

## 第一生命経済研究所レポート selection

2024 年 6 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 7 月以降の市場環境見通し  
～株価上昇を後押しする「名目 GDP」と「半導体」～

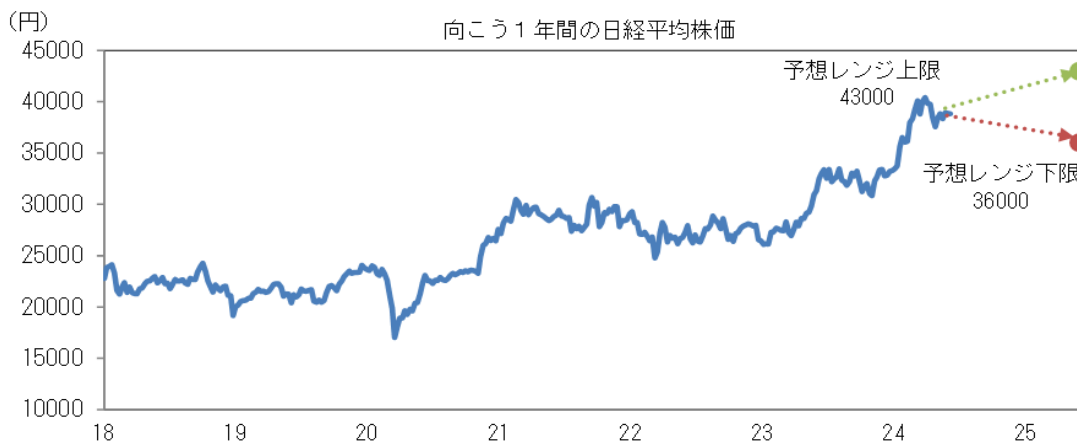
当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所が四半期ごとに今後の市場環境の見通しについて年金通信読者向けに特別レポートを作成しております。

今回は、「2024 年 7 月以降の市場環境見通し～株価上昇を後押しする『名目 GDP』と『半導体』～」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7月以降の市場環境見通し

発表日：2024年6月12日（水）

～株価上昇を後押しする「名目GDP」と「半導体」～

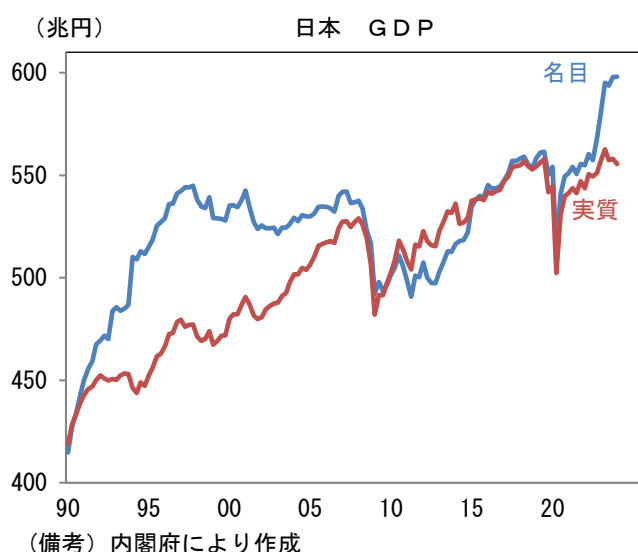
第一生命経済研究所 経済調査部

## 【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12ヶ月以内に日経平均株価が41000円を超えると予想している。米国（Fed）の利下げ開始および米経済の底堅さが維持されることによって、世界的に株価が上昇基調を維持する下、日本では企業の資本効率改善など固有の要因があり、それらが株式市場への資金流入を促すと判断している。本稿では、筆者が注目する2つの視点から、日本株を展望していきたい。それは「名目GDP」と「半導体」である。

6月10日に発表された日本の2024年1-3月期の実質GDP成長率（2次速報値）は前期比年率▲1.8%と2四半期ぶりのマイナスとなり、日本経済の停滞を印象付けた。自動車大手の工場稼働停止という特殊要因が効いた形だが、それだけでマイナス成長を説明することはできない。北米向け自動車や半導体製造装置など外需（輸出）は拡大傾向にあるものの、内需、特に個人消費が失望的な推移となった。巷間言われる「実体経済が弱いのに株価だけが上がった」というのは否定しようのない事実であろう。

