

投資環境と金融市場の見通し（124）

2023年 12月22日

田淵英一郎

I. 2023年の総括・回顧

< 景気 >

- ① 世界景気は、中央銀行によるインフレ抑制の為の政策金利の引き上げと、アフターコロナ需要の一巡により、今年後半に景気後退局面（特に米国）に入るとの予想が多かったが、意外に堅調に推移した。
- ② 足元ではユーロ圏が2四半期連続のマイナス成長だが、米国は景気の落ち込みが上方修正されるとの予想で楽観論が支配的。
- ③ 中国は、不動産バブル崩壊が顕著となり、習近平体制3期目での微妙な政策の舵取りで踏ん張っている。“日本化”“デフレリスク”を指摘する見方が増えた。
- ④ 日本は、潜在成長率（+1%以下）並みの“低位&安定”成長が恒常化。

< 物価 >

- ① インフレ上昇は世界的にピークアウト。卸売物価（資源、食料品）はコロナ前の水準にまで沈静化。消費者物価（川下）はサービス価格上昇により高止まり。
- ② 特にユーロ圏、英国の物価上昇率が、急騰後の反動により足元で急低下。
- ③ 日本は、政策補助金などを控除すると前年比+4%程度の物価上昇が生活実感。実質賃金のマイナス状態が続いている。

< 金融政策 >

- ① FRB、ECBは、10月から12月での政策決定会合では政策金利の引き上げを休止し、“見送り&様子見スタンス”に転換した。市場参加者は次の「利下げ実施」をスピード違反気味に先取りして、長短金利は11月から急低下した。
- ② 植田日銀総裁は4月に就任以してから、7月、10月の2回に「YCC政策」をスマートに廃止した。金利正常化の出口に向かって着実・堅実に歩みを進めている。「マイナス金利政策」をいつ解除するのが次の焦点に。

< リスク要因 >

- ① FRB（FOMC参加者）や楽観的投資家が期待しているように、景気・物価が軟着陸するのか否か。2022年のインフレ加速局面では判断・対応が遅れた、という事跡がパウエル体制にはある。政策金利の引き上げも遅れ気味に漸増された。
- ② これまでの金融引き締めの影響が今後の景気動向にどの程度影響するのは、依然として不透明。
- ③ 中国で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。中央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いるので、懸念が先送りされた“藪の中状態”。

< 投資環境・市場見通し >

- ① 欧米主要国での“利上げ終焉”、2024年からの“利下げ開始期待”の思惑から、長短市場金利は急速に低下して高値水準での乱高下の動き。
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となった。
- ② 日本はようやく「潜在成長率（+0.5%）並みの成長、デフレ脱却、プラス金利」の正常状態に移行しつつある。
- ③ 日銀のマイナス金利政策解除の時期が接近しているので、金利格差からの米ドル買い需要が減退した。歴史的な「米ドル高・円安」局面はピークアウト。
- ④ 日本の企業業績は堅調で上方修正が続く。円安の恩恵もあるが、経営・資本効率の見直し・改善効果が徐々に顕在化。
- ⑤ 日本株の優位性が見直され、海外投資家（バフェット効果）からの投資資金が流入した。
 - ・ 日本株の出遅れ（世界比較、中国からの資金シフト）
 - ・ 企業業績の改善・上方修正
 - ・ 増配・株主還元と企業買収などの内部留保の活性化が始まる
 - ・ 「PBR（株価純資産倍率）1倍割れ」を是正する資本効率の見直し
 - ・ コーポレートガバナンスの改善・進展
 - ・ 2024年からの「新NISA」制度による個人投資家資金の流入期待

Ⅱ. 2024年の見通し

< 景気 >

世界経済成長率（OECD予測）は2024年が2.7%、25年が3.0%。金利低下により足元からは底入れ反発するが低水準での横這い推移。米国は+3%、日本は+1~2%、ユーロ圏は0~1%のレンジ推移。中国も5%水準で横ばい。

米国は来年前半に循環的な景気減速期を迎える。スローダウン&ソフトランディングがコンセンサス。物価鈍化に続いて、景気も減速するので金融政策に影響を与える。

日本は「脱デフレ=物価上昇（3%）」、「賃金上昇=2023年並みかプラスアルファ（+4%）」「脱マイナス金利=金利上昇」、物価・賃金・金利の“3つが上がる”年に。

< 金融政策 >

F RBは2024年後半、E C Bは2025年に利下げに踏み切る、というのが直近のコンセンサス予想だったが、半年早まってF RBは24年前半の可能性が高まる。F RBの見方は年3回だが、市場は6回（都合▲1.5%）を先取りしている。E C Bも2024年には利下げに転じるとの観測が一気に強まる。春先から利下げを実施して年4~6回（都合▲1.0~1.5%）の予想となっている。E C B首脳の認識とは異なる過剰な期待先行の動きを債券市場は見せる。

植田総裁は4月の就任以降、2回（7月、10月）にわたって「Y C C政策」を廃止、着実・堅実に出口に向かって歩を進めている。24年前半にマイナス金利を是正することで、17年ぶり（今世紀で3回目）の利上げに踏み込むと見られる。金利正常化への出口は近いが、過去2回では短期間で緩和に転換を余儀なくされている。

歴史的なドル高局面が反転し修正の動きに転じている。欧米との金利格差と日本の構造的な貿易・経常赤字構造から、130円台への緩やかな円高に向かう。

< 投資環境・市場見通し >

現状は「物価沈静化」「景気減速」「金利低下期待」に裏付けられた金利低下による債券が買われる典型的な「金融相場」の局面。さらに株式市場においては、堅調な企業業績（上方修正期待）に裏付けされた「業績相場」の色合いも先取りしている。2024年も基本的な裏付けは変わらないが、プラス金利に戻ることでボラティリティは高まり、買われ過ぎでのバリュエーション調整と、突発的なリスク要因の顕在化によるコレクションを交えながら強気展開となる。

企業業績は、米国、日本ともに堅調で、前年比+10%前後の増益予想。

- ① 米国は金利低下（政策金利の引き下げ）によるリスクの低下
- ② 日本は「マイナス金利の解消」＝「脱デフレへの出口戦略を評価」が上乗せされるプレミアム評価（＝株価上昇ポテンシャル）も期待される。

