

# 投資環境と金融市場の見通し（126）

2024年 2月27日

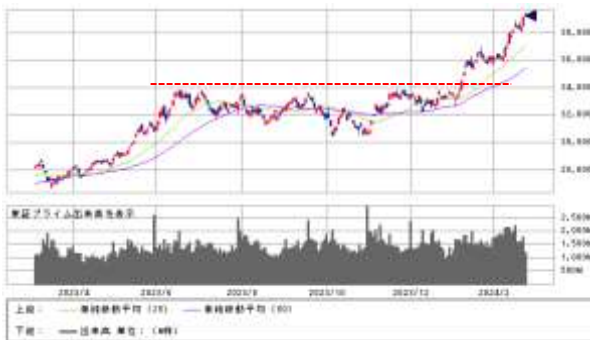
田淵英一郎

## I. 東京株式市場

### (( 概況 ))

- ① 日本株（日経平均株価）は2月22日、1989年末の史上最高値（38915円）を34年ぶりに更新した。年初来の上昇幅は5634円（+16.8%）で、1日立会日当たり@166円上昇している。TOPIXの上昇率は+12.4%。半導体関連株、構造改革銘柄が相場上昇の牽引役。

日経平均株価（日足：1年間）



TOPIX（日足：1年間）



- ② 株価上昇の背景としては、

- ・ 長年続いた日本のデフレとマイナス金利からの脱却が見えてきた
- ・ 好調な企業業績 … 上方修正期待
- ・ 東証が牽引している「PBR（株価純資産倍率）1倍割れ解消」要請により上場企業が資本政策の見直しに動き出したことで、ROE（自己資本利益率）が改善してきた
- ・ 海外投資家が東京市場の変化・活性化・出遅れを評価
  - … G7で唯一史上最高値を未更新だった
  - … 円安の進展により株価水準が割安に見える
- ・ 企業の自社株買いと「新NISA」による株式需給の改善期待

- ③ ニューヨーク株式市場は「マグニフィセントセブン (M7)」(ハイテク・半導体関連銘柄) が引き続き相場上昇の牽引役。直近発表された決算では、Microsoft (クラウドコンピューティング・サービス)、Facebook (Meta) (インターネット広告、AI 活用)、Amazon (クラウドコンピューティング事業)、Google (Alphabet) (インターネット広告)、NVIDIA (GPU、AI 半導体) などのネット、クラウド関係ビジネスが再成長局面にあることが確認された。
- ④ 1989年12月末の史上最高値(38915円)を34年ぶりに更新したことで、当時との比較により「バブル状態」との見方が一部に出て来ている。上昇スピードも急速であることから警戒感も強まっている。しかし過去からの相場経験則からは、
- ・「国策に逆らうな」
    - … 「企業改革」(資本政策、収益性向上、コーポレートガバナンス改革)
    - 「株価割安(低PBR状態)是正」(資本コストとROE重視)
  - ・「株は変化を買う」 … 「デフレ&マイナス金利」からの脱却
  - ・調整期間が長いほどポテンシャルが蓄積されている
  - ・「金融相場(ステージⅠ)から業績相場(ステージⅡ)」
  - ・「マクロ要因(政治、金融政策)と「ミクロ要因(企業変革)」の相克
  - ・1980年代はカネ余りの空疎な理論(「含み資産」「Qレシオ」など)を根拠とした需給相場
  - ・現状は計上収益と収益性の裏付けがある投資価値から判断出来る価格形成
  - ・PER(株価収益率) = 16倍は割高とはいえない
- ⑤ 東京市場では半導体関連株、割安バリュー株、高配当株などの循環物色が続く。半導体関連銘柄では東京エレクトロ、アドバンテスト、ソフトバンクなど、業態革新・資本政策転換関連銘柄では日立、三菱重工、三菱商事など、高利回り株では海運株、総合商社株、銀行株などが相場の牽引役となっている。
- ⑥ 今年期待の買い主体は、海外投資家、法人(自社株買い)、個人(新NISA)。年初からの7週間(～2月16日)で、海外投資家は現物株を2.7兆円買越し、法人は▲2.3兆円、個人は▲1.0兆円、とりあえず売り越している。

## (( 今後の見通し ))

- ① 今年の前半は“株高要因”と“イベント材料”の継続により基調変わらず。
  - ・ 企業業績が堅調
  - ・ 春闘での昨年を上回る賃上げ実績（3月から4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）
- ② 年央から年後半の懸念・弱気材料としては、
  - ・ NY市場の金利水準との比較での割高感
  - ・ 日銀による金利正常化（2回目）の不透明感
  - ・ 岸田政権・自民党政治の行方（解散・総選挙実施？）
  - ・ “トランプ2.0”政権の可能性から、世界政治（EC、ロシア）・軍事（NATO、ウクライナ）・経済（中国、日本）の暗転への懸念

## (( 企業変革の動きと株式市場活性化策 ))

企業の経営体制の改善・制度づくりの取り組みは、過去10年間着実に進展している。2014年に「スチュワードシップ・コード（機関投資家における投融資先の企業統治改善の為の行動指針）」が、2015年には「コーポレートガバナンス・コード（企業統治の為の原則・行動指針）」が導入された。

日本の企業では「ROE（自己資本利益率）水準が低いので、PBRが1倍を超えてこない」という問題点は、伊藤邦雄一橋大学名誉教授が中心になってまとめられた経済産業省での研究会「持続的成長への競争力とインセンティブ」の最終報告書「伊藤レポート」（2014年8月発表）において、「企業はROE 8%以上を目指すべきである」と明記された。

代表的な株価判断指標の関係式 :

$$\text{PBR (株価純資産倍率)} = \text{ROE (自己資本利益率)} \\ \times \text{PER (株価収益率)}$$

において、PBRが1倍以下（株式市場で時価総額が純資産総額を反映していない）ということは、上記式からROEが低いことに起因していることになる。

ROEを高めることが出来ればPBRは上昇する。ROEを高めることは、使用資本に対する収益性を上げることに他ならない。

PERが上がるということは、企業の将来への収益見通しが向上する（投資家が強気になる）ことなので、企業が前向きな経営判断に基づく有効な投資行動と、投資家への明解な説明やディスクロージャーを行えば、確信度合いが強まることにつながる。

ROEとPERを見直すことで、PBRは自然と水準訂正していく。

## ● 株式市場と企業統治の改善策の流れ

東京証券取引所は2022年4月に市場区分を再編した。2023年3月には、プライム市場・スタンダード市場に上場している企業に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を求めた。さらに2024年1月からは「PBR1倍割れの解消対策」を開示した企業の公表を始めている。

「PBR1倍割れ」を改善する為に提示されているアクションプランとしては、

- ① 資本効率改善（ROEを引き上げる目標が多い）
- ② 株主還元の拡充（自社株買いなど）
- ③ 新たな経営&成長戦略の策定による収益拡大（事業統廃合・売却・再編など）

