一生涯のパートナー
第一生命
Dai-ichi Life Group

第一生命 年金通信

第一生命経済研究所レポート selection

No.2017－102

2017 年 12 月 15 日
団 体 年 金 事 業 部

【四半期特別ﾏｰｹｯﾄﾚﾎﾟｰﾄ】2018 年 1 月以降の市場環境見通し
～2018 年も市場を取り巻く環境は良好か～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の嶌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、「2018 年 1 月以降の市場環境見通し～2018 年も市場を取り巻く環境は良好か～」をお届けします。是非ご一読下さい。（別添参照）

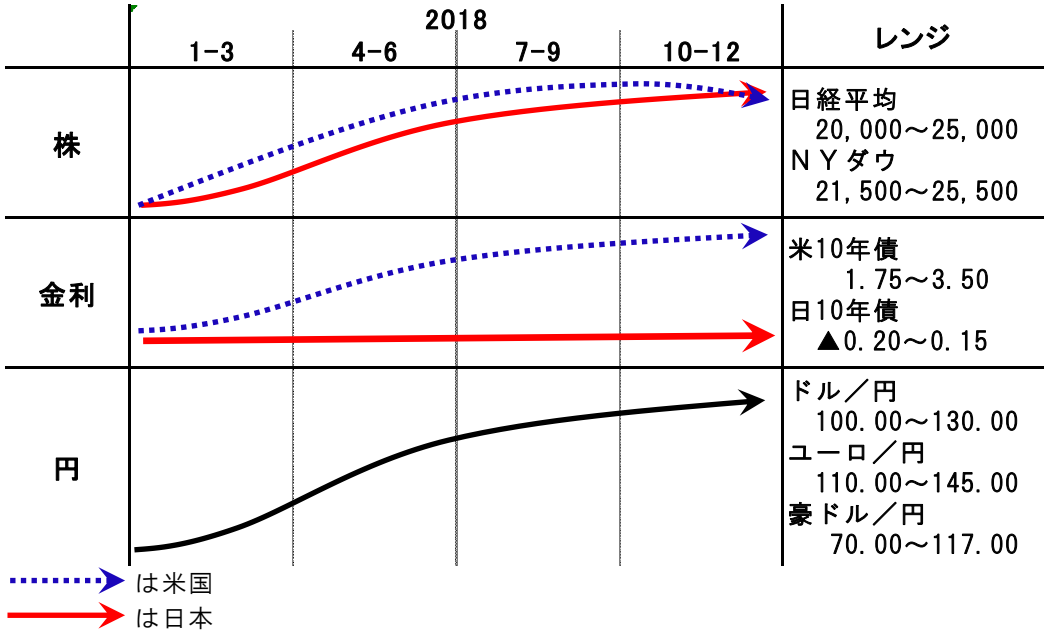
内容

■経済概況：世界・米国・欧州・中国・日本

■トピックス：2018 年の市場環境整理

■市場見通し：世界的な景気回復基調は継続～株高・金利上昇・円安～

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



第一生命保険株式会社

DLRI DAI-ICHI LIFE RESEARCH INSTITUTE INC.