一方で、「楽観論（＝ゴルディロックス相場）」を裏切るファンダメンタルズ要因でのリスク展開としては、

- ① 「物価高止まり」「家計貯蓄の払底」「消費減退」により米国が景気後退
- ② 金利低下、株高によるインフレ再燃からFRBが追加利上げに動く
- ③ 日米の政策金利修正タイミングのズレによる急速なドル安・円高の進行となれば、ニューヨーク株式相場は史上最高値圏にあるだけに調整圧力は強まる。

2024年は、台湾総統選挙（1月13日）、インド総選挙（4～5月）、米国大統領選挙（11月5日）という注目選挙の年。中国が台湾、インドの選挙に、ロシアが米国大統領選挙に、介入・妨害・工作するのも焦点（ネガティブサプライズ）

日本株は、30年間続いた“デフレ局面”から遅ればせながら脱却する転機の年になるので、新たな投資チャンスが到来する。

- ① コーポレートガバナンス改革が進展（経営体質と企業戦略が明確化）
- ② “PBR1倍割れ是正”の要請が資本効率の改善につながる動きが加速
- ③ 中国から流出する投資資金の受け皿として、出遅れの日本株が評価される
- ④ 2024年からの「新NISA制度」は、個人投資家・若年層投資家からの長期・安定的な資産形成資金が市場に流入するので、需給的にはインパクト大

Ⅲ. 2024年での重要トピックス・リスク要因

(1) 岸田政権・自民党

((派閥パーティー裏金疑惑))

自民党安倍派（清和政策研究会）で発覚してきた「政治資金パーティー収入による裏金キックバック疑惑」問題は、経済対策、増税財源問題、マイナカード対応混乱・統一教会問題などで10月から支持・信認を失い続けてきた岸田政権に対して、最大・究極の追い打ちとなってきた。

この疑惑は、2022年11月6日に「しんぶん赤旗」が「派閥によるパーティー券収入が政治資金報告書に不記載となっている」と報道したことから始まった。18年から20年までの3年間で59件、2422万円にのぼる、との内容だった。政治家の金銭問題を精査している上脇博之神戸学院大学教授が「これだけの不記載は前代未聞」として調査を開始、自民党の5つの派閥が18年から20年までの3年間で5800万円の不記載があったとして各派閥の会計担当者を東京地検特捜部に刑事告発した。

東京地検特捜部は、今秋から安倍派（清和政策研究会）の事務局長（会計責任者）を中心に事情聴取を開始した。安倍派の事務局長（会計責任者）は完落ちして、派閥の政治資金の表帳簿・裏帳簿を検察に提供したとされる。

検察サイドからリークされた報道によれば、安倍派のパーティー収入（5年間）は5～6億円、裏金・キックバック金額も同程度の5億円に達している。キックバック手法以外に議員が派閥に報告しない方法による裏金もあり、個人的に使用されている。安倍派のチケット販売ノルマは、当選1回生で60万円（30人）、閣僚経験者で400万円以上、最高額は750万円。

朝日新聞は12月8日、松野博一官房長官が派閥から5年間に1000万円超の裏金のキックバックを受けていたことを朝刊1面で報じた。その後、安倍派の主要幹部で裏金提供を受けたとして実名が報道されたのは、高木毅国対委員長（現事務総長）、西村康稔経済産業相（前事務総長）、下村博文元文科相（元事務総長）、世耕弘成参院幹事長、萩生田光一政調会長、塩谷立座長、橋本聖子元五輪相などである。

キックバック累計金額が4000～5000万円に達したとして名前が挙げられたのは、大野泰正参院議員（岐阜）、池田佳隆衆院議員（比例東海）、谷川弥一衆院議員（長崎3区）の陣笠議員である。

政治資金規正法違反（不記載・虚偽記載）での時効は5年。過去5年間で事務総長を務めていたのは、2018年1月から19年9月までが下村元文科相、21年10月までが松野前官房長官、22年8月までが西村前経産相、直近までが高木前国対委員長である。

検察当局は、安倍長期政権下での「桜を見る会」問題、「森友学園」問題、「加計学園」問題、検察総長人事に於いて、首相官邸からさんざん圧力や妨害を受けてきたので、積年の思いから安倍派（清和会）への意趣返し（OB関係者は否定するが）の為に本気である。

今後の予想される展開は、

- ① 清和会の事務局長は立件・起訴される
- ② 直近5年間の事務総長経験者も、事務局長との共謀が確認された場合は立件される可能性がある
- ③ キックバック裏金を受領した議員においては、総額での線引き（4000万円？）をした上で、資金管理団体の会計責任者と議員本人が立件される可能性がある
- ④ キックバック裏金が4000万円以下の議員（1000万円以上？）でも、その資金を私的に流用して雑所得申告していなければ脱税分を修正させて実名を挙げる
- ⑤ 2024年の通常国会は1月（20日前後）に開会される。年末年始を挟んだそれまでの1ヵ月間に対象となる国会議員への事情聴取を終えて事実と証拠を固める
- ⑥ 安倍元首相の殺害逝去後、特定の後継者を決定せずに集団（5名）指導体制で暫定対応としてきた安倍派は、パーティー自粛、要職ポスト配分も無くなったので、若手議員中心に退会・離脱者が続く。森元首相は引退し、安倍元首相、細田前衆院議長が死去して領袖者が退場したことで清和会は自然崩壊する

((岸田政権の持続可能性))

【 内閣支持率 】

- ・ JNN (11月 5日) … 支持29% (▲11%)、不支持68% (+11%)
- ・ NHK (12月10日) … 支持23% (▲6%)、不支持58% (+6%)
- ・ 産経・FNN (12月10日) … 支持23% (▲5%)、不支持72% (+3%)
- ・ 時事通信 (12月11日) … 支持17% (▲4%)、不支持58% (+5%)
- ・ 共同通信 (12月17日) … 支持22% (▲6%)、不支持65% (+8%)
- ・ 日経新聞 (12月16日) … 支持26% (▲4%)、不支持68% (+6%)
- ・ 朝日新聞 (12月16日) … 支持23% (▲2%)、不支持66% (+1%)
- ・ 毎日新聞 (12月17日) … 支持16% (▲5%)、不支持79% (+5%)
- ・ 読売新聞 (12月17日) … 支持25% (+1%)、不支持63% (+1%)
- ・ ANN (12月17日) … 支持21% (▲6%)、不支持60% (+8%)

11月時点での世論調査では、岸田内閣支持率は軒並み20%台で危機的な水準まで落ち込んでいたが、「派閥パーティー裏金疑惑」の表面化が更なる追い打ちとなってきた。時事通信の12月調査では、岸田内閣の支持率は前月比4ポイント減の17%となり、2012年12月の自民党政権復帰後の最低を更新した。20%割れは2009年9月の麻生内閣(13.4%)以来である。自民党の支持率(18.3%)も政権復帰後の最低を更新し、2ヵ月連続で20%を下回った。

