

投資環境と金融市場の見通し（123）

2023年 11月28日

田淵英一郎

I. 要約

< 景気・物価・金融政策 >

- ① 物価上昇モーメントが鈍化し、中央銀行による金融引き締めは様子見段階に。
- ② 物価上昇はピークアウトしたが水準自体はまだ高い。FRB、ECBの当面の金融政策の基本的なスタンスは“中立”“是々非々”。
- ③ 10月開催のFRB、ECBの金融政策会合では利上げが見送られたことから、「2022年からの金融引き締め政策は終了」との観測が強まった。米国FRBの12月12・13日会合での利上げ予想（年内あと1回）も急減した。
- ④ 足元の世界景気（特に個人消費）に下押し圧力が強まる。
 - ・ 米國小売業の売り上げモーメントは鈍化、製造業の景況感が低下
 - ・ 今年の中国の「独身の日」（11月11日）セールスは節約志向で+2%増
 - ・ ユーロ圏のPMI景況感指数（11月）は6ヵ月連続で50を下回る
 - ・ 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）
 - ・ 日本政府は内需の弱さから国内の景気判断を10ヵ月ぶりに引き下げ
- ⑤ 中国の不動産関連グループを巡る破綻懸念や、金融商品発の信用不安リスクは依然として燻っている。政府が懸命にテコ入れを行い、政策下支えと情報秘匿に努めて、懸念は先送りされた藪の中状態。
- ⑥ 日本は「潜在成長率（+0.5%）並みのマイルド成長、デフレ脱却、プラス金利（金融正常化）」のノーマル世界への移行過程にある。
- 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を回避すべく、YCC政策を徐々に緩和して緩やかに出口に向かいつつある。今後は「マイナス金利政策」の解除時期を巡る思惑が高まってくる。直近の調査（日経ヴェリタス）では、2024年4月予想が最も多く（32%）、1月予想も20%ある。

< 債券・為替・株式市場 >

- ① “利下げ観測”が復活して、期待先行の動きが強まった。長短市場金利は、インフレ見通し、政策金利見通しにより、高水準での乱高下の動きを当面続ける。
- ② F R Bが2会合連続で、E C Bが11会合ぶりに、利上げを見送ったことから、「金利上昇に歯止めがかかった」との見方が強まり、長期金利は低下。
世界の投資家の4分の3は「米国利上げ終了」を前提に債券投資に強気になる。
「利下げ期待」再来は過剰反応で時期尚早。F R Bはしばらく景気の推移を見極める。
- ③ 米国の消費者物価（10月）上昇率の発表を受けて、長短金利は一段と低下した。
10年債長期金利は10月の5%台から4.3%まで急落。
- ④ 米国景気は第4四半期から減速に向かい、F R Bは様子見姿勢となる。逆に日銀のマイナス金利政策の解除の時期への憶測が高まってくるので、金利格差からの米ドル高エネルギーは今後徐々に減退すると予想される。歴史的な「米ドル高・円安」局面の転換を徐々に意識すべきタイミング。
E C Bは引き締め姿勢を容易には転換させないので、ユーロはまだ買われやすい。
- ⑤ 9月期業績発表を受けて、日本株の23年度予想は11月に入ってから1ヶ月間で+8.7%の上方修正。22年度実績値（2042円）から+10%増益となる。
- ⑥ 日本株は、9月に大幅に売り越した海外投資家の買い戻しにより反騰。
海外投資家の評価ポイントは
 - ・ 日本株式の出遅れ
 - ・ 企業業績改善期待（増益率・収益率）
 - ・ 増配・株主還元が増えてきている
 - ・ 「P B R（株価純資産倍率）1倍割れ状態」を是正する気運の高まり
 - ・ コーポレートガバナンスの進展を評価
 - ・ 2024年からスタートする「新N I S A」による投資資金の流入期待。
- ⑦ 2024年から始まる「新N I S A（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) 『資産運用立国』

2023年6月16日に『経済財政運営と改革の基本方針2023 加速する新しい資本主義～未来への投資の拡大と構造的賃上げの実現～』（「骨太方針」）が閣議決定された。「新しい資本主義の加速」という目的の為、「家計所得の増大と分厚い中間層の形成」が目標として掲げられ、「2000兆円の家計金融資産を開放し、持続的成長に貢献する『資産運用立国』を実現する」と謳われた。

内閣官房での「新しい資本主義実現会議」の下に、「資産運用立国分科会」を設置して検討が開始された。

テーマ（岸田総理大臣スピーチ：10月2日）として明らかになったのは「年金改革」。

- ① 『アセットオーナー（に求められる）プリンシプル』
- ② 企業年金運用の見える化
- ③ 確定給付企業年金向けの共同運用の選択肢拡大
- ④ 確定拠出年金運用における加入者が適切な商品選択出来る改善

金融庁では「資産運用業高度化」の議論が従前から為されており、2020年からは「プログレスレポート」が毎年発刊されている。今回は、これまでの議論の延長線上で改善・改革の実行策を検討する金融審議会「資産運用に関するタスクフォース」

（座長：加藤貴仁東京大学教授）において、10月より毎月2回議論が始まっている。

主な論点（具体的な検討事項）は、

- ① 日本の運用ビジネスに新規参入する外資系・新興会社に対する障壁の緩和
=> 管理ビジネス（資産価格算出、報告書、コンプライアンス etc.）の外部委託を認可
運用担当者が独立しやすくする為のインフラ・資金提供
- ② 日本の運用会社（証券系・銀行系・保険系）のガバナンス課題
=> グループ持ち株会社での系列運用会社の位置付け、人事政策

一番重要かつ本来の目的であるのは、

- ① 「国民金融資産」を増やす
- ② 国民（中低位所得層、若年層）の資産運用に対する啓蒙・教育の機会を増やす（意識改革、投資リテラシー）
- ③ 個人投資家の投資対象商品（新NISA、確定拠出型年金）の健全化・多様化が議論され、これまでの立ち遅れと弊害を軽減する改革・改善が行われることである。

それが、

- ① 運用会社のガバナンス問題（金融機関、持ち株会社の子会社と経営陣構成）
- ② 「運用開国」＝外資系、新興会社が日本で運用ビジネスを新規に展開するに際しての参入障壁の簡素化・撤廃
- ③ 中国やアジア新興国に向かって投資資金の日本への還流
- ④ 個人投資家の投資資金が海外流出し過ぎないように国内市場・投資商品の魅力度向上

などの従前から指摘されていたが改善されず持ち越しとなっていた課題を、この良い機会に着手して前に進めようという金融庁と外資系運用会社の思惑が強く働いている、という印象がある。

典型的なのが米国ブラックロック社（運用資産総額1400兆円と世界最大の資産運用会社となる）の動き。創業者オーナーのラリー・フィンクCEOは今年6月と10月に来日して、岸田首相と意見交換している。

- ① ブラックロックは中国の金融市場に積極的に関与してきたが、方針を変更して日本市場にシフトする動き
- ② 同じくESG投資を積極的に促進していたのを撤回して、日本の金融市場での改革の旗振りをする事でドミナントの地位を目指している