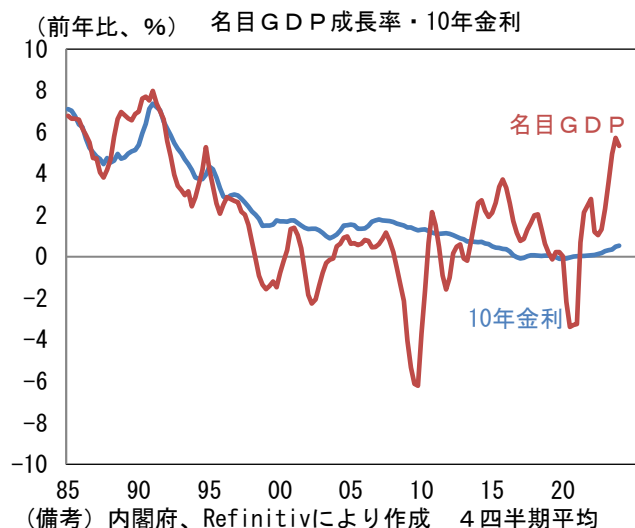
もっとも、こうした日本経済の停滞は物価変動の影響を除去した「実質」の話であり、株式市場にとって重要な「名目」でみると大きく姿が変わる。名目GDP成長率は直近こそ一服感がみられるものの、インフレの追い風を受けて前年比では+3.3%と大きく拡大し、598兆円と600兆円の大台をはっきりと視界に捉えている。アベノミクス開始当初に掲げられた、当時としては極めて野心的な目標が今まさに達成されようとしている。



実質と名目の差を説明するのはGDPデフレーターだ。この指標はデフレ期において長らくゼロ以下で推移したが、直近の前年比伸び率は+3.4%と高い伸び率にある。既往の輸入物価上昇と労働コスト増加を価格転嫁する動きが相俟って国内需要デフレーターが同+2.3%と高い伸びを維持する中、控除項目である輸入デフレーターが同+2.8%と4四半期ぶりに上昇に転じてGDPデフレーターの下押し（≒交易条件の悪化）に寄与したものの、輸出デフレーターが同+7.9%と伸びた。「付加価値の単価」とも言うべきGDPデフレーターの拡大は、名目値の企業収益が膨らむことを意味する。

ここで株価が名目値の概念であることを思い出す必要があるだろう。したがって、GDPデフレーターがプラスの状態にある時、企業収益は拡大傾向を強め、株価上昇が促される。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だろう。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。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がレンジ相場を形成したことや、名目GDPが拡大基調にある中で日経平均株価が3万円そして4万円の大台を回復したことは、ある意味で自明と言える。

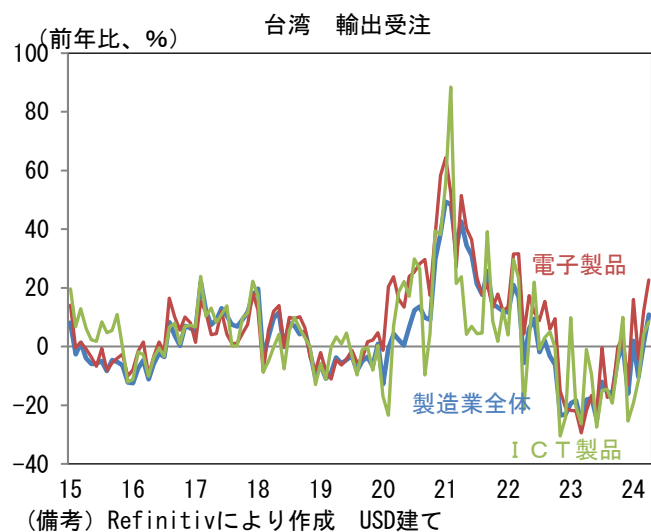
株価を考える上では金利を加味することも重要。そこで名目GDP成長率（直近値は前年比+3.4%）と長期金利（1%程度）の差に注目すると、現在は大幅なプラス領域にある。名目長期金利が「期待実質成長率（≒潜在成長率）+予想インフレ率」で決まるとするなら、長期金利は名目GDP成長率に近い数値となるはずだが、日銀の緩和的な金融政策によって長期金利が抑制されているため、コロナ期以降は「名目GDP成長率>金利」の構図が特に鮮明になっている。この状態はマクロ的に見た場合、調達コスト以上の成長機会が至る所に転がっていることを意味することから、もしその状態が長く続く、或いはそう確信するなら、企業は借入を増やし投資を拡大し、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。現在、日本株のPERが安定していることに鑑みると、投資家が過度なリスク選好に傾斜しているとは思えない。つまり、現在の環境は投資家のリスクテイクが報われ易いと言えるだろう。これが1つ目の注目点の「名目GDP」である。



