

第一生命経済研究所レポート selection

2023 年 12 月 12 日

団体年金事業部

【四半期特別マーケットレポート】2024 年 1 月以降の市場環境見通し
～期待される企業業績の拡大～

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、「2024 年 1 月以降の市場環境見通し～期待される企業業績の拡大～」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：2024年1月以降の市場環境見通し
～期待される企業業績の拡大～

発表日：2023年12月12日（火）

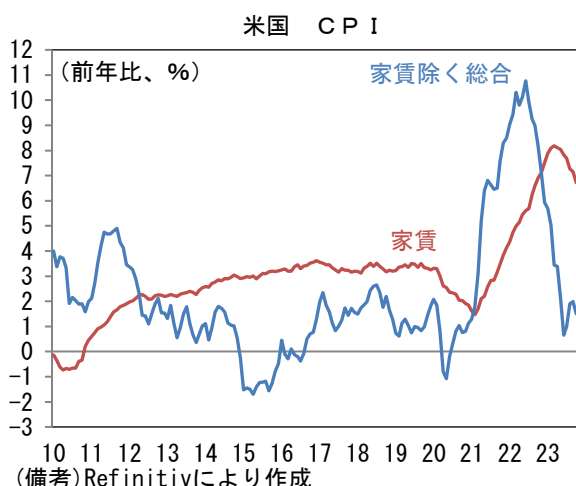
第一生命経済研究所 経済調査部

【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】

筆者は、日経平均株価は2024年中に36000へと上昇すると予想する。それは米国のソフトランディング達成が実現しつつある中、半導体市況の回復と円安が追い風となり企業収益の拡大が期待されることが大きい。また同時に日本企業の賃金・価格スタンスがデフレ期から明確な変化を遂げ、拡大均衡を目指す方針に転換しつつある。これが株式市場に心地良いインフレの風を吹かすだろう。その間、日銀は先進国で唯一緩和的な金融政策を継続すると予想され、株価上昇を支持しよう。

＜米国は着陸済みとも言うべき状況＞

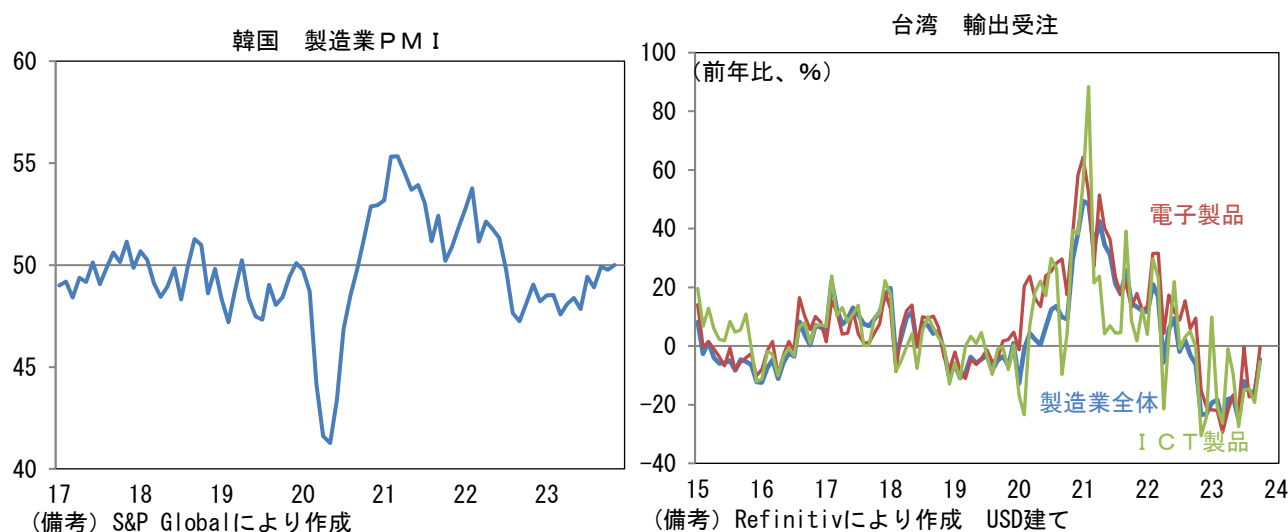
ソフトランディングの定義を「景気後退を回避しつつ、インフレ沈静化に成功する」とするならば、米国経済は既にその状態にあると言っても良いだろう。GDP成長率は7-9月期に前期比年率5%近い高成長を達成するなど景気後退には程遠い状況にある。既往の金融引き締め効果によって失業率が3%台後半へとやや水準を切り上げる中、インフレは顕著に減速し、今や家賃を除いたベースのCPIは2%以下まで低下している。インフレの原因として最後まで残存していた賃金についても、企業の人手不足感が和らいでいる他、転職活動の活発化を示す自発的離職率が低下するなど、色々な指標が正常値に戻りつつある。これらに鑑みると、インフレ率を再び押し上げるには至らないと判断される。こうしたデータが集まる中で、11月28日はタカ派で知られているウォラー理事が「あと数ヶ月、3ヶ月か4ヶ月か5ヶ月か分からないが、ディスインフレが続き、インフレ率が本当に低下方向に向かっていると確信が持てれば、景気回復などとは無関係に、インフレ率が低下したという理由のみで政策金利を引き下げ始めることができる」と発言した。



