

投資環境と金融市場の見通し（125）

2024年 1月30日

田淵英一郎

I. 東京株式市場

< 概況 >

- ① 日本株（日経平均株価）は23年6月高値（33772円）、8月（33488円）、9月（33634円）、11月（33853円）のボックス圏での上値抵抗水準を、1月10日に抜けて34000円台に突入したことで新たな上昇相場が始まった。TOPIXは昨年9月15日の高値（2438）を、今年1月10日に抜けた（終値：2444）。JPX日経400、日経300も同様。

日経平均株価（日足：1年間）



TOPIX（日足：1年間）



- ② 日本株の新たな上昇相場の背景としては、
- ・ マクロ要因離れ（政局混乱、日銀の金融政策）
 - ・ 企業業績の上振れ（上方修正）期待
 - ・ コーポレートガバナンスの改革・進展への期待
 - ・ 企業の資本政策の見直し（対売上、対資本収益性の改善）を評価
 - ・ 先進国のなかでの東京株式市場の出遅れ感（G7で史上最高値を唯一未更新）
 - ・ 海外投資家、個人投資家、企業自社株買いと買い主体が揃い踏み
 - ・ 中国、香港市場からの投資資金が東京市場にシフト
 - ・ 「新NISA」スタートによる新規投資資金の流入期待

- ③ ニューヨーク株式市場では、「G A F A」「M E G A 7」と呼ばれている一握りのハイテク・半導体関連銘柄群が相場上昇を牽引している。
東京市場もN Y市場に連動することで半導体関連銘柄が爆走しているが、主役は業界を代表する大型株（ソニー、東京エレクトロ、日立、伊藤忠商事など）が相場の牽引役である。
- ④ 海外投資家は2023年に、現物株を3.1兆円、先物も3.1兆円買い越した。個人投資家は現物株を2.9兆円、先物を0.3兆円売り越し。
24年年初からの3週間（～19日）では、海外投資家は現物株に1.4兆円の買いを入れたが、先物は0.8兆円売り越している。個人投資家は新NISAでの買いが期待されたが、1.6兆円売り越している。

< 今後の焦点 >

- ① 古からの有名な相場格言である『国策に逆らうな』
- ・ 30年間続いた“デフレからの脱却”
 - ・ 日銀が“金利の正常化（金利ある世界）”に着実に動いている
 - ・ 企業が滞留してきた内部留保の資本効率（前向きな投資、株主への増配）の是正に動き始め、経営リスクを取るよう転じてきた
 - ・ 今年から始まった“新NISA”は若年層（長期保有）投資家を覚醒させる大きな起爆剤、資産運用への意識が高まり、株式市場に着実に投資資金の流入が続く
- ② これから年央にかけても“株高の好材料”が見えている。
- ・ 企業業績発表での上方修正の確認（1月下旬から2月）
 - …> 足元では中国景気の悪化による電機・機械・化学の下振れ懸念が台頭
 - ・ 春闘での昨年を上回る賃上げ実績（3月から4月）
 - ・ 米国FRBによる利下げ観測の高まり（4月から6月）
 - ・ 日銀によるマイナス金利解除・正常化（4月？）
 - ・ 政府による「デフレ脱却宣言」（4月？）
 - ・ 定額減税・給付金の実施（5月から6月）
- ③ 日経平均株価の史上最高値（1989年末：38915円）を意識した上値追いつき展開が続く。今年前半に株高条件が多く、後半は円高と米大統領選挙が弱気材料。

Ⅱ. 地政学リスク

< 台湾総統選挙 >

台湾総統選が1月13日実施され、政権与党（民主進歩党）の頼清徳氏が当選した。蔡英文総統の基本的な政策である親米・自主路線と、中国本土政府への強硬スタンスは継続される。頼清徳氏は蔡英文総統以上の対中強硬（独立志向）派として知られる。米国・日本は歓迎して祝意を表明した。中国政府は激しく反発して、「台湾独立・分裂には断固反対」と言明した。

英国BBC放送はニュース速報で、「頼氏の当選は、蔡英文総統以上に今後の中国との関係を悪化させる」とコメントした。

頼氏は、総統選では「『中華民国台湾』は既に主権のある独立国家。改めて独立を宣言する必要はない」として、中国政府が嫌悪する「独立」のキーワードを選挙演説では敢えて封印し、強硬策により選挙民と中国本土を刺激することを抑制した。

習近平政権は、2025年を目途とした「台湾統一」を志向している。頼総統が中国との対話に全く聞く耳を持たない強硬姿勢を続ければ、米中対立が一段と先鋭化するリスクが高まった。

台湾は、経済活動のうち輸出の35%、輸入の20%を中国に依存している。中国は政治的・軍事的な圧力や行動を強める前に、経済面において制約・制裁を強めていくことが想定される。

立法院委員（国会議員）選挙は、民進党が少数与党に転落した。

総統選で頼氏の得票数は558万票で、前回の総統選（2020年）での蔡英文総統が獲得した817万票からは得票数を大きく減らした。

立法院（定数113）の選挙結果は、民進党51議席（前回比▲11）、最大野党の国民党は52議席（+15）と逆転して、「ねじれ国会」状態となった。第3政党の台湾民衆党が8議席（+3）で、キャスティングボートを握ることになった。予算案や法案審議での野党の抵抗が予想され、政治が不安定化することになる。

< トランプ再選 2.0 >

トランプ前大統領が再選する可能性がますます喧伝されている。

実現した場合に起こり得るゲームチェンジのシナリオとしては、経済的リスクよりも、国際政治での地政学リスクを助長することが懸念材料。

ジョージ・W・ブッシュ大統領が2002年1月に行った一般教書演説のなかでの「悪の枢軸国」と呼んだのは、北朝鮮、イラン、イラクの3カ国だったが、現在の「新・悪の枢軸国」はロシア、中国、北朝鮮である。国際秩序を乱すことで、自国の利益と版図拡大を意図している。ウクライナとの関係見直しや、中東地域紛争での Hamas やイランとの連携も指摘されている。

トランプ前大統領が再選された場合、「新・悪の枢軸国」（ロシア、中国、北朝鮮）とは、現状の対立・対決・抑止的なものから、宥和的な関係に戻ることが想定される。従って、

- ① ロシアのウクライナ侵攻に対しての武器供与の縮小
- ② イスラエル支援の休止
- ③ NATOからの離脱
- ④ 日本での駐留米軍の規模縮小
- ⑤ 北朝鮮（金正恩委員長）との交渉再開
- ⑥ 中国への経済制裁の緩和
- ⑦ 中国からの対米輸入品への高率関税（60%?）

などに動く可能性がある。

今年年央での予備選・党大会での候補指名獲得の過程、さらに今秋での大統領選挙の結果が判明するにつれてこれらのリスクを意識せざるを得ず、マーケットの波乱要因となる可能性が高い。

< イスラエル・ハマス紛争 >

Hamas との戦闘開始から100日が経過したが、イスラエルは攻撃の矛先を緩める気配は全く無い。ネタニヤフ首相は1月13日、「完全勝利まで戦闘を続ける」と強調した。Hamas がイスラエルの破壊と、その後のイスラム国家の樹立を目標に掲げて、武装攻撃を続ける以上、イスラエルが簡単に休戦するとは思えない。

原油価格や紅海（スエズ運河）航行への影響が長期化するリスクがある。

Ⅲ. 自民党派閥パーティー裏金疑惑問題

((派閥パーティー裏金疑惑))

東京地検特捜部は、自民党の安倍派（清和会）、二階派（志帥会）、岸田派（宏池会）が、2018～22年の5年間でパーティー券収入を裏金化していたことで政治資金規正法違反容疑（不記載・虚偽記入）により立件、1月19日に

