

## 第一生命経済研究所レポート selection

2024 年 3 月 8 日

団体年金事業部

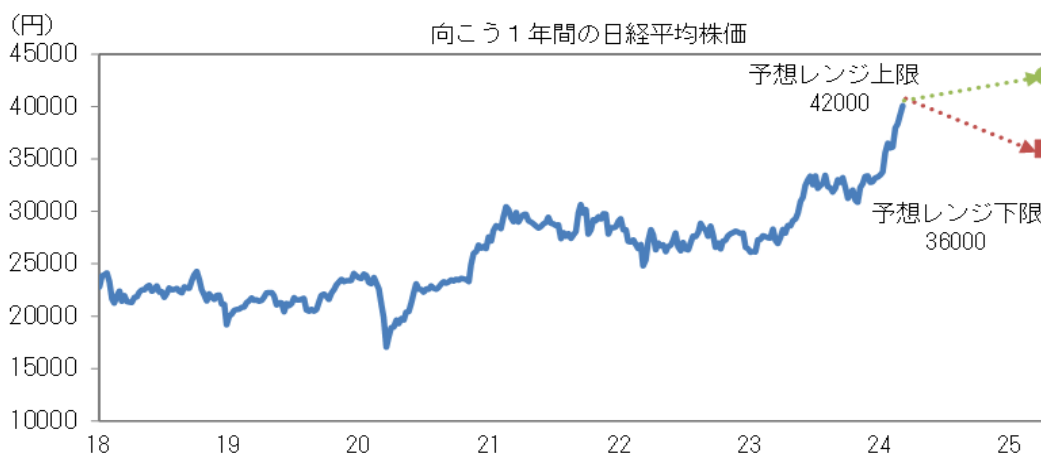
【四半期特別マーケットレポート】2024 年 4 月以降の市場環境見通し  
～株価は底堅さを維持できるか～

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 4 月以降の市場環境見通し～株価は底堅さを維持できるか～」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



(出所) Refinitivより第一生命経済研究所作成

## ■ 市場見通し

## ■ 【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4月以降の市場環境見通し  
～株価は底堅さを維持できるか～

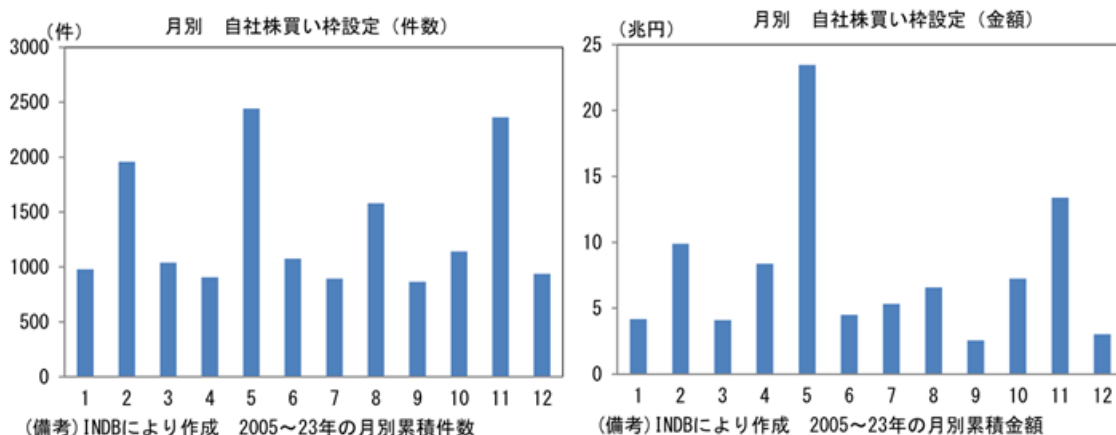
発表日：2024年3月8日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部