＜台湾・韓国の半導体市況は既に改善傾向＞

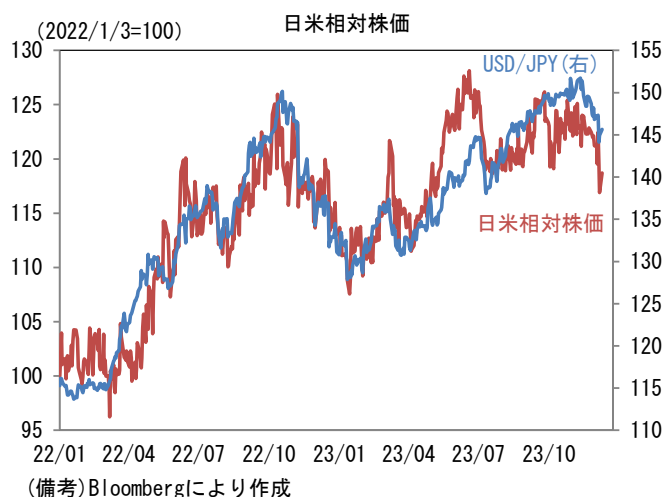
半導体市況については好転が期待できる状況になってきた。日本の鉱工業生産をみる限り、半導体関連（電子部品・デバイスや半導体製造装置）の生産は未だ上向いていないが、IT関連財の生産集積地である韓国や台湾では回復の兆候が散見される。そこで韓国の製造業PMIに目を向けると11月は遂に50を回復した。同時に1～3ヶ月先の生産活動を読む上で有用な新規受注・在庫バランスは夏場以降に明確な改善基調にあり、先行きの生産復調を示唆している。世界的にスマホ販売は依然として低調であるが、半導体を含む

電子部品の在庫調整が進展する下で、韓国においては半導体生産が上向き始めているのだろう。この間、鉦工業生産における半導体生産は前年比で2割近い増加基調にある。次に台湾に目を向けると、こちらも底打ちが明確化しつつある。10月の輸出受注は前年比▲4.6%へとマイナス幅が縮小し、23年3月の▲25.7%から明確に底打ちしている。主力の電子製品が▲0.3%へとプラス圏が目前に迫り、情報通信技術（ICT）製品も▲5.2%と回復が明確化している。また電子部品の出荷と在庫の前年比差分をとった出荷・在庫バランスは3月の▲41.6%から急速に切り返し直近値の8月は+0.4%と26ヶ月ぶりにプラス圏に回帰した。今後、生成AI向けの先端半導体に加え、コロナ初期局面にあたる2020年に購入されたPCの一部が買い替え期に差し掛かるなどして需要が持ち直せば、シリコンサイクルは次なる上昇局面を迎える蓋然性が高まる。中国経済の回復は遅々としているものの、IT関連財の在庫調整が進展し、製品需給が均衡点に向かいつつあると判断される。そうした下で製造業PMIは48.3へと水準を切り上げている。



<円安は大企業製造業に追い風>

円安も株価の押し上げ要因であると理解している。日本経済全体として円安がプラスに働くか否かは甲乙つけがたいが、ドル建て資産を豊富に有する企業（もちろん非製造業も含む）や輸出を手掛ける企業にとって大半の場合は増益要因となる。GDPに占める製造業のウェイトは約2割に過ぎない一方、株価指数に占める割合はTOPIX（時価総額）でも日経平均（採用銘柄数）でも約6割と大きく、恩恵が及びやすい。円安局面において日本株が米国株に対して相対優位となる傾向が見て取れるのは、それが一因だろう。