「青木の法則」(両者の合計)では35%と、50%デッドラインを大幅に下回る。

【 青木の法則 数値 】

・ NHK	:	内閣支持率23%	+	自民党支持率30%	=	53%
・ 時事通信	:	17%	+	18%	=	35%
・ 産経・FNN	:	23%	+	27%	=	50%
・ 共同通信	:	22%	+	26%	=	48%
・ 日経新聞	:	26%	+	30%	=	56%
・ 朝日新聞	:	23%	+	23%	=	46%
・ 毎日新聞	:	16%	+	17%	=	33%

岸田政権は自縄自縛状態。2度断念した念願の「衆院解散・総選挙勝利・総裁再選」の目論見は遠のくばかり。支持率低下や政局動向により、景気・経済対策、成長戦略、財政運営に影響が出かねないところまで追い込まれてきた。

就任当初から懸念・指摘されてきたことが、発足後2年が経過して改善されないまま、一気に露呈したに過ぎない。

- ① 総理大臣（一国のリーダー）として、やりたいことを持っていない、日本をどういう国家にしたいのかビジョンがない
- ② 総理大臣に就任する前のインタビューで、「やりたいことは人事」と答えて、質問者（御厨貴東京大学名誉教授）を啞然とさせた有名なエピソードがあるが、閣僚・政務官の不祥事による辞任ドミノの連鎖から、結果として人事下手であり任命責任は免れ得ない
- ③ 「聞く耳を持っている」と自ら公言したが、「デフレからの脱却」に固執して、インフレに苦しんでいる現状の国民の痛みが分からない
- ④ 自分の言葉で説明出来ない、言葉に誠意・力が無い
=> 「政治資金問題が国民から疑念を招いている事態は遺憾である」
「信頼回復のために火の玉となって自民党の先頭に立ち取り組んでいく」
- ⑤ リスク対応が稚拙であり、不祥事・スキャンダルへの対処（決断）が遅い
=> 「統一教会」問題での自民党・安倍派での対応と同様
- ⑥ 社会保障費、少子化対策、防衛費増大という将来への不安・懸念材料が見えていのに、財源を踏まえた将来ビジョンを示し得ない、自分の言葉で説明出来ない
- ⑦ 財政の持続可能性に言及することが無く、マイナス金利からの離脱に向かおうとしている現状での統合政府債務に目配りの姿勢が見えない

現時点での岸田内閣・自民党の支持率水準と、衆目が一致する後継者が不確定という状況からは、「首相交替」「解散・総選挙」という選択肢は無い。来年度予算が議論・成立する3月末までは現行の体制で凌ぎながら、その間に後継者（複数）を絞り込み9月の総裁任期前の辞任・（前倒し）党首選挙という流れが想定される。

政治改革（政治資金規正法厳密化改正、自民党の派閥解消）は進みそうもない。

(2) 中国

経済成長が始まり、個人富裕層が登場したことで、不動産投資（投機熱）が始まったのは1998年。「住宅価格は必ず上がる」という成長&不動産神話を信じた一般大衆が自宅購入や不動産投資を加速させたので、“不動産バブル”局面を迎えた。

行き過ぎた投機熱を抑制し、綱紀肅正の目的から政府が金融面から締め付けを強めたことで、不動産価格が天井を付け、“不動産不況”に転じたのは2021年である。

直近の新築住宅価格（11月）は、全国主要70都市のうち59都市（84%）が前月比下落を続ける。下落した都市が50%を超えるのは6ヵ月連続。

ムーディーズは12月5日、中国の信用格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ（弱含み）」に変更した。ムーディーズは2017年、中国の信用格付けを「Aa3」（ダブルAマイナス相当）から「A1」（シングルAプラス相当）に1段階引き下げた。今回の「ネガティブ」への変更は、「A1」からの格下げの可能性を示唆する。

「中央政府が、不動産不況により財政難に陥った地方政府や国有企業に対して、財政支援を行うことで財政余力が低下している」ことを理由とした。

中国政府は、既に政府債務の増加を厳しく抑制している。地方債の発行は2014年から原則禁止している。その結果、地方政府は「融資平台」（インフラ投資会社）という仕組みを作って、資金調達と投融資を実行してきている。債務残高は中央政府の公式統計からは推測出来ない「隠れ債務」状態にある。IMFは融資平台の債務残高を66兆元（1400兆円）と推計しており、中央政府の債務（30兆元）、地方政府の債務（40兆元）をはるかに上回っている。

ムーディーズが発表した中国の経済成長率予想では、2024年・25年が+4%、26～30年は年平均+3.8%。潜在成長率は、人口減少により現状の+5%台が+3.5%に低下する。

低成長経済への移行、人口減少・高齢化による社会保障支出の増加、財政赤字の拡大などから、「不動産バブルの崩壊」による「日本化（失われた30年）」への移行が確認される局面が続く。

(3) 米国大統領選挙

共和党の予備選が、2024年1月15日から中西部アイオワ州で始まる。

現在の状況からは、予想外の変化・番狂わせが無いとなれば、11月5日（火曜日）の米大統領選はトランプ前大統領が当選する可能性が高い、と考えざるを得ない。

- ・ バイデン政権は無難に任期をこなしてきているが、これという加点がない
- ・ 物価対策、国境警備問題での不満から、直近の支持率は任期最低の34%
- ・ 高齢（81歳）ゆえの健康を不安視する声はさらに強まっている
- ・ さらにもう4年間大統領職を委ねていいのか、との懸念が74%に達している
- ・ 米国民は分断しており、変化を求めている
- ・ 共和党には強力なライバル候補者がいない独走状態（60%以上）

仮に大統領に当選した場合、4年前以上の深刻な事態となる可能性がある

- ・ 報復が始まる（議会襲撃事件、税務捜査・裁判）
- ・ 弾劾が始まる（バイデン大統領子息への税務不正疑惑）
- ・ 内向きの対外強硬政策が再開される（NATO離脱、環境・エネルギー政策）
- ・ 中国、北朝鮮、ロシア（ウクライナ問題）に対しても前回任期でのスタンスに逆戻りする

コロラド州の最高裁判所は12月19日、来年の州予備選にトランプ前大統領が候補となることは、2021年の連邦議会占拠事件を扇動したことを理由に認められない、との判決を下した。