が代表的なソリューションである。

このうち②「自社株買い」は企業の発行済み株式数を減らすことになるので、ROE（自己資本利益率）、PBR（株価純資産倍率）の改善（利益や株価を割る分母の縮小）効果が期待出来る。定められたスケジュールで実施する配当（増配）よりも株価水準に対応した機動的な対応が可能になるので、今回の目的（株主還元）には好まれている。

上場企業は自社株買いを拡大させている。2023年年間に表明された取得枠金額は約9.6兆円、前年から1350億円増え2年連続で過去最高の金額である。取得枠を設定した企業数は1033社と、2年連続で1000社を超えてきた。総株主還元額（自社株買いと配当の合計金額）は約28兆円、純利益に対する還元率は50%以上に高まってきている。

今後は③「新たな経営&成長戦略の策定による収益拡大」が注目される。

社会的な公器である企業の本質としては社会への貢献が第一義であるが、収益確保と利益成長も重要な責務である。その為に投資家が企業に期待するのは、将来の成長をもたらす事業・インフラ・人員への前向きな投資である。具体的かつ統合的な成長戦略を策定し、投資家に明確に説明し、株主としてウイン・ウインの関係を築いていくことが経営者に求められている。

## ● ROE（自己資本利益率）とPBR（株価純資産倍率）の現状

PBR改善策の表明企業数の増加と株価上昇を受けて、「PBR 1倍割れ企業」の割合は2023年9月末時点で47%に減少してきている。政府（経済産業省）は2030年に20%の目標を掲げている。

東証プライム市場のPER（株価収益率：2月22日時点）は16.46倍、PBRは1.42倍、従ってROEは8.6%まで改善してきている。2014年に「伊藤レポート」が求めたROE 8%の最低基準は、10年の時間を掛けて達成された。

今後はROE=10%水準へ到達することが期待される。企業の経営戦略の明確化を受けて、利益成長がペースアップするとの予想が強まれば、PERがノーマル状況での上限とされる17倍から、成長プレミアムが上乗せされることで米国市場に接近する18~20倍に買われてくるので、PBRは現状の1.4倍が1.8~2.0倍に高まる姿が想定される。

この確信が強まれば、株価水準は現状から+27~41%上昇することになり、「日経平均株価で5万円水準」が意識されることになる。

|        |              |   |              |   |            |
|--------|--------------|---|--------------|---|------------|
|        | PBR（株価純資産倍率） | = | ROE（自己資本利益率） | × | PER（株価収益率） |
| 【 現在 】 | 1.42（倍）      | = | 8.6（%）       | × | 16.46（倍）   |
| 【 将来 】 | 1.80（倍）      | = | 10.0（%）      | × | 18.00（倍）   |
|        | 2.00（倍）      | = | 10.0（%）      | × | 20.00（倍）   |

## ● PBR改革、企業統治改革

過去10年間にわたる「企業統治改革」と、東証の要請による「PBR（株価）改革」は緒に就いたばかりであり、改善の余地は大きく、時間をかけて改善されていく期待が高まっている。上場企業においては、時間を掛けた上での地道な改善努力が必要となる目標であることから、政府や東京証券取引所からの継続的な要請・サポート・圧力が想定される。東京証券取引所は2025年3月から、重要情報の英文開示を義務づける方針である。

プライム市場の上場企業のうちPBR改革案を開示したのは726社（2024年1月時点）、1ヵ月間で66社増加した。上場企業全体の44%にまで高まっている。

今後は資本構成、株価水準、収益率などの是正策や、その背景にある経営戦略の優劣を背景に、同一業種内でも企業間格差・株価格差の拡大が予想される。

個別企業における経営戦略・資本戦略、株価との比較での銘柄評価が一層重要になる。

### (( ファンドメンタルズ要因 ))

#### (1) 企業業績

| 《 日経平均 業績・資産予想 》 | … 日経新聞発表（毎日） |         |         |
|------------------|--------------|---------|---------|
|                  | （12月29日）     | （1月26日） | （2月26日） |
| 株価               | 33464円       | 35751円  | 39233円  |
| PER              | 14.74倍       | 15.68倍  | 16.57倍  |
| EPS              | 2270円↑       | 2280円   | 2368円↑  |
| PBR              | 1.30倍        | 1.40倍   | 1.50倍   |
| BPS              | 25742円↑      | 25906円↑ | 26155円↑ |

日経新聞のEPS（1株あたり利益）予想値は、1月からの業績発表を受けて一段と上方修正。値上げ効果、円安効果に加え、好調な米国市場の恩恵を受けた企業での業績上振れが多い。BPS（1株あたり純資産）も26155円と着実に増加しており、内部留保と配当・株主還元余力は充分。

一方、中国経済の減速の影響を受けたセクター・企業の業績の落ち込みが明らかに。

- ・ 機械・設備投資関連 … ファナック、キーエンス、オムロン、化学メーカー
- ・ 電子部品関連 … 村田製作所、ミスミG
- ・ 自動車関連 … 三菱自動車、ニデック
- ・ 住宅・不動産関連 … TOTO、ヤマハ

## (2) バリュエーション

1989年末の前回ピーク時での日経平均株価の予想PERは70倍。アベノミクス相場のピーク(2015年4月)では18倍強。直近(2月26日)の日経平均株価の予想PERは16.6倍で、割高感はまだ無い。

### (( 投資家・資金需給要因 ))

連日の大幅上昇、押し目となっても直ぐに押し目買いが入ることで、典型的な「もうはまだなり」の強気相場の様相となっている。

海外投資家は1月に現物を2兆693億円買い越し、先物を1兆1740億円売り越し、合わせて8953億円の買い越し。短期狙いの海外拠点(シンガポールなど)からのヘッジファンドの他、長期投資家である欧米の年金基金や中東のオイルマネーからのウェイトアップ目的による投資資金が継続して流入している。

国際金融協会(IIF)の統計では、中国の株式・債券市場からは2023年間で845億ドル(約12兆円)の資金が流出している。一部が日本市場に向かっている。

個人投資家は、1月に現物9370億円、先物718億円の、合計1兆88億円を売り越した。第1週から第3週までで現物株を1兆2879億円売り上がっている。第4週、第5週は合計3515億円の買い越しに転じたが、“逆張り”スタンス。

一方で、個人投資家は新NISA(少額投資非課税制度)の口座開設をオンライン証券中心に動き出している。30~40歳代の若手勤労世代が資産形成に前向きに検討・対応し始めてきた。

今回の新NISA制度は、旧来のNISAに比べて、

- ・ 金額総額（年間360万円分で5年間1800万円枠は従来の3倍に）
- ・ 恒久化（5年間が無期限に）

新NISA開始から1ヵ月が経過して、対面・ネット証券10社での購入額は合計1.8兆円。旧NISA制度での昨年1～3月の資金流入額を1ヵ月間で達成した。「積み立て投資」枠で、主として世界株式指数連動ファンドを買い付けている。購入金額の上位商品は、「eMAXIS Slim 全世界株式（オール・カントリー）」（三菱UFJアセット）が3142億円でトップ、2位は同じシリーズの「米国株式（S&P500）」の2465億円。投信購入ランキング上位10本のうち9本が全世界株や米国株で運用する指数連動型の商品。日本株ファンド、アクティブ投信には資金流入ほとんど無い。