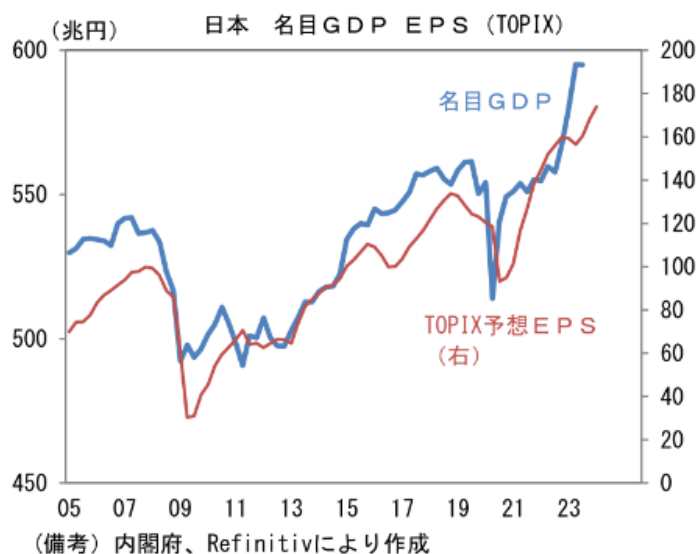
## 【トピックス：マクロファンダメンタルズから見る市場環境】

史上最高値を更新した日経平均株価。指数ベースのPERが23倍付近まで上昇するなど割高感も目立ってきたことで短期的には調整がいつあっても不思議ではなくなりつつある。短期的には、3月から4月にかけてFedの利下げ観測が後退することによって、米金利上昇・米国株下落の展開となり、それに日本株が巻き込まれることが懸念される。仮にそのような事態に直面しても、4月下旬から5月の決算シーズンは株価上昇要因の増加が期待され、底堅さを維持すると予想される。ここで思い出したいのは2022年、23年がともに4～6月にかけて日本株の強さが目立ったことだ。2022年春については、日本株の指数水準は概ね横ばいで、一見すると強く見えない。しかしながら、同時期に米国株が急落していたことを踏まえれば、その相対的な強さは目を見張るものがあった（2022年のS&P500は年初の4796から10月12日の3577まで下落し、年間では22%の下落）。そして2023年はPBR1倍割れの解消が焦点となる中、4月下旬以降の決算発表を契機に株高が進行した。仮に今年も去年と同じ現象が再現されるなら、日経平均株価の更なる上昇が期待できる。

過去2年、5月に日本株が春に強かった一因として自社株買いがある。2005年以降の自社株買い枠が設定された件数・金額を月別に集計し季節性を確認すると、5月の多さが際立つ。ここからは3月決算企業が本決算において株主還元策（自社株買い・増配）を発表する慣行が窺える。金額でみれば5月は圧倒的であり、特に2022・23年は3兆円を超える自社株買いが発表された（その他では2・8・11月が多い）。現在の企業業績を踏まえると、今年も高水準の自社株買い発表が期待でき、仮に5月単月で3兆円を上回る自社株買いが発表されるならば、それは投資家の要求を満たす可能性が高い。

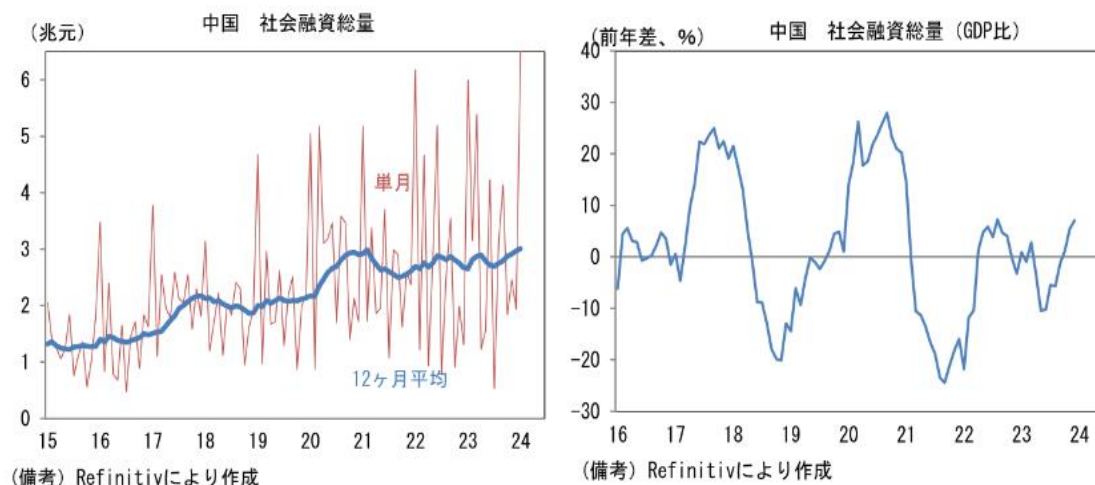


最近の株高を巡っては「“実質”GDP成長率がマイナスなのに、なぜ株価は高いのか」という頻出の疑問がある。これに対しては「金額ベースの概念である“名目GDP”の拡大が続いているため」という模範解答があり、現在の株高もこれで説明が可能であろう。実際、名目GDPとEPS（一株当たり利益）は長期的に連動性を有しており、当然のことながら株価も連動する。かなりの幅を持つ必要はあるものの、長期的な関係に基づけば3%の名目成長率に対して8%程度の株価上昇が整合的な数値となっている。デフレ期にはインフレの追い風が止むことで、名目GDPは停滞しEPS拡大の足かせとなったが、現在はインフレを追い風に名目GDPは600兆円近くまで拡大し、それを横目にEPSも増加基調にある。予想EPSはTOPIXが向こう2期において、それぞれ7～9%程度の増加、日経平均が11～13%程度の増加となっている（Bloomberg集計）。



