

# 投資環境と金融市場の見通し（129）

2024年 5月31日

田淵英一郎

## I. 要約・ポイント

### < 金融政策 >

- ① パウエル議長は5月1日のFOMC後の会見で「利上げ再開の可能性」を否定し、「次の政策行動は利下げ」と付言し市場に安心感を与えることに腐心した。その後発表された4月の雇用統計、消費者物価上昇率、小売売上の結果が弱めだったので投資家マインドは好転し、「ソフトランディング」の見方が復活した。
- ② 現時点では「9月か10月での利下げ」がコンセンサスとなっているが、今後数ヵ月間の経済統計の結果と大統領選挙の接近が不透明で懸念材料。
- ③ スウェーデンが欧州の先陣を切って5月8日に8年ぶりの利下げに踏み切った。ECB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」はほぼ当確。
- ④ 「日銀の次の利上げは10月」だったのが、「7月の利上げ前倒し」という見方に変わってきた。植田総裁が「円安の影響は軽微」と発言したことや、債券買い入れ額を想定外のタイミングで減額したことで、金融市場は過剰反応し岸田政権からは圧力が掛かるなど、これまで順調に対応してきた植田体制に陰りが出てきた。円安、物価上昇に対する日銀への圧力が、今後とも強まることが想定される。

### < 債券・為替市場 >

- ① 「FRBによる利下げは9月」という見方がメインシナリオだが、基本的には年初時点での“過大な利下げ期待”が剥落している過程にある。米国金利は上値・下値切り上げのジリ高トレンドを辿っている。
- ② 日本の長期金利も強含みの動きに。円安進行阻止の利上げ前倒しが意識され、金利先高感が強まり、長期金利は1.1%水準にまで一気に到達した。今後も強含み。
- ③ ゴールデンウィーク中の2回の市場介入（合計で8兆円規模）により、ドル円は160円台から151円台まで押し戻されたが、金利差要因に加えて、資金フロー動向、構造要因からも当面は円安基調が続く。

- ④ 植田日銀総裁は4月26日の金融政策決定会合後に、「円安は基調的な物価上昇率に今のところ大きな影響を与えていない」と言及したことで、投機筋に円売りのきっかけを与えてしまった。就任以来、市場・投資家へ丁寧な説明による発信を行って「異次元緩和からの脱却」を手堅く行っていると評価が高かったが、味噌を付けてしまった。政権・マスコミ・投資家からは不信感と距離感が生じてしまった。潜在的な円売り圧力につながっている。
- ⑤ 短期的には160円台を目指す動きが続こうが、年後半にはドル高の弊害への圧力の高まりから、センチメントの反転とポジションの巻き戻しにより、140円台を目指す動きに反転する。

#### < 外国株 >

- ① NY市場はFRBによる利下げ期待が復活したことで、ダウ平均株価は5月17日に4万ドル台の大台を付け史上最高値を更新した。ハイテク株主導の上昇相場が復活したが、その後は世界的な金利上昇を嫌気して割高感から反落となった。
- ② 欧州株は、景気・物価情勢の落ち着きと6月の利下げを評価した投資資金の流入が続き、史上最高値を更新した。中国株・インド株・台湾株も戻り高値を更新。

#### < 日本株 >

- ① 決算発表が一巡したが、下方修正や事前予想に未達だった企業が多かった印象。アナリスト予想（2023年度、24年度）が強気過ぎた感が否めない。2025年3月期の会社当初予想は、為替見通し（円高前提）から慎重。自動車・鉄鋼セクターの減益予想から増益モーメントは鈍化。為替の変動が業績に与えるインパクトが大きいことから、見極め（上方修正）には時間が必要。
- ② 「PBR1倍割れ是正策」公表や、これを評価した株価水準修正の動きは前倒し気味に進行して、株価はかなり織り込んだ。今後は成長分野における事業戦略の巧拙や収益貢献への評価が、企業間の株価上昇の格差に影響する局面に移行する（ソニーの決算発表時の公表内容と株価の反応）。
- ③ 欧米市場が5月に入って史上最高値を相次いで更新する動きを見せたのに比べ、日本株は上値が重くなった。金利上昇と円安の落ち着きどころが懸念材料である。「自社株買い」（過去5年間で最大規模）と「新NISA」を活用した個人投資家からの投資資金の流入は、需給の好転による下値リスクの軽減となる。

## II. 金融政策と金利見通し

主要な中央銀行の2024年の政策決定会合スケジュールと、金融政策の変更が予想されるタイミングは以下のとおり。

	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6月（or 7月）の利下げ観測は消失。9月に始まる可能性が復活して、「2024年は1回～2回（12月?）」というのが直近のコンセンサス。6～9月の間に発表される経済統計の結果次第では、見送りや積極化する可能性も。

欧州（ECB）の6月6日での利下げは“ほぼ当確”。

それに続いて、英国（BOE）も6月20日に利下げに動く。

スウェーデンは「6月での利下げ」が観測されていたが、先陣を切って5月8日に利下げを決定した（後述）。

日本は「3月に利上げ」を決定し、「次は10月」というのがコンセンサスだが、円安進行によっては前倒しされる可能性が高まっている。

**米国** : 「6月での利下げ実施」は消失したが「9月実施」が復活

F R Bは5月1日のF O M Cで政策金利の据え置きを決定した。

F O M Cが終了してから、5月前半に発表された4月の雇用統計（3日）、消費者物価（15日）の結果が、「景気のソフトランディング」「インフレ加速せず」との見方を強めたので、「年内の利下げ開始」の見方が復活した。

しかし今月後半では、景気の底堅さを示唆する経済統計が発表されたので、利下げ観測が再度後退するなど、先行きの見方は激しく揺れ動いている。

F R B高官は、安易な利下げ期待を抱かせるような発言を封印しつつ示唆を続ける。

ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁は5月16日、「1～2ヵ月のデータをうのみにせず、より広い意味でのインフレ動向を見極める」と言及した。

