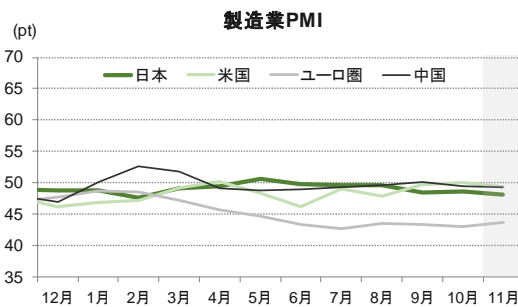




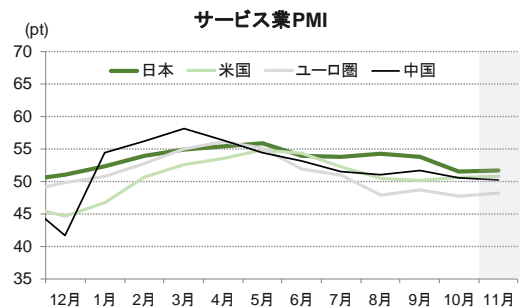
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、底堅さとスローダウンが混在する状況にある。米欧ではインフレが落ち着きを見せ始めているものの、政策金利は高水準であり、今後の景気への不透明感も根強い。中国は軟調な内需に加え不動産がマクロ経済の足を引っ張っているものの、足もとでは景気刺激策や不動産市場活性化策などが出ると、ボトムアウトに向けた期待もある。日本は他国比では堅調ながら、供給制約要因による内需に弱さがみられている。このようななか、11月は今後の景気鈍化が強く意識され、世界的に長期金利が低下した。金利低下は社債や株式等に素直に好感されそれぞれ価格は上昇したほか、米ドルは対主要通貨で下落した。ただし、米国経済が急減速する可能性は低く、短期的には金利再上昇の可能性も残る。一方、インフレ率や雇用のスローダウンは続く見通しで、10月下旬～11月初旬に付けたような高金利水準に戻る可能性も低いとみている。
- **注目材料:** 本邦債券市場の関心はYCCよりもマイナス金利政策解除の有無にシフトしている。今後の日銀アクションは、我が国のインフレ率次第である。インフレ率は前年同月比では依然として高水準（10月のコアは2.9%、コアコアは4.0%）だが、今後は資源・エネルギー価格や食料価格の鈍化により鈍化が見込まれている。植田日銀総裁の発言を借りれば、原価上昇を価格転嫁する「第一の力」が鈍化するなか、インフレのノルムを意味する「第二の力」にバトンタッチできるかが鍵を握っている。食品価格動向を見る限り「第二の力」は依然として弱いとみられるが、堅調な企業業績を背景に24年春闘では23年同等もしくはそれを上回る賃上げが実現する見込みである。この場合、24年前半には実質賃金がプラスに転じる可能性もあり「第二の力」にシフトする可能性も残されている。

1. マクロ経済展望 ～ ゴルディロックス!?

グローバル・マクロ経済は、底堅さとスローダウンが混在する状況にある。米欧ではインフレが落ち着きを見せ始めているものの、政策金利は高水準であり、今後の景気への不透明感も根強い。中国は軟調な内需に加え不動産がマクロ経済の足を引っ張っているものの、足もとでは景気刺激策や不動産市場活性化策などが出ると、ボトムアウトに向けた期待もある。日本は他国比では堅調ながら、供給制約要因による内需に弱さがみられている。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

米国は、力強い7-9月期の実質GDP成長率が発表された後、マクロ経済の減速が意識されつつある。10月の雇用統計で完全失業率が3.9%まで上昇したほか、賃金上昇率が低下傾向にあることも確認された。非農業部門雇用者数の低迷や賃金上昇率の低下、そして失業率の増加などに鑑みれば、雇用ひっ迫は過去のものになりつつあり、足もとでは雇用環境が緩んでいると考えられよう。また、10月のCPI（前年同月比）はコアが+4.0%（前月は同+4.1%）まで低下したほか、10月のPCEデフレーターもコアは同+3.5%（前月は同+3.7%）まで低下した。11月は米長期金利が5%超え後一気に4.2%台（11月末は4.3%台半ば）まで下落したが、市場はこれらの指標を確認するなかで、①FRBの利上げ