フィンクCEOは、日本市場でのビジネスを積極化させる為に、閉鎖的な金融制度やビジネス慣行を改革・開放してもらいたいとの意向が強い。金融庁は既存の日系大手運用会社の現状に不満があるので、外圧を利用して改革を進めたい。両者の思惑が合致したので、このタイミングでの持ち越し課題をテーブルの俎上に挙げて、日本の金融市場の門戸開放や制度改革を促進することが想定される。



ニューヨーク経済クラブでの講演（9月21日）
日本人としては初めてのゲストスピーカー



ジャパンウィーク・ラウンドテーブル（10月6日：首相官邸）
フィンクCEOは前列右から2人目

(2) 岸田政権の経済政策と選挙

((経済対策・減税政策問題))

経済対策の為に補正予算規模は13.1兆円。11月中の提出、臨時国会中の成立を目指す。所得税、住民税の減税分は別途4兆円規模。合計すると17兆円台になる。新型コロナウイルス感染拡大以降の経済対策規模として、2021年度31.6兆円、22年度29.1兆円に比較すると縮小。

財源として、新型コロナウイルス・物価高騰の対策費(4兆円)、ロシアのウクライナ侵攻に伴う経済情勢の悪化の予備費(1兆円)を充当し、国債を8.8兆円追加発行する。

経済対策の事業規模は、国、地方自治体、民間投資を合わせて37.4兆円。

主要な対策としては以下の5項目：

- ① 物価高対策 … ガソリン・電気・ガス料金への補助金(～24年4月末)
- ② 持続的な賃上げ支援 … 中小企業の優遇税制・補助金、リスキリング支援
- ③ 国内投資の促進 … 福島原発処理水関連
- ④ 人口減少対策 … 人手不足対応(物流規制緩和、DX推進、認知症対策)
- ⑤ 国民の安心・安全 … 経済安保対策(半導体、蓄電池)

ガソリンや電気料金の価格抑制策の継続や、賃上げを促す企業税制、半導体など重要産業の支援なども盛り込んだ。

内閣支持率が急落して底入れしないことで、首相官邸は「経済対策規模の名目大型化」「税収増加分(3.5兆円)をお返しする減税」という、世論受けする(と判断したポピュリズム的政策)に頼った。しかし、

- ・ 1年だけの時限的措置
 - ・ 防衛費・少子化対策の増額を決定しているのに財源を明示しない曖昧さ
- など、見え透いた人気取り策を見透かされて、評価をさらに貶める結果となっている。

鈴木財務相は11月8日の衆院財務金融委員会で、岸田首相が「税込増を減税で還元する」と説明したことについて、「過去の税込増分は、政策的経費や国債の償還に既に充てられてきた」として「還元の余地が少ない」ことを示した。財務省の忌避反応と見られて衝撃が走った。

自民党の宮沢洋一税制調査会長も同日の11月8日、日本経済新聞のインタビューで、岸田首相が打ち出した所得税などの定額減税は、「税法という法律を作る立場で期間を明示しないのはあり得ない。当然1年の減税にならざるを得ない」と主張した。

今回の「減税対策」が評価されないのは、

- ① (米国から要請された) 防衛費増額や、(異次元の) 少子化対策で国民負担が増えるのが分かっているのに、財源を曖昧にして説明を先送りしていること
- ② 社会保障費関連も含めて、将来は“増税不可避”であるにもかかわらず、来年は「減税」を表明する“ちぐはぐ感”
- ③ 財源(=税収入の増額分)は無いにもかかわらず、「お返しする」「還元する」と説明した詭弁性
- ④ 住民税非課税世帯に対しては「現金給付」する、減税・給付の“八方美人”的ポピュリズム政策が見透かされた

動機不純な意図(=選挙対策、自身の総裁再選戦略)が見え透いている。

「減税」政策は、過去の自民党の歴史においては“悪手”である。

((衆院解散・総選挙))

岸田文雄首相は11月9日、「年内の衆院解散・総選挙を断念する」ことを表明した。

「デフレからの完全脱却に向けて経済対策に専念する」と説明した。

今年6月に衆院解散・総選挙を仄めかし(13日)、表明の1歩手前で断念(16日)したのに続く、2度目の迷走である。

岸田首相の就任以来の願望・意図としては

「2024年での自民党総裁選で再選を果たす」

その為の方策として

- => 「世論受けの良いイベント・パフォーマンス・政策をアピール」
- => 「内閣支持率の好転・上昇を狙う」
- => 「(良いタイミングを計って) 衆院解散・総選挙で勝利」
- => 「党内支持を固めて再選を果たす」

しかしながら、昨年（後半）からその意図と方策と結果が“空回り”してきている。昨年8月の内閣改造後に、山際大志郎経済再生担当相（統一教会問題：10月24日）、葉梨康弘法相（死刑執行失言：11月11日）、寺田稔総務相（政治とカネ問題：11月20日）が1ヵ月の間で3人相次いで辞任した（更迭された）。

今回も第2次岸田内閣（第2次改造）で、9月15日に任用された副大臣・政務官が昨年秋に続いての“辞任ドミノ”現象となった。10月20日に臨時国会が開催されてから、山田太郎文部科学政務官（女性問題：10月26日）、柿沢未途法務副大臣（公選法違反事件に関与：10月31日）、神田憲次財務副大臣（税金を滞納：11月13日）と、政務三役の辞任が相次いだ。

特に神田財務副大臣のケースは、国民が「増税メガネ」と揶揄するくらい将来の増税に関心を高めているタイミングで、徴税に関与する組織のトップラインが納税滞納、差し押さえ、本人は税理士という、3人目にして“スリーアウト・チェンジ”である。15日には三宅伸吾防衛政務官が、事務所の女性スタッフへのセクハラ行為を週刊文春に報道された。

岸田政権（首相）の欠陥・欠点（過去何度も記述してきたが。。）

- ① 経済認識 => 「デフレ脱却」に拘り、足元の「物価上昇」意識が薄い
- ② 民意（空気）が読めない => 将来の増税と1年限定の減税策
- ③ 自分の言葉で説明出来ない => 言葉に誠意・力が無い
- ④ ミーイズム（自己愛）が強く、国民・国家への意識が薄い
=> 官邸での忘年会、給与大幅引き上げ、総裁再選最優先、
支持率意識したポピュリズム政策
- ⑤ 人事が下手でリーダーシップが発揮出来ない
- ⑥ リスク対応が稚拙 => 不祥事・スキャンダルへの対処（決断）が遅い

((永田町政局))

