

# 低金利が演出した2017年のマーケットは続くのか

経済調査部 首席エコノミスト 鳥峰 義清 (しまみね よしきよ)

## 景気回復+低インフレが17年の市場を演出

2017年のマーケットを取り巻く環境を振り返ると、景気面は先進国から徐々に回復傾向を強めていき、新興国へと波及して世界同時景気拡大の様相を徐々に明確にしていった。景気が拡大に転じた背景には在庫調整の進展があり、製造業の生産活動が牽引する格好となった。

一方で、需要面では個人消費や設備投資は景気全体を牽引するほどの力強さはみせなかったものの、消費面では雇用の拡大と低金利が、設備投資面では企業収益の改善と生産水準の上昇、AI(人工知能)など情報分野での一層の技術革新などが支えとなって、それぞれ堅調に推移した。

2016年にはイギリスの国民投票や米国の大統領選挙での予想外の結果に揺さぶられるなど、市場は政治面などでの不透明要因に翻弄されることが目立った。こうした流れは2017年にも米トランプ大統領の政策運営や、北朝鮮のミサイル・核開発問題などが市場に影響を及ぼしてはいるが、景気回復を背景とした市場の流れを大きく変えてしまうほどのものには至っていない。

17年の市場の動きを振り返る上でもう一つの特徴を挙げるならば、景気拡大下でも低金利が継続したことである。米国の中央銀行であるFRBは、完全雇用下で労働需給が一段と逼迫していることもあり、利上げのペースをこれまで年間1回から3回へと加速させた。しかし、金利水準は非常に低く、景気に中立的な影響を及ぼすと考えられている中立金利水準にまで金利が達するのは2019年を想定していることから、かえって市場のインフレ期待を抑制し、市場金利の低位安定に繋がっている。

一般的に、景気が拡大傾向を強めていくなかでは、金

利も相応に上昇圧力を高めていく。景気の拡大による需給の改善がインフレ圧力の増大に繋がるためである。しかし、近年では先進国を中心に低インフレ傾向が定着、実際に足元においても景気の強さのわりには物価上昇率は低めにとどまっていると市場は認識している。このような低インフレ期待と実際の低金利が、景気の長期拡大期待に繋がり、株価の押し上げ要因となった。

## 2018年も好環境は続くのか

景気拡大と低インフレが定着しているような状態を“ゴールドロックス経済(適温経済)”などというが、それが永遠に続くものであるとは言い切れない。つまり、需給と物価との関係が全くなくなるといったことを証明する理論はまだ見当たらない。低金利と景気拡大の共存は、市場にとっては大変魅力的に映るが、実際に上昇相場が永遠の命を与えられるわけではない。中央銀行が長期にわたって低金利政策を維持した場合、過去においては資産市場でバブルが発生、最終的には金利の引き上げやあるいは世論の反発などによってこれが崩壊し、市場の急激な価格調整が実体経済を冷え込ませた。

目下、需給が逼迫傾向を強めていくなかで、欧米の中央銀行は緩やかな利上げやバランスシートの調整へと舵を切り始めつつある。そうした動きをもってしても、インフレの高まりが顕在化しないようであれば、引き続き市場金利は低水準にとどまり、足元の景気を歴史的な長期拡大へと導く可能性が高まる。

現状では、市場はそのような2018年を思い描いているように見受けられるが、一方でそれがバブル的なものへと変貌していくかどうかとも、2018年中には見極められよう。