終了と②24年の利下げ開始を織り込んでいったとみられる。

ユーロ圏は、7-9月期の実質GDP成長率（改定値）が前期比▲0.1%（前期比年率▲0.2%）と3四半期ぶりのマイナス成長となった。マイナス幅は小幅ながらプラス成長であった今年前半のプラス幅も小さく、ユーロ圏経済は足もとほぼゼロ成長で推移している模様である。一方、インフレ率も鈍化基調を続けており、金融市場ではECBの利下げを織り込む展開になりつつある。ECBは、賃金上昇率の高止まりや期待インフレ率の上昇などを背景にインフレ上振れリスクを見極める姿勢とみており、すぐに利下げに転じるわけではないとみられるが、政策金利を当面据え置く可能性が高まっている。

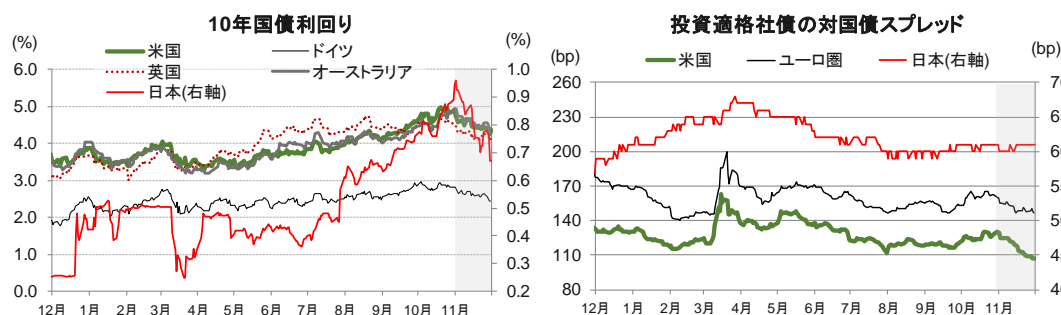
中国は、7-9月期の実質GDP成長率が前年同期比+4.9%となり、23年の政府目標である実質5%成長も視野に入りつつある。また、政府は国債を1兆元（約21兆円、GDP比約0.8%）増発することを決定したほか、不動産開発会社に対する新たな包括的な支援策を矢継ぎ早に発表した。米中首脳会談の開催など、習近平政権が自国経済立て直しのために米国を含む外資の力を借りる姿勢を見せていることもあり、金融市場には楽観ムードが漂っている。ただし「共同富裕」のもとで低成長経済の持続性を高める方針のもとで、国内の供給過剰や不動産価格の高止まりに大きな変化はみられない。短期的にはマクロ経済のボトムアウトが形成されるとしても、国内企業淘汰や不動産価格の低下を容認しない限り、中長期的な視点からの経済回復力は鈍いままであろう。

日本は、7-9月期の実質GDP成長率は前年比年率で▲2.1%（前期比▲0.5%）と3四半期ぶりのマイナスに転じた。輸出は増加したものの、設備投資や個人消費などの民需が冴えなかった（ただし在庫調整の影響が大きく、在庫変動除きではマイナス幅は大幅に縮小）。内需不振の背景には、人材不足を主因にした供給制約が関係しているとみている。堅調な企業業績を背景に企業の設備投資意欲は強いが、工事着工に時間を要している。実質賃金も引き続きマイナス圏にあり、個人消費の低迷に寄与している。一方、自動車生産の回復やインフレ率（特に光熱費）の沈静化が個人消費の回復に寄与する可能性があるため、10-12月期の実質GDP成長率はプラスに転じるとの見方が根強い。足元の内需低迷は、日銀の金融政策正常化にも微妙に影響する可能性があり今後の注目材料であろう。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 長期金利低下が鮮明に

11月の債券市場は、世界的に金利低下基調になった。米欧はインフレ鎮静化やマクロ経済の減速が意識され、中銀の利上げ停止や24年前半からの利下げを織り込む展開となった。日本は、日銀が10月の金融政策決定会合においてイールドカーブ・コントロールの再柔軟化に踏み切り、債券市場はマイナス金利政策解除を織り込みつつあるものの、米長期金利下落の影響が大きく長期金利は大幅に低下した。長期金利の下落は、リスク資産市場にポジティブに作用し、米欧社債市場のクレジットスプレッド（対国債利回り格差）は急激にタイト化したほか、日本の社債市場でもクレジットスプレッドは安定化した。



