

第一生命経済研究所レポート selection

2023 年 9 月 12 日

団体年金事業部

【四半期特別マーケットレポート】2023 年 10 月以降の市場環境見通し
～名目 GDP と株価の関係～

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 10 月以降の市場環境見通し～名目 GDP と株価の関係～」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

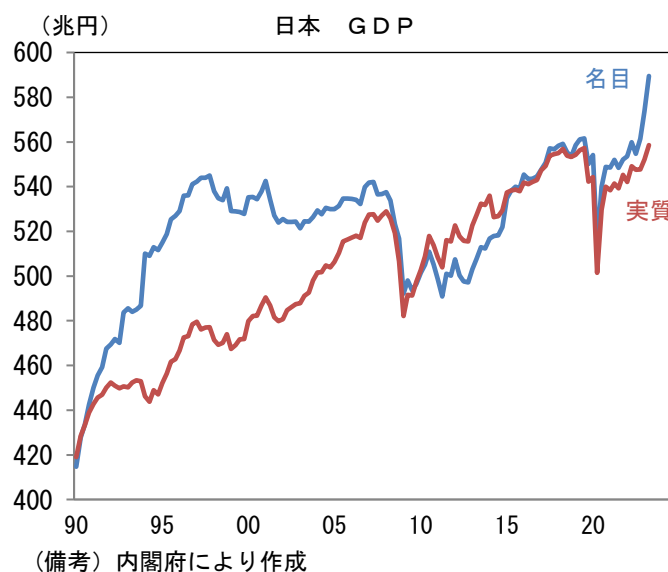
テーマ：2023年10月以降の市場環境見通し
～名目GDPと株価の関係～

発表日：2023年9月12日（火）

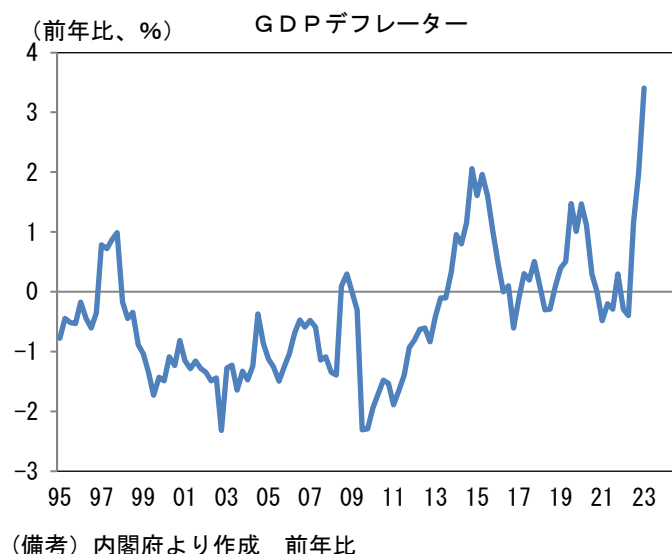
第一生命経済研究所 経済調査部

【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】

2023年の株価大幅上昇は、東証による資本効率改善要請に企業が呼応したこと、米国経済が景気後退入りを回避するとの見通しが支配的になったことなど様々な要因で説明されるが、それとは別の角度から説明することもできる。それは名目GDPの拡大である。名目GDPは長らく続いたデフレ経済の下で伸び悩み（日本がデフレ入りする前のピークだった）1997年水準を回復するのに約20年の歳月を費やしたが、過去10年程は拡大傾向にあり、特に2022年以降は大きく伸びている。2023年4-6月期の名目GDP（2次速報値）は前期比年率+11.4%と大幅な伸びを記録し、水準は589兆円に到達。前年比でも+5.3%と強く伸び、一気に600兆円の大台に急接近した。ちなみに世間一般で圧倒的に注目度の高い実質GDPは前期比年率+4.8%、前年比では+1.7%の成長であった。