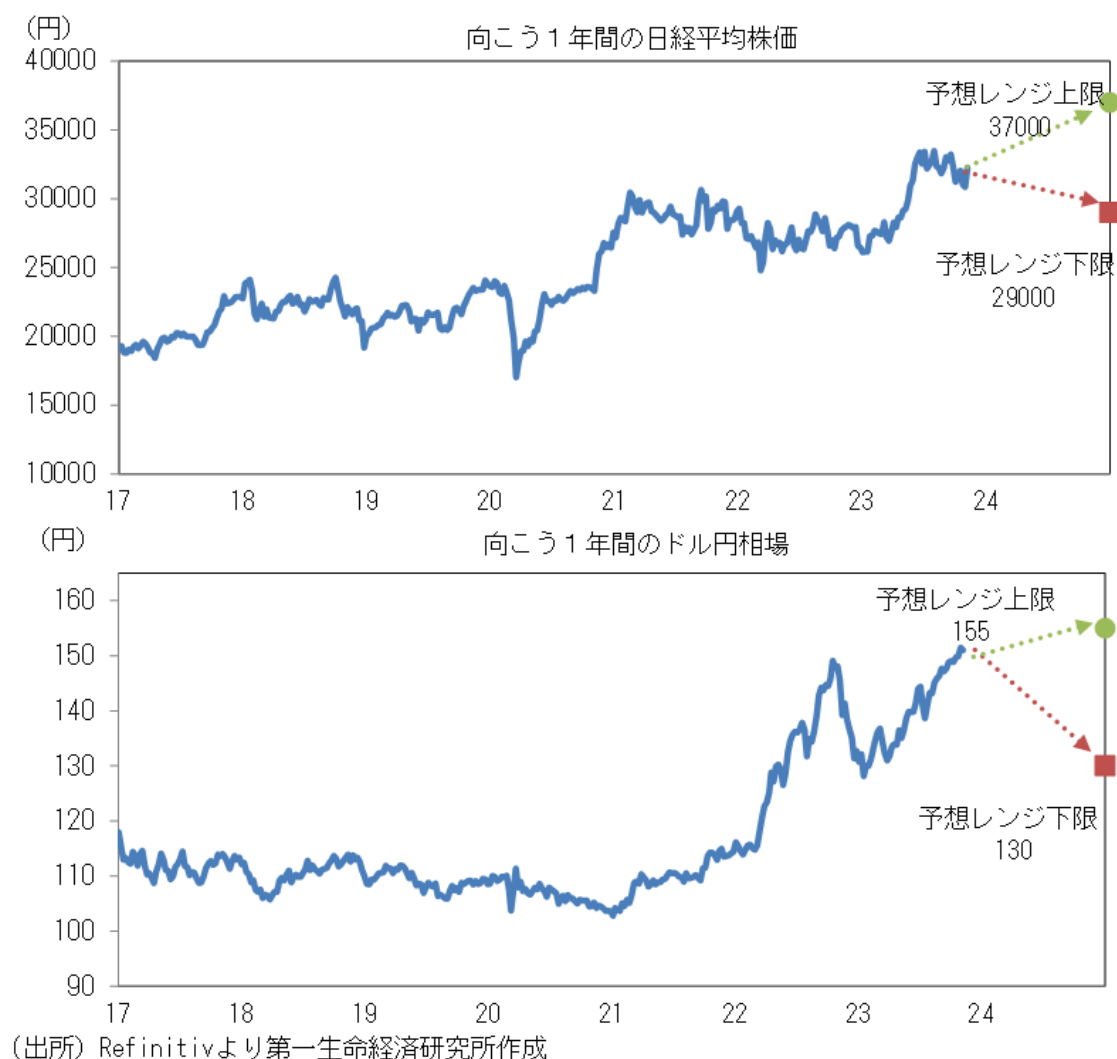
<名目GDP成長率が長期金利を上回る>

名目GDPが（付加価値の単価とも言うべき）GDPデフレーターの上昇を伴って拡大し、なおかつ長期金利の水準を上回っていることは注目に値する。直近4四半期において名目GDPは4%超の増加基調にあり、一気に600兆円の大台を視野に捉えている。GDPデフレーターの上昇は、輸入物価上昇を積極的に価格転嫁されていることに加えて、労働コスト増加が効いている。毎月勤労統計ベースの所定内給与は1%台後半に過ぎないが、それでも約30年ぶりの上昇率でありデフレ脱却を象徴する数値だ。この間、日銀が粘り強く金融緩和を継続していることで、名目GDP成長率と10年金利の差は拡大しており、マクロ的にみれば「調達金利を上回る投資機会が豊富に存在する」状態になりつつある。もしその状態が長く続くと人々が確信するなら、企業は借入れを増やし投資・雇用を拡大し、同時に投資家は株式の購入を進めるのが最適解になる。投資家のとったリスクが報われ易い環境であると換言することもできるだろう。日銀が大幅な利上げを実施すれば一気に話は変わってくるが、現在得られている情報から判断すると、2024年の賃金上昇率は良くも悪くも2023年と同程度が見込まれており、その程度の賃金インフレであれば利上げに繋がる可能性は低い。したがって、「名目成長率>長期金利」の関係が続く可能性が高い。

<高水準の自社株買い>

そして忘れてならないのが、PBR1倍割れの危機から脱却したい企業を中心に資本効率の改善が期待されることだ。直近1年半程度、東証が企業に対して資本効率を改善したことが奏功する形で、日本企業は年間9兆円強のペースで自社株買いを実施し、需給、バリュエーションの両面で株価上昇に貢献している。米国経済が景気後退に陥るなど事業環境が大幅に悪化しない限り、こうした傾向は2024年も持続が期待される。そのようなマクロ環境の下でTOPIXのEPS成長率は1年、2年先ともに10%をやや下回る伸び率がコンセンサスとなっている。その通りに進捗すれば日経平均の36000は十分に達成可能と考えられる。

【市場見通し】



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推移を予想する。米国の金融引き締めが終盤に差し掛かる中で、海外株の下落圧力も弱まると予想する。もっとも、米長期金利が高止まりすることで世界的に株式の（債券に対する）相対的な魅力が低下する可能性に注意が必要。

◇ドル円