次に海外要因に目を向けると、インフレ退治の仕上げ段階にある米国経済の行方に安心感が広がる一方、中国経済に対する不安は依然として大きい。中国当局は、不動産市場の調整に端を発する景気減速を如何にしてソフトランディングに持ち込むのだろうか。その点で注目されるのは金融緩和だ。2月20日に中国人民銀行は政策金利に位置付けている5年物ローンプライムレートを4.20%から3.95%へと0.25%pt引き下げた。住宅ローン金利の基準となるこの金利の引き下げは、住宅市場を支援したい当局の意図が明確に伝わってくる。2月5日発効の預金準備率引き下げ（10.5%→10.0%）に続く措置で中国当局の金融緩和に前向きな姿勢が見て取れる。後述するようにこうした動きは日本株にとって重要な意味を持つ可能性がある。

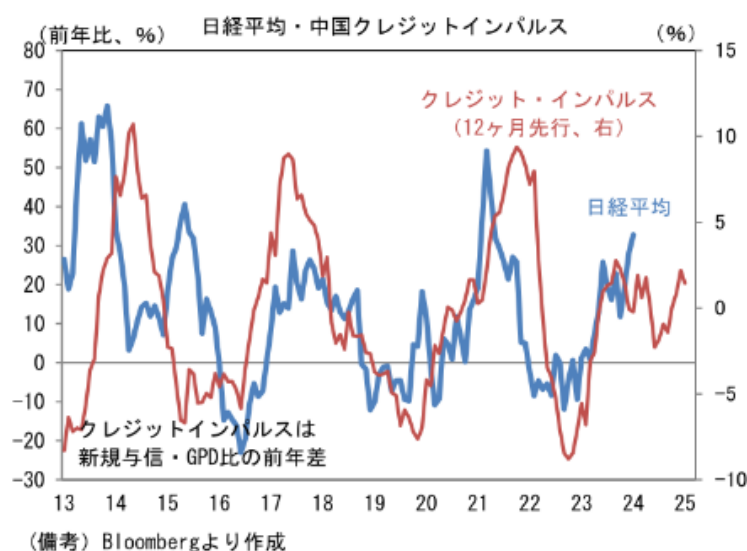
昨年来、中国当局は人民元安に苦慮しつつも、不動産市場を捩入れする目的もあって預金準備率と政策金利（中期貸出ファシリティ金利、5年物ローンプライムレート）を段階的に引き下げてきた。そうした金融緩和が奏功したこともあり、地方政府によるインフラ投資は底堅さを維持し、M2や社会融資総量（銀行貸出＋株式IPO＋社債等）といったおカネの量を示す指標は底堅く推移している。