- ・ 安倍派の大野泰正参院議員（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）の衆参院議員3人と派閥の会計責任者1人
- ・ 二階派の二階俊博元幹事長秘書と元会計責任者の2人
- ・ 岸田派の元会計責任者1人

の7名を（在宅・略式）起訴した。

派閥パーティー裏金疑惑による政治資金規正法違反容疑での捜査は一旦終着した。

自民党安倍派（清和政策研究会）のパーティー収入による裏金・キックバック金額は5億円、議員が派閥に報告せず中抜きした裏金（使途不明金）も明らかになった。

松野博一前官房長官、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が数百万円から1000万円以上の裏金収入と報道された。（在宅・略式）起訴が確定した後も、キックバック資金の未記載申告が（確信犯的に）続いている。

パーティー券収入の裏金は課税所得対象で、申告・納税しなければ“脱税”になり、パーティー券販売金額を派閥に報告せず中抜きすれば“横領”になる。国民皆納税という義務に法律違反しているにもかかわらず、（政権与党）国会議員という立場で大多数がお咎め無しとなった。

検察（司法）も、野党（立法）も、マスコミもだらしがない。過去での同様の嫌疑により立件・議員辞職となった案件はいくらでもあるにもかかわらず、東京地検特捜部による今回の尻切れトンボ対応により、「天網恢恢疎にして漏らさず」「秋霜烈日」は死語となった。

（（ 自民党の政治改革 ））

政治刷新本部（本部長：岸田首相・総裁）での議論が1月11日から始まり、「自民党改革の中間とりまとめ案」を25日に決定した。

- ① 派閥の存続は認める（「お金と人事から決別」して「本来の政策集団」とする）
- ② 報告書に外部監査を義務づけ、作成経緯を書面で保存
- ③ 派閥主催の政治資金パーティー開催は禁止
- ④ 派閥が所属議員に配る活動資金（餅代・氷代）は廃止
- ⑤ 派閥が政治資金規正法などに違反した場合、党が審査して活動を制限させる
- ⑥ 国会議員にも責任が及ぶ（連座制）政治資金規正法改正の検討
- ⑦ 若手・女性の多様な人材登用を進める
- ⑧ 派閥の資金管理団体の解散に言及せず
- ⑨ 派閥の事務所の廃止には触れず

不祥事が露呈した時の対応と、再発防止策を策定する原則としては、

- ① 第三者機関の設置による不祥事の全貌の究明（責任者の所在、動機・目的、その結果としての行動・影響の解析）
- ② 情報開示と責任者による説明
- ③ 根本原因の再発を防ぐPDCの仕組み（法令・ルール・体制・説明）の構築
一般企業の不祥事判明時では当たり前の対応・ソリューションであるが、永田町（自民党）では時代遅れのまま。

本来ならば（今後の課題）、

- ① 国会議員の政治団体資金は支出のみが監査対象で、収入は対象外のまま。
収入・支出双方と資金収支を第三者が監査しなければおかしい。
- ② 国民の税金を原資とする政党助成金で国会議員は活動している。
この仕組みが発足した時（1995年）に、企業・団体献金は原則全面禁止としたはず。1999年の法改正で、政治家の資金管理団体への献金は禁じたが、政党・政党支部への企業献金は継続容認された。議員への実質的な個人献金となっていたのが「パーティー券裏金」構造。これらにメスが入らない限り、何も変わらずウヤムヤになることが予想される。

((岸田政権))

【 内閣支持率 】

- ・ JNN (1月 7日) … 支持27% (▲ 2%)、不支持70% (+ 2%)
- ・ 共同通信 (1月14日) … 支持27% (+ 5%)、不支持58% (▲ 7%)
- ・ NHK (1月15日) … 支持26% (+ 3%)、不支持56% (▲ 2%)
- ・ 時事通信 (1月15日) … 支持19% (+ 2%)、不支持54% (▲ 4%)
- ・ 朝日新聞 (1月21日) … 支持23% (± 0%)、不支持66% (± 0%)
- ・ ANN (1月21日) … 支持20% (▲ 1%)、不支持61% (+ 1%)
- ・ 読売新聞 (1月21日) … 支持24% (▲ 1%)、不支持61% (▲ 2%)
- ・ 産経・FNN (1月21日) … 支持28% (+ 5%)、不支持66% (▲ 6%)
- ・ 日経新聞 (1月28日) … 支持27% (+ 1%)、不支持66% (▲ 2%)
- ・ 毎日新聞 (1月28日) … 支持21% (+ 5%)、不支持72% (▲ 7%)

内閣支持率は20%台の危機的水準にあるが、下げ止まり気味で横這っている。

「派閥パーティー裏金疑惑」の展開によるネガティブ要因と、「能登半島地震」への対応、及び最近の「自民党の派閥解散」が綱引き。

ただし、「今回の不祥事を踏まえての政治改革には期待しない」が60%以上、

「政治資金規正法の改正が必要」が70%以上、というのが多数となっている。

時事通信の世論調査（1月12～15日）では、自民党支持率は前月比▲3.7ポイント減の14.6%となり、1960年6月の調査開始以来では、（野党だった期間を除いて）これまで最低だった2009年7月（麻生政権時の15.1%）を下回った。

【 青木の法則 数値 】 … 合計値が50%以下では内閣が危うくなる

- ・ NHK : 内閣支持率26%+自民党支持率31% = 57%
- ・ 時事通信 : 19%+ 15% = 34%
- ・ 読売新聞 : 24%+ 25% = 49%
- ・ 日経新聞 : 27%+ 31% = 58%
- ・ 毎日新聞 : 21%+ 23% = 44%

((自民党内の権力闘争：永田町政局))

岸田首相は、本人への新たな悪材料の発覚か、今回の不祥事が自身へのダメージとして及ばない限り、辞任する意向は現時点ではサラサラない。

- ① 問題となっているのが安部派、二階派の主要派閥であり、宏池会には火の粉が及ぶ懸念が少ない
- ② 自身の延命・任期延長（総裁再選）の為なら、既存の派閥の枠組み・力関係は壊した方が良く、と考えている節がある
- ③ 総裁・総理ポストを直ぐに獲って替わるほどのライバル・人材が、自民党内、野党には現時点で不在であることの安心感・余裕がある
- ④ 「聞く耳」を持っていると就任当初に公言していたが、性格的・人格的には「KY（空気を読めない）」であり、「カエルの面に・・・」という鉄面皮（ある意味では強か）である

岸田首相は、東京地検特捜部が政治資金規正法で7名を（在宅・略式）起訴した前日18日に、首相官邸記者団への会見で「岸田派解散」を唐突に表明した。

岸田政権を支えてきた鼎の派閥のトップである麻生副総裁、茂木幹事長にも、事前に相談・報告しない唐突な決断・言明だった。

自民党の慣例に反して首相就任後も2年以上、宏池会（岸田派）の会長にとどまってきた岸田首相は、昨年12月7日に突然、派閥離脱を表明した（実際は権限を保持）。宏池会会長を辞めているはずなのに、「宏池会の解散」を発表するのはまさに詭弁。本人と宏池会の延命（いずれ別の形での復活を目論む）の為に、“一旦死んだふり”の捨て身の偽装工作である。

岸田首相（自民党総裁）はさらに、「他の派閥のありようについて申し上げる立場にない」とコメントした。この点から、

- ・ 派閥の存続を容認
- ・ 他の派閥の有り様は個々の派閥（会長）で決めてくれ
- ・ 自民党総裁としての指示・指導する気はないという無責任ぶり

を示した。

しかし、この対応により、矛先は安倍派幹部の責任論、麻生派・茂木派への対応に関心が向かい、岸田首相批判の風向きが変わったので、強かと言えば強かである。

「派閥解散」という捨て身の行動で永田町の政局が始まっている。

世論では、「自民党は派閥を解散すべき」「派閥解散を評価する」声が60～70%。7つの派閥（グループ）のうち、岸田派（宏池会）、安倍派（清和政策研究会）、二階派（志師会）、森山派（近未来政治研究会）、谷垣グループ（有隣会）が解散を決めた。岸田首相を支えてきた麻生副総裁が主導する麻生派、茂木幹事長が率いる茂木派が（現行形態の）派閥を守る、という方針を続けている。

