

第一生命経済研究所レポート selection

2023 年 6 月 9 日

団体年金事業部

【四半期特別マーケットレポート】2023 年 7 月以降の市場環境見通し
～株価上昇の背景～

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 7 月以降の市場環境見通し～株価上昇の背景～」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7月以降の市場環境見通し
～株価上昇の背景～

発表日：2023年6月9日（金）

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】

5月末、日経平均株価は3万1千円を超えて取引を終えた。ゴールデンウィーク明けの約2週間で一気に2,000円超の上昇となり、バブル崩壊後の最高値を連日のように更新した。この株価上昇のきっかけとしては、2022年度決算及び株主還元策が投資家の期待を満たしたことが大きい。東証が、PBR（株価純資産倍率）が1倍を割れている企業に対して、資本効率の改善を求めたことに企業が呼応し自社株買いや増配など株主還元策を強化したことで、投資家の日本株に対する評価が上がった形だ。

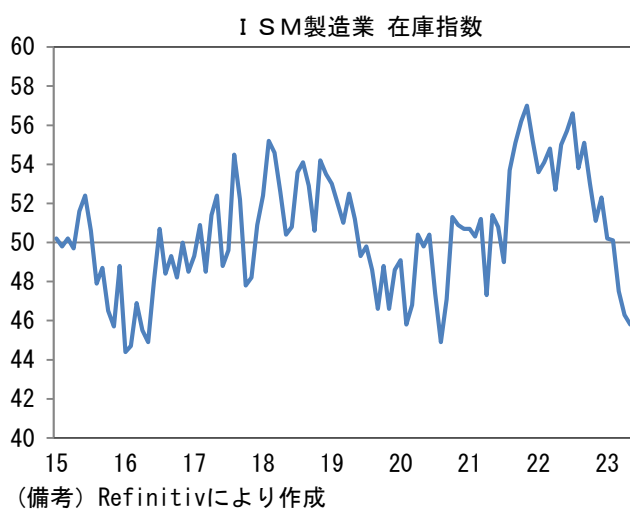
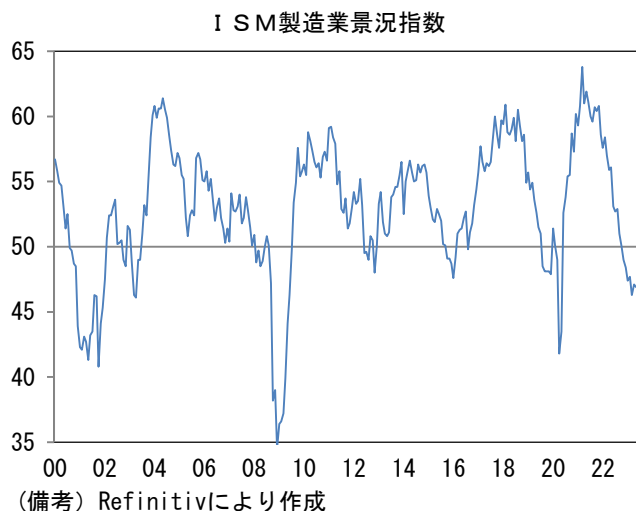
ちなみに、PBR 1倍割れに対する治療薬としての自社株買い（もちろん消却を前提とするもの）は、以下の点において理にかなっていると判断される。これはPBRが1倍を超える企業の自社株買いが、BPS（一株あたり純資産）の減少を通じてPBRの押し上げに寄与してしまうという「副作用」を内包していることを理解すると分かりやすい。PBRが1倍を超えている企業が自社株買いを実施すると、BSに計上されている自己資本よりも高い株価で自己株を取得（買い戻す）するため、そのプレミアム（PBR 1倍超の部分に相当する額）の分だけ自己資本が減少する。そのため自社株買いは、BPSの低下を招き、PBRを追加的に高め、PBRでみた株価バリュエーションを割高にしてしまう効果がある。発行済み株式数の減少に伴ってEPSは増加（PERは低下）し、ROE上昇にも寄与するため、実際の株価にはプラス影響を与えることが多いが、こうした副作用もある。

