

2023年2月24日 全3頁

# 内外経済とマーケットの注目点 (2023/2/24)

## 米国市場ではFRBの利上げ継続懸念が続くと考えられる

リサーチ本部 理事 野間口毅

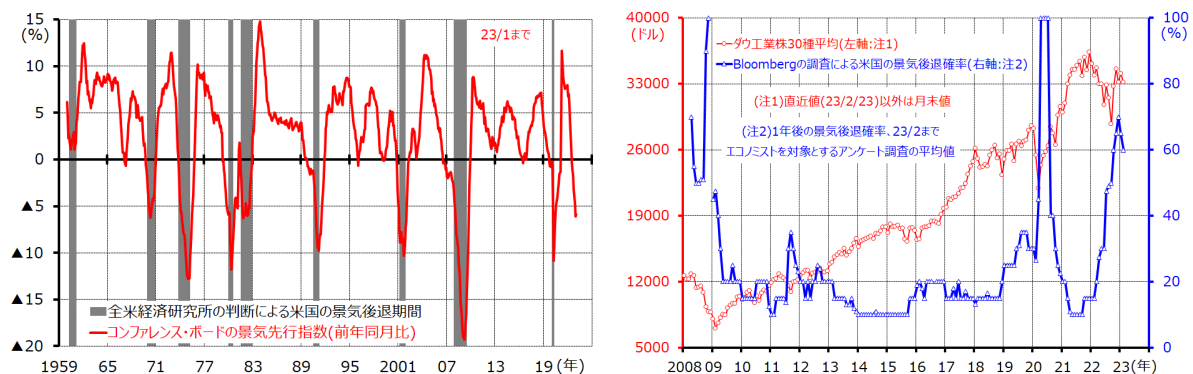
### 【要約】

- 米国市場ではFRBの利上げ継続懸念を背景に年初来の金利低下や株高基調が反転。
- 東京市場では低PBR企業で構成されるTOPIXバリュースコア指数の上昇が目立っている。

## 米国の景気後退は概ね既定路線で「ノーランディング」の可能性は低い

米コンファレンス・ボードが2/17に発表した1月の景気先行指数（LEI）は、前年同月比で5.9%低下した。米労働省が発表する週間失業保険統計やS&P500種株価指数など10の指標から計算されるLEIが前年同月比で5%以上低下すると、1970年代以降の米国経済は100%の確率で景気後退に陥った。実際に、コンファレンス・ボードは発表文で「高インフレ、金利の上昇、消費支出の減少により米国経済は2023年に景気後退に陥ると予想している」と述べた。

図表1：米国の景気後退期間と景気先行指数、ダウ工業株30種平均と米国の景気後退確率



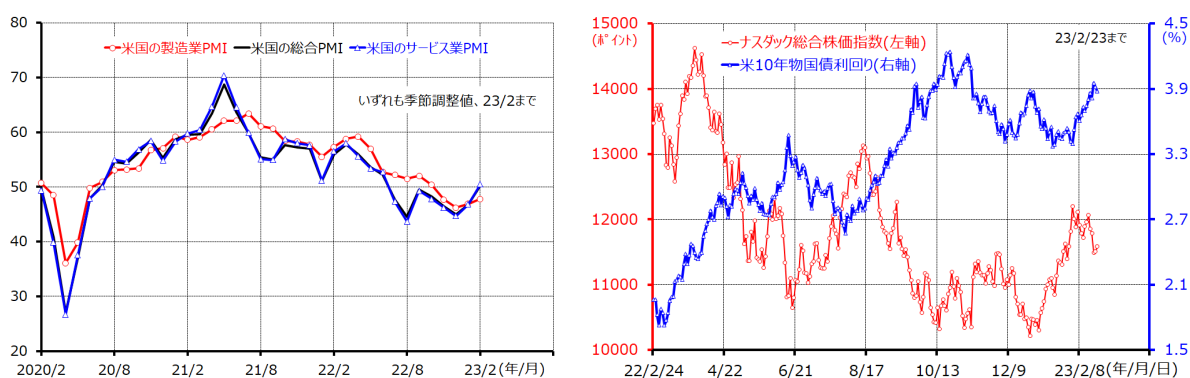
(出所) 全米経済研究所、Bloomberg より大和総研作成

米国では2/3に発表された1月の雇用統計で非農業部門雇用者数が市場予想（Bloombergが集計したエコノミスト予想の中央値）を大幅に上回ったことや、2/15に発表された1月の小売売上高も市場予想を上回ったことから、米国経済が「ハードランディング（急激な失速）」も「ソフトランディング（軟着陸）」もせず、景気後退を回避できるという「ノーランディング（無着陸）」論が浮上している。しかし、LEIの低下に基づく限り景気後退は概ね既定路線で、焦点は景気後退の深度と期間と考えられる。一方、Bloombergが2/20に発表した2月のエコノミスト