実質GDPよりも名目GDPの伸び率の方が高いのは、付加価値の単価とも言うべきGDPデフレーターが前年比+3.5%へと伸びを高めたことによるものだ。ここでGDPデフレーターについて簡単に解説をすると、一言で言えば「交易条件を加味した物価指標」である。交易条件とは海外と取引する際に生じる「損・得」、すなわち貿易での稼ぎやすさを示す指標の一つで、それは輸出価格を輸入価格で割った相対価格で数値化される。こうした点において、同じ物価指標でも、単純に表面価格を集計して作成される消費者物価、企業物価などとは性質が異なる。



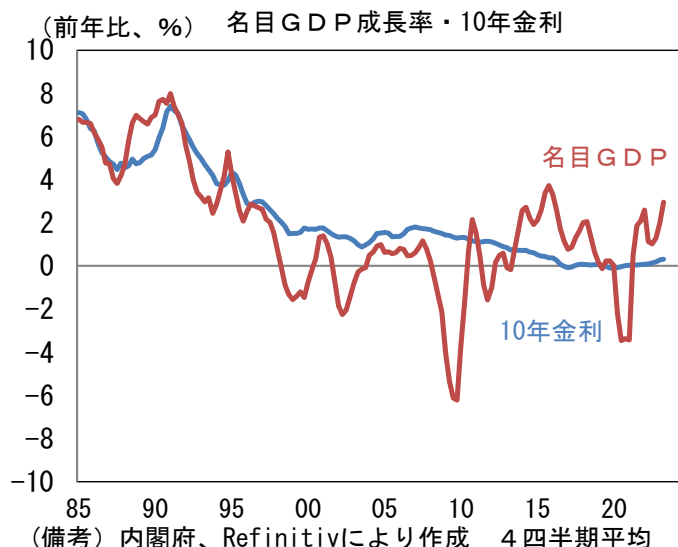
その交易条件を変動させる、最も代表的な原油が上昇した場合にGDPデフレーターがどう動くかを例にとって説明する。先に結論を述べると、通常は原油価格上昇を完全に価格転嫁できないため、輸入デフレーター上昇によるGDPデフレーター全体への下押し効果よりも個人消費や設備投資などその他項目の押し上げ効果が低くなり、結果的にGDPデフレーターは低下する。これを理解するためには、GDP統計において「輸入」が控除項目であり、符号が逆転するという計算方法を知る必要がある。GDP、すなわち国内総生産の作成において、海外で生産された輸入品は控除する必要があるからだ。したがって輸入が増加すれば、その分だけ国内総生産は減少するように計算される。似たような考え方で、輸入デフレーターが上昇すると、その分だけGDPデフレーターが低下するように計算される（外から来たインフレを取り除くイメージ）。ゆえにGDPデフレーターは国内で生じる物価上昇圧力を計測するのに適している。

原油を輸入に頼る日本において、原油価格上昇は交易条件の悪化そのものであるから、日本全体の付加価値の総額は圧迫され、GDPデフレーターは低下する。換言すれば、原油価格上昇に由来する外生的なコストプッシュ型インフレは国内において付加価値デフレの状況を生み出すということだ。反対に2023年4-6月期のように原油価格が下落すると、GDPデフレーターは上昇することが多い。このような付加価値の総額を膨らませるインフレは「良質」なものと捉えることができる。

GDPデフレーターがプラスの状態は企業収益の拡大をもたらし、株価上昇に貢献する。そもそもGDPが付加価値、すなわち企業の粗利益の合計に近い概念であることを踏まえると、名目GDPが増加する局面で企業収益が拡大するのは当然の帰結かもしれない。それゆえに企業収益の通信簿である株価と名目GDPには長期的な連動性が確認できる。ここで改めて名目GDPと株価の関係を超長期に俯瞰してみると、1950年代から1990年代前半まで名目GDPが順調に拡大するのに沿って株価は右肩上がりに上昇してきた。しかしながら、バブル崩壊とその後の低成長で名目GDPが停滞した1990年後半から2010年代前半にかけて株価は水準を切り下げ、日経平均株価は4万円近い水準から1万円割れまで沈んだ。実は、この間に実質GDP成長率は何とかプラス圏を維持したが、株価は上昇しなかった。このことはデフレ的状況の中で名目GDPが増えないと、株価は長期停滞を強いられるという、一つの実証データになった。こうして考えると、名目GDPが拡大基調にある中、日経平均株価が3万円の大会を回復したことに合点がいく。

