

第一生命経済研究所レポート selection

2017 年 3 月 16 日

団 体 年 金 事 業 部

【四半期特別マーケットレポート】2017 年 4 月以降の市場環境見通し ～世界同時景気回復と米国の利上げが焦点～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の鷗峰首席エコノミスト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。

本年金通信では「【四半期特別マーケットレポート】2017 年 4 月以降の市場環境見通し～世界同時景気回復と米国の利上げが焦点～」をお届けいたします。（別添参照）

以上

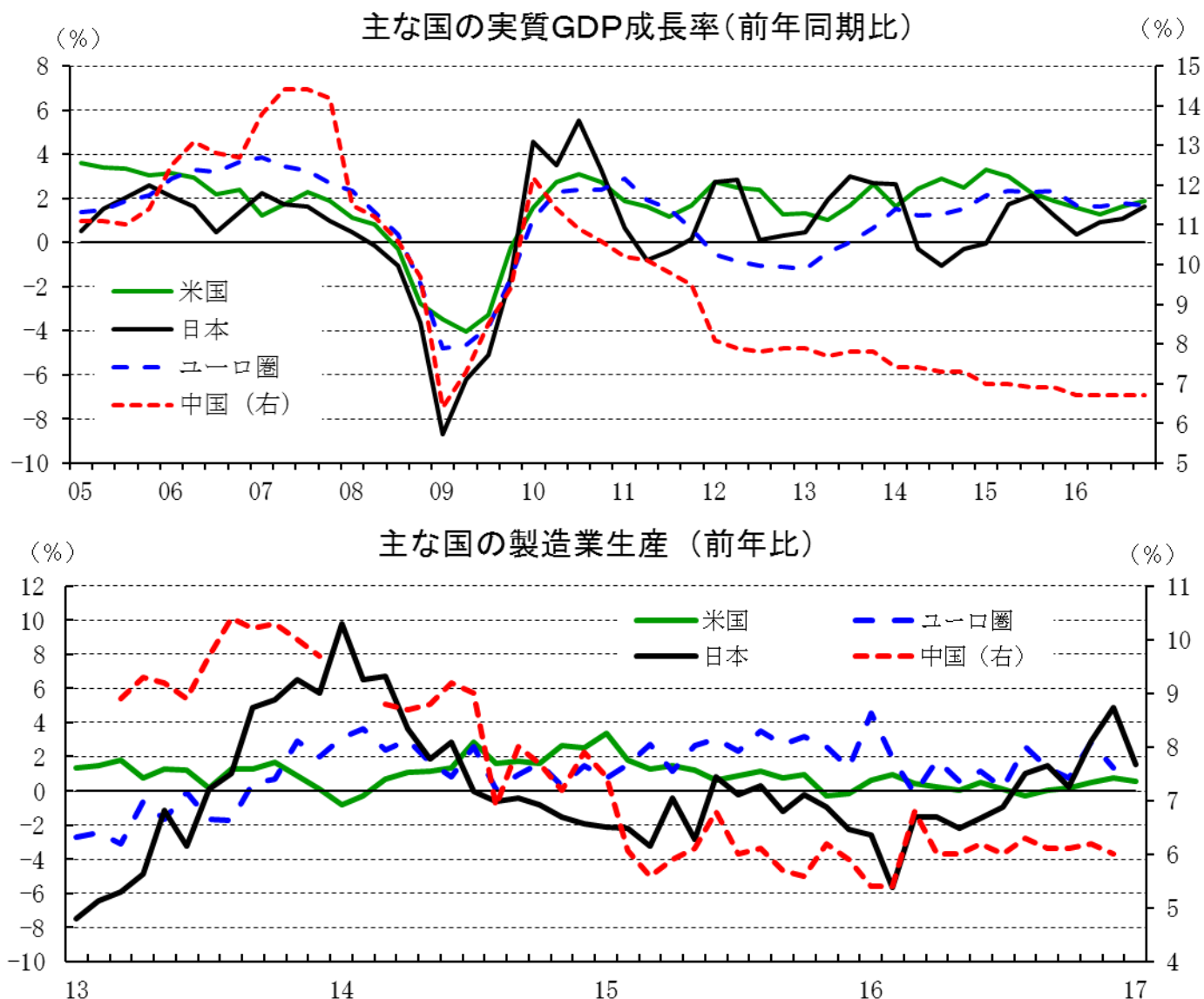
四半期特別マーケットレポート

テーマ：2017年4月以降の市場環境見通し
～世界同時景気回復と米国の利上げが焦点～

発表日：2017年3月14日（火）

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

【世界経済】

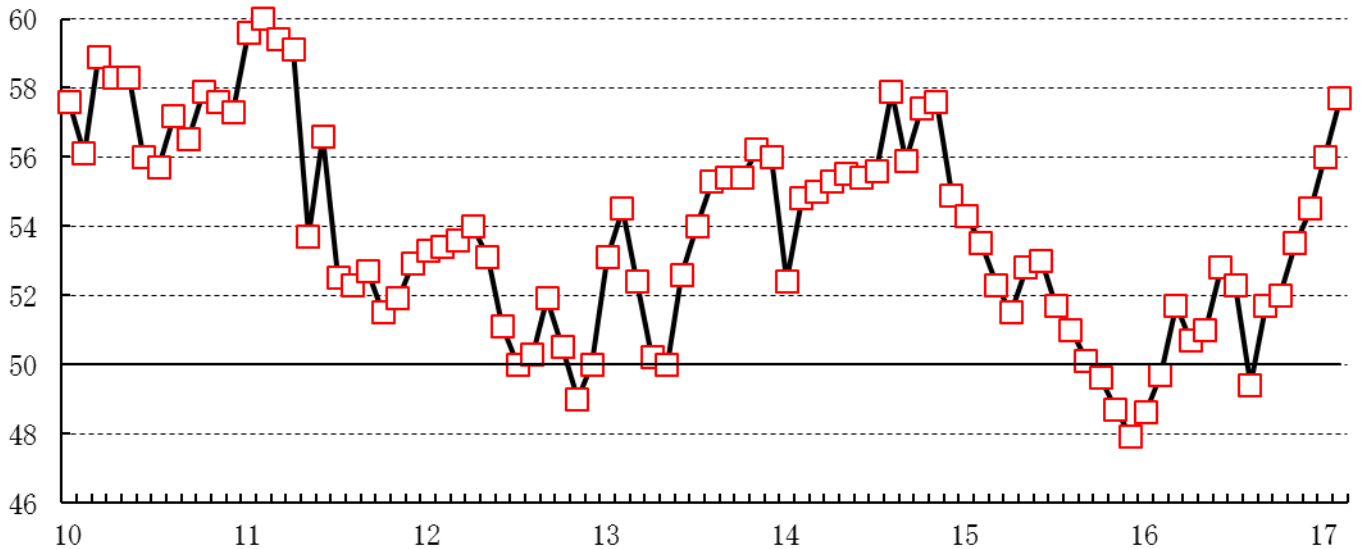


16年10～12月期の主要国の実質GDP成長率は、米国で前期比年率+1.9%（7～9月期：同+3.5%）、ユーロ圏で同+1.6%（同+1.8%）、日本で同+1.0%（同+1.4%）、中国で前年同期比+6.7%（同+6.7%）となった。前年対比伸び率が4四半期連続で横ばいとなった中国を除き、先進諸国の成長率は前期から減速した。ただし、一時的な要因などが絡んでおり、景気の趨勢は加速傾向にある。