それに対してPBR 1倍割れの企業による自社株買いは、BSに計上されている自己資本よりも低い株価で自己株を取得するため、そのディスカウント（PBR 1倍割れの部分に相当する額）の分だけ自己資本が増加する。そのためBPS増加に繋がり、PBRを低下させ、PBRでみた株価を一段と割安にする効果がある。同時にEPSは増加（PERは低下）し、ROE上昇にも寄与するため、上記のような副作用はない。もちろん、これとは別の観点から「自社の株価は経営陣が妥当と判断する水準よりも割安である」とのメッセージを送るシグナリング効果や、単純に株式需給の改善に貢献するという効果もある。日経平均採用銘柄の半数超がPBR 1倍割れとなっている現状、自社株買いが株価上昇に効果を発揮したということだろう。

またそれとは別に、ここへ来て世界的に製造業の底打ち感が強まっていることも効いているだろう。世界的な製造活動のサイクルについて筆者は「3月底説」を唱えている。米国経済はFedの金融引き締めの副反応、すなわち銀行貸出態度の厳格化によって企業の資金繰り環境が悪化するという不気味な材料が多くなっている反面、日本株との関係が深い製造業については、そのサイクルに反転の兆しが認められている。5月のISM製造業景況指数は46.9と依然低水準であるが、それでも3月よりは0.6ポイント高い。また1～3ヶ月先の生産活動を読む上で有用な新規受注・在庫バランスに目を向けると、1月を底に反転基調が明確化しつつある。新規受注が停滞する中でも在庫の圧縮が進んだことが背景で、先行きの生産活動が上向き易い環境にあると言える。この間、類似指標の製造業PMIも底打ち感を強めている。

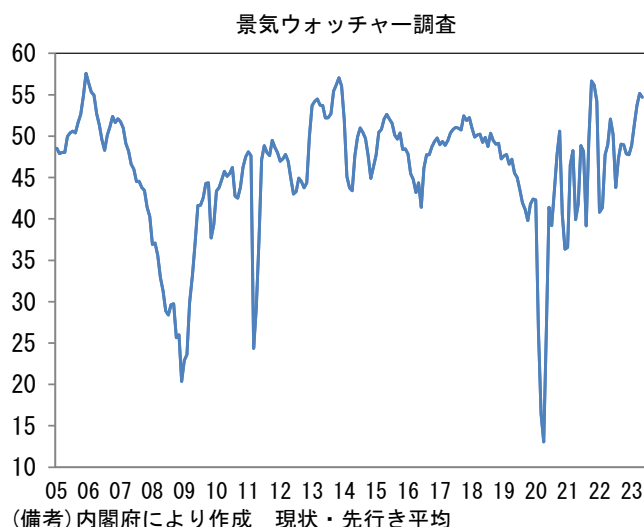
3月底説はIT関連財の生産集積地である台湾にも共通する。台湾の貿易統計によると4月の輸出金額は前年比▲13.3%と依然大幅なマイナスだが、スマホやPC向けの需要が停滞する中でも中国経済の回復等を背景に1～3月期からは回復しており、こちらも3月が「底」になっている。こうした構図は輸出受注統計で

みても同様であった。先行きについてはどうであろうか。そこで鉱工業生産統計の電子部品・デバイス工業における出荷と在庫の伸び率を比較した出荷・在庫バランスをみると、やはり今年に入ってから底打ちの兆しがある。依然として過剰在庫が残存している模様だが、最悪期は脱しているように見え、ダウンサイドリスクは低減していると判断される。今後中国経済が回復力を強めるなど、追い風が吹けば生産活動が底入れする可能性は高まっていく。そうであれば TOPIX の予想EPS（一株当たり利益）は半導体関連が多く含まれる電気機器セクターに牽引され、水準を切り上げていくだろう。

