

## 第一生命経済研究所レポート selection

2023 年 3 月 14 日

団体年金事業部

【四半期特別マーケットレポート】2023 年 4 月以降の市場環境見通し  
～楽観と悲観の狭間で～

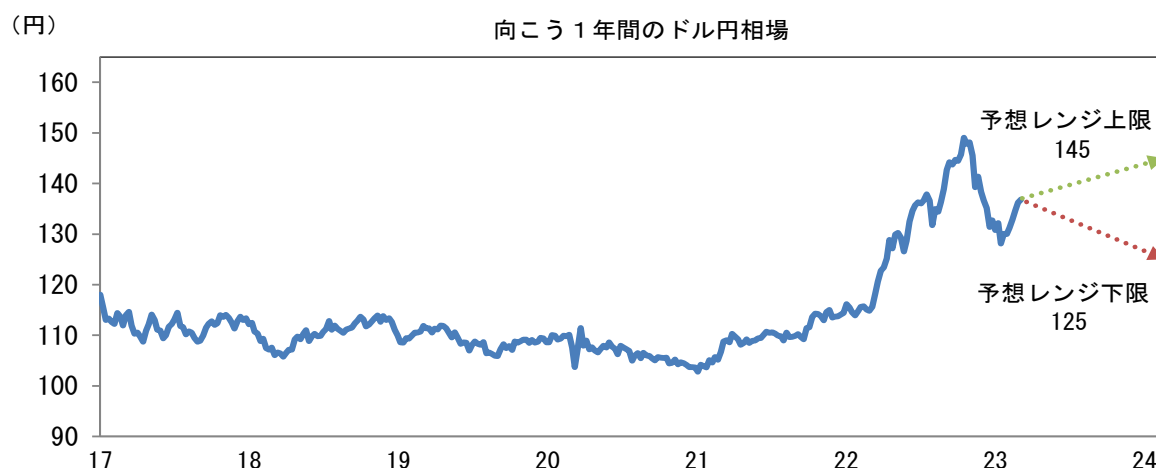
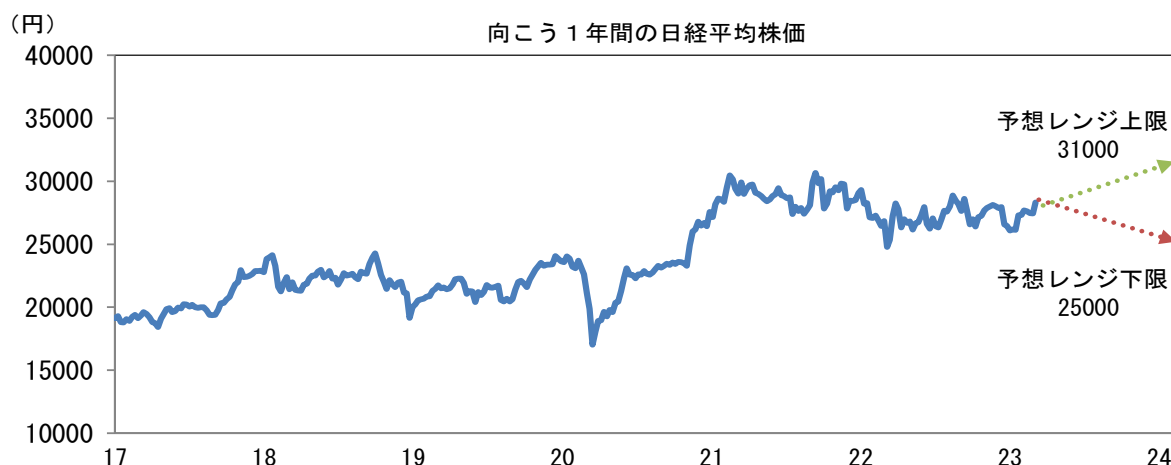
当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所が四半期ごとに今後の市場環境の見通しについて年金通信読者向けに特別レポートを作成しております。