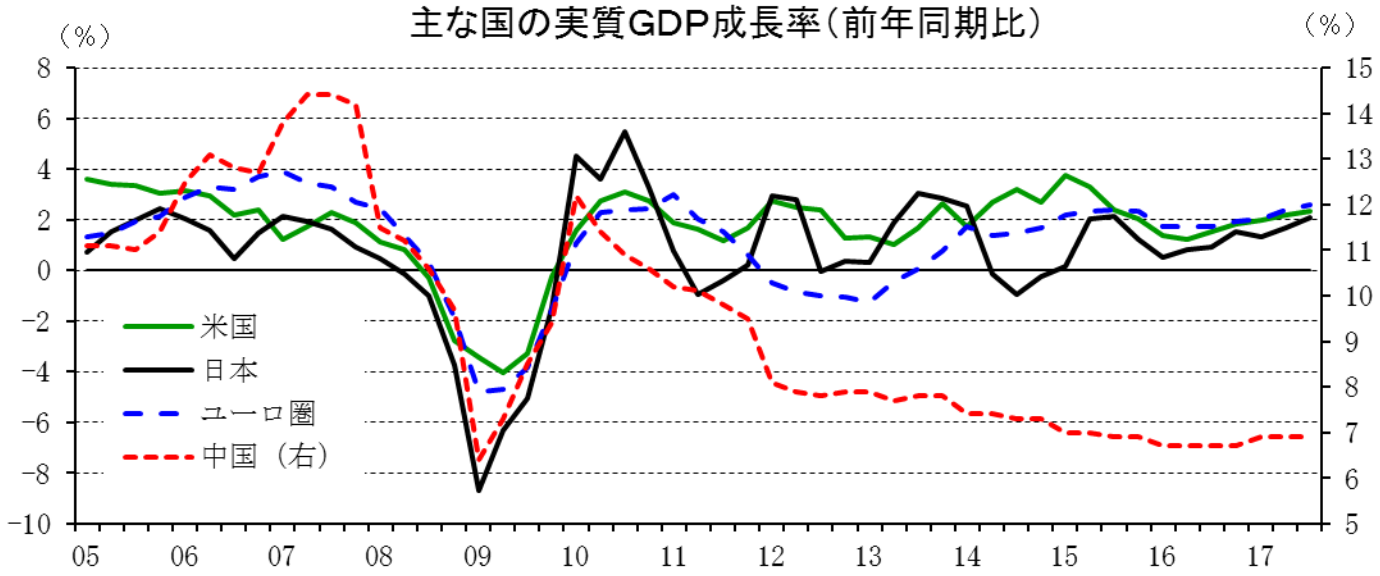
四半期特別マーケットレポート

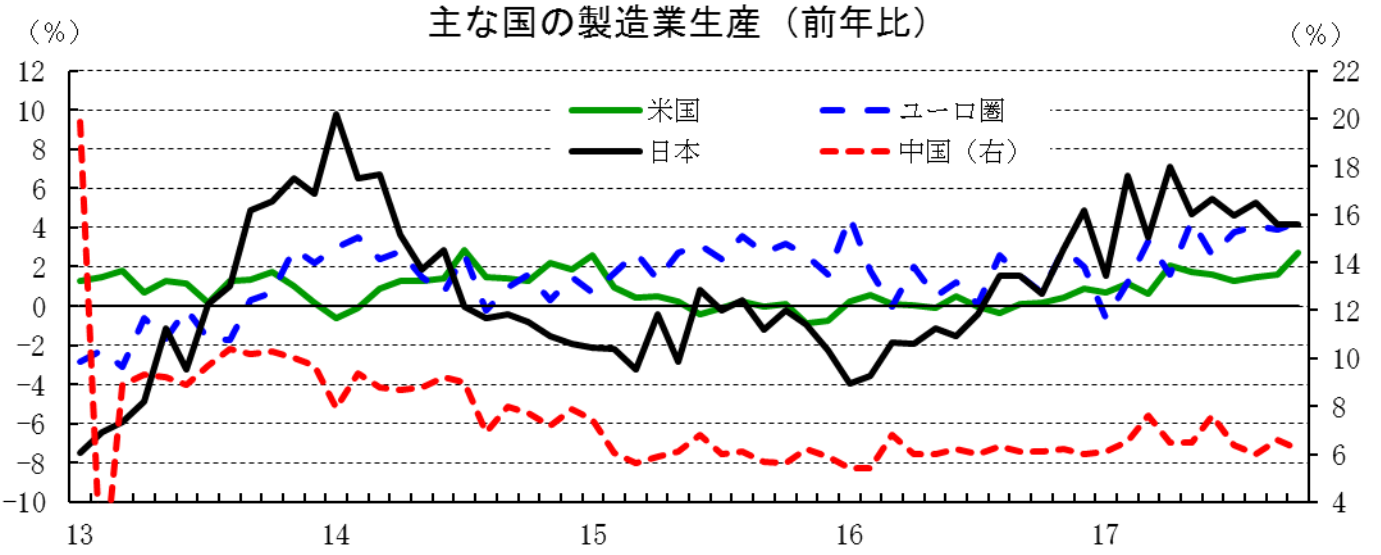
テーマ：**2018年1月以降の市場環境見通し**　　発表日：2017年12月15日（金）