出所: Bloomberg

出所: Bloomberg

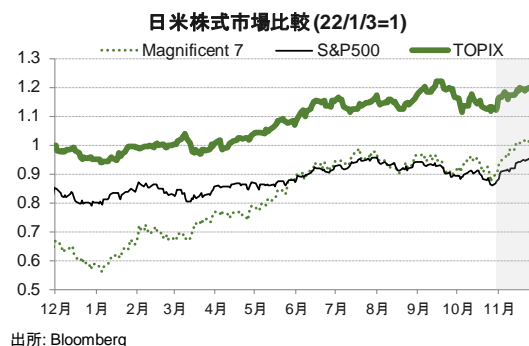
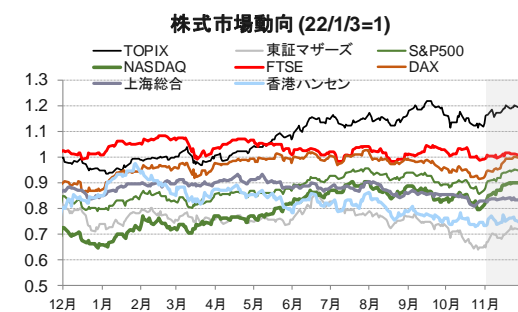
11月の米国債利回りは下落に転じた。利回り低下当初は明確なカタリストがあったわけで

はないが、その後発表された主要経済指標が冴えなかったことが大きく寄与した。前述のとおり 10 月の CPI はコア（前年同月比）が+4.0%まで下落したが、特にコア（除く住居）の前月比が+0.22%まで低下していることが注目された。コアの寄与度の過半を占める住居（大半が帰属家賃）も伸び率が下落基調にあることから、今後もコアの上昇率の下落が続くとの見方が根強い。また 10 月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が 15 万人増（9 月は 33.6 万人増）と軟化したほか、失業率も 3.9%（9 月は 3.8%）に上昇した。11 月 28 日には FOMC メンバーのなかで最もタカ派とされるウォーラー理事が利上げ終了と、24 年の比較的早いタイミングでの利下げを示唆する発言をしたことで、債券市場でも 24 年前半以降複数回の利下げを織り込むようになり、長期金利の低下を促した。このように、11 月末時点では 24 年に向けた米国経済のスローダウンが強く意識される展開になっているが、高水準の財政支出や企業業績の底打ちに鑑みれば、米国経済が 24 年前半に失速する可能性は低く、11 月末時点の利下げ織り込みは行き過ぎの感がある。11 月末に市場で注目されたウォーラーFRB 理事の発言も、必ずしも 24 年前半からの利下げを意識したものではない。マクロ経済の底堅さが確認される局面では短期的に長期金利が上昇することも想定されよう。一方、インフレや雇用の鎮静化に鑑みれば、長期金利が再び 5%に達する可能性は低いとみている。

日本の長期金利も急激に低下し、11 月末には一時 0.64%を下回った（11 月末は 0.67%台）。債券市場は日銀によるマイナス金利政策解除を強く意識する展開になっており、マイナス金利政策解除が可能か否かで意見が分かれている。また、マイナス金利政策解除が実現するならば（2%のインフレ目標が達成されていると考えられるため）、その後複数回のゼロ%超への利上げも実現するのではとの見方も根強く、その場合の長期金利水準は 1%を軽く超えていくとの見方もある。米国につられて下落基調になった円長期金利だが、マイナス金利政策解除時の市場の反応の可能性（複数回の利上げの可能性）に鑑みれば、今後は再び金利上昇に転じる場面が来る可能性がある。10 月の CPI は市場が注目する日銀版コア（生鮮食品およびエネルギー除く）が前年同月比+4.0%（9 月は同+4.2%）に低下した。今後の円金利水準を占ううえでも今後のインフレ率動向が一層重要になるが、今後の見通しや注目材料を後段でまとめた。

② 株式市場 ～ 力強い回復に

11 月の株式市場は、力強く回復した。上昇の主因は長期金利の低下であるが、米欧市場は中銀による利上げ停止期待の高まりのほか、中銀によるオーバーキルや長期金利の過剰な上昇による相場急落懸念（87 年 10 月のブラック・マンデーを意識する向きも多かった）からの心理的な開放も作用したとみている。



