

2024 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】2024 年 10 月以降の市場環境見通し ～株価と製造業サーベイの不気味な乖離～

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 10 月以降の市場環境見通し～株価と製造業サーベイの不気味な乖離～」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10月以降の市場環境見通し
～株価と製造業サーベイの不気味な乖離～

発表日：2024年9月12日（木）

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】

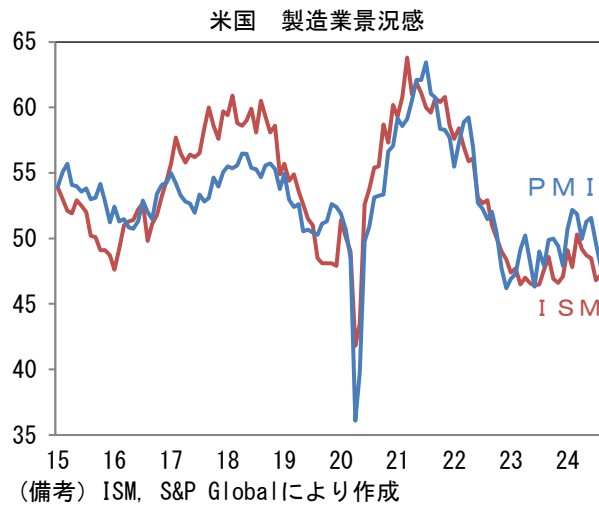
日経平均株価は8月5日の歴史的な暴落後、回復基調を辿り、8月末には4万円を薄っすらと視界に入れた。しかしながら、9月3日に発表された米国のISM製造業景況指数、翌4日に発表された米JOLTS統計（Job Openings and Labor Turnover Survey、雇用動態調査）が何れも弱い結果となったことから、金融市場では米国の景気後退懸念がぶり返し、日経平均株価の回復基調は一服。日経平均株価4万円回復は、一旦、視界から消えた。以下、米国経済の現状を整理したうえで、FRBの金融政策を占い、日米株を展望していく。

まず、9月10日時点におけるFRBの金融政策見通しを確認すると、現在5.25%～5.50%とされているFF金利は、年内1%程度の利下げが織り込まれており、2026年央までに3%近傍まで低下するとの予想になっている。筆者は、こうした景気後退を前提にしたかのような激しい利下げ予想には違和感を禁じ得ないが、金融市場でFRBの果敢な利下げが織り込まれているのは事実である。ではなぜ、そのような悲観的な見方が支配的になったのだろうか。

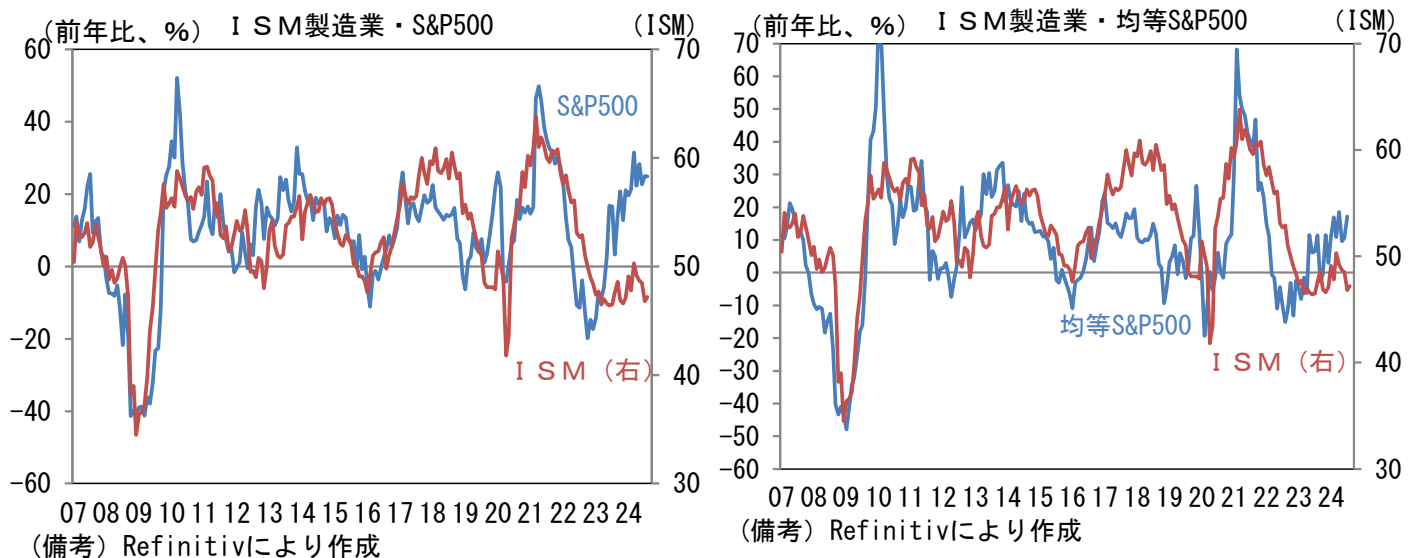
その要因として大きいのは、8月初旬に米国の景気後退懸念を喚起したISM製造業景況指数だろう。9月3日に発表された8月の数値は47.2と、衝撃的な弱さだった7月の46.8から緩慢な改善に留まり、市場予想の47.5にも届かなかった。ヘッドラインを構成する5つの項目に目を向けると、生産（45.9→44.8）と新規受注（47.4→44.6）が共に低下、雇用（43.4→46.0）は改善したものの、サプライヤー納期