ジェファーソン副議長は20日、「インフレの減速が長期化するのか、判断するには時期尚早である」と述べた。

ウォラー理事は21日、「2%の物価目標への前進が再開された可能性が高い」

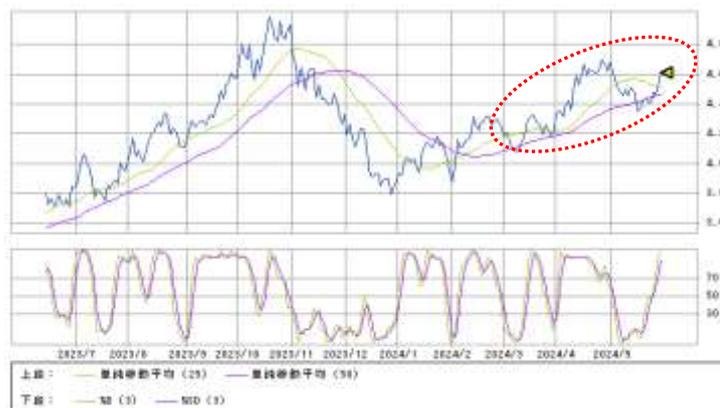
「良いデータが確認出来れば、早くても数ヵ月後に利下げを支持する」考えを示した。

来月6月11、12日開催のF O M Cでは金融政策の変更はない。

重要なのは参加者による「経済見通し（含む政策金利予想）」の集計値の発表。

7月のF O M Cまでに発表される消費者物価統計の発表が2ヵ月分しかないのも、その次の9月17、18日での利下げ実施の可能性が、現時点では一番高い。

米国10年債利回り（日足：1年間）



**欧州** : 「ECB、BOEともに6月利下げがメインシナリオ」

スウェーデン中央銀行は5月8日、主要政策金利を4.00%から3.75%に引き下げた。インフレ見通しに変化がなければ、「今年後半にあと2回利下げする可能性がある」と表明した。

利下げは2016年以来、8年ぶり。インフレ上昇率は10%を超えていたが、直近時点での利上げ（8回）効果で、目標水準の2%まで低下してきている。

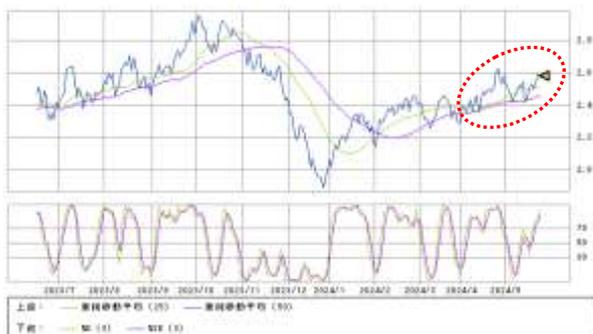
ECBは6月6日での理事会で「利下げを決定する」のはほぼ確実。

欧州委員会が5月15日に公表した春の経済見通しでは、ユーロ圏の2024年の物価上昇率を2.5%として、前回（2月）から▲0.2ポイント引き下げた。

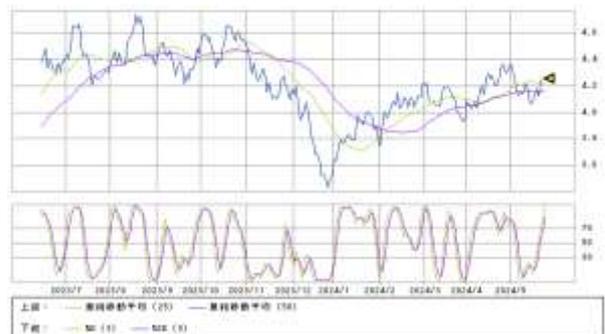
ECBのレーン専務理事（チーフエコノミストで理事会で政策変更を提案する立場にある）は5月6日、「インフレ率が適切な時期に目標へ戻る確信が高まった」と述べた。クノット・オランダ中央銀行総裁（タカ派）やナーゲル・ドイツ連銀総裁も、「6月の利下げ開始」をほぼ明言している。

英国イングランド銀行（BOE）のベイリー総裁は、5月9日の記者会見で「利下げ」を示唆しており、6月20日の金融会合での利下げ実施はほぼ確実。

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 : 「日銀は円安進行への対応を政治的圧力により迫られる」

円安の進行と、植田総裁の不用意な（本人は従来どおりの客観的対応をしたのだが）説明により、日銀は追加利上げを前倒しで迫られる事態となった。

植田総裁は就任以来過去1年間は、丁寧な説明を心がけて市場との対話を行ってきて、「異次元緩和からの脱却」を上手く図っている、との評価だったのが、味噌を付けたことになり、政権との不協和音が生じてきた。

4月26日の金融政策決定会合後の記者会見で「円安の進行は基調的な物価上昇率に大きな影響を与えていない」と円安容認的な発言を行い、投機筋に円売りの切っ掛けを与えてしまった。

連休明け後の5月7日に岸田首相と会談してからは、円安に関する発言の軌道修正し、「政策運営上、十分注視していく」

「過去と比べ物価に影響を及ぼしやすくなっている面があることは意識しておく必要がある」

と円安進行にブレーキを掛ける発言を意図的に行っている（政権・官邸からの圧力）。

さらに、国債の買い入れについても、

- ・ 3月の金融政策決定会合では、急激な金利の変動を招かない目的から、「これまでとおおむね同程度」の国債買い入れを続ける方針を決定
- ・ 4月の国債買い入れ総額は従来と同程度の6兆円を維持