米国憲法修正14条3項では、憲法を守ると宣誓して公職に就いた人物が、国家への反乱や謀反に関わった場合は公職に再び就くことを禁止している。

トランプ前大統領の選挙陣営は、即日、声明文を発表して、連邦最高裁へ直ちに上訴すると明らかにした。連邦最高裁（判事の構成は保守派6人、リベラル派3人）が予備選を実施予定の“スーパーチューズデー”（2024年3月5日）までに結論を出せるのかは流動的。

トランプ前大統領の出馬資格を阻止する訴訟は全米15州で係争中であるが、他の州での判決や大統領選挙（共和党の候補者）に影響する可能性が出てきた。

(4) 賃上げ

連合が7月5日に発表した2023年春闘でのベースアップ（ベア）と定期昇給を合わせた賃上げ率は、平均で+3.58%で前年比+1.58ポイントのアップだった。1993年の+3.9%以来、30年ぶり水準だった。

毎月勤労統計調査での1人あたりの実質賃金（10月）は、前年同月比▲2.3%減。マイナスは19ヵ月連続。物価高に賃金上昇が追いつかない状況が続いている。

金属労協（自動車総連、電機連合、基幹労連、ものづくり産業労働組合、全電線の5つの産別労組で構成：組合員200万人）は12月6日、2024年春季労使交渉でのベースアップ（ベア）要求額を月1万円以上とする方針を決めた。要求額は過去最高水準。

UAゼンセン（流通、外食などの労組が加盟）は12月7日、賃上げ目標を+6%とする執行部案を決めた。

注目ポイントは、

- ① 2023年との比較で2年連続+3%台の賃上げとなるのか
- ② 2024年分は23年比で増額となるのか
- ③ 日銀が更なる金利政策の解除に踏み切るだけの（口実となり得る）アップ幅となれるのか

(5) 日本企業のコーポレート改革

伊藤邦雄一橋大学名誉教授が直近の10年間で発表された、「伊藤レポート1.0」（2014年：資本コストを加味したROE重視）、「同2.0」（17年：無形資産・ESG重視経営）、「同3.0」（22年：人的資本経営）に則った方向性・示唆により、日本企業の低収益性、日本株の割安性（低PBR）、コーポレートガバナンスの遅れなどを是正・改善する動きが、官民が一体となって着実に進展している。

東京証券取引所が要請した「PBR1倍割れ改善要請」により、PBRの引き上げを目指す動きが始まっており、今後も加速する。ESG情報の開示を拡充して経営戦略に取り入れ、リスク低減と将来の成長期待につながっているのかを投資家は評価している。

Ⅲ. 景気・物価動向

(1) 景気動向

『経済協力開発機構（OECD） 実質GDP成長率見通し』（11月29日発表）

	2023年	2024年	2025年
世界全体：	+ 2.9%	+2.7%	+3.0%
米国：	+ 2.4%	+1.5%	+1.7%
ユーロ圏：	+ 3.3%	+0.5%	+1.4%
英国：	+ 0.5%	+0.7%	+1.2%
日本：	+ 1.7%	+1.0%	+1.2%
中国：	+ 5.2%	+4.7%	+4.2%

世界経済成長率（OECD予測）は、2024年が2.7%、25年が3.0%。現時点からボトムアウトして、2024年は金利低下により後半回復となるが、年間でみると全体的には低位横這い。米国はこれから反落局面を迎える。

ユーロ圏は既にマイナス成長入りだが、後半に回復。日本も+1~2%のレンジ推移。中国は+5%成長から+3~4%成長への移行局面。

米国の24年前半は景気鈍化局面。マイルド・スローダウン、ソフトランディング、リセッション（2四半期のマイナス成長）など見方が分かれていたが、マイルド・リセッション&ソフトランディングがコンセンサスか。

日本は、「脱デフレ=物価上昇（2%以上）が日銀目標を上回る」、「賃金上昇=23年並みか+4%前後水準」「脱マイナス金利=金利上昇」という、“物価・賃金・金利が上がる”年に。

(2) インフレ動向

○ 主要国 物価上昇率（11月）

	卸売物価 （10月分）	消費者物価・コア分（同）
米国	+ 0.9% (+ 1.2%) ↓	+ 4.0% (+ 4.0%)
ユーロ圏	— (▲ 9.4%) ↑	+ 3.6% (+ 4.2%) ↓
英国	— (—)	+ 5.1% (+ 5.7%) ↓
中国	▲ 3.0% (▲ 2.6%) ↓	+ 0.6% (+ 0.6%)
日本	+ 0.3% (+ 0.9%) ↓	+ 2.9% (+ 2.8%)

卸売物価の上昇モーメントは減速続くが、消費者物価のモーメントには減り方にブレーキが掛かり高止まり。サービス価格の上昇が影響している。

米国の消費者物価上昇率は前年比+3%（コア分は+4%）で高止まり。

1年後予想（ミシガン大学調査）でも+3%レベルに留まる。

中東紅海での船舶攻撃により、スエズ運河経由の運航は当面回避される事態となった。原油価格へ上昇圧力が掛かり、WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）先物価格は、年初来の安値水準である70ドル/バレルから反発した。コンテナ船運賃にも影響が及ぶことになる。

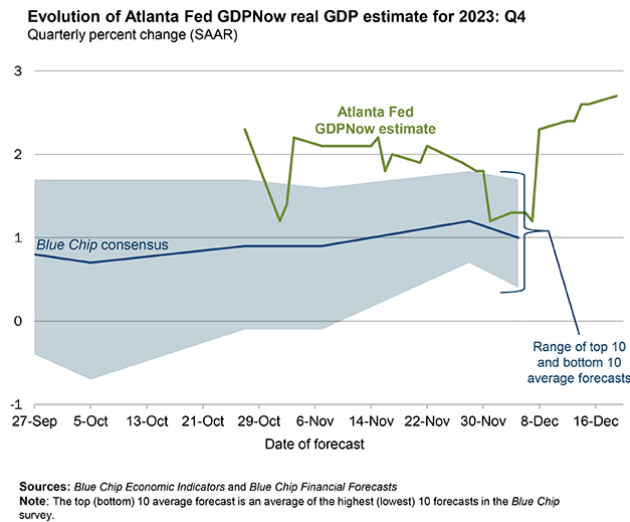
WTI原油先物価格（日足：年初来）



(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」

【 アトランタ連銀 **GDP Now** 】 (10~12月期:前期比年率+2.7%)