（52.6→50.5）は短縮化し、在庫（44.5→50.3）は積み上がった。50を下回る生産と新規受注、50を上回る在庫という組み合わせは需要の弱さを浮き彫りにしており、景気減速を意識せざるを得ない数値だ。それに加えて、向こう3ヶ月程度の先行きを読む上で有用な新規受注・在庫バランスが38.7へと急落し、20ヶ月ぶりの低水準に落ち込んだことも重要。筆者は7月の46.8というヘッドラインは何らかの特殊要因で弱さが誇張されていたと判断していたが、新規受注・在庫バランスの悪化を伴い、2ヶ月連続で弱さが示されたことに鑑みれば、一過性のものではなかったと読み替えるのが妥当に思える。

製造業の苦境を映じたのはISM製造業景況指数だけではなく、類似指標の製造業PMI（S&P Globalが公表する購買担当者景況指数）も同様であった。PMIは47.9となり、過去2ヶ月で大幅に水準を切り下げ、しかも新規受注・在庫バランスの急低下を伴った。PMI算出に用いられる5つの項目は、生産（50.5→48.2）が50を割り込み、新規受注（47.7→46.3）は一段と低下、雇用（51.6→49.2）も50を割れ、サプライヤー納期（50.1→48.6）は短縮、中間財投入を意味する購買品在庫（48.7→48.2）は微減であった。ISM製造業景況指数と同様、新規受注の弱さが懸念される。サービス業PMIが55.2と強さを維持していることに鑑みると、必ずしも内需の弱さが背景にある訳ではなさそうだが、大統領選を控えた不透明感などから生産・投資活動が抑制されている可能性が指摘できる。