米国のインフレが峠を越したことで、FRBの利上げ終了が織り込まれつつある。日米金利差縮小を見込むドル売り・円買いは未だ初期段階だが、来年後半の利下げ開始が現実味を増せば、円高方向への推移が予想される。日銀の緩和修正観測も円高要因になる。

◇金利

日銀はイールドカーブコントロールを再度修正し、長期金利の上限について1%を「目途」に変更し、厳格なコントロールを止めた。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、マイナス金利解除に踏み切る可能性は高まる。その時期は2024年前半を想定する。

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F R B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7－9月期の実質G D P成長率（2次推計）は、前期比年率+5.2%（4－6月期同+2.1%）と大幅に加速した。設備投資がコスト増、資金繰りの悪化、人手不足を背景に減速した一方、個人消費が良好な雇用情勢、実質給与所得の増加、マインドの安定等で高い伸びに加速した。

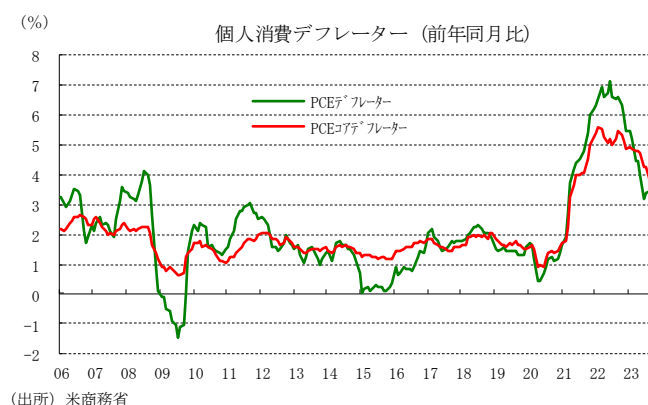
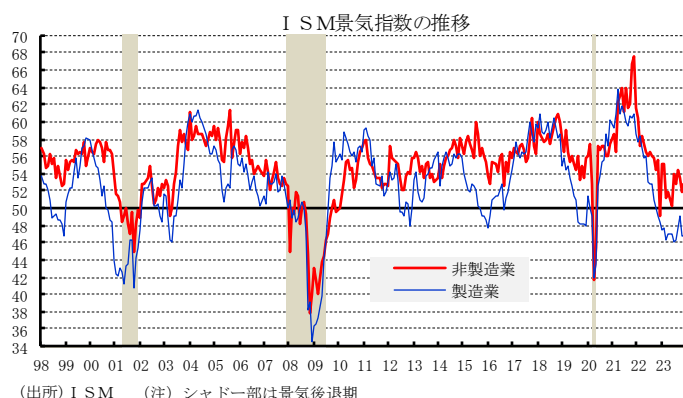
10－12月期の経済情勢では、11月の企業景況感を示すI S M景気指数では、製造業が46.7（10月46.7）と調整を続けたほか、非製造業が52.7（10月51.8）と基調として低下傾向を辿っており、景気の緩やかな減速を示している。このようなもと、F R Bがインフレの先行指標として重視する労働市場では、11月の非農業部門雇用者数は、前月差+19.9万人（10月同+15.0万人）と加速した。ただし、11月の雇用者数は、米3大自動車メーカーでの全米自動車労組によるストの終了で2万5,300人押し上げられたほか、映画俳優組合・米国TV・ラジオ芸術家連盟のスト終了で1万6千人押し上げられた。ストの影響を均すため移動平均をみると、非農業部門雇用者数は3ヵ月移動平均で前月差+20.4万人（前月同+19.2万人）と加速した一方、6ヵ月移動平均で同+18.6万人（前月同+20.0万人）と鈍化した。ともに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。一方、失業率は、3.7%（前月3.9%）と低下し、自然失業率と推測される4.0%を下回って推移している。