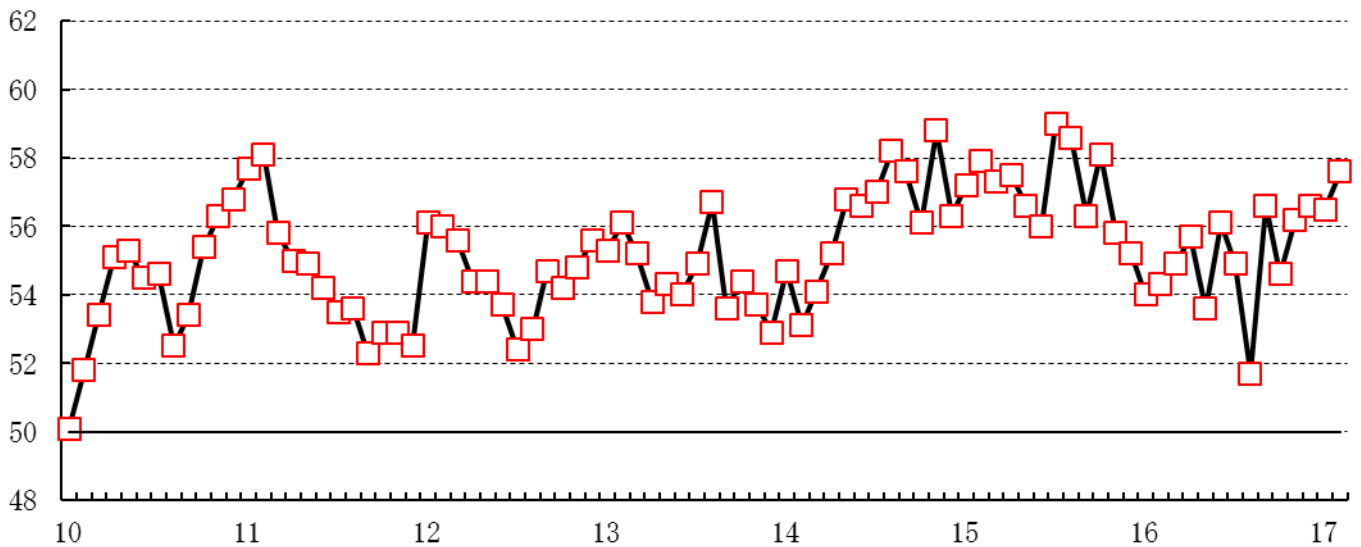
生産活動については、在庫調整の完了を背景に、各国とも底堅い推移となっている。

【米国】

米ISM製造業景気指数の推移



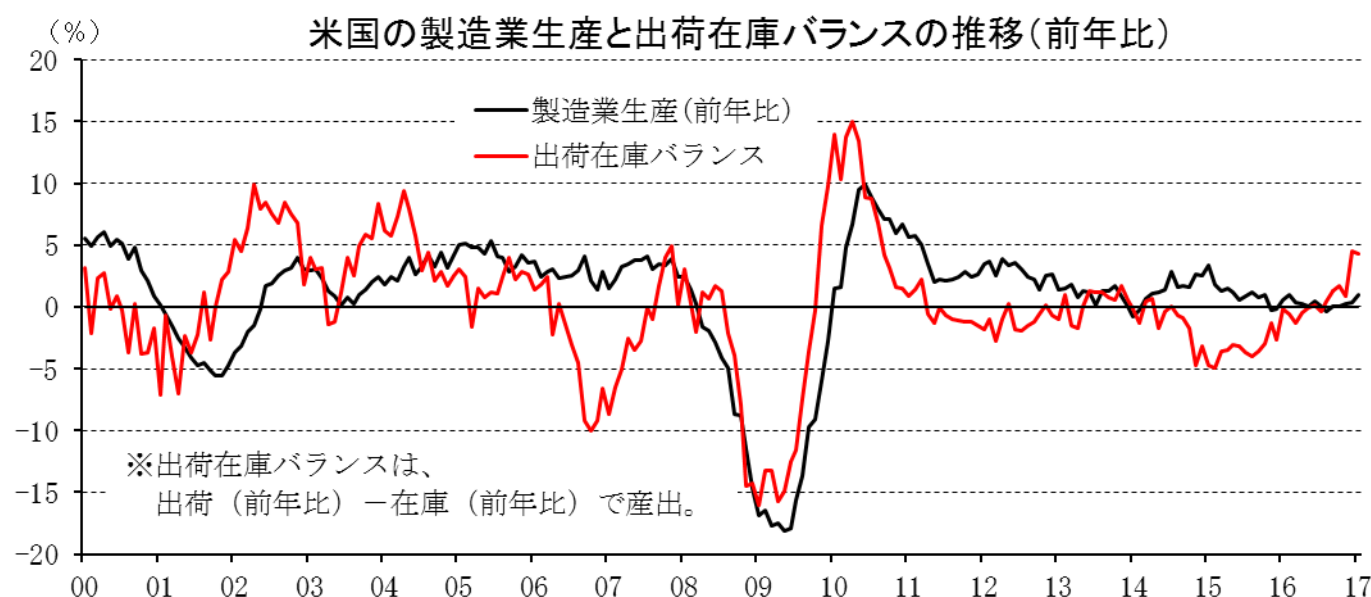
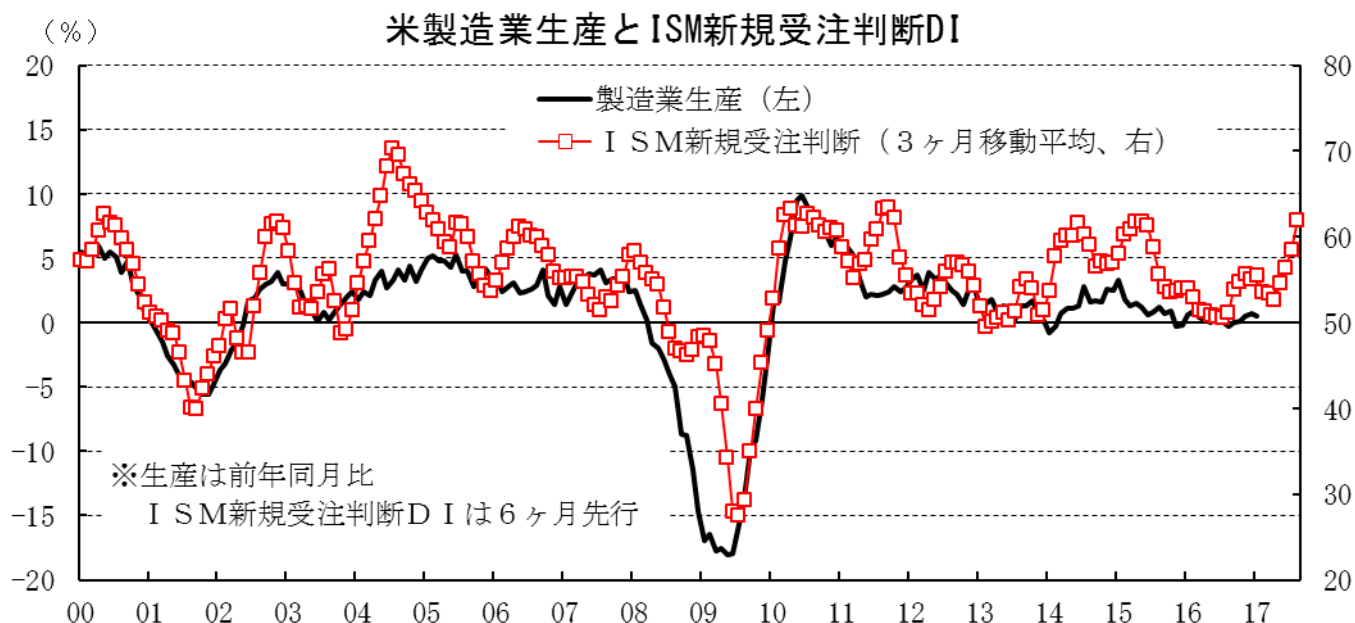
米ISM非製造業景気指数の推移



米国企業の景況感は、強含んでいる。

ISM製造業景況指数は、2月には57.7ポイントと6ヶ月連続で景況感が「良い・悪い」の判断基準の分かれ目となる50を上回った。水準は、2014年8月以来の高水準を記録した。在庫調整の完了や、トランプ新政権の誕生による景気対策に対する期待が、景況感押し上げに繋がっていると判断される。

一方、非製造業の景況指数は57.6ポイントと、2015年10月以来の高水準に達した。非製造業も大統領選挙後に上昇基調を強める傾向にあり、製造業と同様に期待が高まっていることを示している。



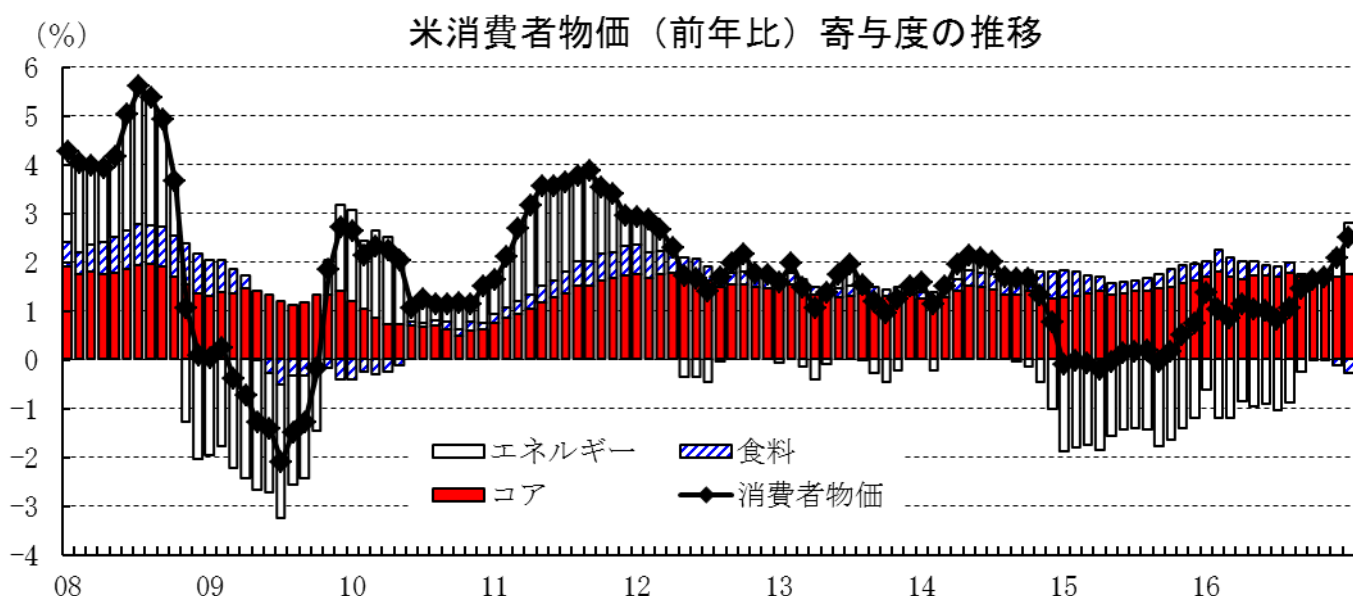
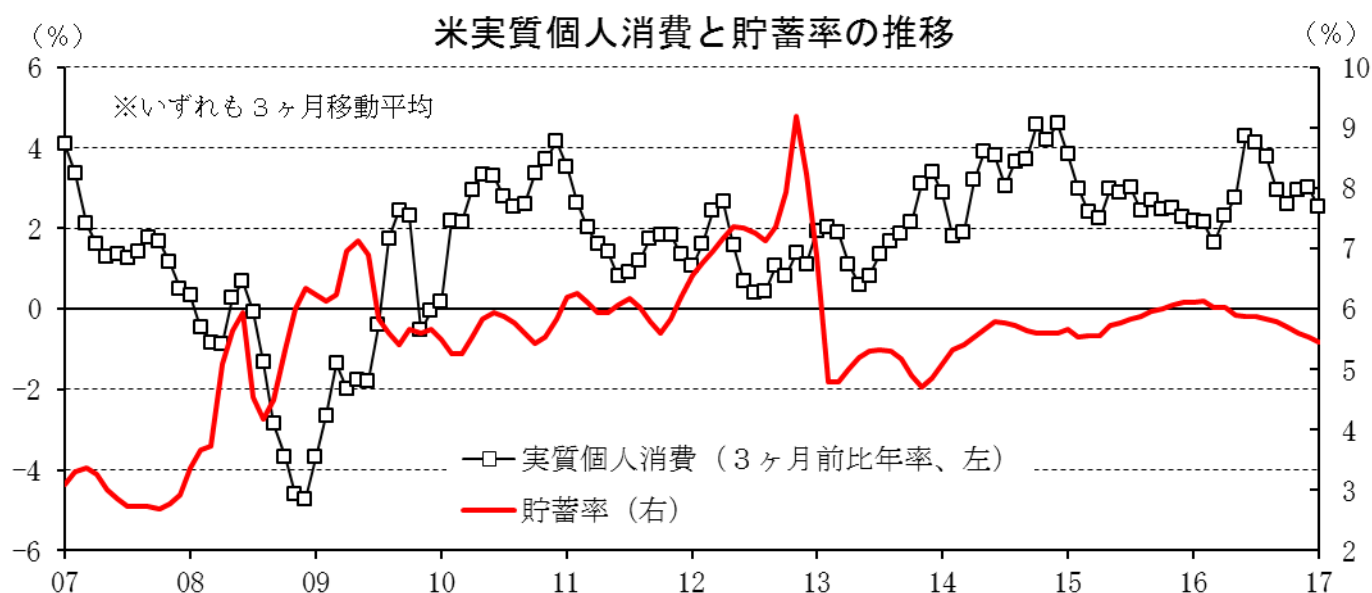
米国の生産活動に半年程度先行するISM製造業新規受注判断DIは、2月は65.1ポイントと2013年12月以来の高水準に達した。今後、生産活動が加速していく公算が大きいことを示唆している。

出荷在庫バランス（出荷の前年同月比伸び率から在庫の同伸び率を引いたもの）を見ると（下図赤いライン）、1月は+4.3ポイントと前月の+4.4%からは僅かに低下したものの、2010年8月以来の水準にまで上昇した。出荷在庫バランスがマイナス圏を脱してゼロを上回ってくれば、在庫循環の観点からは「意図せざる在庫減少局面」に入ったと考えられ、生産活動が加速しやすく、米景気が循環的な拡大局面に入ったと考えられる。