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12月22日現在、前期比年率+2.7%。11月時点での+2.1%から上方修正されている。

雇用統計(11月)の非農業部門雇用者数は前月比19.9万人増で、10月(15万人)から改善した。事前予想(19万人)を上回った。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の影響が無くなった(+4万人)ので、その増減を勘案すると実態は低位安定推移。

失業率は3.7%(9月:3.8%、10月:3.9%)。

平均時給の伸びは前年同月比で+4.0%、10月(+3.6%)から反転した。

雇用動態調査(JOLTS:10月)での求人件数は前月比▲62万件的873万件的で2ヵ月連続の減少。市場予想(930万件的)を大幅に下回る。直近のピークは22年12月の1123万件的。23年に入ってから減少トレンドを辿っている。

卸売物価指数（11月）は前月比横這い、10月（▲0.4%）からは反転した。事前予想（+0.1%）を下回る。前年同月比は+0.9%、11月（+1.2%）から鈍化した。インフレ圧力が沈静化している。

生産者物価（前年同月比）



消費者物価上昇率（11月）は前年同月比+3.1%、10月（+3.2%）からほぼ横這い高止まり。3%台は6ヵ月連続。ピークは2022年6月の+9.1%。コアベース（除く食品、エネルギー）は前年同月比+4.0%で10月と変わらず。

消費者物価（コア：前年同月比）



ミシガン大学の消費者調査（物価見通し）での予想インフレ率（1年後）は+3.1%（前月比▲1.4%）の低水準に下落。5年後も+2.8%（同▲0.4%）に。

予想インフレ率（1年後）



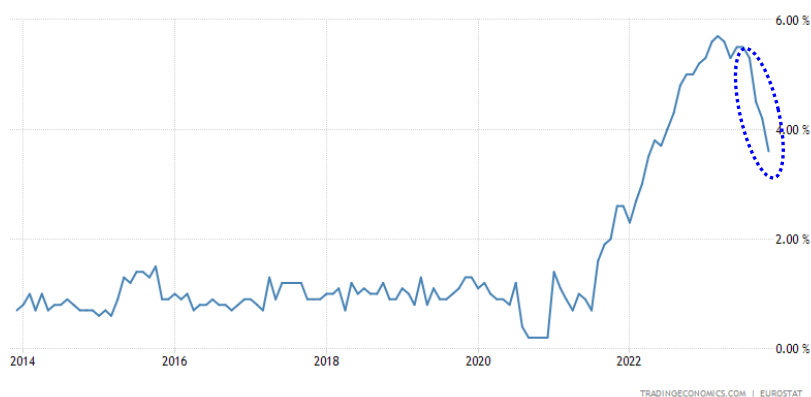
予想インフレ率（5年後）



欧州圏 : 「ユーロ圏、英国の物価上昇がピークアウト」

ユーロ圏の消費者物価上昇率（11月）は前年同月比+2.4%で、9月（+4.3%）、10月（+2.9%）から伸び率は一気に鈍化してきた。7ヵ月連続の鈍化。コアベース（除くエネルギー、食品、アルコール、タバコ）は+3.6%で、10月（+4.2%）からこちらも一気に鈍化してきた。サービス価格の低下が寄与した。

消費者物価（コア：前年同月比）



英国の消費者物価上昇率（11月）は前年同月比+3.9%で、9月（+6.7%）、10月（+4.6%）からモーメントは大幅鈍化。コア指数（除くエネルギー、食品）は+5.1%、10月（+5.7%）から大幅低下した。

消費者物価（コア：前年同月比）



新興国（中国） : 「経済活動は低位横這いが続く」

11月の月次経済統計の結果は、工業生産、小売総額ともに10月の底入れから伸長した。ゼロコロナ政策の22年からの反動増もある。投資活動（固定資産、不動産）の落ち込みは下げ止まらず。

	10月	11月
工業生産（前年同月比）	: + 4.6%	+ 6.6%
小売売上（"）	: + 7.6%↑	+10.1%
	1~10月	1~11月
固定資産投資（前年同期比）	: + 2.9%	+ 2.9%
不動産投資（"）	: ▲ 9.3%↓	▲ 9.4%

卸売物価（11月）は前年同月比▲3.0%で、14ヵ月連続のマイナス。10月（▲2.6%）からマイナス幅が拡大し、落ち込みは厳しい。

消費者物価（11月）は前年同月比▲0.5%で2ヵ月連続のマイナス。10月分は+▲0.2%。食品（豚肉）、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%、10月分と同じ。

日本 : 「デフレ脱却するも、物価上昇ほど賃金上がらず」

((インフレ動向))

企業物価指数(11月)は前年同月比+0.3%の上昇で、8月(+3.3%)、9月(+2.2%)、10月(+0.9%)から大幅なモーメント鈍化が続く。ピークは6月の+4.3%。11ヵ月連続の低下。マイナス圏が指呼の間。

政府が実施している電力・ガスの価格抑制策が指数を▲0.3%ポイント押し下げている(10月は▲0.6ポイント)。石油・石炭製品が+3.5%上昇(同+0.7%)。

生産者物価(前年同月比)



消費者物価(コア：前年同月比)



((景気動向))

実質GDP成長率は10~12月期からプラス成長に回帰する。日銀短観(12月)に見られるように、製造業、非製造業ともに景況感が改善しており、個人消費、設備投資などの内需が好転している。企業業績の好調も下支え。

懸念材料は、人出不足による人件費の上昇と、一方で物価上昇をカバー出来るだけの賃上げが来春実現するのか。

IV. 金融政策・市場動向と見通し

米FRB、欧州ECB、BOEの主要中央銀行は、直近でのインフレ圧力の鈍化から10～12月に警戒的な金融政策の方針を一気に緩和した。

来年2024年では、過去2年間に及んだ急速な金融引き締め（政策金利引き上げ）による景気の落ち込み度合いを見極めることを優先しながら、金融緩和実施の時期と対応を模索していくことになる。

新興国では利下げがスタートしている。

来年前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
1月	22、23日	30、31日	25日	
2月				1日
3月	18、19日	19、20日	7日	21日
4月	25、26日	30日～	11日	
5月		1日		9日
6月	13、14日	11、12日	6日	20日

Cf. = 利下げが予想される政策決定会合

米国 : 「2024年からの利下げを急速に織り込む」

FRBは12月12日・13日のFOMCで3会合連続して利上げを見送った。

10月のFOMCでは、利上げ継続から「経済統計を見極めるながら見守り」という段階に進んだが、今回はさらに「いつ金融引き締めを縮小するかを話し合った」（パウエル議長の記者会見コメント）という新たなサジェッションがあった。