としていたのが、5月13日の国債買い入れ予定額通知では、残存期間5年超10年以下分を従来の4750億円か4250億円に500億円サプライズ的に減額した。

市場では、事実上の「量的引き締め（QT）への準備」との受け止めが広がった。

日銀の対応が不用意であり、ゼロ金利状態を解除した3月時点で、

- ・ 国債などの買い入れ方針・計画も長期的にどうするのかを表明
- ・ 日銀の抱え込んでいる国債を中心とした債務削減の対応
- ・ 金利上昇による影響

などの指針を同時に表明すべきだったのではないか。

## 「異次元緩和政策」(アベノミクス)の弊害 :

10年以上に及んだ「異次元緩和政策」が及ぼした根源的な問題点として、

- ① ファンダメンタルズ状況に反して「緩和状態」を依然として続けていること  
(=>続けざるを得ないこと)
- ② 緩和状況が「異次元」のままであること
- ③ 黒田前総裁が「出口政策・戦略・条件」を明らかにしないまま、「異次元緩和」を10年間継続した退任した、という無責任対応(=>壮大な金融実験)

①の観点からの弊害としては、

- ・ 政策目標としてきた「2%の物価上昇」が達成されていても、「ゼロ金利状態」から「金利正常化」に速やかに移行出来ないこと
- ・ 市場金利が急騰しないように「国債買い入れ」政策を縮小出来ずに継続せざるを得ないこと
- ・ 他の先進国中央銀行が「国債保有の削減」計画を表明して行動に移しているが、日銀は追随出来ない状況に追い込まれていること
- ・ 円安が進行して「通貨」への信認が極端に失われてしまったこと
- ・ 円安は企業(収益)にはプラスだが、(実質)賃金のマイナス、生活コスト上昇により家計(消費)には負担増加でしかないこと
- ・ 2023年からようやく顕在化した「賃金と物価の好循環」は、来年度以降も同じように継続されるのか(同程度の賃上げ)心もとないこと

②の観点からの弊害としては、

- ・ 日銀が政府発行の国債を大量に吸収したことで、債券市場が機能不全に陥り、金利水準の決定が外部環境や投資家需給を反映しない状況にあること
- ・ 「財政規律」が弛緩したことで、政府債務残高の対GDP比率は260%と先進国では異常な水準となり、うち日銀が50%以上を保有していること
- ・ 市場金利が上昇基調を強めてきており、以前から懸念されている財政の利払い負担の増加、日銀の債務超過への懸念が現実的なものとなってきていること

日銀が5月13日に国債買い入れ予定額を減額するオペに動いたので、2年物国債金利は0.325%まで上昇、2009年6月以来、約15年ぶりの水準をつけた。5月30日には10年物国債金利は1.10%まで上昇した。2011年7月以来、12年10ヵ月ぶりの高水準となった。

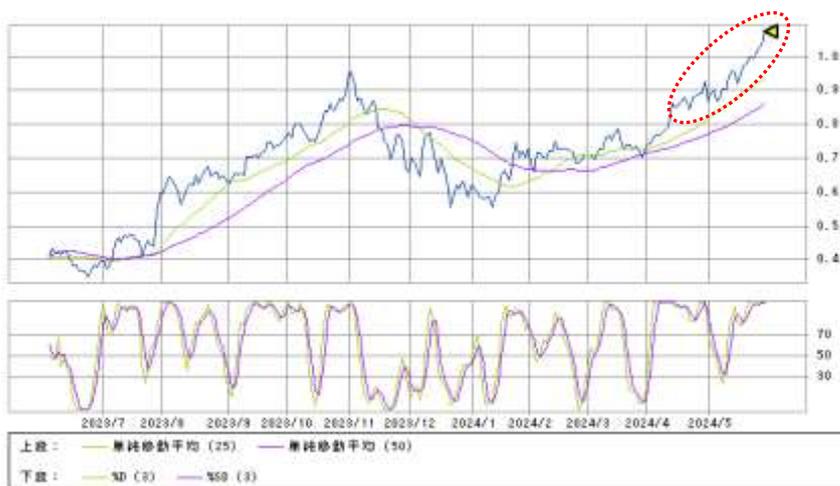
先行きの見通しは、

① 日銀による国債買い入れ額の減額対応や、「利上げ前倒し」観測などの不透明な動きが市場混乱を誘っており、金利の上昇圧力となっている

② 欧米諸国での金利上昇基調

ことから、現状は「日銀による金融政策の（前倒し気味の）修正局面」、「市場金利の上昇局面」にあると判断される。

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：1.083%） : 0.90↑ ~ 1.12%↑

### Ⅲ. 為替市場動向と見通し

( 米ドル )

植田日銀総裁は4月26日の金融政策決定会合後に、「円安は基調的な物価上昇率に今のところ大きな影響を与えていない」とコメントした。「日銀は当面利上げに積極的でない」との言質を投機筋に与えた結果、連休中に円安が加速する事態を招いた。

4月29日「昭和の日」に1ドル=160円24銭まで円安が進行した。

政府当局は過去最大級である5兆円の、5月2日には3兆円の「ドル売り・円買い為替介入」を実施した。2022年9月22日、10月21日、24日の3日間（総額9.2兆円）以来の規模である円買い介入を実施した。

ゴールデンウィーク中の2回の為替介入により、ドル円は160円台から151円台まで週間で8円変動した。ヘッジファンドが積み上げていた「ドル買い・円売り」のポジションの巻き戻しの動き（ショートカバー）が拍車を掛けた。

植田総裁は連休明け後の5月7日火曜日、岸田首相と会談した後、

「円安を日銀として十分注視していく」

「基調的な物価上昇率にどういう影響が出てくるのか注意深くみていく」

と軌道修正した（市場参加者に見透かされてしまった）。

5月9日には国会の財政金融委員会で、

「過去と比べ為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている」

「基調的な物価上昇率に為替変動が影響する場合は政策上の対応が必要」

とさらに踏み込んだ発言を行った。

同日公表された4月の金融政策決定会合での「主な意見」でも、

「円安を背景に基調的な物価上昇率の上振れが続く場合には正常化のペースが速まる可能性は十分にある」といった利上げの前倒しに前向きな発言が多かったが、

「現状の円安に影響はない」というような発言は封印された。

植田総裁は、2023年4月の就任以来、正直・丁寧に現状認識と今後の方針を対外説明してきており、市場からの評価・信認も暑かったが、今回は結果としてボタンの掛け違いとなり、味噌を付けてしまった。