【 内閣支持率 】

- ・ 日経新聞（10月29日）… 支持33%（▲ 9%）、不支持59%（+ 8%）
- ・ ANN（10月29日）… 支持27%（▲ 3%）、不支持52%（+ 3%）
- ・ JNN（11月 5日）… 支持29%（▲11%）、不支持68%（+11%）
- ・ 共同通信（11月 5日）… 支持28%（▲ 4%）、不支持57%（+ 4%）
- ・ NHK（11月10日）… 支持29%（▲ 7%）、不支持52%（+ 8%）
- ・ 産経・FNN（11月12日）… 支持28%（▲ 8%）、不支持69%（+ 9%）
- ・ 時事通信（11月13日）… 支持21%（▲ 5%）、不支持53%（+ 7%）
- ・ 読売新聞（11月19日）… 支持24%（▲10%）、不支持62%（+13%）
- ・ 毎日新聞（11月19日）… 支持21%（▲ 4%）、不支持74%（+ 6%）
- ・ 朝日新聞（11月19日）… 支持25%（▲ 4%）、不支持65%（+ 5%）
- ・ 日経新聞（11月26日）… 支持30%（▲ 3%）、不支持62%（+ 3%）

岸田内閣の支持率は11月に入って一段と下落。軒並み“危機ゾーン”である20%台に突入してきた。11月19日の週末に行われた全国3大紙の世論調査では、支持率が20%台、不支持率は60%台となった。

最も厳しい傾向が出やすい毎日新聞では不支持率は74%に達した。70%台は麻生太郎政権の2009年2月（73%）以来14年ぶり。支持率の21%は過去最低を更新し、菅直人政権末期の2011年8月（15%）以来の低水準。

内閣支持率21%、自民党支持率24%というのは、「青木の法則」（＝「両者の合計値が50%を下回ると危機的状況）からは警戒水域に入っている。

時事通信の11月13日調査でも、内閣支持率が21%（4ヵ月連続の30%割れ）、自民党支持率が19%で、合計40%にまで落ち込んでいる。時事通信の調査は対面形式であり、実態を一番表わしている（＝厳しく出る）と言われている。

(3) 黒田前日銀総裁「私の履歴書」(2023年11月連載)

黒田東彦前日銀総裁は今年の4月8日に退任したばかりだが、今年11月の日経新聞「私の履歴書」に早くも登場して回顧録が連日掲載されている。事実早すぎる登壇との声が上がっている。内容も大蔵官僚・日銀総裁となるまでの事実と回顧と自己肯定の内容が多く、面白いエピソードや内輪話が語られているわけではない。

11月24日の第23回目から、2013年3月に日本銀行総裁に就任した事績の記述が始まっている。

就任時の挨拶では、

「日本銀行の使命が物価の安定なら、15年間のデフレ状態からの脱却が責務」と訴え、スタートから“次元の違う強力な金融緩和”を思い切って実施する、として「マネタリーベースを2倍にして、2年で(物価上昇を)2%を達成する」と説明した、とある。

“黒田バズーカ”をぶち上げたが、その後の誤算や新たに出現したハードルとしては、

- ① 賃金上昇率が低迷して、物価上昇の勢いが不十分となったこと
- ② 2014年4月に消費税率を5%から8%へ引き上げたこと
- ③ 2015年からの原油安と中国人民元安

だったとした。

そして、2016年1月に「マイナス金利政策の導入」を決定したが、5対4の賛成というギリギリの投票結果だったので、「物価目標達成への道が曲がり角にきている」ことを示していた、と記述した。

2016年9月に「量的・質的金融緩和」や「マイナス金利政策」などに対する「総括的検証」が金融政策決定会合に示された。

時間をかけて物価が上がるとの期待を作る必要から、「イールドカーブ・コントロール(YCC)政策」の導入が決まった。マイナス金利と、10年物の国債金利がゼロ%程度で推移するよう国債を購入する、この両者の枠組みを2%目標の達成に必要な時点まで続ける、とした。

この仕組みが発足して早くも7年が経過した。

黒田総裁が退任した2023年4月時点での総括としては、

- ① 「デフレ状態」からは脱却
 - ② 物価目標（2%）は未達 … 実態は3%程度まで上昇している
エネルギー価格補助金制度や統計手法の未改訂
 - ③ その大きな理由は「賃金上昇が低い」こと
 - ④ 様々な政策を投入したが、「賃金と物価は上がらない」というノルム（社会通念）
が根強いこと
- ③、④が変わるのかが日本経済の正念場であるとしている。

今後の日銀の政策を占うには、

- ① 植田現総裁は黒田前体制での状況認識と政策を基本的に継承している
- ② 時間を懸けて、上記の③と④が変化・好転したのかを見極める
- ③ その後、黒田前総裁が突き進んだ
「異次元緩和金融政策」
「逐次戦力投入はしない（結果としては目標未達成の為に追加投入したが）」
として決定してきた金融政策を、時間をかけて逆向きで解き解していく

植田総裁が就任して7ヵ月が経過したが、実際に

- ① 2016年9月に決定された「イールドカーブ・コントロール（YCC）政策」
の目標誘導水準の引き上げと弾力化を、2回にわたって着手した
- ② 次に対応するのが、2016年1月に決定された「マイナス金利政策」をいつ
どのように解除するか、である
- ③ 年末から年明けにかけて、解除時期の予想と売買ポジションにつながる動きが
出てくるのが想定される

Ⅲ. 景気・物価動向

(1) インフレ動向

○ 主要国 物価上昇率（10月）

	卸売物価 (9月分)	消費者物価・コア分 (同)
米国	: + 1. 3% (+ 2. 2%)	+ 4. 0% (+ 4. 1%)
ユーロ圏	: — (▲ 1 2. 4%) ↓	+ 4. 2% (+ 4. 5%) ↓
英国	: — (—)	+ 5. 7% (+ 6. 1%) ↓
中国	: ▲ 2. 6% (▲ 2. 5%) ↓	+ 0. 6% (+ 0. 8%) ↓
日本	: + 0. 8% (+ 2. 2%) ↓	+ 2. 9% (+ 2. 8%)

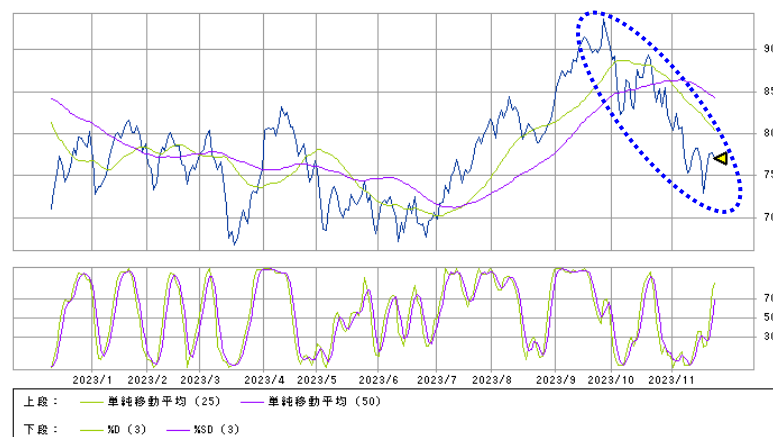
物価上昇モーメントは減速続くが、減り方は縮小してきた。

卸売物価は米国が+1%台、日本は+1%以下、ユーロ圏では▲12%下落になった。消費者物価は、英国が+5%台に鈍化、米国、ユーロ圏は+4%台で横這い、日本も+2%台で推移。

