

投資環境と金融市場の見通し（128）

2024年 4月30日

田淵英一郎

I. 要約・ポイント

< 金融政策 >

- ① **F R B**は2022年3月（ゼロ%）から23年7月（5.5%）までに政策金利を+5.5%引き上げ、9ヵ月間維持してきた。物価上昇率は鈍化したものの、目標（2%）水準までには低下せず、高止まりから反騰の兆しが窺える。
3月の消費者物価上昇率が事前予想を上回る強い結果だったので、「今年6月での利下げ開始観測」は消失した。年内の利下げ回数予想も3回から1回に鈍化した。
- ② **E C B**による「6月6日の利下げ」、**英国BOE**による「6月20日の利下げ」が市場コンセンサス。E C Bは年内3回の利下げに動くと言われている。
- ③ **日銀**による次の利上げに関する投資家コンセンサスは今年10月。「賃金と物価上昇の好循環」への確信が強まれば、来年までの複数回での利上げも視野に入れる。植田総裁は「円安が行き過ぎれば金融政策への関与を強める」と言及し始めた。

< 債券・為替市場 >

- ① **F R B**による利下げ期待が剥落したことから、欧米長期金利は一段と強含む。
- ② 日本の長期金利も、海外金利からの影響もあるが、国内景気・物価の先行き堅調のマインドを受けて1%水準に再度接近する動きに。
- ③ **米ドル**は“一強・独歩高”の様相を強めた。心理的な壁の155円水準を超えると、当局による介入を意識しながらゴールデンウィーク中には一気に160円台まで円安が進行したが、154円台に反騰するなど乱高下（流石に介入実施？）した。
 - ・ 米国のインフレが鎮静化せず長期化するとの見通しが強まる
 - ・ **F R B**が利下げを後ズレさせるとの観測が高まる
 - ・ 有事（中東・イスラエル情勢の緊迫化）でのリスクオフの動き
 - ・ 原油高もサポート
- ④ 市場介入でもファンダメンタルズ要因による「ドル高円安」は止められない。今後は植田総裁による金融政策のコメントに市場参加者の関心が移っていく。

< 外国株 >

① NY株式市場は調整の動きを強めた。

これまでの上昇相場の牽引役であったIT・AI銘柄群「マグニフィセント7」とEVの「テスラ」株が株価調整に転じた。

- ・ インフレ高止まりによる金融緩和期待の後退
- ・ 長期金利上昇により割高状況にあったNY株式のバリュエーション調整
- ・ AI市場・半導体に対する過大な市場拡大・収益成長期待の剥落

② NY株式はまだ割高感が強く、高値波乱の展開か。

- ・ 年初時点での過大な金融緩和期待が剥落したのに、その変調をまだ十分に織り込んでいない
- ・ 長期金利（10年債金利）が4.6%まで上昇してきたイールド・スプレッドからは“割高状態”感が強い

③ 欧州株には6月からの利下げ実施を評価した投資資金の流入が継続しており堅調。

< 日本株 >

① 日経平均株価は、3月22日にザラ場高値41087円を付けたが、NY株式の調整の動きを受けて4月19日に36733円まで▲10%強の反落となった。年初から急伸したので、短期的な過熱感と円安と企業業績を見極めたいことが背景。

② 景気、物価、企業業績は低位安定なので、先進国では相対的堅調さが評価される。

③ 東証が主導する「資本効率改善（＝PBR1倍割れ是正）」の動きは継続。

「自社株買い」「株式分割」の増加は、外国人投資家・個人投資家からの投資資金を長期的・継続的に呼び込む。

④ 企業業績の発表が始まったが強弱マチマチの状況。ポジティブ銘柄は個別に物色されようが、市況全体は高値波乱の動きが続く。

⑤ 今年後半は調整含みか。

- ・ 米国NY株の調整 … 「マグニフィセント7」「EV株」の割高感是正
- ・ 米国大統領選挙、自民党総裁選への不透明感
- ・ 円高転換 … 日銀の利上げ、FRBの利下げ
- ・ 企業業績見通しの下方修正
… 海外景気（欧州、中国の鈍化）、円高転換

Ⅱ. 金融政策と金利見通し

主要中央銀行における2024年の政策決定会合スケジュールは次のとおり。

	米国	ECB	英国	日本
1月	30、31日	25日		22、23日
2月			1日	
3月	19、20日	7日	21日	18、19日
4月	30日～	11日		25、26日
5月	1日		9日	
6月	11、12日	6日	20日	13、14日
7月	30、31日	18日		30、31日
8月			1日	
9月	17、18日	12日	19日	19、20日
10月		17日		30、31日
11月	6、7日		7日	
12月	17、18日	12日	19日	18、19日