新NISA（少額投資非課税制度）制度がスタートして外貨建て資産への投資増加による“円売り圧力”は想定以上。

1～4月の投資信託経由の投資は4兆700億円の買い越しとなったが、若年層の個人投資家は外国株式・債券型に投資するNISA対象ファンドが80～90%を占めている、と推計される。1～3月期の貿易赤字（推計）は▲2兆円弱の赤字を凌ぐ“円売り”要因となっている。

米ドル円レート（日足：1年間）



（ 欧州通貨 ）

6月にはECB、英BOEによる利下げ実施が予想されているが、年後半では不透明。むしろ、欧州経済の回復、物価鎮静化、相対的な高金利水準などの買い材料から、ユーロ、英ポンドに“キャリー取引”の投資マネーが流入している。

ユーロ円レート（日足：1年間）



英ポンド演レート（日足：1年間）



## 為替見通し

2度にわたる大規模な市場介入により、日本政府が「160円水準を超えた円安進行は容認せず」とのスタンスが明らかになり、“円売りポジション”の巻き戻し（＝売りポジションの解消）が進んだことから、一旦は円売り圧力は鎮静化した。

さらに日銀による円安阻止の為に「利上げの前倒し」観測が高まったことで、円売りポジション解消が進んだ。

しかし、

- ① FRBによる年内の「利下げの実施」の不透明感
- ② ECBによる「6月利下げ開始」の後は様子見スタンスとなり、ユーロ金利が高止まりする

などから、日本と欧米との金利格差はなかなか縮小しない。円売りに有利な地合いであることに変わりはない。日銀が金融引き締めを早期に、かつ大幅に進めるといったよりタカ派的な情報発信をしない限り、日米金利差に着目する投資家は減らない。

継続的な円安要因としては、

- ① 金利差要因
- ② 資金需給要因
- ③ 経済・産業構造要因
- ④ 成長力・国際競争力要因

がある。

これまでは「①金利差要因」からの“ドル高・円安”が進行してきたが、今後は「②資金需給要因」と、その背景にある「③経済・産業構造要因」からの“ドル高・円安”が継続する可能性が高い。

- ・ ① 金利差要因 = 欧州ECB、米国FRBによる年内の利下げ開始、一方で日銀による引き締め追加策の前倒し実行から金利差を背景としたドル高・円安圧力は軽減する
- ・ ② 資金需給要因 = 投資資金の海外流出、原材料調達による支払い（ドル調達）増加、IT・デジタル関連投資の支払い増加、などからドル買い需要は旺盛で減少しない

- ・ ③ **産業構造要因** = 相対的に成長・拡大している海外市場に現地進出して、投資も現地で累積されていくので、円資金に回帰してこない（＝レパトリ需要の減退）構造となってきた
- ・ ④ **成長力・国際競争力要因** = 日本の潜在成長率低下（＋0.6％程度）と少子高齢化を背景に、IT・デジタル・生成AIなどの先端科学技術分野での劣勢が続く

「歯止めがかからない円安」に対して、怨嗟と悲鳴の声が高まってきている。物価高・コスト高の弊害とともに、賃上げが追いつかない（出来ない）中小企業へのダメージへの懸念が高まってきている。

“米ドル独歩高”が続いたことで、新興国からの警戒・懸念が高まっている。通貨安による輸入品価格の上昇によりインフレ再燃や景気への下押し圧力となる他、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為。通貨防衛に動き始める国も出てきており、インドネシアは自国通貨買い介入を実施し、ベトナムも為替介入を仄めかしている。

【 3か月間の想定レンジ 】

ドル円レート (157.06円) : 145 ~ 165円

ユーロ円レート (169.44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3月28日に39807ドルの高値を付けた後、FRBによる利下げ観測の後退、長期金利の反騰を受けて、4月は調整局面となった。

15日に37735ドルまで▲2072ドル(▲5.2%)調整した。

5月に入ってから景気指標の鈍化を受けて、FRBによる利下げ期待が復活してリスクテイクのマインドが強まった。NYダウ平均株価は5月15日に2カ月ぶりに史上最高値を更新した。17日には終値で4万ドル台の大台を付けた。

引き続きハイテク株主導の上昇相場となり、リスクオンの投資資金が流入している。PER(株価収益率)は再度20倍を超えて割高状態(過去10年平均は16倍)となった。

4月から始まった1~3月期の決算発表では、EPS(1株あたり純利益)は前年同期比+5%で当初予想を僅かに上回ったものの、それほど業績が伸長しているわけではない。決算発表後の当該企業の株価は事前予想を下回ったものが多く、失望売りから冴えなかった。生成AIへの市場・収益の急拡大期待から、ハイテク・IT株のバリュエーションは割高状態にあったので、利食い売り・失望売りが出やすかった。

4月での業績発表では下落局面となり、5月の景気・インフレ鈍化での金利低下・利下げ期待で反騰局面に転じて史上最高値を付ける動きになったことから、金融政策・金利連動に依存した「金融相場」が続いている。