「政策金利は引き締め局面のピークに達しているか、それに近い水準にある」とも述べた。

公表された会合参加者による敬経済見通しでは、「2024年に3回の利下げ」予想（2024年末の政策金利は4.6%）となった。前回（9月）の見通しでの利下げは2回分だった。

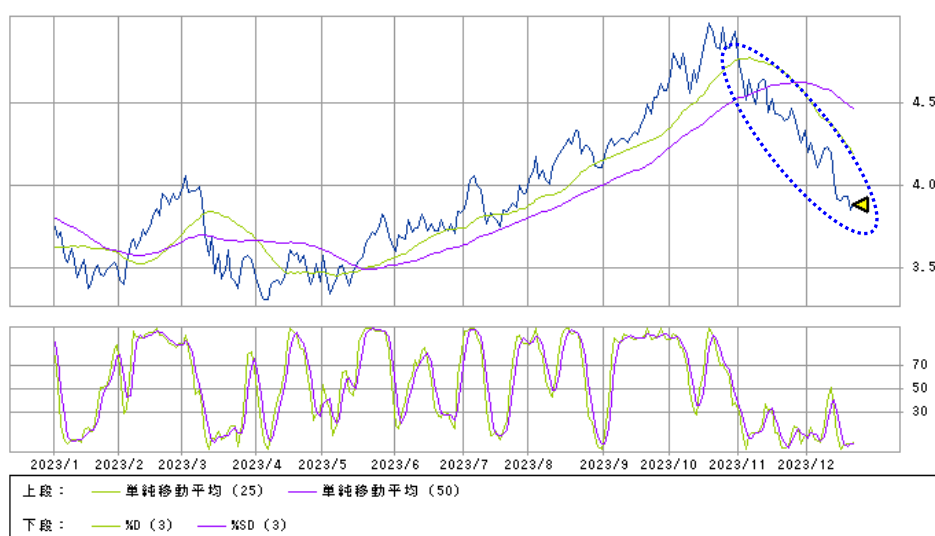
F R Bが重視している個人消費支出（P C E）の物価指数上昇率は、2023年末が2.8%（前回見通しから▲0.5%）、24年末が2.4%（同▲0.1%）、25年末が2.1%（同▲0.1%）。

F O M C参加者の2024年末時点の政策金利予想の中央値は4.6%。0.25%の利下げで3回分。前回9月のF O M Cでの見通しでは、2回分だった。

フェドウォッチでの2024年3月までの利下げ確率は、11月下旬の経済統計発表、12月に入ってから雇用統計、F O M C後の議長会見で60%以上に高まった。2024年中での利下げ回数（@0.25%）は5～6回との予想となって、F R B参加者の3回から大きく乖離した。

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。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。さらにF O M C後には3.89%まで低下した。

米国10年債利回り（日足：年初来）



欧州 : 「ECB, BOEともに引き締めから利下げタイミングを模索」

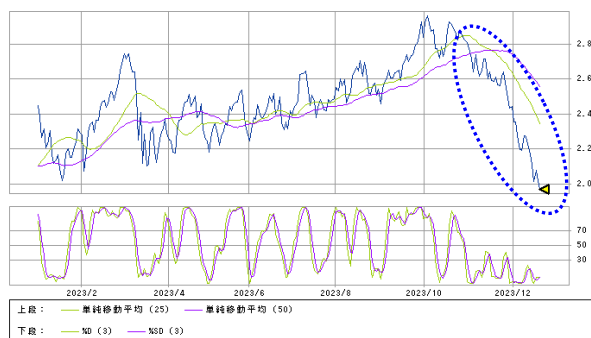
タカ派の代表格であるシュナーベル専務理事が、12月5日のインタビュー記事で、「直近のインフレ指標から追加利上げの可能性は低い」と述べたことから、市場ではECBによる利下げ期待が一段と高まり、市場金利の低下が加速した。10年物国債利回りは12月20日に2%水準を下回った。

ECBは12月14日の理事会で、2会合連続で「利上げを見送り」を決定した。9月の理事会まで10会合連続で利上げ（累計+4.50%）を行ってきた。声明文には、「インフレ率が再び一時的に上昇する可能性が高い」との文言が織り込まれた。ラカルド総裁は「我々は利下げが議論していない」と会合後にコメントした。今後の判断と対応は「経済データ次第」という従来からの慎重な姿勢に変わりはない。FRBとのスタンスの違いを強調した。

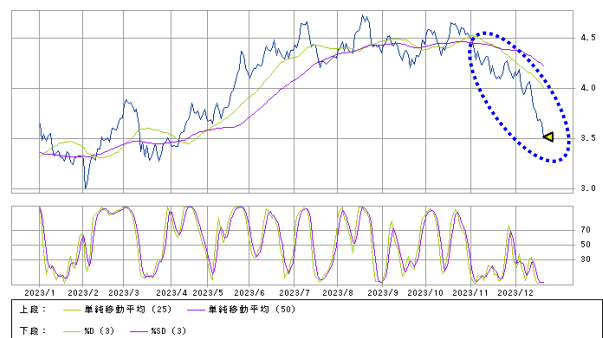
しかし、会合後の金融市場が織り込む2024年4月会合での利下げ確率は、先月の60%から80%に達した。年末12月時点での政策金利予想は2.6%まで低下。ドイツの景気鈍化懸念が強く、インフレ率が想定以上に鈍化すれば、利下げ期待をさらに高めることになる。

英国イングランド銀行（BOE）は12月14日、3会合連続で政策金利（5.25%）を据え置いた。市場では2024年半ばでの利下げ観測が浮上しているが、インフレ沈静化を優先するとのスタンスを強調した。