今回は、「2023 年 4 月以降の市場環境見通し～楽観と悲観の狭間で～」をお届けします。是非ご一読下さい。（別添参照）

## 内容

## ■ トピックス：マクロファンダメンタルズから見る市場環境

## ■ 市場見通し



(出所) Refinitivより第一生命経済研究所作成

## ■ 【景気の現状と展望（米国、日本、欧州、中国・アジア新興国）】

# 四半期特別マーケットレポート

テーマ：2023年4月以降の市場環境見通し  
～楽観と悲観の狭間で～

発表日：2022年3月13日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部

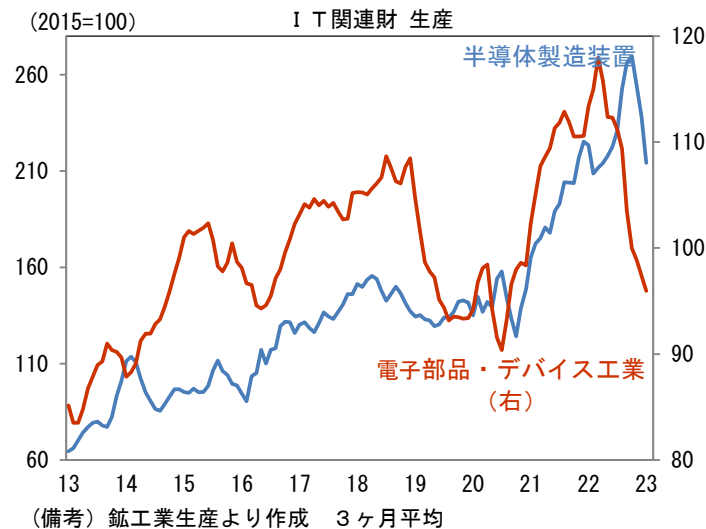
## 【トピックス：マクロファンダメンタルズから見る市場環境】

株式市場を見通す上で筆者が重要と考えるのは製造業、とりわけ「広義半導体」の行方。現在の半導体市場は芳しくないものの、最悪期脱出の兆候がはっきりと見え始めている。

まず日経平均採用銘柄の約6割、TOIPXの時価総額の約6割が製造業であることを踏まえる必要がある。そう考えると、株価指数を予想する上で製造業の生産活動を把握することが如何に重要であるのかがわかる。そこで注目すべきは経済産業が公表する鉱工業生産。本稿執筆時点（3/10）における最新値である1月の生産は前月比▲4.6%と驚くほど弱く2ヶ月連続の減産であった（市場予想は▲2.9%）。半導体不足などサプライチェーン影響により自動車が前月比▲10.1%の減産となったほか、欧米の景気減速を受け輸出が下向きに転じる中、生産用機械、鉄鋼・非鉄金属、プラスチック製品など広範な業種で減産となった。また中華圏の春節が例年より早かったことで季節調整が上手く機能せず、統計上1月の弱さが誇張された可能性も指摘できる。もっとも、先行きは欧米向け輸出財の生産が抑制される反面、日本国内の消費・投資活動が底堅さを維持する下、自動車生産が緩慢ながらも回復を維持することに加え、中国経済の回復と半導体市況の底入れによって緩やかな回復が期待される。

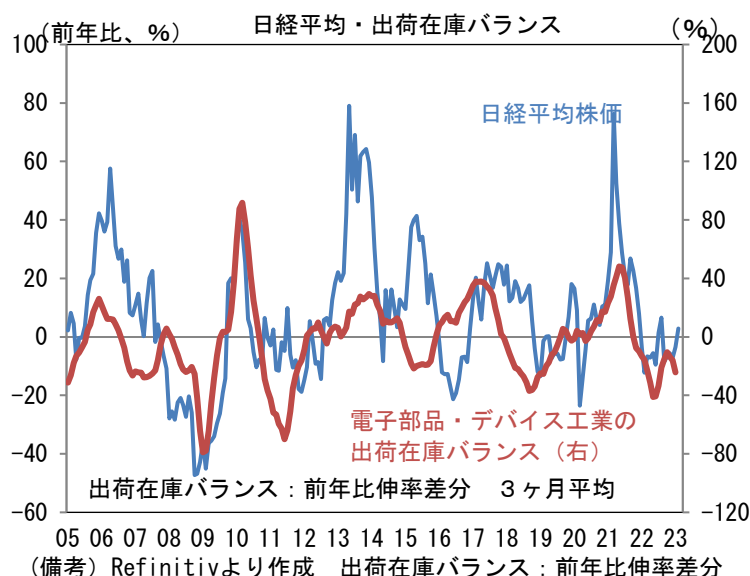
実際、2月初旬に実施された生産予測調査に基づけば、製造工業の生産計画は2月が+8.0%、3月が+0.7%と大幅な増産計画であった。経産省が（生産予測調査の）クセを補正した2月の予測値は+1.3%と予測調査対比でかなり控えめだが、季節調整の歪みを勘案すれば上振れ着地も想定される。そうした中で輸送機械工業の生産計画は2月が前月比+12.6%、3月が+5.2%と大幅増産が示されたことは安心材料。サプライチェーンの乱れは未だ解消していないが、快方に向かっていることに間違いはない。自動車生産に牽引され全体の生産活動が回復すれば、日本株は明るい。

