

マーケットレポート

編集：税理士FP実務研究会事務局 発行：(株)日税ビジネスサービス

INDEX

- ・日本経済の2023年の振り返り&2024年の見通し .. 1
- ・最新のマーケット環境 .. 3
- ・最近、気になる話題 .. 7
- ・チャート（日米の株価と為替） .. 11



I. 日本経済の2023年の振り返り&2024年の見通し

1. 2023年の日本経済は想定以上に良好だった

2023年の日本経済は、通年で見れば年初に想定された以上に良好となることが予想される。2023年の実質GDP成長率は+1.7%と2022年の+0.9%の2倍近くになると見込む。その最大の要因は、新型コロナウイルス問題が克服されていく中、経済活動の正常化が進んだことだ。特に、インバウンド需要の回復は、2023年の日本の実質GDP成長率を+1.1%程度押し上げた計算となる。

ただし、予想外の堅調は概ね今年の前半で終わり、今年の後半には息切れ感も出てきた。インバウンド需要の回復は一巡しつつあり、2024年の成長率への寄与はかなり小さくなると予想される。

インバウンド需要の成長寄与がなくなるだけでも、2024年の成長率は前年比で1.1%程度下振れる。さらに2024年には、海外要因、国内要因の双方から日本経済への逆風が強まることが予想される。その結果、2024年の成長率は+0.6%と、2023年と比べて3分の1程度とかなり減速することが予想される。

2. 2024年の日本経済は「内憂外患」の様相が強まる

景気の逆風となる海外要因としては、海外景気の減速、輸出の鈍化が挙げられる。日本の最大の輸出先である中国の経済低迷は、2023年に明らかとなったが、それは2024年も続く可能性が高い。2023年10月に中国政府は、1兆元の国債の追加発行を決め、景気対策に乗り出した。しかし、その規模はGDPの0.8%程度と限定的な規模に留まる。そうした中で、不動産不況の継続やそれに関わる不動産開発会社の社債のデフォルト、不動産関連に投資する理財商品のデフォルトなどから、金融が混乱すれば、世界全体の経済の失速につながりかねない。

他方、日本の第2位（2021年の第1位は上記の通り中国で22%、米国は18%）の輸出先である米国経済については、2023年7月-9月期の実質GDPが前期比で+4.9%と上振れた。しかし、10月-12月期の実質GDP成長率が+2%程度になる見通しだ。

また、米国では、雇用統計や住宅関連指標には弱さも見られており、2022年以来の大幅な利上げや長期金利の上昇の影響から、米国の2024年の成長率は大きく下振れる可能性も考えられる。中国に続いて米国経済の減速も明らかとなれば、日本の輸出環境がにわかには厳しさを増す。

国内の要因では、物価高が個人消費にもたらす悪影響が、引き続き強い経済の逆風である。2023年9月の実質賃金上昇率（名目賃金上昇率－物価上昇率）は、前年同月比－2.4%と18か月連続のマイナスとなった。7月－9月期の実質雇用者報酬は、前年同期比－2.0%と大幅マイナスが続いている。物価上昇率に賃金上昇率が追いつかず、国民生活は圧迫され続けているのである。

2024年の日本経済は「内憂外患」の様相が強まることになるだろう。

3. 2024年は日銀政策修正と円高リスクにも注意

2024年には、日本銀行が本格的な政策修正に着手する可能性があり、これが金利上昇や円高を通じて、日本経済に逆風となるリスクもある。

日本銀行は、現在の異例の金融緩和には副作用が大きいことから、2%の物価目標達成いかにかわらず、それを修正、正常化したいと強く考えているのではないかと推察される。そこで、来年の春闘での賃上げ率は、期待されるほどの水準には達せず、2%の物価目標達成との宣言を出すことはできないとしても、金融緩和の長期化に伴う副作用を軽減することが目的であると説明して、マイナス金利政策解除などの事実上の政策修正と言える副作用軽減策を、金融市場の混乱を回避しつつ緩やかに進めるのではないかと予想する。その時期は、2024年4月ではなく、2024年の後半以降にずれ込むと考えられる。