5月23日にダウ平均株価は、景気の底堅さを示す経済統計を受けて利下げ期待が後退し、前日比▲605ドル(▲1.5%)安となった。

生成AI向け半導体メーカー、エヌビディアの2024年2~4月期決算は、純利益が前年同期比7.3倍と事前予想を上回る好調さを再認識させられた。

他の半導体関連銘柄やAI銘柄との業績動向や株価パフォーマンス面での乖離が進み、“エヌビディア一強依存”がますます進行している。

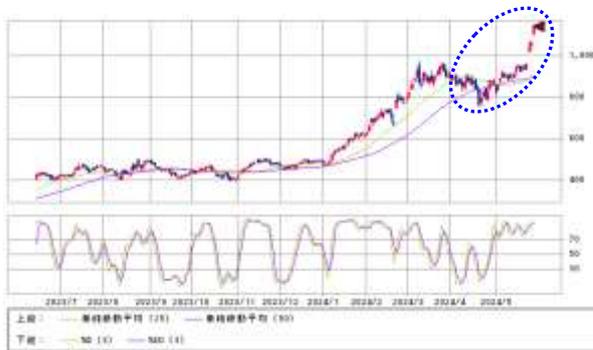
NYダウ平均株価（日足：1年）



NASDAQ指数（日足：1年）



半導体株エヌディビア（日足：1年）



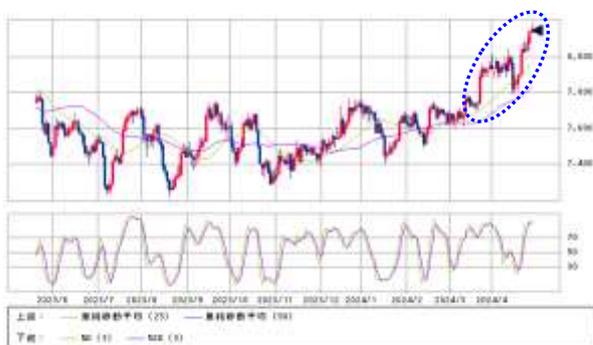
アップル（日足：1年）



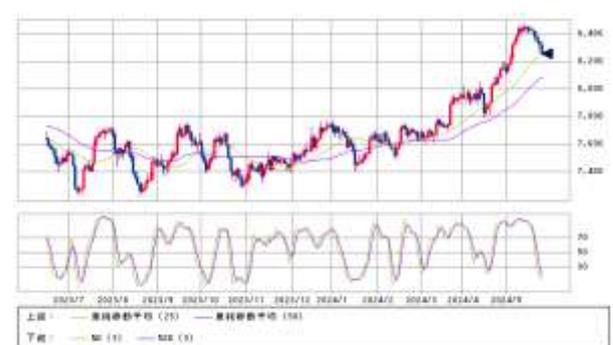
（（ 欧州株 ））

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の流入から、史上最高値を連日更新した。

ユーロファースト300（日足：1年）



英国FTSE指数（日足：1年）



## （（ 新興国株 ））

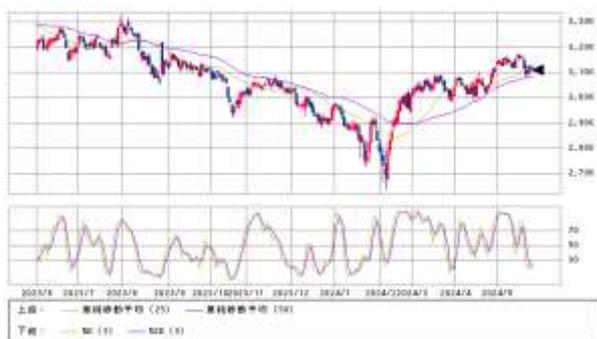
新興国株式にも投資資金の流入・回帰の動きとなっている。

- ① 株価調整の一巡感
- ② 景気見通しの上方修正（後述：OECD成長率見通しなど）
- ③ 資源価格高による景気・貿易収支の改善期待
- ④ 高金利通貨国へのリスクオテイクの資金流入
- ⑤ 中国から投資資金を引き上げの“キャピタルフライト”が逆流  
=> その恩恵を受けていた日本株の上昇モーメントは鈍化

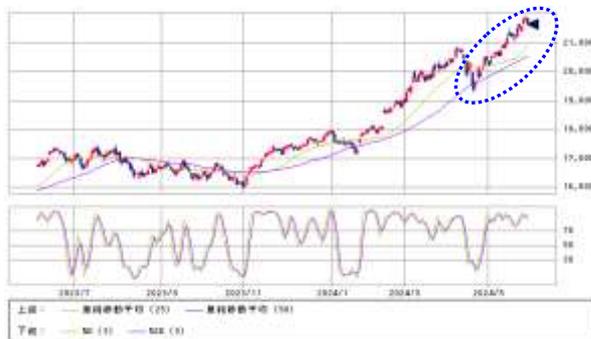
主要株式市場での買い材料が顕在化したことも切っ掛けになった。

- ① 中国政府による不動産市場対策の発動
- ② インドの経済成長の再評価、モディ首相の再選確実視
- ③ 台湾の半導体企業の成長評価

上海総合指数（日足：1年）



台湾・加権指数（日足：1年）



インドSENSEX指数（日足：1年）



## V. 東京株式市場

(( 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 》 … 日経新聞発表 (毎日)		
	( 3月28日)	( 4月26日)	( 5月30日)
株価	40168円	37934円	38054円
PER	17.00倍	16.54倍	16.25倍
EPS	2363円	2293円↓	2342円↑
PBR	1.54倍	1.50倍	1.45倍
BPS	26083円↓	25289円↓	26244円↑

東証プライム市場銘柄(1071社)の2024年3月期純利益は前期比+20%増。  
3期連続での過去最高利益の更新となった(日経新聞集計)。

増益要因としては、

- ① 価格値上げ効果
- ② 円安効果
- ③ 新型コロナ感染拡大の一巡による経済再開の恩恵
- ④ インバウンド(訪日客)需要

決算発表による上方修正・下方修正となった主要銘柄は、

#### 上方修正

… キーエンス、第一三共、アステラス、三菱電機、商船三井、ディスコ、ソシオネクスト、富士電機、キッコーマン、カプコン、リコー、旭化成、伊藤忠、三井住友FG、INPEX

#### 下方修正・減益

… 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、日本特殊陶業、イビデン、任天堂、三菱重工、パナソニック、ヤマトHLD、ローム、日本製鉄、資生堂

決算発表が一巡したが、下方修正や事前予想に未達だった企業が多かった印象。  
アナリスト予想（2023年度、24年度）が強気過ぎた感が否めない。

2025年3月期の会社当初予想は、為替見通し（円高前提）から慎重。  
自動車・鉄鋼セクターの減益予想から増益モーメントは鈍化。為替の変動が業績に  
与えるインパクトが大きいことから、業績の見極めには時間が必要。

2025年3月期の純利益は前期比▲2%減益予想。5期ぶりの減益見通し。  
製造業が▲4%減と落ち込む。円安メリットの剥落や、欧州・中国の景気見通しを  
慎重としている。