ここで株式市場と関連の深い電子部品・デバイス工業の生産に注目したい。この業種は半導体（IC、メモリ）の他、コンデンサ、水晶振動子、電子回路基板、コネクタなどで構成される、いわば広義半導体である。1月の電子部品・デバイスは前月比▲4.2%と2ヶ月連続の減産となり前年比では▲19.2%であった。2015年を100とする指数（振れを除去するために3ヶ月平均とする）は2022年3月に117.9まで上昇したものの、2023年1月93.0まで低下し、2019年平均（95.2）以下の領域に後退している。本邦企業が国際競争力を有する電子部品産業は、世界的なDX進展等によって構造的な需要増加に直面しているとはいえ、2022年以降はシリコンサイクルの悪化に巻き込まれその勢いを失っている（この間、半導体製造装置も大幅減産）。生産計画をみても電子部品・デバイス工業の生産は2月こそ前月比+11.5%と強いが、3月は▲12.3%と弱く、基調的な増産の気配は感じられない。コロナ禍で特需的な売れ行きを記録したノートPCやスマホなどの需要減衰が効いており、先行きも下振れリスクは残存する。

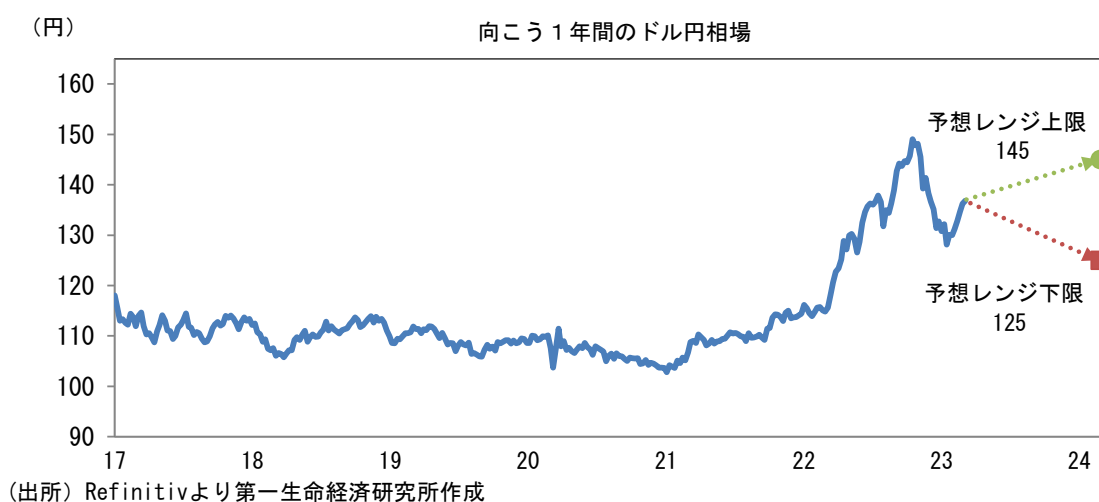


もっとも、在庫調整の進展を窺わせる動きが出てきたことは朗報だ。1月の在庫水準（3ヵ月平均）は前年比+12.1%と相変わらずプラス圏にあるが、それでも2022年5月の+44.5%をピークに明確な縮小傾向にあり、過剰在庫の圧縮に目途が付きつつあることを示唆している。そしてより重要なことに出荷と在庫の前年比の差分をとった出荷・在庫バランス（3ヶ月平均）は▲24.2%と、2022年5月に記録した▲41.0%から大きくみればマイナス幅を縮小しており、この間に製品需給の緩みが解消されつつあることを意味している。出荷・在庫バランスがプラス圏に浮上すれば、広義半導体銘柄を中心に業績の底打ち期待が膨らみ、日本株を牽引すると予想される。

というのも、この電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスと日経平均には、長期的な連動性が認められているからだ。この点、1月データは業績反転を先取りするという視点で好機にみえる。もちろん欧米経済が高インフレによる混乱から抜け出せず、I T 関連財の消費・投資需要が一段と落ち込んでしまえば、業績回復が遅れる可能性はあるが、少なくとも現時点において最悪期脱出の兆候は明確化しつつあることは認識しておきたい。



