

テーマ：2018年度の市場環境

発表日：2018年3月30日（金）

～ [景気良好・政治不安] から [景気不安・政治不安] へ～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 巖峰 義清 (03-5221-4521)

2018年入り後のマーケットは、年初こそ昨年秋以降続いてきた株高・低金利の流れとなったが、2月以降は雰囲気が一変し、米国の利上げに怯え、トランプ米大統領の通商政策に翻弄されてのリスクオフ的な状況となっている。

2018年度のマーケットは、こうした不透明な環境で幕を開けることになる。2018年度のマーケットを左右するであろう景気の動向や金融政策、そして不透明感が漂う政治的な動向について整理した。

ニューノーマルからオールドノーマルへ

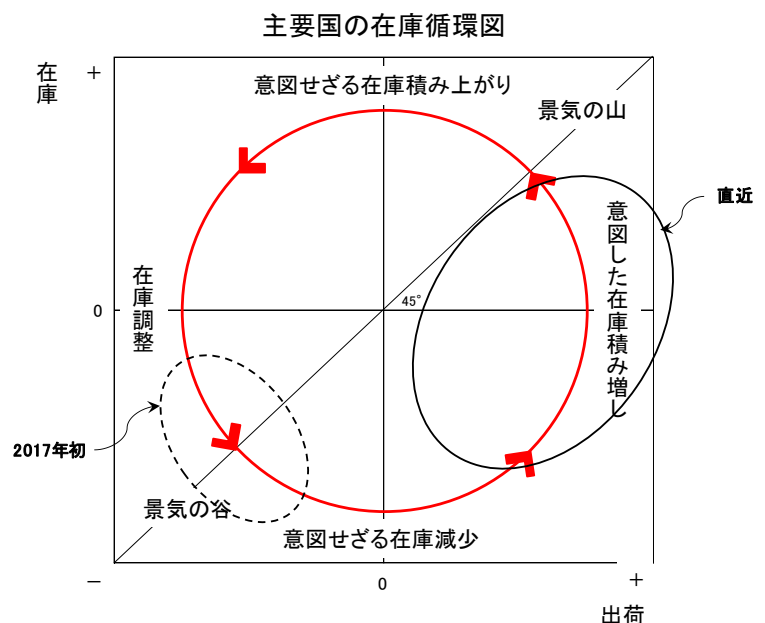
～長期化する景気拡大に伴い引き締まる需給

世界経済は、2016年後半から2017年前半にかけて、主要先進国から順にそれまで2年程度続いてきた在庫調整を終え、生産拡大局面に入った。景気自体は15～16年の在庫調整局面でも失速には至らず、在庫循環でみれば2順目を超える長期景気拡大を多くの国が享受している。前回の在庫調整局面が、深刻な生産調整や雇用調整を伴う景気後退局面入りを免れたのは、物価の低位安定が続く下で金利水準が低かったことによると考えられる。

しかし、景気拡大期間が長期化するのに伴い、需給も徐々にではあるが引き締まる方向へ歩を進めている。在庫調整による足踏み状態から、生産拡大に伴う成長率の加速局面に移行したことで、多くの国で経済成長率は潜在成長率を上回り、マイナス圏にあったGDPギャップはプラス方向へ拡大している。あるいは、米国にみられるように失業率は自然失業率とされる水準を下回り、労働面でも需給の逼迫傾向が確認されている。

～市場の懸念は金融政策

こうしたなかで、株高・低金利を演出してきた“適温経済”は一線を越えつつある。その兆候を捉え、あるいは“過熱”に備える動きをまず見せ始めたのが、インフレや金利に敏感な債券や短期金融市場であった。「緩やかな利上げ」を行ってきた米国では、FF金利先物価格は市場の政策金利予想がFOMCメンバーのコンセンサスとなる利上げ見通しを常に下回っていたことを示していたが、昨年秋以降はFRBコンセンサスを上回る利上げリスクを内包し始めた。また、債券市場における期待インフレ率を示すBEI（ブレイク・イーブン・インフレ率：国債利回りと同期間の物価連動債利回りとの差）は、FRBが適切とするインフレ率の水準を年明け以降は上回り続けている。インフレに敏感なマーケットが、近い将来の予想を上回るインフレ加速と利上げリスクの高まりを警戒し始めた一方で、相対的にインフレ加速のリスクの面に鈍感な