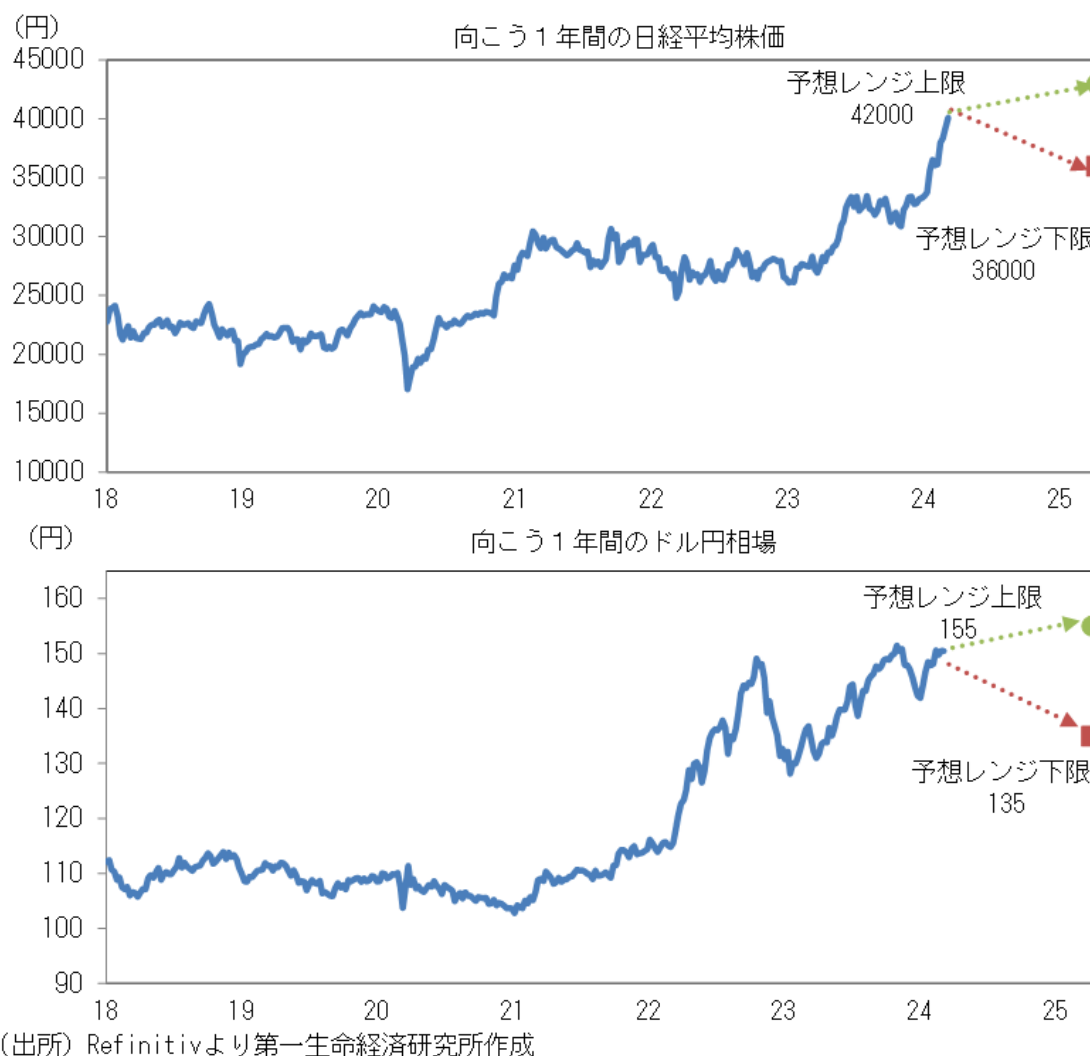
この中国のクレジットインパルス（新規貸出のGDP比）と日本株には、クレジットインパルスが上昇すると、日本株が上昇するという一定の関係が認められている。両者の関係はこの半年程度は安定しておらず乖離が大きくなっているが、それでも方向感が顕著に相違している訳ではない。両者の因果関係について、少

なくともかつては、中国の実物投資が日本企業の輸出或いは現地法人の利益増加を誘発するという経路である程度の説明ができた。「中国離れ」が加速しつつある現状、その傾向は弱まりつつあるようにも思えるが、（因果があるかは別として）日本株上昇の背景にクレジットインパルスのプラス圏推移があることは認識しておきたい。

中国経済を巡っては不動産市場の悪化に加え、デフレの色彩を帯びるなど1990年代の日本と共通する点が多い。しかしながら、中国の企業景況感を示すPMIは過去10年程度安定しており、日本が1990年代前半に経験したような垂直的落下は免れている。日銀短観（大企業の業況判断DI）は1990年の+40近傍から1993年にかけて▲40近傍へと低下するなど「別世界」とも言うべき激変が起きた。中国経済がこうした事態に陥っていないことは、その粘り強さを印象付ける。中国経済を巡っては、不動産市場に火種を抱えている状況に変わりはないものの、それが日本を含む世界の株式市場を下落に追いやる事態に発展する可能性は現時点で低いと判断される。



## 【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。米国の利下げが近づく中、海外株の下落圧力も弱っており、最高値更新もあり得る。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

米国のインフレ圧力はなお残存しているが、FRBの利下げ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・円買いは現時点で限定的だが、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。日銀の緩和修正が一定の円高圧力を生じさせる可能性もある。

### ◇金利

日銀は賃金上昇率を見極めた上で、4月にマイナス金利解除に踏み切ると予想する（3月にそれがあっても不思議ではない）。もっとも、賃金上昇率は日銀の物価目標を上振れ方向に脅かすほど強くはない。現時点で追加的な利上げの可能性は低いと判断する。