今期の為替レート的前提は、1ドル=140~145円とした企業が多い。  
ファナックなどは135円、ソシオネクストなどは130円的前提。

トヨタ自動車は慎重な前提から、前期比▲28%減益の純利益3.57兆円を発表。

- ・ ドル・円レートは1ドル=145円前提
- ・ 稼ぎ頭の「レクサス」は前期比横這いの生産
- ・ 取引先の賃上げ分を仕入れ価格で負担することでのコスト増加
- ・ EV、ソフトウェアなどの開発費の増加

円安により仕入れコストが負担増加となる内需型企业では、為替想定レートを実勢に  
近い1ドル=150円台としている。

為替レートの変動が業績に大きく影響を与える主要企業（前提を開示した52社）の  
2025年3月期の減益インパクトを集計すると▲2667億円の影響額（全体金額  
の1%相当）となる。

前々期2023年3月期での円安メリット（+23円）の合計金額は3.87兆円、  
前期2024年3月期での円安メリット（+9円）金額は1.83兆円だった。  
円安効果による業績押し上げ効果は徐々に希薄化してくる。

(( 投資家・資金需給要因 ))

4月から5月中旬までに発表された自社株買いの設定枠金額は累計5.6兆円。  
前年同期(2.9兆円)の2倍、直近5年間では最大規模。

「自社株買い」(1000億円以上)を今回の決算時に発表した企業は以下のとおり。

… 5月1日発表以降が今回追記分

4月25日	： 第一三共	2000億円(2.9%)
	富士通	1800億円(8.0%)
26日	： 日立	2000億円(2.3%)
	コマツ	1000億円
5月1日	： 三井物産	2000億円
7日	： 川崎汽船	1000億円
8日	： トヨタ	1兆円
	日本郵船	1000億円(7.6%)
	伊藤忠	1500億円
10日	： 豊田自動織機	1800億円
	ホンダ	3000億円
	オリンパス	1000億円
13日	： TOPPAN	1000億円
14日	： ソニー	2500億円
15日	： ENEOSH	2158億円
	日本郵政	3500億円
	三菱UFJFG	1000億円
	三井住友FG	1000億円
17日	： 信越化学	1000億円

新NISA(少額投資非課税制度)での1~3月期の買い付け金額累計(取扱い証券10社累計)は4.68兆円で前年同期比2.9倍。うち国内株を2.20兆円(47%)買い付けている。年間では9~10兆円規模となり無視出来ない主体。

## （（ 今後の見通し ））

日本株の「PBR 1倍割れ是正策」の公表と、それを評価した株価水準の割安状態の修正の動きは、前倒し気味にかなり進行した。

今後は、成長分野における事業戦略の巧拙や収益貢献の評価が、企業間における株価上昇の格差に大きく影響する局面に移行している（ソニーの決算発表時の公表内容と株価反応が象徴的）。

欧米市場が5月に入って史上最高値を相次いで更新する動きを見せたのに比べると、日本株は上値の重い展開になってきた。

- ① 外国人投資家は1～3月期に日本株を買い増したが、4月以降は上海株・台湾株などの他のアジア新興国市場に投資資金を振り向けた
- ② 世界的な金利上昇による影響
- ③ 日銀における今後の金融政策の対応に、外国人投資家は不透明感とリスクを感じ始めた
  - ・ 利上げの前倒しの可能性
  - ・ 円安進行は日本株投資のパフォーマンスを毀損
- ④ 半導体主導の相場展開の一巡感
- ⑤ 「株主還元（増配）」「資本政策是正（自社株買い）」「業績上方修正」などの好材料はある程度織り込まれた（新規材料待ち）
- ⑥ 24年度の業績モーメントはヒトケタ台前半に鈍化（上方修正期待はあるが）
- ⑦ 企業の成長戦略が具体化するまでに時間がかかる

などの弱気・株安材料が増えてきた。

「自社株買い」（過去5年間で最大規模）と「新NISA」を活用した個人投資家からの投資資金の継続的な流入は、株価の下値を支える需給要因になる。

基本観としては、これまで見てきたように

- 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。

② 後半は“調整含み”。

- ・ 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

1～3月期が上昇局面、4～6月期が高値波乱局面、7～9月以降は調整局面、  
というパターンを歩んでいるように思われる。

“ Sell in May ” の格言は活きている。

日経平均株価（日足：1年間）



【 3か月間の想定レンジ 】

日経平均株価（38054円） : 36000円 ~ 42000円

## VI. 景気・物価動向

### (1) 景気動向 :

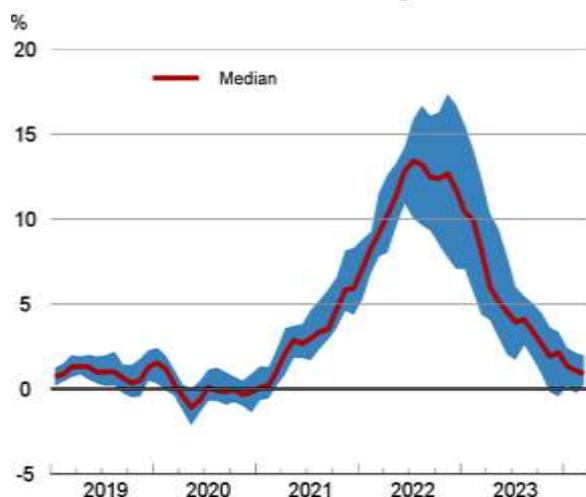
#### 『経済協力開発機構（OECD） GDP成長率見通し』（5月2日発表）

	2024年	前回（24年2月）比	2025年	同
世界	+3.1%	+0.2%	+3.2%	+0.2%
G20	+3.1%	+0.2%	+3.1%	+0.1%
米国	+2.6%	+0.5%	+1.8%	+0.1%
ユーロ圏	+0.7%	+0.1%	+1.5%	+0.2%
ドイツ	+0.2%	▲0.1%	+1.1%	—
フランス	+0.7%	+0.1%	+1.3%	+0.1%
英国	+0.4%	▲0.3%	+1.0%	▲0.2%
日本	+0.5%	▲0.5%	+1.1%	+0.1%
中国	+4.9%	+0.2%	+4.5%	+0.3%
インド	+6.6%	+0.4%	+6.6%	+0.1%