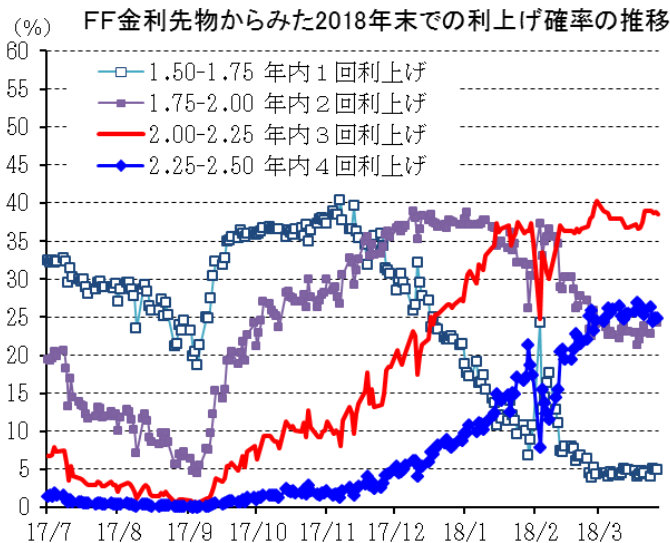


株式市場がこれを織り込むのが遅れ、遅れた分だけ反応が大きくなった、というのが2月の米株急落だろう。

適温経済の終焉を意識して市場が不安定化する一方で、景気に対する見方は引き続き楽観的だ。各種経済指標は、引き続き生産活動を牽引役とした景気拡大が暫くは続くことを示唆している。世界経済の牽引車である米国においては、大型減税が実施されたこともあり、需要の伸び代が拡大した。稼働率の水準が上昇傾向を辿っていること、リーマンショックによる景気失速から10年近くを経過しそれまでの設備の陳腐化が進んでいること、AIやIoTなど時代の花形ともいえる技術が急進歩していることなどもあり、世界的に設備投資需要が旺盛なことも景気の押し上げ要因となる。

もともと、景気拡大が続くということは、需給の引き締め傾向が続くこととほぼ同義でもあり、インフレ圧力が高まり金利水準が上昇するという懸念から、市場が免れることはできないだろう。前回在庫調整時には金利は低水準にとどまっていたことから景気の失速を招くことは避けられた。しかし、今回の在庫調整局面においても景気が軽微な減速にとどまり、失速を免れることができるかどうかは、金利の水準がどこまで上昇しているのかで大きく左右されよう。特に注目されるのは米国とユーロ圏だ。米国では年内の利上げの回数（直近でFOMCメンバー予想の中央値である3回から引き上げられるのかどうか）、ユーロ圏では白紙となっている10月以降の金融政策（量的緩和の規模を維持するかどうか、あるいは縮小して打ち切り時期を明示するかどうかなど）が注目され、その内容次第で欧米の市場金利がどの程度まで上昇していくのかが決まってこよう。

欧米金利の上昇がより明確になるようであれば、景気への影響が懸念される。しかし、ユーロ圏においては、一般的に景気にブレーキをかける水準（中立金利）を上回るほどの金利上昇が近い将来に起こるとは考えにくい。米国においてはその可能性は否定できないものの、年内に4回の利上げが行われたとしても、金利の水準は中立金利水準に達しないと考えられる。したがって、欧米金利の上昇が景気に失速の圧力をもたらすような展望は、2018年度中には見えてこないと予想される。



～景気拡大のモメンタムは限界

もともと、だからといって2018年度の市場環境が明るいということではない。在庫循環からみた日米をはじめとした世界景気の動きは、足元では生産拡大・在庫積み増し局面にあると判断されるものの、谷を越えた2017年初前後からはすでに1年以上が経過している（日本では1年半が経過）。過去の平均的な動きからは、在庫循環からみた生産拡大局面は平均で2～2年半程度であり、これを当てはめれば2019年前半までに景気は再び在庫調整局面に転じる公算がある。