～2018年も市場を取り巻く環境は良好か～

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

【世界経済】



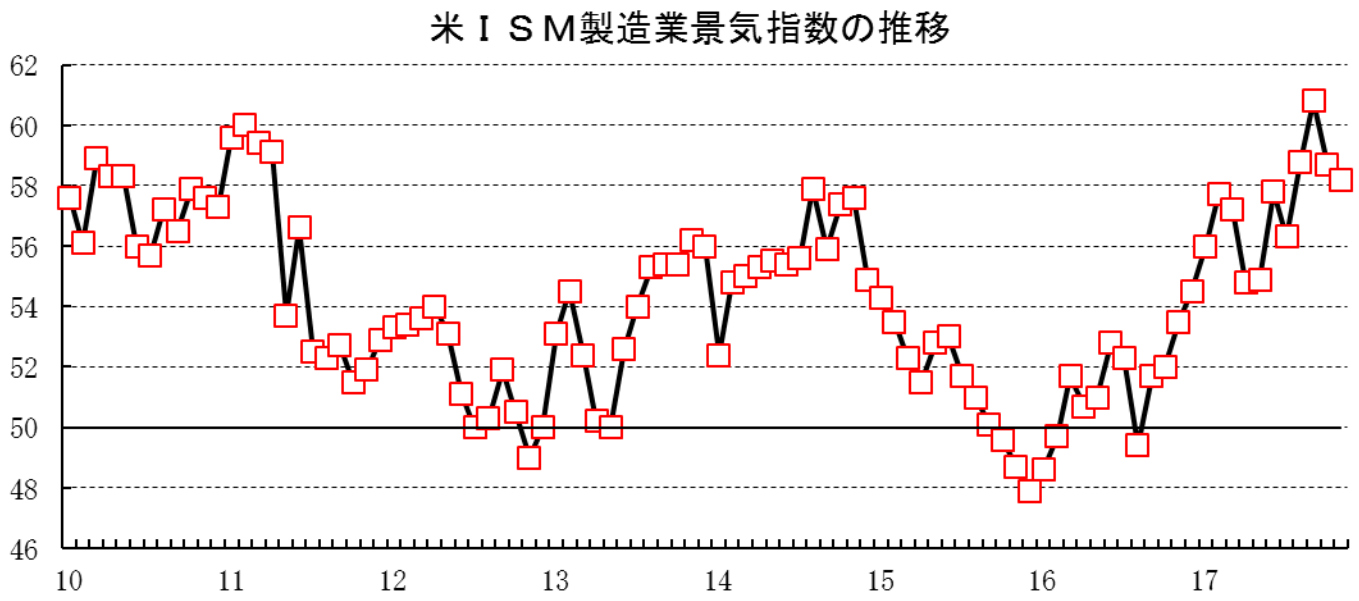


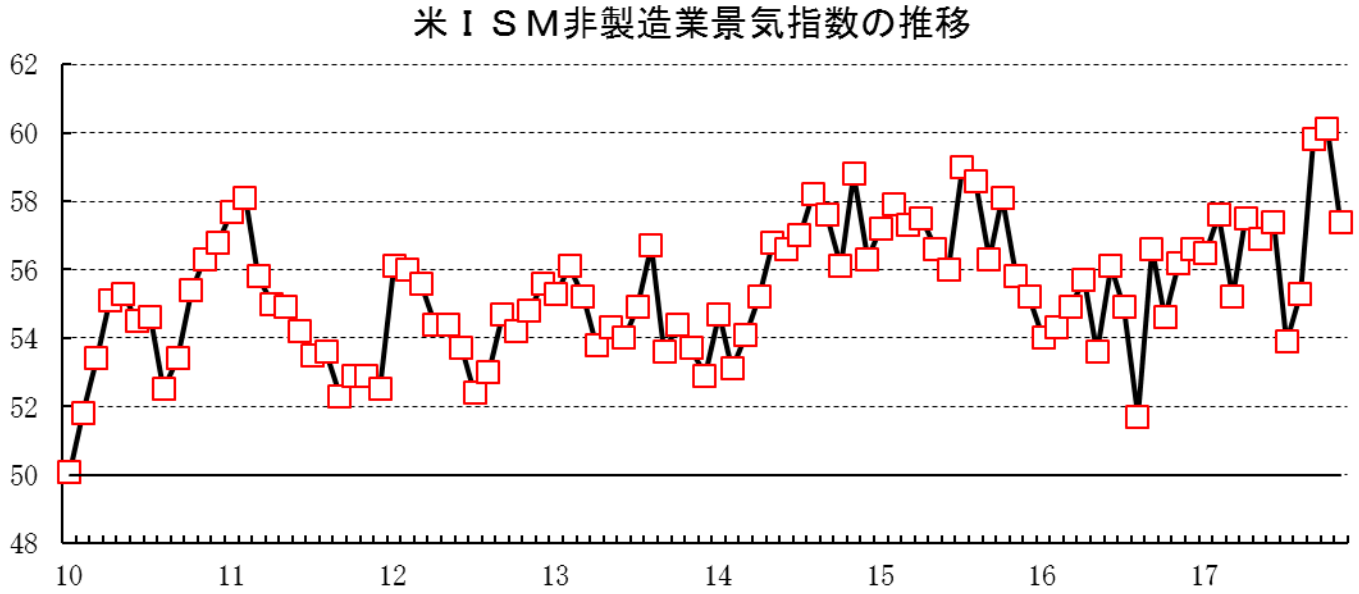
17年７～９月期の主要国の実質ＧＤＰ成長率は、米国で前期比年率＋3.3%（４～５月期：同＋3.1%）、ユーロ圏で同＋2.4%（同＋2.8%）、日本で同＋2.5%（同＋2.9%）、中国で前年同期比＋6.9%（同＋6.9%）となった。日米欧ではいずれも潜在成長率を超える高い成長が継続、中国も１～３月期以降3四半期連続の同率で前年を上回るペースの成長を維持した。