## 【市場見通し】



## 予想コメント

### ◇株式

日本株は企業業績の拡大を背景に底堅い展開を予想する。米国の金融引き締めが世界的株価下落を招く懸念はあるが、一方で中国経済の回復が支えとなろう。もっとも、欧米景気の減速が想定以上となり日本企業の収益が圧迫される可能性に留意する必要がある。

### ◇ドル円

FRBの利上げ終了が近づきつつあるとの見方から一旦ドルの先高観は薄れたが、3月入り後は利上げが長期化するとの見方から再び円安・ドル高が進行している。ただし米国のインフレが峠を越せば利下げ観測が復活しドル安主導の円高が予想される。

### ◇金利

黒田総裁は長短金利操作（YCC）を最後まで維持した。植田次期総裁は賃金上昇率が堅調に推移すればマイナス金利の撤回を含めたYCCの終了に着手すると予想される。その場合、10年金利は一時的に大きく上昇した後、1%をやや下回る水準で推移するだろう。

(注) 記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 【景気の現状と展望（米国）】

米国では、インフレ高進に対応したF R Bの大幅利上げによる景気後退が懸念されているが、22年10－12月期の実質G D P成長率（2次推計）が前期比年率+2.7%（7－9月期：同+3.2%）と小幅鈍化したものの、2四半期連続で高い伸びとなった。ただし、在庫投資の大幅な押し上げによる影響が大きく、国内最終需要は金利上昇の影響で鈍化しており、米国景気は減速傾向を辿ったと判断される。

23年に入っても、世界経済の減速、サプライチェーンの問題、インフレ高進などを背景に、企業の景況感を示すI S M製造業指数が2月まで調整を続けているほか、非製造業は緩やかに低下しており、景気の減速が続いていることが示された。こうしたもと、2月の労働市場では非農業部門雇用者数が前月差+31.1万人（1月同+50.4万人）と大幅な増加を続けた一方、失業率が3.6%（前月3.4%）と上昇したほか、平均時給が前月比で鈍化、労働投入量が前月比▲0.1%と縮小するなど、労働需給逼迫の一段の強まりは回避された。

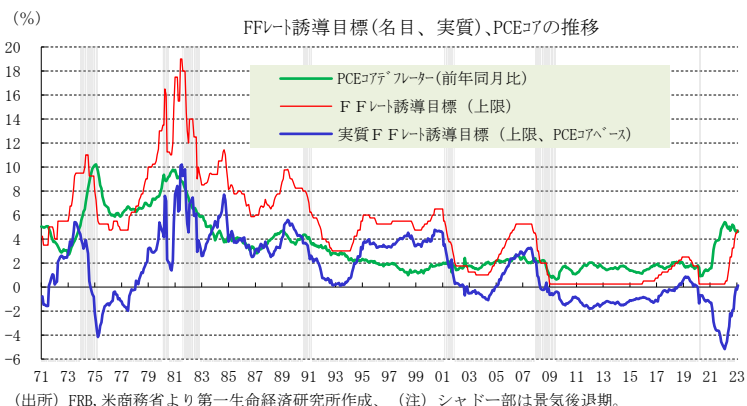
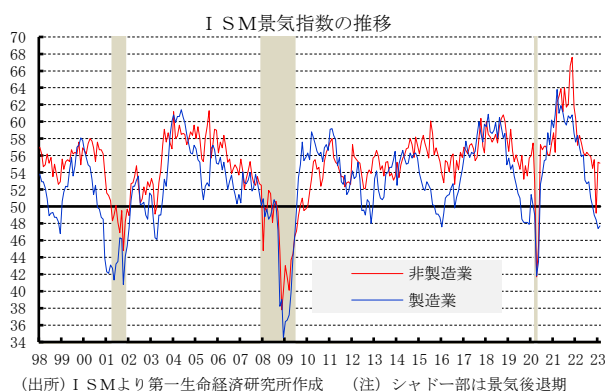
インフレ環境では、P C Eデフレーターが1月に前年比+6.0%、P C Eコアデフレーターが同+4.7%と鈍化しているが、依然上昇率は高い。財価格が低下した一方、住宅の供給不足を背景とした賃貸料、帰属家賃の上昇などによってサービス価格が上昇した。このようなもと、F R Bが利上げを連続で行い、F F レート誘導目標は2月に4.50～4.75%とF O M C参加者の推測する中立水準（中央値）を大幅に上回った。

