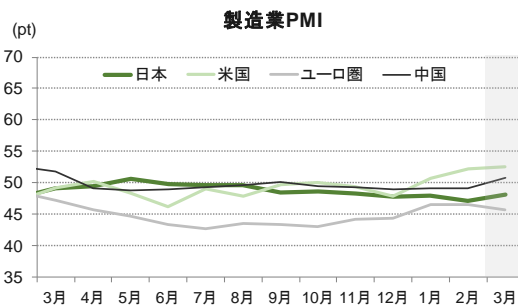




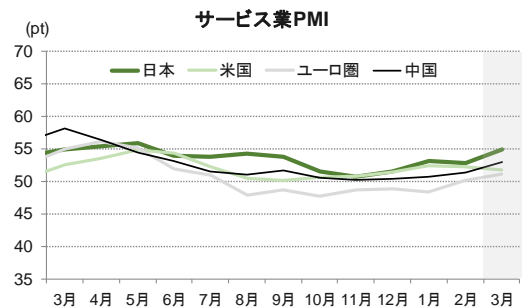
- マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、底打ちの兆しを見せつつある。製造業は米国や日本に加え中国の回復基調が鮮明になりつつあるが、ユーロ圏は弱い。主要国経済がまちまちな動きを示すなか、3月は日銀の政策変更が注目された。日本の実質 GDP 成長率は低迷しているが、前年を上回る賃金上昇により今後実質賃金がプラス圏にシフトする可能性が高まっている。ただし、日銀アクションに対する円長期金利の反応は鈍く、米ドル円は 151 円超えて定着している。米国は、平均時給の伸び率やサービス価格の伸び率が鈍化基調にあることが確認されたほか、FOMC でも利下げを示唆したことから、長期金利が安定化するなか株価は続伸し、社債の対スプレッドはタイト化した。
- 注目材料:** 日銀がマイナス金利政策の解除等の政策変更を実施したが、今後の金融政策を占ううえで重要なのは「普通の金融政策」と「緩和的な金融環境の継続」の解釈になるとみている。日銀は足元の日本の予想物価上昇率を 1-1.5%と見ているが、この限りでも政策金利を 2~3 回程度引き上げることが可能であろう。日銀の政策変更後、円長期金利は下落したが、背景には①日銀アクションは織り込み済みだったとの解釈や、②今後の利上げに向けたハードルは相当高いとの見方もある。ただし、債券市場参加者の間では利上げ期待とともに、今後長期金利は上昇するとの見方が根強い。ひとえに、今後の日銀による利上げの有無、もしくは利上げされる場合はそのタイミングおよびペースを決めるのは、今後のインフレ率の趨勢になろう。財およびサービスともに足元の上昇率は鈍化基調にあるが、日本における商慣行の変化や著しい雇用逼迫に鑑みれば、今後再び上昇する可能性も否定できない。企業経営者から聞こえるボトムアップの視点からも、賃上げとインフレの好循環が芽生えつつあり、日銀による早期の利上げおよびその持続性も意識され、長期金利は緩やかながら上昇圧力が掛かる状態が続くとみている。

1. マクロ経済展望 ~ 底打ちながら引き続き力強さに欠ける

グローバル・マクロ経済は、国・地域でまちまちな動きを示す中でも、底打ちの兆しを見せつつある。製造業は米国が改善基調にあるほか、日本も不正問題で落ち込んだ自動車生産の回復期待が高まるなか改善基調だが、ユーロ圏は失速している。一方、サービス業は日本やユーロ圏の改善がみられている。中国も緩やかながら改善基調にある。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