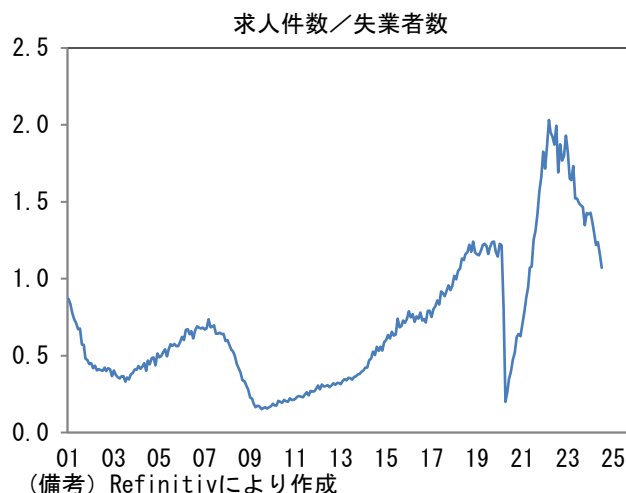
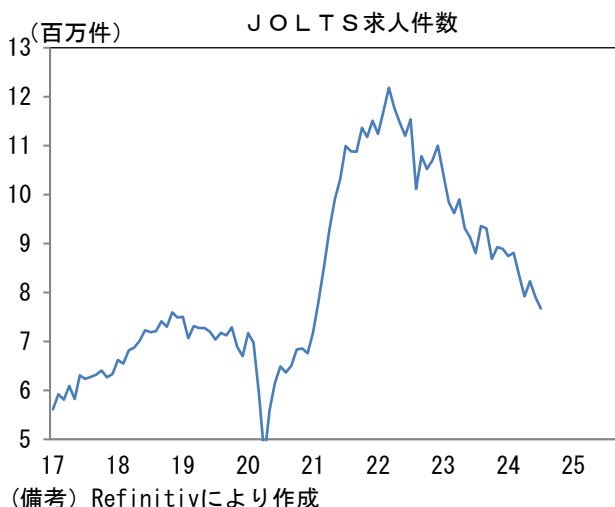
ISM製造景況指数や製造業PMIといった製造業サーベイは、長期的に株価との連動性が強い。そこでS&P500（前年比）とISM製造業景況指数を同じグラフに描いてみると、過去は基本的に連動していたが、直近1年程度は強い株価と弱いISMと言った具合に、明らかな違和感が認められている。ISM製造業が「絶対的に正しい」という前提を置くならば、現在のS&P500は（ひいき目にみても）前年比伸び率がゼロ近傍、すなわち4300～4500程度の水準にあるはずであり、25%程度の下落余地がある。現在の株価はM7と呼ばれる時価総額の大きい非製造業によって牽引されていることを踏まえ、時価総額の大きい銘柄の影響を受けない「均等ウェイト版S&P500」と比較しても、やはり違和感に残存する。どちらの尺度でみても現在の株価は、製造業サーベイと整合しない高い水準にあり、不気味さを禁じ得ない。



そもそも何故、株価は製造業指標の悪化を無視するかのような水準にあるのだろうか。一言で表現すれば、「景気後退は回避できるし、もし景気後退が懸念される状況になれば、F R Bが大胆な利下げに踏み切るので株価下落は大したものにならない」という楽観があるだろう。

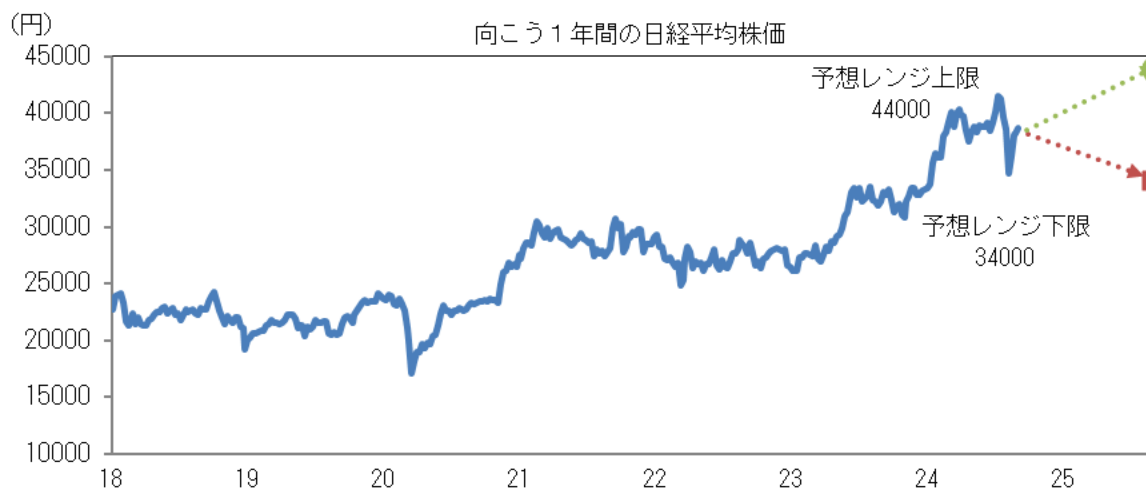
もっとも「景気後退は回避できる」という点については、やや警戒が必要な状況になってきた。8月23日のジャクソンホール・シンポジウムでパウエル議長は「労働市場の一段の冷え込みは望みも歓迎もしない」と発言したばかりだが、9月4日発表の7月 JOLTS 求人統計は明らかにF R Bが「見たくない」データであったと思われる。