このような経済・金融環境のもと、3月10日に総資産規模が米商業銀行第16位のシリコンバレー銀行（S V B）が資産運用の失敗に起因する預金の急激な流出によって経営破綻した。さらに、12日にシグネチャー銀行が経営破綻するなど、金融リスクが台頭してきた。中小商業銀行の連鎖破綻を回避するために、米政府は対応策として、2行を連邦預金保険公社（F D I C）の管理下に置いたうえ、全預金の保護を決めた（通常は25万ドルが上限）。さらに、S V Bなどと似た状況にあるいくつかの中小商業銀行が今後無理な資産売却を回避し、預金流出を招かないために、F R Bによる融資の担保価値を額面で評価する「バンク・ターム・ファンディング・プログラム」を設定することを発表した。これらの措置により、資産価格の急落を回避でき、信用不安の広がりを抑制できよう。ただし、今回の破綻によってS V Bの株式や債券を保有していた投資家は損失を被ったほか、投資家のリスク認識も慎重になったと考えられ、金融市場が不安定な動きを続ける恐れがある。金融環境はこれまでの想定よりも引き締まるとみられ、需要を抑制する要因となろう。

23年の米国経済は、22年のF R Bの大幅利上げ、高いインフレ、世界経済の減速に加えて、S V B破綻などを受けた金融環境の引締めによって、低成長にとどまると予想される。F R Bは信用リスクなどを注視し、利上げの先送りなどを含めより慎重な政策運営を行わざるを得ない。

サプライチェーンの問題は、世界的なワクチン接種の進展による供給制約の緩和、新型コロナウイルスの感染拡大ペース鈍化等を受けた就業意欲の回復等によって、徐々に収束すると予想される。さらに、ウィズ・コロナのもとで財からサービスへの需要シフトが進むことによって、財価格は低下傾向を辿ると見込まれる。一方、サービス価格は需要の強まりや家賃・帰属家賃の押し上げによって23年前半も上昇を続けるものの、後半には住宅市場の縮小の影響もあり緩やかながら低下すると予想される。結果、コアインフレ（前年比）では、P C Eコアデフレーターが23年末にかけて低下するものの緩やかなペースが予想される。

F R Bは早期に信用不安が終息すれば、23年にF F レート誘導目標（上限）を5.25～5.75%程度に引き上げると予想される。しかし、信用不安が熾り続ければ、F R Bは早期に様子見姿勢に転じる可能性が高い。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



## 【景気の現状と展望（日本）】

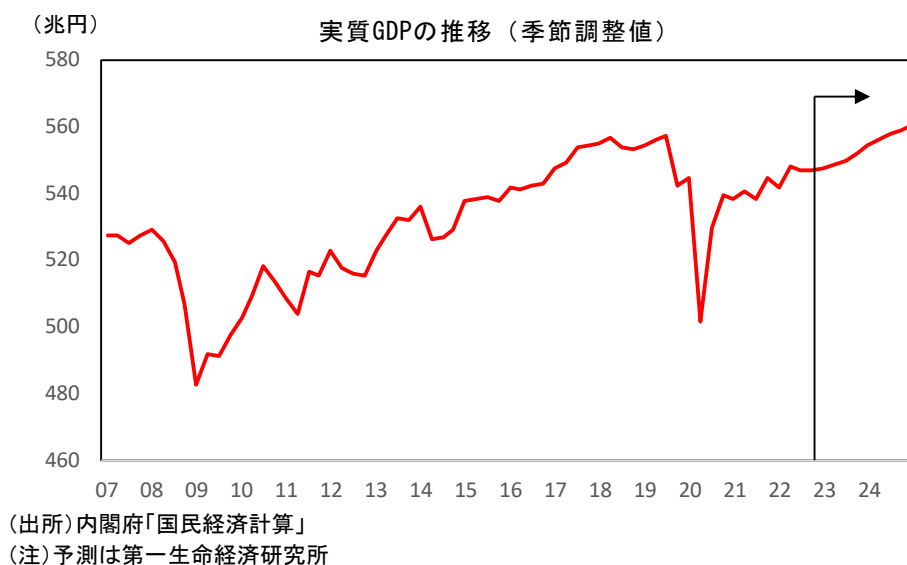
2022年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.1%と、ほぼゼロ成長にとどまった。マイナス成長こそ辛うじて回避したが、7-9月期のマイナス成長（前期比年率▲1.1%）分を全く取り戻せていない。インバウンド需要の急回復や全国旅行支援開始、サービス輸入の反動減といった強い追い風があったにもかかわらず、ほぼゼロ成長という結果は、期待外れと言わざるを得ないだろう。日本経済の回復力が極めて脆弱であることが改めて示された形である。なお、22年10-12月期の実質GDPの水準は、コロナ前である19年平均と比較して▲1.0%Pt低く、まだ経済活動正常化が実現していないことも確認できる。