2つ目の注目点は「半導体」。昨今のAI関連の騰勢によって、決算シーズンには半導体大手の決算がマクロ指標に比肩するほど相場全体に大きな影響を与えることもあり、今や半導体は「セクター」、「業種」といった用語が馴染まない存在となっている。それ故、相場を予想する上では、半導体各社の決算を如何にして先回りするかが重要になってくる。その点、5月20日に発表された台湾の4月輸出受注は朗報であった。2022年秋から2023年末頃までマイナス圏で推移していた前年比伸び率は、この4月に+10.8%までプラス幅が拡大し、2022年3月以来の高い伸びとなった。輸出の6割を占める電子製品と情報通信技術製品（ICT）が共に増加。前者は同+22.7%と約2年ぶりの高い伸びとなり、後者は+8.4%とはっきりとしたプラス領域に回帰した。統計発表元の台湾経済部は米欧の高金利の影響、米中の貿易紛争、より広範な地政学的不確実性などを今後のリスクを挙げたが、「AIの加速度的成長が半導体やサーバーのサプライチェーンへの需要を後押しする」（ロイター）とした。

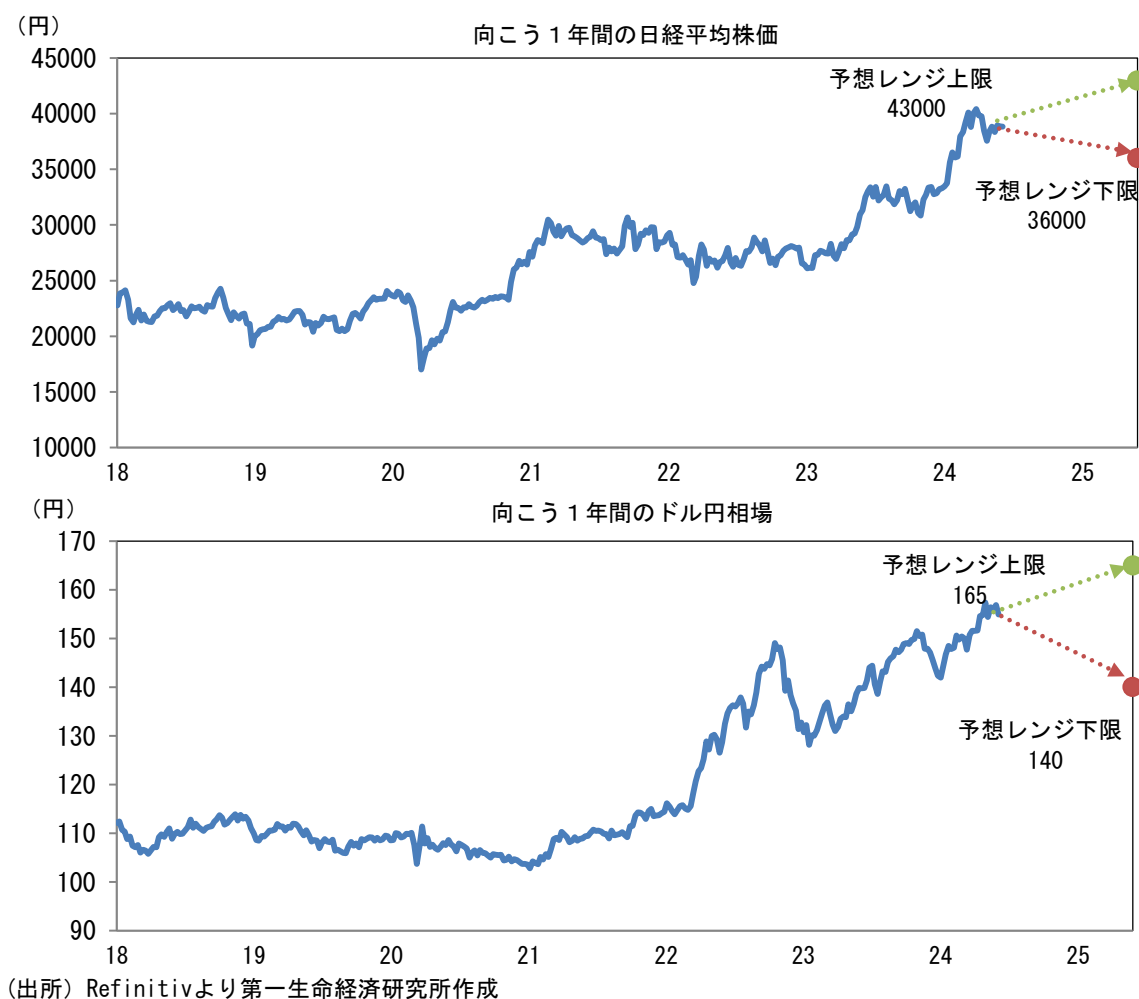
この間、台湾の電子部品の出荷・在庫バランス（出荷と在庫の前年比差分）は需給が引き締まる方向にあることを示している。最新値である3月の値は出荷が前年比+11.2%、在庫が同▲5.7%となり出荷・在庫バラ