インフレ環境（前年同月比）では、10月のP C Eデフレーターが+3.0%（9月+3.4%）、P C Eコアデフレーターが+3.5%（9月+3.7%）と低下した。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、サービスの高い上昇によって低下ペースが鈍く、F R Bの目標である前年比+2%から依然かなりの距離がある。

23年10－12月期の実質G D P成長率は、在庫投資の反動減のほか、市場金利の大幅な上昇、米3大自動車メーカーで行われたストの影響、学生ローンの返済再開等によって、前期比年率+1%程度に減速しよう。この結果、23年の実質G D P成長率は前年比+2.4%（22年同+1.9%）と加速し、潜在成長率と推測される+1.8%成長を上回ると見込まれる。

24年の米国経済では、個人消費が資産残高の増加、内外での人の移動の活発化等に支えられるものの、雇用・所得の増加ペース鈍化を背景に、減速すると見込まれる。また、設備投資は、金融環境の引き締め、経営者マインドの悪化など、景気に対する慎重な見方の高まりによって、鈍化すると予想される。ただし、エネルギー・環境関連、国防関連の強い需要によって底堅く推移すると想定される。バイデン政権で策定された「21年インフラ投資・雇用法」、「22年インフレ抑制法」、米国内の半導体産業振興を目的とした「C H I P S法」によって、関連需要の拡大が予想される。さらに、政府支出はねじれ議会による与野党対立を背景とした緊縮財政の影響で、大幅に鈍化しよう。以上より、24年の実質G D P成長率は、前年比+1.5%と23年の同+2.4%から鈍化するものの景気後退を回避すると予想される。

金融政策に関して、金融環境の引き締めを背景とした経済成長の鈍化が見込まれる一方、コアインフレの鈍い低下が続くとみられ、F R Bは政策金利の据え置きを続けよう。ただし、コアインフレが前年比+2%に向けて低下を続けることで、実質F F金利が上昇し景気後退リスクを高めるため、F R Bが24年後半にも漸進的な金融緩和策を開始するとみられる。



【景気の現状と展望（日本）】

23 年 7-9 月期の実質 GDP は前期比年率▲2.9%と 4 四半期ぶりのマイナス成長となった。均してみれば景気は引き続き回復傾向にあるが、回復ペースは緩やかなものにとどまっており、足取りは鈍い。特に懸念されるのが内需の弱さであり、個人消費、設備投資とも 2 四半期連続で減少している。コロナ禍からの経済活動正常化の動きが加速することから内需主導の景気回復が実現するとの見方も多かただけに、足元における内需のもたつきは期待外れだ。賃金が増加している一方で物価がそれ以上に上昇し、家計の購買力を削いでいることに加え、コロナ禍からのリバウンドの動きも一巡しつつあることが影響しているとみられる。