岸田政権の発足当初から続いてきた麻生派、茂木派、岸田派による「三派連合政権」は終焉した。岸田首相の麻生副総裁への意趣返しと見られている。

パワーゲーム的には、裏金疑惑から距離があり余裕があった麻生副総裁・茂木幹事長が追い込まれた形となり、追い込まれていた岸田首相が“窮鼠猫を噛む”の乾坤一擲・ちやぶ台返しの一撃を放って攻守逆転となっている。

今後は、

① 派閥が崩壊した安倍派における

- ・元幹部への責任論の高まりからの説明責任、議員辞職への圧力
- ・若手議員（福田達夫衆院議員が中心）による世代交代の動き

② 派閥解散を見送っている政権支持派閥（麻生派・茂木派）での

- ・守旧派のイメージからの次の対応（体制の維持？ 変革？）
- ・小淵優子衆院議員（小淵元総理の次女）。青木一彦参院議員（青木の法則の息子）などの反茂木幹事長の立ち場にある所属議員の離反・脱会

が注目ポイント。大阪万博の開催延期や、衆院解散・総選挙の可能性もある。

今後の政治スケジュールとしては、

① 3月17日 自民党大会

② 3月末 2024年度予算案成立

③ 4月10日に岸田首相が国賓待遇で米国を公式訪問して日米首脳会談

- ・日米同盟の再確認・強調（＝支持率低迷に晒されている両首脳のアピール）
- ・インド太平洋地域での政治・経済・軍事的結びつきの協議
- ・ウクライナへの追加支援（総額45億ドル）正式表明
- ・自衛隊が保有するパトリオットミサイルのアメリカへの輸出

④ 4月28日 島根1区（細田前衆議院議長の死去）、長崎3区（谷川衆院議員の辞職）他の補欠選挙

IV. ファンダメンタルズ要因の見通し

< 景気 >

- ① 世界経済の成長率見通しは、先月のOECDの予測に続いて世界銀行の予測でも、2023年、24年とも2.5%から3.0%の安定成長見通し。
- ② 米国は+1%台に落ち込むが相対的に堅調。ユーロ圏、日本とも1%前後の低位推移。
- ③ 米国は今年前半に景気減速期を迎えるが、ソフトランディングがコンセンサス。物価の沈静化とともに、景気減速を受けて金融緩和が現実味に。
- ④ 日本は「賃金上昇（4%）」、「物価上昇（3%）」、「金利上昇（長期金利＝1%）」と賃金・物価・金利の上がる年となるが、問題は賃金が来年以降も同じペースで上がるのかということに関心が向かう。
- ⑤ 中東地域の紛争拡大と、トランプ再選の可能性が高まるにつれて、インフレ再燃の懸念が高まり、下げ止まりした物価上昇が川上発の反騰となるリスクも。

< 金融政策 >

- ① FRBの利下げ見通しは年3回だが、市場は6回（都合▲1.5%）を先取りしているので、修正リスクを抱えたまま。
- ② FRBが今年1～3月にも金融緩和に動く、という過剰な期待先行の楽観論は後退した。CPI（12月）の発表を受けて、3月での第1回目の利下げの可能性も遠のいた。
- ③ ECBも2024年には利下げに転じるとの観測が一気に強まったが、ECB首脳にはFRB以上にその気はない。期待先行気味の債券市場には調整リスクあり。
- ④ 日銀の3月での金融政策の修正（マイナス金利解除）も後退した。元日に発生した「能登半島地震」は、利上げ観測に冷や水を浴びせた。
- ⑤ 植田日銀総裁は次の重要課題である「マイナス金利解除」対応をいつ決断するのか正念場を迎えている。メインシナリオとしては、春闘での賃上げ動向（昨年の実績を上回る+4%）を見極めてから、「確証が一步強まった」として4月会合でのマイナス金利解除に動くと予想される。
- ⑥ 今年後半には日本の景気息切れ、物価上昇鈍化と、米国の利下げ開始への思惑から、政策対応は難しいかじ取りを求められることになる。

V. 景気・物価動向

(1) 景気動向

『世界銀行 経済見通し (WEO) 』(1月9日)

cf. 増減は前回(2023年6月予想)からの変化

	2023年		2024年	
世界全体	+2.6%	+0.5%	+2.4%	± 0%
先進国	+1.5%	+0.8%	+1.2%	± 0%
米国	+2.5%	+1.4%	+1.6%	+0.8%
ユーロ圏	+0.4%	± 0%	+0.7%	▲0.6%
日本	+1.8%	+1.0%	+0.9%	+0.2%
新興国	+4.0%	± 0%	+3.9%	± 0%
中国	+5.2%	▲0.4%	+4.5%	▲0.1%
インド	+6.3%	± 0%	+6.4%	± 0%

世界銀行が1月9日に公表した「世界経済見通し (World Economic Outlook)」では、

- ① 2024年の世界の実質経済成長率は+2.4%で23年(+2.6%)から僅かに減速して、アフターコロナ需要からのスローダウンが続く
- ② 米国は、23年+2.5%(+1.4%)、24年+1.6%(+0.8%)と、6月予想よりも上方修正されて相対的に堅調、“ソフトランディング”見通し
- ③ ユーロ圏は低位横這いで、相対的に低調推移
- ④ 日本は、23年はインバウンド需要効果から23年は+1.0%上方修正で、24年は潜在成長率並みに鈍化(+0.9%)
- ⑤ 中国は不動産不況による下方修正から、24年は4%台まで鈍化
- ⑥ 新興国は+4%前後の成長率で横這い推移

(2) インフレ動向

○ 主要国 物価上昇率（12月）

	卸売物価（11月分）	消費者物価・コア分（同）
米国	+ 1.0% (+ 0.8%)	+ 3.9% (+ 4.0%)
ユーロ圏	— (▲ 8.8%)	+ 3.4% (+ 3.6%) ↓
英国	— (—)	+ 5.1% (+ 5.1%)
中国	▲ 2.7% (▲ 3.0%)	+ 0.6% (+ 0.6%)
日本	+ 0.0% (+ 0.3%) ↓	+ 2.5% (+ 2.9%) ↓

中東紅海地域での武装勢力による軍事行動により、スエズ運河経由での浅薄の運航が制限されている事態が続く。原油価格へ上昇圧力は継続しており、WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）先物価格は70ドル/バレル台後半まで反発。

WTI原油先物価格（日足：1年）



(3) 賃金上昇動向（2023年7～9月期：前年同期比）

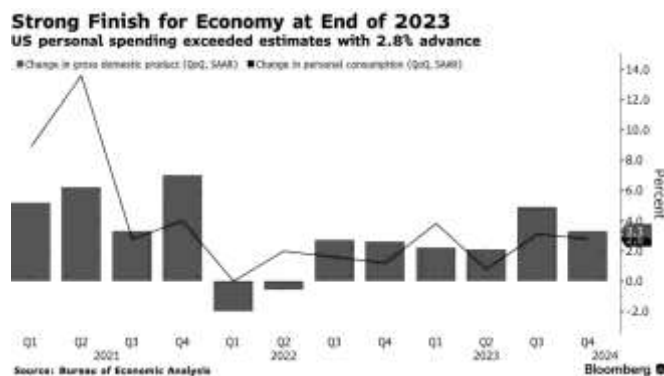
	消費者物価上昇率	賃金上昇率（名目）	賃金上昇率（実質）
米国	+ 3.6%	+ 4.3%	+ 0.7%
ドイツ	+ 5.7%	+ 6.3%	+ 0.6%
英国	+ 9.5%	+ 7.9%	▲ 1.6%
日本	+ 3.5%	+ 0.9%	▲ 2.6%