株価を考える上では、名目GDP成長率のみならず、金利を加味する必要がある。そこで名目GDP成長率と長期金利に注目すると、現在その差は拡大基調にある。冒頭で示した通り、日本の4-6月期名目GDP成長率は前年比+5.3%（実質成長率+1.7%、GDPデフレーター+3.5%）であるのに対して、10年金利は0%台半ばから後半である。通常、いわゆるフィッシャー式に基づくと、名目長期金利は「期待実質成長率

（ \equiv 潜在成長率）＋予想インフレ率」で決まるため、自ずと名目GDPに近い数値となる。しかしながら、中央銀行が緩和的な金融政策を講じる下では長期金利が抑制され、「名目GDP成長率＞金利」という構図になることが多い。この状態はマクロ的に見た場合、調達コスト（借入金利）以上の成長機会（投資案件）が至る所に転がっていることを意味する。もしその状態が長く続く、或いはそう確信するなら、企業は借入れを増やし投資を拡大し、同時に投資家は株式の購入を進めるのが最適解になる。過剰投資がマクロレベルで発生した平成バブルをこうした文脈で説明することも可能だろう。



先行きはどうであろうか。日銀が明確な金融引き締めには転じない限り「名目GDP成長率＞長期金利」の構図が続くと判断される。向こう数四半期のGDPは海外経済の減速に伴う下押し圧力を受けるものの、資源価格が安定する下、国内の人手不足による構造的な賃金上昇圧力を背景にGDPデフレーターは上昇し易い状態が続くと見込まれ、結果的に名目GDPは（実質GDPを上回る）拡大を続けると見込まれる。「名目GDP成長率＞長期金利」の状態が長く続くほど、企業は積極的な実物投資を敢行し、同時に投資家はリスク資産への比重を高める。こうした緩和的な金融環境と名目GDPの拡大が続く以上、中長期的な目線で株価に弱気になる必要性は乏しい。

【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になったり、中国の景気回復が期待外れに終わったりする可能性には注意が必要。

◇ドル円

米国のインフレは峠を越したものの、FRBの金融引き締めが終了したかは定かではない。将来的には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が、その時期は利上げ終了を待つ必要がある。また日銀の金融緩和が続くとの見通しから円売りが再開する可能性もある。

◇金利

日銀はイールドカーブコントロールの修正に着手し、長期金利の変動許容幅を従来の0%±0.5%から±1.0%に拡大した。今後、賃金上昇率が加速し、日銀が持続的な物価上昇に自信を深めれば、マイナス金利の撤回に踏み切る可能性が高まる。その時期は2024年後半を想定する。