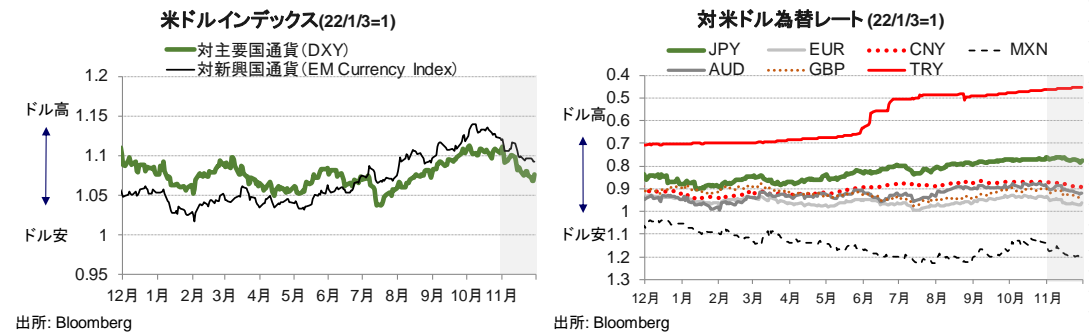
米国は、7-9 月期企業決算は総じて堅調であった。決算発表では今後の売上高の伸び悩みに言及する経営者が多かった印象だが、純利益についてはむしろ強気な姿勢が目立った。その背景には、前年比で下落している原材料費（資源価格、光熱費など）に加え、（売上高が伸び悩むなかで）今後リストラを検討している可能性がある。在庫調整終了や自動車生産台数の回復も 24 年 1-3 月期までは続くともており、金利低下基調も支援材料となり、

当面は堅調な相場が予想されよう。

日本も、10月末までさえなかった株式市場が11月は力強く回復した。こちら7-9月期企業業績が堅調なことに加え、想定以上の円安進展、自動車生産台数の回復や在庫調整の終了が意識されている。一方、設備投資は企業の意欲は十分ながら、供給制約（人材不足等）による工事着工遅れが目立っており、予想比で下振れている。加えて、米国経済のスローダウンが意識される局面では円高が加速して日本株の上値を抑える可能性も残るが、堅調な企業業績を背景に底値も堅いとみている。

③ 為替市場～米ドル安に転じる

11月の為替市場は、総じて米ドル安となった。先進国通貨ではユーロや英ポンドに加え日本円も対米ドルで上昇した。新興国通貨ではメキシコペソやブラジルレアルなどの資源国通貨を中心に対米ドルで回復した。一方、トルコリラは中銀による積極的な利上げにもかかわらず、インフレ鎮静が見込めず通貨下落が続いた。



米ドル円は、11月中旬までは米ドル高基調で推移し一時151円台後半まで上昇したが、その後は米長期金利の低下に歩調を合わせるように下落し、一時146円台後半をつけた（11月末は148円台前半）。22年前半以降、米ドル円は日米金利差と連動して動いてきた。日米金利差に対する感応度は、長期金利で計測した場合1%につき10円程度である。この観点からは、米長期金利が4.2%台まで下落しているなかで、米ドル円が148円程度で推移しているのは、金利差に対して米ドル高基調といえよう。おそらく、11月末時点では米長期金利が需給要因（ショート・ポジションのアンワインドを巻き込んでいる模様）を背景に下がりすぎているのであろう。

また、ユーロや英ポンドなどの欧州通貨も対米ドルで上昇した。米ドル安基調になる局面では欧州通貨が上昇しやすい特徴があることに加え、米国以上に欧州のインフレ率鎮静化とECBによる早期利下げが織り込まれたことが背景にある。

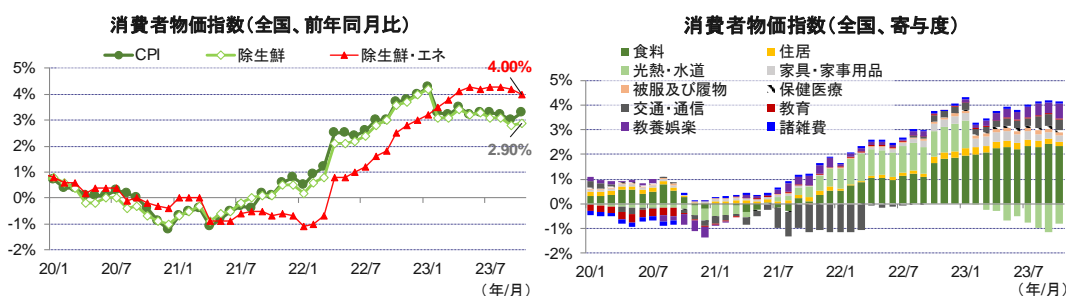
為替市場は米ドルに対するセンチメントを中心に動いているが、11月末時点では過度な米国経済の停滞を市場は織り込みつつあるとみており、近いうちに反動が生じる可能性もある。結局は米国経済次第であるが、前述のとおり積極的な財政政策、企業業績の底堅さ、依然として低い失業率などに鑑みれば、米国経済が短期的に失速する可能性は低く、米長期金利の下げ止まりとともに、米ドルの下落基調も一時休止する可能性もある。