Cf. ■■■■ = 金融政策変更（利下げ、利上げ）が予想される会合

○○○○ = 金融政策変更（利下げ）が予想されていたが可能性が低下

米国（FRB）による利下げ観測は急速に低下。2024年は「12月での1回」にまでに後退してきた。

欧州（ECB）は利下げ実施に向かって前向きに。主要メンバーは、「6月会合での利下げ開始」に向けて容認発言を繰り返し表明している。

米国以上にインフレ鈍化が想定通りに実現してきていることから、物価目標達成への自信を深めている。

英国、カナダ、スウェーデンなども「6月の利下げ」に動きそう。

日本は3月に利上げ転換にようやく踏み切ったが、半年くらいの様子見の後、「次は10月」との見方がコンセンサス。

米国 : 「6月での利下げ観測は急速に後退」

F R Bの高官による「利下げの先送り」発言が相次いだ。

3月末にパウエルF R B議長は「利下げを急ぐ必要はない」とコメントした。

ウォラー理事も「利下げを急ぐべきではない」と繰り返し強調した。

メスター・クリーブランド連銀総裁は4月2日、「利下げが早すぎるリスクの方が（金利を長期間据え置くリスクより）大きい」と発言した。

ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁は4月18日、「利下げを急ぐ必要はない」とコメントした。

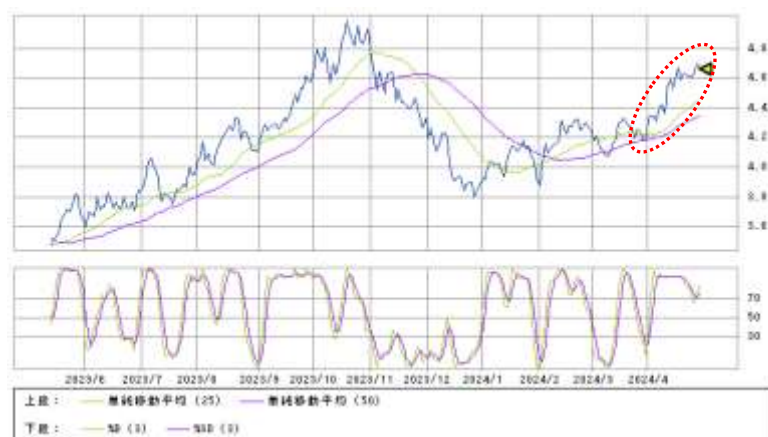
ボスティアック・アトランタ連銀総裁も同日、「年末までは利下げをする状況にはない」と発言した。

「フェドウォッチ」（金利先物の値動きによる金融政策予想）での、6月11～12日開催予定のF O M CでF R Bが利下げを開始する見通しは、10%まで低下した

4月9日には50%を超えていたが、10日のC P I統計発表から一転した。

2024年内での利下げ予想回数の予想も「1回」が最多となった。3月15日には「3回」が最多だったのが、4月15日には「2回」にトーンダウンしていた。

米国10年債利回り（日足：1年間）



長期金利は4月16日、4.69%まで上昇して、2023年11月以来5ヵ月ぶりの高水準を付けた。

4月30日・5月1日開催のFOMCでは、政策変更の予想はほぼない。
インフレ率が高止まりしていることから、金融政策の変更（利下げ転換）には一段と慎重になるコンセンサスがまとまる会合となる。

米国債や住宅ローン担保証券（MBS）など既保有金融資産の量を圧縮するテンポを減速する可能性もある。月間600億ドルの削減上限金額を半分程度にする案が有力である。市場金利の急騰を避け、圧縮期間を長期間とする為のテクニカル措置である。

次回（6月11・12日）のFOMCでの利下げ実施がほぼ消失したことから、今年の利下げは（あるとしたら）いつなのか、ということが焦点になる。

大統領選挙が11月5日（火曜日）なので、終盤の局面での9月17・18日や選挙直後の11月6・7日のFOMCでの政策変更は難しい。

パウエル議長は4月3日の講演で、

- ① インフレが再燃して金融引き締めをやり直しするリスクがあることは避けたい
- ② 中央銀行の独立性が政治イベントで影響され、政策判断が歪曲されるリスクも避けたい

との意向を強調した。

金融市場からの過度な期待・圧力と、大統領候補からの政治的な影響・要請から距離を置くスタンスを予め宣言した。

新政権（バイデン政権 or トランプ政権の2期目）の骨格が見えてきた12月での実施というのが一番オーソドックスな見方。物価上昇の帰趨もある程度見えてくるか。いずれにしても、年初時点の予想からは半年も後ズレすることになる。

欧州 : 「ECB、BOEともに6月利下げがメインシナリオ」

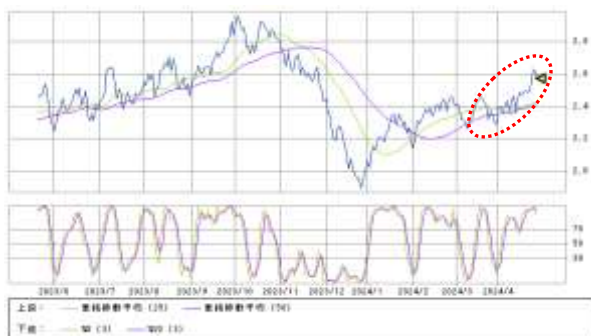
ECBは、4月11日の理事会で5会合連続して政策金利の据え置きを決定した。今回の声明文に「インフレが持続的に収まるとの確信を得られれば、金融政策の水準の引き下げが適切になる」との文言が新たに盛り込まれた。ユーロ圏の1～3月期の妥結賃金が5月下旬に発表されるので、この結果を踏まえて“6月からの利下げ開始”がメインシナリオとなってきた。