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）】

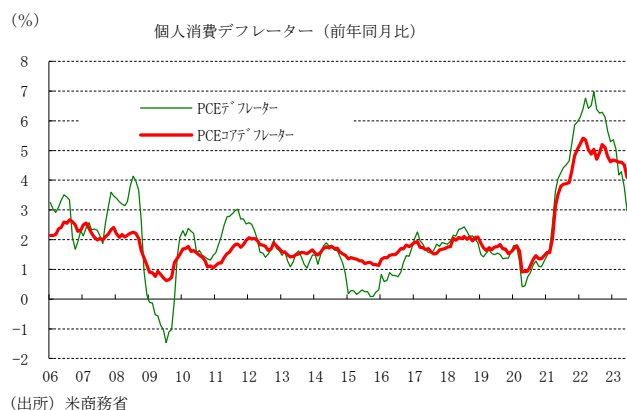
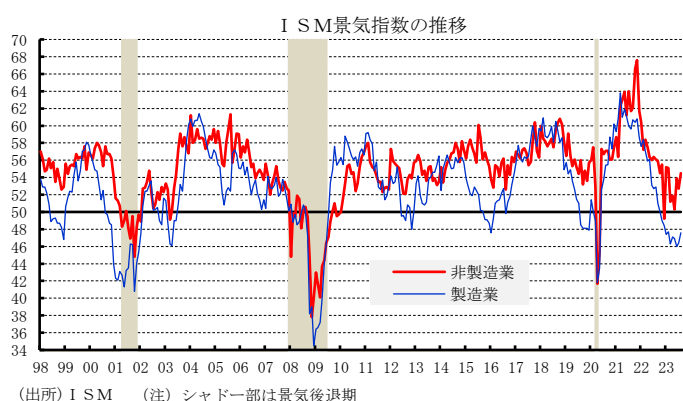
米国経済は、インフレ高進、その抑制のためのFRBの大幅利上げにもかかわらず、労働市場の需給逼迫を背景に、堅調さを維持している。23年4-6月期の実質GDP成長率（2次推計）は、前期比年率+2.1%（1-3月期同+2.0%）と小幅加速した。設備投資が加速したものの個人消費の鈍化によって、国内最終需要は前期比年率+2.3%（1-3月期同+3.5%）と減速した。しかし、在庫調整の進展に伴う在庫投資のGDP押し下げ寄与が縮小したため、GDP成長率は小幅加速した。この結果、23年前半の実質GDP成長率は年率+2.0%と減速したが、潜在成長率と推測される+1.8%を引き続き上回った。

7-9月期に入っても、企業の景況感を示すISM景気指数で、製造業が8月に47.6（7月46.4）と調整を続けている一方、非製造業が8月54.5（7月52.5）と拡大を示す水準を維持し、緩やかな景気減速を示している。このようなもと、8月の非農業部門雇用者数は、映画俳優労組によるストライキ、トラック輸送企業の倒産などの押し下げ要因があったなかで、前月差+18.7万人（7月同+15.7万人）と加速し、堅調さを維持した。また、3ヵ月移動平均で前月差+15.0万人（前月同+18.1万人）、6ヵ月移動平均で同+19.4万人（前月同+20.4万人）と、基調としては21年8-11月をピークに減速傾向を辿っているが、依然堅調なペースを維持している。また、失業率（家計調査）は、3.8%（前月3.5%）と労働市場への再参入者の増加によって上昇したが、依然として自然失業率と推測される4.0%を下回る低い水準にとどまっている。

インフレ環境（前年同月比）では、7月のPCEデフレーターが+3.3%（6月+3.0%）、PCEコアデフレーターがサービスの高い上昇によって+4.2%（6月+4.1%）と上昇した。PCEコアは、22年3月の+5.4%をピークに低下しているものの、鈍いペースにとどまっている。

23年後半の米国経済は、高インフレを受けたFRBの大幅利上げのほか、市場金利の上昇、米中堅銀行の破綻などを受けた信用状況の引締まり、一部の歳出抑制、世界経済の減速によって、押し下げられよう。一方、雇用・所得の増加、供給制約の緩和、資産残高の増加、内外での人の移動の活発化等を背景に、個人消費が底堅く推移するとみられるほか、設備投資はエネルギー・環境関連、国防関連の強い需要によって堅調に推移すると想定される。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、米国内での生産比率、米国製品の調達比率などアメリカファースト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。また、地政学的なリスクの高まりが世界的な軍拡に繋がっており、軍需関連製品の需要拡大が予想される。以上を勘案すると、23年の実質GDP成長率は前年比+2.0%と22年の同+2.1%から小幅鈍化にとどまり潜在成長率（+1.8%）程度の成長となる可能性が高い。

FRBは、労働市場の逼迫の緩和が継続するなか、8月PCEコアデフレーターが2ヵ月連続で前月比+0.2%にとどまったほか、8月のCPIコアは小幅低下すると見込まれることから、FRBは9月のFOMCで政策金利を一旦据え置くと予想される。ただし、コアインフレの鈍い低下、7-9月期の実質GDP成長率の高い伸びが見込まれていること等を背景に、追加利上げの可能性を維持する公算が大きい。コアインフレがFOMC参加者の予想を上回って低下を続ければ、FRBは7月の利上げを最後に政策金利の据え置きを継続すると予想される。一方、コアインフレの低下がFOMC参加者の6月予想程度にとどまれば、11月のFOMCでFRBは25bpの追加利上げを実施し、その後24年半ばにかけて忍耐強く据え置きを続けると見込まれる。