先行きも強気にはなれない。好材料と悪材料が入り混じるなか、低成長が当面続くと予想している。

プラス材料としては、インバウンド需要の回復とサービス消費の改善が挙げられる。為替レートが依然として円安水準にあることもあり、インバウンド需要についてはペースこそ鈍化するものの増加が続くとみられる。また、ウィズコロナの進展から経済活動正常化への動きは続き、サービス消費の改善も持続するだろう。物価高の悪影響を受けつつも、個人消費は緩やかな増加を続けるとみられる。

一方、下押し要因となるのが輸出の悪化である。日本からの輸出は、世界の製造業部門の動向に大きく左右される。経済に占める割合でみればサービス等の非製造業の方が大きいですが、日本からの輸出は財が大半を占めるため、サービスよりも財の動き、つまり製造業部門の動向に影響を受けやすい。その点、世界的に製造業部門が下降トレンドにあることは懸念材料で、実際、日本からの輸出も足元で悪化しつつある。加えて、これまで急ピッチで行われた金融引き締めが悪影響が本格化することもあり、世界経済への下押し圧力も今後強まることが予想される。先行き、輸出は下振れる可能性が高いだろう。また、景気の牽引役として期待される設備投資についても、輸出の悪化で先行き不透明感が強まるなか、企業が投資を積極化させることは考えにくく、投資手控えも生じやすくなる。既に機械受注等では、足元で製造業の設備投資に悪化の兆しが窺える。非製造業の設備投資は好調に推移する可能性が高い一方、製造業の設備投資が下押しとなることで、設備投資の増勢は鈍化する可能性が高い。

このように、輸出の下振れを主因として景気の下押し圧力がかかることから、23年1-3月期～7-9月期にかけて、GDPは潜在成長率を下回る低成長にとどまる展開を予想している。大きな流れとしては、コロナ禍からの正常化に向けた回復の動きが続くことやインバウンド需要の回復という下支え要因もあることから、景気回復の動きが頓挫する可能性は低いとみているが、回復ペースは抑制されざるを得ない。景気は当面、停滞感の強い状態が続く可能性が高い。こうした状況に歯止めがかかるには、グローバルな製造業部門の調整が一巡する23年度後半を待つ必要があるだろう。