7月の求人件数は767万件と市場予想(810万件)を明確に下振れたうえ、6月の数値も791万件へと27万件も下方修正された。水準そのものはパンデミック発生前よりも高いが、この間の人口増を踏まえれば、決して多いとは言えない。同時にF R Bが重視する失業者1人あたりの求人件数は1.07へと急低下した。この数値は2022年3月に2.0を超え、求職者が引く手あまたの状況にあることを示したが、移民流入数の増加などによって労働供給が正常化する下、2024年4月にはパンデミック発生前の水準である1.22に回帰していた。1.07という数値は、危険水域というほどではないものの、企業の採用意欲が減衰していることは明白であり、このところの低下速度から判断すると下抜けが懸念される状況にある。求人件数の低下基調と失業者数の増加基調が続いていることを踏まえると、求人倍率は早晚1を下回る公算が大きい。このように労働者優位の状況が崩れつつある姿はコンファレンス・ボードが発表する消費者信頼感調査における雇用判断D Iの低下と整合的であり、広範な指標で弱さが確認されている。これらから判断すると、失業率は8月4.2%からじりじりと上昇していく可能性を意識せざるを得ない。



その場合、米国株は弱気相場に移行するのだろうか。そこで重要になってくるのは「もし景気後退が懸念される状況になれば、F R Bが大胆な利下げに踏み切る」という前提。その点、現在、利下げにあたって最大の障壁であるインフレが概ね沈静化していることは極めて重要な事実であろう。2022年にナスダックが30%近い下落を経験したのは、景気が悪化しているのにインフレが邪魔をするので利下げができないという、ある意味「詰んだ」状態であったことが大きい。それに対して現在のF R Bはいつでも動ける状態にあり、政策対応余地は豊富にある。仮に株価が大幅下落となれば、F R Bが株式市場を助けにくるのではないかと。筆者は日本株が、米国株の下落に付き合わされる展開は現時点でさほど懸念していない。

【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8月に暴落した後、下値を切り上げており、今後は企業業績の拡大、積極的な株主還元を背景に底堅さを増すと期待される。米国の利下げも追い風となろう。もっとも、米国経済の減速が想定以上となれば世界同時株安に発展する可能性はある。

◇ドル円

米国経済はインフレ率の低下が進むと同時に景気減速の兆候が増加。F R Bの利下げ開始は既定路線になっている。そうした下で日米金利差縮小を見込むドル売り・円買いが活発になってきた。日銀の追加利上げとF R Bの利下げが重なれば更なる円高も考えられる。

◇金利

日銀は7月に長期国債の買い入れ減額と利上げを決定。政策金利は0.25%となった。名目賃金の上昇が続けば年内にもう一度利上げが検討されるだろう。政策金利は2025年末までに1%程度まで上昇しても不思議ではない。当面の長期金利は1%前後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）】

米国では、インフレ高進対策としてのFRBの大幅利上げを受け、労働市場が軟化し、景気の先行き懸念が高まっている。24年4－6月期の実質GDP成長率が個人消費や設備投資の加速等により前期比年率+3.0%（前期同+1.4%）と加速し、年前半の平均成長率は+2.2%と緩やかな伸びとなった。