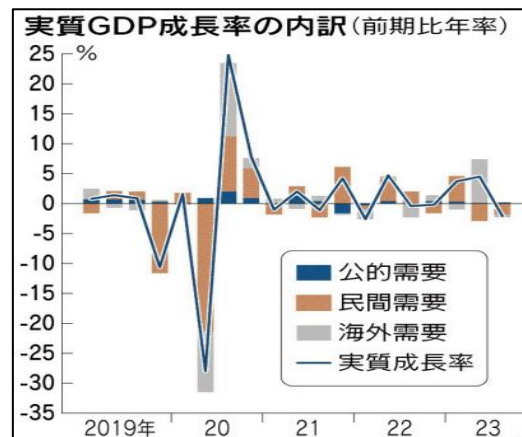
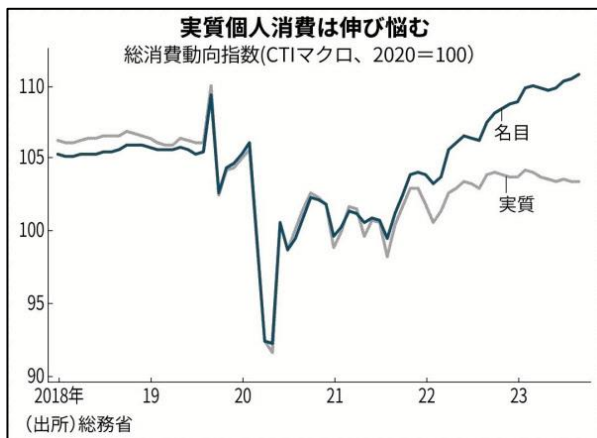
2023年の為替市場は、年初は（2023年1月4日：米ドルは132.7円）で始まったが、日本銀行が政策修正に慎重である中、米国経済が予想外に堅調であり、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げが続く中、米国の長期利回り上昇が主導する形で、円安が進行した。ただし、2024年は米国経済の減速、FRBの本格的な金融緩和実施に日本銀行の金融政策修正期待が重なる中、為替市場は円高ドル安の流れとなることが見込まれる。ドル円レートは中期的な均衡水準である1ドル110－115円を数年かけて実現する見通しである。2024年末には1ドル130円台を見込んでおきたい。

円高が急速に進めば、日本経済や株式市場などに強い逆風となるが、日本銀行が政策修正のスピードを調整することで、急速な円高を回避するだろう。また、日本銀行が政策修正を実施しても、10年国債利回りの中期的な落ち着きどころは+0.8%～+1.0%程度と予想される。そのため、日本銀行の政策修正が、日本経済や金融市場に深刻な打撃を与えることにはならないと考えられる。

II. 最新のマーケット環境

1. 2023年7月～9月期の国内総生産（GDP）：年率換算で2.1%減に

内閣府が11月15日発表した2023年7～9月期の国内総生産（GDP）速報値は物価変動の影響を除いた実質の季節調整値が、年率換算で2.1%減だった。マイナス成長は3四半期ぶりである。その主な要因は、**個人消費**と半導体製造装置などの**設備投資**が低調で、**輸出の伸びも力強さを欠いた**。



特に、注意を要するのは、内需に関連する項目で落ち込みが目立つ。さらに、GDPの過半を占める**個人消費**は、前期比0.0%減と2四半期連続のマイナスであった。

また、**自動車販売の減少**が押し下げ要因となった。なお、長引く物価高で魚や肉といった食料品も全般的に振るわなかった。一方で**外食**のほか、9月に**新型iPhone**が発売された**携帯電話機**はプラスだった。

設備投資は、前期比0.6%減と2四半期連続のマイナスだった。半導体市場の調整が長引き、半導体製造装置関連の投資が落ち込んだ。工場などの建設投資もマイナスだった。その背景は、**人手不足**が響いたとみられる。