原油価格は乱高下。

WT I（ウエスト・テキサス・インターミディエート）先物価格は、今後の需要減退の観測から弱含み推移続く。OPECの協調減産の協議観測が出てきた。

WT I 原油先物価格（日足：年初来）

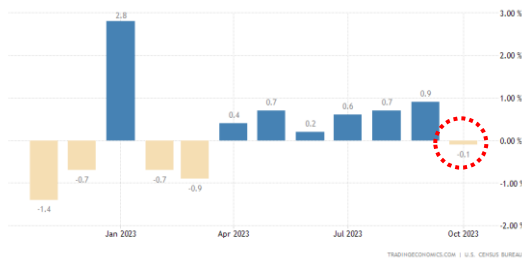


(2) 景気動向

足元の世界景気（特に個人消費）には下押し圧力がかかる。

- 米国小売業の売り上げモーメントは鈍化、年末商戦は活気を欠く。
製造業の景況感も低下。

米国 小売販売（月額：前年同月比）



米国 製造業PMI（月次）

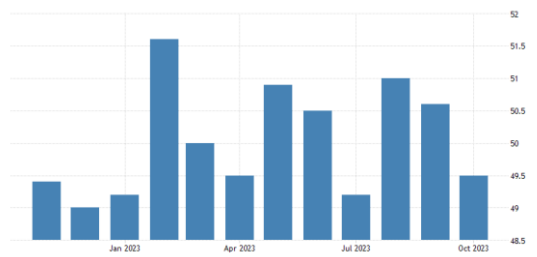


- 今年の中国の「独身の日」（11月11日）セールスは節約志向で+2%増。

中国 小売販売（月額：前年同月比）

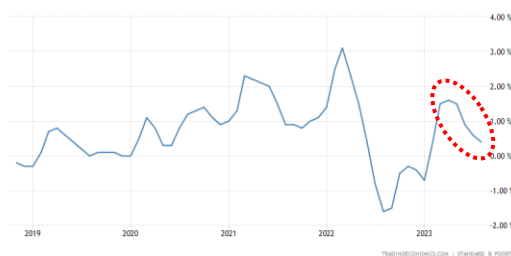


中国 製造業PMI（月次）



- 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）。

米国ケースシャー住宅価格指数（月次）



米国 30年モーゲージ金利



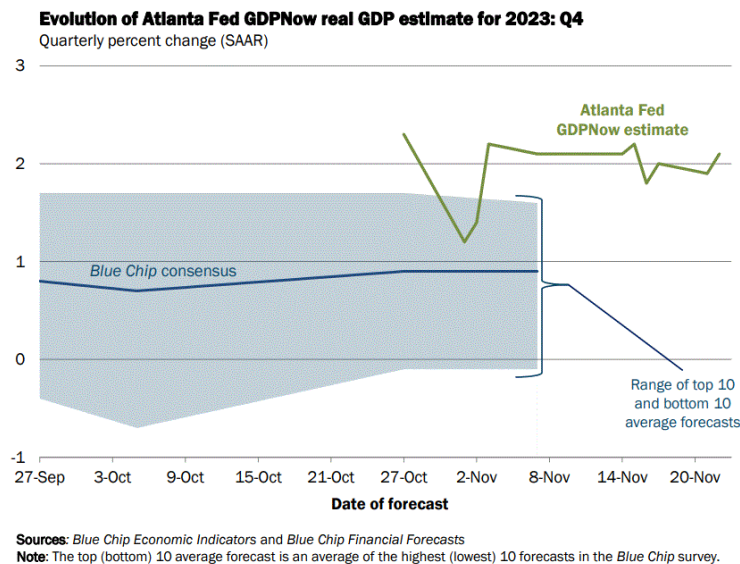
(3) 主要国の動向・見通し

米国 : 「第4Qは景気減速だが軟着陸見通しが強まる」

個人消費は下記の理由から減速気味だが、ソフトランディング見通しがコンセンサス。

- 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
- 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
- ③ 高金利とガソリン高の住宅。自動車関連への影響

【 アトランタ連銀 **GDP Now** 】（10～12月期:前期比年率+2.1%）



アトランタ連銀の景気予想モデル **GDP Now** での実質GDP成長率予想（10～12月期）は11月22日現在、前期比年率+2.1%。
7～9月期の速報値（10月26日発表の）の前期比年率+4.9%から減速見込み。

雇用統計（10月）の非農業部門雇用者数は前月比15万人増で、9月（先月発表の33.6万人から29.7万人に修正）から大きく鈍化した。事前予想（17万人）をも下回った。全米自動車労組（UAW）による三大自動車メーカーでのストライキが影響した。8月分は9月（18.7万人）から10月（22.7万人に上方修正）されたが、今回16.5万人に下方修正となっている。

10月6日発表時点では、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ていたが、今回は8月分、10月分が下回る結果となるなど、短期間でボラタイルな数値趨勢を繰り返している。失業率は3.9%（9月：3.8%）。

平均時給の伸びは前年同月比で+4.1%、7月（+4.4%）、8月（+4.3%）から鈍化基調にあり2年半ぶりの低水準。

卸売物価指数（10月）は前月比▲0.5%、事前予想（+0.1%）を下回る。前年同月比は+1.3%、10月（+2.2%）から4ヵ月ぶりに鈍化した。ガソリン価格が前月比▲15.3%下がった影響が大きい。

生産者物価（前年同月比）



消費者物価上昇率（10月）は前年同月比+3.2%、9月（+3.7%）から鈍化。3%台は5ヵ月連続。ピークは2022年6月の+9.1%。前月比は2022年7月以来の横這い。コアベース（除く食品、エネルギー）は前年同月比+4.0%、9月（+4.1%）から微減。

消費者物価（コア：前年同月比）



欧州圏

:

7～9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比▲0.1%で、三四半期ぶりのマイナス成長となった。1～3月期（ゼロ%）、4～6月期（；0.2%）と、物価の上昇下での横這いの推移が続く。前期比年率は▲0.4%、前年同期比も+0.1%と微増。

ドイツが前期比▲0.1%、フランスは+0.1%、イタリアはゼロ%。

ドイツの低調が続き、「構造不況」に陥るとの厳しい見方が増えてきている。ロシアのウクライナ侵攻に端を発したエネルギー政策の隘路（天然ガス、自然エネルギーへの依存を高めたこと）による対外競争力の劣後が目立ってきた。

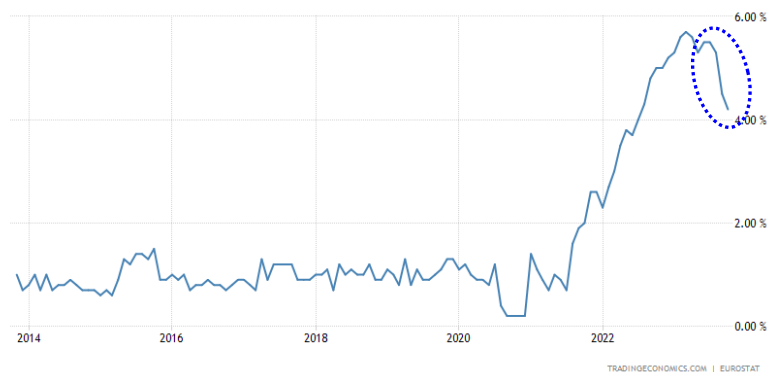
ドイツの財政支出問題は、今後の景気見通しにさらなる下押し圧力になる。21年度に執行した補正予算に憲法裁判所から憲法（基本法）違反との判断が下され、新規の財政支出を凍結した。補正予算を再構築することと、債務ブレーキの停止延長を図るが展開は不透明。