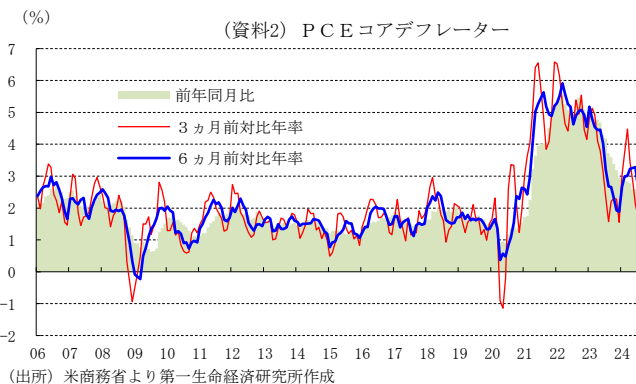
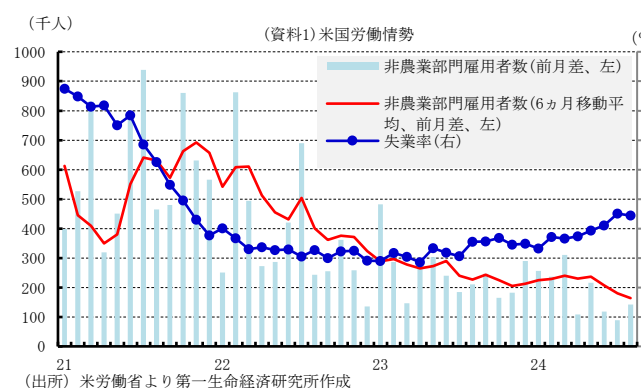
7－9月期入り後、企業景況感を示すISM景気指数では、8月に製造業が47.2（前月46.8）と50を下回って推移しているが、過去の景気後退局面時の水準を上回っている。また、非製造業が51.5（前月51.4）と50を維持しており、米景気の秩序だった減速を示している。労働市場では、8月の失業率が4.2%と前月4.3%から低下したほか、非農業部門雇用者数が前月差+14.2万人（前月同+8.9万人）と加速した。3ヵ月移動平均では前月差+11.6万人（前月同+14.1万人）と巡航速度付近まで減速した。

インフレでは、7月のPCE（個人消費支出）コアデフレーターが3ヵ月前対比年率で+1.7%（前月+2.1%）と短期的なインフレ圧力は一段と緩和しており、インフレが2%の目標に向けて低下を続けるとFRBが確信できる状況に近づいたと判断される。

FRBは7月31日のFOMCに政策金利であるFFレート誘導目標レンジを、8会合連続で5.25～5.50%に据え置いた。しかし、パウエルFRB議長は、8月23日の講演で、「インフレが2%への持続可能な軌道に乗っているという私の自信は高まった」とインフレが落ち着きを取り戻したとの判断を示した。また、労働市場に関して「FRBは、労働市場の一段の冷え込みことを期待せず、歓迎しない」と一段の鈍化に懸念を示したうえ、「インフレの上振れリスクは減少している一方、雇用の下振れリスクは増加している」と雇用の下振れリスクを強調した。そのうえで、「政策を調整するときが来た、方向性は明確であり、利下げのタイミングとペースは、今後入手されるデータ、変化する見通し、リスクバランスによって決まる」と事実上の利下げを予告し、利下げ幅などはデータ次第であることを強調した。

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。また、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「CHIPS法」によって、関連需要の拡大による下支えが見込まれる。24年の実質GDP成長率は前年比+2.5%（前年比+2.5%）と前年に近い伸びが予想される。

FRBは、景気や労働市場が緩やかな減速基調を辿るなか、コアインフレの低下傾向、労働市場の悪化リスクが高まっていることから、FRBは引き締め的な水準にあるFFレートを9月に25bp引き下げ、25年末にかけて段階的に4.0%程度に引き下げると予想される。しかし、失業率が労働参加者の増加のない状況でさらに上昇すれば、50bp以上の大幅な利下げを継続すると予想される。また、株価の大幅な下落が続けば、マインドの悪化、信用コストの上昇を通じて、家計と企業の需要が急激に落ち込むリスクが高くなるため、FRBはFOMCでの大幅利下げを早期に市場に織り込ませる形で、金融市場の安定を目指すと思われる。FRBは、リスク回避のために積極的な利下げを実施すると予想され、市場金利の大幅な低下や株価の持ち直し、マインドの改善によって、深刻な景気後退は回避される公算が大きい。



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）】

2024年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.9%と2四半期ぶりのプラス成長となった。高成長の主因は自動車生産の反発だ。24年1-3月期には、認証不正問題に伴う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、輸送機器関連投資の減少に伴う設備投資の下押し等の悪影響が生じ、実質GDPは前期比年率▲2.4%の大幅マイナス成長となっていた。一方、4-6月期には工場稼働の再開により自動車生産が正常化に向かったことで、供給制約の緩和による乗用車販売の大幅増加や輸送用機械関連投資の増加が実現し、高成長に繋がった。このように、4-6月期の成長率は自動車要因による反動増により押し上げられている面が大きく、割り引いてみる必要がある。実際、自動車による攪乱を均してみるため24年1-6月期と23年7-12月期の実質GDPの水準を比較すると▲0.2%にとどまるほか、実質GDPを前年比で見ても、1-3月期が▲0.9%、4-6月期が▲1.0%と2四半期連続のマイナスである。均してみれば、24年前半の景気は横ばい圏内の動きにとどまったと判断できる。

