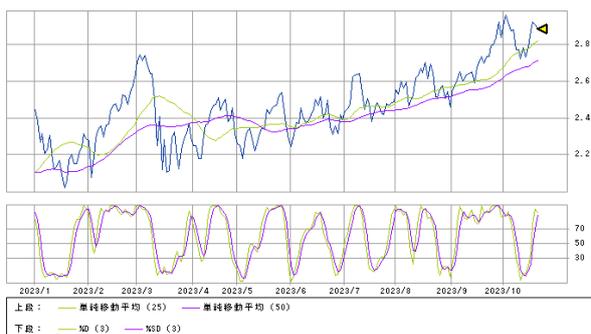
ECBは10月26日の理事会で「利上げを見送り」との観測が急速に強まってきた。9月29日発表の消費者物価上昇率のモーメントムに減速感が確認されたことによる。ECBは9月14日の理事会まで10回連続の利上げ（累計+4.50%）を行い、2000～01年以来の過去最高水準まで政策金利を引き上げてきた。

主要政策金利は4.50%、中銀預金金利は4.00%である。

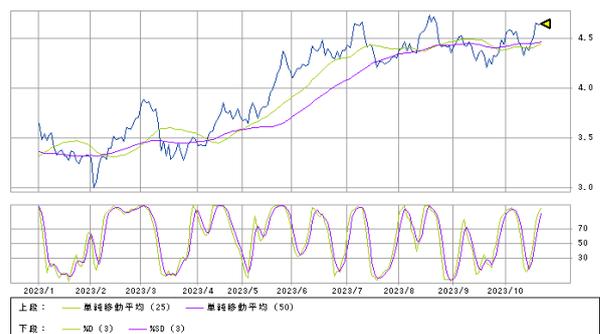
- ① これまでの引き締め政策の累積的効果が出ている、との見方が増えてきた
- ② 欧州景気の過度な落ち込み（特に中欧・南欧諸国への影響）を懸念する声が出てきた
- ③ イスラエルとハマスの軍事衝突による原油高が金融政策決定の不透明材料に

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。しばらくは様子見スタンスとなる。

ドイツ10年債利回り（日足：1年間）



英国10年債利回り（日足：1年間）



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日に2020年4月以来、3年5ヵ月ぶりの利下げを実施、政策金利を0.25%引き下げたが、10月5日には早くも2回目の利下げを実行、政策金利を0.25%引き下げて7.25%とした。

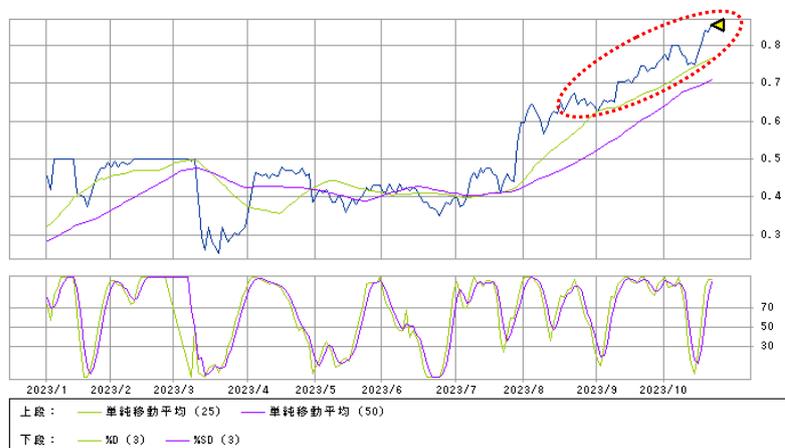
ウルグアイ中央銀行は10月5日、政策金利を0.5%引き下げて9.5%とした。

日本 : 「植田総裁は緩和継続スタンスの表明を続けるが。。」

長期金利は、将来の日銀による政策修正を先取りする形で一段と強含む。

10年物国債利回りは10月26日に2013年7月以来、約10年3ヵ月ぶりの水準となる0.885%を付けた。

日本10年債利回り（日足：1年間）



長期金利が7月会合で修正した上限目標(=1%)に迫ってきたことで、10月30・31日開催の金融政策決定会合での、政策修正への観測が強まってきた。

さらにドル円為替レートが、当局が防衛ラインとして意識している1ドル=150円水準にへばりついていて、ブレイクする気配を伺っていることも、日銀が政策を修正する動機となり得る。

今回の「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」での2023年度消費者物価上昇率の見通しを、前回7月の前年度比2.5%から3%前後に上方修正すると見られる。目標値（2%）を下回る水準に留めている24年度（1.9%）、25年度（1.6%）の見通しも、少なくとも24年度は2%超に引き上げられる。

マイナス金利の解除時期は、「2024年4月」予想が現時点でのコンセンサス。
2024年4月の金融政策決定会合では、26年度の物価見通しが初めて提示されるので、その時点での「マイナス金利解除」がコンセンサスとなっている。