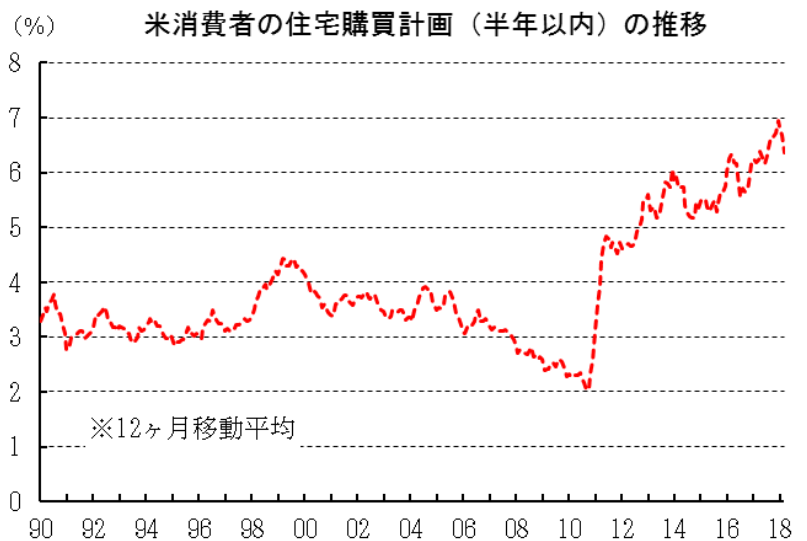
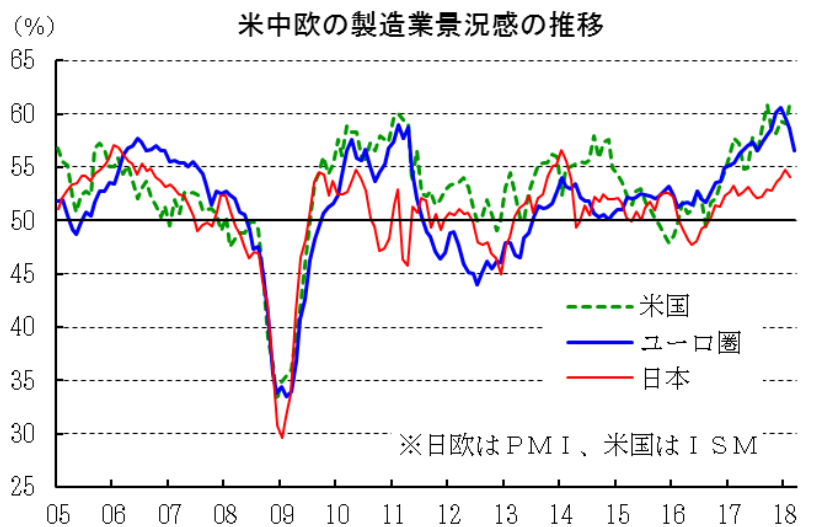
景気一致指標的な位置づけにある製造業の景況感の推移をみると、日米欧などの主要先進地域では非常に高い水準に達しており、足もとの景気が好調なことを示している。しかし、いずれも過去のピーク件の水準にあり、その指標の特徴（アンケート調査によるDIであること）から景気はピーク圏にあり、成長加速の

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。

モメンタムは相当程度小さくなっていることを窺わせている。

金利に敏感な分野では、金利上昇の影響が垣間見える。米国消費者の住宅購入計画（6ヶ月以内に住宅を購入する計画があるとアンケートに答えた人の割合）は、傾向としてみると昨年末をピークに低下が続いている。金利の水準は景気にブレーキをかけるほどではないと考えられるものの、水準が上昇することで景気の勢いを抑制する力も一部で働き始めているといえよう。

このように、足もとの景気自体は非常に強くても、循環的な動きや金利の上昇による影響からその勢いに陰りが見え始めているのであれば、株などのリスク性資産価格の上昇余地は乏しくなる。少なくとも割高な状態が維持できるとは考えにくく、楽観的にみても中立、普通に考えればやや割安な水準にまで調整に至るとしてもおかしくはない。そのような市場の調整がどの程度まで進むのかを左右する要因は、これまで挙げてきたファンダメンタルズだけではなく、むしろ非経済的な要因によるセンチメントの変化の方が影響は大きいかもしれない。



中間選挙に向け緊張感高まるトランプ政策

～安易に振り回される貿易制裁という武器

足元での市場の不安定化を招いた直接的な原因は、米国の対外通商政策である。鉄鋼やアルミ製品の関税引き上げ措置に続き、中国を対象とした「米国通商法301条」を根拠とする貿易制裁発動を認める大統領令にトランプ米大統領が署名したことで、改めて米政府の保護主義的な動きに市場の警戒感が強まっている。テイラーソン国務長官の更迭に象徴されるような、対外部門を中心とした相次ぐ人事問題も、保護主義に向かう米国を印象づけている。

今回米国が提示した対中制裁措置は、情報通信などハイテク分野に最大25%の関税が抱えられるなどで「600億ドル分の中国からの輸入に関税を賦課する」（トランプ米大統領）といったものだ。この措置が実際に講じられた場合、輸出主導での景気拡大下にある中国経済には相応の下押し圧力が生じることになるが、それは最終的に中国の内需を冷え込ませたり、金融市場の不安定化に繋がることを通じて、世界経済やグローバルマーケットにも影響が及ぶことになる。