調査で、米国の1年後の景気後退確率が60%と昨年来で最も高くなった昨年12月調査の70%から2カ月連続で低下したことは、米国の景気見通しが昨年末を底に改善した証左といえる。

米国では1月の雇用統計や小売売上高が景気の強さを示したことに加えて、2/14に発表された1月の消費者物価指数や2/16に発表された(同)生産者物価指数が市場予想を上回ったことからFRBの利上げ継続懸念が強まり、年初来の金利低下や株高基調が反転している。直近では、2/21に米S&Pグローバルが発表した2月の総合PMI(購買担当者景気指数)がサービス業をけん引役に市場予想を上回り、好不況の分岐点である50を8カ月ぶりに上回った。すると、同日の米国市場では米10年物国債利回りが一時3.96%と昨年11月以来の高水準を付けた。また、ダウ工業株30種平均やナスダック総合株価指数は今年最大の下げ幅で急落した。FF金利先物市場では3月、5月、6月のFOMCでFRBが3回連続で0.25%の利上げを実施する確率が最も高くなっていることもあり、目先の米国市場ではFRBの利上げ継続懸念が続くと考えられる。

図表2：米国のPMI(購買担当者景気指数)、ナスダック総合株価指数と米10年物国債利回り



(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表3：FF金利先物レートから計算されるFF金利誘導目標の到達確率(日本時間2/24朝時点)

FOMC終了日	4.25~4.50%	4.50~4.75%	4.75~5.00%	5.00~5.25%	5.25~5.50%	5.50~5.75%	5.75~6.00%	6.00~6.25%
2023/3/22	0.0%	0.0%	74.5%	25.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5/3	0.0%	0.0%	1.3%	73.7%	25.0%	0.0%	0.0%	0.0%
6/14	0.0%	0.0%	0.4%	24.2%	58.3%	17.1%	0.0%	0.0%
7/26	0.0%	0.0%	0.3%	20.0%	52.4%	24.3%	3.0%	0.0%
9/20	0.0%	0.0%	0.7%	20.7%	51.8%	23.8%	2.9%	0.0%
11/1	0.0%	0.1%	2.2%	23.0%	49.8%	22.3%	2.7%	0.0%
12/13	0.0%	1.5%	16.7%	41.7%	30.6%	8.6%	0.8%	0.0%

(注) 現在のFF金利誘導目標は4.50~4.75%

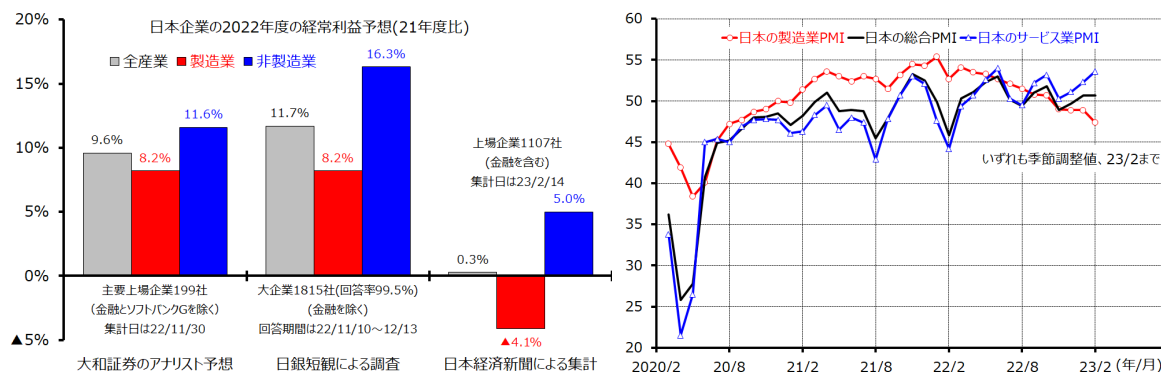
(出所) CME FedWatch Tool より大和総研作成

## 東京証券取引所はPBR1倍割れ企業に改善策の開示を要請する可能性がある

東京市場では上場企業の22年4~12月期決算の発表が一巡した。2/14までに決算を発表した企業を対象に日本経済新聞が集計したところ、23年3月期の経常利益予想は製造業が4.1%減、非製造業が5.0%増となった。昨年11/30に集計された大和証券のアナリスト予想や12/14に発