日本は、23年10-12月期の実質 GDP 成長率（2次速報値）が設備投資の上方修正を主因として1次速報値の前期比▲0.1%（年率▲0.4%）から前期比+0.1%（年率+0.4%）に上方修正された。ただし、24年1-3月期は輸出の不振を主因にマイナス成長になる可能性があり、実質 GDP 成長率でみるマクロ経済は冴えない状態が続くとみている。一方、24年3月期企業業績は堅調で、24年春闘は前年を大幅に上回る賃上げになる見通しである。このため、24年央以降は実質賃金がプラスに転じる可能性が高く、個人消費を下支えする可能性が高い。力強い賃上げやインフレのノルム形成に向けた経済環境の変化により、今後2%の物価安定目標達成の確度が高くなったと判断し、日銀はマイナス金利政策の解除

およびイールドカーブ・コントロールの撤廃を決定した。今後の日銀による金融政策やそれを決定する今後のインフレの趨勢については、後段にて詳述する。

米国は、23年10-12月期の実質GDP成長率が前期比年率+3.2%となり、個人消費主導で堅調さを維持している。堅調な雇用に加え資産効果も寄与し、個人消費を下支えしている。2月の雇用統計では平均時給の鈍化が確認されたほか、消費者物価指数（CPI）やPCEデフレーターサービスのサービス関連価格の伸び率も前月比で大幅に鈍化するなど、インフレ再加速への警戒感は薄れている。3月のFOMCでは、パウエル議長が24年中の利下げを示唆したほか、ドットチャート中央値は引き続き24年中に3回程度の利下げを示唆している。一方、堅調な個人消費や企業業績を背景に、足もとでは24年の米GDP成長率見通しの上方修正が続いており、インフレ再加速への懸念は燻っている。

ユーロ圏は、23年10-12月期実質GDP成長率が前期比年率で▲0.1%（年率換算▲0.2%）となり、2四半期連続のマイナス成長となりテクニカルリセッションになった。ただし2四半期ともマイナス幅は小幅であり、ドイツ（23年10-12月期前期比▲0.3%）以外はフランス、イタリア、スペインは共にプラス圏の成長率を確保した。消費者物価指数（HICP）上昇率（2月）は前年比+2.6%まで鈍化しており、賃金上昇率も足元で鈍化基調になりつつあることから、ECBは6月に利下げが開始するとの見方が根強い。

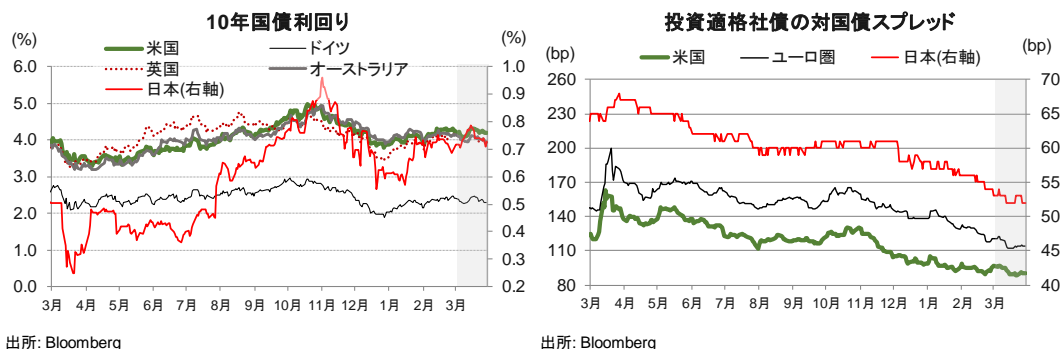
中国は、23年の実質GDP成長率が前年比+5.2%となり、政府目標の+5%前後は達成された。もっとも、22年にゼロコロナ対策の影響で成長率が鈍化した反動によるところが大きく、足もとの基調は必ずしも強くない。24年以降マクロ経済指標の一部は改善の動きもみられたが、依然として力強さに欠く状況である。消費者物価指数および不動産価格も軟調に推移している。ただし、グローバルに製造業の在庫循環がボトムアウトした影響で製造業に回復の兆しがみられつつあるほか、総資本形成も底堅い。「共同富裕」のもとで今後も低成長を意図した政策が続けられる可能性が高いとみているが、マクロ経済が底割れる可能性も低い。