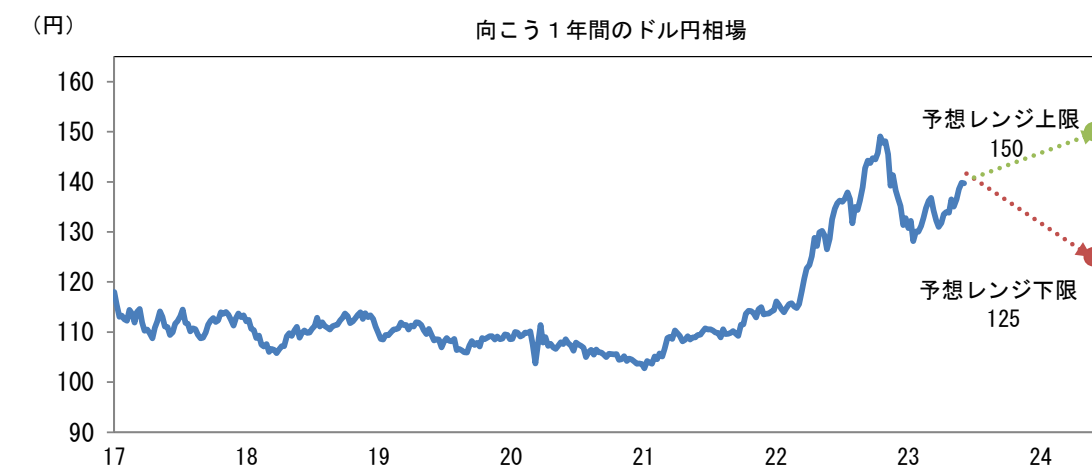


また国内では内需の回復を裏付けるデータが相次ぎ、日本株の魅力を高めている。まず5月の景気ウォッチャー調査は日本の内需が力強さを増していることを印象付ける結果であった。現況判断DIは55.0へと0.4ptの改善を示し、先行き判断DIも54.4となり、双方ともパンデミック発生以降の最高水準付近で推移、2019年水準を明確に上回った。5月のサービス業PMIは55.9と統計開始以来の最高を記録。生活必需品の値上がりによって家計の圧迫は続くが、それでも消費者が貯蓄よりも消費を優先している姿が透けて見える。その背景にあるのは賃金上昇率の高まりと、それによる消費者マインドの改善であろう。連合の集計によればベア相当部分の春闘賃上げ率は約30年ぶりの高水準である2%程度となっており、これが個人消費の源泉であると考えられる。

日本株はこうした好条件が揃って上昇した。先行きは、米国の銀行不安など海外発のダウンサイドリスクに注意は必要だが、国内景気については中国からのインバウンド再開などにも支えられ底堅さを維持するとみられ、投資家の期待を支えよう。日経平均は5月に急上昇した反動もあり、当面は利益確定売りに押されそうだが、それでも3万円を大きく下振れる可能性は低下した。



【市場見通し】



(出所) Refinitivより第一生命経済研究所作成

予想コメント

◇株式

日本株は企業業績の拡大、積極的な株主還元を背景に底堅い展開を予想する。米国の金融引き締めが終盤に差し掛かる中、海外株の下落圧力も和らいでいる。もっとも、欧米景気の減速が想定以上となり輸出・海外売上高が減少、日本企業の収益が圧迫される可能性には留意が必要。

◇ドル円

米国のインフレが峠を越したことで、FRBの利上げ終了は近づきつつある。同時に金融市場参加者は年内の利下げを予想している。日米金利差縮小を見込む投資家のドル売り・円買いが見込まれる。もっとも、日銀の金融緩和が長期化するとの見通しから円売りに拍車がかかる可能性はある。

◇金利

植田総裁は金融緩和の枠組みを維持すると共に緩和継続の方針を示した。もっとも、賃金上昇率が堅調に推移すればマイナス金利撤回を含めた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、インフレ高進を受けたF R Bの積極的な利上げ、米中堅銀行破綻による信用の引き締め等为背景に、リセッションが懸念されている。23年1-3月期の実質G D P成長率（2次推計）が前期比年率+1.3%（10-12月期同+2.6%）と減速した。良好な雇用・所得環境の持続するもと、暖冬により個人消費が急拡大したが、景気の先行き懸念の強まりや需要の鈍化で在庫投資が減少、G D Pを大幅に押し下げた。