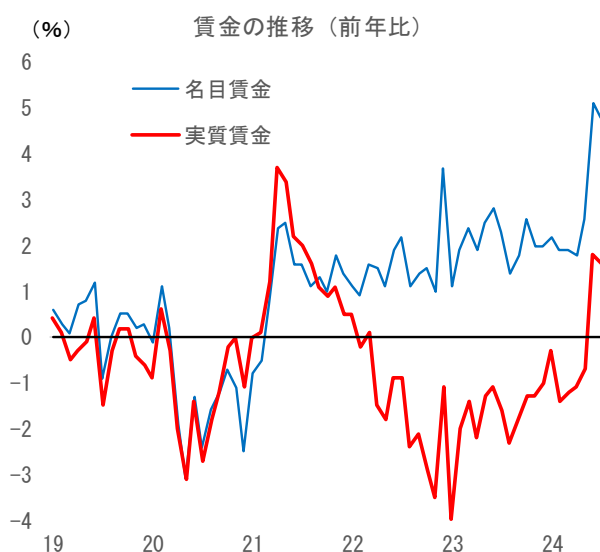
一方、24年後半以降は景気を取り巻く環境が改善に向かう。これまで賃金の伸びが物価に追い付かず、実質賃金の減少が続いていたことが個人消費の抑制要因になっていたが、足元では好調な企業収益を背景とした賞与の増加に加え、春闘での大幅賃上げにより所定内給与も伸びが高まるなど、状況に変化がみられつつある。この先、実質賃金は振れを伴いつつも増加基調で推移することが見込まれる。加えて、底堅い企業収益を背景として設備投資も増加する可能性が高い。これまで足を引っ張ってきた内需に持ち直しの動きが出ることで、景気は緩やかに改善するだろう。

もっとも、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。実質賃金はプラス圏で推移するものの、物価上昇率は鈍化しつつも高い伸びが続くため、増加幅は抑制される。これまで貯蓄を抑制しながら消費水準を維持してきたことの反動もあり、実質賃金の増加や減税分の多くは貯蓄に回るだろう。10-12月期以降には定額減税による一時的な押し上げ分の剥落が生じることもあり、消費の持ち直し度合いは限定的なものにとどまる可能性が高い。また、外需についても、米国経済の減速が予想されるなか、緩やかな増加にとどまる公算が大きい。24年後半以降に景気は改善するが、加速感が出るには至らない。

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）は24年度が+2.3%、25年度が+1.7%と予想する。人件費増分の価格転嫁が一部実施されることからサービス価格に上昇圧力がかかる一方、輸入物価上昇によるコスト増加圧力が弱まることで、財価格の伸びは鈍化が見込まれ、CPI全体としては緩やかに上昇率が縮小するだろう。エネルギー価格による押し上げ寄与が剥落することもあり、25年半ばにはCPIコアは前年比+2%を割り込む可能性が高い。



(出所)内閣府「国民経済計算」
(注)2021年=100として指数化



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計調査」
(注)共通事業所ベース

【景気の現状と展望（欧州）】

2023年を通じてほぼゼロ成長での足踏みが続いたユーロ圏経済は、2024年に入って成長軌道に復帰しているが、回復の足取りは緩慢だ。パリ五輪による特需も加わった旅行需要の回復、インフレ沈静化による家計の実質購買力の改善で、サービス分野が景気拡大を支えているが、海外経済の停滞や貿易摩擦に対する警戒感などを背景に、製造業部門の不振が続いている。なかでも域内最大の経済国ドイツの不振が目立つ。人件費や原材料費の高騰による産業空洞化、中国依存度の高さや電気自動車（EV）補助金打ち切りによる自動車販売の不振、政府の予算調整措置に対する違憲判決に伴う歳出削減などが景気を下押ししている。