ンスは+16.9% pと明確なプラス圏にある。世界半導体売上高をみる限り、スマホやP Cに用いられる従来品の回復は道半ばであるものの、半導体の生産集積地である台湾の動向をみる限り、先行きは明るい。こうした前向きな傾向が続き、広範な製品（用途）で半導体需要が回復すれば、本邦半導体企業（製造装置、部材）も恩恵を受け、株価上昇の牽引役になると期待される。



以上をまとめると、実質でみた日本経済は停滞が続いたとしても、価格転嫁の進展を受け、名目値でみた企業収益は拡大が続き、株価上昇を正当化すると見込まれる。また半導体関連銘柄を多く内包する日本株がA Iブームの波に乗ることは比較的容易であろう。日本株は年初に飛躍的上昇を遂げた後、レンジ相場に移行しているが、先行きは高値更新が期待される。

## 【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、海外株の底堅さも追い風となろう。もっとも、F R Bの利下げが遅れることで世界的に長期金利が高止まりし、株式の（債券に対する）相対的な魅力が低下する可能性には注意が必要。

### ◇ドル円

米国のインフレ率は低下基調にあり、F R Bの年内利下げ開始が織り込まれている。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3月にマイナス金利解除に踏み切った他、長期金利を0%程度に誘導する政策も終了した。賃金上昇率が高まる下、個人消費の回復が見通せれば、7月にも追加利上げに踏み切る可能性がある。当面の長期金利は1%程度で推移するとみている。

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、良好な労働市場、資産効果等を背景に、緩やかな減速にとどまり堅調さを維持している。24年1－3月期の実質G D P成長率（2次推計）は、輸入の大幅増加による押し下げを主因に前期比年率+1.3%（前期同+3.4%）と減速した。しかし、個人消費、住宅投資など民間国内最終需要は同+2.8%（前期同+3.3%）と小幅の減速にとどまり、堅調さを維持した。

4－6月期に入って、企業景況感を示すI S M景気指数では、製造業が4、5月平均で49.0と1－3月期の49.1を小幅下回ったうえ、非製造業が51.6と1－3月期の52.5を下回っており、米景気の緩やかな減速を示している。また、5月の非農業部門雇用者数が3ヵ月移動平均で前月差+24.9万人（前月同+23.7万人）、6ヵ月移動平均で前月差+25.5万人（前月同+24.0万人）とともに小幅加速し、中短期で堅調な増加ペースを維持した一方、失業率は4.0%（前月3.9%）と22年1月以降で初めて4%台に上昇するなど、強弱入り混じっており、労働市場の逼迫緩和がゆっくりとしたペースで進展している。