上場企業の自己株式取得枠の設定は高水準で2年連続で過去最高を更新。2023年の取得枠は9.8兆円、実施額は8.7兆円。2024年での自社株買い発表額は1.3兆円超、2021～23年を上回るペースで増えている。

大手損保会社4社に対して、金融庁は政策保有株式（投資目的でなく取引・商売関係の強化の為に継続保有する株式）を速やかに売却していくように要請を始めた。4社合計の政策保有株式は、5900社分で6.5兆円に達している。持ち合い解消への市場からの圧力と期待が強まっている。株式の持ち合い解消は日本企業が1990年代から段階的に取り組んできたが、戦後から継続されていた岩盤である損害保険会社の持ち合い構造に、金融庁からのメスが入ることになった。

SOMPOホールディングスは、傘下の業界第2位である損害保険ジャパンが抱えている1.3兆円分の政策保有株式を、2027年度以降を目途にゼロにすると表明した。業界トップである東京海上日動火災保険も、3年間で6000億円の削減を実行中であり、政策保有株式をゼロとする可能性を表明している。

持ち合い株式の一層の解消により、日本の伝統的企業の間で収益性の低い事業から撤退が進むことになる。



## （（ 懸念・弱気・調整材料 ））

相場上昇・過熱局面での典型的な事象・兆候も見られるようになってきた。

- ① 一部の人気・先導役銘柄の全体（値上り幅への貢献度合い・出来高・時価総額に占める割合）が過度な一極集中の様相
- ② 半導体関連株のバリュエーションが過去との比較、市場平均との比較で割高感
- ③ 「上がるから買う」「株価指数に劣後するので買う」との投資家センチメントに基づく需給要因が大きくなる
- ④ 電子部品メーカー株（ローム、村田製作、太陽誘電 etc.）は業績鈍化を受けて株価は調整局面に
- ⑤ 2020年に新興テック株への集中投資で名を挙げたキャシー・ウッド女史が運用するETFファンド「アーク・イノベーション（ARKK）」は2023年に+68%上昇して、同種カテゴリーでの上位1%に入る高成績を上げた。2021～22年では年率50%の下落を記録していた。
- ⑥ 孫正義SGFG会長の資産は2月13日時点で151億ドル、昨年末（113億ドル）から大幅に増加。90%の株式を保有する英国半導体設計企業アームの株価が急騰した為。

## （（ 物色対象（新NISA用） ））

- (1) 企業変革シンボル・ストック  
… 日立、三菱重工、三菱商事
- (2) 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
- (3) 好業績・賃上げ・人材投資積極化銘柄
- (4) 高利回り、増配期待
- (5) 金利水準の正常化（＝“脱デフレ”）、価格・地価上昇  
… 不動産株、銀行株

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価（39233円） : 35000円↑ ~ 41000円↑

## Ⅱ. トピックス

### < **トランプ再選 2.0** >

トランプ前大統領が、共和党候補争いの予備選第5戦であるサウスカロライナ州でも2月24日に勝利して5連勝。ライバルのニッキー・ヘイリー元国連大使（同州の前知事）の地元での勝利により、共和党候補の指名獲得にさらに前進した。

ヘイリー氏は、今回の予備選で40%の支持を獲得したこと、トランプ前大統領が刑事裁判（4件）・民事裁判を抱えているリスクがあるので、トランプ出馬断念の場合に賭けて3月5日のスーパーチューズデーまでは選挙戦から撤退しない考えを示した。

トランプ前大統領がバイデン現大統領と再戦するなら、今回はトランプ勝利との世論調査結果が現時点では多い。トランプ前大統領が敗北する唯一の可能性（ゲーム・チェンジのシナリオ）として言われているのが、「議会襲撃事件の責任による有罪判決」が出た場合。共和党からの出馬断念圧力が強まるか、本選で敗北する可能性が高まる。そういう意味からも、まだどのような経緯となるかは流動的（不透明リスク）である。

トランプ再選となった場合のリスクについて整理しておく必要がある（先月の再掲）。

#### （1） 国際政治での地政学リスク

- ① ウクライナとの関係見直し（ウクライナへの武器供与の縮小、停戦支援）
- ② NATOからの離脱（ドイツ、フランスとの関係希薄化）
- ③ イスラエルへの支援強化
- ④ 北朝鮮への強硬姿勢の軟化と交渉再開
- ⑤ 日本の駐留米軍の規模縮小（日本の軍装備増強要請）

#### （2） 経済的リスク

- ① 中国からの対米輸出品への高率関税（60%）
- ② その他諸国（含む日本）からの対米輸出品への上乘せ関税（10%）
- ③ 米国国内のインフレ圧力の再燃

夏場の指名候補獲得、11月5日の大統領選挙が近づくとつれて、これらのリスクを意識せざるを得なくなり、マーケットの波乱要因となる可能性が高い。

## < 自民党派閥パーティー裏金問題 >

(( 岸田政権 ))

【 内閣支持率 】

- ・ 日経新聞 ( 2月25日 ) … 支持25% (▲ 2%)、不支持67% (+ 1%)
- ・ 共同通信 ( 2月 4日 ) … 支持25% (▲ 2%)、不支持59% (+ 1%)
- ・ JNN ( 2月 4日 ) … 支持24% (▲ 3%)、不支持74% (+ 4%)
- ・ 時事通信 ( 2月12日 ) … 支持17% (▲ 2%)、不支持60% (+ 6%)
- ・ NHK ( 2月13日 ) … 支持25% (▲ 1%)、不支持58% (+ 2%)
- ・ 読売新聞 ( 2月18日 ) … 支持24% (± 0%)、不支持61% (± 0%)
- ・ 産経・FNN ( 2月18日 ) … 支持22% (▲ 6%)、不支持73% (+ 7%)
- ・ 朝日新聞 ( 2月18日 ) … 支持21% (▲ 2%)、不支持65% (▲ 1%)
- ・ 毎日新聞 ( 2月18日 ) … 支持14% (▲ 7%)、不支持82% (+ 10%)
- ・ 日経新聞 ( 2月25日 ) … 支持25% (▲ 2%)、不支持67% (+ 1%)
- ・ ANN ( 2月25日 ) … 支持21% (+ 1%)、不支持60% (▲ 1%)

「派閥パーティー裏金疑惑」問題に対しての決着が見えず混乱が続いていることと、盛山文科大臣の統一教会との関係疑惑が表面化（統一教会サイドからの揺さぶり）したことで低空飛行状態変わらず。自民党支持率も漸減しており、総選挙が行われた場合は、自民党への不満から想定外の結果も予想されるが、

- ・ 直ぐに解散・総選挙があるタイミングでもない
- ・ 自民党内に衆目の一致する後継総裁が見当たらない
- ・ 政権交替して野党（連立）政権という世論が盛り上がってはいない

【 青木の法則 数値 】 … 合計値が50%以下では内閣が危うくなる

- ・ 時事通信 : 16%+ 16% = 32%
- ・ 読売新聞 : 24%+ 24% = 48%
- ・ 毎日新聞 : 14%+ 16% = 30%
- ・ 日経新聞 : 25%+ 25% = 50%