【 3か月間の想定レンジ 】

日本長期金利（国債指標物：0.876%） : 0.50 ~ 1.00%

V. 為替市場動向と見通し

(米ドル)

対円では10月3日に、1ドル=150円台を付けた直後に147円台まで円高に振れた。政府・日銀による昨年10月21日以来の(覆面)介入が行われた動き。その後は直ぐに149円台まで戻すなど、荒っぽい値動きとなった。

その後は、1ドル=150円台の突破を意識しながらの、岩盤にしがみつくような膠着した状態での膠着状態が続く。

10月26日には、150円水準を突破して150円77銭まで円安が進行した。

米ドル円レート(日足)1年間



(欧州通貨)

ユーロ円相場は、8月から3ヵ月間1ユーロ=155円~160円のレンジ推移が続く。ECBの政策金利引き上げの一段落観測と、地政学リスクの高まりが背景に。

ユーロ円レート(日足)1年



英ポンドは、対米ドル、対ユーロ以上に対円ベースでの下落基調に転換。

9月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、8月をピークに反落トレンドに転換。

英ポンド円レート（日足）1年間

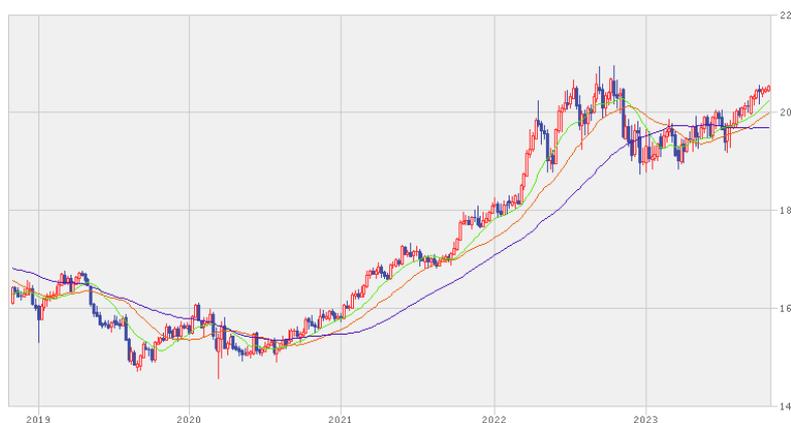


(中国人民元)

人民元は9月8日、1ドル=7.351元の元安水準まで下落したが、その後は1ドル=7.2~7.3元のレンジで横這い推移となって、元安は一服状態。

対円では、1元=22.5円までの人民元高・円安が進行。

中国人民元円レート（日足）1年間



為替見通し

1ドル=150円に接近してからは、出来高と値動きが低調な膠着状態。150円の突破を意識した神経質な動きが10月は続いている。

① 財務官、財務大臣の口先介入は不変

150円を再度突破する動きなるならば、

② 再度の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。

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。

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 （150.40円） : 130 ~ 155円

ユーロ円レート （158.62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月末につけた年初来高値からの調整局面が3ヵ月間続いている。ダウ平均株価は8月1日高値(35630ドル)から直近安値(10月23日: 32936ドル)まで▲2694ドル(▲7.6%)の調整局面。

- ① FRB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 IT関連企業(アップル、アマゾン)での弱気材料

長期金利が5%まで急激に上昇したので、株式の相対的な割高感が意識されてきた。株式(S&P500)の益利回り(1株当たり利益 / 株価)は5.5%前後なので、債券利回りと変わらなくなり、債券投資の魅力が出る水準となってきた。その分、株式投資には不利なバリュエーション水準。

長期金利が底入れ・反騰する前の2021年までは、債券利回りに上乗せされるべき「株式のリスクプレミアム」は3%程度。

5%の長期金利水準なら、7.5%の益利回りが妥当になるので、S&P500の妥当水準は3000程度で、現状(4200)からの株価の下落余地は▲30%程度あることになる。

NYダウ平均株価(日足:1年間)



S&P500指数(日足:1年間)



((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」観測などの弱気材料から調整局面が続く。

ドイツDAX指数（日足：1年間）



英国FTSE指数（日足：1年間）



((中国株))

中国株は下抜けて、年初来安値を更新中。
中国経済と不動産への先行き懸念が引き続き市場を圧迫。
需給改善策（自社株買いやIPO抑制）を夏場以降図るも機能せず。
先行きには引き続き“慎重なスタンス”。

上海総合指数（日足：1年間）



香港ハンセン指数（日足：1年間）



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)		
	(8月28日)	(9月27日)	(10月26日)
株価	: 32169円	32371円	30601円
PER	: 15.13倍	15.73倍	14.77倍
EPS	: 2161円↓	2058円↓	2072円
PBR	: 1.37倍	1.35倍	1.26倍
BPS	: 24258円↓	23979円↓	24287円↑