ユーロ圏の消費者物価上昇率（10月）は前年同月比+2.9%で、9月（+4.3%）から伸び率は一段と減速して6ヵ月連続の鈍化。エネルギー価格の鎮静化が寄与。

2年3ヵ月ぶりの水準まで低下してきた。

コアベース（除くエネルギー、食品、アルコール、タバコ）は+4.2%で、8月（+5.3%）、9月（+4.5%）から鈍化基調が続く。

消費者物価（コア：前年同月比）



英国の消費者物価上昇率（10月）は前年同月比+4.6%で、9月（+6.7%）からモーメンタムは大幅鈍化。

コア指数（除くエネルギー、食品）は+5.7%、9月（+6.1%）から低下した。

消費者物価（コア：前年同月比）



新興国（中国）： 「経済活動は低水準横這い」

10月の月次経済統計の結果は、工業生産、小売総額ともに下げ止まりから若干の上向きに改善。投資活動（固定資産、不動産）は下げ止まりを見せず続落基調。

	9月	10月
工業生産（前年同月比）	+ 4.5%	+ 4.6%
小売売上（"）	+ 5.5% ↑	+ 7.6% ↑
	1~8月	1~9月
固定資産投資（前年同期比）	+ 3.1%	+ 2.9%
不動産投資（"）	▲ 9.1% ↓	▲ 9.3% ↓

卸売物価（10月）は前年同月比▲2.6%で、13ヵ月連続のマイナス。

9月（▲2.5%）からマイナス幅が若干拡大した。

消費者物価はゼロ水準での横這い推移。10月は前年同月比▲0.2%で3ヵ月ぶりにマイナスに。8月は+0.1%、9月は横這い。食品、耐久消費財が下落している。コアベース（除くエネルギー、食品）は同+0.6%、3ヵ月間+0.8%から下落。

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（10月）は前年同月比+0.8%の上昇で、8月（+3.3%）、9月（+2.2%）から大幅な鈍化が続く。ピークは6月の+4.3%。）10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（9月は▲0.6ポイント）。飲食料品は+4.9%、石油・石炭製品は+0.7%上昇。

卸売物価（前年同月比）



消費者物価（10月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+2.9%。9月（+2.8%）から4ヵ月ぶりに若干拡大した。プラスは26ヵ月連続。

日銀の目標水準（+2%）を2022年4月から19ヵ月連続して上回っている。

電気・ガス料金補助の効果は▲0.5%pt、9月（▲1.0%pt）から減少している。政策効果なかりせば実態は+3.4%上昇（9月：+3.8%）。

総合指数（含む生鮮食品）の上昇率は+3.3%。

生鮮食品とエネルギーを除くコアコアCPIは同4.0%上昇で、8月（+4.3%）、9月（+4.2%）から鈍化続く。過去のピーク水準は1981年6月（+4.5%）。

消費者物価（コア：前年同月比）



（（ 景気動向 ））

7～9月期実質GDP成長率（速報値）は前期比▲0.5%（年率換算▲2.1%）で3四半期ぶりのマイナス成長。寄与度は内需が▲1.6%、外需が▲0.5%。内需の2大品目である個人消費は前期比▲0.5%で2四半期連続のマイナス、設備投資は▲0.6%。半導体投資、システム投資など企業が慎重さから手控えた。輸出は同+0.5%で2四半期連続のプラス。4～6月期（+3.9%）からは鈍化。名目成長率は前期比年率▲0.2%。GDPデフレーターは前年同期比+5.1%（前期：+3.4%）で4四半期連続のプラス。

政府は月例経済報告（11月）の景気判断で、「このところ一部に足踏みもみられるが、緩やかに回復している」として、「一部に足踏みもみられる」の表現を加えて10ヵ月ぶりに下方修正した。設備投資や消費（モノの購買）など内需に弱さがみられるため。2013年5月に「緩やかに回復している」と引き上げて、6ヵ月間据え置いていた。

IV. 金融政策・市場動向と見通し

米国 : 「2024年での利下げ観測（期待）が急速に増幅」

F R Bは10月31日・11月1日のF O M Cで2回連続して利上げを見送った。2022年3月から始まった利上げ対応は、「一旦終了」との観測が強まった。経済統計を見極めながらの、“ストップ（インフレ加速ブレーキ）&ゴー（見送り）”対応という新たなステージに入った。

F R Bによる金融引き締めは2022年3月（F F金利=0.25%）から開始され、23年7月にF F金利を5.50%とするまで11回で+5.25%引き上げられた。

F R Bにおける2024年の金融政策見通しは、F F金利の中央値が5.1%。利下げの幅・回数の見通しは▲0.5%（2回）である。

物価上昇率（=個人消費支出物価指数上昇率）予想は、2023年末の3.3%が24年末で2.5%。F R Bが目標とする2%は超えている。

F O M C終了後の記者会見で、パウエル議長は今後の見通しについて、

- ・ 政策金利が物価を沈静化させる水準に達しているかどうか現時点では不透明
 - => 今後の景気・物価がどういう展開となるのかは予想出来ないので、そうコメント説明するしかない
 - => 今後の物価上昇（再加速リスク）次第では「引き締め再開」の選択肢も活きている
- ・ 物価が落ち着く条件としては、「景気の減速」「人手不足の解消」

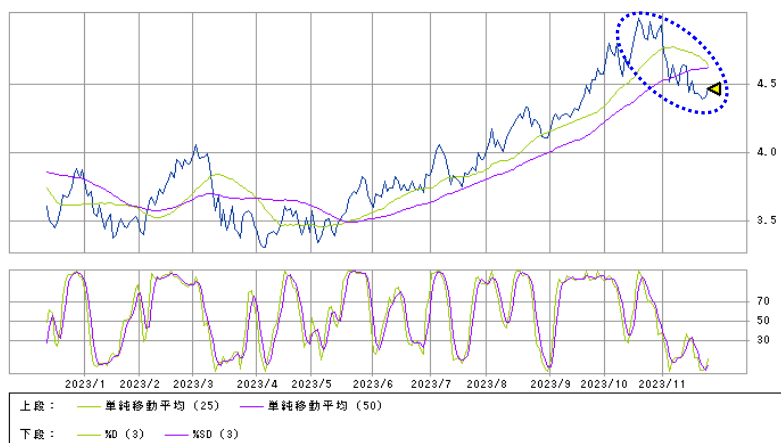
F O M C参加者のF R B高官（デイリー・サンフランシスコ連銀総裁、コリンズ・ボストン連銀総裁）は、追加利上げの選択肢を排除しないというタカ派のメッセージを市場に発信している。