民間住宅は前期比0.1%減と5四半期ぶりのマイナスだった。足元では**資材高**の影響で**着工**が鈍っており、**出来高**に影響が出始めたとの見方がある。

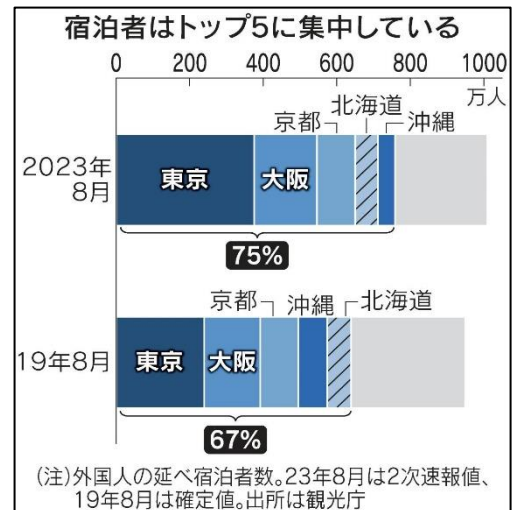
2. 10月の訪日外客数は、251万6,500人：コロナ前の2019年より+0.8%と増加

2023年10月の訪日外客数は、コロナ前の水準に回復10月の訪日外客数は、251万6,500人となり、コロナ前の2019年の同月比で+0.8%と増加した。

政府の総合経済対策は、円安を生かした地域の「稼ぐ力」の回復に向け、訪日客の消費のさらなる拡大をめざすと明記した。また、観光産業の人材不足対策を強化し、各地の受け入れ体制を整える。

なお、観光庁の2023年8月（各国とも夏季休暇など）の宿泊旅行統計調査によると、外国人の延べ宿泊者数（各日の全宿泊者数を足し合わせた人数）は東京・大阪・京都・北海道・沖縄のトップ5だけで全体の75%を占め、758万人（人数は215.6万人）だった。

日本政府が水際対策を大幅に緩和してから2023年10月で1年が経過した。訪日客数は2023年10月に251万人と新型コロナウイルス禍前を超えた。



ただ、観光産業は人手不足が顕著になっている。受け入れ体制が脆弱なままでは「オーバーツーリズム（観光公害）」が深刻になる悪循環につながりかねない。

「観光地へのバスを増便しても追いつかない」「大型荷物の持ち込みで通学が妨げられている」。訪日外国人が多く訪れる京都市では、バスターミナルや車両内で混雑が生じ、観光や生活に影響が出ている。

3. 企業利益上振れ13%増に：背景は物価上昇分転嫁した値上げ・円安で

日本企業が稼ぐ力を高めている。2024年3月期の上場企業の純利益見通しは前期比13%増と9月時点の6%増から上振れした。円安の追い風に加えて国内外で値上げが浸透し、3年連続で最高益となる。好業績を受けて11月15日の東京株式市場では日経平均株価が今年最大の上げ幅だった。今後は稼いだ利益を賃上げや成長投資に振り向けられるかが課題となる。

4. 11月24日の東京株式市場：日経平均株価が再び一時33年ぶりの高値に

東証プライム全上場企業の16%にあたる約260社は、2023年に入って上場来高値をつけており、相場のけん引役となっている。トヨタ自動車や日立製作所といった日本を代表する企業の「変身」が海外投資家のマネーを呼び込んでいる。なお、株高の持続には、イノベーションへの期待がカギを握る。

東証プライム上場企業のうち266社が、2023年に入って上場来高値をつけた。特に、時価総額が大きい主力企業の高値更新が目立つ。成長局面に入りつつある日立、大幅に株主還元を拡充したホンダ（増配や自社株買いなど）などの大企業の変身を買う海外マネーが、日本の株式相場を33年ぶりの高値圏に押し上げた。