ロンドン証券取引所（LSEG）での市場予想では、イングランド銀行（BOE）の利下げ開始は6月となっている。

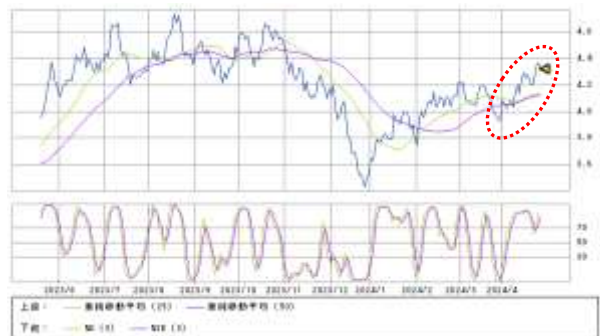
スウェーデン・リクスバンク（中央銀行）も3月の金融政策会合では政策金利の据え置きを決めたが、声明では「5月か6月に利下げする可能性がある」と表明した。

欧州債券ファンドには利下げ開始を期待した投資資金の流入が継続する。年初から4月までの純流入金額は300億ドルに達している。

ドイツ10年債利回り（日足：1年間）



英国10年債利回り（日足：年初来）



日本 : 「円安進行により日銀は金融政策への関与を強めざるを得ない」

植田総裁は、日銀が3月19日の金融政策決定会合で金融政策の正常化を決定した理由として、

「基調的な物価上昇が2%水準に近づいていく見通しが持てたこと」

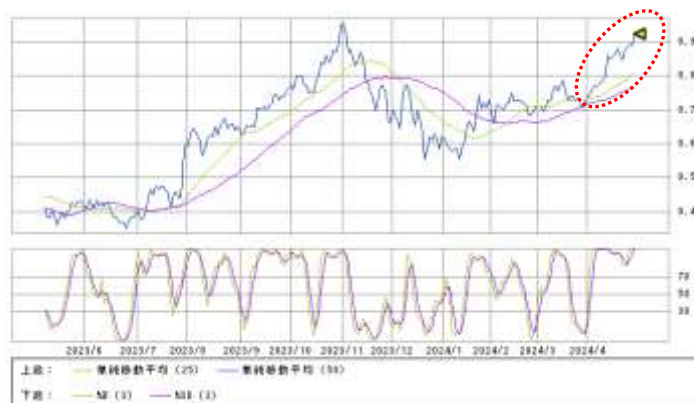
と、4月4日掲載の朝日新聞のインタビュー記事で述べている。「基調的な物価上昇」とは、「インフレ率から輸入品価格上昇などの一時的な要素を取り除いたもの」と説明している。その具体的な数値は？との追加質問には

「海外の中央銀行でも難しい」「本来の基調的な上昇率が何%であるかを正確に見るのはほとんど不可能」と、正直に述べている。

「基調的な物価上昇率」（内需要因インフレ上昇率）の捕捉は出来ないとしながらも、（やや）感覚的に（＝春闘での賃金上昇率の結果を受けて予定調和的に）、金融政策の正常化に1年間の準備期間を経て踏み切った、と見なすことが出来る。

今春の賃上げ状況が、とりあえず昨年以上の絶対水準での大企業から中小企業まで賃上げ実績となったことで、日銀は賃金と物価の好循環の確度が一段と高まったと判断しており、先行きの更なる利上げを視野に入れ始めている。次回の利上げ（9月、10月）では金利の誘導水準を0.25%とする、との見方が出てきている。

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：0.928%） : 0.50 ~ 1.00%

Ⅲ. 為替市場動向と見通し

(米ドル)

152円水準での攻防が続いていたが、米国消費者物価（3月）の結果発表を受けて4月10日に152円台後半まで円安が進行した。11日には神田財務官が口先介入で市場を牽制したが、相場はほとんど反応しなかった。為替介入は実施されなかった。4月24日には1ドル=155円台までドル高円安が進行した。1990年6月以来34年ぶりの円安水準となったが、政府・日銀による市場介入は引き続き見送られた。連休前の26日には158円台まで円安が進行し、連休中の29日月曜日にはさらに160円台を付けたが154円台まで反落するなど乱高下した。ついに当局が介入に動いた模様。

米ドル円レート（日足：1年間）



(欧州通貨)

米国消費者物価の結果による米国金利の高止まりと、ECBによる金融緩和観測から、ユーロ安が進行した。米国と欧州との長期金利の格差が2.1%と拡大して2019年12月以来の水準となったことで、4月10日の1ユーロ=1.08ドル台から12日には1.06台までユーロ安が進んだ。

