

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

- ・最新のマーケット情報…………… 1
- ・インバウンド消費：日本の人気が続き高い…………… 6
- ・中国経済と不動産事情…………… 8
- ・米国の金融所得が最高の540兆円に達する…………… 9



I. 最新のマーケット情報

1. 2024年8月の株価急落の要因&今後のマーケットの見通し

当分の間は、日本株式のマーケットは、値動きの激しい展開となりそうである。8月相場の**波乱要因**のひとつである**為替**が落ち着きを取り戻したが、短期筋を中心とした需給主導の荒い値動きは未だ収束していない。

日経平均株価は、7月11日に付けた過去最高値(4万2224円)から8月5日(3万1458円)まで1万766円(25%)下落した後、3万1000円が下値となった。

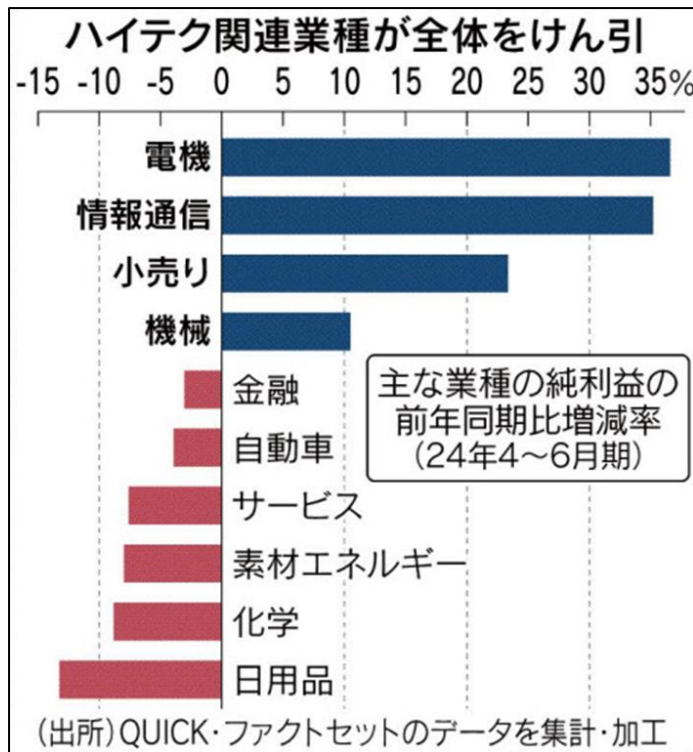


8月中旬以降は、ボラティリティ（価格変動）の低下で、投資家がリスク志向を高めており、好決算銘柄への見直し買い（いわゆる「業績相場」）が今後進む予定である。

世界株が最安値から急落前の直近高値回復までかかった期間	
ブラックマンデー(1987年) 1年2カ月	リーマン・ショック(2008年) 4年8カ月
ITバブル崩壊(2000年) 3年6カ月	コロナショック(2020年) 5カ月

(注)世界株は「ブラックマンデー」のみ世界先進国株指数(MSCI WORLD)。ほかは全世界株指数(MSCI ACWI)で、いずれもドル建て、月末終値

<ご参考：2024年の4月から6月：先進国の業種ごとの純利益の増減率>



2. 岸田首相の退陣

岸田首相の自民党総裁としての任期は9月末であり、それまでに総裁選が実施され、その後に新政権が発足することになる。岸田首相は就任時（2021年10月）に、成長と分配を両輪とした「新しい資本主義」の実現を急ぐとした。

その後、東証改革や新 NISA 導入の効果から、上場企業は資本効率向上のため株主還元を重視するようになり、家計による配当に注目した投資も盛り上がりを見せた。そして、7月には株価が約34年ぶりに史上最高値を更新した。