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4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.8%と、1-3月期の前期比年率+3.2%に続いて2四半期連続で非常に高い成長率となった。もっとも、内容を精査すると懸念材料もあり、手放しでは喜べない。この高成長のうち+4.5%Ptは輸入の大幅減少による押し上げによるものだが、輸入の減少は内需の弱さの裏返しであり、前向きな評価はできない。また、内需の弱さも懸念材料だ。内需の柱である個人消費は、設備投資がそれぞれ減少に転じたことで、内需寄与度は前期比年率▲2.4%Ptと落ち込んだ。このように、2四半期連続の高成長ではあるものの内容は今一つで、割り引いて考える必要がある。実態としては、景気の緩やかな回復傾向が続いているとの評価が妥当だろう。

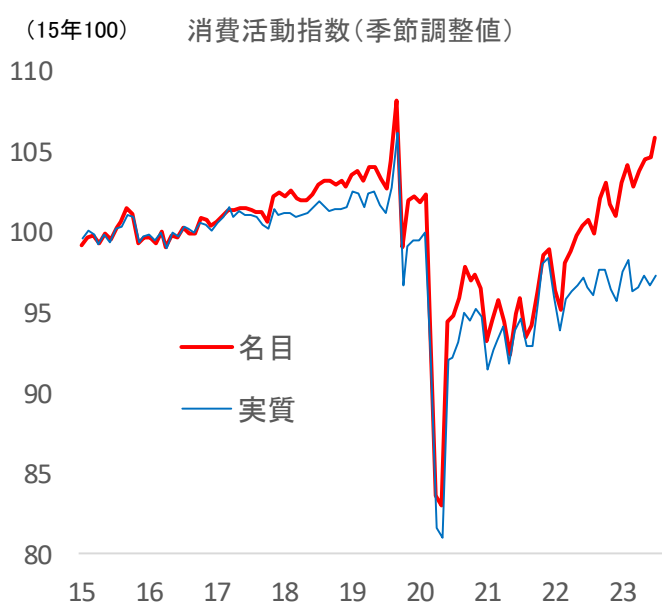
23年前半は予想を上回る高成長となったが、こうした伸びは続かない。23年後半は、前半の高成長から一転し、低成長にとどまると予想する。

個人消費は先行き緩やかな増加を見込む。経済活動正常化の流れは変わっておらず、出遅れていたサービスを中心に回復を続ける可能性が高い。もっとも、これまで回復が続いていた個人消費の増勢に足元で陰りが見える点は懸念される。個人消費はこれまで、コロナ禍で水準を大きく落としたところからの正常化の力が働いていたことで回復してきたが、消費水準が戻ってきたことで、こうした押し上げ効果が弱まりつつある可能性がある。先行きは消費の伸びがペースダウンする可能性が高く、緩やかな増加にとどまるだろう。