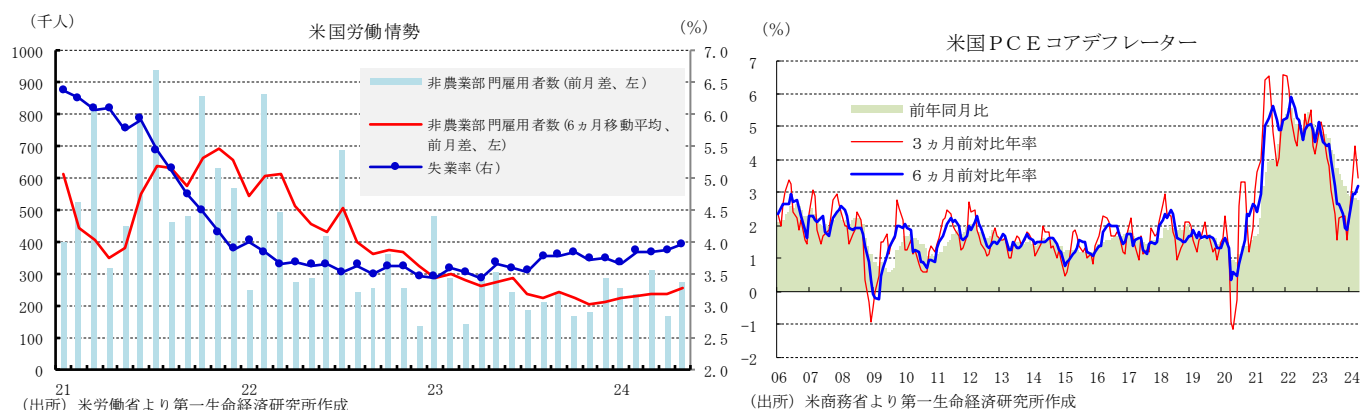
インフレ率（前年同月比）では、4月のP C E（個人消費支出）コアデフレーターが前年同月比+2.8%（前月同+2.8%）と高い伸びにとどまった。また、3ヵ月前対比年率で+3.5%（前月同+4.4%）と低下したが、やはり高い伸びにとどまっており、短期的なインフレ圧力は強い。さらに、6ヵ月前対比年率で+3.2%（前月同+3.0%）と上昇、中期的なインフレ圧力は再び強まっており、現状ではインフレが2%の目標に向けて低下を続けるとF R Bが確信できる状況に至っていない。

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%に据え置き、景気減速、コアインフレの低下を促す方針を維持している。他方、バランスシートの縮小策では、6月1日より保有証券の圧縮を月間上限額950億ドルから600億ドルに減額した。

24年の個人消費は、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、消費者マインドの低下、借入コストの上昇等を背景に、減速すると見込まれる。住宅投資は、供給不足を背景に3年ぶりに拡大するが、高いモーゲージ金利、人手不足の影響等によって小幅の増加にとどまると予想される。設備投資は、金融環境の引き締めや、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、関連需要の拡大による下支えが見込まれる。さらに、ねじれ議会による歳出抑制を背景に政府支出が鈍化すると予想される。

以上より、米国の24年年間の実質G D P成長率（年内成長率）は+1.2%（23年+1.8%）と鈍化しよう。ただし、23年後半の成長率が高かった影響で、24年へのゲタが+1.4%（23年+0.8%）と高くなっているため、24年平均の実質G D P成長率（年内成長率と下駄の合計）は前年比+2.6%（23年同+2.5%）と前年並みの成長が予想される。

F R Bは、目先政策金利の据え置きを継続するが、P C Eコアデフレーターが前年比+2%に向けて低下を続ければ、実質F F 金利が上昇し景気後退リスクを高めるため、インフレの低下に合わせる形で漸進的な金融緩和を24年9月に開始し、年2回の利下げを実施するとみられる。



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）】

2024 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲1.8%と 2 四半期ぶりのマイナス成長となった。マイナス成長の主因は認証不正問題に伴って生じた自動車の大幅減産だ。工場の操業停止により自動車生産が激減したことで、自動車販売台数の落ち込みによる個人消費の減少、輸送機器投資の減少に伴う設備投資の下押し、自動車輸出の落ち込み等、幅広い需要項目に悪影響が及んだ。加えて、23 年 10-12 月期の GDP を一時的に押し上げたサービス輸出において、大口要因の剥落が生じたことも成長率の押し下げ要因となった。