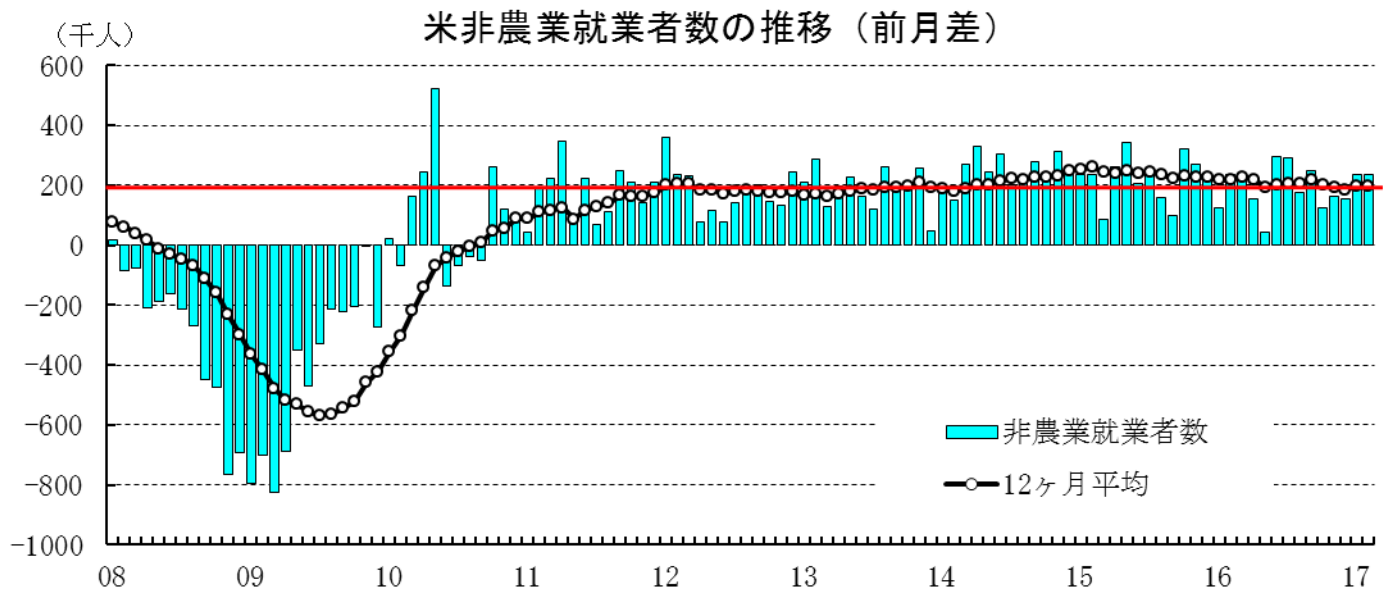
米小売売上高は1月には前月比+0.4%、前年同月比+5.6%と好調に推移している。自動車を除くベースでは、前月比+0.8%、前年同月比+5.3%を記録した。前年対比伸び率は、いずれも2012年3月以来の高い伸びで、個人消費が明るさを強めていることが窺われる。

自動車販売台数は、2月には1,758万台となった。直近ピークとなった2016年12月の1,843万台からは水準が低下しているものの、歴史的に見れば超高水準での推移が続いている。低金利と好調な雇用・所得環境に支えられているが、今後は金利上昇の影響がどの程度の押し下げ要因となるかが注目される。



米国の実質個人消費は、1月には前年同月比+2.8%となった。3ヶ月移動平均・3ヶ月前対比年率（四半期末月の伸びがその四半期の前期比年率ベース伸び率に相当）では+2.5%となった。前月比では▲0.3%と2016年8月以来の前月対比マイナスを記録した。個人所得は好調な雇用環境を背景にした雇用者報酬の高い伸びや、金利収入の拡大に支えられて堅調な伸びを維持している一方で、物価の伸びが高まったことで実質可処分所得は前月比▲0.2%（前年同月比+2.0%）と緩やかながらも鈍化傾向が続いている。

米国の消費者物価は、1月には前年同月比+2.5%と2012年3月以来となる高い伸びとなった。原油価格の下落によって下落基調が続いていたエネルギー価格が、こここのところの原油価格持ち直しもあって2月には同+10.8%と2011年11月以来となる高い伸びとなったことが主因。エネルギーと食料品を除いたコアベースでは同+2.3%と、今年に入ってから伸び率に大きな変化はない。FRBが物価統計の参考指標としている個人消費デフレーター（PCEデフレーター）も1月には前年同月比+1.9%とFRBが目標としている2%をほぼ達成したことで、今後は更なる物価上昇加速を抑制する姿勢を強めることが求められる環境に入ってきた。

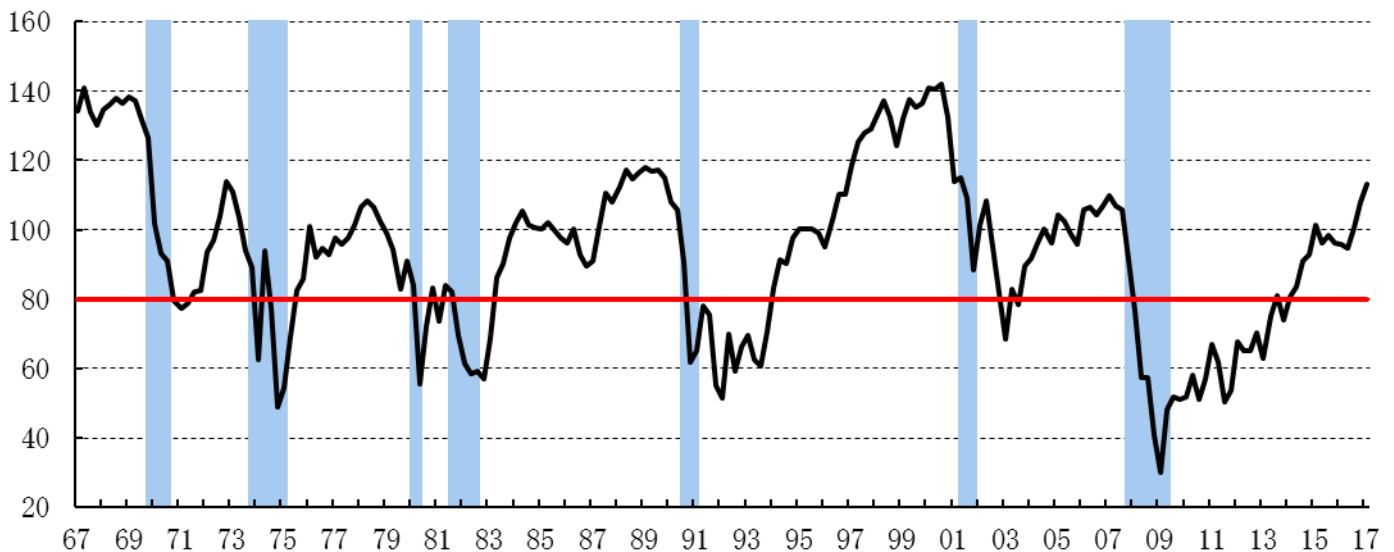


2月の米雇用統計では、非農業就業者数は前月差+23万5千人と、好不調の分かれ目といえる+20万人を2ヶ月連続で上回った。また、失業率は4.7%と前月の4.8%から低下した。米国の自然失業率は5%程度とされており、余剰労働者が極端に不足している完全雇用状態が続いていると判断される。完全雇用下においては就業者の増加余地は限定的となるものの、労働参加率（16歳以上人口に占める労働力人口の割合）が63.0%と歴史的低水準にとどまっていることから、職探しの再開を促して労働力人口を増やしてのために、賃金の引き上げなど労働条件の改善を図って人材を確保しようとする企業が増えてくるものと考えられる。

米時間あたり賃金の推移（前年比）



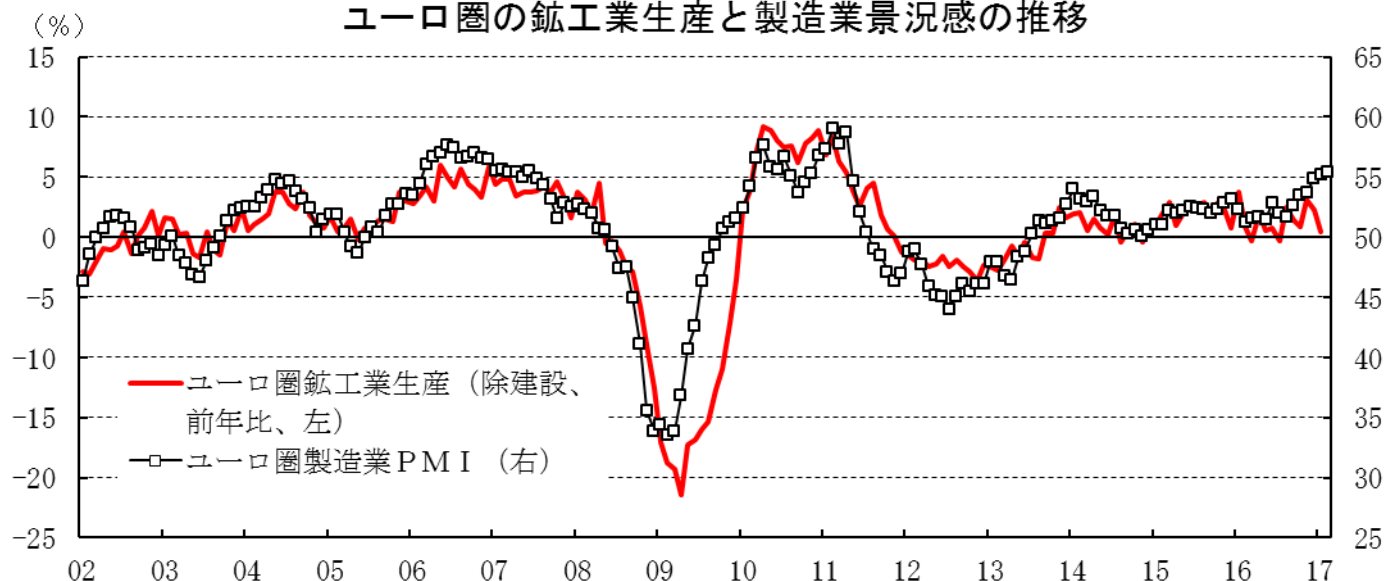
米国消費者信頼感指数の推移



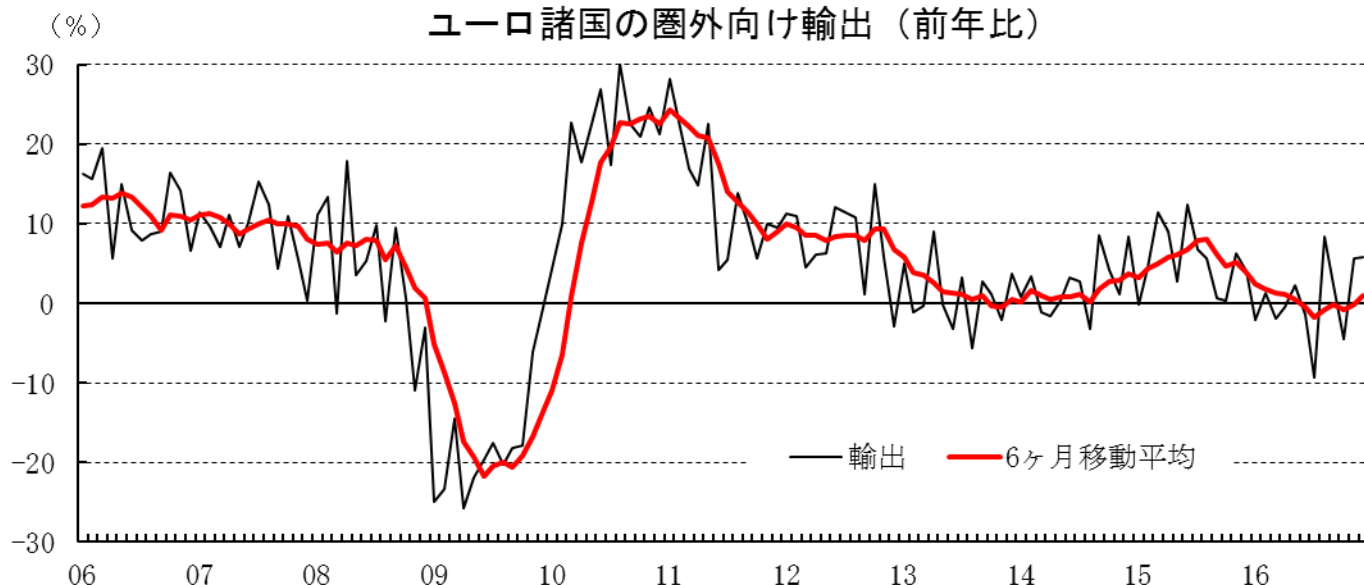
米国の時間あたり賃金（非農業部門）は、2月には前年同月比+2.5%の上昇となった。ここのところ、2%台半ばでの物価上昇率を小幅上回る堅調な伸びが続いている。民間部門でも同+2.8%と同様の展開。完全雇用下で労働不足感が極端に強いこと、賃金水準が相対的に高い製造業で在庫調整完了を背景に雇用が拡大傾向に転じていることを勘案すれば、今後賃金上昇率の加速傾向はより明確なものとなると見込まれる。