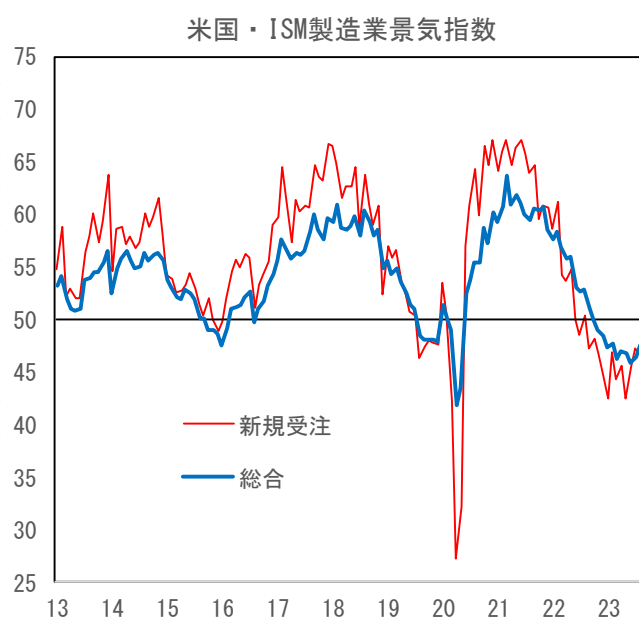
外需は低調な推移が予想され、今後の成長率を抑制する要因となる。世界的な財需要の低迷は続いており、製造業部門は未だに悪化傾向にある。グローバルな製造業の動向に影響されやすい日本からの輸出は今後も下押し圧力を受ける。加えて、利上げの効果が顕在化することも今後の世界景気を下押しする。米国景気は足元で依然堅調に推移しており、先行きもリセッションに陥る可能性は低いが、過去の利上げの累積的な悪影響がタイムラグをもって顕在化することを考えると、景気が減速することは避けられない。日本への悪影響も避けられず、財輸出は低調に推移すると予想している。

大きな流れとしては、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が、外需の下押しにより成長ペースは抑制される。景気は緩やかな回復にとどまるだろう。

一方、24年度には、世界的な製造業の調整局面は一巡すると予想される。在庫調整の終了により製造業の生産悪化にも歯止めがかかり、景況感も上向く。日本からの財輸出も持ち直しに転じる見込みだ。こうした状況を受け、企業の設備投資意欲も持ち直すだろう。個人消費は緩やかな伸びにとどまる一方、輸出が持ち直しに転じることで、24年度の景気は上向く見込みだ。



(出所) 日本銀行「消費活動指数」



(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（欧州）】

欧州経済は物価高による景気の下押しが続いていることや、これまでの利上げ効果の浸透により、緩慢な成長が続いている。ユーロ圏の実質国内総生産（GDP）は昨年10～12月期に前期比▲0.1%と2020年10～12月期以来のマイナス成長を記録した後、1～3月期、4～6月期が揃って同+0.1%にとどまり、低空飛行が続いている。国別には、域内で最大の経済規模を誇るドイツ経済の足踏みが、全体の足を引っ張っている。ドイツ経済は昨年10～12月期以降、2四半期連続のマイナス成長（テクニカル・リセッション）に陥った後、4～6月期もゼロ成長にとどまった。重要な輸出先である中国経済の低迷が持続していることに加えて、ロシアからの安いエネルギーを使って高付加価値の製品を作り、それを輸出する経済モデルが綻びをみせている。

7～9月期入り後のユーロ圏景気には、一段と下押し圧力が強まっている。代表的な企業景況感であるユーロ圏の購買担当者指数（PMI）は、製造業とサービス業を合成した総合指数で、6月に6ヶ月振りに好不況の分岐点である50を割り込んだ後、3ヶ月連続で悪化モメンタムが加速している。先行して落ち込んでいた製造業に加えて、これまで底堅さを保っていたサービス業の業況も悪化し、50割れに転落した。最近ではGDPとPMIの連動性がやや薄れているとは言え、年後半の景気低迷が示唆される。

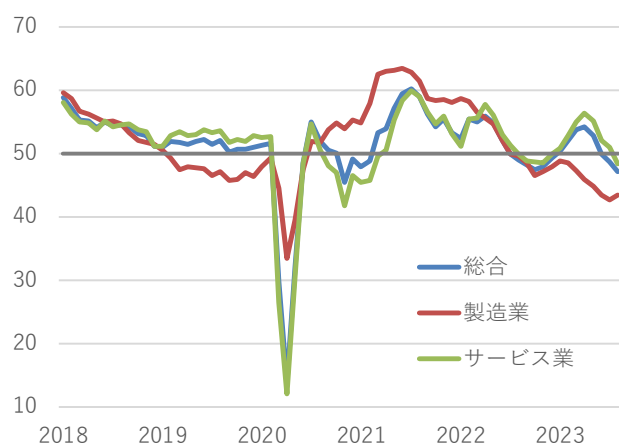
この間、ユーロ圏の消費者物価は昨年10月の前年比+10.6%をピークに上昇率が鈍化傾向にある。8月は同+5.3%とピーク時対比で半減したが、引き続き中期的な物価安定である2%を大きく上回っている。資源価格の上昇一服でエネルギー価格の押し上げが剥落しているものの、食料品価格の高騰が続いているほか、変動の大きい食料やエネルギーなどを除いたコア物価も高止まりしている。