もっとも、4-6 月期以降はこうした一時的要因による下押しが解消されることで、プラス成長に転じる可能性が高い。1-2 月の落ち込みが響いたことで、自動車生産は 1-3 月期で見れば大幅減少となったが、3 月以降は持ち直し傾向にある。5 月末に新たに発覚した認証不正問題は懸念材料ではあるものの、自動車生産が正常化に向かう流れが途切れる可能性は低いだろう。自動車減産の影響で 1-3 月期に下押された分が回復に向かうことで、個人消費や輸出等でも反発が予想されることから、4-6 月期の景気は持ち直すだろう。

24 年後半以降も景気の緩やかな持ち直しは継続する。24 年春闘では歴史的な賃上げが実現しており、これが夏にかけて実際の給与に反映されてくることで賃金上昇率は高まることが予想される。減少が続いてきた実質賃金も 24 年後半にはプラス転化が見込まれることに加え、減税の実施による押し上げもあることで、個人消費も緩やかに持ち直す。また、製造業部門の下押しが弱まることや底堅い企業収益を背景として設備投資も増加する可能性が高い。こ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、景況感も改善に向かうと予想する。23 年度は内需の低迷が目立ったが、24 年度は内需が持ち直すことで、23 年度に比べて内外需のバランスが取れた成長になるだろう。

だが、物価上昇による実質購買力の抑制が消費の頭を押さえる状況は残る。再生可能エネルギー発電促進賦課金単価が大きく引き上げられたことに加え、電気代、ガス代の負担軽減策も終了することから、エネルギー価格は大幅な上昇が不可避だ。また、円安の進行により輸入コストが増加、人件費増分の価格転嫁も一部実施されることでエネルギー以外でも値上げが進むだろう。物価は当面+2%台後半で高止まるとみられ、24 年度で見ても+2.6%と高い伸びになることが予想される。24 年春闘での大幅賃上げ実現により名目賃金は上昇率が拡大し、実質賃金もプラス転化するとみられるが、物価上昇の影響で増加幅は抑制される可能性が高い。加えて、円安・物価高による消費マインド悪化で実質賃金の増加や減税分の多くが貯蓄に回るリスクがあることや、コロナ禍からのリバウンドは既に終了していることなどを踏まえると、消費の持ち直し度合いには不透明感が大きい。景気は先行き改善を見込むも、加速感が出るには至らないだろう。



(出所) 日本銀行「消費活動指数」



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」

(注) 24年5、6月は予測指数の伸びで延長

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）】

物価高による消費抑制、これまでの金融引き締めの効果浸透、輸出の伸び悩みなどを背景に、低迷が続いてきた欧州景気に底入れの兆しが広がっている。ユーロ圏の実質国内総生産（GDP）は、昨年後半に2四半期連続でマイナス成長（テクニカル・リセッション）に陥った後、今年1～3月期はプラス成長に復帰した。製造業とサービスを合成したユーロ圏の購買担当者指数（PMI）は、3月に好不況の分岐点を回復し、4～6月期入り後に業況判断が一段と上向いている。歴史的な物価高が沈静化に向かうなか、賃金上昇率が遅れて加速しており、家計の所得環境が改善に向かっている。