以上のように、主要国経済は強弱まちまちながら概ね底堅い状況にある。底堅さを支えている要因は、循環的なもの（在庫調整一巡、中国経済の底打ちなど）に加え、金融緩和期待も含まれよう。このため、仮にインフレ率が再び上昇し長期金利が23年後半の水準以上に上昇する場合、リスク資産価格の調整（特に不動産への影響が大きくなる可能性がある）を経て、マクロ経済に負の影響を与えることも想定されよう。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ~ 金利上昇への不透明感が残るものの・・・

3月の債券市場は、金利上昇懸念がくすぶるなかで概ね狭いレンジ圏で推移した。社債の対国債スプレッドは、引き続き安定的にタイト化した。



日本の長期金利は、米国長期金利につられ一時0.8%近くまで上昇した。しかし、19日に日銀がマイナス金利政策の解除およびイールドカーブ・コントロールの撤廃を決定後、市

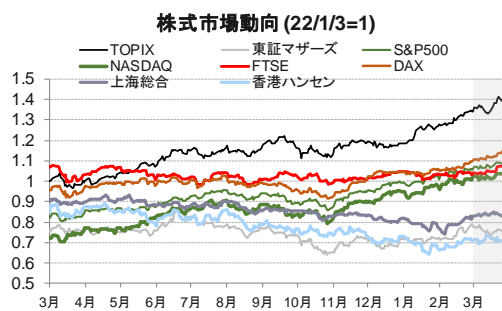
場参加者の予想に反して長期金利は低下に転じた。長期金利の低下は、債券市場が既に日銀の金融政策変更を織り込んでいたとの見方に加え、年金基金による年度末のリバランス（23年度は株価上昇が著しかったため24年度に向けて株式を売却し債券を購入する資産間のリバランス需要が生じているとの見方）が影響しているとの見方もある。いずれにせよ、今後の長期金利水準はインフレの趨勢に依存するため、当レポート後段で今後のインフレ見通しや注目材料、そして長期金利に対する考察を行った。

米国は、雇用統計（2月）において平均時給の前月比伸び率が鈍化したことや、CPI（2月）でも住居を除くコア（スーパーコア）の前月比伸び率が鈍化したことが材料視され、長期金利は下落に転じた。3月のFOMCでも、ドットチャート中央値が24年中に3回の利下げ（政策金利の75bp程度の利下げ）を織り込んでいるほか、パウエルFRB議長が利下げを示唆する発言をしたこともあり、債券市場ではFRBによる利下げ期待が根強い。一方、個人消費は堅調であるほか、堅調な企業業績と雇用環境を背景に、賃金上昇率は高止まりする傾向もみられ、今後のサービス価格動向には留意を要する。

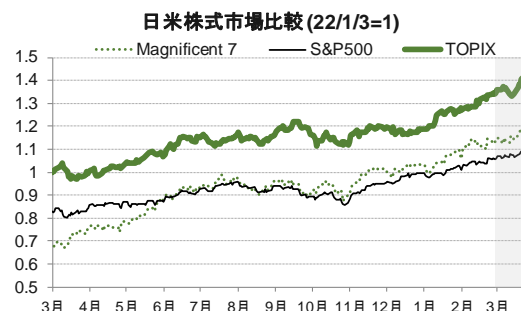
当面の債券市場の注目材料は、引き続き日米欧主要中銀の金融政策であろう。日銀はマイナス金利政策解除後の利上げの有無、米国および欧州は利下げタイミングおよび利下げのペースである。これらを決めることになるマクロ経済環境（主に雇用）やインフレ動向に最大限の注目をしたい。

② 株式市場 ～ 上昇基調継続も材料は強弱まちまち

3月の株式市場は、強弱まちまちな材料が出るなか、総じて上昇基調を続けた。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