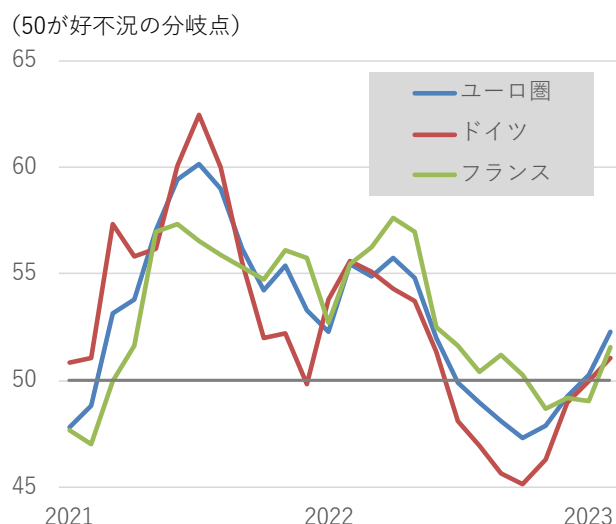
## 【景気の現状と展望（欧州）】

欧州経済への悲観論が後退している。昨年2月のロシアによるウクライナへの侵攻開始以降、ロシアと経済や金融面での結びつきが強く、エネルギー資源の多くを依存する欧州諸国への経済的な打撃が懸念されてきた。欧州連合（EU）はロシアへの制裁措置の一環で、ロシア産の石炭や原油・石油製品の禁輸に踏み切り、ロシアは報復措置として欧州向けのガス供給を絞ってきた。進攻後の資源価格高騰を受け、インフレ加速による家計消費への打撃や、ガス不足に伴う経済活動の下押しから、欧州経済は景気後退入りが避けられないとの見方が広がっていた。だが、コロナ禍克服を受けた経済活動再開や、物価高騰に伴う生活困窮に対する各国の財政支援などが支えとなり、昨年7～9月期、10～12月期のユーロ圏の実質国内総生産（GDP）は、テクニカルリセッション（2四半期連続マイナス成長）を免れた。さらに、ロシア産ガスに替わる代替エネルギーの確保、冬場の需要期に備えたガス貯蔵の積み増し、省エネの取り組み加速、温暖な天候にも助けられ、懸念されていた今冬のガス危機回避に成功した。EUがガス価格の上限設定で合意したことも相俟って、欧州の代表的なガス価格指標はウクライナ侵攻以前の水準に下落している。資源価格の上昇一服とガス危機回避を受け、景気の先行きに対する不透明感が後退し、製造業とサービス業を合成したユーロ圏の購買担当者指数（PMI）は、年明け以降、好不況の分岐点である50超を回復した。先行きは各国による財政出動の一巡や金融引き締めの効果浸透が景気を下押しする一方、物価高騰に伴う家計購買力の目減りや企業収益の圧迫が緩和に向かうとともに、中国のゼロコロナ政策終了（リオープンング）による世界需要の回復もあり、景気は回復軌道を迎える公算が大きい。2023年のユーロ圏の経済成長率は+0.8%と予想する。

この間、ユーロ圏の消費者物価は、エネルギー価格の押し上げ幅縮小を背景に、昨年10月の前年比+10.6%をピークに上昇率が鈍化している。ただ、資源・食料品価格の上昇が他の財・サービス価格に波及していることや、経済活動再開による労働需給の逼迫もあり、各国で高めの賃上げ妥結が相次いでいる。ヘッドラインのインフレ率がピークアウトした後も、当面はコア物価やサービス物価の高止まりが予想される。

コロナ・ウクライナ危機以前にデフインフレに見舞われていたユーロ圏では、当初、米国や英国と比べて利上げの開始が遅れたが、その後はインフレへの警戒姿勢を強めている。欧州中央銀行（ECB）の預金ファシリティ金利（下限の政策金利）は、昨年7月の利上げ開始時点の▲0.5%から、今年2月には2.5%に引き上げられた。ECBは3月も50bpの利上げを示唆しており、その後もコア物価の高止まりが続くことが予想されるなか、利上げを継続する公算が大きい。景気の上振れとインフレ圧力の継続により、ECBの利上げが長期化するとの観測が高まっている。利上げの打ち止めは、コア物価の上昇率鈍化が確認される年後半にずれ込み、預金ファシリティ金利の最終到達点（ターミナルレート）は4.0%に達すると予想する。