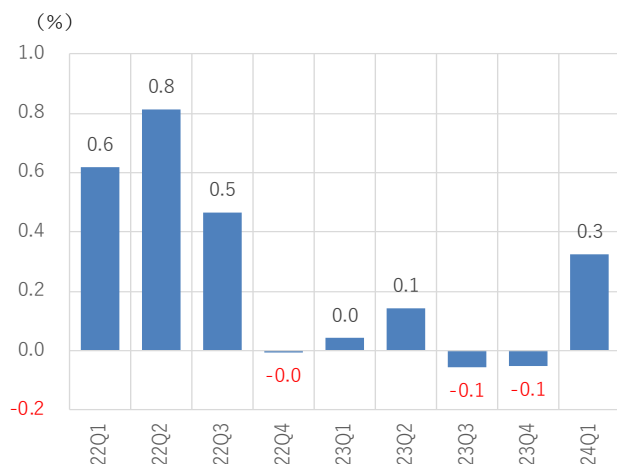
一時は前年比で2桁台に達したユーロ圏の消費者物価は、エネルギー価格の上昇一服で、昨年10月以降、同2%台で推移している。中期的な物価安定の達成が視野に入ってきたことで、欧州中央銀行（ECB）は6月の理事会で約5年振りとなる利下げを開始した。しかし、足許で賃金や物価が再加速するなど、先行きの物価安定を取り巻く環境は不透明だ。同時に発表したECBスタッフによる経済見通しでは、2024年、2025年のインフレ率予想を引き上げた。ECBはデータに基づいて今後の利下げ是非を会合毎に判断するとしており、特定の政策金利の経路を事前に想定していないことを明言した。

先行きの欧州経済は、インフレ沈静化と賃上げ加速による消費回復、ECBの利下げ開始による金融環境の改善、世界景気の底入れによる輸出回復などを背景に、回復基調を続ける公算が大きい。もっとも、利下げ開始後も政策金利は歴史的な高水準にあり、当面は投資活動の足枷となろう。また、欧州連合（EU）は過去数年、危機時対応の一環で財政規律の適用を全面的に停止してきた。2024年からは規律の適用が再開され、財政運営は緩やかな引き締め方向に転じることが予想される。特に政府の財政措置が憲法裁判所によって違憲と判断されたドイツでは、追加の財政緊縮措置が必要な状況にある。2024年のユーロ圏の年間成長率は+0.6%と低成長にとどまった後、2025年は+1.3%と潜在成長率並みの成長軌道への復帰を見込む。

賃金やサービス物価の高止まりが続いており、6月の利下げ開始後もECBは慎重な利下げ判断を迫られよう。四半期に1回程度の利下げを続け、2024年末までに現在3.75%の下限の政策金利が3.25%に、2025年末までに2.25%に達するのがメインシナリオとなる。但し、理事会内には利下げ継続に慎重な意見もあり、より緩やかなペースでの利下げを余儀なくされる可能性が高まりつつある。

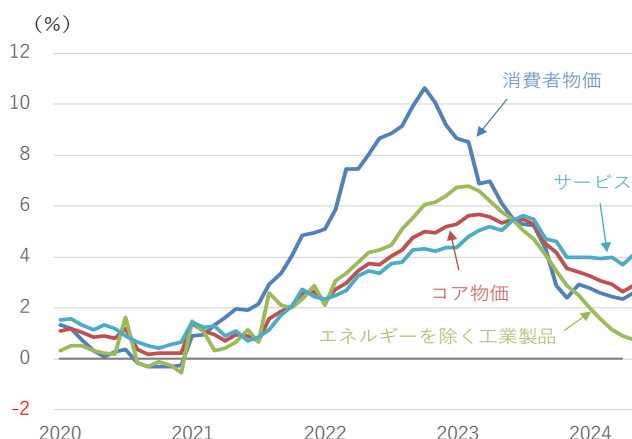
6月の欧州議会選挙では、移民流入や生活困窮を背景に保守会派や極右会派が議席を伸ばしたが、中道右派会派が最大会派の座を死守し、他の親EU会派と協力して議会運営を行う可能性が高い。欧州委員会のフォン・デア・ライエン委員長も二期目の続投に前進した。その意味で今回の選挙がEUの政策運営に与える影響は限定的だが、極右勢力の躍進を受けて中道右派会派の政策の中心軸が右傾化することや、国内政局に与える影響が懸念される。なかでもフランスでは、欧州議会選挙での敗北を受け、マクロン大統領が議会の解散・総選挙を決断した。6月下旬・7月上旬の国民議会（下院）選挙では、極右政党が第一党となる恐れもあり、政治不安が高まっている。