日本は、上下動を繰り返しつつも総じて上昇基調だった。3月初に日経平均株価が4万円の大台を超えた後も、日本銀行の金融政策変更にも関わらず、3月末は高値圏で引けた。TOPIXベースではまだ史上最高値に達していないものの、企業業績は足元で堅調に推移しているとみており、下値不安は小さい。在庫調整終了に伴う半導体価格上昇やAI関連銘柄への期待が続き相場をけん引したほか、指数構成比の高い銘柄も寄与した。株式市場では、日銀の政策変更は日本経済の力強さ故と評価されているほか、23年10-12月期の実質GDP成長率がプラス圏に上方修正されたことも好感されている。消費関連の指標は依然低調ながら、春闘の賃上げがマクロ統計に反映されてくる年央には実質賃金がプラス圏に回復するとの見方も根強く、インフレと賃金上昇の好循環への期待も根強い。

米国市場も若干の上下動を繰り返しつつも、史上最高値を更新し続けた。堅調な株式市場は、24年1-3月期企業業績が堅調との見方が根強いほか、インフレ率鈍化や長期金利の安定化、FRBによる利下げ期待、および堅調な個人消費など、「ゴルドロックス」と表現できるような材料を背景にしている。また、各国の財政拡張策が続くとの見方（特に米国は大統領選挙を控えているため）もサポート材料となった。ただし、バリュエーションが既に高く市場は神経質になっているほか、FRBの利下げ開始時期や回数についての不透明感も残っており、今後については不透明感が残っている。

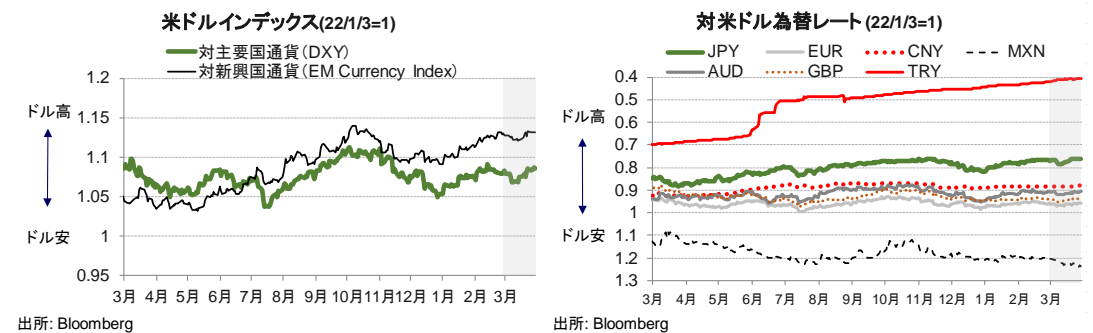
中国市場は月央に向けて堅調さを保ったが、月末に向けて下落した。1~2月の経済指標

(特に製造業関連)が堅調に推移したほか、全人代において経済政策について23年12月の中央経済工作会議の内容を踏襲したことが好感された。一方、不動産市場の低迷や個人消費の不振、および足元の企業業績に格差がみられるなど、不安材料も残っている。「共同富裕」路線のもとでのマクロ経済の低成長化が既成事実になるなかでは、市場センチメントを持続的に改善させるのは難しいとの見方も根強い。株価浮揚には企業業績改善に対する明確なシナリオとエビデンスが必要になろう。

当面の株式市場の注目材料は、企業業績や日米欧中銀の金融政策や長期金利動向になろう。在庫調整一巡や自動車生産台数の回復に加え半導体市況のボトムアウトもあり、主に製造業の業績回復期待が残っているものの、足もとでは在庫調整一巡後の在庫積み増しが冴えないことや、自動車生産台数の回復が一服するとの見方も台頭している。3月の日米欧の長期金利は総じて安定的となったが、米国では賃金上昇率の高止まりがサービス価格の高止まりにつながる可能性が残るほか、日本でも日銀が目指す2%の物価安定目標達成確度は必ずしも低くない(詳細は当レポート後段に譲る)。ただし、下値不安は高くなく、24年4-6期業績見通しが確認できるまでは、高値圏でのレンジ相場になるとみている。