消費者の景況感を示す消費者信頼感指数は、2月には114.8ポイントと2001年7月以来15年半ぶりの高い水準を記録した。昨年11月の大統領選挙後に急上昇しており、先行きに対する期待指数（2月は昨年12月以来2ヶ月ぶりの水準。それ以前では2004年7月以来の水準）、足元に対する現状指数（2月は2007年7月以来の水準）ともに改善するなど、足元の景気だけでなく、トランプ大統領の経済対策に対する期待も高いことが示された。なお、所得階層別には年収1万5千ドル未満の貧困層以外で改善傾向が強まっている。

ユーロ圏の鉱工業生産と製造業景況感の推移



ユーロ諸国の圏外向け輸出（前年比）



ユーロ圏の鉱工業生産は、1月には前年同月比+0.5%となった。月ごとのブレが比較的大きい統計であることを勘案すれば、生産活動は昨年春から秋にかけて底を打ち、その後は持ち直し傾向にあると判断される。生産活動と連動する傾向が強いユーロ圏製造業PMIは、2月には55.4ポイントと2011年4月以来の水準にまで上昇した。このことから、ユーロ圏の鉱工業生産の持ち直しは足元にかけてさらに明確化している公算が大きい。

圏外向けの輸出は、12月には前年同月比+5.9%となった。月ごとのフレを除去するために6ヶ月移動平均ベースで見ると、圏外向けの輸出は昨年夏から秋にかけて底を打ち、その後は日米をはじめとした域外景気の回復を背景に改善に転じつつあると判断される。なお、ユーロ域内向けの輸出は同+4.9%となった。今後も海外経済の持ち直しを背景に、輸出は緩やかに回復していくものと予想される。

ユーロ圏実質小売売上高の推移（前年比）



ユーロ圏消費者物価の推移（前年比）

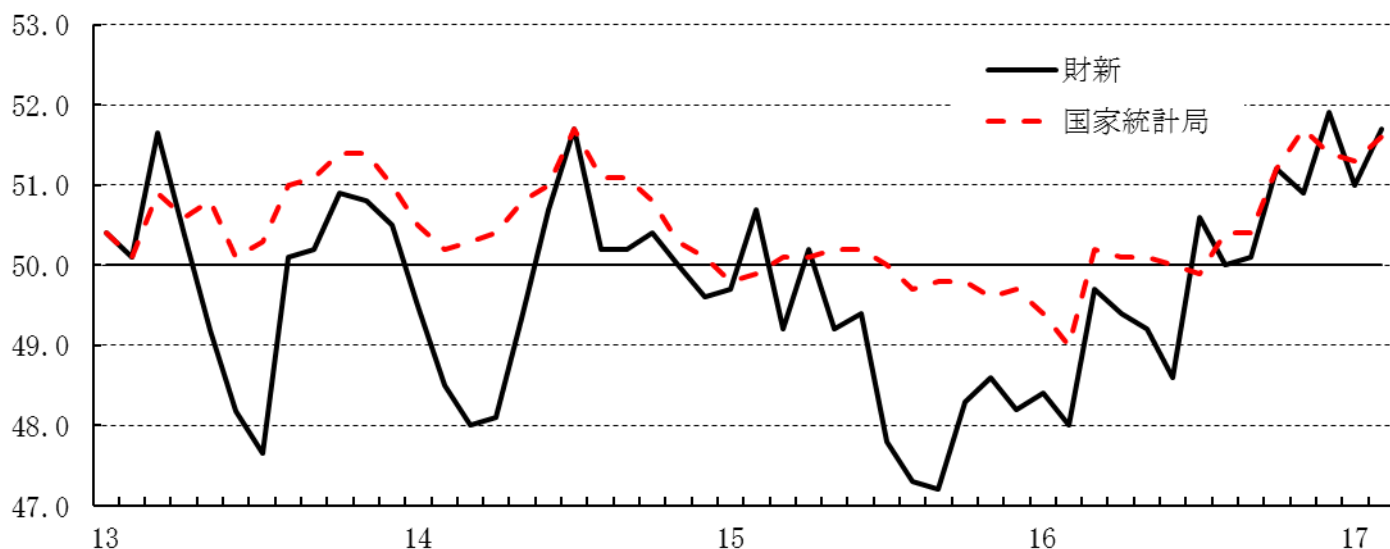


ユーロ圏の実質小売売上高は、1月には前年同月比+1.2%となった。季節調整済み前月比の伸びは▲0.1%で、ここ3ヶ月連続してマイナスの伸びとなるなど低調に推移している。ただし、雇用環境の改善は続いており、今後大幅な落ち込みには至らないと判断される。

ユーロ圏の消費者物価は、2月には前年同月比+2.0%と、ECBが政策目標としている物価上昇率の上限に達した。原油価格上昇によるエネルギー関連価格の上昇が主因。エネルギーや食料品を除いたコア物価は同+0.9%と3ヶ月連続で同率の伸びにとどまるなど、低位安定が続いている。また、原油価格の騰勢も足元で一服しており、ECBが金融政策の変更を考慮する材料にはならないと考えられる。

【中国】

中国の製造業PMIの推移



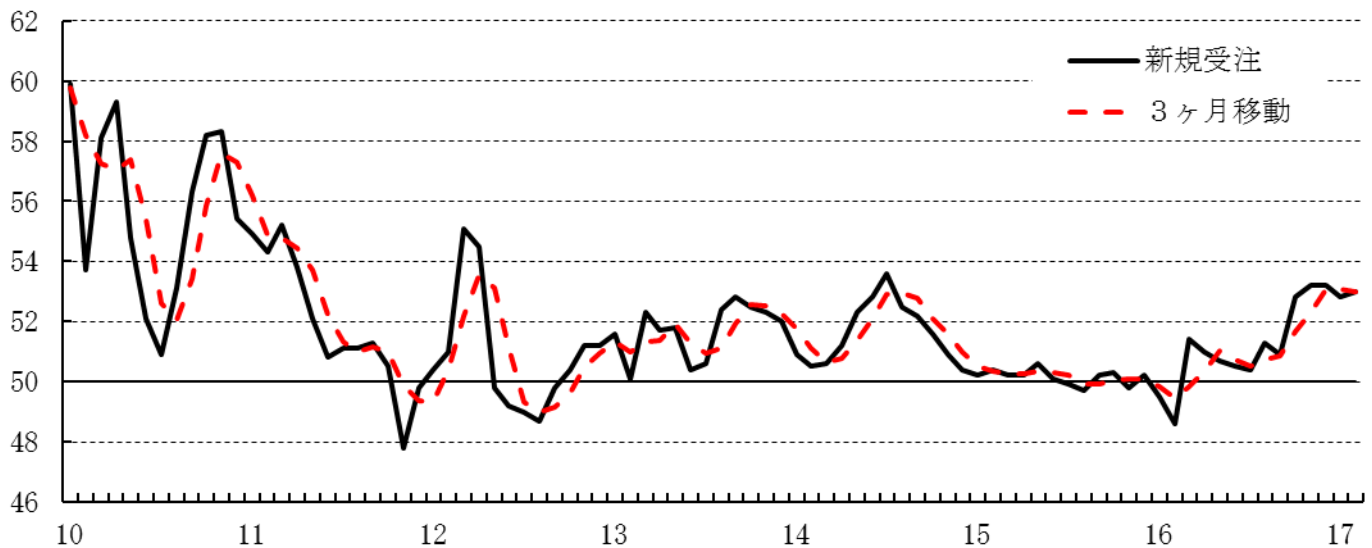
(%) 中国の電力消費量の推移（前年比）



中国の製造業PMIは、2月には国家统计局ベースで51.6ポイント、財新ベースでは51.7ポイントといずれも前月から改善した。判断基準の分かれ目となる50を上回るのは、国家统计局ベースで7ヶ月連続、財新ベースで8ヶ月連続となった。2016年春に発表された大型公共投資（景気対策）をきっかけに、中国経済は回復傾向を辿っていることが示された。

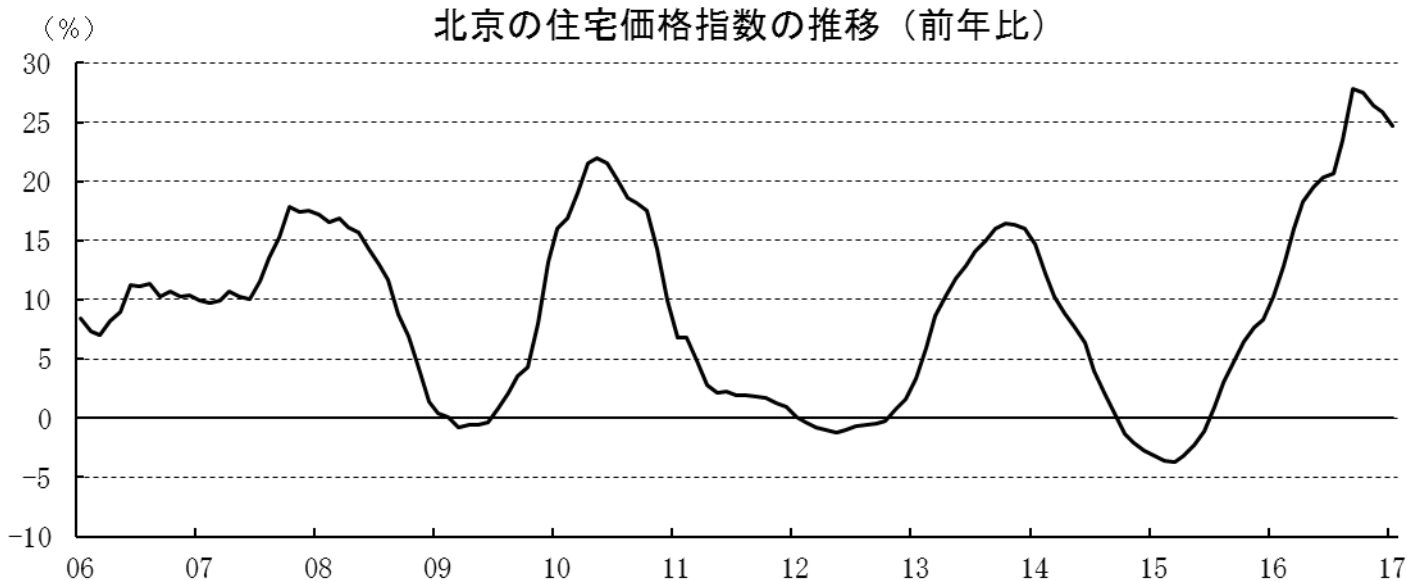
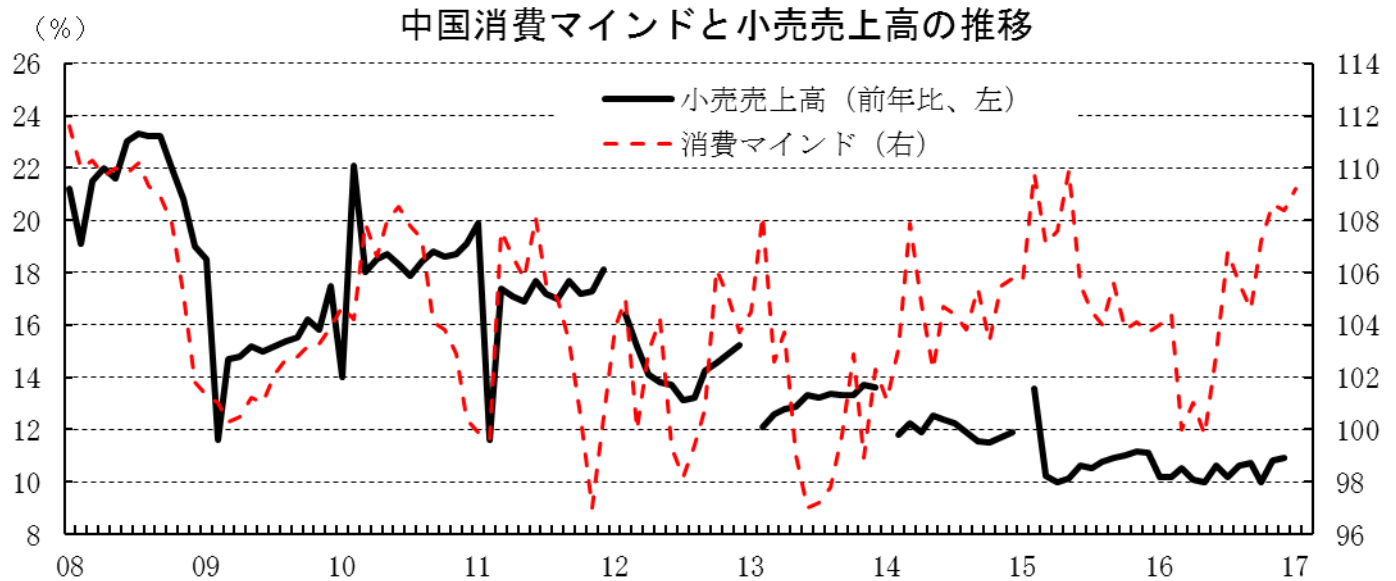
信用度が高い統計の一つとされている電力消費量は12月には前年同月比+6.4%、年初からの累積ベースで前年同期比+6.7%となった。こちらも中国経済が持ち直していることを示唆している。