一方、旧統一教会問題や政治資金問題（いわゆる派閥によるキックバック）に加え、根強いインフレ圧力等が岸田政権の支持率低迷につながったようだ。

首相交代と株価動向には明確な関係性はないとの主張もある。他方、今秋には日本で実質賃金がようやくプラス圏に定着し、インフレの経済への悪影響は緩和する見通しだ。

自民党の総裁選終了後は、次期首相への期待もあり、日本株は年末にかけて上昇する見通しである。

3. 日銀と金融市場とのコミュニケーションが重要に

8月月初の3営業日の日経平均株価の下落率は約20%となり、「過去最大」が飛び交う荒い値動きとなった。急速な円高ドル安（日本の主力産業の自動車・電気業界

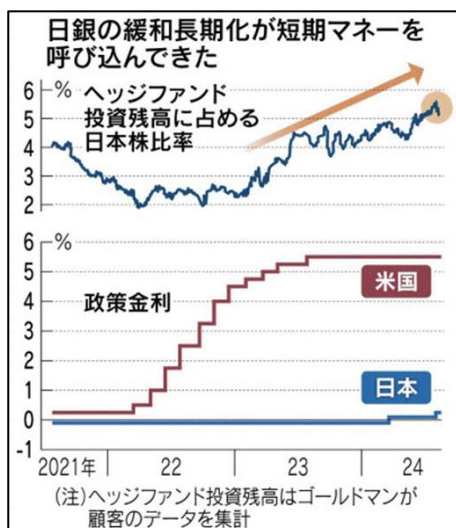
は、輸出が多くマイナス要因)を嫌気して下落基調にあったところに、米国の景気後退懸念が日本株の下げに拍車をかけたとの見方が多いが、米国の株価の3営業日の下げ率は5~8%程度にとどまっている。

日本の株価の急落の主な要因は為替の影響(ヘッジファンドなどの短期的かつ頻繁に繰り返す傾向がある投機筋)が大きいとみられ、7月会合での植田日銀総裁のタカ派スタンスを受けた投機筋の円売りの動きが、想定以上の下落につながった。

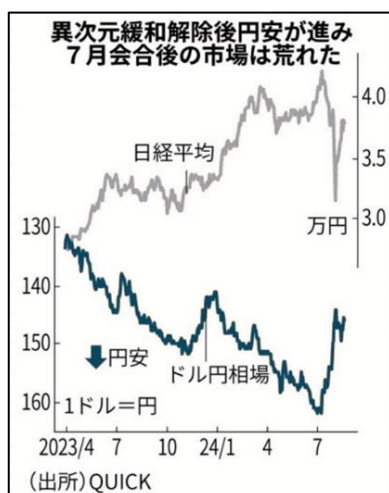
その後は内田日銀副総裁のハト派発言(8月7日)を好感して、日経平均株価が急激な切り返しをみせるなど、依然ボラタイル(不安定)な展開が続いている。

日銀の金融正常化に向けた動きが市場の波乱要因となりつつあり、日銀と金融市場とのコミュニケーションがより重要性を増してくると思われる。

- (1) 日米の政策金利の推移&ヘッジファンドの日本株の比率：2%から6%近くに増加



- (2) 7月30日と31日の金融政策決定会合の後、為替が大きく変動



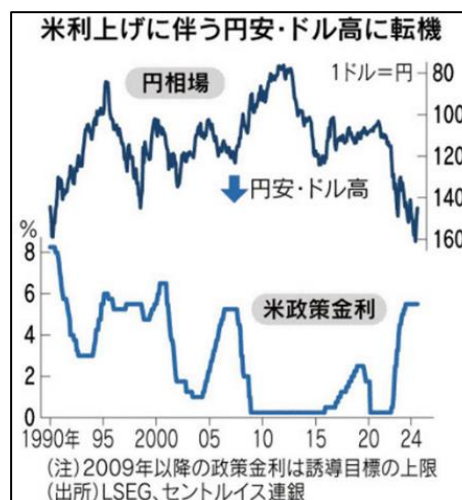
日銀は2024年7月30日と31日の金融政策決定会合で、政策金利の引き上げ（0.25%程度に引き上げる）を決め、植田総裁の発言から市場は複数回の追加利上げもあり得ると受け止められた。市場は当時より落ち着きつつあるものの、市場動向が経済・物価に与える影響は、今後の利上げの重要な要素になる。



4. 米国の政策金利：9月に利下げ開始か

(1) 米国の政策金利と為替の動き

7月の米消費者物価指数（CPI）と生産者物価指数（PPI）の前年比の上昇率は、前月から減速して、事前の市場予想を下回った。インフレ率の減速を受け、9月には米国の利下げ開始が決定されると予測される。すでに米国債利回りは先々の利下げを織り込み低下している。



(2) 2024年前半の米国の株価の動き



8月23日の米株式市場でダウ工業株30種平均は反発し、前日比462ドル高の4万1175ドルで終えた。米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長が、同日の講演で利下げを示唆し、買いが集まった。一時は7月中旬に付けた最高値（4万1198ドル）を上回った。