ユーロ圏の実質GDP成長率（前期比）



出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

ユーロ圏の消費者物価の推移（前年比）



注：コア物価はエネルギー・食料・アルコール・たばこを除く

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）】

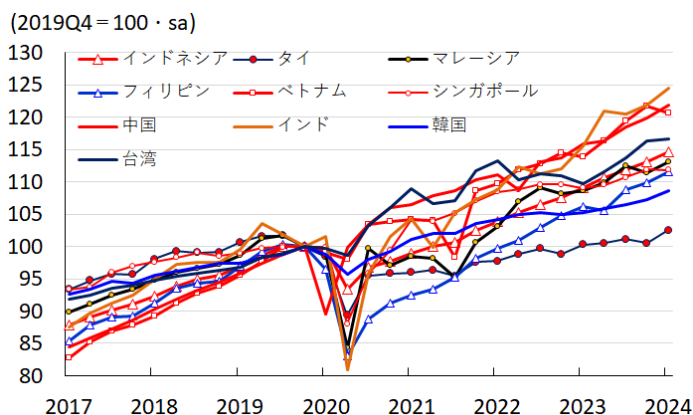
足下の中国経済は供給サイドをけん引役に打ち込んでいる。一方、需要サイドは若年層を中心とする雇用不安や不動産市場を巡る懸念が内需の足かせとなり、外需にも不透明感がくすぶる状況が続く。こうしたなか、当局はインフラ投資の拡充をはじめとする内需喚起を図る動きをみせてきた。さらに、不動産セクターを巡る問題解決を目的に地方政府が『妥当な価格』で買い取り、低所得者層向けの安価な住宅への転用や土地の買い戻しを認める方針を明らかにしている。中銀も規制緩和や新規の貸付制度を創設しているが、昨年末時点の住宅在庫が6000万

戸、総額で17.6兆元に達すると試算されるにも拘らず、支援額は5000億元に留まり、一連の対策で事態打開に向かうかは見通しが立ちにくい。他方、習近平指導部が主導する『新質生産性』にしたがう形で供給サイドを中心に景気底入れの動きが促されているものの、10月の米国大統領選に向けて米国や欧州などは中国に対する警戒感を強めている。米国は中国製EVなどに対して関税を課す方針を明らかにしているほか、EUも同様の措置に動く可能性が高まっており、中国の対抗措置も予想されるなど、米中摩擦は不可逆的に進行していくことが予想される。よって、先行きは外需を取り巻く環境の悪化は避けられない。年明け早々は良好なスタートダッシュを切ったとみられるものの、先行きの景気は徐々に頭打ちの様相を強めるであろう。

中国以外のアジア新興国においては、中国経済に対する依存度が高いASEANやNIEs諸国では引き続き中国景気の動向が景気を左右する展開が続く。他方、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拡大を通じて景気を下支えしており、当面はこうした動きが続く可能性は高い。ただし、足下のインフレ率は一見落ち着きを取り戻しているが、食料品やエネルギーなど生活必需品を中心とする物価上昇が続いており、米ドル相場を巡る不透明感も影響して各国中銀は金融緩和に動くことができない状況が続く。よって、先行きは利上げの蓄積効果が内需の足かせとなる懸念がくすぶるなか、当面の景気はインフラ関連をはじめとする公的需要が景気を支える展開が続こう。なお、中国に次ぐ世界経済のけん引役になることが期待されるインドだが、総選挙ではモディ政権を支える与党連合が勝利するも議席を大幅に減らしており、政策の行方に不透明感が高まっている。モディ政権は3期目入りを果たしているものの、ここ数年は内向き姿勢を強める動きをみせてきたなか、今後は一段とそうした傾向が強まることが予想される。よって、期待された構造改革もスピード感の低下や後退していく可能性も考えられる。向こう数年以内に経済規模は日本、ドイツを抜いて世界第3位になると見込まれるが、1人当たりGDPは依然2500ドル程度に留まるなか、経済成長を押し上げる政策運営ができるか否かが注目される。

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の動きが続いており、米ドル高圧力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ものの、利下げが後ろ倒しされる展開が続くとともに、世界的な金利高局面が長期化すれば、アジアのみならず多くの新興国において債務負担が増大する展開が続くことは避けられない。よって、先行きも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っておらず、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収束できるかに引き続き左右される。アジア新興国において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に対する耐性は着実に高まっているが、一部の国では外貨準備高がIMF（国際通貨基金）の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向に晒されやすい国もある。よって、金融市場を取り巻く環境にも注意を払う必要性は今後も変わらないと捉えられる。

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