29日にはドル高円安の進行から1ユーロ=171円台を付けたが、当局による為替介入(?)を受けて165円台まで反騰している。

投機筋によるユーロ買いポジションは縮小した。米商品先物取引委員会(CFTC)のデータでは、ユーロの買越額は2022年9月以来の1.67万枚まで低下した。

ユーロ円レート（日足：1年間）



ユーロドルレート（日足：1年間）



イングランド銀行（BOE）による6月の利下げ観測の高まりを受けて、ポンドは対ドルに対して5ヵ月ぶりの安値水準に下落した。4月19日に1ポンド=1.23ドル台後半の安値を付けた。

対日本円では、4月26日に15年ぶりとなる196円台までポンド高円安となった。

英ポンド円レート（日足：1年間）



為替見通し

日米の金利格差の継続、および米欧の金利差拡大の観測から、“ドル高”地合いが継続している。

155円水準を超えても当局からの為替介入が無かったことで、ゴールデンウィーク中には160円台まで円安が進行したが、この水準では2022年9～10月以来1年半ぶりの「為替介入」が実施された。

しかし、内外金利差というファンダメンタルズ要因の影響度の方が為替相場を大きく左右しており、人為的な日本だけの市場介入では効果は限定的である。

日銀は3月にマイナス金利政策を解除したが、今後半年間は低金利政策の変更がない、との観測から日米の金利差が拡大する状況が続くとの見方が根強い。

さらに、

- ① 構造的な貿易赤字 … 企業の海外進出と現地投資、海外企業への支払い増加
- ② 個人投資家による外貨建て資産への投資（キャピタルフライト）

などの構造的な円安要因も作用している。

円の先安感は依然として強い。

日銀の植田総裁は4月26日の金融政策決定会合後に、「円安進行により物価動向に影響が出れば、金融政策の判断材料になる」とまで語った。

今後は日銀による市場金利格差を意識した金融政策の先行き（日銀総裁コメントのニュアンスの変化）に市場参加者の関心が移っていきながら、ドル高円安の落ち着きどころを探る動きとなろう。

“米ドル独歩高” に対しては、新興国からも警戒・懸念が高まっている。

自国（新興国）通貨安による輸入品価格の上昇を通じて、インフレ再燃や景気下押しとなる為、通貨防衛に動き始める国も出てきた。

ドル建て債務を抱えているので、金利上昇と相俟っての債務利払いの負担が増えるというデメリットになる。

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (156.03円) : 145↑ ~ 165円↑

ユーロ円レート (167.24円) : 155↑ ~ 175円↑

IV. 外国株式市場動向と見通し

((米国株))

NYダウ平均株価は、昨年10月27日安値(32418ドル)のボトムから、今年のインフレ上昇率の鈍化を受けてのFRBによる金融政策の転換期待を背景に、3月28日高値(39807ドル)まで+7389ドル(+22.8%)上昇した。

しかしその後、弱気材料が顕在化してきたことで調整の動きに。

- ① FRBによる2024年での利下げ回数観測が、年初の年間6回から3・4月には3回となり、足元では1～2回にさらにトーンダウン
- ② 金利低下期待の剥落から、長期金利が反転・強含むと割高水準に買い進まれていた株式のバリュエーションは調整リスクが意識されてきた
- ③ 上昇相場の牽引役であったAI・IT関連株「マグニフィセント7」に対して過剰な成長期待への反動気運が勃興してきた
- ④ 中東情勢(イスラエル、ハマス、イラン)への懸念の高まりや石油価格上昇を受けての“リスクオフ”の動きが強まった

10年債長期金利が4月2日に4.4%台に上昇すると、株式(S&P500)での益利回り(4.8%)との乖離差(イールドギャップ)は2002年の0.4%まで縮小したことで、株価水準の割高感が意識されるようになってきた。

予想株価収益率も21倍まで買われていたことで、割高感が台頭した。

半導体株も調整色を強めた。

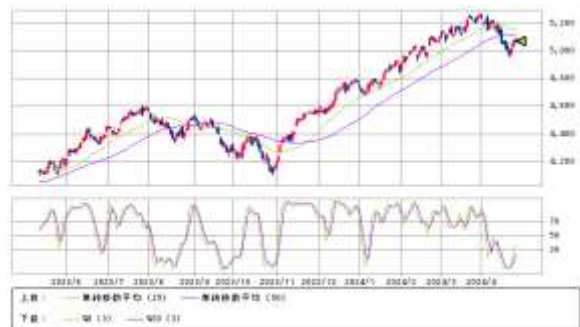
- ① 年初からの高騰による割高感と高値警戒感の高まり
- ② 中東情勢、原油価格高による“リスクオフ”と利食い売却の動き