無論、こうした措置がそのまま現実化することは想定し難く、市場も織り込んではいない。米政府も「関税を賦課しなくても済むよう、米中が合意に達することは可能だ」（ムニューシン財務長官）としているように、2ヶ月程度をかけての交渉次第では同措置が停止される可能性があり、今後米中両政府がその落としどころを探るといのが現実的な動きとなる。先に決まった“鉄鋼・アルミ”についても、当面の適用除外を受けた国のうちいくつかは米国との自由貿易交渉下（NAFTAは再交渉）にあることから、今後の展開

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。

はやはり“交渉次第”ということになる。交渉の結果が全てつまびらかにされることはないかもしれないが、それが貿易面にとどまらず、安全保障やその他まで拡大する可能性は十分に高いといえるだろう。

このように、米国の保護主義的な政策によって世界の貿易量が落ち込み、世界経済や市場に深刻なダメージを与えるような事態に陥る可能性は、現実的には高くはないと考えられる。しかし、[米国の貿易赤字が米国経済にとっても、あるいは労働者にとっても悪影響を及ぼしており、貿易赤字が縮小することで豊かになる]と考えているフシのあるトランプ米大統領は、赤字を縮小するために一方的な対外交渉を行うことを今後も厭わないだろう。とくに、11月には中間選挙を控えており、少なくともそれまでは一方的な制裁措置を振りかざして強気の交渉に望むような手法を、今後もたびたび見せつけてこよう。そのたびに、市場は振り回される恐れが強い。世界最大の消費国である米国が保護主義的な姿勢を強めることは、米国内外を問わず多くの企業収益にとってはマイナス要因となり、株価押し下げに繋がる。資産価格の下落懸念は投資家のリスク回避の動きに繋がりがやすく、金利の低下や低金利通貨高要因となる。

～タカ派的な外交・安全保障政策

米政府は保護主義的な貿易政策を打ち出す一方で、外交や安全保障政策においてはタカ派的な色彩が目立つ。昨年12月にトランプ大統領はエルサレムをイスラエルの首都として認定し、物議を醸した。一方で北朝鮮問題では武力行使も辞さない姿勢を維持するなど終始圧力をかけている。最近では、米朝首脳会談に前向きな姿勢が見えているが、電撃的に行われた中朝首脳会談もあって今後の展開は流動的だ。北朝鮮が保有する核兵器の取り扱いについて、11月の中間選挙までに成果を出したいと考えられる米国側との主張に齟齬が生じれば、再び緊張が高まる恐れもある。

～中間選挙でねじれ議会復活か

11月の米中間選挙は、市場が注目する今年最大の政治イベントである。焦点は米議会の共和党支配が崩れるかどうかとなるが、その可能性は十分にあると言われている。日本とは異なり、政府への批判がそのまま議会与党議員への批判票として選挙結果を大きく左右するわけではないが、一定程度の影響は免れないだろう。上下院のうちどちらかでも民主党が過半数を握れば、予算関連法案はこれまで以上に通過しにくくなることは間違いない。米財政は、財政赤字の拡大を厭わないトランプ大統領の方針もあって綱渡りの状態が続いており、今年1月には4年ぶりに政府機関の一部閉鎖という事態を招いた。2018年の米経済成長率は3%程度に達するとの見通しとなっているが、これを演出したのは大型減税だ。米議会がねじれ状態となり、財政政策が通過しにくい状況となれば、財政政策が経済成長率を押し上げる要素から、足を引っ張る要素に転じかねない。

マーケットは戻りきれないまま景気減速に備える展開へ

以上挙げた2018年度のマーケットを取り巻く環境を整理すると、以下のようになる。

- ①足もとの景気は良好で、減速の兆候もほとんど見られない。むしろ、米国ではトランプ減税による押し上げ効果が見込まれるほか、世界的にも設備投資の高まりによる景気押し上げ効果が期待される
- ②一方で、循環的には2019年半ばにも景気は減速局面に転じる可能性がある。製造業景況感などからは、景気が一段と加速する余地は乏しくなっていることが窺われる
- ③足もとの景気拡大局面は、多くの国で長期化している。需給面でも逼迫傾向が目立ち始め、物価には潜在的に押し上げ圧力がかかっていると推察される。一段の景気拡大は更なる需給の引き締まりに繋がるため、海外中央銀行は金融政策の緩和度合いを縮小する政策を進めると考えられる
- ④経済面以外では、とくに米政府の保護主義的な政策や、タカ派的な政策によって、国際情勢などに不安定感が生まれている。11月には米国で中間選挙が行われるため、こうした不透明感は今後もなかなか払拭できないと考えられる