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）】

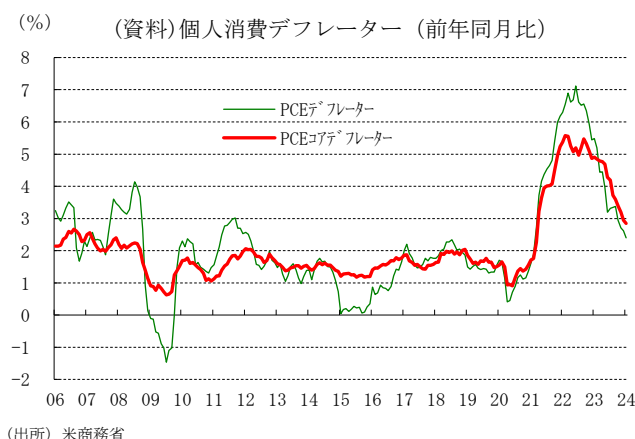
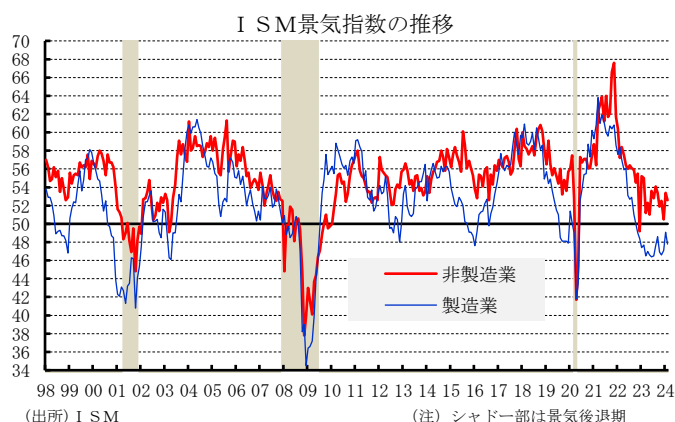
米国経済は、インフレ高進、その抑制のためのF R Bの大幅利上げにもかかわらず、好調な労働市場、資産効果等を背景に、堅調さを維持している。23年10－12月期の実質G D P成長率（2次推計）が前期比年率+3.2%（前期同+4.9%）と個人消費主導で高い成長を続けた。24年入り後、米経済は小幅減速したが、堅調さを維持している。2月の企業景況感を示すI S M景気指数で、製造業が47.8（前月49.1）と調整を続けた一方、非製造業が52.6（前月53.4）と拡大を示す水準を維持しており、景気の緩やかな減速が示された。

インフレ率（前年同月比）では、エネルギー価格の下落、サプライチェーンの改善、ドル高による財コアの低下により、1月のP C Eデフレーターが+2.4%（前月+2.6%）、P C Eコアデフレーターが+2.8%（前月+2.9%）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なっている。

24年1月30、31日に開催されたF O M Cで、F R Bは政策金利であるF F レート誘導目標レンジを5.25～5.50%に据え置くことを全会一致で決定した。4会合連続で政策金利を据え置いた。F R Bは雇用とインフレの目標達成に対するリスクバランスが中立に近づいたと指摘したものの、経済見通しが不透明であり、インフレの高止まりが警戒されることから、政策金利を据え置いた。

24年の個人消費は、実質金利の上昇、雇用・所得の増加ペース鈍化にもかかわらず、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、拡大基調を維持すると予想される。設備投資は、米大統領選挙に伴う先行き不透明感から抑制されるものの、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。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。さらに、世界経済は徐々に勢いを取り戻すとみられ、輸出の拡大が期待できよう。以上より、24年の実質G D P成長率は、前年比+2.2%（23年同+2.5%）と小幅鈍化にとどまり、潜在成長率（+1.8%）を上回る可能性が高い。

今後の金融政策運営について、パウエルF R B議長は、24年3月6日に行われた議会証言でこれまでと同様「経済が概ね予想通りに推移すれば、今年のある時点で抑制的な政策の縮小を開始することが適切となる可能性が高い」とした。しかし、見通しの不確実性が高いことを強調し、利下げの前に「インフレ率が2%まで持続的に低下していることを確認し、かつその確信を高めるさらなるデータを見ることを望んでいる」とF R Bがインフレの持続的な低下への確信を高めるための追加情報が依然として必要であることを指摘、拙速な利下げを否定した。米経済は、金融環境の引き締めにもかかわらず、堅調な労働市場を背景に底堅く推移すると見込まれることから、F R Bは利下げを急がないと予想される。一方、P C Eコアデフレーターは、前年比+2%に向けて緩やかながらも低下を続けるとみられ、実質F F 金利の上昇による景気下振れリスクへの警戒感が徐々に高まろう。このような環境のもと、F R Bは6月ごろにコアインフレの+2%に向けた低下への確信を強めるとみられ、米経済のソフトランディングを目指して、漸進的な金融緩和策を開始すると予想される。