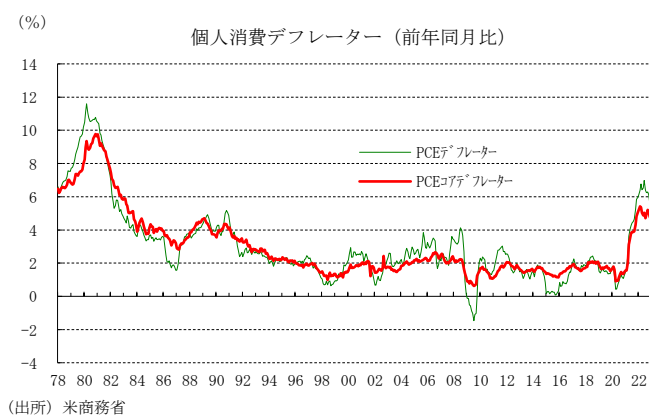
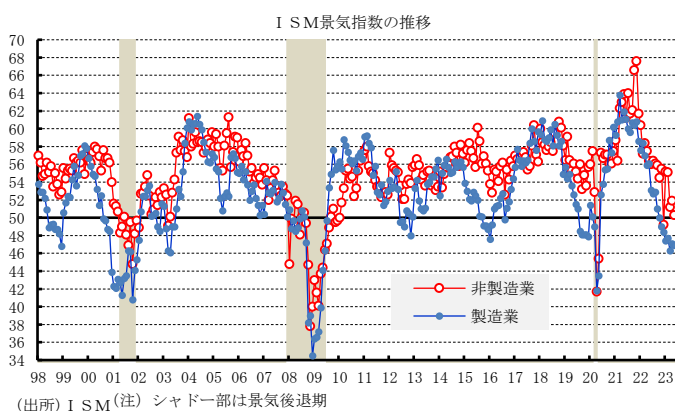
4-6月期に入っても、5月に企業の景況感を示すI S M景気指数で、製造業が46.9と調整を続けたほか、非製造業が50.3まで低下し50割れに近づいた。一方、5月の非農業部門雇用者数は3ヵ月移動平均で前月差+28.3万人（4月同+25.3万人）、6ヵ月移動平均で同+30.2万人（同+29.3万人）と21年8-11月をピークに減速傾向を辿っているものの、堅調な増加ペースを維持している。また、失業率は、失業者の増加により5月に3.7%（前月3.4%）と大幅に上昇したものの、自然失業率と推測される4.0%を下回っている。

インフレ環境（前年同月比）では、4月のP C Eデフレーターが+4.4%（3月+4.2%）、P C Eコアデフレーターが+4.7%（3月+4.6%）と上昇した。F R Bが賃金インフレとの関係で注目している住居、医療、金融・保険を除いたサービスが低下した一方、賃貸料、帰属家賃が上昇した。P C Eは、22年6月の+7.0%をピークに低下傾向を辿っているが依然高い上昇率にとどまっているほか、P C Eコアは、22年3月の+5.4%をピークに低下しているものの低下ペースが鈍い。

米中堅銀行の破綻では、全預金の保護や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」の設定等の対応によって、資産価格の急落や、信用不安の広がりを抑制できた。ただし、銀行は融資基準を厳格化しており、需要の押し下げ要因となろう。また、債務上限問題に関して、今後2年間の非国防裁量的歳出への上限設定や、2025年1月1日までの債務上限の適用停止などを含む「2023年財政責任法」が超党派の支持を得て6月3日に成立した。史上初のデフォルトは回避されたが、23年10月以降の非国防裁量的歳出が抑制されるため、若干ではあるが経済成長の押し下げに働こう。

23年の米国経済成長率は、高いインフレ、F R Bの大幅利上げのほか、一部の歳出抑制、中堅銀行の破綻などを受けた信用状況の引締めによって、押し下げられよう。一方、21年インフラ投資・雇用法、22年インフレ抑制法による関連需要の拡大が予想されるほか、これらの政策の優遇措置を企業が受けるには、米国国内での生産比率、米国製品の調達比率などの条件を達成しなければならないため、米国でのインフラ、環境、半導体関連の投資や生産の拡大が見込まれる。以上より、米国経済は深刻な景気後退を回避しよう。