- ① 2024年の世界経済の成長率は3.1%、前回（24年2月）見通しから0.2%引き上げ（前回2月も+0.2%）。  
2025年も+0.2%引き上げられた。緩やかな成長が続く見込み。
- ② 住宅市場、クレジット市場は金融引き締めの影響を受けているが、全般的には底堅く推移。インフレ率の鈍化も続く。
- ③ 米国は前回+0.6%引き上げられたのに続いて、+0.5%引き上げられて上方修正続く。  
2025年は高水準の借入コストと内需鈍化により1.8%に減速する。
- ④ ユーロ圏は緩やかな回復見込み。ドイツは相対的に低調。
- ⑤ 日本は実質賃金の伸び、金融緩和的政策の継続、一時的な減税に下支えされ安定的な推移。

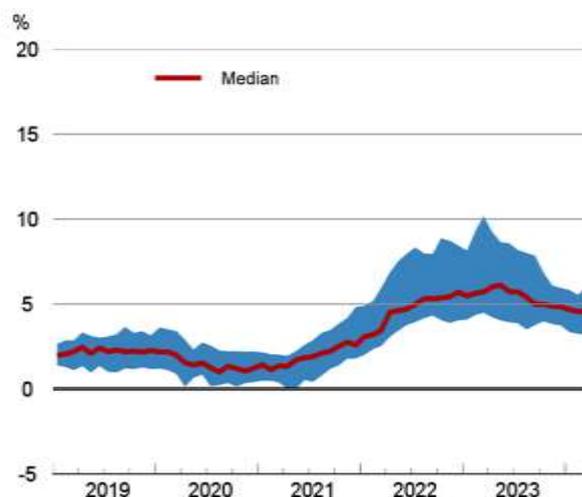
## モノ価格のインフレ率推移

A. OECD inflation of goods



## サービス価格のインフレ率推移

B. OECD inflation of services



コア・インフレ率は堅調に低下しているが、サービス価格のインフレ率は高止まりで、OECD諸国のほとんどが新型コロナ感染流行前の水準を上回っている水準にある。

## (2) インフレ動向

### ○ 主要国 物価上昇率（4月）

	卸売物価 （ 3月分 ）	消費者物価・コア分（ 同 ）
米国	： + 3.1%（+ 2.8%）↑	+ 3.6%（+ 3.8%）↓
ユーロ圏	： — （▲ 7.8%）	+ 2.7%（+ 2.9%）↓
英国	： — （ — ）	+ 3.9%（+ 4.2%）↓
中国	： ▲ 2.7%（▲ 2.8%）	+ 0.7%（+ 0.6%）
日本	： + 0.8%（+ 0.6%）↑	+ 2.2%（+ 2.6%）↓

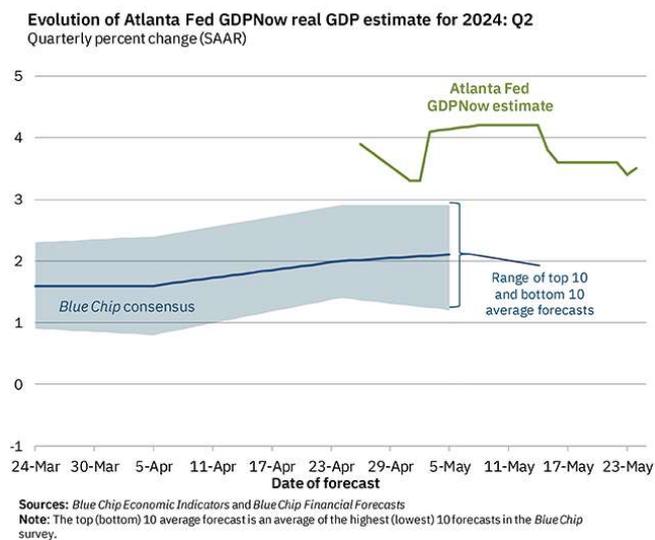
米国、ユーロ圏、英国、日本の4月のCPI（コア）上昇率は鈍化傾向を見せた。

### (3) 主要国動向と見通し

**米国** : 「第2四半期は+3%台の成長、川下のインフレ率は鈍化」

(( 景気動向 ))

【 アトランタ連銀 **GDP Now** 】 4~6月期予想は+3.5%



雇用統計（5月3日発表）の結果が想定以上の軟化だったことを受けて、「景気減速」「労働市場鎮静化」の観測が強まった。

雇用統計（4月）の非農業部門雇用者数は前月比17.5万人増、事前予想（24万人）を大幅に下回る。3月（31.5万人）から一気に減少した。失業率は3.9%で、2月（3.9%）、3月（3.8%）とほぼ横這い。平均時給伸び率は前年同月比+3.9%、1月（+4.5%）、2月（4.3%）、3月（+4.1%）から鈍化が続いている。

移民の増加が雇用の人手不足状況を埋めている、という構図が続いている。米議会予算局は、2024年の移民流入数を1月時点で121万人とみていたが、直近では330万人に引き上げている。

(( 物価動向 ))

卸売物価上昇率（４月）は前年同月比２．２％、１月（１．０％）、２月（１．６％）、３月（１．８％）と加速している。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＋３．１％上昇、３月は＋２．８％。

消費者物価上昇率（４月）は前年同月比＋３．４％、３月（＋３．５％）から３ヵ月ぶりに鈍化した。３％台は１１ヵ月連続、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＋３．６％で、３月（＋３．８％）から鈍化。

**欧州圏** : 景気回復、物価鎮静化に自信

欧州委員会が５月１５日に公表した経済見通しでは、ユーロ圏の２０２４年の物価上昇率は＋２．５％、前回（２月）から０．２ポイント引き下げ。ＥＣＢの目標水準（２％）に一段と近づき、利下げを行いやすくなった。