日本を代表する大企業が相次ぎ上場来高値を更新		
円安で業績押し上げ		
上場来高値更新日	市場の注目点	
トヨタ自動車	9/20	強固な財務を武器にEV投資
三菱商事	9/7	現金創出力生かした株主還元
投資家目線の改革に評価		
日立製作所	11/24	事業再編終え成長局面へ
ホンダ	9/20	EV戦略と積極的な株主還元
脱デフレ時代の勝ち組		
オリエンタルランド	6/29	訪日客獲得と入場料値上げ
日清食品HD	11/14	単価引き上げと海外成長
山崎製パン	11/2	単価上げによる収益性改善
世界需要の取り込みで成長		
ファストリ	6/19	海外ユニクロ事業の成長
東京エレクトロン	11/24	半導体増産で装置需要拡大

(注)一部略称

なお、33年前と今を比較すると時価総額上位の顔ぶれは様変わりだ。33年前の1990年3月末時点のランキングをみるとNTTや銀行など規制に守られた企業群が占めた。

現在は、ファーストリテイリング（ユニクロ）や東京エレクトロン（高精度な半導体製造で世界のトップクラス）など国際競争力の高い製品やサービスで世界の需要を取り込んできた企業が上位に入る。両社は今年の株価の最高値を更新した。

日本企業は新しい財やサービスを生み出す力で劣後するとみなされている。国際競争力ランキングによると、日本は過去最低の35位に沈んだ。

過去30年間にわたってビジネスモデルの変革が遅れたり、研究開発投資を怠ってきたりしたツケが出ている。

大胆な投資なしにデジタル化と脱炭素時代は生き残れない。トヨタ自動車は人の移動に関わるあらゆる問題を解決する企業に生まれ変わろうとしている。

世界中の投資家から関心を集める33年ぶりの株高局面は日本にとって好機といえる。経営改革に対する高い評価がイノベーション創出への期待に変われば、海外マネーの流入はより太く、長くなる。

90年3月		23年11月	
1位	NTT 18.0兆円	トヨタ自動車	45.7兆円
2	日本興業銀行 8.8	ソニーグループ	16.2
3	富士銀行 8.5	三菱UFJ	16.0
4	住友銀行 8.2	NTT	15.6
5	第一勧業銀行 7.3	キーエンス	15.3
6	三菱銀行 7.1	ファーストリテイリング	11.7
7	三和銀行 7.1	東京エレクトロン	11.3
8	トヨタ自動車 6.7	KDDI	10.7
9	東京電力 5.2	信越化学工業	10.5
10	日立製作所 5.1	三菱商事	10.1

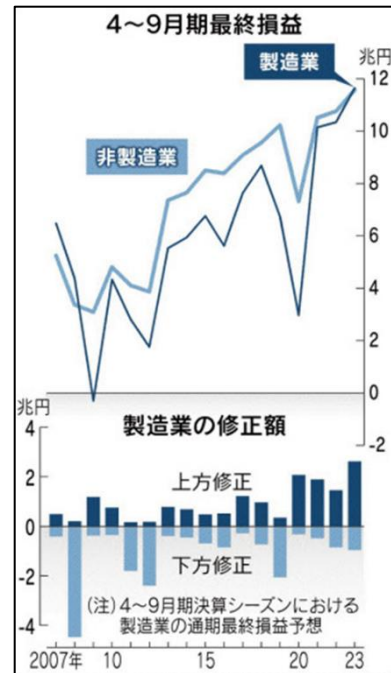
(注)23年11月は24日時点



<ご参考の1> 製造業の純利益が、15年ぶりに非製造業を逆転する

2023年4～9月期は11兆6425億円と前年同期から12%増え、非製造業（8%増の11兆5652億円）を上回った。

同期間での逆転は2008年以来の15年ぶりとなる。対ドルで7円程度の円安進行や供給網改善による生産回復、値上げが下支えした。ただし、中国の景気減速など不透明要因は多く、今の増益ペースが続くかが焦点になる。



<ご参考の2> 中国減速、世界の製造は9%減益に。特に、電機や化学不振。

中国景気の減速で世界の製造業の業績が悪化している。2023年7～9月期の純利益は前年同期より9%減り、4四半期連続で減益だった。特に、スマートフォンや半導体が不振で、設備投資需要も低調だった。金利上昇で利ざやが改善した金融や生産が正常化した自動車が支えて、全体は3%の増益だった。米中景気の先行きが懸念され、増益基調が続くかは不透明である。