F R Bは、5月のF O M CでF F レート誘導目標を5.00~5.25%に引き上げたうえ、声明文から次回会合での追加利上げを予想する文言を削除、6月の次回会合での利上げ休止の可能性を示した。6月以降、信用状況の引き締まりの影響など毎会合データで追加の利上げが必要か否か判断を行う方針を明確化した。6月のF O M Cでこれまでの利上げや信用の引締めの影響を見極めるため利上げを休止するとみられるが、7月以降、インフレの鈍い低下を背景に小幅の追加利上げを決定する可能性がある。ただし、F O M C参加者の予想中央値に近いインフレの低下、銀行の融資基準の厳格化、経済成長の鈍化が続けば、F R Bは利上げを終了すると見込まれる。利上げ終了後も、失業率が4%台の低い水準で推移するとみられるほか、P C Eコアデフレーターが粘着性の高いサービス価格の上昇によって23年末でも前年比+3%台後半への低下にとどまるとみられ、F R Bは政策金利の据え置きを忍耐強く、長期間に亘り継続する公算が大きい。



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。

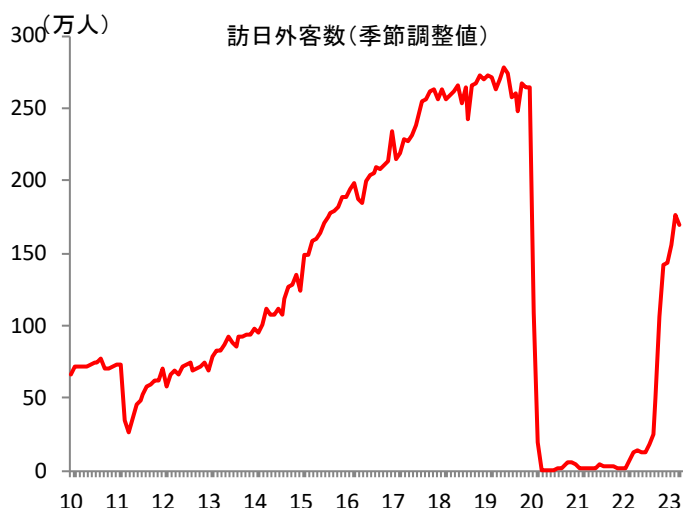
【景気の現状と展望（日本）】

2023年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.7%の高成長となった。世界的な製造業部門の不振や海外経済減速の影響から財輸出が大幅に落ち込んだことが足を引っ張った一方、個人消費の持ち直しやインバウンド需要の増加が押し上げ、GDP全体では持ち直す形となった。個人消費は、新型コロナウイルスの感染第8波が落ち着いたことに加え、ウィズコロナが一段と進展したことで消費者の慎重姿勢が和らいだことが影響し、物価高のなかでも高い伸びになった。また、インバウンド需要は前期比+67.0%と急増し、実質GDPを前期比年率で+1.1%Ptも押し上げるなど、今回の高成長に大いに貢献している。このように、外需の下押しをコロナ禍からの経済活動正常化の流れが上回ったことで、1-3月期の景気は持ち直した。

先行きについても、景気は緩やかに回復すると予想する。牽引役となるのはやはりインバウンド需要の復活とサービス消費の持ち直しである。これまで続けられていた水際対策が終了したことで訪日へのハードルは下がっており、今後は外国人観光客のさらなる増加が期待できる。足元で低水準にある中国人観光客も次第に持ち直しに向かうとみられ、今後もインバウンド需要の増加が景気の下支え要因となる。また、5月8日より新型コロナウイルスの感染症法上の分類が、これまでの2類相当から季節性インフルエンザと同じ5類に引き下げられたことに象徴されるように、コロナ禍からの正常化の動きは強まる方向にある。濃厚接触者の外出制限が撤廃されることや、感染時にも幅広い医療機関で受診できるようになることなどは、消費者の慎重姿勢を和らげ、ウィズコロナを一層進展させることに繋がる。出遅れていたサービス消費の持ち直しが見込まれることで、物価高が続くなかでも個人消費は回復の動きを続ける可能性が高い。