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）

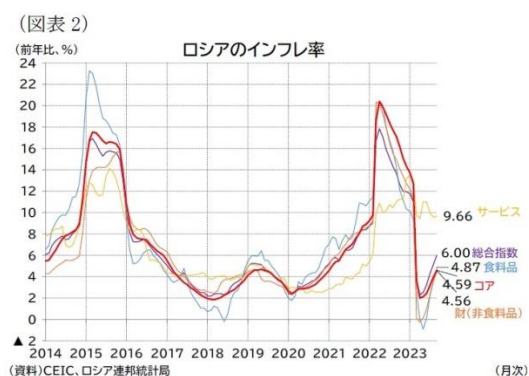
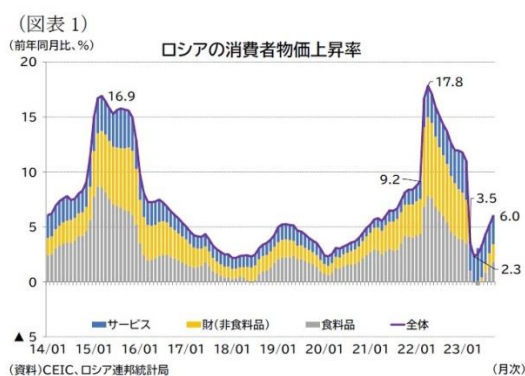


新興国 : 「南米・アジア諸国中心に利下げが始まっている」

ブラジル中央銀行は12月13日、政策金利を0.5%引き下げて11.75%とした。4会合連続の利下げ。インフレの鎮静化を背景に利下げ対応が続く。

ペルー中央銀行は12月14日、政策金利を0.25%引き下げて6.75%とした。4会合連続の利下げ。インフレの鈍化に加えて、“エルニーニョ現象”の影響による経済減速が懸念される為。

ロシア中央銀行は12月15日、政策金利を1%引き上げて16%とした。にすると発表した。インフレ圧力が継続しており、5会合連続の利上げ。



日本 : 「日銀は慎重に金利修正のタイミングを見極めている」

日銀は12月19日開催の金融政策決定会合で、現状の金融緩和政策の維持を決定した。「長短金利操作（イールドカーブ・コントロール：YCC）政策」の枠組みは保持されたが、実態は前回10月の会合で有名無実化している。「マイナス金利政策」、「ETF（上場投資信託）買い入れ政策」も維持された。

見送りの背景には、

- ① 来年1～3月の物価情勢と賃上げ動向を見極める重要なタイミングを迎える
- ② 米国の長短金利が急低下し、ドル高・円安推移にブレーキがかかったので、日銀が金利操作による円安阻止をする必要がなくなった

植田総裁（日銀当局）は

- ① 日本経済は緩やかな回復基調を辿る
- ② 物価状況も海外要因による価格転嫁から+3%で緩やかな上昇過程
- ③ 企業業績が堅調なので、来春の賃上げも今年並みかそれ以上
- ④ 「年末から来年にかけて一段とチャレンジングに」（12月7日発言）

との認識を事あるごとに表明して、「マイナス金利解除に向けての地ならしを続けている。12月7日の参院財政金融委員会では、金融政策運営について「年末から来年にかけて一段とチャレンジングになる」と発言した。

今年4月に植田日銀総裁が就任して9ヵ月が経過したが、

- ① これまでの日銀当局の政策対応と説明には安定・安心感がある
- ② 「マイナス金利」解除への観測を徐々に醸成させている
- ③ 動く時は市場の予想よりも早めに動くことを意識
=> 2021年にオーストラリア準備銀行（中央銀行）が金利操作を撤廃した時に、市場金利が急騰したことを避けたい思惑がある

21世紀に入ってからの日銀による利上げ実施は2回。

- ① 2000年（速水優元総裁）のゼロ金利解除 =>半年で金融緩和へ転換
- ② 2006・07年（福井俊彦元総裁）は2回の利上げ
=>リーマン・ショック（2008年）で利下げ・量的緩和に逆戻り

マイナス金利解除の予想時期は、「2024年1月（22・23日）」、「3月（18・19日）」、「4月（25・26日）」に分かれている。

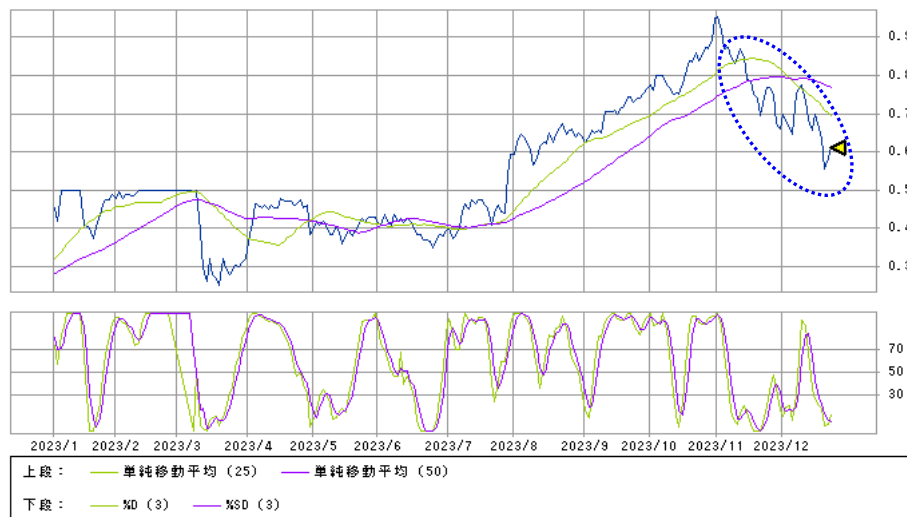
判断の目途とタイミングの根拠としては、

- ① 日銀（植田総裁）が、物価目標（2%）の安定的な達成の為に、拙速な判断・実行でせっかくのチャンスを腰折れさせたくないという慎重なスタンス
- ② 春闘の労使交渉の結果がほぼまとまって結果が見えてくる3月以降
- 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
- ④ リスクとしてはFRBが第1回目の利下げ実施で日銀と同じタイミングとなり、ドル安円高が一気に加速すること

「物価の反落リスクが低減した」ことを根拠として、4月に実行されるのではないか。

長期金利（10年物国債利回り）は12月20日、日銀の金融緩和の当面の維持決定を受けて、0.550%まで低下して5ヵ月ぶりの低水準をつけた。24年1月以降の国債発行の減額観測も金利低下要因となった。

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：0.581%） : 0.50 ~ 1.00%

V. 為替市場動向と見通し

(米ドル)

F R Bが12月14日に、2024年には3回の利下げを実施するとのF O M Cでの結果を公表したことで、利下げ観測の高まりからドル売り・円買いの動きが広がった。7月以来4ヵ月ぶりの水準である、1ドル=140円台後半まで円が買われた。

米ドル円レート（日足）年初来



シカゴ先物市場での日本円売りポジションは、12月に入って急速に巻き戻され急減した。ドル売りポジションが積み上がる動きに転換している。

シカゴ先物市場での日本円ポジション動向



(欧州通貨)