(4) 主要国の動向・見通し

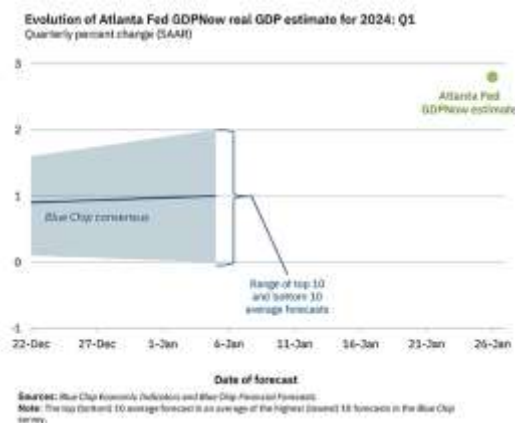
米国 : 「第4Qは事前予想ほど落ち込まず、第1Qも安定成長見込み」

2023年10～12月期の実質GDP成長率（速報値、前期比年率換算）は、+3.3%、7～9月期（+4.9%）からは鈍化したが、安定成長を辿る。事前予想（+2%）を上回り、エコノミストが予想していた景気反落は無かった。6四半期連続のプラス成長が続く。

- ① 個人消費が前期の+3.1%に続いて、+2.8%で落ち込まず
- ② 設備投資も前期の+1.4%から+1.9%に若干の回復
- ③ 住宅投資も金利上昇の影響により前期の+6.7%から+1.1に減速



【 アトランタ連銀 **GDP Now** 】（1～3月期：前期比年率+3.0%）



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（1～3月期）は1月26日にスタートして前期比年率+3.0%予想。

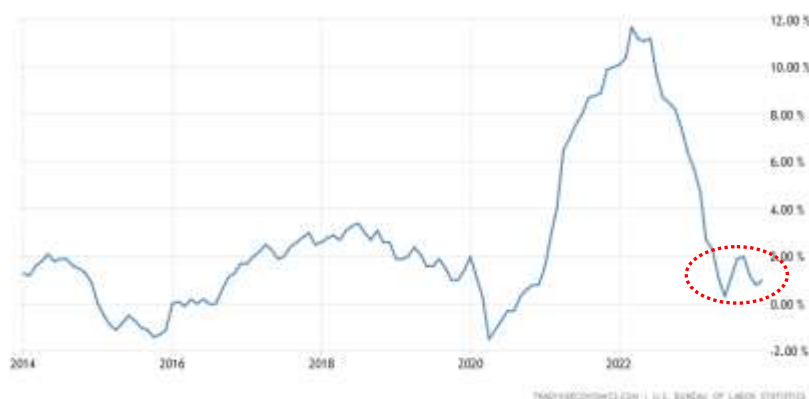
雇用統計（12月）の非農業部門雇用者数は前月比21.6万人増で10月、11月から改善した。事前予想（17万人）を上回った。10月（10.5万人）、11月（17.3万人）が合計7.1万人下方修正された。3ヵ月平均値は16.5万人で、2021年1月以来、2年ぶりの水準まで低下し、雇用の伸びは緩やかというのが確認された。

雇用は減速傾向にあるが、特に弱さが際立つ（＝早期の利下げが必要）という程度でもない。米国の人手不足は一時よりは緩和気味。勤労世代の職場復帰が進んでいる。失業率は3.7%（9月：3.8%、10月：3.9%）、11月：3.7%）。平均時給の伸びは前年同月比で+4.1%、11月（+4.0%）とほぼ横ばい。

卸売物価上昇率（12月）は前月比▲0.1%、3ヵ月連続のマイナス。前年同月比は+1.0%、11月（+0.8%）から上昇した。

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+2.5%上昇で、11月（+2.4%）とほぼ変わらず。

卸売物価（前年同月比）

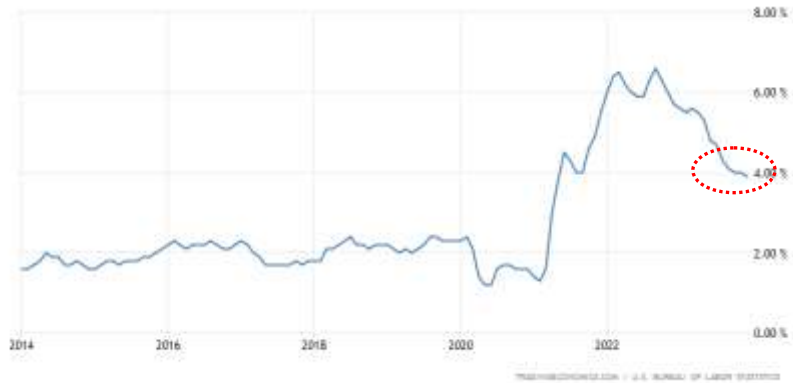


消費者物価上昇率（12月）は前年同月比+3.4%、11月（+3.1%）から反転高止まり。3%台は7ヵ月連続。ピークは2022年6月の+9.1%。

上昇率のうち+3.1ポイントがサービス価格（家賃、保険など）。

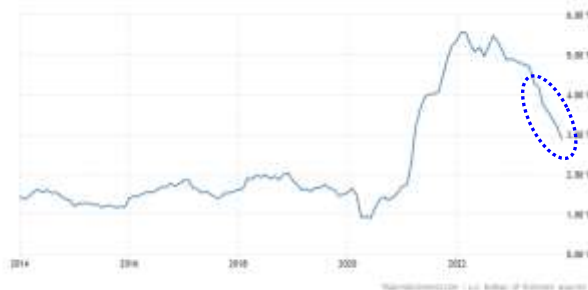
コアベース（除く食品、エネルギー）は+3.9%、11月（+4.0%）とほぼ変わらず。

消費者物価（コア：前年同月比）



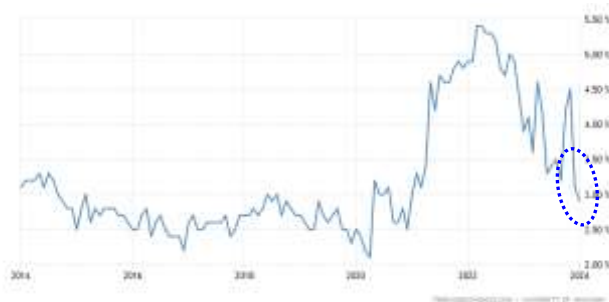
個人消費支出（PCE）物価指数（12月）は、コアベース（除く食品、エネルギー）で前年同月比+2.9%、2021年3月以来の低水準に低下してきた。FRBが重視している統計指標なので、“利下げ判断”には後押しとなる。

個人消費支出（PCEコア：前年同月比）



ミシガン大学発表の予想インフレ率（1年後）は+2.9%、12月+（3.1%）から下落続く。

予想インフレ率（1年後）

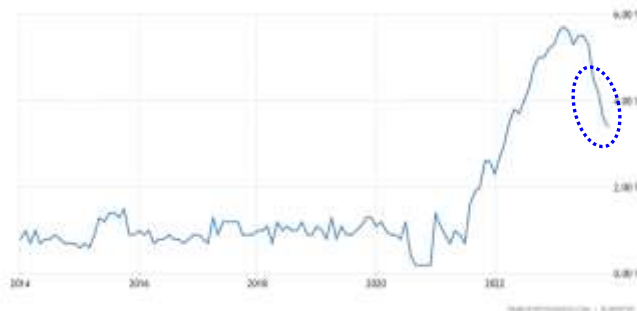


欧州圏

： 「ユーロ圏、英国のインフレ上昇率の減速続く」

ユーロ圏の消費者物価上昇率（12月）は前年同月比+2.9%、9月（+4.3%）、10月（+2.9%）、11月（+2.4%）と鈍化してきたが、8ヵ月ぶりに反転。コアベース（除くエネルギー、食品、アルコール、タバコ）は+3.4%で、10月（+4.2%）、11月（+3.6%）から減速基調変わらず。