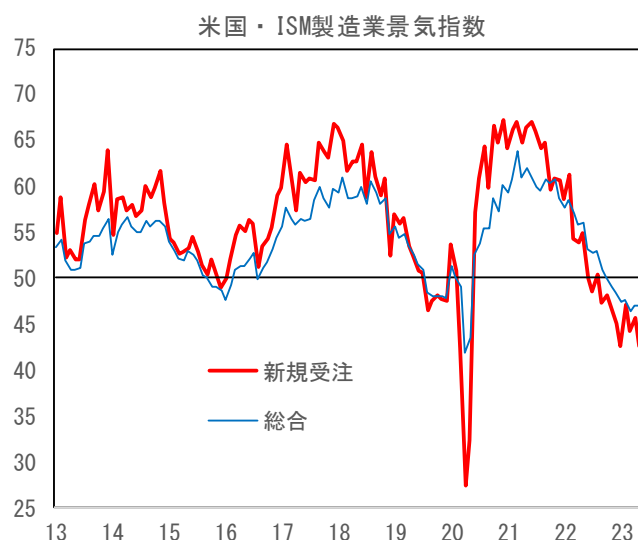
一方、低調な外需が引き続き成長を抑制する。世界的な財需要の低迷は続いており、製造業部門は未だに悪化傾向にある。景気見通しの悪化に伴い発注が手控えられているほか、需要が財からサービスにシフトしていることも影響している。グローバルな製造業の動向に影響されやすい日本からの輸出は今後も下押し圧力を受ける。こうした製造業部門の悪化に加え、利上げの効果が顕在化することも今後の世界景気を下押しする。米国景気は足元で依然底堅さを保っているが、過去の利上げの累積的な悪影響がタイムラグをもって顕在化することを考えると、景気は先行き下押しされるだろう。既に銀行の融資基準が大幅に厳格化されていることを踏まえれば、今後の企業向け融資の縮小を通じて設備投資が抑制される可能性も高い。海外経済の減速が予想されるなか、日本への悪影響も避けられず、財輸出は今後も低調に推移すると予想している。

このように、サービス消費の拡大やインバウンド需要の持ち直しに代表されるコロナ禍からの経済活動正常化の動きが続くことから、今後も景気は回復基調で推移するとみられるが、外需の下押しにより成長ペースは抑制される。景気の回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。



(出所) 日本政府観光局「訪日外客数」

(注) 季節調整は第一生命経済研究所



(出所) 米供給管理協会

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。見通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（欧州）】

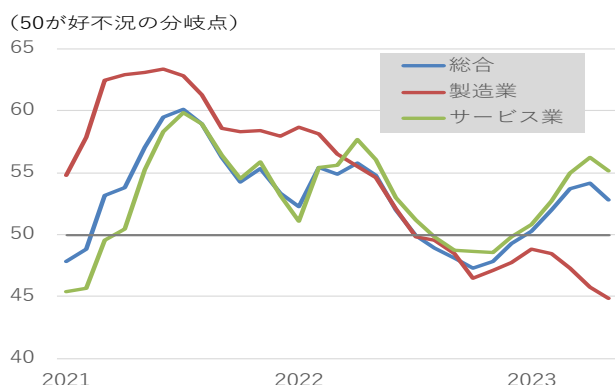
欧州経済は冬場のエネルギー危機を回避したことによる先行き不透明感の後退やインフレ率のピークアウトを受け、緩やかな回復軌道が続いている。1～3月期のユーロ圏の実質国内総生産（GDP）は前期比+0.1%と前期の落ち込み（同▲0.1%）を取り戻し、テクニカル・リセッション（2四半期連続のマイナス成長）入りを免れた。代表的な企業景況感である購買担当者指数（PMI）は、製造業とサービス業の合成指数でみて、年明け以降、5ヶ月連続で好不況の分岐点である50を上回っている。利上げ効果の浸透や中国景気の足踏みを反映し、製造業の業況判断が振るわない一方、新型コロナウイルスの感染収束後の経済活動再開や観光需要の回復などを背景に、サービス業の業況判断が上向いている。4～6月期入り後も景気の緩やかな拡大基調が続いているが、昨年7月以降の利上げ効果が徐々に顕在化しつつある。銀行への聞き取り調査によれば、貸出基準を厳格化するとともに、企業の資金需要が減少しているとの回答が増えている。