中国の製造業新規受注判断D Iの推移



中国国家统计局が発表する製造業PMIの一項目である新規受注判断D Iは、2月には53.0ポイントとなった。2016年10月以降は53.0ポイント前後での推移が続いており、判断基準の分かれ目である50超えは12ヶ月連続。同D Iは生産活動の先行指標にあたるため、生産活動は当面堅調に推移すると見込まれる。

一方、輸出（ドルベース）は2月に前年同月比▲1.5%となった。人民元建てでは同+4.2%。先進国を中心とした世界経済の回復を背景に、輸出は徐々に持ち直しの兆候を見せている。輸出に先行するPMI輸出受注判断D Iは2月には50.8ポイントと、2013年3月以来の水準へと回復した。判断基準の分かれ目となる50超えは4ヶ月連続となり、こちらも輸出が持ち直しに転じていくことを示唆している。



中国の小売売上高は2月に前年同月比+9.5%と、引き続き底ばい状態で推移していることが示された。伸び率が1桁となったのは2006年2月以来9年ぶり。減税が半分に圧縮された自動車の販売が落ち込んだことが全体の足を引っ張った。ただし、物価の伸びを差し引いた実質ベースでは同+8.6%とここ2年ほどの伸びの変動の範囲内とどまっている。一方、消費者マインドは1月に109.2ポイントと、2015年5月以来の高い水準をつけている。

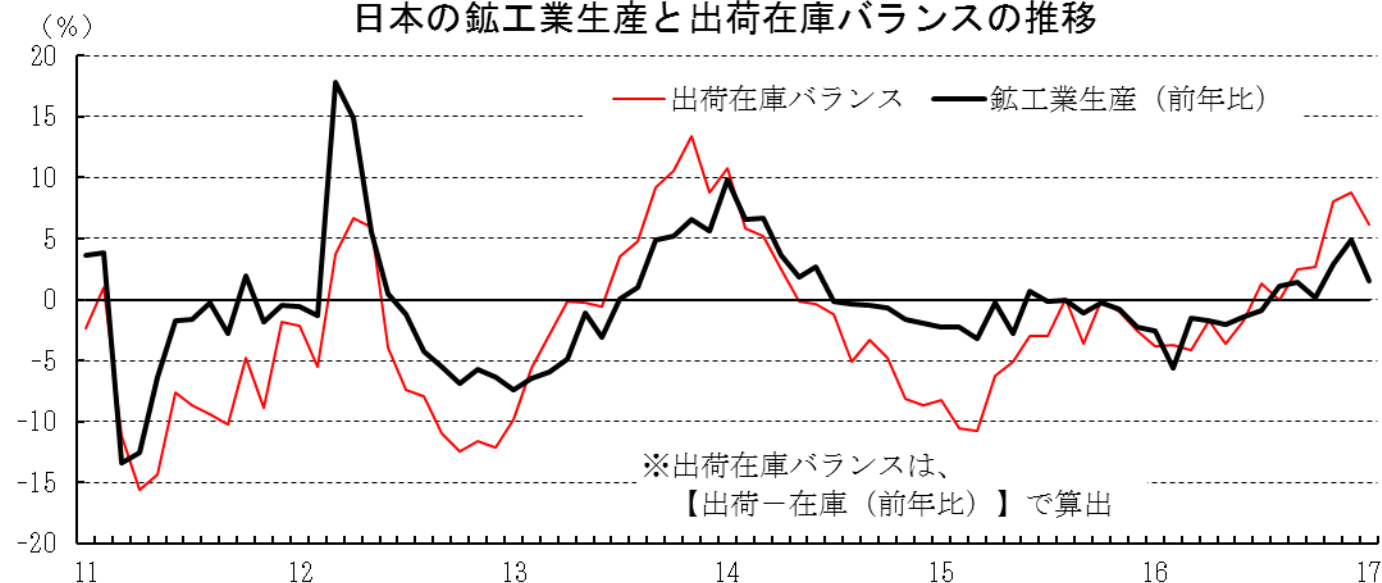
中国の不動産市況の先行指標となる北京の住宅価格は1月に前年同月比+24.7%と、2016年9月につけた同+27.8%をピークに4ヶ月連続で伸び率が鈍化した。昨年行われた不動産投資規制策の効果によるものと考えられ、今後も鈍化傾向が続こう。ただし、周辺地域では逆に不動産需要が拡大しており、全体としての不動産バブル的な状況を沈静化するには至っていない。

【日本】

日本の鉱工業生産指数の推移



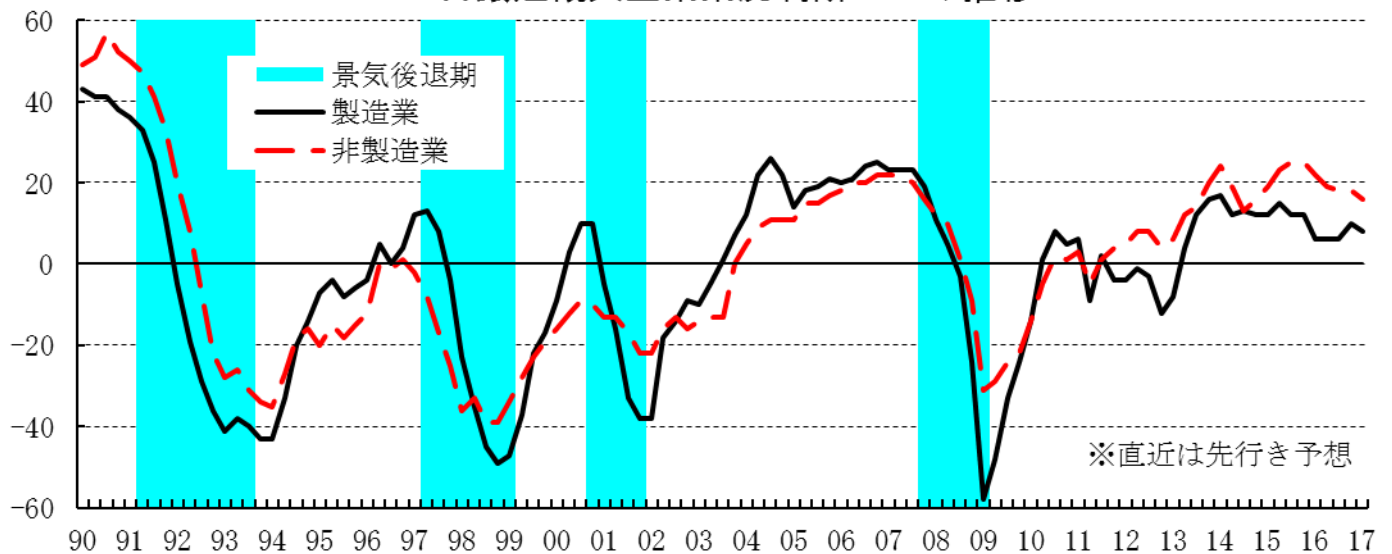
日本の鉱工業生産と出荷在庫バランスの推移



日本の1月の鉱工業生産指数は前月比▲0.8%となった。前年対比の伸び率では+1.5%と6ヶ月連続で前年水準を上回った。先行きについての生産計画となる製造業予測指数は、2月は前月比+3.5%、3月は同▲5.0%となっている。年度末ということもあり、年度生産計画の影響を受けていると考えられ、生産活動の趨勢を予測指数から判断することは難しい。

在庫調整圧力を示す出荷・在庫バランス（出荷の伸びから在庫の伸びを引いたもの）をみると、+6.1ポイントと5ヶ月連続のプラスを記録した。出荷在庫バランスのプラス圏入りは、在庫循環でいえば景気の谷を越えたことに相当するため、在庫調整は昨秋には完了し、その後は「意図せざる在庫減少局面」に入っていると考えられる。今後も、海外経済の持ち直しなどに牽引されて、生産活動は加速していく公算が大きいと判断される。