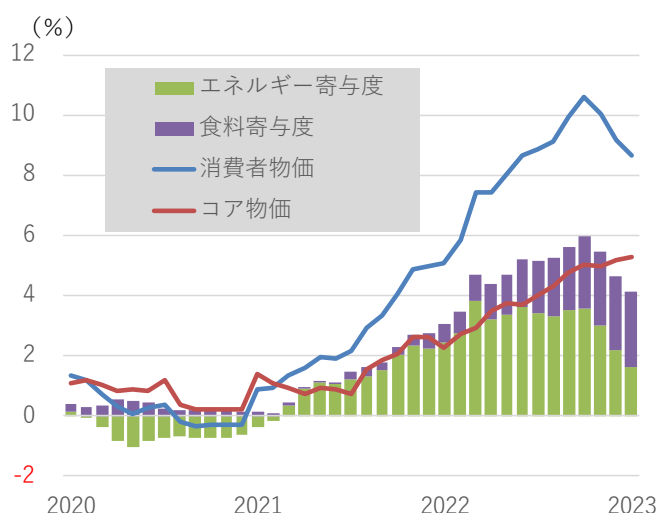
ユーロ圏の企業景況感（PMI）の推移



注：製造業とサービス業の合成指数

出所：S&P Global資料より第一生命経済研究所が作成

ユーロ圏の消費者物価の推移



注：コア物価は食料・たばこ・アルコール・エネルギー除く

出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

## 【景気の現状と展望（中国・アジア新興国）】

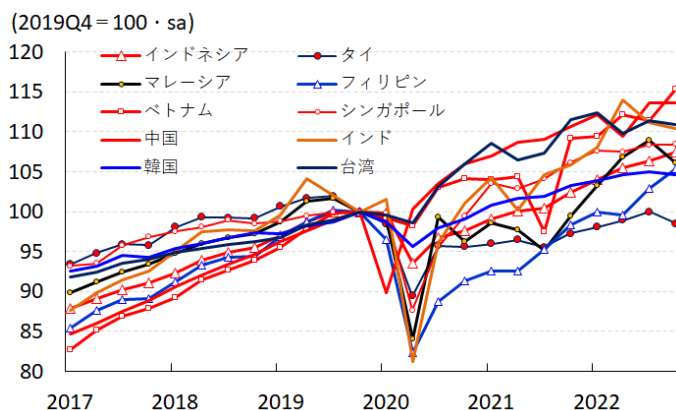
昨年の中国経済を巡っては、当局によるゼロコロナ戦略への拘泥が幅広い経済活動の足かせとなってきたほか、サプライチェーンの混乱を通じて世界経済に悪影響を与える展開が続いてきた。しかし、昨年末に突如ゼロコロナの終了に舵を切る動きをみせたものの、突然の戦略転換を受けて直後には感染動向が急激に悪化したため、当局の目論見に反して企業、家計ともに経済活動に悪影響が出る事態に発展した。こうしたことを受けて、昨年10-12月の実質GDP成長率は前期比年率ベースでゼロ成長となるなど、中国景気は足踏み状態に陥る事態となった。

他方、アジア新興国では感染一服を受けた経済活動の正常化に加え、欧米など主要国を中心とする世界経済の回復の動きが景気の底入れを促す展開が続いてきた。しかし、商品高や景気回復を受けてインフレが加速するとともに、国際金融市場での米ドル高に伴う自国通貨安が輸入インフレを招く懸念が高まり、中銀は物価と為替の安定を目的に断続的、且つ大幅な利上げを余儀なくされた。よって、物価高と金利高の共存が内需に冷や水を浴びせる動きがみられるほか、欧米など主要国の景気減速懸念も重なり、昨年末にかけての景気は頭打ちの様相を強めるなどコロナ禍からの景気回復の動きは一巡しつつある。

先行きについては、中国はゼロコロナ終了に加え、全人代において「経済の安定」を何より重視する姿勢を強調しており、今年の政策運営を巡っては昨年と大きく状況が変わることが期待される。ただし、成長率目標を「5%前後」と自然体で達成可能な水準に引き下げられており、ハードルを下げることにより過度に成長率の水準を求めない姿勢を示したと捉えられる。その意味では、大規模な財政出動などを通じた景気の上振れを期待することは難しくなっていると考えられる。ただし、中国経済にとっては米中摩擦や欧州との関係悪化などを理由に外需をけん引役にした景気回復も難しくなっていることに注意が必要である。他方、中国経済の正常化の動きは中国経済のみならず、サプライチェーンなどを通じて中国経済への依存度が高いASEAN（東南アジア諸国連合）やNIESなどアジア新興国にとって追い風となることが期待される。また、ASEANやNIESについては財輸出のみならず、コロナ禍前においては外国人観光客に占める中国人観光客の割合が高かったことを勘案すれば、中国のゼロコロナ終了による経済活動の正常化、国境再開の動きは財、サービスの両面で外需を押し上げると見込まれる。他方、インドについては財輸出、及び外国人観光客に占める中国比率がともに低いなど直接的な影響が乏しい一方、中国における経済活動の正常化を受けて中国からの財輸入が拡大することにより、反って対外収支が悪化する可能性に注意が必要である。

他方、国際金融市場においては米FRB（連邦準備制度理事会）が一段の利上げ、且つ高金利状態の長期化が意識されるなかで米ドル高の動きが再燃しており、アジア新興国においては資金流出の動きが再び活発化する可能性はくすぶる。商品高による生活必需品を中心とするインフレの動きは一巡しつつあるものの、中国のゼロコロナ終了による景気回復への期待は商品市況を再び押し上げると見込まれる一方、ウクライナ情勢は引き続き見通しの立たない状況が続くなど、供給面での不安要因が長期化することも予想される。さらに、米ドル高に伴いアジア新興国にとっては自国通貨安が輸入インフレを再燃させることも懸念されるため、各国中銀は利上げ局面の終了、休止に動いているものの、再度の引き締めを迫られることも考えられる。中国景気の回復の動きが追い風となり得る一方、欧米など主要国の景気に不透明感が強まることで外需面では好悪双方の材料が混在する展開が避けられそうにない。一方の内需については、コロナ禍からの景気回復を促す一助となったペントアップ・ディマンドの動きが一巡するなか、物価高と金利高の共存状態が今後も長期化することで実質購買力に下押し圧力が掛かるとともに、金利負担の上昇は企業の設備投資や家計の住宅需要の足かせになり得る。その意味では、今年のアジア新興国については勢いに乏しい展開が続くであろう。

実質 GDP の水準（季節調整値）の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成、一部当社試算