消費者物価（コア：前年同月比）



ドイツの2023年の実質GDP成長率（暫定値）は前年比▲0.3%、2020年以来3年ぶりのマイナス成長とG7のなかでも低調さが際立つ。ユーロ圏は+0.6%、フランスが+1.0%、イタリアは+0.7%。

ドイツは、シュルツ政権が2021年12月に発足して以降、経済運営の稚拙さがパフォーマンスの劣化につながっており、存在感が希薄化している。

ロシアによるウクライナ侵攻（2022年2月）が契機となり、ロシア依存のエネルギー政策が迷走したことも混乱に拍車をかけている。

21年度補正予算での新型コロナウイルス対策予算を、脱炭素対応・デジタル対応に振り向けて、連邦憲法裁判所が違憲判決を下したことや、その結果として農業・環境関連の補助金の削減に走ったことなど、失政と危機管理対応の無さが露呈している。

欧州各国での労働者のストライキは長期化する兆し。

ドイツでは、ドイツ鉄道の鉄道機関士組合が1月24日から29日まで全国的なストライキを実施することを発表した。物価上昇による賃上げ要求や、労働時間の削減を理由としている。物流の混乱と経済への影響が懸念されている。

フランスでは昨年、マクロン政権が決定した年金支給年齢を62歳から64歳に引き上げることへの抗議から、ストライキが頻発している。物価上昇に対する賃上げへの要求が強まっている。

ECBは、賃上げによる物価への影響を注視している。ECBがまとめたユーロ圏の労使が交渉で妥結した賃金は、7～9月期に前年同期比+5.3%上昇した。

2023年から伸び率は加速している。

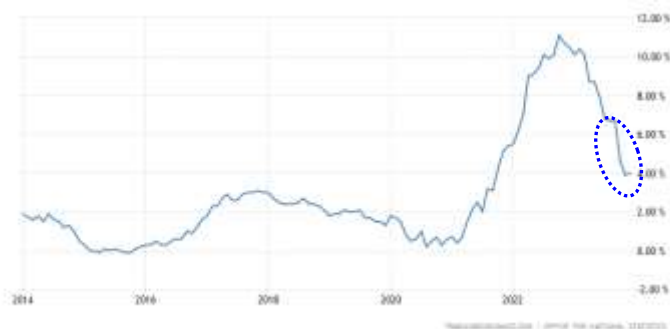
賃金上昇率（四半期：前年同期比）



英国の消費者物価上昇率（12月）は前年同月比+4.0%、11月（+3.9%）から10ヵ月ぶりにモーメントは下げ止まった。

コア指数（除くエネルギー、食品）は+5.1%、11月と変わらずになった。

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」

2023年10～12月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.2%、4～6月期（+6.3%）、7～9月期（+4.9%）からほぼ横這いで推移。前期比年率では+4.1%成長。名目成長率は前年同期比+3.7%なので、“デフレ状況”にある。固定資産投資・不動産開発投資は低水準での推移が続く。

	11月	12月
工業生産（前年同月比）	+ 6.6%	+ 6.8%
小売売上（ " ）	+10.1%↑	+ 7.4%↓
	1～11月	1～12月
固定資産投資（前年同期比）	+ 2.9%	+ 3.0%
不動産投資（ " ）	▲ 9.4%	▲ 9.6%

	2022年	2023年
工業生産（前年比）	+ 3.6%	+ 4.6%
個人消費（ " ）	+ 2.3%	(+ 7.0%)
固定資産投資（ " ）	+ 5.4%	+ 3.0%↓
うちインフラ投資（ " ）	+ 9.4%	+ 5.9%↓

その結果、2023年の実質成長率は前年比+5.2%成長と、政府目標である「5%前後成長目標をクリアした」と公表した。

公表数値に対しては海外からは疑義が投げかけられている。

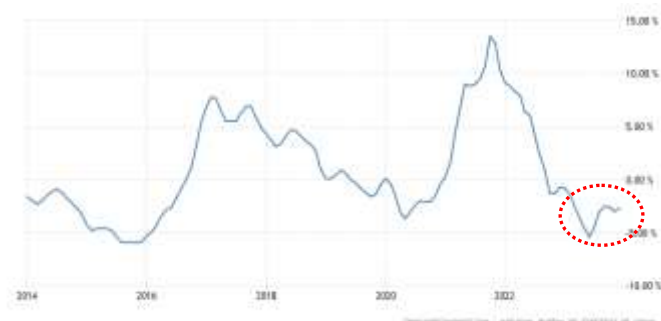
米国の調査会社は、固定資産投資や不動産投資を過大評価しており、実際の成長率は+1.5%程度、と推測している。

従前から指摘されている、いつもの統計フェイクの疑いであるが、背景には、

- ① 中央政府サイドで意図的な作為的数字を発表しているというよりも、地方政府から上がってくる実績値は、マイナス値として目立ちたくないという意識から、虚偽の数値となっている（＝隠蔽体質と横並び競争意識）
- ② 中央政府サイドでも実態を把握する術を持っておらず、是正指導もしない

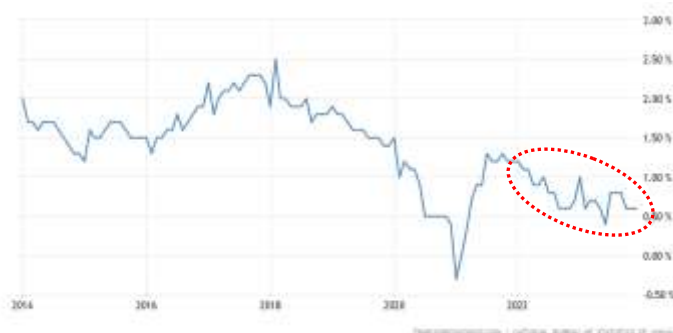
卸売物価（12月）は前年同月比▲2.7%で、15ヵ月連続のマイナス。10月（▲2.6%）、11月（▲3.0%）からマイナス・ゾーンで横ばう。

卸売物価（前年同月比）



消費者物価（12月）は前年同月比▲0.3%で3ヵ月連続のマイナス。10月分（▲0.2%）、11月（▲0.5%）。食品（豚肉）、耐久消費財の下落が続く。コアベース（除くエネルギー、食品）は同+0.6%、3ヵ月連続して同じ。2023年の上昇率は、前年比+0.2%で14年ぶりの低水準に落ち込んだ。コアベース（除くエネルギー、食品）は同+0.7%。

消費者物価（前年同月比）

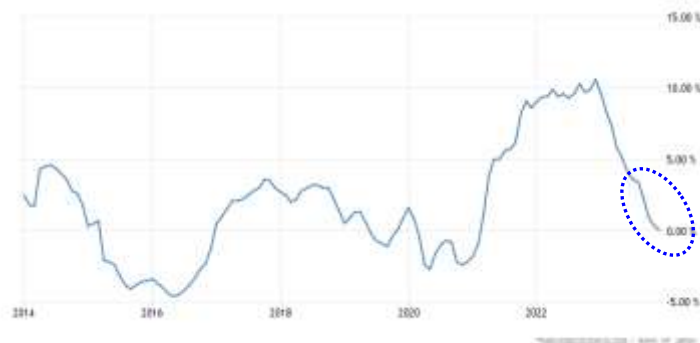


日本 : 「デフレ脱却するも、賃金上昇するのは不透明」

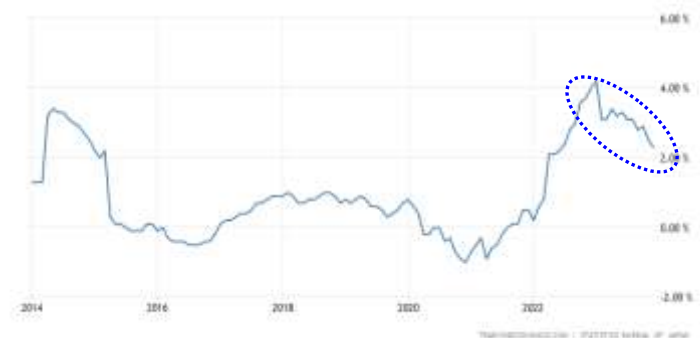
((インフレ動向))