日銀短観大企業業況判断D I の推移

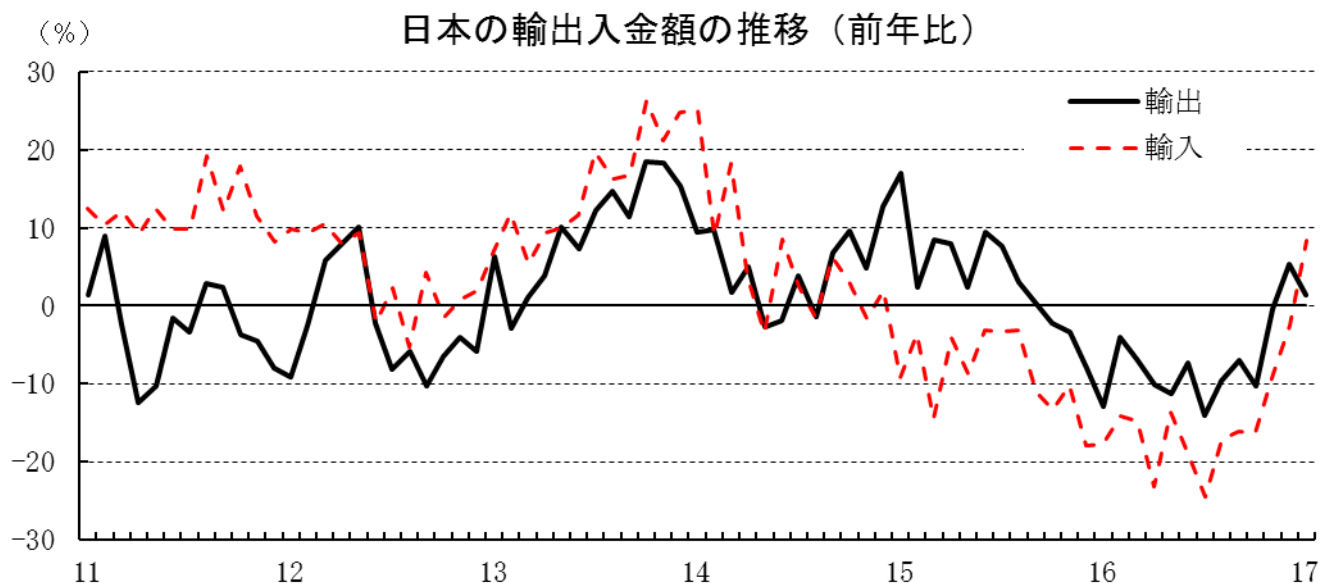


機械受注(船舶電力を除く民需)の推移



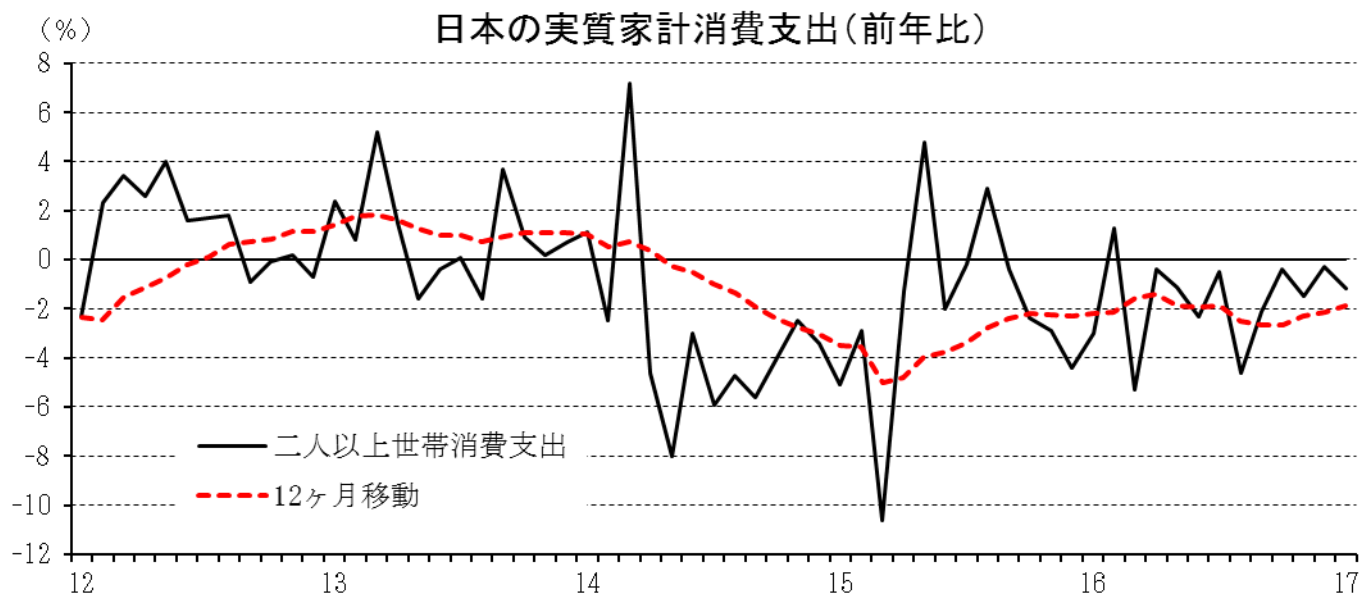
12月調査の日銀短観によれば、大企業製造業の業況判断D Iは+10ポイントと1年ぶりの水準となった。先行き判断D Iも+8ポイントと小幅低下が見込まれている。米大統領選挙の結果を受けて進展した円安が景況感の改善に繋がった一方、トランプ大統領の通商政策に対する懸念が先行きD Iの低下をもたらした一因と考えられる。一方、非製造業の業況判断D Iは+18ポイントと、こちらは前期から横ばいとなった。日銀短観からは、景気が底堅く推移していることが確認される。

設備投資の先行指標となる機械受注(船舶・電力除く民需)は、1月には前年同月比▲6.6%と3ヶ月ぶりに前年割れとなった。このところ一進一退が続いているが、水準としては2015年以降横ばい圏での推移が続いており、設備投資も当面は一進一退の推移が続く公算が大きい。



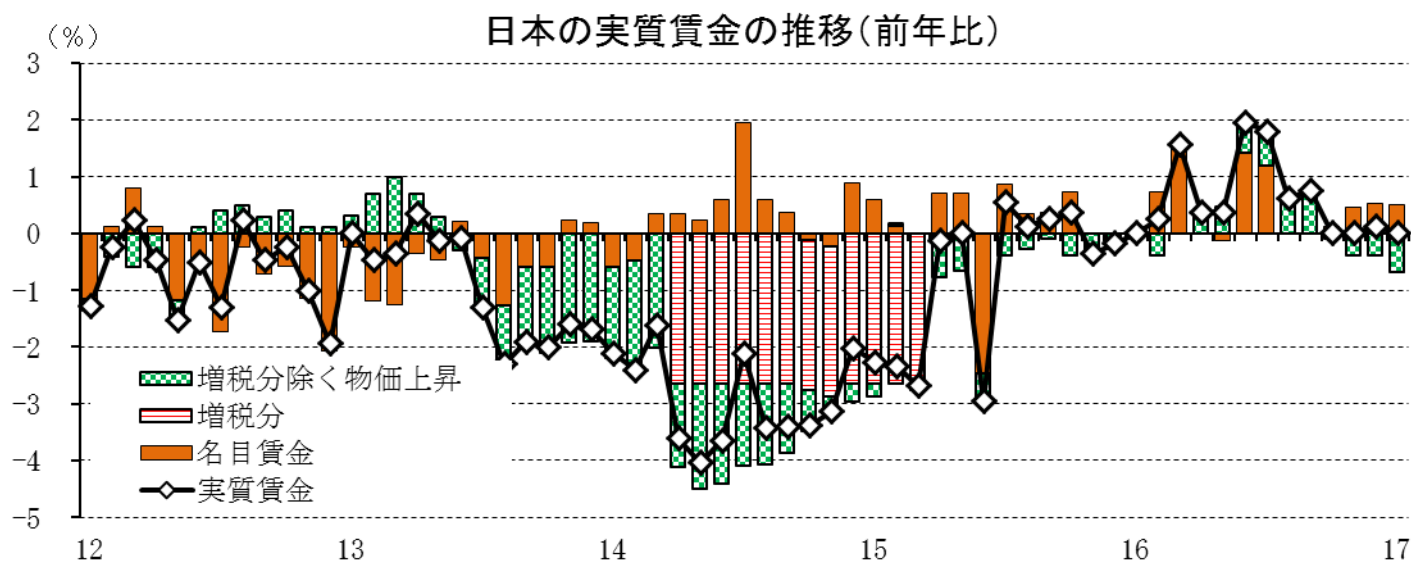
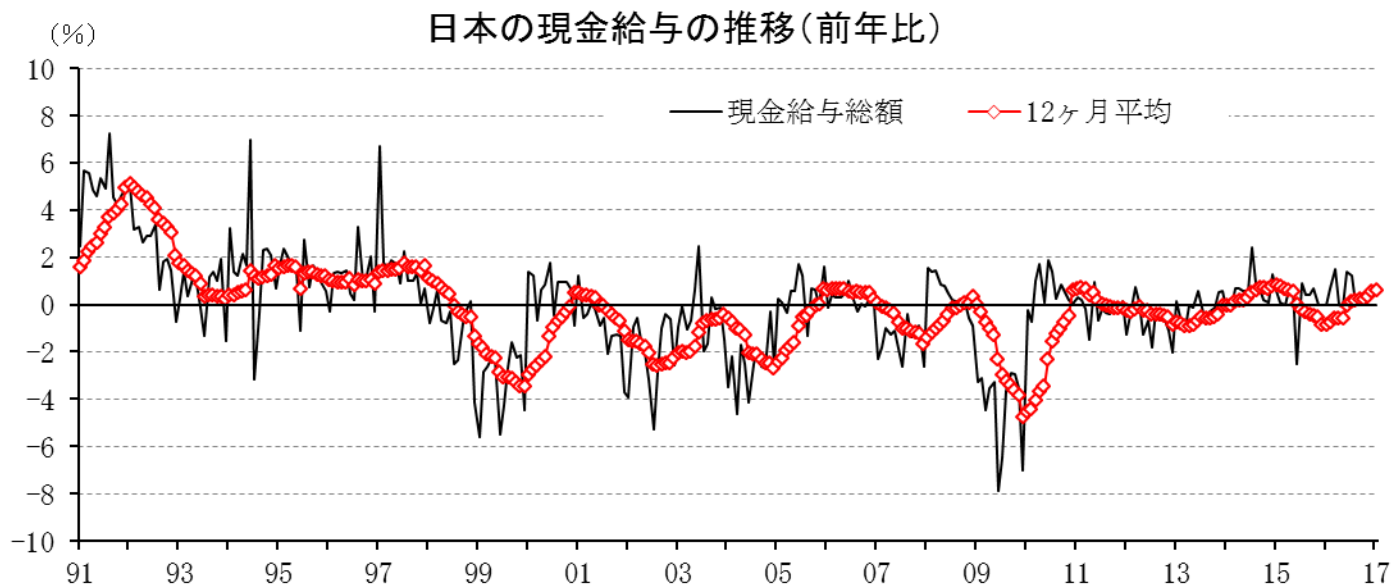
日本の輸出金額（円ベース）は、1月に前年同月比+1.3%となった。2016年11月まで14ヶ月連続で前年割れとなっていたが、12月以降は2ヶ月連続で前年水準を上回った。輸出の実勢を示す輸出数量指数は、1月には前年同月比▲0.3%となった。前年割れは3ヶ月ぶり。ただし、月ごとのブレを抑えた3ヶ月移動平均ベースでみると、6ヶ月連続で前年水準を上回っており、数量ベースでの輸出の持ち直し傾向が続いていることが示された。

輸出金額が持ち直しに転じたのは、海外経済の回復を受けて輸出数量の拡大が続いていることに加え、円高が一服して円安傾向に転じ始めたことによるものと判断される。今後も、同様の環境の中で、輸出の拡大傾向が続く公算が大きい。