3. 注目材料: 日本の消費者物価指数(CPI)の足元の動きと今後の注目材料

日銀は7月に続き10月の金融政策決定会合においてもイールドカーブ・コントロール(YCC)の運用の柔軟化を決定した。10月の金融政策決定会合後の植田総裁記者会見において、マイナス金利政策撤廃はインフレ目標達成で可能との趣旨の発言があったこともあり、債券市場の関心はYCCよりもマイナス金利政策解除の有無にシフトしている。具体的には、早期に(例えば23年12月)マイナス金利政策解除が決定されるとの見方から、マイナス金利政策の解除は実現しないのではないかとの見方まで幅広く分かれている。債券

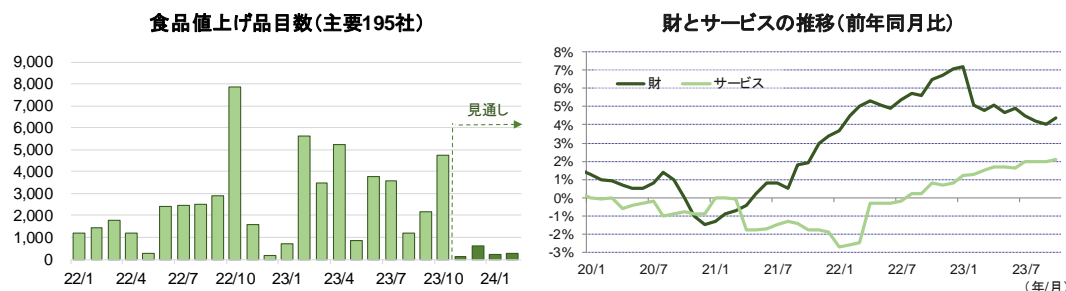
市場の見方が分かれているのは、我が国のインフレ動向に対する見方が分かれていることに起因している。我が国のインフレ率は今後どのように推移する可能性が高いのか。以下、注目すべき点を踏まえまとめた。

まず、足もとまでのインフレ動向を確認する。10月の消費者物価指数（CPI）は、コア（生鮮食品を除く）が前年同月比+2.9%（9月は+2.8%）、コアコア（生鮮食品およびエネルギーを除く日銀版コア）が同+4.0%（同+4.2%）となった。コア上昇率が前月比で再び拡大したことが注目されたが、インフレの基調的な動きを示すとされ債券市場関係者のなかで最も注目されているコアコアの上昇率は縮小基調を続けた。項目別には、主に光熱・水道が前月比+6.0%の伸びとなったことがコアの上昇率拡大に寄与した。また、財・サービス別では、財価格の安定化が続いているものの、サービス価格の上昇は続いている。



出所: Bloomberg

出所: Bloomberg



出所: 帝国データバンクより作成

出所: Bloomberg

次に、今後のインフレ動向を考えるうえでの注目材料を列举する。具体的には、10月のコアもしくはコアコアに対する寄与度の過半を占める「(生鮮除く)食品」、足もとで価格上昇が続く「サービス」のうち、価格上昇が顕著な「交通・通信」および「教養・娯楽」のうちサービスに含まれる複数項目について言及する。