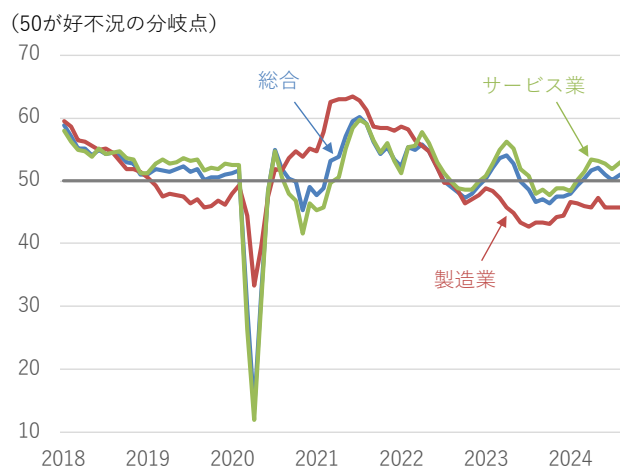
一時は前年比で2桁台に達したユーロ圏の消費者物価の上昇率は、エネルギーや食料品価格の上昇一服を受け、昨年秋以降、2%台に鈍化している。中期的な物価安定が視野に入ってきたことで、欧州中央銀行（ECB）は6月に約5年振りとなる利下げを開始した。足許でサービス物価や賃金の高止まりが続いているため、ECBは慎重に利下げを継続している。特定の政策金利経路を事前に約束することを避け、データに基づいて理事会毎に追加利下げの是非を判断することを示唆している。7月は利下げを見送ったが、9月の理事会で追加利下げを行った。今後も四半期に1回程度のペースでの利下げを続けるとみられ、下限の政策金利（預金ファシリティ金利）は、2024年末に3.25%、2025年末に2.25%に達すると予想する。

欧州連合（EU）は過去数年、危機対応の一環で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。今年から見直し後の規律の適用が再開され、フランスやイタリアなど7ヶ国が規律違反の恐れがあると見て、是正手続き（EDP）の開始を勧告された。EDP下の国はGDP比で年0.5%程度の財政収支の改善が求められる。欧州各国の財政運営は引き締め方向に転じることが予想される。

先行きのユーロ圏経済は緩やかな回復軌道が続ける公算が大きい。物価のピークアウト後も高めの賃上げ妥結が続いており、当面は家計消費の拡大が景気回復を支えよう。その一方で、コスト高による企業収益圧迫、利下げ開始後も高水準にある貸出金利、世界経済の停滞などが重石となり、企業活動が全般に伸び悩むことが予想される。2025年に入ると、EUの新体制発足や選挙イヤー通過による政策不透明感の後退、追加利下げによる金融緩和効果の顕在化、世界経済の回復による輸出拡大などに後押しされ、企業活動にも徐々に明るさが広がる展開を想定する。ユーロ圏の実質国内総生産（GDP）成長率は、2024年に+0.7%で停滞した後、2025年は+1.2%に加速すると考える。

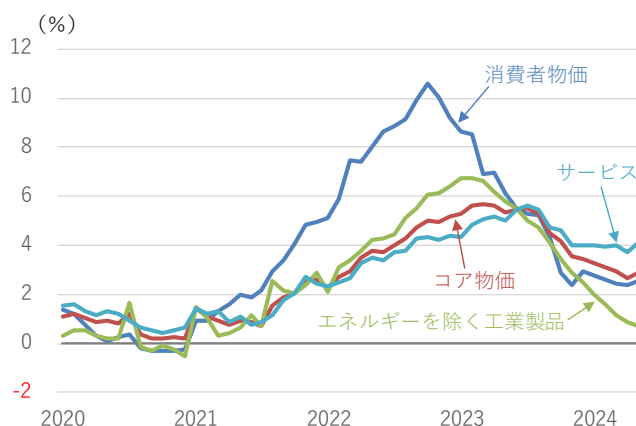
6・7月に国民議会（下院）選挙が行われたフランスでは、9月初旬にようやく新首相が就任したが、議会の過半数の支持を集めるのが困難な状況にある。議会採決を迂回する憲法上の特例措置を使って法案を成立する綱渡りの議会運営を迫られそうだ。フランスは財政不安を抱えている。政権発足の遅れで予算審議への影響も懸念される。秋から冬にかけては格付け会社のレビューも控え、財政再建が計画通りに進まない場合、追加の国債格下げのリスクもある。極右勢力が政権の命運を握っている状況で、中長期的な政治リスクにも注意が必要となる。