先行きはこれまでの利上げ効果の浸透により、住宅投資や設備投資の下押し圧力が強まる一方、インフレ率の鈍化や賃上げ加速を受け、家計の実質購買力の目減りや企業収益の圧迫が徐々に緩和に向かうとみられ、景気は緩やかな回復軌道が続ける公算が大きい。財政面では、コロナ危機後の経済復興に必要な財政資金を欧州連合（EU）の加盟国に提供する欧州復興基金が引き続き、南欧や東欧諸国の投資拡大を後押ししよう。EUはコロナ危機やウクライナ危機の時限措置として、加盟国に対する財政規律の適用を全面的に停止してきた。来年以降は規律を見直したうえで適用を再開する方針で、欧州諸国の財政運営は徐々に引き締め方向にシフトすることが予想される。ユーロ圏の実質経済成長率は2023年に+0.8%、2024年に+1.1%と、1%台後半の潜在成長率を下回る緩慢な成長にとどまる見通しだ。

昨年秋に前年比で2桁台に乗せたユーロ圏の消費者物価は、徐々に上昇率が鈍化してきている。エネルギー価格の押し上げ剥落により、5月のインフレ率は同+6%台に低下した。変動の大きい食料やエネルギーなどを除いたコア物価は同+5%台で高止まりが続いているが、こちらも今年3月を境に僅かに上昇率が鈍化に向かっている。先行きは、企業の価格転嫁が遅れて他の商品・サービス価格に反映されることや、最近の労使交渉での高めの賃上げ妥結が向こう数年にわたって賃金上昇をもたらすとみられ、当面は物価の高止まりが続くそうだが、ただ、エネルギー価格に続き、食料品価格の高騰による物価の押し上げも近く剥落するとみられ、インフレ率は2023年末に同+3%前後、2024年末に同+2%前後に鈍化する展開が予想される。

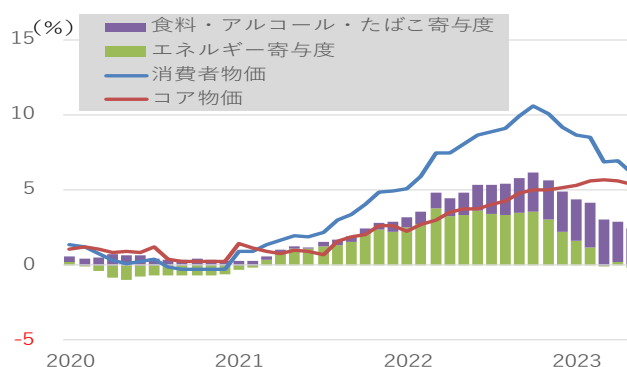
欧州中央銀行（ECB）は、昨年7月の利上げ開始以降、7回連続で累計375bpの利上げを実施してきた。また、昨年3月にコロナ危機時に開始した「パンデミック緊急資産買い入れプログラム（PEPP）」、同年7月にはコロナ危機以前から続けてきた「資産買い入れプログラム（APP）」の新規買い入れを停止したことに加えて、今年7月からは満期償還時のAPPの再投資を停止し、量的引き締め（QT）を本格化する。利上げ開始時点でマイナス圏にあった下限の政策金利（預金ファシリティ金利）は3.25%に引き上げられた。ECBは中期的な物価安定の達成には更なる利上げが必要と説明しており、6月と7月の理事会で25bp刻みの利上げを決定し、預金ファシリティ金利を3.75%に引き上げると予想する。物価の高止まりが長期化した場合、政策金利の最終到達点（ターミナルレート）が更に高くなるリスクも払拭できない。