NYダウ平均株価は、4月15日に37735ドルまで▲2072ドル(▲5.2%)と、通常の相場調整の程度(▲5%)で踏みとどまり反発を見せている。

NYダウ平均株価（日足：1年）



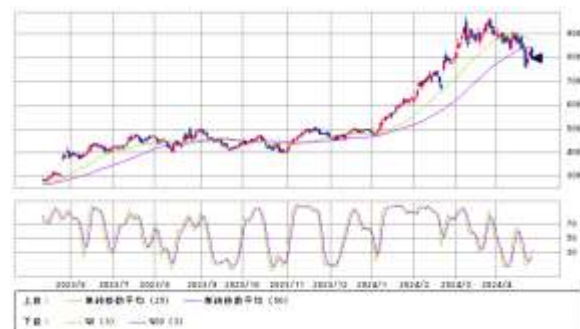
SP500指数（日足：1年）



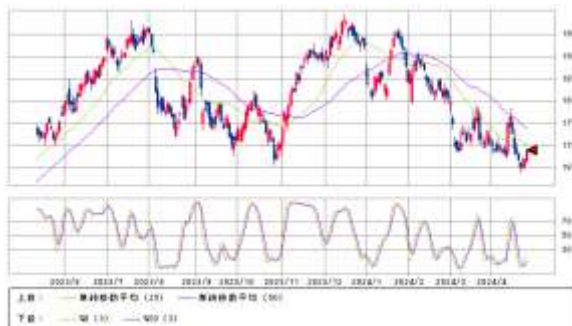
NASDAQ指数（日足：1年）



半導体NVIDIA株（日足：1年）



アップル株（日足：1年）



マイクロソフト株（日足：1年）



欧州株式市場には、ECB、BOEによる利下げを期待した投資マネーが流入した。英国株式（FTSE指数）は4月22日、史上最高値を更新した。BOEによる利下げ観測からのポンド安による、輸出企業の業績改善期待が高まっており、原油価格の上昇も主力エネルギー株への買いとなった。

英国 FTSE 指数 (日足：1 年)



WT I 原油先物 (日足：1 年)

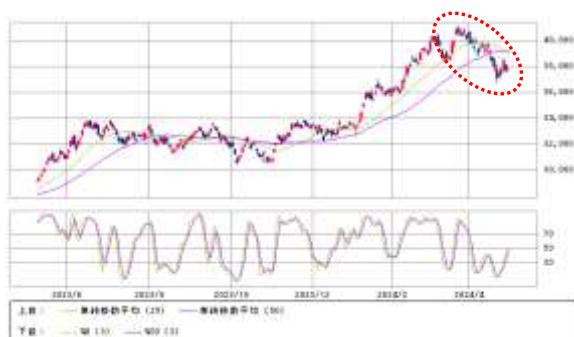


V. 東京株式市場

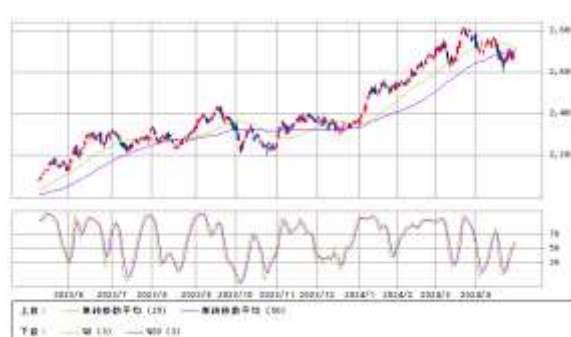
((概況))

- ① 日経平均株価は、3月22日にザラ場高値41087円を付けたが、NY株式の調整の動きを受けて、4月19日に36773円まで▲10%強の反落となった。短期的な過熱感とともに、円安進行と企業業績を見極めたいとのスタンスが背景。

日経平均株価（日足：1年間）



TOPIX（日足：1年間）



((今後の見通し))

- ① 今年の前半（4～6月）までは“株高要因”と“イベント・材料”継続により基調は強い。
 - ・ 企業業績は派手さはないが安定・堅調
 - ・ 春闘での昨年を上回る賃上げ実績（+5%台）を評価
 - ・ 定額減税・給付金の実施と株高による消費への好影響
 - ・ 外国人投資家・個人投資家が日本株投資に引き続き前向き
- ② 景気、物価、企業業績は低位安定しており、先進国での相対的堅調さが評価される。
- ③ 東証が主導する「資本効率改善（＝PBR1倍割れ是正）」の動きは継続。
「自社株買い」「株式分割」の増加は、外国人投資家・個人投資家からの投資資金を長期的・継続的に呼び込む。
- ④ 発表中の企業業績は強弱マチマチの状況。ポジティブ銘柄は個別に物色されるが市況全体は高値波乱の動き。

⑤ 今年後半は調整含みか。

- ・ 米国NY株の調整 … 「マグニフィセント7」の割高感是正
- ・ 米国大統領選挙、自民党総裁選への不透明感
- ・ 円高転換 … 日銀の利上げ、FRBの利下げ
- ・ 企業業績見通しの下方修正
… 海外景気（欧州、中国の鈍化）、円高転換

((ファンダメンタルズ要因))

(1) 企業業績

	《 日経平均 業績・資産予想 》 (2月26日)	… 日経新聞発表 (毎日) (3月28日)	(4月26日)
株価	: 39233円	40168円	37934円
PER	: 16.57倍	17.00倍	16.54倍
EPS	: 2368円↑	2363円	2293円↓
PBR	: 1.50倍	1.54倍	1.50倍
BPS	: 26155円↑	26083円↓	25289円↓