このような環境の下で想定される主要市場の動きは以下になるだろう。

～海外金利は緩やかに上昇も、長期金利は年度後半には頭打ち

金利（債券）は、景気拡大傾向が続くなか、基本的には上昇圧力がかかった状態にある。なかでも、利上げのテンポが加速する（年内3回→4回）リスクもある米国、10月以降の量的緩和からの脱却方針を示す可能性のあるユーロ圏などでは、長短金利ともに上昇余地がある。

しかし、米政府の動向などで市場のリスク回避の動きがたびたび強まり、金利の上昇は抑制気味なものにとどまっている。こうした傾向は年度内を通して続く可能性が大きい。とくに年度後半に先行きの景気減速の兆候が見えてくれば、米国などでは長短金利差（10年債と2年債の利回り差）がゼロにかなり近づく可能性がある。

一方、日本では日銀の緩和方針は継続すると見込まれ、市場金利の上昇は見込み難い。とくに、輸出企業の想定レートを上回る水準を為替相場がある局面では、緩和の縮小と市場に捉えられ、金利の上昇や円高を促す可能性があるような政策変更を行う可能性はほぼゼロといえよう。逆に、許容範囲を超えると日銀が判断するような円高が進んだ場合は、デフレ圧力や物価下落期待の高まりを防止する観点から、新たな緩和的な政策を追加する可能性は否定できない。もっとも、それも日米間での通商問題の雰囲気次第であろう。

～ドル／円相場は年度前半は広めのレンジで一進一退も、年度後半からは徐々に円高進展か

為替は、世界経済が拡大傾向を辿り、利上げ、ないしは緩和の縮小や解除へと向かっていく一方で、日本は日銀が金利の上昇を抑制する姿勢を今後も堅持していくと見込まれる。したがって、金利差からみれば円安圧力がどんどん高まっていく方向にある。一方で、金利上昇懸念や政治面からのさまざまな不透明要因などによって市場のリスク回避の動きが強まる局面では、たびたび円高に振れている。

今後についても、これまでと同様の展開がしばらく続く可能性が高い。すなわち、景気の拡大傾向が続き、世界的に金利にも上昇圧力がかかりやすい環境では、市場のリスク許容度が高い時期に円安に動き、何らかの不透明要因に市場の関心が集まってリスク許容度が低下する時期に円高へ巻き戻されよう。ドル／円相場で見れば、やや広めのレンジ内で方向感に欠けた推移が続くと見込まれる。