企業物価指数 (12月) は前年同月比横這い、11月 (+0.3%) から更に低下。ピークの6月 (+4.3%) からモーメント鈍化が続いて12ヵ月連続の低下。政府が実施している電力・ガスの価格抑制策が指数を▲0.5%ポイント押し下げている (11月は▲0.3ポイント)。この抑制効果は2月から剥落するので、指数は反騰することが想定されている。

企業物価物価 (前年同月比)



消費者物価 (コア：前年同月比)



消費者物価 (12月) のコアCPI (除く生鮮食品) は前年同月比+2.3%、10月 (+2.9%)、11月 (+2.5%) から縮小が続いている。プラスは28ヵ月連続。日銀の目標水準 (+2%) を2022年4月から21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、政策効果なかりせば実態は+2.8%上昇 (11月: +3.0%)。2024年2月から補助金効果は剥落する。モノ価格は+2.8%、サービス価格が+2.3%上昇。生鮮食品とエネルギーを除くコアコアCPIは同3.7%上昇で、10月 (+4.0%)、11月 (+3.8%) から鈍化続く。過去のピーク水準は1981年6月 (+4.5%)。

((景気動向))

2023年10～12月期の実質GDP成長率は、7～9月期（前期比▲0.7%、年率▲2.9%）からプラスに回帰する予想。個人消費と設備投資の下振れを、輸出と輸入でカバーする構図。

日本経済研究センターでの「ESPフォーキャスト(12月調査)」での予想平均値は、前期比年率で+1.2%。2024年1～3月期は同+0.9%と低位横這い推移。

政府・日銀での「デフレ脱却判断・4指標」の現状は、

- ・ 需給ギャップ（－） … ▲0.5%（7～9月期：内閣府）三四半期ぶりのマイナス
- ・ 消費者物価指数（＋） … コアCPIで2.3%、目標水準（2%）を21ヵ月連続して上回っている
- ・ GDPデフレーター（＋） … 前年同期比+5.3%（7～9月期改定値）
- ・ 単位労働コスト（＋） … 前年同期比+0.4%（7～9月期）

と、「需給ギャップ」以外では“デフレ脱却”が近いことを示唆している。

日銀が1月9日に公表した「需給ギャップ」数値は、▲0.37%（7～9月期）。4～6月期（▲0.15%）からマイナス幅は若干拡大して、14四半期連続のマイナス。

日銀は、生産機械の稼働率などから算出する資本投入ギャップ（▲0.53%）と、労働時間や労働者数の増減などから算出する労働投入ギャップ（+0.16%）の差し引き合計から推計している。

労働投入ギャップは、労働需給の引き締まりを反映して三四半期連続でのプラス。

政府（内閣府）によるGDPギャップ推計は、国内総生産（GDP）から潜在GDPを引いて需給ギャップを計算する。4～6月期に15四半期期ぶりのプラスとなったが、再びマイナスとなった。

潜在成長率（2023年4～9月期）は前年同期比+0.71%、前期（22年10月～23年3月期）の+0.57%から拡大した。

((賃上げ動向))

実質賃金(11月)は前年同月比▲3.0%で、9月(▲2.4%)、10月(▲2.3%)から一段と悪化した。20ヵ月連続のマイナス。名目賃金は2022年1月から上昇しているが、物価の上昇(+3%台)には追いつかない基調が続いている。

連合は春闘での賃上げ目標を、昨年の「5%を目途(定昇込み)」から、今年は「5%以上(同)」に若干引き上げた。

現状での賃上げ率予想は、ベアが+2%強、賃上げ全体では+4%前後。中小企業の賃上げ(23年では+3%)がどの程度引き上げられるのかが注目ポイント。

自動車総連は、今年の春闘でのベースアップ統一要求を6年連続で見送っている。トヨタ自動車は2018年から具体的なベア額を公表しなくなり、労働組合も19年からベア要求額を非公表とするなど、日本の製造業での最大の稼ぎ頭メーカーでの労使協調が行き過ぎている(経営サイド主導の好待遇の裏腹の側面)。

連合首脳が、自民党政権に迎合しているかのような日和見スタンスが見えるだけに、大幅賃上げムードには程遠い。

昨年の春闘での賃上げ率実績(+3.6%、ベア上昇率+2%強)が、今年2024年では+4%前後が予想され、2年連続の相対的に大幅な賃上げとなることから、「物価・賃金は上がらない」との30年間のデフレ時に支配的だった「ノルム(社会的な規範的意識)」は払拭されることになる。

それでもインフレ上昇の実績に対して、さらに日銀が想定している「物価上昇と賃金上昇の好循環」の為には、5%程度の賃上げが求められる。

もっと重要なのは、

- ① 来年以降も、今年の賃上げ率(+4%)を上回るような賃上げが続くのか否か
- ② 実質賃金の改善が期待されるのか否か
- ③ 企業(経営サイド)が従業員に対しての処遇・働き方改革を良くしようと、マインド・チェンジを本当にしたのか否か(ベアの引き上げが継続される)

VI. 金融政策・市場動向と見通し

米国 : 「2024年での利下げ回数期待は強く、FRBの方針とは乖離」

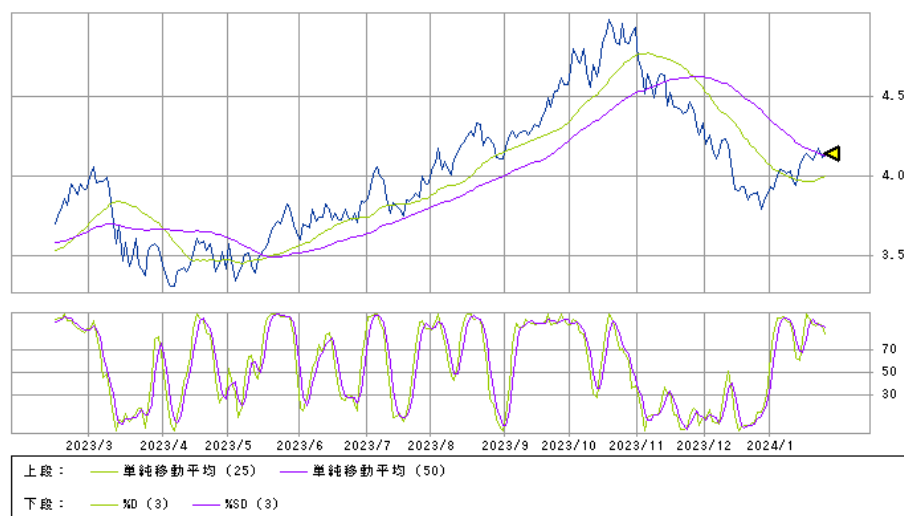
2023年12月開催のFOMC議事要旨が1月3日公開され、「すべての参加者が依然として追加利上げの可能性」を見ていることが分かった。2024年内の利下げシナリオを「極めて不確実」としたうえで、「さらなる利上げが適切となるような経済成長となる可能性もある」と説明されていた。「物価が目標（2%）に向かうと明確になるまでは金融引き締めを続ける」としている。