ユーロ圏の購買担当者指数（PMI）の推移



注：総合は製造業の産出指数とサービス業PMI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

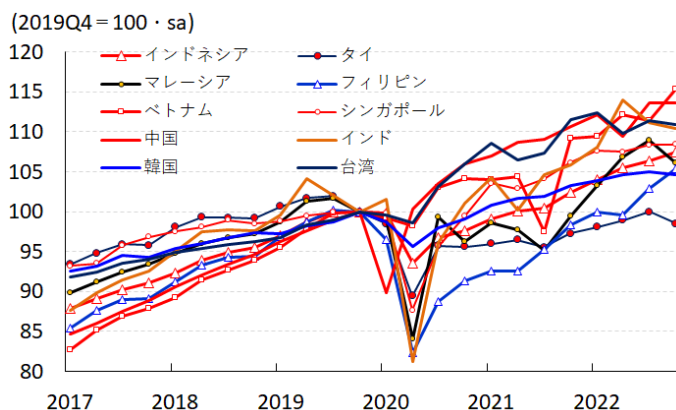
【景気の現状と展望（中国・アジア新興国）】

中国経済を巡っては、昨年末以降に当局がゼロコロナ終了への戦略転換に舵を切ったことで経済活動の正常化が進むとともに、国境再開により国内外で人の移動が自由となり、コロナ禍で混乱したサプライチェーンの修復が進むなど景気の底入れを促す動きが確認された。しかし、欧米など主要国を中心とする世界経済の減速懸念に加え、米中摩擦なども重なり、世界経済との連動性が比較的高い製造業を中心に企業マインドは早くも頭打ちしている。さらに、戦略転換を受けて大幅に改善したサービス業の企業マインドも頭打ちしており、コロナ禍で悪化した若年層を中心とする雇用回復が遅れるなど、景気の『息切れ』を示唆する動きもみられる。なお、一昨年末以降の中銀による断続的な金融緩和を追い風に足下の中国金融市場は『カネ余り』が意識されやすく、景気を押し上げることが期待されやすい状況にある。しかし、中国当局は余剰資金が不動産市場に流入してバブル化することを警戒する姿勢を崩さず、結果的に不動産セクターを巡る不透明感が投資活動の足かせとなり、景気の重石となる展開が続くと予想される。人口規模の大きさは、経済活動の正常化によるペントアップ・ディマンドの発現も含めて世界経済に影響を与えると期待されるが、若年層を中心とする雇用不安は家計部門の節約志向の高さに繋がっており、過去のような景気回復を期待することは難しくなっている。

その他のアジア新興国については、金利高と物価高が共存する状況が家計消費をはじめとする内需の足を引っ張る懸念はくすぶるものの、商品高の動きは一巡しているほか、国際金融市場における米ドル高の一服も重なり、各国においてインフレが鈍化する動きが顕在化している。他方、経済活動の正常化による賃金上昇圧力の高まりを受けて、コアインフレ率は高止まりする動きが確認されており、依然としてインフレ収束にはほど遠い状況が続く。一部の国では利上げ局面の休止に動く流れもみられるが、インフレ圧力がくすぶるなかで各国中銀は難しい対応を迫られる局面が続いている。なお、中国依存度が高いASEANを中心に財・サービスの両面で外需が押し上げられることは期待される。しかし、欧米など主要国を中心とする世界経済の減速懸念に加え、米中対立の動きは世界貿易の足かせとなると見込まれるなど、経済構造面で外需依存度が高い国々を中心に景気の足を引っ張られる可能性はくすぶる。利上げの累積効果が家計消費など内需の重石となる動きもみられ、各国は景気下支えに向けた財政支援の動きを強化している。しかし、こうした動きは短期的にみれば景気にプラスとなるも、財政悪化などファンダメンタルズの悪化を招くほか、クラウドニング・アウトにより中長期的な観点から潜在成長率の低下を招く懸念があることに留意する必要がある。

また、国際金融市場では引き続き米FRB（連邦準備制度理事会）による一段の利上げ、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くすぶっており、こうした状況を反映してアジア新興国で資金流出の動きが再燃する可能性はくすぶる。他方、インフレ鈍化を受けて各国の実質金利は上昇すると見込まれるなか、金融市場におけるリスク許容度が高まれば高い収益を求める資金がアジアをはじめとする新興国に回帰することも考えられる。ただし、実質金利の上昇は金融環境のタイト化を招いて景気の足を引っ張ることは避けられない一方、米FRBが長期間に亘り高金利政策を維持すると見込まれるなか、各国にとっては自国通貨安を通じた輸入インフレの再燃を招く懸念から金融緩和に動くハードルは高く、景気動向に関係なく金融政策を引き締め方向に固定せざるを得ない展開も予想される。なお、米ドル高による対外債務負担の増大リスクは後退しているものの、金利高による金利負担が増大することは避けられず、主要な新興国以外においては引き続き債務問題に再び注目が集まる懸念もくすぶる展開が予想される。そうした状況は間接的にアジア新興国への資金流入の足を引っ張ることが見込まれ、経常赤字を抱えるなど資金過小状態にある国々を中心に景気の重石となる状況が続くなど、勢いの乏しい展開が続くことは避けられないであろう。

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