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（日本）】

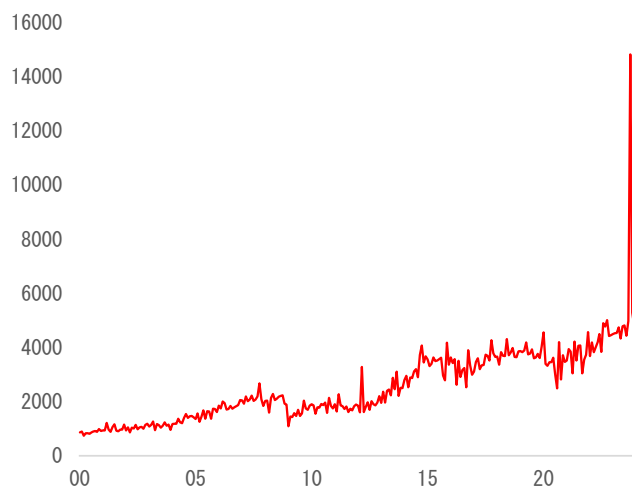
日本経済は冴えない動きが続いている。2023 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率はプラス転化が見込まれるが、7-9 月期が大幅なマイナス成長だったことを考えると物足りない。また、23 年 10-12 月期は一時的要因により押し上げられている点にも注意が必要だ。23 年 10-12 月期の GDP を押し上げた最大の要因は輸出だが、これは産業財産権等使用料で大口の受け取りがあったことによるサービス輸出の急増によるところが大きい。これがなければ、10-12 月期の結果はさらに悪いものだったと思われる。

こうした日本経済の停滞の最大の要因は内需の弱さである。内需は 23 年 10-12 月期に小幅プラスが見込まれるが、23 年 4-6 月期、7-9 月期の大幅な落ち込みの後には反発が極めて限定的であり、内需の弱さは鮮明だ。特に目立つのが個人消費の弱さであり、3 四半期連続の減少となっている。新型コロナウイルスの 2 類から 5 類への変更などをきっかけにコロナ禍からの経済活動正常化の動きが加速し、内需主導の景気回復が実現するとの期待が以前はあったが、実際には弱い動きを続けており、完全に期待外れの状況となっている。コロナ禍からのリバウンドの動きが一巡するなか、物価上昇が購買力を削いでいることが影響しているものと思われる。このように、内需主導の景気回復にはかなりの距離があり、経済の好循環に至る道は険しいことが示されている。

先行きも、しばらく停滞感が強い状態が続く可能性が高い。在庫調整に目処がつき、世界的な製造業の調整局面が一巡することで、日本からの財輸出への下押し圧力が和らぐ可能性が高いことは好材料である。もっとも、金融引き締め効果の顕在化や超過貯蓄の枯渇等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 年を上回る賃上げが実現する可能性が高いが、それでも 24 年度前半までは賃上げを物価上昇が上回り、実質賃金はマイナスが続く。コロナ禍で抑制された水準からのリバウンド需要が一巡していることもあり、消費は低迷が続く見込みである。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。24 年度前半の景気は回復感に乏しい状態が続く可能性が高い。

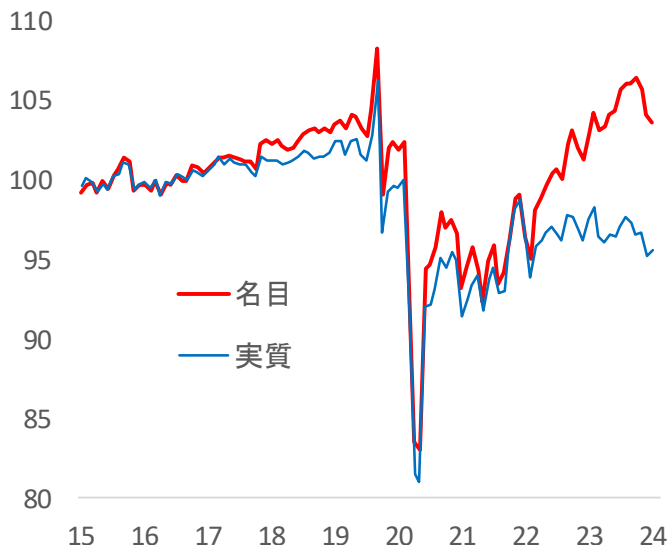
景気に持ち直しの動きが出てくるのは 24 年度後半からと予想している。24 年度後半になれば、賃金上昇の効果が浸透することに物価の落ち着きが加わり、実質賃金がプラスに転じる。所得面での制約が解消されることで個人消費は緩やかに持ち直すことが予想される。製造業部門の下押しが弱まることや物価上昇率の鈍化に伴って設備投資も緩やかに増加するとみられる。コストプッシュインフレの落ち着きにより、それまで景気の足を引っ張ってきた内需に持ち直しの動きが出ることで、景況感も徐々に改善に向かうだろう。

(億円) 産業財産権等使用料・受取 (季節調整値)