まず「(生鮮を除く)食品」の価格上昇は11月以降鎮静化することが見込まれている。帝国データバンクが食品105社に食品価格の値上げ有無をアンケート調査しているが、これによれば10月までは5千品目弱の価格上昇が確認されているものの、11月以降の価格上昇品目数は大幅に低下することが見込まれている。当アンケート調査の過去の動きを見る限り、将来見通しについては直前になって品目数が増加する傾向にあるが、当面は①原材料価格の高騰が限定的になっていること、②内需が弱く価格転嫁を続けると更に需要が減退する可能性があること等を背景に、値上げの継続に躊躇する企業が多い模様である。外食大手「ガスト」は11月16日から一部商品の値下げに踏み切るなど、当該アンケート調査結果を裏付けるような動きもみられつつある。食品価格の値上げが10月まで力強かったことから、インフレ率への寄与度は来年央くらいまでは比較的高水準を維持する可能性があるものの、足もとの値上げ品目数の減少基調が続けば24年末に向けて「(生鮮除く)食品」のインフレ率への寄与度は大幅に低下する可能性もある。

サービス品目に目を移すと、「交通・通信」は細分化すると「通信」および「鉄道運賃」の上昇が目立つ。「通信」は主に携帯電話と送料の上昇が目立っている。生活実感として携帯電話料金が上昇している印象はなく、年次効果等の一時的なものが影響しているとみて

いる。運送料は、人件費に加えガソリン等のエネルギー価格高騰を価格転嫁した可能性があるが、足もとではエネルギー価格は鈍化基調にあり値上げの持続性に疑問が残る。鉄道運賃の上昇は、コロナ禍以降の旅客収入の変化（主に定期旅客収入の減少）を踏まえ、22年に値上げ申請されたものが23年に値上げ実施に至った結果である。一方、鉄道運賃は「総括原価」で決まるため、値上げ後は通常数年程度収支の変化を確認することになる。少なくとも24年に鉄道運賃が連続で値上げされる可能性は低い（可変料金を採用するなど例外になりうるものは存在するが）。

「教養・娯楽」は、特定品目にCPI計算上のウェイトが偏っているわけではないが、足もとまで力強い価格上昇が確認される項目の一つに「外出」がある。外出料金の値上げの主因は主に食品価格の値上げであるが、食品価格の今後は前述の通りである。

このようにみると、24年央くらいまでのCPIの上昇率は2%超で推移する可能性が依然として高いものの、25年に向けては2%を維持できるかに不透明感が残る。日銀・植田総裁の言葉を借りるなら、資源・エネルギー価格の安定化により「第一の力」（原価高騰による価格転嫁）が減退するなかで「第二の力」（インフレのノルムによる価格上昇）にバトンタッチできるのかがカギを握るといえよう。食品価格動向を見る限り、依然として「第二の力」は弱いように見える。またインフレの「ノルム」の有無を判断するものとして「住居」（太宗は帰属家賃）にも注目すべきだが、依然として変化に乏しい。

一方、賃金上昇を梃（てこ）にしたインフレのノルム形成の余地は残されている。足もとの本邦企業業績は堅調で24年3月期は前年度比で大幅増益になる見込みである。好調な業績に加え、インフレへの配慮や雇用ひっ迫なども強く意識されているため、比較的高い賃上げ率になることが予想されている。既に連合は24年春闘において5%以上（定昇2%+ベースアップ3%以上）の賃上げを要求しているほか、経営側も例えば経団連の「経営労働政策特別委員会報告」の原案で、「今年以上の意気込みと決意を持って賃金引き上げの積極的な検討と実施」を会員企業に要請するなど、賃上げを継続する姿勢が鮮明になりつつある。仮に4%程度の賃上げになり、日銀の展望レポート（23年10月）のインフレ率中央値（コア、コアコアともに）程度のインフレが実現する場合、実質賃金がプラスに転じることになる。サービス価格と賃金上昇率の連動性は広く知られていることから、実質賃金がプラスに転じることで日銀が2%の物価安定目標達成を意識する可能性もある。

無論、実質賃金がプラスに転じるだけでなく、その持続性を評価するには、足もとの弱い内需の改善が必須であろう。7-9月期の実質GDP成長率は内需の弱さを主因に前期比でマイナスに転じたが、10-12月期以降回復するのか、そしてマクロ需給ギャップがプラスに転じるのか。このあたりのマクロ経済指標とのバランスもみながら、日銀は今後の金融政策を決めていくことになろう。

（了）

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

本資料は金融専門業者に外部委託して作成しております。内容は執筆者の個人的見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

上田八木短資株式会社

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第 243 号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1 丁目 2 番 3 号 tel : 03-3270-1711
（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4 番 2 号 tel : 06-6202-5551
（代表）

加入協会 日本証券業協会