先行きは、物価上昇率の鈍化で家計の実質購買力の目減りや企業収益の圧迫が緩和に向かう一方で、利上げ効果の更なる浸透で住宅需要や設備投資が下押しされるため、景気は低空飛行を続ける公算が大きい。過去数年のユーロ圏経済は、危機時対応による各国の財政出動、財政規律の全面的な適用停止、欧州復興基金を通じた財政資金の拠出開始により、景気を押し上げてきた。今後は財政規律の適用が再開され、各国の財政運営はやや緊縮的となるほか、復興基金の追加拠出も全般に遅れがちとなりそうだ。

こうした状況下、インフレ圧力の高まりを警戒し、欧州中央銀行（ECB）は、昨年7月以来、大幅な利上げを続けてきた。利上げ開始時に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、2000年代初頭に記録した過去最高圏に並んでいる。これまでの金融引き締め効果の浸透で景気にブレーキが掛かっており、利上げは最終局面に差し掛かっている。同時にピークアウト後も物価は高止まりし、人手不足を反映した賃金上昇圧力や企業の価格転換の動きも続いている。したがって、当面は景気や物価動向にらみで追加利上げの可能性を排除しないが、利下げ転換は来年以降になると予想する。

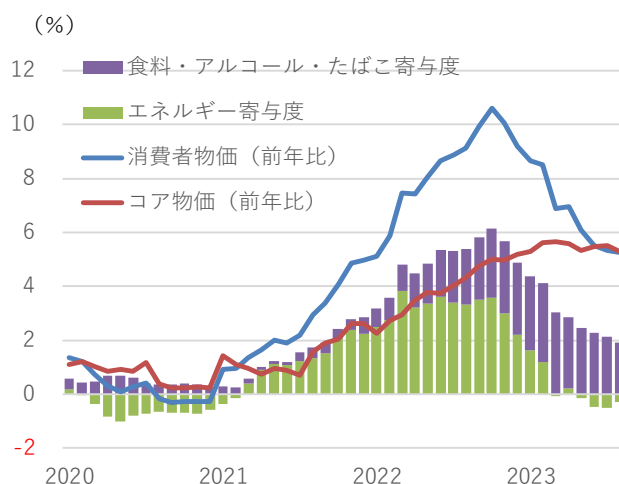
ユーロ圏の企業景況感（PMI）

（50が好不況の分岐点）



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



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）】

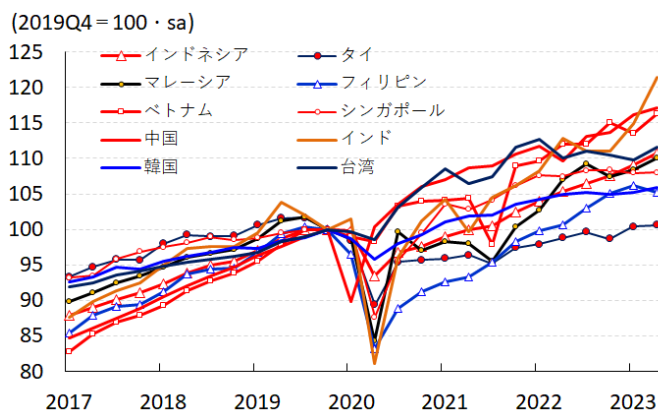
足下の中国景気を巡っては、早くも昨年末以降のゼロコロナ終了による底入れの動きに息切れ感が出るとともに、頭打ちの様相を強める動きが確認される。当局は内需喚起による景気テコ入れに動く姿勢をみせており、先行きについては政策支援が及ぶ分野などを中心に景気下支えの効果が発現することは期待される。しかし、不動産市場の低迷は幅広い経済活動の足かせとなる懸念がくすぶる上、若年層を中心に悪化が続く雇用環境の劇的な回復が見通しにくいことを勘案すれば、家計消費を中心とする内需を取り巻く状況は厳しい展開が続く可能性が高い。