5. 米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長のコメント

(1) 8月23日、経済シンポジウム（ジャクソンホール会議）での講演
米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長は、8月23日に9月の利下げ開始を事実上予告した。金融市場では米金利の高さに着目したドル高の流れが反転し、リスクを取りやすくなる投資家の株式の買いも進んだ。

米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長は、8月23日の経済シンポジウム（ジャクソンホール会議）で講演し、「政策を調整すべき時が来た」とコメントをした。パウエル氏は世界の市場参加者が注目する経済シンポジウムで、2022年3月に始めた利上げ局面から利下げサイクルへの転換が間近にあることを認めた。



◎米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長の講演の要旨は以下の通り。

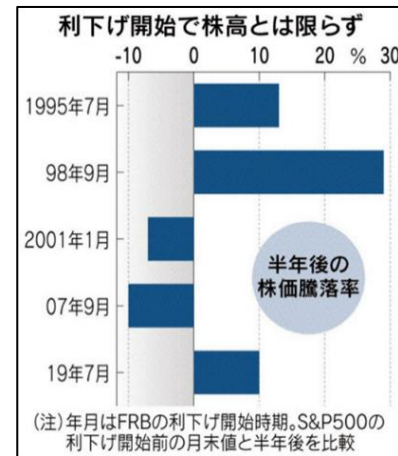
- ・政策調整の時が来た。
- ・われわれは労働市場のさらなる冷え込みを求めることも歓迎することもない。
- ・物価安定に向けてさらに前進する中、堅調な労働市場を支えるためにできることは全て行う。
- ・政策金利の水準で、労働市場の不本意なさらなる低迷などのリスクに対応する十分な余地が得られている。
- ・利下げのタイミングとペースは、データや今後の見通し、リスクのバランス次第。
- ・インフレ率が2%に回帰する持続可能な道筋を歩んでいるという確信が深まった。
- ・インフレ上振れリスクは後退し、雇用の下振れリスクが高まった。
- ・インフレ率は大幅に低下し、現在は目標にかなり近づいている。
- ・労働市場の冷え込みは明白、もはや過熱状態にはない。
- ・失業率を急激に上昇させることなく、物価安定の目標に向けて前進を遂げた。

FRB は物価の安定と最大雇用の2つの使命を持つ。パウエル氏は、ここ数年の最重要課題だったインフレ抑制について「（物価目標の）2%に戻る道筋をたどっているという確信を深めている」と述べた。

市場は米利下げ・軟着陸シナリオ見極め (主な重要イベントと市場の注目点)	
8月14日	米消費者物価指数(CPI、7月)
15日	米小売売上高(7月)
個人消費の減速傾向が続くか	
22~24日	ジャクソンホール会議
パウエルFRB議長が米利下げにどう言及するか	
30日	米個人消費支出(PCE)物価指数(7月)
9月6日	米雇用統計(8月)
失業率上昇、賃金上昇率の低下が続くか	
17~18日	米連邦公開市場委員会(FOMC)

(2) 2024年11月の米国の大統領選挙も影響

過去の事例を見ると、FRBの利下げ開始で株高が続くとは限らない。1990年代後半の利下げ局面では、米経済が急減速を免れたことにIT（情報技術）バブルも加わり、代表的な株価指数のS&P500種株価指数は長期的な上昇基調をたどった。



なお、2007年秋以降の利下げ局面では、FRBは計3%超の利下げを実施したが景気不安を払拭できず、S&P500は利下げ開始後の半年間で10%下落した。

利下げは2008年春にいったん停止したが、同年秋のリーマン・ショックで再開し、実質ゼロ金利政策を導入。それでも株価は下げ止まらず、S&P500指数は2009年2月末までに一連の利下げ開始前の半値以下になった。2024年11月に控える米大統領選挙もFRBの利下げと軟着陸達成の行方を見えにくくなっている。

民主党のハリス副大統領と共和党のトランプ前大統領が掲げる経済政策はいずれも財政拡張的との見方が多い。インフレ再燃のリスクが頭をもたげれば、景気が減速してもFRBの利下げの足かせになる可能性がある。

II. インバウンド消費：日本の人気引き続き高い

1. 訪日観光客の消費が増加、円安が支え7月の訪日観光客数は329万人

日本政府観光局（JNTO）が、8月21日発表した2024年7月の訪日客数は329万2500人で、単月として過去最高を更新した。旅行先として日本の人気引き続き高いことに加えて、学校の休暇シーズンに入ったことなどが寄与した。