ユーロにも、ECBの金融引き締め政策の転換の観測からユーロ売り圧力が強まった。12月に入って、対ドルで1ユーロ=1,07ドル台、対円で1ユーロ=154円台まで反落した。

ユーロ円レート（日足）年初来



英ポンドも、11月にはユーロ高に連動して反転したが、12月に入ってから反動から弱含み。

英ポンド円レート（日足）年初来



為替見通し

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が為替の方向感を決定する、という基本的な動きが始まっている。

日銀による「マイナス金利政策」の解除時期は2024年1月、3月、4月と分かれている。

FRBの金融引き締めを終焉、利下げに転換するタイミングは今年前半にもと前倒しされてきているので、両者の兼ね合いがどうなるのか、判断の根拠とともに難しい決定を迫られ、市場参加者の思惑も交錯することになる。

来年前半には、過去2年間続いた金利格差によるドル高・円安基調の終焉・巻き戻しの動きから、緩やかな円高転換の推移となろう。

中長期的には日本の貿易収支の構造的な赤字体質を背景にした（悪い）円安トレンドに回帰する、というリスクも意識する必要があるだろう。

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (142.08円) : 130 ~ 155円

ユーロ円レート (156.35円) : 150 ~ 170円

VI. 株式市場動向と見通し

外国株

((米国株))

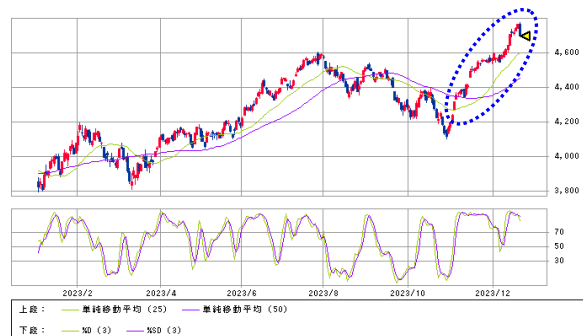
12月に入ってNY株式は年初来高値を更新、13日にはダウ平均株価が前日比+512ドル高の37090ドルまで上伸し、1年11ヵ月ぶりに史上最高値を更新した。景気のソフトランディング期待と、FRBによる2024年からの利下げ開始期待が重なった、“ゴルディロックス相場(=適温相場)”の楽観論が横溢している。

先物売りポジションの買い戻し、GAFAM(Google、Apple、Facebook(Meta)、Amazon、Microsoft)銘柄、「マグニフィセントセブン(M7:Apple、Microsoft、Facebook(Meta)、Amazon、Google(Alphabet)、Tesla、Nvidia)」の買い増し、から反騰相場に転じた。M7の時価総額は年初から約5兆ドル増加して12兆ドルとなっている。ナスダック指数の時価総額の増加分(約6兆ドル)の大半をM7の伸びで説明できる。

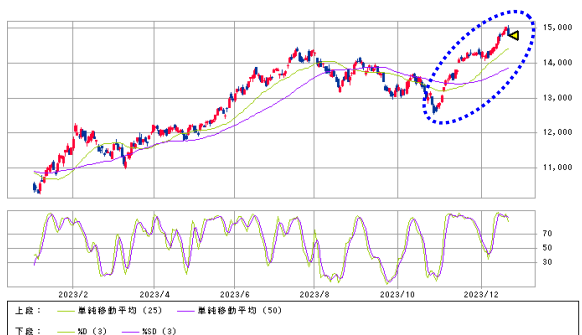
NYダウ平均株価(日足:年初来)



SP500指数(日足:年初来)



NASDAQ指数(日足:年初来)



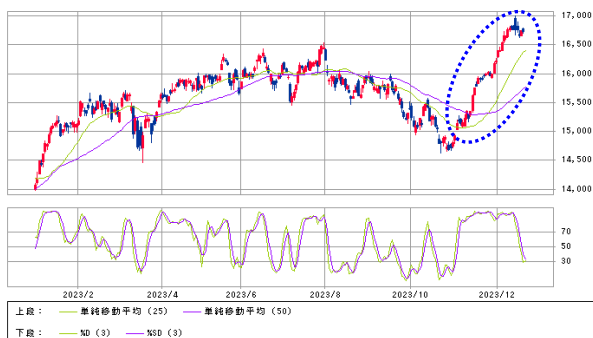
フィラデルフィア半導体株指数(年初来)



((欧州株))

2024年でのECBによる利上げ期待を先取りして、“不景気の株高”からドイツDAX指数は史上最高値圏に踊り出た。

ドイツDAX指数 (日足：年初来)



英国FTSE指数 (日足：年初来)



((新興国株))

中国株の下落基調変わらず。中国経済と不動産への先行き懸念から海外投資家からの売却・資金回帰の動きは継続。

上海総合指数 (日足：年初来)



香港ハンセン指数 (日足：年初来)



台湾加権指数 (日足：年初来)



インドSENSEX指数 (日足：年初来)



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)		
	(10月26日)	(11月27日)	(12月20日)
株価	: 30601円	33447円	33675円
PER	: 14.77倍	14.87倍	14.70倍
EPS	: 2072円	2249円↑	2291円↑
PBR	: 1.26倍	1.32倍	1.30倍
BPS	: 24287円↑	25339円↑	25904円↑

日経新聞のEPS（1株あたり利益）予想値は12月に入ってから+1.9%の上方修正となっている。

過去1年間のEPS予想の最高値は5月29日（2185円）、直近値の2291円は+4.9%上回っている。その時の日経平均は31233円。

PERは14倍台で割高感はない。

BPS（1株あたり純資産）も25904円と高まっている。

(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円の戻り高値を付けた。

12月に入って141円台までの急速な円高を受けて、2日間で1138円の下落となる短期調整となったが、その後は押し目買いを交えて再度上値を窺う堅調な推移となっている。

日経平均株価（日足：1年間）



日本株に割高感は特に無い。日経平均の予想P E R（株価収益率）は、9月に16倍まで高まったが、足元では14倍台で推移している。業績見通しの上方修正が寄与している。

日経平均のEPS（1株あたり利益）は2291円まで高まってきているので、

- ・ P E R（株価収益率）= 16倍で日経平均は **36656円**
- ・ " = 17倍で " **38947円**

と、日経平均の1989年での史上最高値を窺ってもおかしくはない。

日本株の投資魅力 :

- 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 「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
- 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

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・人材投資積極化銘柄
- (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（33140円） : 31000円↑ ~ 36000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。