## （（ 自民党の液状化 ））

自民党は、政治資金パーティーによる資金捻出を行った安部派の議員と、収支報告書への不記載が判明した二階派の議員を中心に事情聴取した結果を2月15日公表した。国会議員82人、選挙区支部長3人の85人（うち79人が安倍派、6人が二階派）が対象者だった。裏金の管理者は、議員本人12人、秘書・事務所担当者73人。管理方法は現金39人、銀行口座30人、現金及び口座12人、不明4人だった。還付金を使用したのは53人で、会合費、懇親費用、事務費、車両購入費、書籍代、人件費、通信費、手土産代、弁当代などの項目が計上された。安倍派での政治資金パーティーで、ノルマを超えた売上をキックバックする方式は20年以上前から行われていたことが明らかになり、森元首相が当時の派閥会長時代に考案された、という疑念が一層深まった。

岸田首相が1月18日に、「（派閥を離脱しているはずの）宏池会の解散」に言及して以降、清和会（安部派）、志帥会（二階派）、森山派、水月会（石破派）谷垣グループなどが解散宣言した。志公会（麻生派）、平成研究会（茂木派）は宣言していないが、タガは緩んできており、退会者も目立ってきている。

今後は、次の総選挙（4月、6月の可能性？）と世代交代、グループ再編を睨んでの、

- ① 安倍派の分裂 … リベラル派（福田達夫衆院議員中心）とタカ派（高市早苗議員中心）への再編
- ② 次期首相として存在感（米国指名）の出てきた上川陽子外相の支持グループ化
- ③ 将来の総理大臣を狙う小淵優子議員を中心としたグループ結成

今後の政治スケジュールとしては、

- ① 2月28日 衆院政治倫理審査会（政倫審）
- ② 3月17日 自民党大会
- ③ 3月末 2024年度予算成立
- ④ 4月10日 岸田首相の米国公式訪問（国賓待遇）、日米首脳会談
- ⑤ 4月28日 島根1区、長崎3区、東京15区の補欠選挙

### Ⅲ. ファundamentals要因

#### < 景気 >

- ① 世界経済の成長見通しは2024年も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 日本の2023年10～12月期は予想外の2四半期連続のマイナス成長。個人消費、設備投資が弱いのが明白に。

#### < 金融政策 >

- ① FRBの2024年の利下げ見通し（年3回）に、市場の見方が近づく。
- ② FRBによる今年前半での金融緩和期待はかなり後退した。
- ③ ECBも2024年には利下げに転じるとの観測が強かったが、期待先行気味でこちらも後退した。
- ④ 日銀は「マイナス金利解除」にさらに半歩踏み出した。市場・投資家への情報発信、対話、コンセンサス形成を一層意識している。内田副総裁は2月8日の地方懇談会で、「解除後でもどんどん利上げしていくパスは考えにくい」「緩和的な金融環境を維持」とかなり抑制的ながらも解除を意識した発言に踏み込んだ。  
一方、IMFは2月9日の対日審査報告で、「2025年後半まで物価上昇は2%を超えるので、段階的な利上げを検討すべき」とプレッシャーを掛けた。  
日銀がどんどん利上げしていく見込みは少ないとの考えが広がった。

## IV. 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

『経済協力開発機構（OECD）実質GDP成長率見通し』（2月5日発表）

|      | 2024年 | 前回（23年11月）比 | 2025年 | 同     |
|------|-------|-------------|-------|-------|
| 世界   | +2.9% | +0.2%       | +3.0% | —     |
| G20  | +2.9% | +0.1%       | +3.0% | —     |
| 米国   | +2.1% | +0.6%       | +1.7% | —     |
| ユーロ圏 | +0.6% | ▲0.3%       | +1.3% | ▲0.2% |
| ドイツ  | +0.3% | ▲0.3%       | +1.1% | ▲0.1% |
| フランス | +0.6% | ▲0.2%       | +1.2% | —     |
| 英国   | +0.7% | —           | +1.2% | —     |
| 日本   | +1.0% | —           | +1.0% | —     |
| 中国   | +4.7% | —           | +4.2% | —     |
| インド  | +6.2% | +0.1%       | +6.5% | —     |

- ① 2024年の世界経済の成長率は2.9%、前回（23年11月）見通しから0.2%引き上げ
- ② 米国は0.6%引き上げの2.1%に、逆にドイツ、フランスは引き下げ

(2) インフレ動向

○ 主要国 物価上昇率（1月）

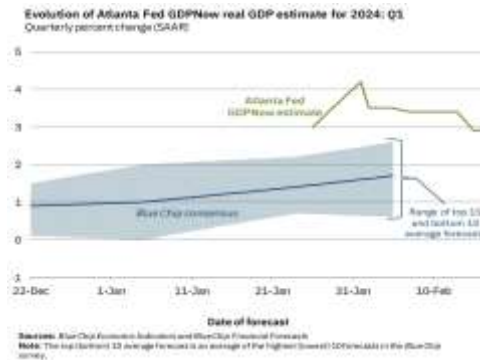
|      | 卸売物価<br>（12月分） | 消費者物価・コア分（同）  |
|------|----------------|---------------|
| 米国   | +0.9%（+1.0%）   | +3.9%（+3.9%）  |
| ユーロ圏 | —（▲8.8%）       | +3.3%（+3.4%）  |
| 英国   | —（—）           | +5.1%（+5.1%）  |
| 中国   | ▲2.5%（▲2.7%）   | +0.4%（+0.6%）  |
| 日本   | +0.0%（+0.3%）↓  | +2.5%（+2.9%）↓ |

### (3) 主要国の動向・見通し

**米国** : 「第1四半期も安定成長見込み」

(( 景気動向 ))

【 アトランタ連銀 **GDP Now** 】 (1~3月期: 前期比年率+2.9%)

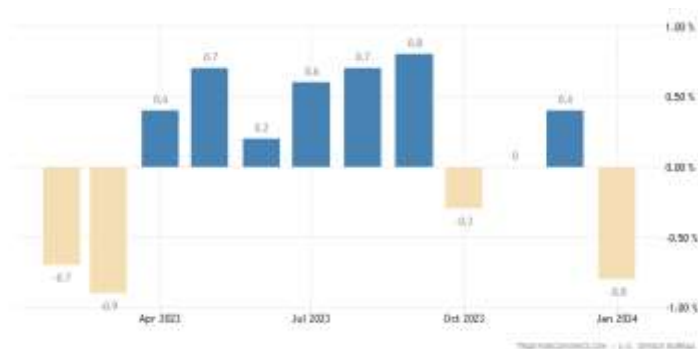


アトランタ連銀の景気予想モデル **GDP Now** での実質GDP成長率予想 (1~3月期) は2月16日現在で前期比年率+2.9%予想。

物価上昇と金利高止まりによる影響から、景気鈍化の兆候を示す経済統計が出始めてきた。

小売売上高 (1月) は前月比▲0.8%、市場予想 (▲0.3%) を大きく下回った。12月分も速報値の+0.6%が+0.4%に下方修正される。相次ぐ値上げが消費者の購買心理に影響してきている。