※ 2023年の訪日外国人旅行者数は約2,506万人でコロナ禍前の2019年の8割に回復し、消費額は約5.3兆円で過去最高を記録。買物代よりも宿泊料金や娯楽サービス費の増加率が高く、体験を重視する傾向が強まっている。

なお、300万人台は5カ月連続となる。円安の影響もあって訪日客の消費額も増えている。

2024年6月の313万5600人を上回り、2カ月連続で過去最高を更新した。

訪日観光客の国・地域別にみると中国が最も多かった。

中国が1位となるのは2022年10月の水際措置の緩和以降で、初で回復傾向にある。

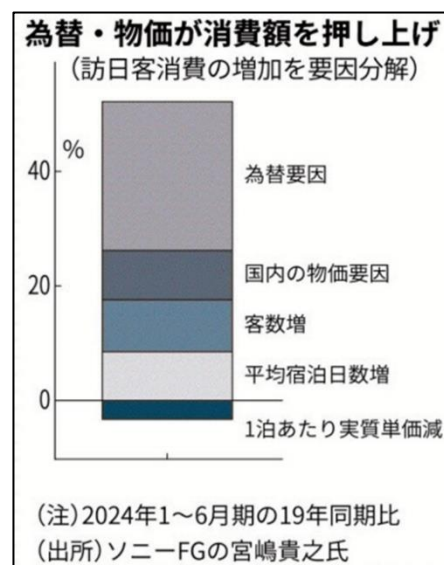
韓国や台湾、米国など19カ国・地域でも7月として過去最高だった。

訪日客数は2024年1月から7月までの累計では2000万人を突破した。一方で7月を新型コロナウイルス禍前の19年同月と比べると、タイやマレーシアからの客数は減少した。中国が短期滞在ビザの免除に踏み切り、訪中旅行の人气が高まったことが響いた。

客数増に伴い訪日客の消費が日本経済に占める存在感も高まる。観光庁によると1～6月の消費額は3兆9070億円だった。財務省の貿易統計で同期の主要な輸出品目と比べると、半導体等電子部品（2兆8395億円）を上回った。

消費増は円安や物価高が支えている側面もある。2024年1～6月についてコロナ禍前と比べた消費額の伸びを要因に分解して寄与度を試算したところ、為替の影響が最も大きかった。

消費額が2019年1～6月に比べて49%増えたうち、約半分の26ポイントは各国の通貨に対する円安による押し上げだった。国内の消費者物価の上昇は9ポイント寄与した。訪日客数や宿泊日数の増加によるプラス効果は増加分の4割弱であった。



外国為替市場では円の対ドル相場は、2024年4～6月平均で1ドル=155円前後とコロナ禍前の2019年の同時期（109円前後）に比べて円安・ドル高の水準にある。

米国からの訪日客の1人あたりの消費支出は、2024年同期に36万円と2019年同期比9割増えた。平均宿泊日数は1.6泊の増加にとどまり、円安で消費額が膨らんでいる。

2. インバウンド消費の問題点

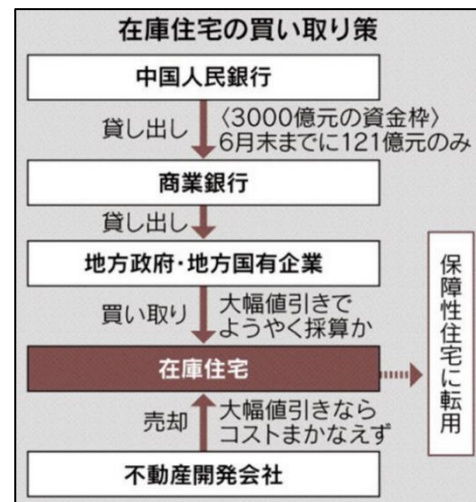
訪日客を巡っては観光業や宿泊業の人手不足、地方空港を中心とした航空燃料の不足や京都など主要な観光地への偏重などの課題も浮き彫りとなっている。消費額を増やすにはこうした課題を解決することも欠かせない。

Ⅲ. 中国経済と不動産事情

1. 中国の住宅在庫削減が不調 地方政府、買い取り慎重 低利融資枠利用 4%のみ

地方政府による購入を促すため、中国人民銀行（中央銀行）が低利融資枠を設けたが6月末時点の利用額は4%にとどまった。

中国はマンション市況が冷え込み、各地で在庫が積み上がった。国家统计局によると、6月末時点の新築在庫面積は1年前から23.5%増えた。不動産開発会社の資金繰りが悪化し、土地取引に依存した地方財政も困窮した。