中国減速が企業業績の重荷に			
業種	企業名	純利益増減率	影響
電機	テキサス・インスツルメンツ(米)	▲26%	産業向け半導体が低迷
	TSMC(台)	▲25	顧客が在庫管理に慎重姿勢
化学	ダウ(米)	▲59	景気回復が想定より遅く
	デュボン(米)	▲13	水処理関連の需要低迷
機械	ファナック(日)	▲20	FA機器が落ち込み
日用品	エステー・ローダー(米)	▲94	化粧品需要が大幅減

(注)増減率は前年同期比、▲は減

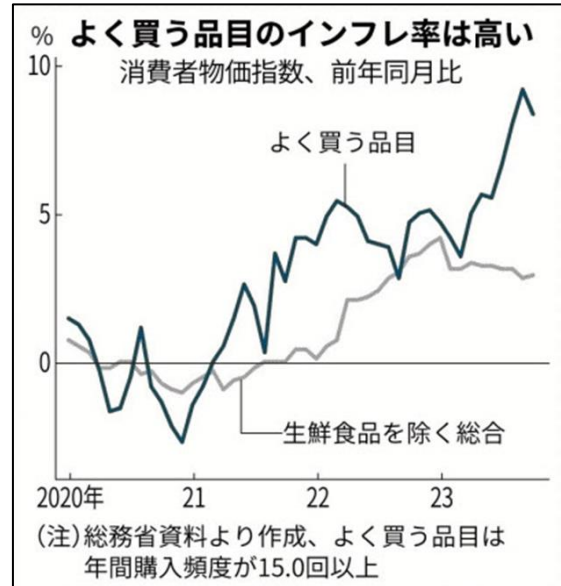
中国景気の変調が製造業の業績の悪化につながっている。「世界の工場」と呼ばれる中国で、スマホ生産や自動化設備などが低迷し、幅広い業種を直撃した。

Ⅲ. 最近、気になる話題

1. インフレの現状 よく買う品約8%上昇：10月消費者指数、食パンや野菜が目立つ

10月の消費者物価指数は食パンや野菜といった普段よく買う品目の上昇が目立った。総務省が購入頻度の高い44品目を調べると、前年同月比の上昇率は8.3%だった。足元で食品の価格転嫁は一服しているが、体感の物価は見かけ以上に高い。賃上げが進まないと消費マインドが冷え込む恐れがある。

総務省が11月24日発表した10月の消費者物価指数（CPI、2020年=100）は変動の大きい生鮮食品を除く総合指数が前年同月から2.9%上昇した。伸び率の拡大は4カ月ぶりとなる。



政府の電気・ガスの補助金額が10月から半減したことで、電気代や都市ガス代が上がり、上昇幅の拡大につながった。

生鮮食品とエネルギーを除く総合指数は4.0%上がった。9月の4.2%から伸びは縮んだが7カ月連続で4%台となった。22年秋以降に相次いだ食品の値上げが一服し生鮮食品を除く食料が9月から上昇幅を縮めた。

サービスは2.1%上昇した。サービスの上昇率が2%以上となったのは4カ月連続だ。宿泊料は42.6%、携帯電話の通信費は10.9%それぞれ高まった。

10月の消費者物価は2.9%伸びた		
購入頻度の高い44品目	トマト	41.3%
	鶏卵	28.3%
	食パン	7.9%
	豚肉(国産品)	5.9%
	ガソリン	5.0%
そのほか	宿泊料	42.6%
	台所用洗剤	19.1%
	アイスクリーム	12.1%
	携帯電話通信料	10.9%
	外食の焼き肉	5.1%
	都市ガス代	▲13.8%
	電気代	▲16.8%

(注) 前年同月比の変動率、▲はマイナス

物価全体に比べ、消費者の感じる物価上昇率が高い。総務省がまとめた購入頻度別の物価を見ると、消費者が頻繁に購入する品目をまとめた指数は10月に8.3%上がった。9月の9.1%から伸びは縮んだものの、高い水準で推移する。