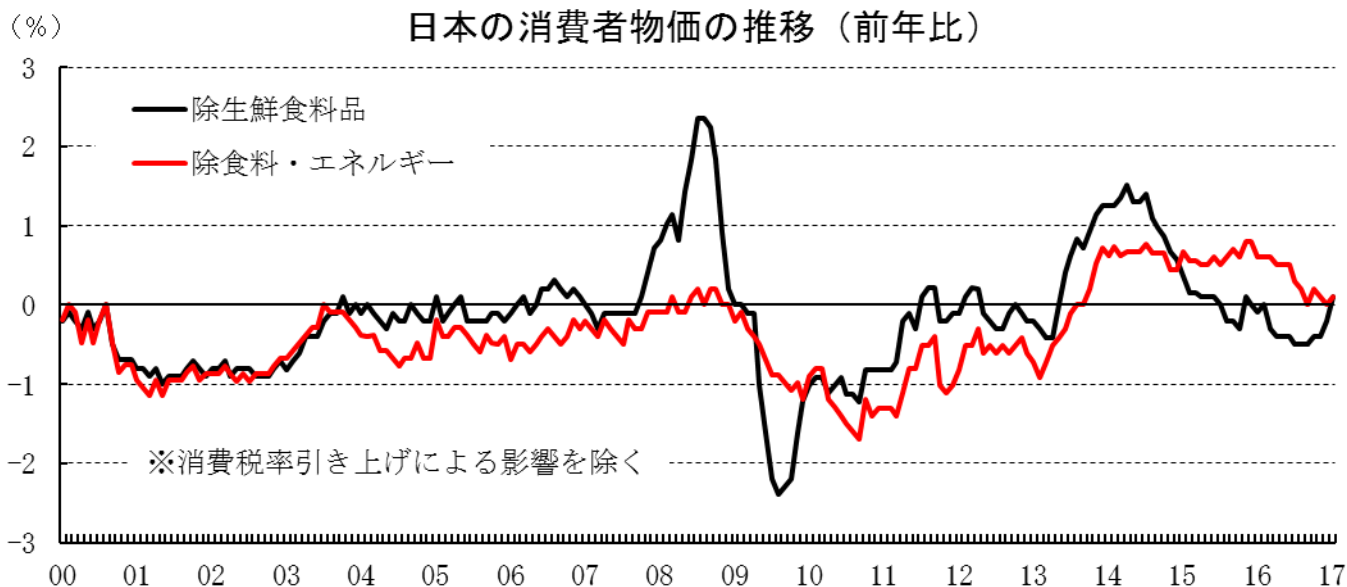


日本の実質家計消費支出（二人以上世帯）は、1月に前年同月比▲1.2%と11ヶ月連続での前年割れとなった。依然として消費の低迷が続いていることが裏付けられる内容となったが、伸び率のマイナス幅は徐々に縮小する傾向にある。

消費関連統計を合成して算出することで、より総合的に消費の動向を把握することができるとされる消費総合指数（実質）では、12月は前月比横ばいとなった。こちらも、水準は消費増税前の駆け込み需要で押し上げられる以前の2013年とほぼ同レベルにとどまっている。



1月の日本の現金給与総額は前年同月比+0.5%と、8ヶ月連続で前年水準を上回った。賃金の伸びからインフレ率の伸びを差し引いて算出する実質賃金は同0.0%となった。名目賃金の伸びは底堅く推移している一方で、物価が上昇に転じ始めたことで実質賃金が押し下げられた。今後も、物価の上昇ペースが拡大すると見込まれる一方で、賃金の伸びは同レベルにとどまると考えられることから、実質賃金の伸びはマイナスに転じる可能性が高い。



1月の日本の消費者物価指数（生鮮食料品を除く）は、前年同月比+0.1%となった。前年対比の伸び率がプラスに転じたのは2015年12月以来13ヶ月ぶり。原油価格が上昇に転じていることや、為替相場も円安が進展していることで主にエネルギー価格が物価全体の伸びを押し上げている。食料品とエネルギーを除いた欧米型コア物価の伸びは同+0.1%となった。こちらはここ数ヶ月前年対比伸び率がゼロ近傍で推移しているが、今後は世界的な資源価格の上昇や円安の背景に上昇率が拡大する見込み。もっとも、上昇率がどの程度になるかは、輸入価格がどの程度国内価格に転嫁されるかによる。

消費者の景況感を示す消費者態度指数は、2月には43.1ポイントと横ばい圏での推移が続いている。なお、同統計の一項目である「1年後の物価見通し」については、上昇との回答割合から下降との回答割合を引いた値は68.5%ポイントと、2013年以来の低水準での推移が続いており、アベノミクス以降の物価上昇期待は、ほぼ剥落している。

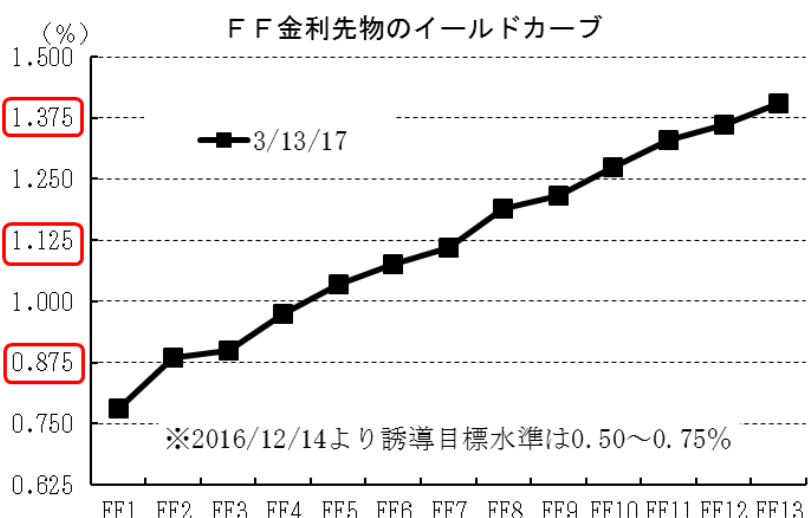
【トピックス：FRBの金融政策と市場への影響について】

3月FOMCでの利上げが確実視されるなか、FOMC後の市場の関心は利上げのテンポに移ろう。今景気拡大局面で最初の利上げから次の利上げまでには1年を要した。最初の利上げ時に公表されたFOMCメンバーによる政策金利見通しでは、2016年中には4回の利上げ、つまりFOMC2回につき1回の利上げが予想コンセンサスとなっていたが、実際には2016年の利上げは1回にとどまった。年初から、中国不安や英国民投票などで市場の動きが不安定になったことが影響したと考えられる。また、2016年については米国景気も全般的に冴えないものとなった。製造業の在庫調整が続く、生産活動の伸びは低迷していた。それでも総じて見れば内需が堅調に推移していたが、それは低金利などに支えられていた側面を考えれば、市場という外部環境が不安定化していなくても、無理な利上げは予想以上に景気にブレーキをかけていた可能性もあったといえよう。これに対し、足元の状況は大きく変わっている。

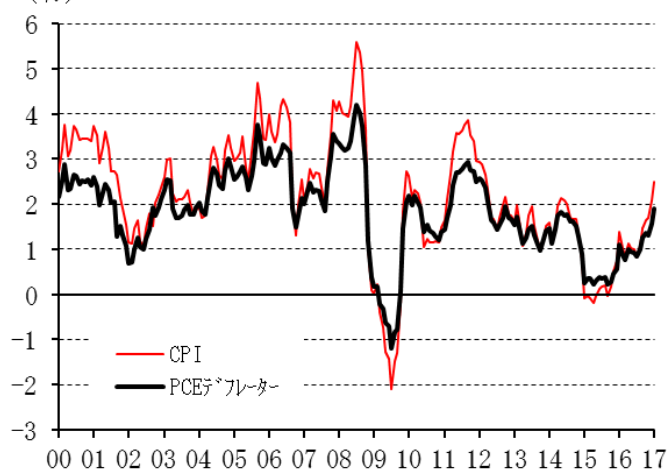
昨年12月、FRBが1年ぶりの利上げを行った際に発表されたFOMCメンバーによる2017年の利上げ回数は3回がコンセンサスだった。つまり利上げのテンポは“4ヶ月に1回”ということになる。しかし、3月に利上げを実施すれば前回利上げから3ヶ月後となり、上記予想よりもやや早いタイミングということになる。これについて市場では、「4～5月にかけて行われるフランス大統領選挙の結果次第では、市場が再び混乱する恐れがあるため、その前に利上げを行っておきたかった」といった見方や、「トランプ大統領に注文をつけられる前に・・・」といったうがった見方もある。

FF金利先物価格からみた2017年中の利上げ回数は、3月分を含めて2回しか完全には織り込んでいない。これは、3月利上げが確実視されるようになる前から変わっておらず、市場は「3月に利上げを行う可能性が高いが、それは何らかの事情によるもので、年間の利上げテンポには影響しない」と考えているようだ。

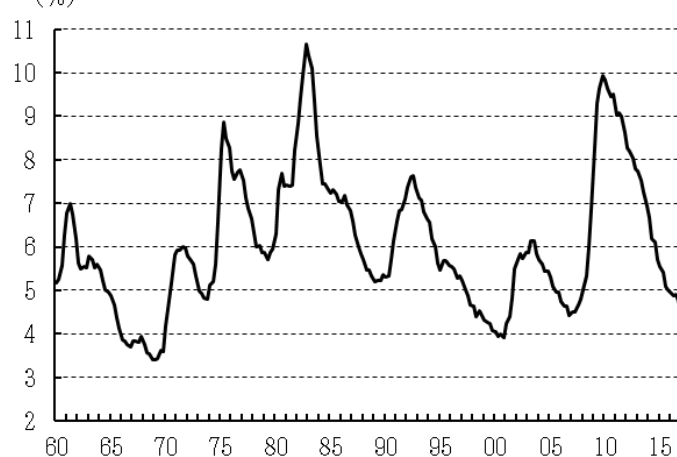
しかし、市場が3月利上げを織り込むようになる以前のFRB当局者のコメントから、年内の利上げ回数はもう少し増える可能性が考えられる。2月16日、FRBのフィッシャー副議長は「インフレ率が2%に近づき、労働市場は力強さを増し続けるという想定と現状は一致している」と述べた。これは、米国経済がFRBの政策目標である“物価の安定（2%インフレ）”と“雇用の最大化（完全雇用）”という二つをほぼ達成したという意味であろう。そうであれば、その段階での実質金利水準は景気に対して中立的な位置（自然利子率、あるいは均衡実質金利）であるべきだ。



(%) 米PCEデフレーターとCPIの推移（コア、前年比）



(%) 米国失業率の推移

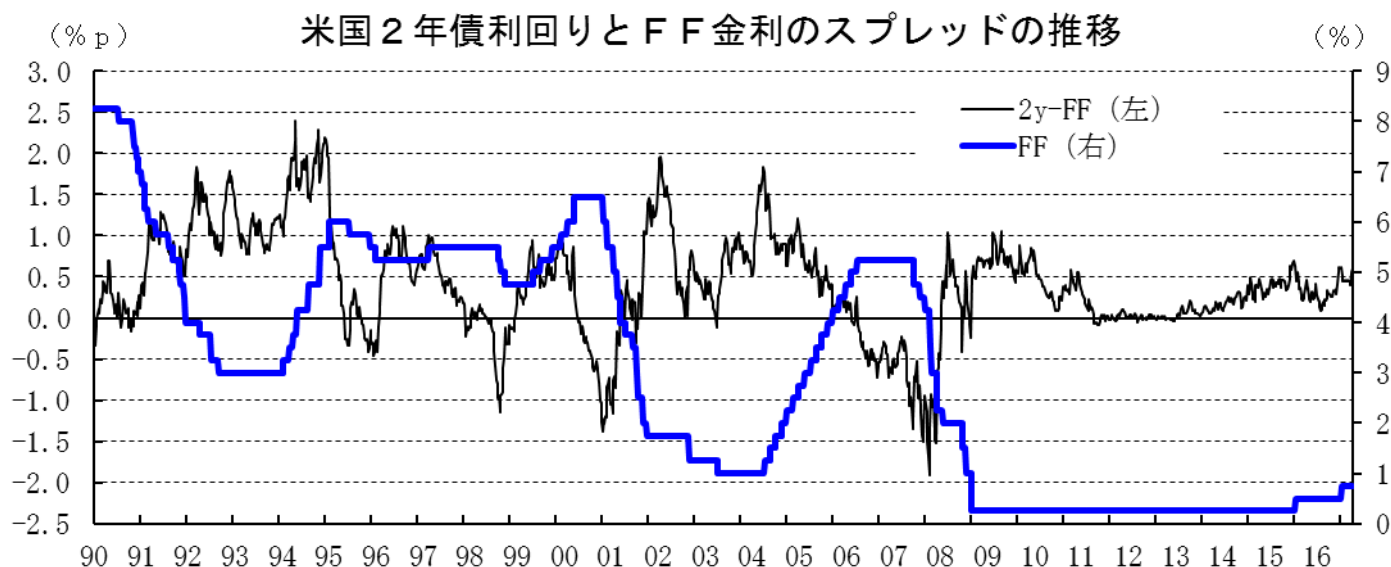


問題は、その水準だ。自然利子率は、中長期的には潜在成長率程度になると考えられている。米国の潜在成長率について、米議会予算局（CBO）は足元では1.5%程度と試算している。これを当てはめれば、足元における米国の自然利子率は1.5%程度となるが、足元における実質FF金利は▲1.15%（【FF金利目標上限値：0.75%】－【インフレ率（PCEデフレーター）：1.9%】）と明らかに低すぎる。これは、現行の政策金利水準では景気に対して刺激的な効果を強く及ぼしているという意味だ。