先行きも、景気のリバウンドの動きも一巡しつつあることが影響しているとみられる。先行きも、景気のリバウンドの動きも一巡しつつあることが影響しているとみられる。先行きも、景気のリバウンドの動きも一巡しつつあることが影響しているとみられる。先行きも、景気のリバウンドの動きも一巡しつつあることが影響しているとみられる。

個人消費も緩やかな増加にとどまると予想する。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消費を中心に回復を続ける可能性が高い。もっとも、4-6 月期、7-9 月期の足踏みに象徴されるように、個人消費の増勢には足元で陰りが見える。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、消費水準がある程度戻ってきたことで、こうした押し上げ効果が弱まりつつある可能性がある。個人消費の水準は、実質でもコロナ前に近付き、名目でははっきり上回っている。物価上昇が続くなか、今後は貯蓄を取り崩す段階に入ってくるが、貯蓄の取り崩しが順調に進むことは考えにくい。先行きの消費は緩やかな増加にとどまるだろう。

このように、先行き輸出が伸び悩むなか、内需も冴えない動きとなることで、景気は牽引役不在の状況が続くと予想される。今後も景気は回復基調で推移するとみられるが、力強さに欠ける展開が続くだろう。

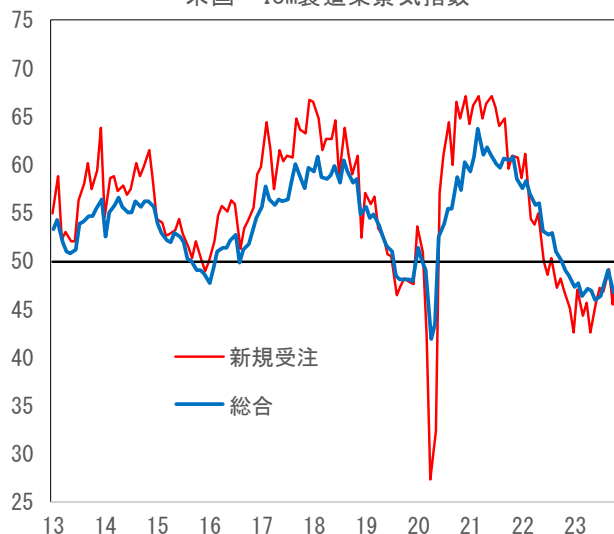
24 年度には、在庫調整の終了により世界的な製造業の調整局面は一巡することが予想され、日本からの財輸出への下押し圧力は和らぐ。もっとも、金融引き締め効果の顕在化から海外経済の減速が予想されるなか、需要面からの押し上げは見込めず、輸出の回復力は脆弱なものにとどまるだろう。個人消費も回復力が強まる可能性は低い。24 年春闘では、23 年並みの高い賃上げが実現する可能性が高いが、実質賃金でみると 24 年度平均でゼロ%近傍にとどまる見込みである。コロナ禍で抑制された水準からのペントアップ需要が弱まることもあり、24 年度も消費の伸びは緩やかなものにとどまる。内外需とも力強さに欠け、24 年度も景気は回復感に乏しい状態が続く可能性が高い。

(15年100) 消費活動指数(季節調整値)



(出所) 日本銀行「消費活動指数」

米国・ISM製造業景気指数



(出所) 米供給管理協会

【景気の現状と展望（欧州）】

2023年の欧州経済は、エネルギー危機対応の財政出動、欧州復興基金の追加資金拠出、雇用環境の底堅さが支えとなったが、歴史的な高インフレ、金融引き締め効果浸透、世界経済の低迷が打撃となり、年間を通じて緩慢な成長にとどまった。ユーロ圏の実質国内総生産（GDP）は、前半年にゼロ成長近傍での低迷が続いた後、7～9月期は小幅マイナス成長に再転落した。10～12月期入り後の景気指標も全般に停滞している。国別には、製造業部門の割合や輸出比率が高く、エネルギー供給の多くをロシアに依存していたドイツ経済の不振が目立つ。年間の成長率はユーロ圏が+0.5%と潜在成長率を下回ったと予想するが、ドイツは主要先進国で唯一のマイナス成長に転落した見込み。

この間、ユーロ圏の消費者物価は2022年秋に前年比で2桁台に上昇率が加速した後、エネルギー価格の押し上げ剥落に伴い、2023年を通じて上昇率の鈍化が進んだ。ヘッドラインの物価上昇率は11月に前年比+2.4%まで縮小したが、企業の価格転嫁や賃上げの動きが遅れて反映されるなか、変動が大きいエネルギーや食料などを除いたコア物価は同+3.6%で高止まりが続いている。