頻繁に購入する品目は、食パンや豚肉、鶏卵、にんじん、レタスなど44品目ある。総務省の家計調査をもとに、1年に15回以上購入する品目を対象とした。

「基礎的な品目の値上がり幅が大きく消費マインドを下押ししている」と指摘する。

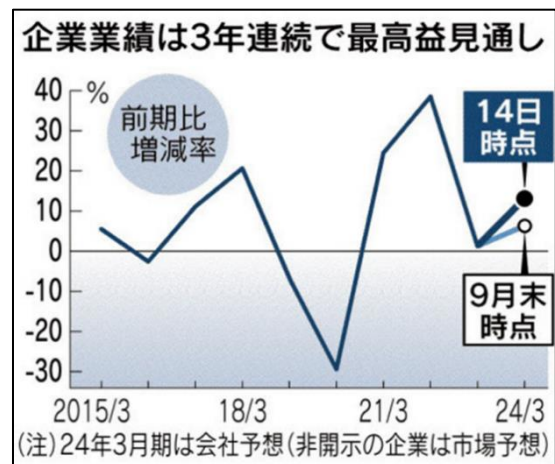
内閣府の10月の景気ウォッチャー調査では、3カ月前と比べた景気の現状を示す指数が3カ月連続で前月を下回った。「物価高が続くなかで賃金上昇が追いつかず、客の財布のひもは固い」といった声上がる。

足元では、小売り大手が生活必需品で割安なプライベートブランド（PB）を拡充するなど、値上がりしても好調な高級品などと低価格品に消費が二極化している。

物価の影響を除いた実質賃金は9月まで18カ月連続でマイナスだった。

2. 企業業績：3年連続で最高益の見通し

日本企業が稼ぐ力を高めている。2024年3月期の上場企業の純利益見通しは前期比13%増と9月時点の6%増から上振れした。3年連続で最高益となる。円安の追い風に加え、国内外で値上げが浸透した。好業績を受けて11月15日の東京株式市場では日経平均株価が今年最大の上げ幅となった。今後は稼いだ利益を賃上げや成長投資に振り向けられるかが課題となる。



また、採算性を示す売上高純利益率は6%と2008年の金融危機後で2番目の水準となる。売り上げを伸ばして稼ぐ増収増益型が56%と最も多く、好調企業の裾野が広がっている。

3. 欧米の利上げ局面は終了

ようやく各国での利上げ局面は概ね終了したと言える状況になった。例えば、米国（FRB）は、2023年11月のFOMCで、2会合の連続での政策据え置きを決定し、声明文では「金融環境・信用状況の引き締めは、経済活動・雇用・インフレの重しとなりそうだ」との含みを持たせた。

それは長らく続いた逆金融相場が終了することを意味し、各国株価指数は2023年10月末から反発基調にある。

もっとも、各国中央銀行はインフレ退治の「勝利宣言」はしていない。インフレの高騰局面は過去のものとなったが、2%のインフレ目標の達成は道半ばで、政策金利を十分に引き締めの水準で当面据え置く意向を示している。加えて、必要であれば追加利上げを行う考えも示し、利上げ局面が終了したからといっても、すぐに利下げに転じるわけではないとマーケットを牽制していることを強調している。

FRBは、7月以降の政策金利を据え置いているので、2024年の半ばに利下げ開始となる。逆に、来年1月に追加利上げが行われると来年内の利下げは無いことになる。利下げにはインフレ目標の達成が視野に入ることが必要で、それには景気が適度に減速する

ことが必要。市場は（当社も）ソフトランディングを想定しているが、当面は景気減速の角度を見極めることになる

4. 米国のクリスマス商戦、3%増収予想 節約志向で5年ぶり低水準

米国の年末商戦はピークとなるブラックフライデー（11月24日・金曜日）である。主要な調査機関の分析によると、今年の商戦期間中の売上高は、前年同期と比べ3%程度増加する見通しだ。インフレの影響で販売金額は伸びるが、増加率は4～5年ぶりの低い水準になる。