FOMC参加者による2024年末時点の政策金利予想の中央値は4.6%。
@0.25%の利下げで年内は3回分。市場参加者の予想（年内5~7回）とは依然として大きく乖離している。

CPI（12月）の発表を受けて、3月での第1回目の利下げの可能性は遠のいた。

長期金利は12月のFOMC後には4%を割れる水準まで低下したが、今年に入ってから強気見通しが若干修正されて反騰気味。

米国10年債利回り（日足：1年間）



欧州 : 「ECB, BOEによる利下げが期待先行気味」

ECBは1月25日の理事会で、3会合連続して「利上げを見送り」を決定した。

1月18日に公表された前回2023年12月の理事会での議事要旨では、

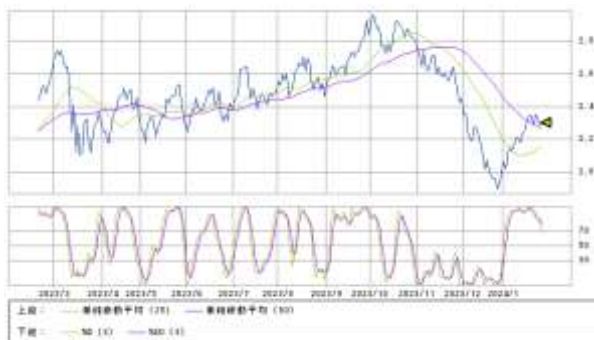
- ・先行する早期利下げ観測に対して「市場の期待に応じないことが重要」
- ・市場の期待の動きは「金融環境を過度に緩和させインフレ沈静を阻害する」
- ・投資家へのコミュニケーションで「市場の期待に応じないことが重要」
- ・インフレ鈍化を確認する為には、春に公表する賃金統計などを確認する必要

ECBの従来からの保守的&慎重なスタンスに変化はない。

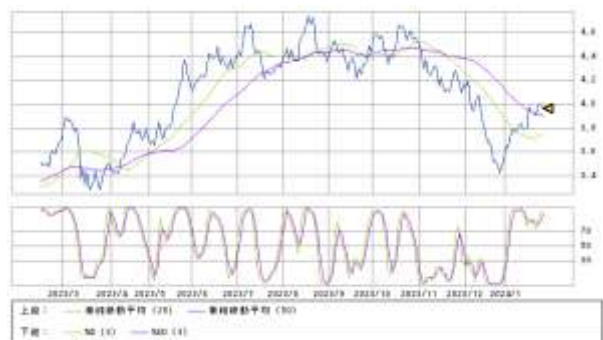
米国と同様（それ以上に）、投資家は「ECBが利上げを終えた」と判断している。ロンドン証券取引所での短期金利市場では、「24年3月に利下げを開始する」との先物金利の動きとなっている。

「FRBよりも利下げで先行する」との観測から、昨年12月から長期金利は急速に低下した。

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）



日本 : 「日銀は金利修正のタイミングを慎重に見極め」

元日の能登半島地震による被害発生・拡大から、「日銀による金融緩和の修正が先送りされる」との観測が強まった。1月での実施予想はほぼ潰えた。

日銀は1月23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」の枠組みは維持されたが、長期金利への対応（上限の目途）は無実化している。「短期のマイナス金利（日銀当座預金への適応）」、「ETF（上場投資信託）買い入れ政策」は維持された。

発表された「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、

- ① 2024年の消費者物価（コア）上昇率を、10月分の前年度比2.8%（7月は1.9%）から2.4%に引き下げ。コアコア指数は1.9%で変わらず。原油価格下落の影響により下振れするとの見通し。
- ② 25年度の見通しは、1.7%から1.8%に若干の引き上げ。コアコア指数は1.9%変わらず。政府によるガソリン・電気・ガス料金の負担緩和策の反動が出るとした。中長期的な物価上昇率や賃金上昇率は高まる予想。

日銀が1月26日公表した、2023年12月の金融政策決定会合の議事要旨では、「金融正常化のタイミングが近づいている」との意見があったが、複数の委員が「春闘の動向（3月中旬の集中回答日）をみて判断しても遅くない」と述べていた。現時点で日銀がマイナス金利を解除する時期については、「4月」予想が最多となっている。

3月か4月に「マイナス金利の解除」を実行した後は、しばらく時間をおいて効果を見極めてから、今年後半での再度の「利上げ」を巡る思惑が高まってくることになる。日銀の対応は、「脱デフレ」に伴う「金融政策・金利水準の正常化」とともに、「金融引き締め」がどの程度の効果を景気・インフレ・企業業績に対しての影響（その結果として2025年の賃上げ動向）を及ぼすのか、「次の1手」の実現可能性とともに、更なる難しい判断が求められることになる。

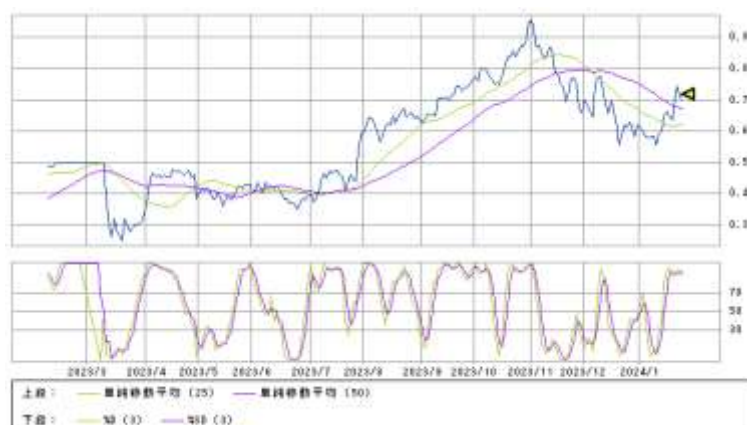
自民党安倍派の派閥解散は、「アベノミクス」(異次元金融緩和)の終焉であり、日銀は金融・金利水準の正常化に動き易くなった。

一方で、今春以降に始まると予想される米国の利下げにより、為替が円高に転換することが予想され、物価に下落圧力が加わることになる。

日銀が金融政策の修正に慎重になり、米国の金融政策を注視したいという動機となりうる。植田総裁は、引き続き難しい微妙なかじ取りを迫られる。

長期金利(10年物国債利回り)は、この2ヵ月間は海外市場の長期金利とほぼ連動しているが、基本的にはボックス圏での様子見推移。

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:0.5711%) : 0.50 ~ 1.00%

VII. 為替市場動向と見通し

(米ドル)

元日の能登半島地震の発生により、ドル高円安に反転した。

昨年末12月29日の142円台から149円までの円安に戻っている。

- ① リスク回避での円売り
- ② 地震の被害発生により、「日銀による金融緩和の修正が先送りされる」との思惑
- ③ 日米金利差は当面縮小しない、との観測が高まった

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月まで買戻しからの減少となっていたが、今年に入ってから再度売りポジションが積み上がる。

シカゴ先物市場での日本円ポジション動向



(欧州通貨)

ユーロは、ECBが金融引き締め政策は当面変更ない、と言明しても、市場参加者の早期利下げ観測が鎮静化はせずユーロ売り圧力が継続している。

ユーロ円レート（日足：1年間）



地政学リスクの高まりから、安全通貨であるスイスフランの上昇が続く。日本円に対しても、スイスフラン高円安が進行している。

スイスフラン円レート（日足）1年間



為替見通し

日米金利差の縮小観測から、昨年末から年明けはドル安円高に一旦反転した。

しかし、

- ① デフレからインフレ
- ② 貿易赤字・経常収支黒字に移行
- ③ 海外投資（資本流出）の継続

という構造的な変化を踏まえると、基本的認識としては「長期的円安トレンド上の小休止」。

直近の経常収支（2023年11月）は、1兆9000億円の黒字となっている。

黒字は10ヵ月連続で、黒字額は1985年以降では11月として最大。

経常収支は、貿易収支、所得収支、サービス収支などで構成される。

貿易収支は7200億円の赤字だが、所得収支、サービス収支の大幅な黒字が支えている。

過去30年間に日本企業の生産拠点は海外移転が進んだことから、稼いだ外貨が円に転換されにくくなっており、現地に滞留していく。日本企業による外貨の円転需要は減少している。