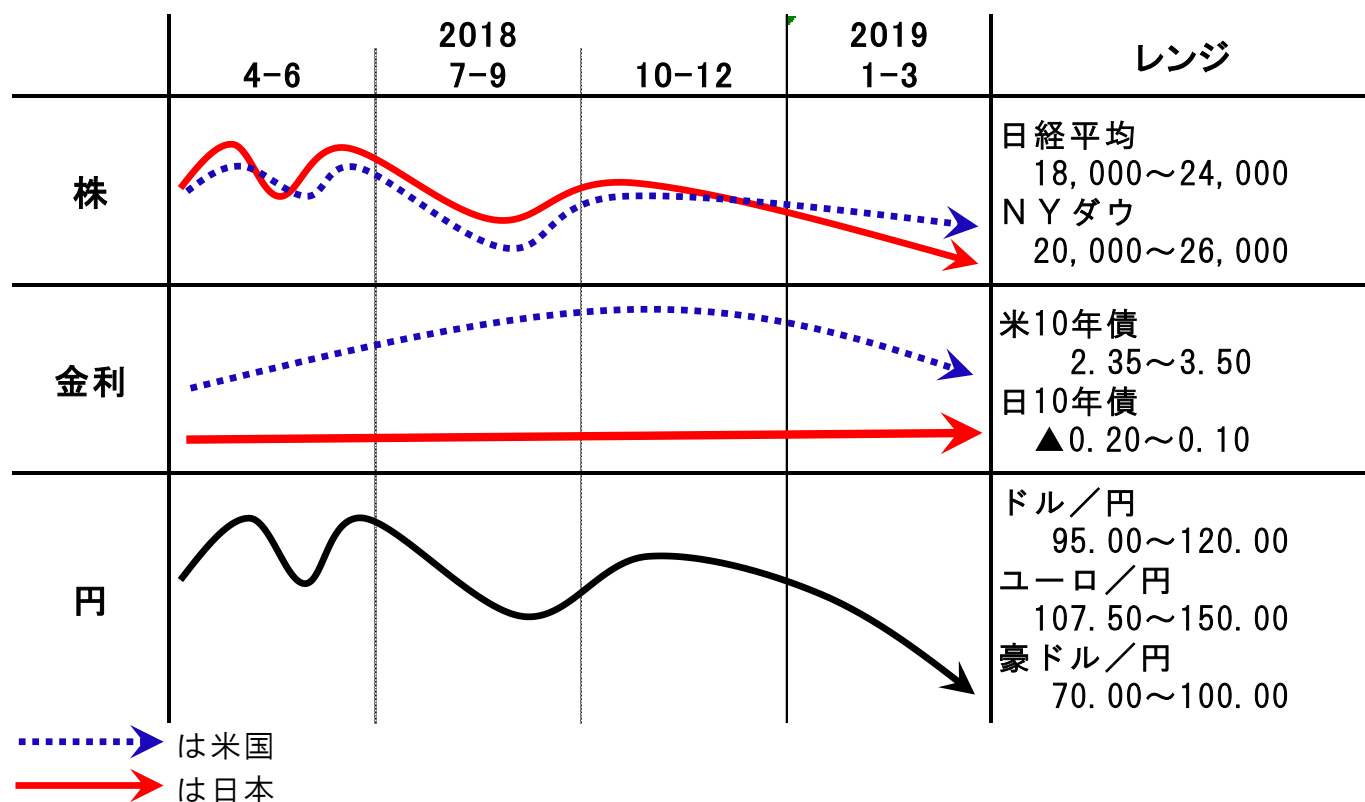
これまで述べてきたように、通商摩擦や地政学的な問題は今後も入れ替わり立ち替わり市場の懸念材料になるリスクが高く、ドル／円相場は日米の金利差が拡大する割にはドル高が進みにくい環境が続くと考えられる。一方で、リスク回避の動きが強ければ、相応に円高ドル安に振れてしまうリスクはある。年明け後のドル／円相場は、日米金利差が拡大していく一方で、米株急落や米中貿易摩擦懸念などによるリスク回避局面では、徐々にドルの下値を切り下げてきた。IMMにおける投機筋の円ポジションの動向をみると、17年度末で円売りポジションはかなりの程度解消していることから、突然の大幅な円高急伸リスクはある程度減っていると判断される。一方で、こうした動きはドルが対円で徐々に水準を切り下げていくことで、日米金利差拡大による投資家のドル高円安期待が薄らいできたことを示唆していると解釈することもできる。金利差の拡大とは裏腹に、ドル／円相場の上値が重く、下値にリスクがあることを市場が意識した環境のなかで、景気が減速に転じる時期が近づいてきたことを示唆するような経済指標が見えてくれば、ドル／円相場は円高へと明確に方向転換する公算が大きい。年度後半には、そのような条件が整う可能性が高いだろう。

～株価は一旦持ち直しの余地あるものの、年度後半には調整局面入り明確化

株価は、景気拡大に伴う業績の更なる改善が押し上げ要因となる一方で、金利の上昇や政治面での不透明感がマイナス要因となる。したがって、景気に減速の兆候が見えてくるようになるまでは、株価が調整色を強めることは考えにくいものの、金利水準が高まり、先行きの減速懸念も見え始める年度後半には、押し下げ圧力が勝つてこよう。とくに米国株については、これまでほとんど金利の上昇などのリスク要因を織り込まずに、楽観的な業績予想対比でもみても割高な水準にまで達していたことを勘案すると、年初来高値を2018年度内に更新することは難しいと考えられる。

一方、日本株は米国株ほど割高な水準に達してはいなかったものの、18年度の業績を取り巻く環境が、昨年末段階における市場予想よりも厳しくなるリスクを勘案すると、米国株と同様に年初来高値を更新できない可能性がある。とくに、年度後半は景気拡大モメンタムの低下、内外の政治情勢（国内では19年10月の消費税引き上げ延期の可否）、円高の進展リスクなどを勘案すれば、調整に転じる公算が大きい。

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



[図表データ出所]

Thomson Reuters Datastream, INDB Accel, Bloomberg

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。