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

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）】

中国経済を巡っては、不動産不況が景気の重石となる展開が続くなか、当局は不動産在庫の解消に向けた取り組みを強化するとともに、内需喚起を目的とする買い替え促進策といった動きをみせている。しかし、若年層を中心とする雇用不安が需要の足かせとなる展開が続いている。さらに、不動産市況を巡っても当局の対応が小出しに留まるなかで調整の動きに改善の兆しがみられず、バランスシート調整圧力が家計、企業問わず幅広い分野にとって経済活動の足かせになる展開が続いている。

7月に開催された中長期的な経済政策の運営方

針を討議する3中全会では、習近平指導部が主導する「新質生産力」と「高質量発展」を重視する方針があらためて確認されるとともに、欧米と異なる経済発展モデルである「中国式現代化」の推進に向けて経済政策面でも国家の安全をその礎とする形で共産党による指導を強化するといった内容が示された。そして、戦略産業に新世代情報技術、人工知能（AI）、航空宇宙、新エネルギー、新素材、ハイエンド機器、バイオメディカル、量子技術といった分野を挙げており、こうした分野では政府による支援が一段と強化される展開が予想される。他方、積極的な内需拡大や税財政改革、不動産や地方政府債務を巡るリスクを認識していることが示されたものの、具体的な方策は示されず、今後も小出しの対応が続くと見込まれる。よって、先行きの中国経済はマクロ的には頭打ちの様相を一段と強める展開が続くと予想される。

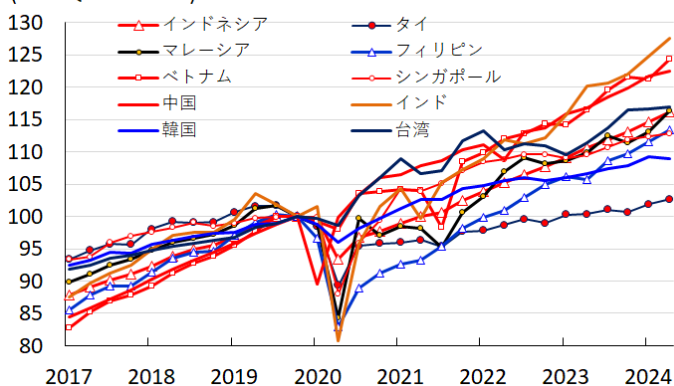
経済の外需依存度が比較的高い上、中国経済への依存度が相対的に高いASEANやNIES諸国においては、引き続き中国景気の動向に揺さぶられる展開が続くと見込まれるほか、勢いを欠く推移が予想されるなかでは景気の重石となることは避けられない。一方、米中摩擦や世界的な分断の動きを追い風としたサプライチェーン見直しの動きは、生産拠点の受け入れに向けた対内直接投資を押し上げており、先行きもこうした動きが景気を下支えすると期待される。インドやASEAN諸国ではこうした期待の高さが、資金流入を追い風に投資の活発化に加え、雇用拡大による家計消費の下支えといった動きに繋がると見込まれる。

また、昨年以降の各国のインフレは比較的落ち着いた推移をみせているものの、異常気象による食料インフレに加え、中東情勢の不透明感を受けた国際原油価格の高止まりなど生活必需品を中心にインフレ圧力がくすぶるなかで実質購買力の重石となる展開が続いている。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利下げを織り込む形で米ドル安の動きが進んでおり、米ドル高に悩まされてきた新興国を取り巻く環境は大きく変化している。アジア新興国においても各国通貨は底入れの動きを強めており、輸入インフレ圧力が強まる懸念が大きく後退している。一部の国は景気下支えを目的とする金融緩和に舵を切る動きをみせているものの、上述のように生活必需品を中心とするインフレの動きが懸念されるなかでは、利下げの動きが広がりをもよおすか否かは米FRBをはじめとする主要国中銀の動きに左右される展開が続くことが避けられないと予想される。よって、当面は高金利環境が景気の足かせとなる展開が続くことは避けられず、景気動向は引き続き公的需要の動向に左右される展開が続くと考えられる。

ただし、中国経済が以前のような力強さを失っている上、それに代わる国が存在しないなか、米国経済の動向如何では世界経済を取り巻く環境が大きく変化するリスクはくすぶる。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らない。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。

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