日経新聞のEPS（1株あたり利益）予想値は2月に大きく上方修正された。
その後は3月決算集計を前に横這いだったが、業績発表とともに下方修正気味。

先月時点では、2024年3月期の予想増益率（連結営業利益）は前期比+17%
（QUICK企業価値研究所、主要243社（金融除く）ベース）。

2025年3月期予想は同+11%、想定為替レートは1ドル=140円。

4月第3週までに決算を発表した企業の業績見通しは、同一業種でも上方修正・下方修正が混在している。

上方修正 … キーエンス、第一三共、アステラス、三菱電機

下方修正 … キヤノン、ファナック、パナソニック、信越化学、ディスコ、
中外製薬、コマツ、ANA、アドバンテスト

（（ 投資家・資金需給要因 ））

海外投資家は1月に現物株を2兆693億円、2月に9725億円買い越したが、3月は276億円の売り越しだった。4月に入ってから第3週までの累計で1兆1852億円の買い越しである。

年金基金の売買を反映する信託銀行は、4月第1週に現物株式を過去最大となる7887億円売り越した。

個人投資家は現物株式を、1月に9370億円、2月に2711億円売り越したが、3月には5ヵ月ぶりに3928億円の買い越しに転じている。

上場企業による2023年度の自社株買いの設定枠は10兆2500億円（前年度比＋9％）で、初めて10兆円の水準に達して2年連続で過去最高となった。「資本効率重視の経営」が意識されて浸透してきたことが大きい。今後も持続的に拡大するので、株式需給へのポジティブなインパクト効果が期待できる。

「自社株買い」を直近発表した代表企業は以下のとおり。

4月24日	：	ファナック	500億円
25日	：	第一三共	2000億円（2.9％）
		富士通	1800億円（8.0％）
		野村総研	300億円
26日	：	日立	2000億円（2.3％）
		コマツ	1000億円
		村田製作	800億円

「株式分割」を発表した大手企業は以下のとおり。中小型株でも発表が相次いでいる。

4月25日	：	ソフトバンク	1株=>10株
26日	：	日立	1株=>5株（上場以来初）

【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価（37934円）： 36000円 ～ 42000円

VI. 景気・物価動向

(1) 景気動向 :

『国際通貨基金（IMF）世界経済見通し』（4月16日発表）

	2024年	前回（1月）比	2025年	前回（1月）比
世界全体	+3.2%	+0.1%	+3.2%	—
先進国	+1.7%	+0.2%	+1.8%	—
米国	+2.7%	+0.6%	+1.9%	+0.2%
ユーロ圏	+0.8%	▲0.1%	+1.5%	▲0.2%
ドイツ	+0.2%	▲0.3%	+1.3%	▲0.3%
フランス	+0.7%	▲0.3%	+1.4%	▲0.3%
英国	+0.5%	▲0.1%	+1.5%	▲0.1%
日本	+0.9%	—	+1.0%	+0.2%
新興国	+4.2%	+0.1%	+4.2%	—
アジア	+5.2%	—	+4.9%	+0.1%
中国	+4.6%	—	+4.1%	—
インド	+6.8%	+0.3%	+6.5%	—
ロシア	+3.2%	+0.6%	+1.8%	+0.7%
ブラジル	+2.2%	+0.5%	+2.1%	+0.2%

- ① 短期的には、米国景気の堅調から先進国の見通しは前回（1月）比+0.2%、世界全体でも+0.1%上方修正。
- ② 米国の見通しは前回比+0.6%上方修正。ユーロ圏は▲0.1%下方修正。ドイツ、フランスが▲0.3%引き下げ。
- ③ 世界全体、先進国、新興国ともに、2024年、25年は成長率は横這い。
- ④ 中東情勢の悪化で原油価格・輸送コストが高騰した場合、24年のインフレ率は世界全体で+0.7%上昇し、経済成長率は▲0.3%下方修正となる。
- ⑤ ロシアの24年の成長率は+3.2%（1年前は+1.3%）に再度引き上げ。

(2) インフレ動向

○ 主要国 物価上昇率（3月）

	卸売物価 （ 2月分 ）	消費者物価・コア分（ 同 ）
米国	： + 2.1%（+ 1.6%）↑	+ 3.8%（+ 3.8%）
ユーロ圏	： — （▲ 8.6%）	+ 2.9%（+ 3.1%）↓
英国	： — （ — ）	+ 4.2%（+ 4.5%）↓
中国	： ▲ 2.8%（▲ 2.7%）↓	+ 0.6%（+ 1.2%）↓
日本	： + 0.8%（+ 0.6%）↑	+ 2.6%（+ 2.8%）

米国のCPI（コア）上昇率は4%弱の水準で3ヵ月連続の高止まり。

ユーロ圏は3ヵ月連続で鈍化して2%台に。

(3) 主要国動向と見通し

米国： 「第1四半期はプラス成長だがブレーキがかかる」

((景気動向))