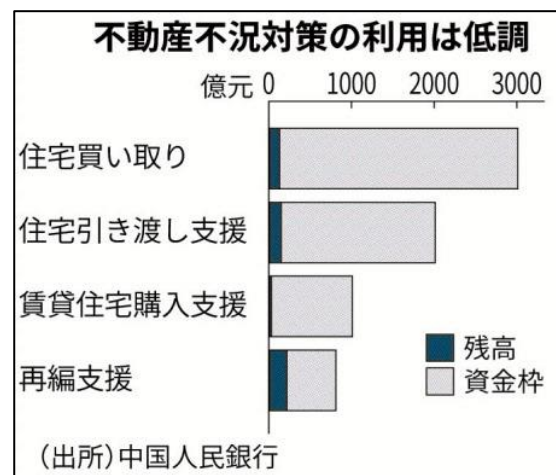


習近平（シー・ジンピン）国家主席に近く経済・金融分野を担当する何立峰（ハァ・リーファン）副首相は5月17日、住宅在庫を買い取る方針を示した。地方政府が購入し、保障性住宅と呼ぶ中低所得者向け公共住宅として供給する計画だ。

2. 在庫購入を資金面で支援：人民銀行は3000億元（約6兆円）の資金枠を作った。

人民銀行が商業銀行に1.75%という低利でお金を貸し出し、商業銀行がそれを元手に地方政府に買い取り資金を再融資するという仕組みである。

この資金枠の利用がなかなか進んでいない。人民銀行によると、2024年6月末までに資金枠から商業銀行に貸し出した額は121億元と、枠全体の4%のみだった。



地方政府が住宅在庫を買い取っても保障性住宅が生み出す収益だけでは損失を抱えるだけと恐れているためだ。

対照的に、住宅在庫を売り渡す不動産開発会社からすれば大幅な値引きは損失を膨らませかねない。

3. 民間不動産会社

国有大手の保利発展控股集团（ポリ・デベロップメンツ・アンド・ホールディングス・グループ）の不動産部門は、2023年12月期の営業収入が3225億元で、建設代金など営業費用は2698億元だった。単純比較はできないが、販売価格を2割近く引き下げるだけで、営業赤字に転落する計算となる。

民間の不動産開発会社は国有と比べてさらに販売不振が鮮明である。すでに赤字決算も珍しくない。住宅在庫の売却で大幅な値引きを強いられれば、債務超過に陥る企業が続出しかねない。

地方政府は高値買い取りを敬遠し、不動産開発会社は大幅な値引きを恐れる。不動産不況に苦しむ両者の立場は相反しており、住宅在庫の買い取り策は中国政府による不動産市場下支えのアナウンスメント効果（政府の経済計画などが公にされた場合、民間がその計画に刺激を受けて、結果として計画以上の実績が上がってしまう）にとどまる。不動産不況解決の抜本策には程遠い。

人民銀行は住宅在庫買い取りのほかにも不動産対策の資金枠を設けてきた。いずれも金融機関が貸し倒れや焦げ付きを恐れているため利用は低調だった。

IV. 米国の金融所得が最高の 540 兆円に達する

1. 米金融所得は日本の 40 倍、消費を下支え 利子収入の伸び大きく

米国の家計の金融所得が、過去最高に膨らんでいる。株式や債券など金融資産の生み出す所得は、2024年4~6月期に年率換算で過去最高の3.7兆ドル（約540兆円）に達した。

ダウ工業株 30 種平均が再び最高値に接近するなど米市場は堅調で、今後も金融所得が米個人消費を支える構図が続く可能性がある。

日本の家計の資産所得は米国の 40 分の 1 程度で、株高でも消費が鈍い一因となっている。

米商務省が算出する 2024 年 1~3 月期の個人所得は



季節調整済みの年率換算値で 23.6 兆ドルだった。

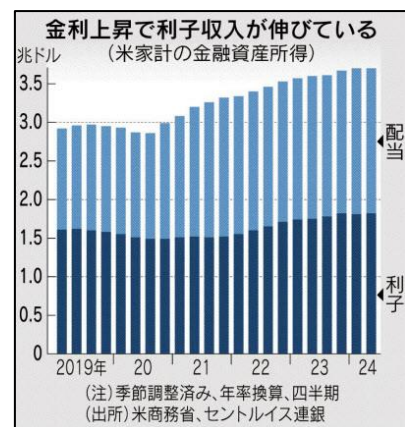
6 割強を占める賃金などの雇用者報酬が柱だが、金利商品で得られる利子収入と株の配当収入を合算した資産所得も全体の 16% を占め、個人の消費余力に大きく影響する。