③ 為替市場～米ドル高基調が続く

3月の為替市場は、総じて米ドル高トレンドが続いた。基本的には堅調な米国経済を背景にした米ドル高が続いているほか、米ドルインデックスへの寄与度が高いユーロの弱さ(ECBによる利下げが6月にも開始されるとの強い北)も寄与している。



米ドル円は、3月初・中旬に日銀が3月にも政策変更に向くと見方が根強くなり一時146円台後半まで下落したが、その後は日銀が当面の間緩和的な金融政策(特に長期金利上昇を抑制する)を続けるとの見方が根強くなったほか、米国マクロ経済に対する見方が一層強気に転じたことなどもあり、再び150円台に上昇した。150円超えの水準では日本政府による為替介入への警戒が高まったが、一方、日銀の政策変更後に円長期金利が低下基調となったこともあり、150～151円後半で一進一退となった。当面は米国経済の底堅さと円長期金利が低位で安定することが意識されており、米ドル円は高値圏でレンジ推移になるとの見方が根強い。ただし、資源・エネルギー価格の安定化を主因に貿易収支は改善基調にあり、フロー面からの円安要因は徐々に剥落しつつあることに留意を要する。

新興国通貨(対米ドル)は概ね安定的な動きとなったものの、メキシコペソの強さが続いたほか、トルコリラは対米ドルで下落を続けた。2月のコアCPIが前年比+72.89%に達し、インフレ懸念が台頭した。2月に中銀総裁が後退したが、カハラン中銀新総裁は前総裁の姿勢を維持するとの方針のもと、3月21日に政策金利を5.00%引き上げ50.00%にした。このような中銀のアクションにも関わらず、トルコリラの下落が続いたのは根強いインフレ懸念が背景に加え、エルドアン政権下での政策運営への根強い不信感がある。

当面の為替市場の注目材料も、引き続きFRBの金融政策および米マクロ経済になろう。FRBが利下げ姿勢を続ける限り米ドル高に限界があるとの見方もあるが、堅調な米国経済とインフレ下げ止まり懸念に鑑みれば、基本的には米ドルは堅調な推移となろう。

3. 注目材料: 日銀の金融政策変更と今後の注目材料

日銀は、3月の金融政策決定会合（以下、決定会合）において、展望レポートの見通し期間終盤にかけて「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現して行くことが見通せる状況に至ったと判断し、量的・質的金融緩和政策（以下、YCC）の撤廃およびマイナス金利政策（以下、NIRP）の解除を決定した。今後の金融市場調節方針では、無担保コール翌日物金利を0～0.1%程度で推移するように促すとのこと。なお、長期国債買入れはこれまでの同程度の金額（月額6兆円程度）で継続するとし、急激な長期金利上昇は抑制する。また、ETFおよびJ-REITの新規買入れを終了し、CP等および社債等についても1年後をめどに買入れを終了するとし、オーバーシュート型コミットメントも要件を充足したとして撤廃した。

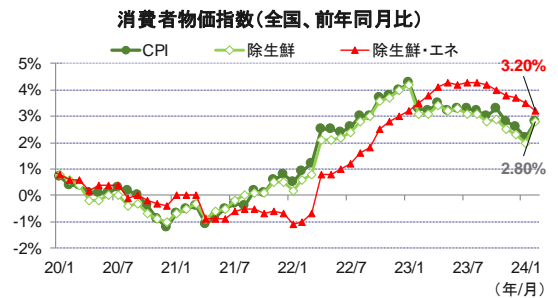
決定会合後の植田日銀総裁の記者会見において、「普通の金融政策」や「緩和的な金融環境の継続」が強調された。植田総裁によれば、「普通の金融政策」とは短期金利操作を主たる金融調節手段にする金融政策であること、「緩和的な金融環境の継続」とは名目金利（政策金利）が名目中立金利を下回る状態と説明された。加えて、名目中立金利は物価上昇率と実質中立金利の和であり、物価上昇率は足元では1～1.5%程度（現時点の日銀見通し）とされたが、実質中立金利の推計は困難であるとされ特定されなかった。