小売販売 (前月比)



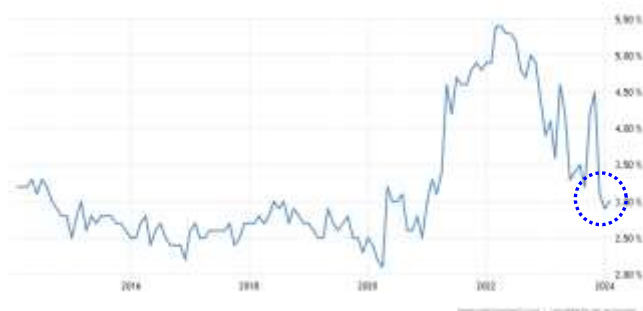


**雇用統計**（1月）の非農業部門雇用者数は前月比35.3万人増で、事前予想（18万人）を大幅に上回る。12月分は21.6万人増から33.3万人に、11月分は17.3万人が18.2万人に、10～12月の3ヵ月間の雇用増は合計で20万人近く上方修正された。3ヵ月平均値は（12月）16.5万人から28.9万人に。**労働市場の堅調さが確認された**。失業率は3.7%で3ヵ月間同じ。平均時給の伸びは前年同月比で+4.5%、12月（+4.1%）から加速。

（（物価動向））

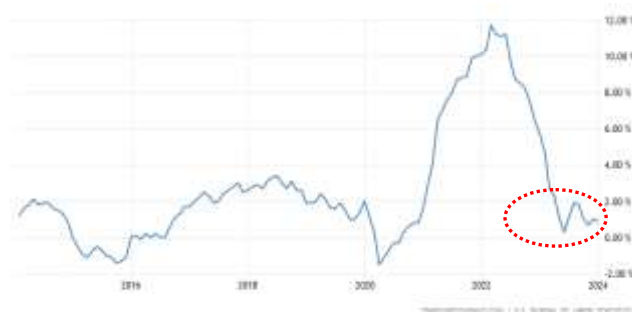
物価高はFRB目標（2%）を依然として上回り、しつこく高止まりしている。ミシガン大学発表の予想インフレ率（1年後：2月）は+3.0%、1月（+2.9%）と+3%水準推移。

予想インフレ率（1年後）



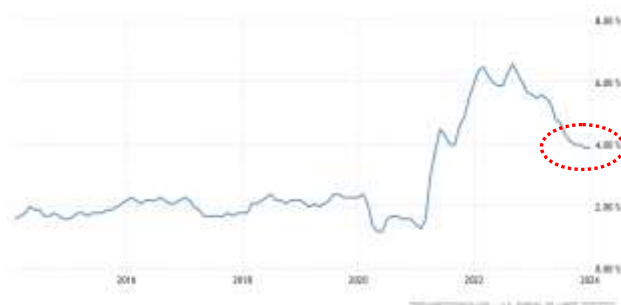
卸売物価上昇率（1月）は前月比+0.3%、12月（▲0.1%）までの3ヵ月連続のマイナスから4ヵ月ぶりのプラスに転じた。サービス価格が同+0.6%上昇。前年同月比は+0.9%、11月（+0.8%）、12月（+1.0%）とほぼ横ばい。コア指数（除く食品、エネルギー、貿易サービス）は前年同月比+2.6%上昇で、12月と変わらず。

卸売物価（前年同月比）



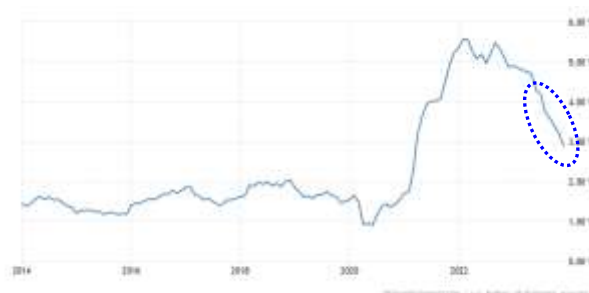
消費者物価上昇率（12月）は前年同月比+3.1%、11月（+3.1%）、12月（+3.4%）と3%台は8ヵ月連続高止まり。ピークは2022年6月（+9.1%）。コアベース（除く食品、エネルギー）は+3.9%、11月（+4.0%）、12月（+3.9%）とほぼ変わらず。家賃は+6.0%上昇。

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）



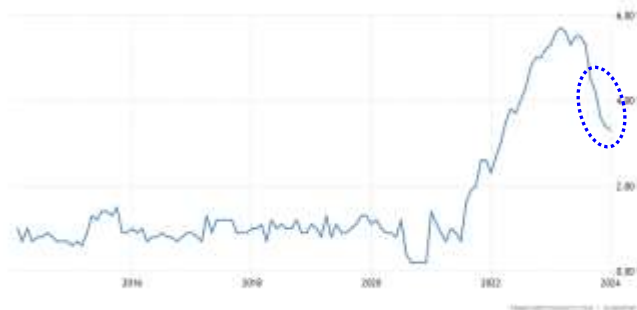
## 欧州圏

： 「ユーロ圏での景気落ち込み、農民の抗議行動」

ユーロ圏の消費者物価上昇率（1月）は前年同月比+2.8%、2023年12月（+2.9%）から下げ止まり横這い。

コアベース（除くエネルギー、食品、アルコール、タバコ）は+3.3%で、12月（+3.4%）からこちらも下げ止まり気味。サービス価格上昇率は4.0%で、賃金に因る物価上昇圧力が強まっている。

消費者物価（コア：前年同月比）



ドイツは、シュルツ政権が2021年12月に発足して以降、2022年後半から実質GDP成長率は低迷、2023年はG7のなかで唯一のマイナス成長に陥る。安価なロシア産の天然ガスを輸入することで経済成長させてきたが、ロシアによるウクライナ侵攻（2022年2月）を切っ掛けに逆風となった。

シュルツ政権は、SPD（社会民主党）、緑の党、FDP（自由民主党）の連立政権。反原発の「緑の党」と連立しているため、2023年4月に原子力発電所を閉鎖した。再生可能エネルギーによりシフトしたが、供給の不安定性、高価格などの問題から電気料金の大幅な値上げにつながっている。

環境保護重視のエネルギー政策の一環として、農業用ディーゼル燃料の税控除廃止を決定した。

フランスではマクロン政権が決定した年金支給年齢の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。物価上昇に対する賃上げへの要求が強まっている。農村地帯から農民がトラクターでパリに向かう高速道路を封鎖して講義活動を続けている。

経済成長の鈍化、物価上昇による生活苦、賃金上昇や補助金・年金削減などへの抗議活動が、欧州の主要国で表面化してきた。

生活苦のシワ寄せが地方の農民を直撃しており、ドイツの農民、フランスの農民とも同様の立場にある。燃料の高騰、増税、安価な農作物の輸入、小売業者からの値下げ圧力などに抗議している。