日経新聞公表の2023年度EPS（1株あたり利益）予想値は、足元では上方・下方修正のブレを繰り返している。

2023年度の業績予想値は、前期比+5～10%の増益予想（純利益ベース）だが、9月決算の見通し・発表が進むにつれて、個別銘柄間での上方修正・下方修正の動きが目立ってきた。

(上方修正要因)

- ① 円安の恩恵 … 各社の今期の為替想定は1ドル=125～135円で現状の150円水準からは+5～6%程度の経常増益要因に
- ② 自動車生産の拡大
- ③ インバウンド需要の恩恵（レジャー、交通、高額商品販売）

(下方修正要因)

- ① 欧州・中国の景気減速の影響（自動車関連、設備投資関連）
- ② 原材料価格上昇によるコストアップ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

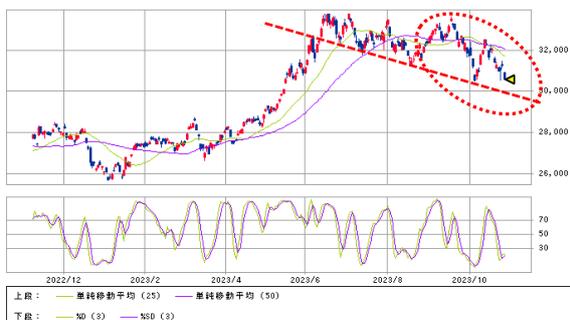
東京株式市場は調整局面が続く。

東証株価指数（TOPIX）、JPX日経400よりも日経平均株価（値がさ株の影響が大きい）の方が、下値切り下げの調整基調にある。日経平均株価の上位銘柄は、値がさ株・ハイテク株の構成となるので、ニューヨーク株式市場との相関性が高く、金利上昇の環境下では、値がさ株の方が割高に買われている分、バリュエーション調整の影響を強く受ける。

日経平均株価の直近高値は6月19日の33772円。そこから直近（10月26日：30601円）まで▲9%の下落率。

東証株価指数（TOPIX）の年初来高値は、9月15日の2438。昨日までの下落率は▲9%で、日経平均と同程度だが、7月、8月の安値水準で踏み留まっている。

日経平均株価（日足：1年間）



ドル建て日経平均株価（日足：1年間）



TOPIX（日足：1年間）



JPX日経400（日足：1年間）



海外投資家は、9月に現物株を2兆円、先物を1兆円、合計3兆円売り越した。金利上昇に伴う海外市場の調整に連動した面もあるが、中間配当の権利取りに伴う、海外の税率が低い口座へ移管するという期末特有の売買が影響した。

10月に入って2週連続で買戻しとなっているが、第3週（16～20日）は米国の金利上昇でリスク回避の姿勢が強まった。

日銀による上場投資信託（ETF）の買い付け（701億円）が、10月4日に前回（3月14日）以来7ヵ月ぶりに入った。同日午前中に東証株価指数（TOPIX）が前日比▲2%を超えて下落した為。

日本株（東証プライム全銘柄）の益利回りは6.6%、長期金利は0.8%なので、その乖離（益利回りスプレッド）は5.8%ある。

株式の益利回りが利益の伸長（堅調）、一方で株価水準は出遅れ、そして長期金利は日銀が抑え込んでいる。

一方、NY株式市場の益利回り=5.5%、長期金利=5.0%なので、益利回りスプレッドは0.5%である（前述）。

NY市場がこれまで先駆して堅調に推移、一方で日本株は出遅れていた。

“出遅れ状態”を海外投資家が見直しして、再度買い越しに転じる可能性があるが、切っ掛けとなるのは、目先では「9月期決算を発表しての上方修正の確認」か。

一方で、今後のリスク要因としては、

- ① 米国金融政策の2024年にかけての不透明感
- ② 米国議会の混乱（財政・予算協議・政府機関閉鎖）のポリティカル・リスク
- ③ 中国の景気鈍化、不動産業界の破綻による金融不安
- ④ 中東・イスラエル情勢の行方と原油価格への影響
- ⑤ 日銀の“出口戦略”政策への思惑
- ⑥ 岸田政権の終焉（自民党内からの辞任圧力、「やけっぱち解散」）

(2024年に掛けての)物色対象としては、

- (1) 金利水準の正常化(=“脱デフレ”)による恩恵を受ける
… 銀行株(預貸利ザヤの好転期待、債券運用環境の改善)
- (2) インフレ恩恵(価格・地価上昇、転嫁可能)
… 鉄鋼株
… 不動産株(地価上昇、含み益増大)、REIT
- (3) 資本効率活性化(低PBR脱却)期待
… 自動車株、石油関連株、運輸関連株
- (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)
… みずほFG(4.0%)、ENEOS(4.1%)、東京海上(3.8%)

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価(30601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。