ただし、仮に1%を超える物価上昇率が長期的・安定的に実現するとすれば、実質中立金利は少なくともマイナス圏にあると考えるのは無理であろう。事実上、日銀は名目中立金利を1%超と考えている可能性が高いとみている。すなわち、政策金利を2～3回程度引き上げても、引き続き「緩和的な金融環境」と表現することが出来る。このため、現時点で日銀が想定している物価上昇率（1～1.5%程度）が2%に向けて上昇するのか、それとも今後鈍化するのかにより、今後の利上げの有無や、利上げタイミングおよびペースが決まることになろう。

決定会合後の長期金利は、決定会合前（3月18日時点で0.76%台）を下回る水準で推移している（3月29日時点で0.72%台）。NIRP解除やYCC撤廃により、長期金利の上昇を見込んでいた債券投資家が多かったとみられるが、その逆の動きを示したことから、①既に今般の日銀アクションは織り込み済みだったとの解釈や、②今後の利上げに向けたハードルは相当高い、との見解も見られている。②については、今後物価上昇率が（日銀が）現時点で想定している1～1.5%から鈍化することを織り込んでいるようにみえる。

ただし、債券市場参加者の間では根強い利上げ期待とともに、今後長期金利は上昇するとの見方が根強い。そのような「期待」にも関わらず安定した長期金利推移となっているのは、テクニカル要因（例えば、年金基金によるリバランス（23年度は株価が大幅に上昇したため株式を売却するとともに債券を買う動き））が影響している可能性もある。

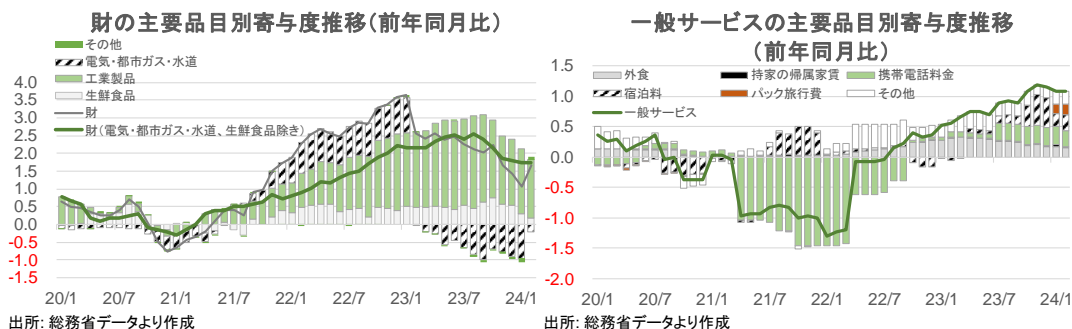
ひとえに、今後の日銀による利上げ有無、もしくは利上げされる場合はそのタイミングおよびペースを決めるのは、今後のインフレ率の趨勢になろう。消費者物価上昇率（全国、以下、CPI）は、24年2月時点で生鮮食品を除くコア（以下、コアCPI）が前年同月比+2.8%、生鮮食品およびエネルギーを除く日銀版コア（以下、コア・コアCPI）で同+3.2%で



出所: Bloomberg

ある。コアCPIが前月比で大幅上昇となっているのは、前年同月に開始された激変緩和措置によるエネルギー価格の下落率が大きく縮小した影響が大きく、足もとのCPIのトレンドはコア・コアCPIの方がより実態を表している。

コア・コア CPI（前年同月比）を更に財とサービス（一般サービス）に分けて確認すると、財（電気・都市ガス・水道および生鮮食品を除く）は工業製品（食料品を含む）の寄与度が安定的に低下していることを主因に下落基調である。また、一般サービス（サービスのうち大半の寄与度を占める）についても、宿泊料（全国旅行支援によるテクニカルな寄与度上昇を含む）、外食、および携帯電話料金の寄与度低下が影響して、足もとでは低下傾向にある。