(出所) 財務省「国際収支統計」  
(注) 季節調整は第一生命経済研究所

(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」

## 【景気の現状と展望（欧州）】

2023年のユーロ圏の実質国内総生産（GDP）の成長率は+0.5%と辛うじてマイナス成長への転落を回避したものの、コロナ危機後の経済活動再開で高成長を記録した過去2年から急ブレーキが掛かった。物価高の余韻が残るなか、家計所得や企業収益の圧迫が続いたことに加えて、欧州中央銀行（ECB）による大幅利上げを受け、金融環境が急激に引き締まったことが影響した。海外景気の低迷が続いたことも、輸出依存度の高いドイツやイタリアを中心に、景気の足を引っ張った。国別にはドイツ、オーストリア、フィンランド、アイルランド、エストニア、ラトビア、リトアニアがマイナス成長となった。四半期毎の成長率は、2022年10～12月期以降、5四半期連続でゼロ%近傍と足踏みが続いている。

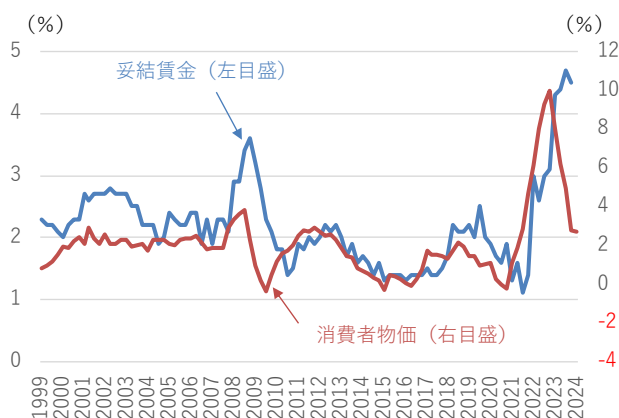
この間、ユーロ圏のインフレ率は鈍化傾向が鮮明となってきた。エネルギー価格の押し上げ剥落を受け、2022年秋のピーク時に前年比で10%を超えたユーロ圏の消費者物価は、足許で2%台まで上昇率が鈍化している。ただ、これまでの急激な上昇率鈍化を牽引したのは、エネルギー価格の高騰が一服し、前年比で押し下げに転じたことが大きい。財価格の上昇率鈍化が進む一方、サービス価格の高止まりが続いている。

2022年後半以降、大幅利上げを続けてきたECBは、物価のピークアウトを受け、2023年8月の利上げを最後に様子見姿勢に転じている。インフレ圧力は沈静化に向かっているものの、持続的な物価安定目標の達成を確信できる状況にはない。ECBは早すぎる利下げ転換が物価の高止まりを招くことを警戒している。今後の物価動向を占ううえでECBが重視する妥結賃金は、2023年10～12月期に僅かに上昇率が鈍化したが、引き続き歴史的な高水準にある。ECBは2024年1～3月期の妥結賃金の発表を待って、6月の理事会で利下げを開始する公算が大きい。その後は理事会毎に利下げを続け、現在4%の下限の政策金利（預金ファシリティ金利）は2024年末時点で3%に達し、2025年入り後も利下げを続ける展開を予想する。

欧州連合（EU）は過去数年、コロナ危機やエネルギー危機への非常時対応として、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。2024年は規律の適用が再開され、ユーロ圏各国政府の財政運営は緩やかな引き締め方向に転じることが見込まれる。ドイツではコロナ危機対応で準備した財政資金の一部を気候変動対策に充てる財政措置が違憲と判断され、2024年も引き締めの財政運営を余儀なくされよう。

2024年入り後のユーロ圏経済は、製造業の業況判断の悪化に歯止めが掛かり、サービス業の業況判断も好不況の分岐点を回復するなど、景気に底入れの兆しも広がりつつある。インフレ沈静化と賃金上昇による家計の購買力回復、ECBの利下げ開始などが下支えとなり、ユーロ圏景気は緩やかな回復軌道に転じる展開を予想する。ただ、ドイツなど一部の欧州諸国は、ロシアによるウクライナ侵攻以前にエネルギー供給の多くをロシアに依存していた。ロシア産化石燃料依存の脱却を進める過程で、慢性的なコスト高による競争力低下や産業空洞化に見舞われる恐れが高まっている。年前半までは金融環境の引き締めが続くことや、財政運営も引き締め方向に転じることから、年間を通じて景気回復の足取りは緩慢なものにとどまろう。2024年の年間成長率は+0.3%と2年連続の低成長を予想する。