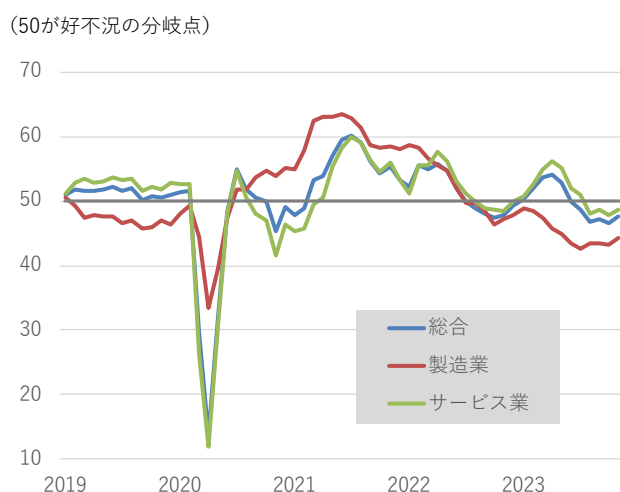
欧州中央銀行（ECB）は2022年7月に利上げを開始して以来、10会合連続で政策金利を引き上げたが、インフレ圧力の沈静化を背景に、2023年10月の理事会で利上げを見送った。利上げ開始前に▲0.5%だった下限の政策金利（預金ファシリティ金利）は4%と史上最高圏に引き上げられ、銀行の融資基準の厳格化や企業の資金需要の低下など、金融引き締め効果が徐々に顕在化している。

欧州連合（EU）は過去数年、財政規律の適用を免除し、危機時対応での財政出動を認めてきた。2024年からは財政規律の適用を再開するため、各国の財政運営はやや引き締め方向に転じることが予想される。

2024年の欧州経済は、金融政策・財政政策がともに景気を下押しする一方で、物価の沈静化と賃上げ加速によって家計の実質購買力の目減りが緩和に向かうことから、緩やかな回復軌道を辿る見通し。物価の沈静化と景気低迷を受け、ECBは政策金利をしばらく据え置いた後、年央頃までに利下げを開始する展開を予想する。金融引き締め効果一巡と利下げ開始で経済活動が下支えされよう。ユーロ圏の年間成長率は+0.7%と、世界経済の回復からやや取り残されるが、プラス成長を維持する公算が大きい。もっとも、ユーロ圏で最大の経済規模を誇るドイツは、ロシア産化石燃料依存の脱却に伴うエネルギー価格の高止まりと産業空洞化、重要な貿易相手国である中国経済の低迷、政府の予算措置に対する憲法裁判所の違憲判決で財政引き締めが必要となったことから、2年連続のマイナス成長に陥ると予想する。

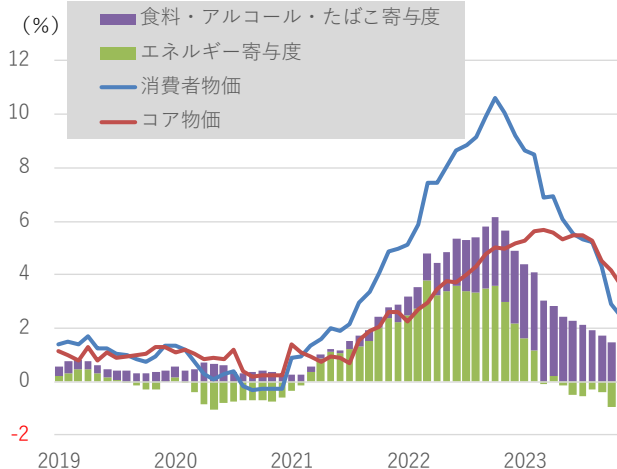
こうした景気シナリオに対するリスク要因は、①物価の再高騰や高止まりによる金融引き締めの長期化、②財政赤字の是正措置発動や格下げに伴う財政不安の再燃、③生活苦や移民の流入増加に伴う右派ポピュリスト政党の躍進など政治リスクの顕在化が考えられる。