インフレや与信環境の厳しさが逆風になり、年末にかけて消費は持続するが、ペースは鈍化すると述べた。リーマン・ショックの2008年以來の低さになると、商戦の勢いの弱さを指摘する。

販売チャネル別では「伸び幅の9割は電子商取引などの無店舗販売が寄与する」とみられる。

今年は節約志向を強める消費者を意識して「多くの小売業者が季節商品の入荷やセールの前倒しをしている」（ICSC）という。2023年10月にはアマゾン・ドット・コムが2年連続で大規模セールを実施したほか、ウォルマートも追随した。こうした動きが年末の消費需要を先食いしているとの懸念も出ている。

10月の米小売売上高が、3月以來7カ月ぶりに減少し、一部小売企業からはデフレを意識する発言も出ている。

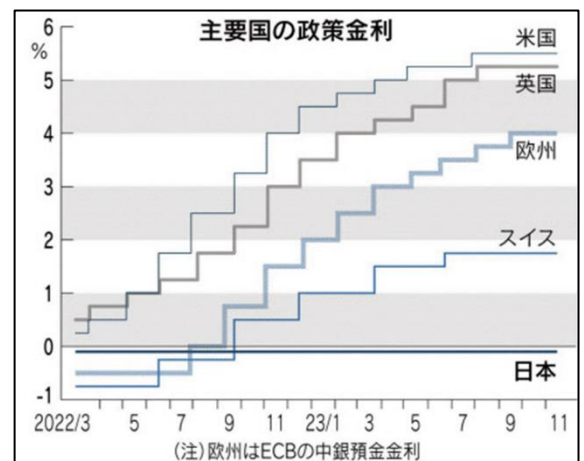
5. 円、対ユーロで連日の安値：日本と海外との金利差がさらに開く

外国為替市場で円が主要通貨に対して相次ぎ安値を付けている。

米国の物価上昇率が、鈍化しドルが全面安となる中でも、円は対ユーロで15年ぶりの安値を8日連続で更新し、対スイスフランでは過去最安値を付けた。各国との金利差が大幅に開き、日本の円が「売る通貨」に定着したことが大きい。

11月15日の東京市場では、円が対ユーロで1ユーロ=163円90銭台を付ける場面があった。2008年8月以來の円安・ユーロ高水準となる。11月6日以降、連日の安値更新が続いている。

2023年の年末商戦の売上高予測		
調査機関	前年比増加率	対象期間
国際ショッピングセンター協会	3.8%	10～12月
全米小売業協会	3～4%	11、12月
ペイン・アンド・カンパニー	3%	11、12月



6. 金利上昇、5大銀最高益 10年で6割増 利ざや改善効果が増幅

5大銀行グループの2023年4~9月期決算が11月14日、出そろった。合計の連結純利益は、前年同期比56%増の1兆9960億円と2005年度に3メガバンク体制になってから最高となった。超低金利環境の修正で低迷していた貸出金利ざやが改善した。

本業のもうけを示す実質業務純益は、傘下行の合算で1兆7754億円と16%増えた。利益を押し上げたのは、調達金利（主に預金）と貸出金利の差である利ざやの改善だ。米連邦準備理事会（FRB）などの利上げで、三菱UFJの海外貸出金利ざやは、1年間で0.33%拡大した。調達コストも上昇するが、貸出金利上昇の影響が先行している。

5大銀行グループの23年4~9月期		
	実質業務純益	連結純利益
三菱UFJ	7625億円 (46%)	9272億円 (4倍)
三井住友	4138 (▲15)	5264 (0)
みずほ	3524 (8)	4157 (24)
りそな	943 (26)	825 (▲0)
三井住友 トラスト	1521 (21)	440 (▲58)
合計	1兆7754億円 (16)	1兆9960億円 (56)

(注)実質業務純益は傘下行合算、カッコ内は前年同期比増減率、▲はマイナス

5大銀グループの総資産は大規模な金融緩和が始まる前の2013年3月期から10年間で6割増え、1000兆円を超える。国内総生産（GDP）の2倍近くで、わずかな金利上昇でも収益への影響は大きくなる。