ユーロ圏の消費者物価上昇率（４月）は前年同月比＋２．４％、３月と同じだった。コアベース（除くエネルギー、食品、アルコール、タバコ）は＋２．７％。１月（＋３．３％）、２月（＋３．１％）、３月（＋２．９％）から鈍化が続く。

英国の消費者物価上昇率（４月）は前年同月比＋２．３％、２０２１年７月以来の水準。１月＋４．０％、２月＋３．４％、３月＋３．２％から着実に低下している。コア指数（除くエネルギー、食品）も＋３．９％、１月＋５．１％、２月＋４．５％、３月＋４．２％から鈍化。

この実績を背景に、スナク首相は議会下院選挙の７月４日実施に踏み切った。

ユーロ圏の１～３月期の実質ＧＤＰ成長率は前期比＋０．３％、年率換算＋１．３％だった。２０２２年７～９月期、１０～１２月期は▲０．１％だったので、三四半期ぶりのプラス成長。市場予想（前期比＋０．２％）を上回った。

ドイツ、フランスが前期比＋０．２％、イタリアは＋０．３％、スペインは＋０．７％。

**新興国（中国）** :

卸売物価（4月）は前年同月比▲2.5%、19ヵ月連続マイナス。3月（▲2.8%）からマイナス幅は縮小。

消費者物価（4月）は前年同月比+0.3%、1月（+0.1%）から上昇。コアベース（除くエネルギー、食品）は+0.7%、3月は+0.6%。

**日本** : 「デフレ脱却、大幅賃上げとなったが物価上昇に追いつかず」

（（ 景気動向 ））

2024年1～3月期実質GDP成長率（速報値）は前期比▲0.5%（年率換算▲2.0%）、2四半期ぶりのマイナス成長。

自動車の品質不正問題の影響から設備投資、個人消費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（5月調査）」での予想平均値（前期比年率▲1.17%）を下回る。

寄与度は内需が▲0.6ポイント、外需が▲1.4ポイント。

内需の2大品目である個人消費は前期比▲0.7%で4四半期連続のマイナス、設備投資は同▲0.8%で2四半期ぶりのマイナス。

輸出は同▲5.0%で4四半期ぶりのマイナス。インバウンド消費は同+11.6%（年率換算金額は6.5兆円）で過去最高。輸入は同▲3.4%。

名目成長率は前期比+0.1%（前期：+0.7%）。GDPデフレーターは前年同期比+3.6%で6四半期連続のプラス。

エコノミスト予想では、4～6月期の実質GDPはプラス成長。自動車の挽回生産が消費、設備投資、輸出を押し上げるのが主因。

個人消費が、賃金上昇と6月実施の所得税・住民税定額減税の効果で消費マインドが上向く。設備投資は自動車の生産回復と、半導体生産（シリコンサイクルの回復）が下支え。

リスク・阻害要因は、

- ・ 円安と物価上昇による消費支出の減退
- ・ 人手不足（人材流出・移動）と原材料高による生産活動への制約

2023年度の実質成長率は前年度比+1.2%、3年連続のプラス成長。

21年度+2.8%、22年度+1.6%で鈍化基調。

実質GDPの金額は558兆円で、5年ぶりに過去最高を更新した。名目値は597兆円で同じく過去最高となった。

GDPデフレーターは同+4.1%上昇。統計でさかのぼれる1981年度以降での過去最高。

収入の動きを示す雇用者報酬は、名目で同+1.8%増、実質で同▲1.6%減。

(( インフレ動向 ))

企業物価指数（4月）は前年同月比+0.9%、3月からの伸び率は横ばい。

- ① 電力・ガス価格の激変緩和措置（2023年1月～）の効果一巡
- ② 非鉄金属の上昇（同+11.7%）
- ③ 円安による輸入物価の上昇
- ④ 人件費・物流費・サービス価格の上昇

が続いている。

消費者物価（4月）のコアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+2.2%。

1月2.0%、2月2.8%、3月2.6%の推移で、日銀の目標水準（+2%）を2022年4月から25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+2.4%。1月+3.5%、2月3.2%、3月2.9%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(3月)は前年同月比▲2.5%で、1月(▲1.1%)、2月(▲1.8%)からマイナス幅が拡大している。マイナスは24ヵ月連続で、比較可能な期間(1991年～)での過去最長となった。

名目賃金(1人当たり現金給与総額)が同+0.6%に対して、消費者物価上昇率(除く持ち家の家賃換算分)は同+3.1%。

2023年度の実質賃金は前年度比▲2.2%減で2年連続のマイナス。22年度の▲1.8%から0.4ポイント拡大した。2014年度(▲2.9%)以来の低水準。名目賃金は+5.7%の増加だが、物価上昇率(+3.5%)に遅行した。

連合が5月8日公表した春季労使交渉の第5回集計結果は、賃上げ率(基本給ベースアップ+定期昇給)が平均5.17%(第1回は5.28%)。1991年以来33年ぶりの高水準。中小企業(組合員数300人未満)の賃上げ率も4.66%で、1992年以来での最高水準だった。

経団連が5月20日に発表した、大手企業の賃上げ率は5.58%。1991年の5.6%アップ以来、33年ぶりの水準。

問題は「2025年の賃上げ動向」。今年と同程度以上の賃上げ率が続くのかは不透明。経営者のマインドと先行きの経営環境から、“+5%賃上げ継続”が定着したとは思えない。

(( 労働生産性 ))

日本生産性本部が公表した「労働生産性の国際比較2023」では、日本の1人当たり労働生産性は8.53万ドル。OECD加盟(38ヵ国)のうち31位。

米国(4位:16.07万ドル)の約半分に留まる。

1989年には13位だったが、2018年以降の過去5年間で衰退・転落した。

内閣府が公表した日本の潜在成長率(2023年)は0.6%で、G7主要国のうち最低。米国は2.2%。

( 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。