なお、当局は今春に開催した全人代において今年の経済成長率目標を「5%前後」と昨年（5.5%前後）から引き下げている上、その後もGDPの季節調整値が遡及して改定される動きがみられるなか、結果的に今年の経済成長率を巡っては「ゲタ」のプラス幅が拡大するなど、目標実現のハードルが実質的に下げられている。今年前半の経済成長率は5.5%と目標を上回る水準を維持しており、年後半は勢いを欠く推移が続く可能性は高いと見込まれるものの、通年の経済成長率については依然として目標はクリア可能と考える。ただし、近年の経済成長のけん引役となってきた不動産に起因する構造問題を抱えるなか、現時点で当局が示す対策はいずれも「対症療法」に過ぎないことを勘案すれば、来年も引き続き景気に対する不透明感がくすぶるとともに、成長率は一段と低下することは避けられないものと見込まれる。

その他のアジア新興国については、中国経済への依存度が相対的に高いASEAN諸国、NIEs諸国を中心に、中国景気の動向に左右される展開は避けられないであろう。中国が団体による海外旅行を解禁させたことは、観光関連などサービス輸出の面で中国への依存度が高い国々にとり追い風となることが期待され、世界経済の減速懸念に伴う財輸出の低迷をカバーすることが予想される。さらに、ここ数年の米中摩擦の激化や、世界的なデリスキング（リスク低減）を目的としたサプライチェーンの見直しの動きは、地理的にみて中国に近い一方、製造業を中心とする産業集積の度合いが比較的高いASEAN諸国などを中心に対内直接投資の受け入れ拡大を促すことも考えられる。一方、昨年は商品高や米ドル高を受けた自国通貨安に伴う輸入インフレによりインフレが昂進し、中銀は物価と為替の安定を目的に断続利上げを余儀なくされるなど、物価高と金利高の共存が景気の足かせとなる事態に見舞われた。その後は商品高の一巡や米ドル高の一服を受けて年前半のインフレ率は鈍化しており、中銀にとっては一段の金融引き締め動く必要性は後退している。ただし、自国通貨の動向を巡っては米FRBなど外部要因に左右される状況は変わらず、インフレが鈍化する一方で景気に不透明感が高まっているにも拘らず、利下げに動くことが出来ないといったジレンマを抱える状況は変わらない。他方、足下では主要産油国が価格維持を目的に年末までの自主減産を決定しており、異常気象の頻発が農業生産に悪影響を与えるなかでインドがコメの禁輸に動くなど、生活必需品を中心とするインフレ再燃に繋がる懸念も高まっている。事実、すでにアジア新興国においては食料品やエネルギーを中心に物価上昇圧力が強まり、頭打ちしてきたインフレ率が再加速に転じる動きも確認されており、一段と利下げのハードルが高まっている様子がうかがえる。よって、世界経済の減速懸念に伴う外需低迷に加え、物価高と利上げの累積効果が内需の重石となることで景気が抑えられる展開が続くであろう。

なお、昨年末以降の米ドル高の一服を受けて各国通貨は比較的落ち着きを取り戻しているものの、米FRBの動き如何では再び通貨安圧力が強まることも予想されるほか、為替安定に向けた介入などを迫られることは十分に考えられる。アジア新興国については、1990年代末のアジア通貨危機を教訓に各国で外貨準備を積み上げる動きがみられるなど当時と比べて耐性は備わっているものの、一部の国ではIMFが示す適正水準評価に照らして「適正」を下回る国もあり、国際金融市場の動きには引き続き注意が必要と言える。

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