資産所得は 2020 年 10～12 月期以降、14 期連続で最高を更新中だ。2024 年 1～3 月期の内訳は利子収入が 1.8 兆ドル強、配当収入が 1.9 兆ドル弱だった。直近 2 年ほどは米連邦準備理事会（FRB）が政策金利をゼロ% から 5% 超まで大幅に引き上げたことで利子収入の伸びが目立つ。

2. 家計の資産所得：日米で差が広がっている

内閣府によると、日本の利子・配当収入は 2022 年で 14.5 兆円だった。金額は 2000 年以來 22 年ぶりの大きさだが、比較可能な形で遡れる 1994 年のピークと比べると半分程度にとどまる。

日本企業の株主還元強化で配当収入は増加傾向にあるが、日銀による長引く低金利政策で利子収入が大きく落ち込んでいるためだ。米家計の資産所得は同期間でおおよそ 3.5 倍になっている。



「日本では日銀の利上げによるデメリットばかりが語られがちだが、家計の利子収入が増える側面にも目を向けるべきだ」とも言われている。

金利差だけでなく、家計の保有する金融資産の構成の違いも差を生んでいる。

FRBによると、米国の家計（非営利団体含む）の金融資産残高は、2024年3月末時点で 122 兆ドルと前の四半期から 4 兆ドル（4%）増え、2 期連続で過去最高になった。米株式相場が最高値圏に上昇するなか、家計の保有資産も膨らんだ。

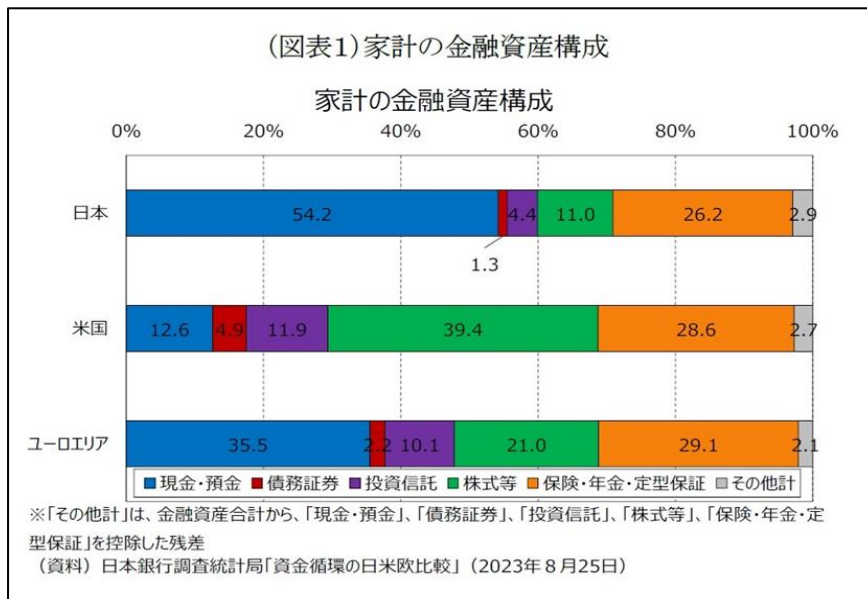
3. 過去 20 年間の日米の家計金融資産の伸び：米国は 3 倍以上に

日本でも歴史的な株高で家計の保有資産は押し上げられている。3 月末の家計の金融資産残高は前年同期比で 7% 超増え、2199 兆円と過去最高になった。

しかし、過去 20 年間の家計金融資産の伸びを日米で比較すると、米国は 3 倍以上になった一方、日本は 5 割増にとどまり、勢いの差は明らかだ。

米国の家計の金融資産は、およそ5割を株式・投資信託が占め、現預金は13%程度にすぎない。対照的に日本の家計は現預金の比率が5割を超え、株式・投信は15%強にとどまる。家計が保有株式などから得られる配当収入も限定的になる。

株高によって家計にゆとりが生まれ、消費余力が高まる資産効果も日本では生じにくい。



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。