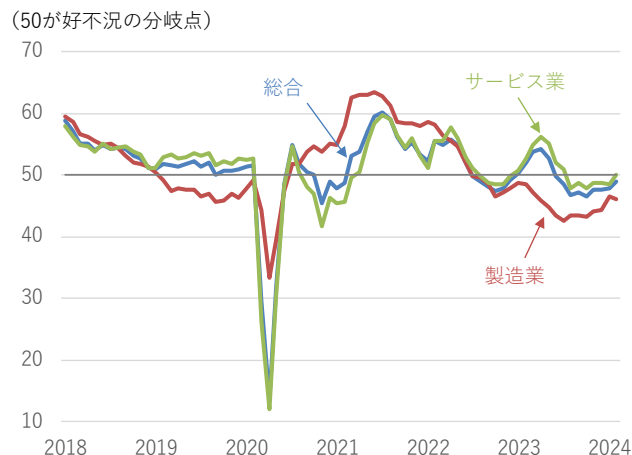
ユーロ圏の妥結賃金と消費者物価（前年比）



注：2024年1～3月期の消費者物価は1・2月の平均値

出所：ECB、欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

ユーロ圏の企業景況感（PMI）の推移



出所：S&P Global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）】

中国の2023年の経済成長率は+5.2%と政府目標（5%前後）を上回るなど、一見すると足下の景気は堅調さを維持しているようにみえる。しかし、供給サイドをけん引役に景気は底入れの動きが続く一方、需要サイドについては米中摩擦や世界的なデリスキング（リスク低減）を目的とするサプライチェーン見直しの動きが外需の足かせとなり、不動産市況の低迷や若年層を中心とする雇用回復の遅れが内需の重石となるなど力強さを欠いている。結果、昨年

の名目成長率は+4.6%と6年ぶりに実質成長率を下回る『名実逆転』状態となり、デフレに陥る懸念が高まっている。全人代においては今年の経済成長率目標を「5%前後」と据え置くとともに、新規国債発行や特別債発行、地方政府による債券発行の積み増しといった財政出動や金融緩和による景気下支えに注力する姿勢をみせる。しかし、インフラ投資による限界的な乗数効果が低下していることを勘案すれば、短期的な景気下支えを上回る効果を期待することは難しい。他方、当局は株価下支えに向けて『国家隊』を総動員するPKO（株価維持政策）に動くなど、金融市場の『視点逸らし』にも似た動きをみせる。近年の中国経済が不動産投資に過度に依存してきた構造に加え、不動産市況の動向は地方政府が抱える過剰債務の動向に影響を与えるほか、若年層を中心とする雇用環境の厳しさを勘案すれば、当局が打ち出している対策は『対症療法』の域を出ない。人口減少による潜在成長率の低下も進むと見込まれるなか、マクロ的にみた中国経済は頭打ちの様相を強める展開が続くことは避けられないと予想される。

中国以外のアジア新興国では、中国経済への依存度が相対的に高いASEANやNIEs諸国にとっては中国景気の行方の影響を受けやすい展開が続くことは避けられない。一方、米中摩擦やデリスキングを目的とするサプライチェーン見直しの動きは対内直接投資の受け入れを促しており、結果的に企業部門による設備投資の動きを下支えすると期待される。また、インフレ鈍化による実質購買力の押し上げが家計消費を下支えすると見込まれる一方、金融政策については『米FRB如何』の展開が続くことが避けられず、中銀による利上げの累積効果が足かせとなる状況が続く可能性はくすぶる。なお、今年のアジアは選挙が目白押しの『選挙イヤー』となるなか、各国政府は食料インフレへの対応を目的にバラ撒き政策に傾注する動きをみせており、一時的に家計消費など内需を押し上げることは期待される一方、その後は反動による下押し圧力に晒されることが考えられる。さらに、コロナ禍で悪化した財政状況を一段と悪化させる可能性があり、世界的な金利高の環境が長期化するなかで幅広い経済活動の足かせとなることが懸念される。また、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ことを勘案すれば、当面のアジア新興国の景気は民間需要以上に公的需要に下支えされる展開が続くことになると見込まれる。

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。仮に米FRBが利下げに転じれば新興国を取り巻く環境は一変することが期待される一方、利下げが後ろ倒しされることにより世界的な金利高局面が長期化することになれば、アジアのみならず多くの新興国が高止まりする債務負担に晒される展開が続くことは避けられない。その意味では、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りセッション（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収束する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。アジアではアジア通貨危機を教訓に多くの国が変動相場制に移行しており、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。当時と比べて金融市場の動揺への耐性は高まっているが、一部の国はIMFが示す適正水準評価に照らして「適正水準」を下回るなど、金融市場の動きには引き続き要注意である。

実質 GDP の水準（季節調整値）の推移