市場参加者（F E Dウォッチ調査）の直近のマインドは、「2024年内で▲1%以上の利下げ（4回以上）予想するのが70%」となっている。

長期金利は、11月3日の雇用統計（10月）の発表を受けて、4.5%台まで急落した。

さらに14日の消費者物価（10月）の結果から一段と下押し、4.3%台を付けた。

米国10年債利回り（日足：1年間）



ムーディーズ・インベスターズ・サービスは11月10日、米国の信用格付け見通しを、従来の「安定的」から「ネガティブ」に引き下げた。引き下げの理由については「政治的分断の深さ」とした。10月までに見られた史上初の下院議長の解任騒動や、議会が予算案に合意出来ずに、連邦政府閉鎖の恐れが再び高まったことを指摘した。

フィッチ・レーティングスが、今年8月に米国の格付けを最上位から格下げした時の理由も、米国財政の悪化や債務上限問題を巡るワシントン政治の混乱を理由とした。

連邦政府の債務残高は29兆ドル（3300兆円）に達しており、政府の債務利払い負担は1兆ドル（150兆円）となっている。

欧州 : 「ECB, BOEともに引き締めから様子見スタンスに移行」

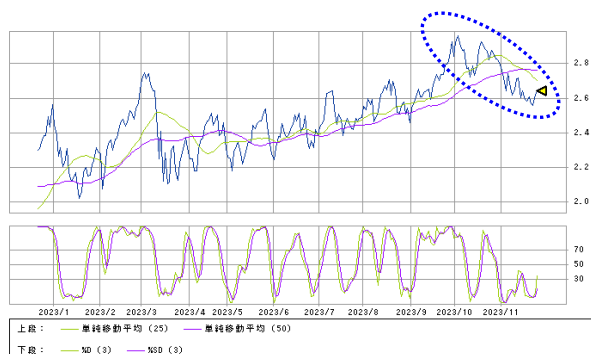
ECBは10月26日の理事会で「利上げを見送り」を決定した。9月の理事会まで10回連続で利上げ（累計+4.50%）を行ったが、11回会ぶりの据え置きを決定した。これまでの金融引き締めの効果を見極めたいとの意向が働いた結果だが、インフレ抑制を第一目標とした金融引き締めの基本的政策に変更はない。「今後も必要なら追加利上げに備えるべき」との意見が会合で出ている。

インフレの鎮静化から、市場では「ECBは利上げを完了した」との見方が増えてきた。物価上昇が再加速しない限り利下げの可能性を徐々に探る展開に移行する、との見方から、2024年4月会合での利下げ確率は60%に達している。

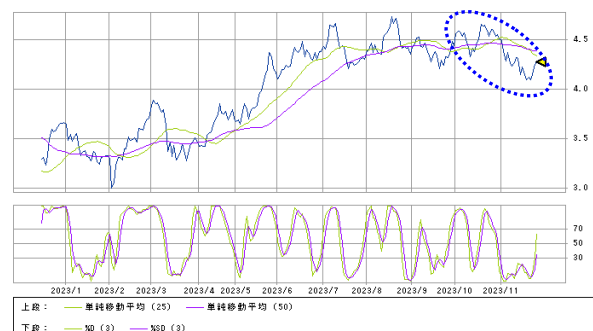
ラガルド総裁は11月10日、「（金融引き締めから利下げへ転換することは）今後、数四半期はない」とコメントした。早期の利下げ観測を牽制した。

英国イングランド銀行（BOE）は11月2日、政策金利を5.25%で据え置いた。9月に続いて2回連続の見送りとなった。2021年12月から14回連続して利上げを行ってきたが、物価上昇と賃金伸び率が鈍化してきたので、様子見スタンスをしばらく続ける。2024年半ばでの利下げ観測も浮上してきた。6月会合での利下げ確率は70%に。

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）



日本 : 「日銀による緩和修正（第2弾）のタイミングが接近」

日銀は10月31日の金融政策決定会合で、

- ① 長短金利操作（イールドカーブ・コントロール政策：YCC）を廃止
=> 長期金利の上限を1%として無制限に国債を買い入れる「連続指し値オペ」を廃止。長期金利の上限設定を外した。金利水準1%は「目処」として緩やかに一時的に超えることを許容する。
指し値オペを実施する際の判断は金利情勢などから適宜決定する。

② 「マイナス金利政策」、「ETF（上場投資信託）買い入れ政策」は維持を決定した。

「異次元の金融緩和政策」から“正常化”にそろりと着実に動き出した。

前回（7月）から3ヵ月しか経過していないにもかかわらず、更なる政策変更に踏み出した背景には、

- ① 米国金利の予想以上の上昇（5%超え）
- ② 日本の物価情勢の強含み推移

がある。

今回の「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、

- ① 2023年の消費者物価（コア）上昇率見通しを、7月分の前年度比2.5%から2.8%に上方修正。コアコア指数は3.2%から3.8%に。
- ② 24年度の見通しも、目標値（2%）を下回る水準に留めていた1.9%から2.8%に大幅に引き上げ。コアコア指数は1.7%から1.9%に。
- ③ 25年度のコアコア指数は1.8%から1.9%に引き上げ。

結果として、

- ① （長期）金利の上昇を容認
- ② ドル高円安の進行を容認

という従来からの判断・対応から大きな変更・逸脱はなかった。「円安」の一段の進行を金融政策の変更により食い止める、というマインドまで働いていない。

植田総裁は11月8日、国会で立憲民主党の議員から、日銀が物価上昇率見通しの“上方修正”をくり返している物価高の責任を問われ、「見通しに誤りがあったことは認めざるを得ない」と非を認めた。

消費者物価（コア）上昇率が日銀の目標水準（2%）を18ヵ月間上回って推移しているにもかかわらず、「粘り強く金融緩和を継続する」という対外説明により緩和姿勢を維持し続けている（＝緩和政策修正、利上げ忌避）ことに、批判の声が強くなってきている。

- ① 円安のデメリット
- ② 物価上昇の主因
- ③ 金利上昇による利払い増加、財政負担、日銀債務リスクを回避
- ④ 株価下落を忌避

一方で、植田総裁は

- ① 日本経済は緩やかな回復基調を辿る
- ② 消費者物価の上昇も2%目標に向かって上昇過程
- ③ 実質金利の水準は未定

との基本的認識を外部へ説明しており、「マイナス金利」解除に向けての地ならしを続けている。

「YCC政策」が撤廃されたことから、次の焦点は「マイナス金利」の解除時期が何時になるのかに移る。

植田総裁は、その判断根拠としては、

- ① **物価動向**（の見通し） … 2025年度での物価見通し（直近1.7%）
- ② 2024年の**賃金上昇動向**

を挙げている。

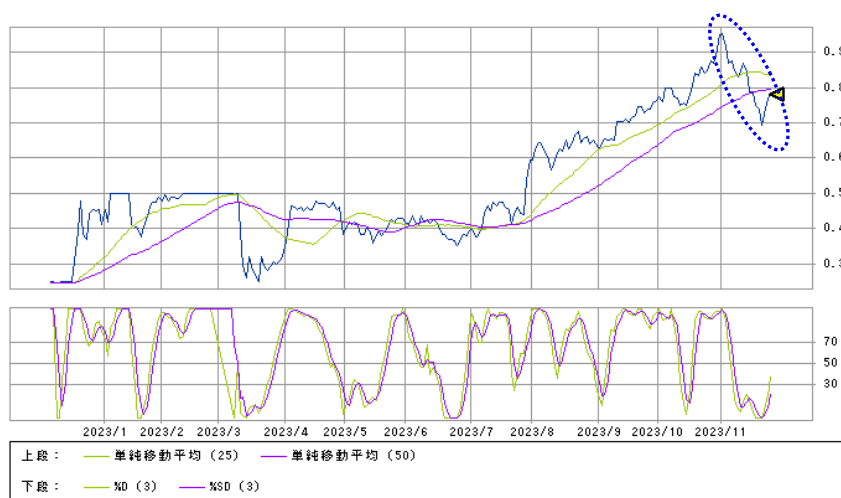
マイナス金利解除の予想時期は、「2024年1月（22・23日）」「同3月（18・19日）」に分かれている。判断の目途のポイントは、