さらに欧州の農民は、EUの農業政策に対しても講義の声を上げ始めてきた。欧州委員会は、2019年に「欧州グリーンディール」という農業政策を策定し、環境や生物多様性の保護を前面に打ち出している。

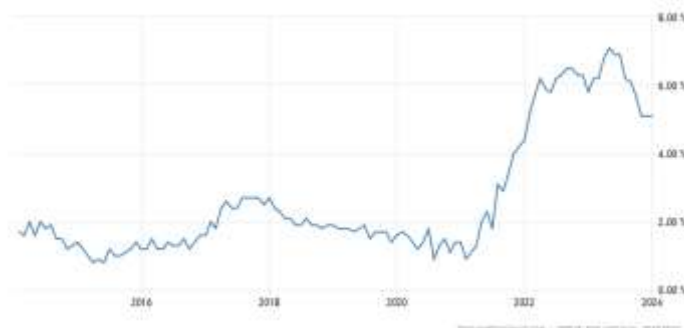
- ① 農地の一定割合を休耕地化
- ② 肥料の使用量の削減
- ③ 農薬使用量を2030年までに半減
- ④ 2030年までに全農地の25%を有機農業化

このような対応は、農業の生産性の低下、生産コストの上昇、農民収入の低下につながっている。

英国の消費者物価上昇率（1月）は前年同月比+4.0%、12月（+4.0%）と変わらず。

コア指数（除くエネルギー、食品）は+5.1%、12月と変わらず。

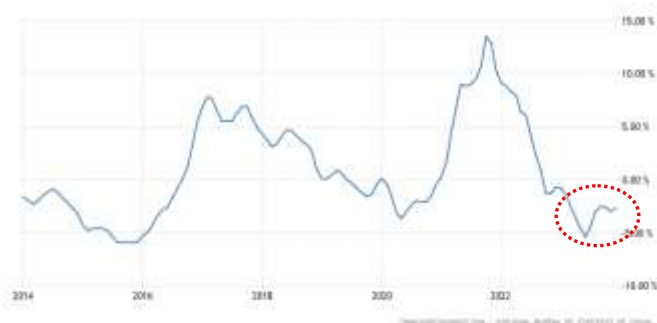
消費者物価（コア：前年同月比）



**新興国（中国）**： 「経済活動はデフレ化懸念が強まる」

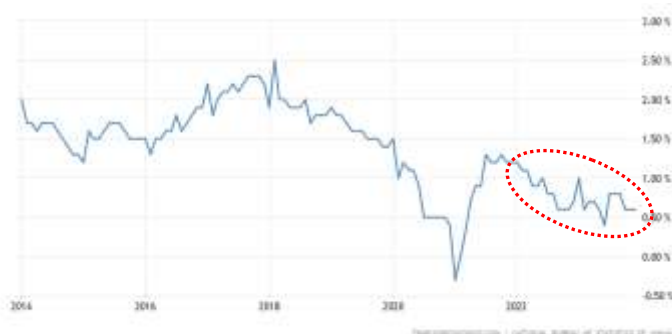
卸売物価（1月）は前年同月比▲2.5%で、16ヵ月連続のマイナス。11月（▲3.0%）、12月（▲2.7%）からマイナス・ゾーンで横ばう。

卸売物価（前年同月比）



消費者物価（1月）は前年同月比▲0.8%で4ヵ月連続のマイナス。11月分（▲0.5%）、12月（▲0.3%）から下落幅が拡大している。食品（豚肉▲17.3%）、耐久消費財（自動車▲5.6%）の下落が続く。コアベース（除くエネルギー、食品）は同+0.4%、4ヵ月ぶりに前月から縮小。

消費者物価（前年同月比）



日本 : 「デフレ脱却するも、大幅賃金上昇は不透明」

( ( 景気動向 ) )

2023年10～12月期実質GDP成長率(速報値)は前期比▲0.1%(年率換算▲0.4%)、2四半期連続のマイナス成長だった。7～9月期(前期比▲0.7%、年率▲2.9%)からプラスに回帰する事前予想だったが、予想外のマイナス成長。個人消費、設備投資の内需が不振だった。

日本経済研究センターでの「ESPフォーキャスト(2月調査)」での予想平均値は、前期比年率で+1.3%だったので、大きく下回る。

寄与度は内需が▲1.1ポイント(前期:▲1.6)、外需が+0.7ポイント(同:▲0.5)。

内需の2大品目である個人消費は前期比▲0.2%で3四半期連続のマイナス、設備投資は同▲0.1%で同様に3四半期連続のマイナス。

輸出は同+2.6%で3四半期連続のプラス。輸入は同+1.7%でマイナス寄与。

名目成長率は前期比年率+1.2%(前期:▲0.2%)。GDPデフレーターは前年同期比+3.8%(前期:+5.1%)で5四半期連続のプラス。

2023年年間実績は、前年までの「低成長・デフレ構造」が「名目成長・物価上昇」というデフレからの脱却をうかがわせる結果に明らかに変わってきている。

- ① 名目GDP成長率は前年比+5.7%。2022年までの過去30年平均値+0.3%から大きく上振れ。実額は591兆円。
- ② 実質GDP成長率は同+1.9%、潜在成長率(+0.8%)を上回る。  
個人消費が+0.7%、設備投資が+1.3%、輸出が+3.0%とバランス良く伸びた。
- ③ 物価(GDPデフレーター)は前年比+3.7%、名目成長率を大きく押し上げた。1981年以来で最も高い伸び率。資源高・円安・販売転嫁などの相乗効果に加えて、労務費などのヒトのコスト要因も始まってきた。

2023年の名目GDP実額(591兆円)をドル建て換算(4.21兆ドル)すると、ドイツ(4.45兆ドル)に抜かれて、世界4位となった。

日本は2010年に中国に抜かれて、世界2位から3位に転落していた。

内閣府は2023年度の名目GDPを前年度比+5.5%増の597兆円、24年度を615兆円と予測している。

(( 賃上げ動向 ))

実質賃金(12月)は前年同月比▲1.9%で、9月(▲2.4%)、10月(▲2.3%)、11月(▲3.0%)から一旦歯止めがかかった。21ヵ月連続のマイナス。2023年間の実質賃金の伸びは前年比▲2.5%で2年連続のマイナス。

2023年年間での雇用者報酬は名目で前年比+1.8%増だったが、インフレ率を調整した実質ベースでは▲1.8%減。

「名目賃金の上昇(+2%)が物価上昇(+4%)に追いついていない」構図がはっきりと出た結果となっている。

(( インフレ動向 ))

企業物価指数(1月)は前年同月比+0.2%、12月(+0.2%)と変わらず。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。この抑制効果は2月から剥落する。飲食料品は前年同月比で+4.4%上昇、原材料や包装資材のコスト上昇分を販売価格に転嫁する動きが続いている。

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%)。

## V. 金融政策・市場動向と見通し

**米国** : 「利下げ期待はかなり鈍化、FRBの方針に近づく」

FRBは1月30日・31日開催のFOMCで、4会合連続して利上げを見送った。パウエル議長は記者会見で、「3月の利下げの可能性は高くない」とわざわざコメントして市場の利下げ期待を牽制した。