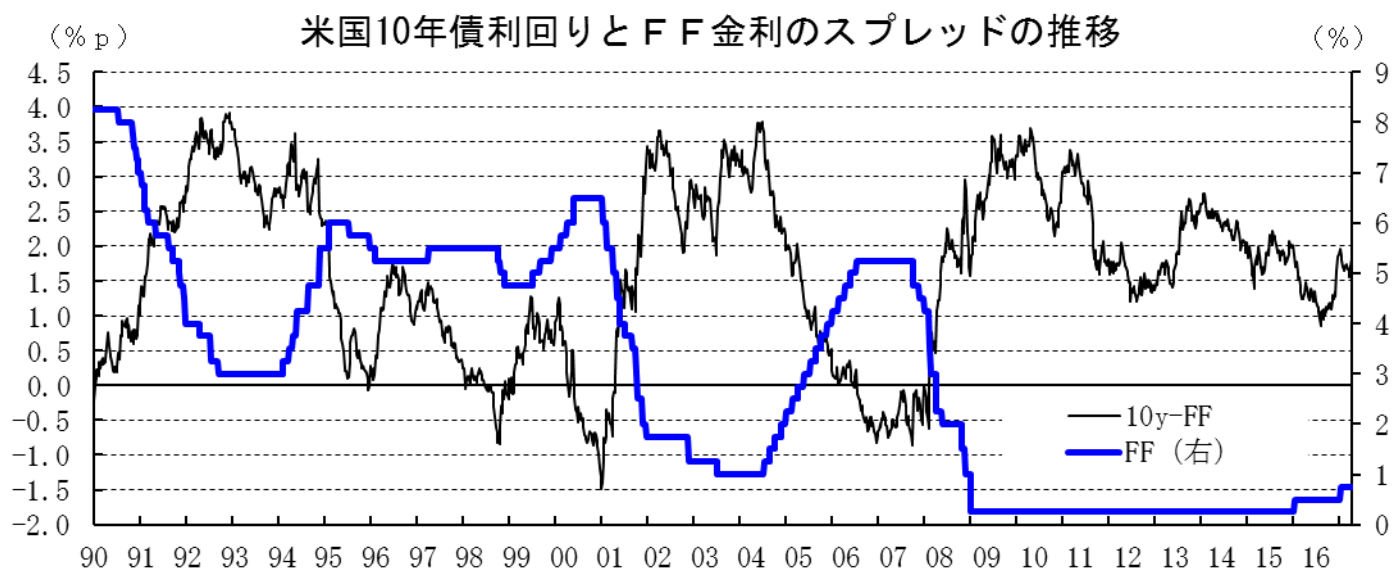
折しも、米国を含め世界経済は昨年後半に在庫調整を完了させ、生産加速局面に入っている。循環的にも景気は加速しやすい状況下であることから、現行の金利水準では潜在成長率を超えるペースでの経済成長が見込まれる。このことは、労働需給がさらに逼迫することを意味するが、すでに米国は完全雇用下にあることを勘案すれば、それは賃金の上昇加速という形で跳ね返ってくると考えるのが自然だ。賃金の上昇加速はインフレ加速に繋がると考えられるため、すでに望ましいインフレ率を手に入れたFRBは、それ以上のインフレ加速を抑えるために、金利を景気に対して（最低でも）中立的な水準に引き上げることを速やかに達成すべきであろう。機械的に計算すれば、そのためにはあと2.65%もの利上げが必要だ（【自然利子率：1.5%】－【足元の実質FF金利：▲1.15%】＝2.65%）。年4回の利上げペースでも、政策金利が景気に対して中立的な水準に達するのは2019年ということになる。

もっとも、4回の利上げを目論んでいた昨年と同様に、外部環境の悪化によって利上げを行うことのリスクが大きすぎると判断される局面に陥る可能性はある。3月FOMC結果公表日には、極右政党の躍進が予想されるオランダの総選挙が実施される。また、4～5月にはフランスで大統領選挙が行われ、ここでも極右政党党首が有力候補となっている。これらの結果次第では、市場は動揺し、FRBの利上げが適切ではないような環境となるリスクがある。しかし、そうした不透明要因を除いて考えれば、FRBの利上げが直近までの利上げのテンポ（FOMC2回で1回の利上げ）から“遅くなる”理由はなに一つ無い。したがって、3月に利上げを実施するのであれば、年内にさらにあと3回、合計4回の利上げが実施される可能性が高まると判断される。もっとも、FRB当局者は3月FOMC直後には利上げペースの加速を示唆することはないだろう。利上げペースの加速を示唆するタイミングは、フランス大統領選挙を見極めた後となろう。

こうした状況に対し、市場はFRBの利上げが加速するリスクを意識してはいるものの、債券利回りの水準からはまだ十分に織り込んでいないとはいえない。金融政策の影響を強く受けやすい短期債利回り（ここでは2年債利回りでみる）とFF金利とのスプレッドを見ると、足元で0.6%程度にとどまっている。1990年代以降の利上げ初期段階での2年債利回りとのスプレッドは1%程度、ないしはそれ以上に拡大していたことを勘案すれば、今局面で短期債利回りは多くの利上げ、少なくともグリーンスパン時代のような連続的な利上げまでは織り込んでいないといえよう。この事実は、将来的にFRBが利上げのテンポを速める場合、2年債に代表される短期債利回りの上昇余地が大きいことを示唆していると判断される。2年債利回りは為替相場への影響も大きいので、上昇が加速すればドル高も加速する可能性がある。

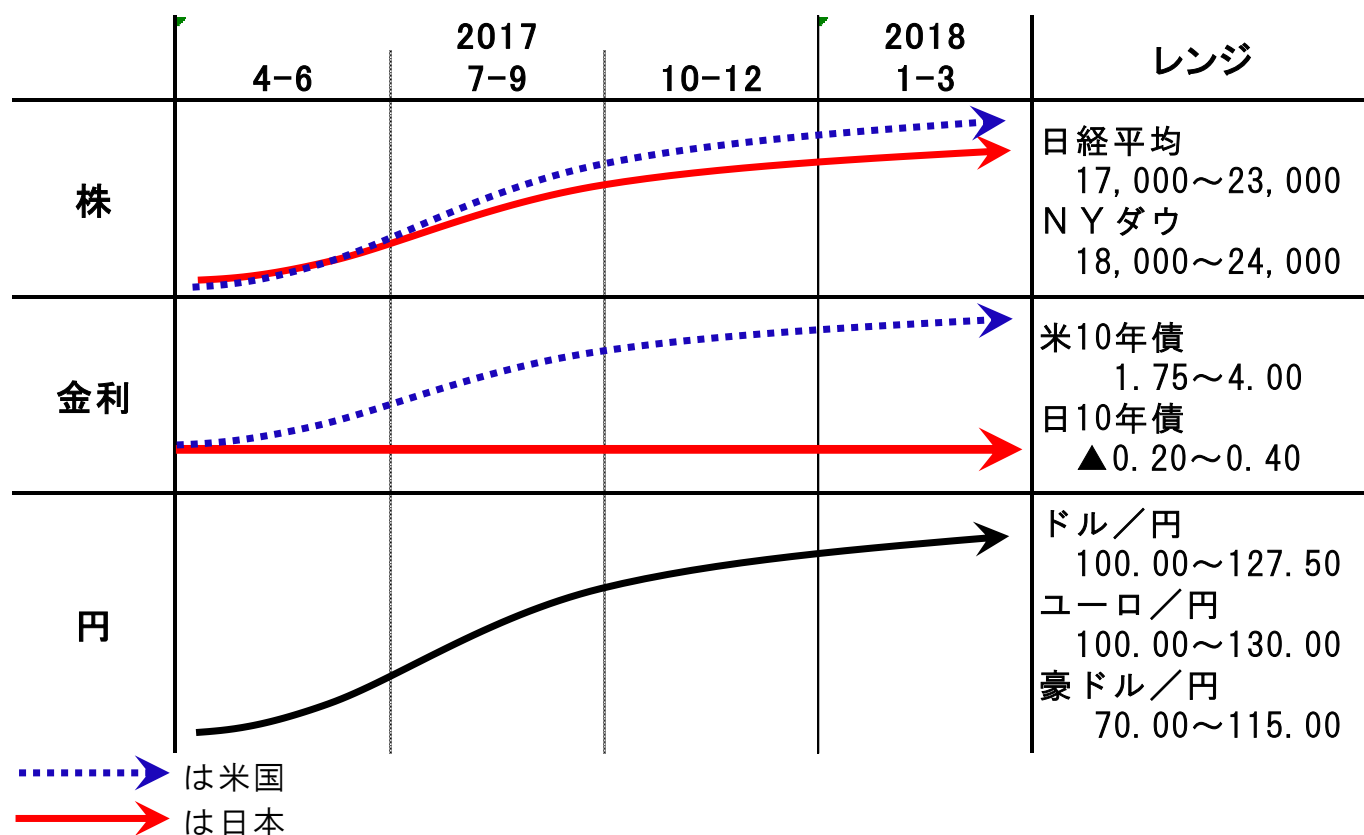


一方、10年債に代表される長期債利回りは、利上げ時にはFF金利とのスプレッドが縮小に転じる傾向がある。このことは、利上げ局面で10年債利回りが低下に転じるという意味ではない。10年債利回りも利上げに連れて上昇するが、その上昇ペースはFF金利よりも緩やかなものにとどまるということだ。仮に、今後FRBが四半期ごとに0.25%の利上げを行うとすれば、実質FF金利が景気に対して中立的な水準（実質ベースで0.0～+1.5%程度）を超えてくるまでは、四半期ごとに0.25%以下のペースで上昇していくことが見込まれる。しかし、短期債利回りと同様に長期債利回りも足元でのFF金利とのスプレッドは、利上げ初期局面としてはかつて無いほど小さい。とくに、足元での実質FF金利は▲1.0%程度と異常な低さにあるため、四半期に0.25%程度の緩慢な利上げペースでは、景気刺激的な環境が継続することとなる。したがって、暫くは10年債利回りも利上げと同テンポで上昇していく可能性もある。さらに、FRBが利上げにあわせて保有国債を圧縮するような動き¹にいずれ転じるとの見方が燦っている以上、そうした可能性は十分にあるといえよう。



¹ たとえば満期になった国債の償還金を、新たな国債買入に回す措置を停止するなど。

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



トランプ大統領誕生という予想外の事態による混乱は軽微に終わり、市場は世界的な景気回復を期待した動きへと転じつつある。一方で、とくに2017年前半は欧州で重要な政治イベント（選挙）があり、当面は神経質な展開が続こう。

これを乗り越えたあとは、新興国を含めた世界同時景気回復のもと、世界的に株高・金利上昇・高金利通貨高（円安）の流れが強まると予想される。米国の利上げは市場の最大の関心事となるが、金利水準が非常に低いことから、米資産市場でバブルが発生する恐れはあるものの、景気減速を懸念するような展開は、少なくとも2017年度中は見込み難い。