- ① 24年春闘の賃上げ率が23年以上に引き上げられる見込み（大手・リーダーシップ企業の表明）
- ② 3月には春闘での大手企業の回答実績が集計され確信度が高まる
- ③ 4月の金融政策決定会合で26年度の物価見通しが初めて提示される
「物価の反落リスクが低弦した」ことを根拠として実行

現時点（11月13日：QUICK調査）では、マイナス金利解除の時期の予想コンセンサスは24年4月（32%）が最多。24年後半がこれに次ぐ。1月というのも20%ある。今後は、「マイナス金利政策」の解除時期を巡る思惑が高まってくる。

長期金利（10年物国債利回り）は10月31日、金融緩和政策の修正観測を受けて0.955%まで上昇した。2013年5月以来、約10年5ヵ月ぶりの水準である。その後は国債増発懸念から0.7%まで反落した。

日本10年債利回り（日足：1年間）



【 3か月間の想定レンジ 】

日本長期金利（国債指標物：0.778%） : 0.50 ~ 1.00%

V. 為替市場動向と見通し

(米ドル)

日銀が金融政策決定会合でマイナス金利政策を維持したことから円売りが膨らみ、10月31日に対ドルで1ドル=151円台を付けた。

11月13日には151円台92銭までドル高・円安が進んだ。

米ドル円レート（日足）1年間



その後、14日発表の米国消費者物価（10月）の発表が大きな転機となった。長期金利が急落したことから、通貨先物でのドル売りポジションの買い解消が一気に進んだ。14日時点での投機筋による円売り建て玉残高は、2017年以来の高水準だった。2023年の年初からは3倍の規模でのドル買いポジションに膨らんでいた。21日には、一時1ドル=147円台前半まで9月中旬以来の円高水準をつけた。

シカゴ先物市場での日本円ポジション動向



(欧州通貨)

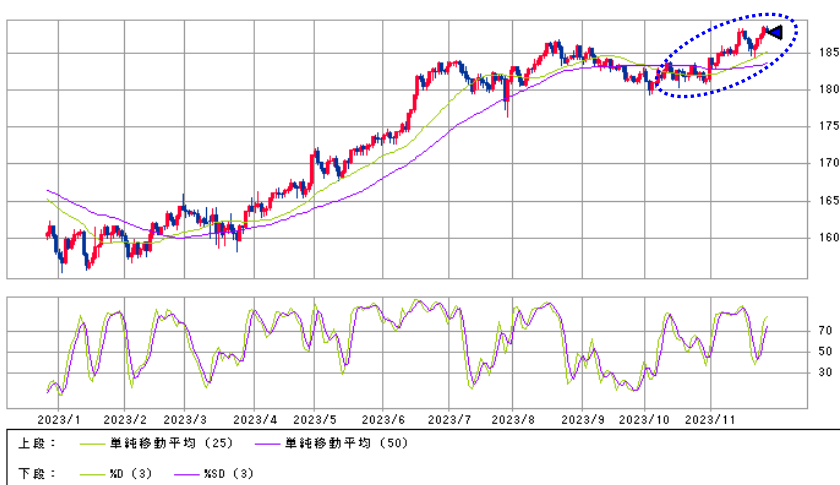
ユーロは、ECBの金融引き締め方針がFRBよりも強硬、ということになってきたので、ユーロ買いの動きが強まった。11月15日に1ユーロ=164円30銭の、2008年8月以来15年ぶりの円安・ユーロ高水準をつけた。

ユーロ円レート（日足）1年



英ポンドは、9月21日の政策決定会合で政策金利の据え置きを決めたことから、8月をピークに弱含みとなったが、11月にはユーロ高に連動して反転。

英ポンド円レート（日足）1年間



為替見通し

11月になって1ドル=150円水準を再度突破したので、政府当局による口先介入は行われたが、結局、市場介入は行われずに静観となっている。

米FRBと日本銀行における政策金利の方向性の違いというファンダメンタルズ要因が徐々に意識され市場参加者に効いてくると判断している、とも考えられる。

日銀による「マイナス金利政策」の解除時期は、市場参加者予想では早くて2024年1月、その次は3月、さらに4月という節目が到来する。

投機筋は、金利差要因からのドル買いポジションを巻き戻すタイミングを図っている局面にあると見られる。

現時点では、

- ① 物価上昇モーメントは一段落だが、今後は再下落か反騰かは不透明
- ② 米国、欧州（ドイツ）、中国とも景気鈍化の方向にある
- ③ FRB、ECBとも2024年前半には政策変更の可能性は低い
- ④ 日銀の金融政策の修正のタイミングが接近してくる

2024年は緩やかな円高基調に回帰していくのがメインシナリオ。米国の利下げ気運の高まり、日銀の緩やかな異次元緩和からの出口戦略に向かう方向感の違いから、2022年からの2年間に及ぶ歴史的円安局面の反転となると予想される。

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (149.00円) : 130 ~ 155円

ユーロ円レート (163.20円) : 150↑ ~ 170円↑

VI. 株式市場動向と見通し

外国株

((米国株))

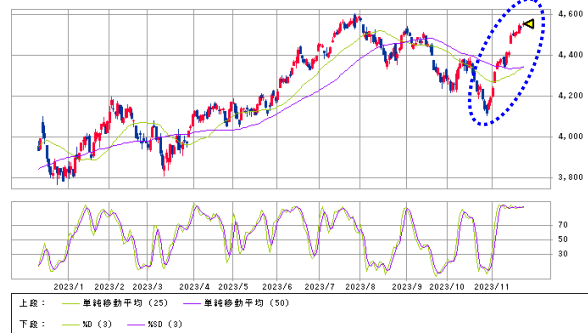
NY市場は長期金利が5%まで上昇する反動から、7月高値から3ヵ月間の下落相場が続いたが、11月は買戻しから反騰局面に転じた。NYダウ平均株価は、8月1日高値(35630ドル)から10月27日安値(32418ドル)まで▲9%下落となったが、直近の戻り高値(11月24日)35390ドルまで3週間で+9.2%の回復を見せ、年初来高値更新を伺う。