さらに、日本企業による海外企業のM&Aが活発化してきている上に、日本の個人投資家が新NISA制度の発足に合わせて、グローバル分散投資に資金を振り向ける切っ掛けとなっている。

今年の年央からは、米国の利下げ、日本のマイナス金利の修正による（タイミングも影響するが）、“ドル安円高”局面が到来する可能性が高い。構造面と循環面での変動が予想される。

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート （147.65円） : 130 ~ 155円

ユーロ円レート （159.55円） : 150 ~ 170円

VIII. 株式市場動向と見通し

外国株

((米国株))

2023年年間のNY株式市場は、ダウ平均株価が+4542ドル(+13.7%)、SP500指数は+930ポイント(+24.2%)。NASDAQ指数は+4545ポイント(+43.4%)と、驚異的な上昇相場となった。

「GAFAM」銘柄(Google、Apple、Facebook (Meta)、Amazon、Microsoft)、
「マグニフィセントセブン」銘柄(M7: Apple、Microsoft、Facebook (Meta)、Amazon、Google (Alphabet)、Tesla、Nvidia)が上昇の牽引役である。
Apple、Microsoft、Amazon、Tesla、Nvidia、Google (Alphabet)、Facebook (Meta)が、NASDAQ市場の上場銘柄である。

M7の時価総額は1年間に約5兆ドル増加して12兆ドルに。NASDAQ市場の時価総額の増加分(約6兆ドル)の大半が、M7の伸びで説明される程の偏向相場。上昇率と一握りの牽引銘柄の集中商いから、過去のバブル時高値と比較しても割安感はない。

M7銘柄のPER(株価収益率)平均は50倍まで買われている。

今年に入ってから投資資金が流入しており、新値追いの展開が続いている。
ダウ平均株価は1月26日に38109ドルの史上最高値を付けている。
NASDAQ市場は24日の15629ポイントが史上最高値である。

適温相場への期待は続くが、反落リスクも高まっている。

利上げ終焉はコンセンサス。その先のFRBによる利下げ実行が

- ・今年前半から
- ・1年間に6回実施(都合▲1.5%)

という投資家の期待先行となっている(FRBは決して同意しているわけではない)

NYダウ平均株価（日足：1年）



SP500指数（日足：1年）



NASDAQ指数（日足：1年）



フィラデルフィア半導体株指数（日足）



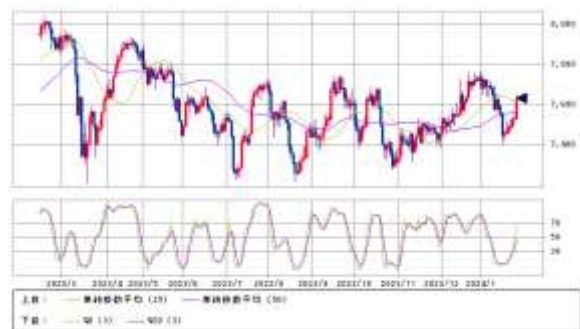
（（ 欧州株 ））

「2024年にECBは利下げに転換」との期待を先取りする形で、ドイツDAX株価指数は10～12月に+17%の上昇相場となり、史上最高値を更新した。市場参加者の「2024年前半に2回の利下げ実施」予想を織り込むことで反騰、行き過ぎた楽観論と割高感への警戒感から、12月後半から年明けまで反落の動きにあったが再度上昇に転じてきている。

ドイツDAX指数（日足：1年）



英国FTSE指数（日足：年初来）



((新興国株))

中国株（上海市場、香港市場）の下落トレンドは継続中、今月には新安値を更新して基調変わらず。中国経済と不動産関連への先行き懸念から、海外投資家による売却・資金回帰の動きが継続中。

PBR（株価純資産倍率）は1.7倍と5年ぶりの水準に急低下。21世紀での安値は1.5倍（2005年）、高値は8倍（2008年）。

PER（株価収益率）は12倍台まで低下。

中国政府は、株価下落に対して危機感を強めて、株価対策に動いている。

- ① 中国人民銀行（中央銀行）による預金準備率の引き下げ（1月25日）
- ② 銀行への不動産開発会社への融資を積極化する要請
- ③ 市場安定基金による株式買い支え観測
- ④ 譲渡制限株式のカラ売り用貸し出しの全面禁止（1月28日）

上海総合指数（日足：1年間）



香港ハンセン指数（日足：1年間）

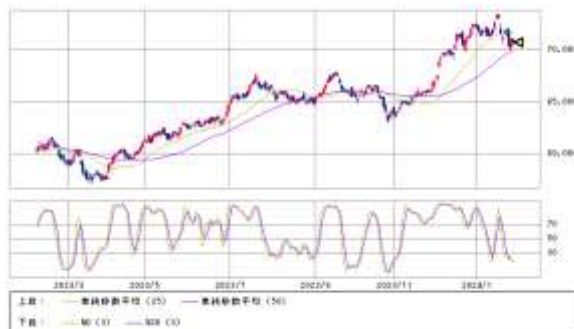


反対に、台湾市場は総統選挙でネガティブ・サプライズが起きなかったことと、NY市場での半導体関連株が上昇していることに連動して高値を更新している。

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)		
	(11月27日)	(12月29日)	(1月26日)
株価	: 33447円	33464円	35751円
PER	: 14.87倍	14.74倍	15.68倍
EPS	: 2249円↑	2270円↑	2280円
PBR	: 1.32倍	1.30倍	1.40倍
BPS	: 25339円↑	25742円↑	25906円↑

日経新聞のEPS（1株あたり利益）予想値は、12月末時点から若干の上方修正。日経平均の年明けからの上昇により、PER（株価収益率）は15倍台後半まで上昇、割安感はない。

BPS（1株あたり純資産）は円と着実に増加しており、内部留保と配当・株主還元余力は高まってきている。

2023年10～12月期の決算発表を前に、アナリストは2024年度予想を保守的に見始めた。予想の修正動向を示すリビジョンインデックス（RI）はマイナス圏に低下してきている。足元のアナリスト予想が慎重、下方修正が多くなっている。中国景気の悪化による電機・機械・化学の下振れ懸念が台頭してきたのが大きい。

(2) 東京株式市場

東京証券取引所は1月15日、『PBR1倍割れの解消対策』を開示した企業の一覧表の公表を始めた。プライム市場上場の約40%が公表しているが、残りの様子見企業にプレッシャーを掛ける意図もある。

- ① 資本効率改善（ROE向上目標が多い）
- ② 株主還元の拡充（自社株買いなど）
- ③ 成長戦略の策定・表明による収益拡大

海外投資家は1月第2週（9～12日）に、現物9557億円、先物4882億円、合わせて1兆4439億円を買い越した。

アベノミクス相場が始まった2013年3月第2週の1兆172億円、4月第2週の1兆5865億円に匹敵する集中的な大規模買いを入れた。日経平均株価は週間で+2000円以上の急騰となった。

一方で個人投資家は、現物1兆695億円、先物1422億円の、合計1兆2127億円を売り越し、定石どおりの逆バリ対応となった。

今後の買いの主体は、海外投資家、個人投資家、企業自社株買い。

2023年での自社株買いを発表した企業数は992社。事業法人の買越額は4.9兆円だった。

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（36026円） : 33000円↑ ~ 38000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。