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）】

足下の中国経済を巡っては、内・外需双方に不透明要因が山積する状況が続いている。こうした状況ながら、7-9月の実質GDP成長率は前年比+4.9%に伸びが鈍化しているものの、前期比年率ベースでは+5.3%と堅調に推移しており、供給サイドをけん引役に底入れする動きが続いている。なお、党及び政府は1兆元規模の新規国債によるインフラ投資の拡充のほか、地方政府による来年度の債券発行枠の前倒し実施を可能するなど、景気下支えに向けた内需喚起の取り組みが強化される動きがみられる。中国においては、過去にも「●兆元」と規

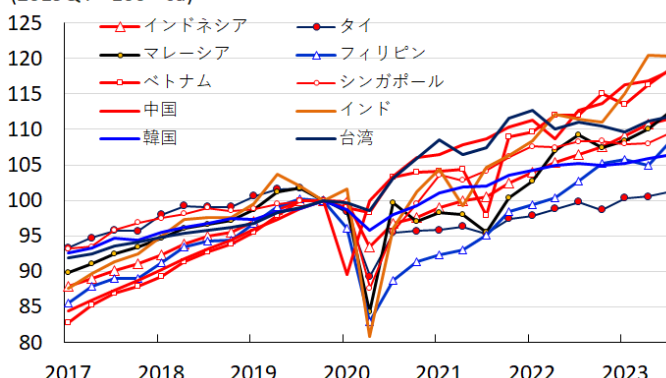
模を前面に押し出した景気対策が度々実施されてきたものの、足下で1兆元はGDP比で0.8%程度に留まる。さらに、過去に何度もインフラ投資が実施されており、限界的な乗数効果や潜在成長率の押し上げに繋がる効果が低下している可能性を勘案すれば、短期的な景気押し上げを上回る効果を期待することは難しいと見込まれる。さらに、足下では若年層を中心とする雇用環境は改善の見通しが立たず、地方都市を中心とする不動産市況の低迷は地方財政の圧迫要因となるなど、財政出動を通じた景気下支えの足かせとなる懸念もくすぶる。よって、今年については成長率目標（5%前後）の達成は充分可能と見込まれる一方、来年については頭打ちの流れが変わるとは見通しにくく、一段と伸びが鈍化する展開は避けられないと予想される。

一方、中国以外のアジア新興国については、なかでもASEANやNIEs諸国は中国経済への依存度が高く、外需については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。さらに、これまでコロナ禍からの世界経済の回復をけん引してきた欧米など主要国景気が頭打ちの様相を強めることで外需に下押し圧力が掛かる展開も予想され、外需をけん引役にした景気拡大の道筋は狭くなる可能性が高くなることが考えられる。一方、米中摩擦やデリスキングによるサプライチェーン見直しの動きは、地理的に中国に近いアジア新興国への投資誘致の動きが活発化する動きに繋がっており、近年の中国国内におけるコスト上昇の動きも追い風に中国企業も生産拠点を移管する動きがみられるなか、対内直接投資の堅調さが景気を下支えする展開が期待される。ただし、足下では食料品を中心とするインフレ再燃の動きに加え、中銀の利上げ実施による累積効果も重なり、家計消費をはじめとする内需の重石となる懸念がくすぶるなど、経済成長率が大きく上振れする展開は見通しにくい。なお、アジア新興国においては、1月の台湾（総統選、総選挙）を皮切りに、インド（総選挙）、インドネシア（大統領選、総選挙、統一地方選挙）、韓国（総選挙）などにおいて選挙が予定されるなど「選挙イヤー」を迎えており、関連支出拡大の動きは一時的に景気を押し上げると期待されるが、その後は反動による下振れ圧力がくすぶる展開も予想される。他方、選挙を意識したインフラ関連を中心とした公共投資の拡充が図られる動きもみられるなど、当面のアジア新興国の景気は公的需要に支えられる展開が続くであろう。

なお、国際金融市場においては米FRB（連邦準備制度理事会）など主要国中銀によるタカ派傾斜を受けた米ドル高の動きが新興国通貨の重石となる展開が続いてきたものの、足下においては米ドル高の動きが大きく変化していることを反映して一転して底入れする動きが確認されている。先行きについては、米国経済の行方とそれに伴う米FRBの政策運営の動向がカギを握る展開となる状況は変わらず、その意味では主要国景気が深刻なリセッション（景気後退）に陥るハードランディングとなるか、ソフトランディングに落ち着くことが出来るかに大きく左右されることは避けられないであろう。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変動相場制に移行している上、各国は外貨準備を積み上げるなど当時と状況が大きく異なる。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

(2019Q4 = 100・sa)



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成、一部当社試算