2月2日発表の雇用統計（1月分）が想定以上の堅調さの内容だったことから、10年物国債利回りは4%台を回復した。金利先物市場での「3月利下げの確率」は直前まで40%だったのが20%に低下した。5月会合での「利下げ見送り」との予想は6%から30%に上昇した。

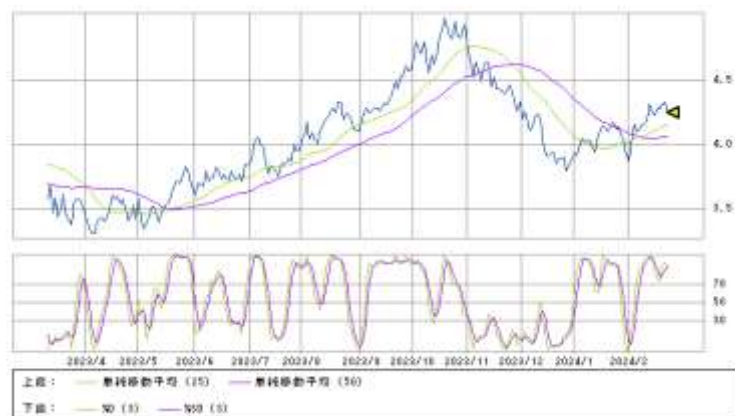
年間の利下げ回数見通しは、年初は6.5回と過大な期待先行だったが、4回強に低下した。さらに2月13日発表の消費者物価指数（1月）が市場予想を上回ると、利下げ回数見通しは3.3回まで低下した。

投資家が過大に期待していた年内での利下げペース（6回、▲1.5%）は、FRBのコンセンサス程度（3回、▲0.75%）まで急速に鈍化した。

年初では「第1回目の利下げは3月」を織り込んでいた金利先物市場は、6月開始が約4割と後ズレしている。

雇用統計、消費者物価指数と投資家の観測を裏切る経済イベントが続いたので、長期金利は12月、1月と4%割れ水準まで低下したが、2月は強含み推移。

米国10年債利回り（日足：1年間）



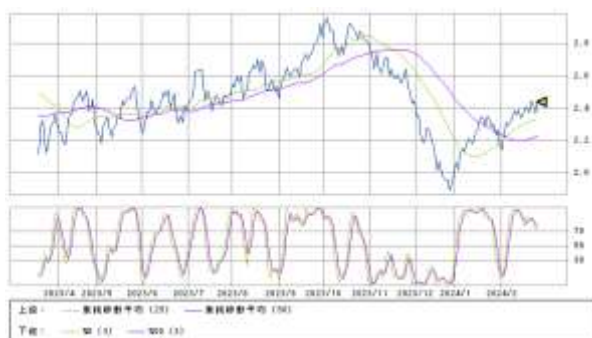


**欧州** : 「ECB, BOEによる利下げ期待が継続」

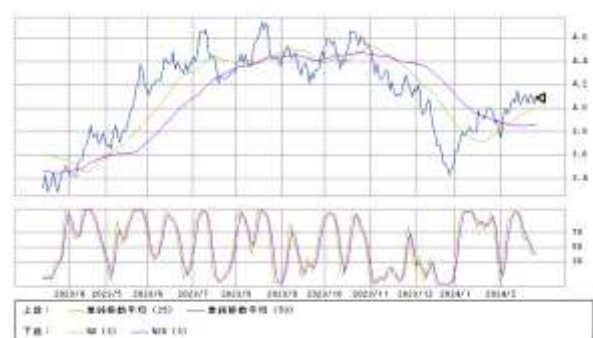
米国と同様に、年初は「ECBが利上げを終えた」との判断が横溢していた。ロンドン証券取引所での短期金利市場では、「24年3月に利下げを開始する」との先物金利の動きが続いたが、米国での利下げ期待の後退とともに、ECBの対応にも次回理事会（3月7日）までは変化が無いとの観測から、長期金利は反転・上昇に。

イングランド銀行（BOE）は2月1日、4会合連続で政策金利を据え置いた。今後の利上げ余地を示唆する表現を声明文から削除した。ベイリー総裁は条件を付けながら、利下げの可能性にも言及した。

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** : 「中国は景気下支えの為に金融緩和を積極化」

中国人民銀行（中央銀行）は2月5日、長期資金1兆元を市場に放出した。20日には住宅ローン金利の目安となる期間5年超の金利（事実上の政策金利）を0.25%引き下げ、年3.95%とした。引き下げは2019年8月以降では12回目となる。今回の引き下げ幅は過去最大。

日本 : 「日銀は金利修正のタイミングを慎重に見極め」

日銀は1月23日開催の金融政策決定会合の議事要旨を31日に公表、そのなかでの「主な意見」では、

「能登半島地震の影響を1～2ヵ月見極める必要があるが、金融政策修正の要件は満たされつつある」「解除しても緩和的な金融環境は維持」との意見が多くなった。金融政策に関する15の意見のうち13が前向きな姿勢あるいはマイナス金利の解除を前提としたものとなっている。

「ETFとREITの買い付けは、2%目標が達成される確信が持てた時点で止めるべき」との具体的対応も話し合われていた。

日銀は「マイナス金利解除」を意識した周到な準備対応を取り始めた。市場・投資家への情報発信、コンセンサス形成、及び対話を意識している。

内田副総裁は2月8日、奈良県での金融経済懇談会でマイナス金利政策を解除する際の手法や解除後の具体的な政策運営に初めて言及した。

「解除する時には（元に戻すので）+0.1%の利上げとなる」と言及した。

「どんどん利上げをしていくようなパス（道筋）は考えにくい。マイナス金利を解除してもその後の利上げペースは極めて緩やかになる」との見通しを示した。

「国債の買い入れは継続、株式ETFの買い入れは止める」とも明言した。

国際通貨基金（IMF）は年1度の対日経済審査を踏まえての声明を2月9日に公表し、「（アベノミクス）金融政策」「（積極的）財政政策」の終焉と転換を促した。

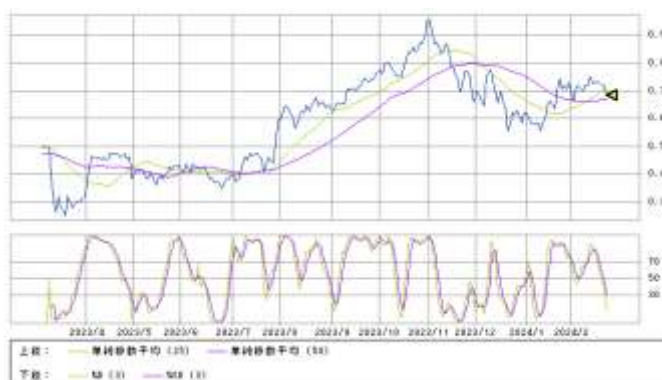
- ① 日銀は「イールドカーブ・コントロール政策（YCC）」「質的・量的金融緩和（QQE）」を終了すべき
- ② 物価目標（2%）を超えるインフレが2025年後半まで続くので、3年間にわたって段階的に利上げを実施すべき
- ③ 日銀は金融緩和の出口に向けて明確かつ効果的なコミュニケーションを市場に向けて行うべき
- ④ 補正予算は予期せぬ経済ショックの発生時のみ編成するべきで、毎年編成するべきではない
- ⑤ 政府が6月に実施予定の所得税・住民税の定額減税の効果は限定的