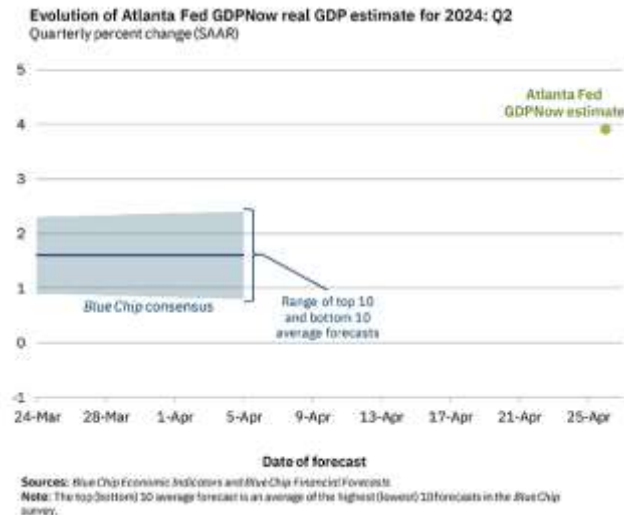
2024年1～3月期の実質GDP成長率（速報値、前期比年率換算）は+1.6%。

7～9月期（+4.9%）、10～12月期（+3.4%）からは減速基調となる。

事前予想（+2.5%）を下回った。プラス成長は7四半期連続。

- ① 個人消費が前期の+3.3%から+2.5%に減速
- ② 設備投資も前期の+3.7%から+2.9%に減速
- ③ 住宅投資が前期の+2.8%から+13.9%に急拡大
- ④ 在庫投資の成長率寄与度が▲0.35%ポイントで、前期（▲0.47%ポイント）から押し下げ幅が縮小した
- ⑤ 物価の基調を示すコアPCE価格指数（除く食料品・エネルギー）は、前期比年率+3.7%、前年同期比+2.9%で、FRBが目標とする+2%を依然上回り、足元では物価上昇圧力が高まっている

【 アトランタ連銀 **GDP Now** 】 1～3月期予想は+2.7%



4～6月期予想（4月26日現在）は前期比年率+3.9%、大幅回復予想で始まる。

雇用統計（3月）の非農業部門雇用者数は前月比30.3万人増で、事前予想（20万人）を大幅に上回る。1月（22.9万人）、2月（27万人）で3ヵ月平均値は26.7万人、過去10年平均値が18万人水準という長期平均レベルから大きく乖離し、月次の増加テンポも拡大している。失業率は2月の3.9%から3.8%に低下した。

平均時給伸び率は前年同月比+4.1%、1月（+4.5%）、2月（4.3%）から鈍化している。

「雇用拡大」「賃金上昇」「インフレ圧力増加」の懸念が高まるが、最近の雇用統計の特徴として悩ましいのが、①女性労働者の増加と②海外からの移民労働者の増加。

①はパートタイム労働が増加しており、②は2024年の移民流入数見通し（議会予算局）が1月に121万人から330万に引き上げられている。何れも「雇用者数の増加」要因だが、「平均賃金の押し下げ」要因となっている。

米国景気は、昨年からエコノミストの想定を上回る堅調さを見せているが、**需要要因**によるものなのか、**供給要因**によるのかで見方が分かれている。

雇用・賃金の伸びに基づく消費活動（需要要因）が景気の堅調さを生み出していけば、先行きのインフレ圧力を押さ込むために高金利を維持しなければならない。FRBの金融政策の判断の変化はこのような見方によるものである。

一方で、「新型コロナウイルス禍」により停滞していたサプライチェーンが正常化したことや、女性労働者・海外移民を含む労働参加者が新たな職場に移動して労働市場が拡大したことや、人工知能（AI）などの技術革新による生産性向上などの供給要因が足元の経済成長を牽引しているとの見方をすれば、インフレ圧力は懸念する必要はなくなる。パウエルFRB議長は最近までこのような立場から、金融緩和に移行することへの根拠として説明してきた。

需要要因による成長なのか、供給要因によるものなのか、今後もしばらくは景気動向とインフレの高止まり状況を意識しながら、議論が展開されることになる。

（（ 物価動向 ））

足元の物価統計は、インフレ状況が高止まりしていることを示唆。

卸売物価上昇率（3月）は前年同月比2.1%、1月（1.0%）、2月（1.6%）から加速している。

前月比0.2%だが、サービス価格0.3%上昇、製品価格▲0.1%下落である。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+2.8%上昇、2月は+2.7%。

消費者物価上昇率（3月）は前年同月比+3.5%、2月（+3.2%）から2ヵ月連続して伸び率は加速。3%台は10ヵ月連続して高止まりしている。原油高の影響。コアベース（除く食品、エネルギー）は+3.8%で、2ヵ月連続して同水準で横這っている。

個人消費支出（PCE）物価指数（3月）は、コアベース（除く食品、エネルギー）で前年同月比+2.8%、1月（+2.9%）、2月（+2.8%）で高止まり状態が続く。

欧州圏 : 「ユーロ圏では景気・物価鈍化が続く」

ユーロ圏の消費者物価上昇率（3月）は前年同月比+2.4%。1月（+2.8%）、2月（+2.6%）から鈍化基調にある。コアベース（除くエネルギー、食品、アルコール、タバコ）は+2.9%で、1月（+3.3%）、2月（+3.1%）からこちらも鈍化が続く。ただし、サービス価格は+4%上昇で高止まっている。