表された日銀短観の調査と比べると、冴えない予想になったといえる。また、米 S&P グローバル が 2/21 に発表した日本の 2 月の PMI によると、製造業が 4 カ月連続で 50 を下回り、2 年半ぶりの低水準となった。しかし、サービス業は前月比で 3 カ月連続上昇し、6 カ月連続で 50 を上回った。海外景気の低迷が輸出企業を中心に製造業の経常利益予想や PMI の重しとなっている一方、新型コロナの感染減少やインバウンドの増加が非製造業の増益予想やサービス業の PMI 上昇に寄与していると考えられる。

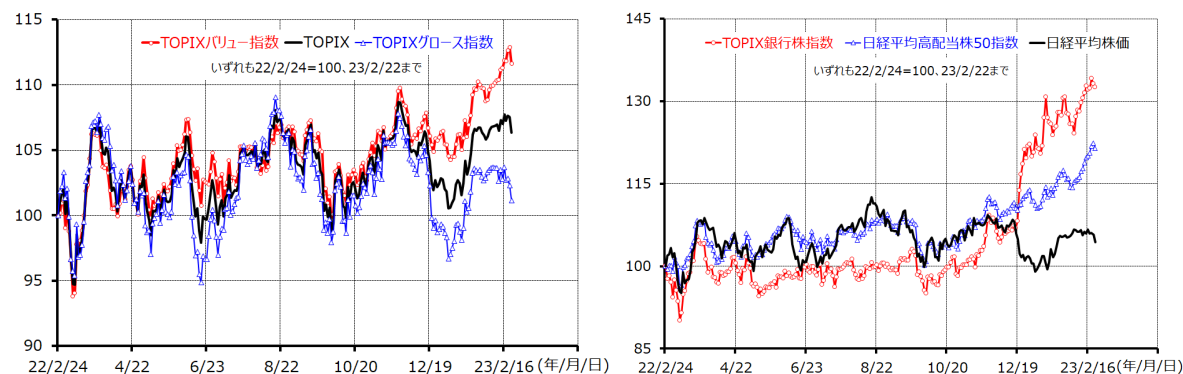
図表 4：日本企業の 2022 年度の経常利益予想（21 年度比）、日本の PMI（購買担当者景気指数）



(出所) 大和証券、日本銀行、日本経済新聞、Bloomberg より大和総研作成

2/21 の東京市場では低 PBR 企業で構成される TOPIX バリューストック指数が連続し、2008 年 11 月の指数算出開始以降の最高値を連日で更新したが、高 PBR 企業で構成される TOPIX グロース指数は冴えない動きが続いている。米国市場では最近の金利上昇がハイテク株を中心とするグロース株の売り要因となっており、それが TOPIX グロース指数の値動きに影響している可能性がある。一方、TOPIX バリューストック指数の上昇要因としては、同指数に多く含まれる銀行株や高配当株が買われていることに加えて、PBR が継続的に 1 倍を割れている上場企業に対して東京証券取引所が今春にも改善策の開示を強く要請する可能性があることも大きいと考えられる。実際に、2/13 に発行済み株式総数の 25%に相当する大規模な自社株買いを発表したシチズン時計は、東証による PBR 改善策要求の可能性を考慮したと説明した。すると、2/21 に同社の株価は自社株買い発表前から約 40%上昇し、自社株買い発表前は 0.74 倍だった PBR は 1.03 倍まで上昇した。今後はシチズン時計のように大規模な自社株買いを発表する企業が増える可能性もあろう。

図表 5：TOPIX バリューストック指数及び TOPIX グロース指数と TOPIX、TOPIX 銀行株指数及び日経平均高配当株 50 指数と日経平均株価



(出所) Bloomberg より大和総研作成