3月か4月（恐らく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る。今年後半での再度の「利上げ」までには時間を掛けるし、その後の物価動向、さらに政治的なイベントが日米ともに予想される。

国内での解散・総選挙の可能性が底流に継続している。米国大統領選の予備選挙や党大会、本選（11月5日）が今年後半に控えているので、FRBは大きな行動を起こせなくなる。

日銀は、慎重に時間をかけてマイナス金利の解除にそろりそろりと踏み出し続けているが、その後の対応は一段と見えてこない。利上げを急がないとの見方が広がり、日本国債には買いが入り始めている。10年物国債利回りは0.7%台中位水準まで強含んだ後、反落気味。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：0.707%） : 0.50 ~ 1.00%

## VI. 為替市場動向と見通し

(米ドル)

米国での利下げ期待の後退とともに長期金利が上昇に転じたことから、日米金利差を意識した円売り・ドル買いが再燃して、2月14日には1ドル=150円台までドル高・円安が進んだ。

150円台を付けるのは、2022年、23年に続いて3回目。

米ドル円レート（日足）年初来



(欧州通貨)

ユーロも、ECBによる金融引き締め政策に当面変更はないとの姿勢から、米ドルに連動する形で、ユーロ買いが再燃して戻り高値を付けた。

ユーロ円レート（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」。

当面は、「ドル高、ユーロ高、円安」の基調変わらず。

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“ドル安・円高”局面が到来する可能性が高いが、米FRBと日銀の金融政策の見通しに不透明感が強まってきたことから流動的。

### 【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (150.47円) : 130 ~ 155円

ユーロ円レート (163.43円) : 150 ~ 170円

## VII. 外国株式市場動向と見通し

(( 米国株 ))

NY株式市場の年初来上昇幅・率(～2月23日)は、ダウ平均株価が+3.8%、SP500指数は+6.7%、NASDAQ指数は+6.6%。ダウ平均株価は昨年1年間の上昇率(+13.7%)の約4分の1を2ヵ月足らずで上昇、ペースアップしている。

S&P500は1月19日に2022年1月の史上最高値(4796)を2年ぶりに更新して、その後も上伸、2月9日には史上始めて5000ポイントを上回った。2月23日終値は5088。

上昇相場の牽引役であるハイテク・半導体・AI・クラウド関連「マグニフィセントセブン(M7)」銘柄(Apple、Microsoft、Facebook(Meta)、Amazon、Google(Alphabet)、Tesla、Nvidia)が発表した決算は、明暗が大きく分かれた。

好調なのは Microsoft (クラウドコンピューティング・サービス)、Facebook (Meta) (インターネット広告、AI活用)、Amazon (クラウドコンピューティング事業)、Google(Alphabet) (インターネット広告) など、ネット、クラウド関係ビジネスは再成長局面にある。

低調なのは Apple (スマホ販売、中華圏)、Tesla (中国企業との競争)

さらにAI半導体メーカーのエヌビディアが、今回の上昇相場のシンボル・ストックとして最大級の貢献をしている。2月21日に発表した2023年11月～2024年1月期決算は、売上高、純利益実績ともに事前予想を上回り、2～4月期の売上高会社見通しも市場予想を上回った。同社株は22日に16%上昇し、時価総額は2兆ドルを超えた。年初来上昇率は+59%。

それでも、エヌビディアのPER(株価収益率)は30倍台で特別な割高感はない、との強気の見方が為されている。アマゾン40倍台、テスラ60倍台。M7銘柄は30倍強、S&P500の予想PERは22倍(過去10年平均は17倍)。

2000年前後での“ITバブル相場”との比較で、「今回は収益計上・成長・拡大が伴っているので実態に裏付けされている。割高でもない」という見方が多数意見で相場上昇を支えている。

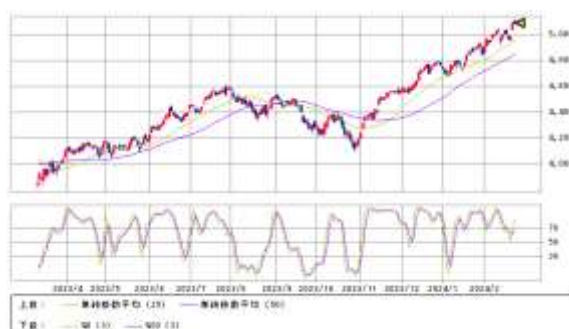
相場が反転するリスクとしては、

- ① F R Bが今年利下げに転換するのは、年初では年間6回で3月～4月からとの予想だったのが、現時点では回数も3回程度で第1回目は6月に後ズレした。F R Bの利下げ方針がさらに後退するようだと、「利下げ期待」のプレミアムが上乗せされている上昇分が剥落するようになる
- ② 今年11月の米国大統領選挙が近づくにつれて、
  - ・ 「トランプ2.0」再選の実現性による政策転換を嫌気する
  - ・ トランプ前大統領の選挙戦継続を阻止する司法判断が出ることでの混乱（現時点では可能性が低いと見られている）

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 ))

ニューヨーク株式の連動することで、半導体関連株や主力株が買われてストックス600指数は2022年1月の史上最高値を更新、ドイツDAX指数も続伸。

ドイツDAX指数 (日足: 1年)



英国FTSE指数 (日足: 1年)



(( 新興国株 ))

中国株（上海市場、香港市場）は、1月での株価対策に続いて中国政府が2月6日に新たな対策を打ち出したことから、買戻しにより反転した。

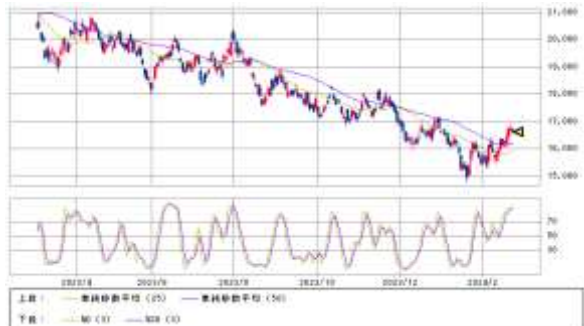
- ① 政府系ファンド (Sovereign Wealth Fund)、中国投資 (C I C) 傘下の中央匯金投資 (匯金投資) による上場投資信託 (ETF) 購入
- ② 信用買いを助長する担保差し入れ期限の延長や委託保証金維持率の柔軟措置
- ③ 空売りの新規積み増し禁止
- ④ 「悪意のある空売り」の摘発

証券行政当局の中国証券監督管理委員会が「中国株のバリュエーションは歴史的な低水準」との株価下落を阻止するコメントを発表した。

上海総合指数 (日足: 1年間)



香港ハンセン指数 (日足: 1年間)



(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。