英国の消費者物価上昇率（3月）は前年同月比+3.2%、1月+4.0%、2月+3.4%から鈍化。コア指数（除くエネルギー、食品）も+4.2%、1月+5.1%、2月+4.5%から鈍化している。

新興国（中国） : 「デフレと不動産不況への懸念が続く」

1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.3%で、2023年7～9月期（+4.9%）、10～12月期（+5.2%）と3四半期連続でわずかながら増加率は高まっている。工業生産は前年同期比+6.1%、固定資産投資が同+4.5%と牽引した。輸出も前年同期比+1.5%と7四半期ぶりにプラスに転じた。

消費は+3%、民間投資は+0.5%と末端民需は低調。

	2023年	2024年1～3月
工業生産（前年比・同期比）:	+ 4.6%	+ 6.1%
小売売上（ " ）:	+ 7.2%	+ 4.7%
固定資産投資（ " ）:	+ 3.0%	+ 4.5%
不動産投資（ " ）:	▲ 9.6%	▲ 9.5%

卸売物価（3月）は前年同月比▲2.8%、18ヵ月連続マイナス。1月（▲2.7%）からマイナス幅の拡大が続いている。

消費者物価（3月）は前年同月比+0.1%、2月（+0.7%）に続いて2ヵ月連続のプラス。原油は上昇したが、食品、旅行が落ち込んだ。

コアベース（除くエネルギー、食品）は+0.6%、2月（+1.2%）から鈍化。

日本 : 「デフレ脱却、大幅賃上げと好転の兆し」

((景気動向))

政府・日銀が判断している「デフレ脱却判断(4指標)」は、

- ①需給ギャップ (一) … ▲0.7% (10~12月期:内閣府)
- ②消費者物価指数 (+) … コアCPIで+2.8%、目標水準(2%)を22ヵ月連続して上回っている
- ③GDPデフレーター (+) … 前年同期比+3.8% (10~12月期改定値)
- ④単位労働コスト (+) … 前年同期比+0.3% (同)

②、③は“デフレ脱却”を示唆しているが、①、④はまだ条件不足、というのが政府の判断。

政府(内閣府)が推計する①「(GDP)需給ギャップ」は、GDPから潜在GDPを差し引いて計算している。

日銀が算出する①「需給ギャップ」(2023年10~12月期:4月3日発表)は+0.02%、2020年1~3月期(+0.16%)以来15四半期ぶりにプラスに転じた。

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の差し引き合計から推計している。

労働投入ギャップが、労働需給の引き締まりを反映して改善状況が続く。

((インフレ動向))

4月に入って食料品関係とタクシー・宅配便・教育関連・介護費などのサービス費が値上げとなっている。

海外からの輸入品価格上昇による原材料高、人手不足と賃上げによる人件費・物流費の上昇に加えて、円安推移が物価上昇に拍車をかける。

食品メーカー(195社)が、4月から値上げした商品は2806品目(帝国データバンク調査)。

電気料金は5月請求分(4月使用分)から値上げされる。一般家庭の電気代は前月比+500円前後の値上げとなる。再生可能エネルギーの普及の為の「賦課金」上昇が値上げの理由としている。

全国企業短期経済観測調査（短観：4月1日日銀発表）では、全規模・全産業の雇用人員判断指数がマイナス36、1991年11月調査以来では33年ぶりの低水準で深刻な人手不足を物語っている。先行きもさらなる悪化が見込まれており、非製造業を中心に人手確保のため賃金上昇圧力が強まっている。日銀が目指す「賃金と物価の好循環」には好材料となるが、企業収益には下押し要因になる。

企業物価指数（3月）は前年同月比+0.8%、2月（+0.6%）から2ヵ月連続のモーメント加速の上昇。

- ① 電力・ガス価格の激変緩和措置（2023年1月～）の効果一巡
- ② 円安による輸入品価格の上昇
- ③ 人件費・サービス価格上昇機運の波及効果

などから、物価上昇の圧力が強まっている。

消費者物価（3月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+2.6%。

1月+2.0%、2月2.8%の推移で、日銀の目標水準（+2%）を、2022年4月から24ヵ月連続して上回る。

コアコアCPI（除く生鮮食品・エネルギー）は+2.9%。1月+3.5%、2月3.2%から鈍化傾向が続く。過去のピーク水準は1981年6月+4.5%。

（（賃上げ動向））

実質賃金（2月）は前年同月比▲1.3%で、1月（▲1.1%）から拡大。

マイナスは23ヵ月連続で、過去最長期間（2007年9月～2009年7月）に並んだ。

連合が発表した春季労使交渉の第4回集計結果は、賃上げ率（基本給ベースアップ+定期昇給）は平均5.20%（第1回は5.28%）。1991年以来33年ぶりの5%超えで、年初での賃上げ率予想（+4%弱）を大幅に上回る。

うち、ベアと定期昇給を判別出来る組合（2587）では、ベア平均は+3.57%（前年比+1.46pt）で、物価上昇率（+3%前後）を上回った。

中小企業（組合員数300人未満）の賃上げ率も4.75%（うちベア分は3.3%）で、比較可能な2013年交渉以来で最高水準。 （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。