「金利上昇&景気鈍化」を嫌気した3ヵ月間の弱気局面から、FRBが11月1日のFOMCで2会合連続して追加利上げを見送ったことで「金利ピークアウト&景気ソフトランディング」にマインド転換となった。「利上げ対応の終了」観測が広まり、過度な引き締め懸念が後退して、先物売りポジションの買戻しとGAFAM(Google、Apple、Facebook(Meta)、Amazon、Microsoft)の買い増しから反騰相場に転じた。

NYダウ平均株価(日足:1年間)



SP500指数(日足:1年間)



NASDAQ指数(日足:1年間)



フィラデルフィア半導体株指数



((欧州株))

ECBの利上げ休止を好感して欧州長期債も買戻さ、NY株式の上昇に連動して反騰した。

ドイツDAX指数 (日足：1年間)



英国FTSE指数 (日足：1年間)



((中国株))

中国株は下落基調変わらず。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。海外投資家からの売却・資金回帰の動きが継続。

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)		
	(9月27日)	(10月26日)	(11月27日)
株価	: 32371円	30601円	33447円
PER	: 15.73倍	14.77倍	14.87倍
EPS	: 2058円↓	2072円	2249円↑
PBR	: 1.35倍	1.26倍	1.32倍
BPS	: 23979円↓	24287円↑	25339円↑

日経新聞の2023年度EPS（1株あたり利益）予想値は、11月に入ってから大きく上方修正された。1ヶ月前の10月末でのEPS予想値（2072円）から+8.7%の上方修正。2022年度実績値（2042円）からは+10%増益。

(上方修正要因)

- ① 円安の恩恵 … 期初の為替見通し（1ドル=125円）が、今回140円台に引き上げ
- ② 自動車生産の拡大 … 半導体不足の解消
- ③ 海外事業の好調
- ④ インバウンド需要の恩恵（旅行、宿泊、レジャー、交通、小売）
- ⑤ 値上げ効果

中国景気の減速が、設備投資関連、自動車関連、電子部品、住宅など、中国ビジネスの関係が深い企業の受注・生産・業績面に影響してきたのが明らかになってきた。

- ・設備投資関連 … ファナック、キーエンス、オムロン、コマツ
- ・スマホ生産の減速 … 村田製作所
- ・自動車関連 … ニデック
- ・住宅関連 … TOTO、パナソニック

業種別では、好調なのは

- ① 円安の恩恵をフルに享受した自動車関連、機械関連
- ② アフターコロナ局面での需要回復（インバウンド、人流）の恩恵の旅行、運輸、サービス、外食関連
- ③ 原材料価格の上昇を価格転嫁につなげられた競争力・付加価値製品メーカー

（業績好調・上方修正組）

- ① 自動車関連 … 生産回復、新型車効果（EV関連）、円安効果
- ② 機械 … 設備投資増加（自動化・省力化・省エネ投資）、円安効果
- ③ 運輸、ホテル… 人流（旅行、インバウンド、出張）の回復
- ④ 総合商社 … 円安効果、非資源事業の拡大
- ⑤ 食品 … 外食・インバウンド需要の好調
- ⑥ サービス … インバウンド（訪日客）需要

一方で、低調・不振なのは、

- ① IT関連での生産ネック（中国）、需要低調（スマホ）
- ② 人手不足、労賃上昇、資材価格上昇などのコストアップ企業
- ③ コストアップが製品価格に転嫁するラグがある企業

（業績低調・不振組）

- ① 電子部品 … スマホ・パソコンの需要減退、サーバー・基地局投資の減少
- ② 海運 … 欧州・中国の景気減速、コンテナ船市況下落
- ③ 建設 … 人手不足（労賃コスト圧迫）、資材価格高騰
- ④ 化学、繊維 … 中国での需要減、原材料高
- ⑤ 鉄鋼 … コストアップ（原材料、円安）

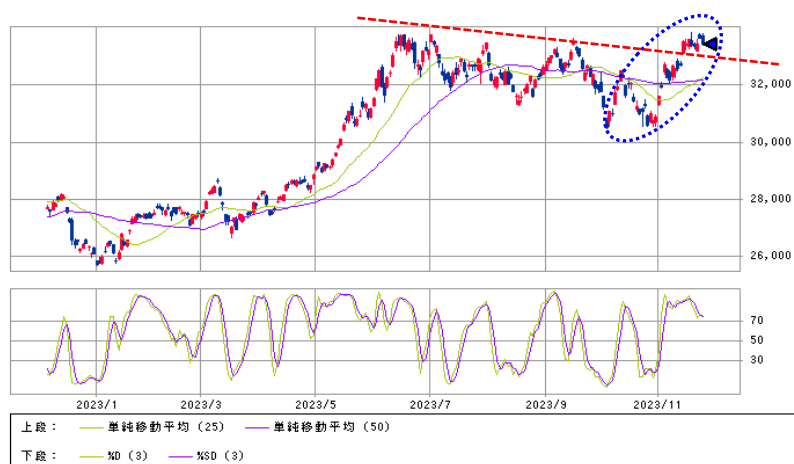
(2) 東京株式市場

日経平均株価は10月4日(30487円)、30日(30538円)のWボトムを付けた後、11月に入って反発して20日には33853円の1990年3月以来のバブル崩壊以降の戻り高値を付けた。20日間で+10.9%の上昇率となった。

反騰相場の要因は、「金利低下と業績上方修正」

- ① 米国FRB、欧州ECBが利上げ政策を一旦休止姿勢に転換した
- ② 来年に利下げに転じるとの期待が高まり、債券が買われて長期金利が低下した
- ③ 米議会がつなぎ予算を可決して連邦政府閉鎖が土壇場で回避された
- ④ 中東・イスラエル情勢が過度にエスカレートせず、原油価格は反落した
- ⑤ 7～9月期決算発表で、米国では半導体関連株の底入れ・改善期待が高まり、ハイテク株、AI株が買われた
- ⑥ 日本ではトヨタを中心とした円安メリット銘柄の好業績から今期業績見通しが大幅上方修正となった。
- ⑦ 海外投資家が11月に入って、現物株5000億円、指数先物1.8兆円の大幅な買戻しを行った

日経平均株価(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株価下落と、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。

11月に入って第1週から買い越しを続け、第2週（6～10日）に株価指数先物を1兆円、現物株を783億円、第3週（13～17日）には同じく6600億円、3600億円買い越した。2週間合計では総額2.1兆円となったが、9月の売り越し額の3分の2の金額に留まっている。

海外投資家が評価している日本株の投資魅力は以下の点：

- ① 日本株式の出遅れ
- ② 企業業績改善期待（増益率・収益率）
- ③ 増配・株主還元が増えてきている
- ④ 「PBR（株価純資産倍率）1倍割れ状態」を是正する気運の高まり
- ⑤ コーポレートガバナンスの進展を評価
- ⑥ 2024年からスタートする「新NISA」による投資資金の流入期待

（2024年に掛けての）物色対象（「新NISA」用）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）
… 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）

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価（33447円） : 30000円↑ ~ 35000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。