海外の金利上昇の恩恵が大きいものの、国内でも貸出金利ざやは反転している。日銀が2016年に導入したマイナス金利政策や新型コロナウイルス禍で縮小が続いていたが、3メガバンク平均の国内大企業向け貸出金利ざやは、約0.56%とマイナス金利政策の導入後で最大となった。低採算のリスク資産を減らしてきた効果も出ている。市場では、2024年には日銀がマイナス金利政策を解除するとの観測がくすぶる。

金利上昇を受けて大手銀は5年物などの定期預金金利を上げた。銀行にとって預金は負債で、金利引き上げは調達コストの上昇を意味する。それでも金利を上げた預金の全体に占める割合は小さく、収益への影響は限定的である。

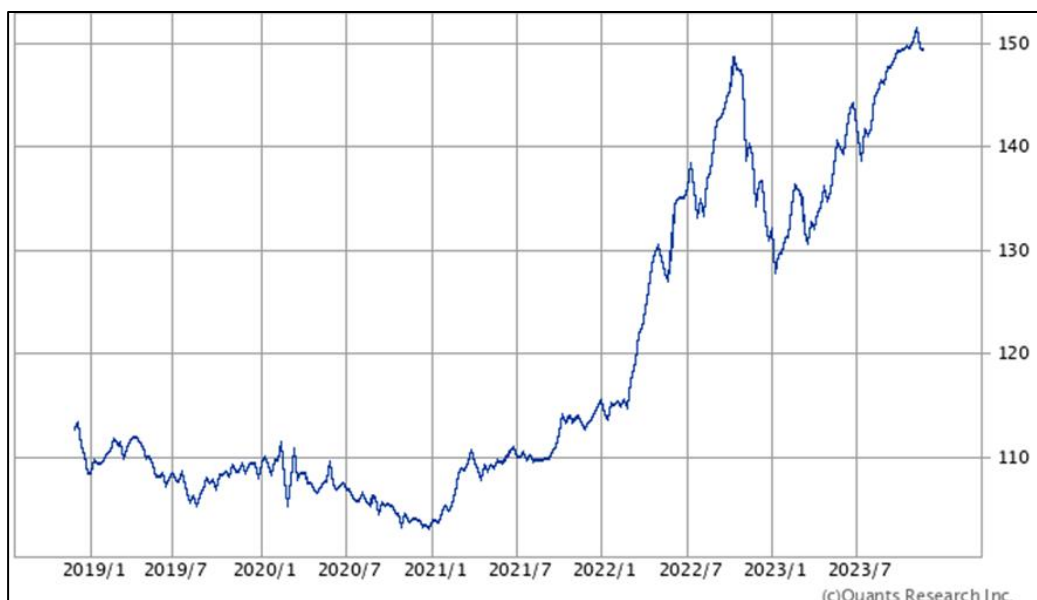
なお、懸念材料もある。中国経済が減速しているほか、米国も高金利が重荷で資金需要に陰りがでてきた。

IV. チャート（日米の株価と為替） 2023年11月25日時点 出所：ブルームバーグ社

1. 米国・NYダウ（ダウ・ジョーンズ工業）（5年間） 年初来の騰落率 5.4%上昇



2. アメリカドル（5年間）



3. 日経平均株価（5年間）年初来の騰落率 28.7%上昇



以上

著者プロフィール

乾 晴彦 氏

CFP、1級FP技能士、DCアドバイザー、宅建取引士（旧：宅建主任者）、証券外務員一種資格、終活カウンセラー、PB（プライベートバンキング）資格
昭和31年生まれ。

長年にわたり金融機関でコンサルティング業務を担当後、大手証券会社の人材開発室で、FP・生命保険の社内講師を務める。

現在は、銀行・証券・保険会社をはじめとする上場企業での社員向け営業研修講師、また、大学や大手資格予備校、FP教育機関でのFP研修講師として活動している。シニア層や富裕層向けの研修・相談業務には定評があり全国にファンも多い。