ただし、財およびサービスともに今後も低下基調を辿るか否かは不透明である。

まず財であるが、過去 2 年間で商取引慣行が大きく変化しており、原材料価格の上昇をフルに価格転嫁することを容認する動きがみられている。22~23 年にかけて原材料価格を十分に価格転嫁できていないことも多く、24 年に追加の価格転嫁を予定しているとの声が聞こえているほか、原油や銅などの主要資源価格は 23 年央をボトムにその後は上昇基調にあることに加えて円安も影響することで、過去半年程度の円建ての価格は上昇基調にあるためこれを 24 年度に価格転嫁する可能性もある。

サービスについては、24 年春闘における賃上げ率が前年を大きく上回ることを受けて、実質賃金がプラスに転じるようであれば、再び増勢を強める可能性がある。また、日本は著しい雇用逼迫に直面しており、もはや十分な財やサービスの提供が難しくなりつつある（その代表例は、地方都市におけるタクシーや公共交通、建設従業者不足を背景にした建築工事の滞りなど）。換言すれば「供給制約」による価格上昇圧力に晒されている。雇用逼迫はほぼ全業種でみられており、過去 1 年間において企業経営者のマインドも大きく変化した。すなわち、賃上げ無くして安定的に従業員を確保できないとの見方にシフトしており、これが足元の大幅な賃上げに寄与している。このため、原材料価格だけでなく人件費上昇分の価格転嫁を容認する動きも見られつつある。

日銀が主張するように、企業経営者から聞こえるボトムアップの視点からも、賃上げとインフレの好循環が芽生えつつあるとみている。

当面は、まず 3~4 月はサービス価格改定が多くなる時期に差し掛かるほか、4 月も財価格（特に食料品）の価格改定が多くなる傾向があるため、同時期のコア・コア CPI（前年同月比）が反転・上昇する可能性があることに留意を要する。また、コア CPI は、電気代の 5 月使用分（CPI への反映は 24 年 6 月）から激変緩和の幅が縮小されることに加え、5 月から再生可能エネルギー発電促進賦課金単価が引き上げられることが影響し、電気・都市ガス・水道は 5 月には明確なプラスに転じ、再びコア CPI の押し上げ要因となる可能性が高まっている。

これらを総括すると、コア CPI（前年同月比）は 24 年を通じて 2% を大幅に上回る水準を維持する可能性が高いほか、コア・コア CPI も 2% を上回る水準を維持する可能性が十分にある。債券市場の注目は既に 25 年に向けた賃上げの持続可能性にシフトしているが、その趨勢が確認される前に CPI は比較的高水準で推移する可能性が高く、2% の物価安定目標達成との見方が根強く残る可能性がある。

しかし、仮に日銀が早期の利上げに転じるとしても、中長期的な予想物価上昇率が足元で日銀が評価している 1~1.5%程度で推移する限り（2%に達しないため）緩和的な金融環境を継続する必要があるため利上げはせいぜい2~3回程度（政策金利の75bp程度までの利上げ）に留まる可能性もある。この場合、長期金利は1%を若干上回る水準まで上昇する可能性は否定しないが、債券再投資に向けた待機資金の存在に鑑みれば、現在の長期金利水準から大幅に上昇する可能性も低い。

一方、中長期的な予想物価上昇率が2%に向けて上昇する場合は、将来的な政策金利水準として2%が意識されやすくなり（つまり名目金利=名目中立金利）、長期金利も2%以上の水準が意識されるようになるだろう。2%に向けて予想物価上昇率が上昇するか否かは現時点では不透明であるが、前述のとおり比較的高水準でコアCPIおよびコア・コアCPIが推移しやすい環境下、日銀による早期の利上げおよび利上げの継続が意識されやすく、長期金利は緩やかながら上昇圧力が掛かる状態が続くとみている。

（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