生産活動については、欧米では前年対比伸び率の加速傾向が続いているほか、日本では前年対比で５%台での高率の伸びが続いている。中国出も同７%弱の伸びが続くなど、世界的に在庫調整を終えて、足元では堅調な需要に支えられて積極的な在庫積み増し局面に移行しつつあると判断される。

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。見通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。

【米国】

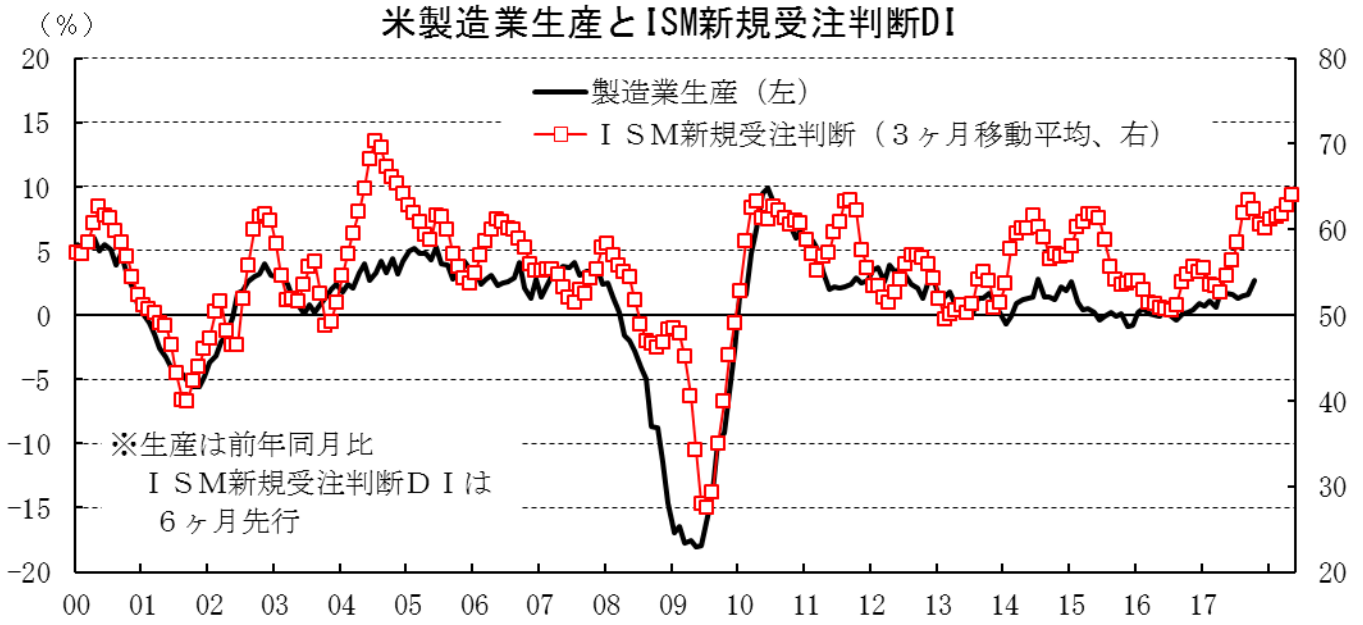


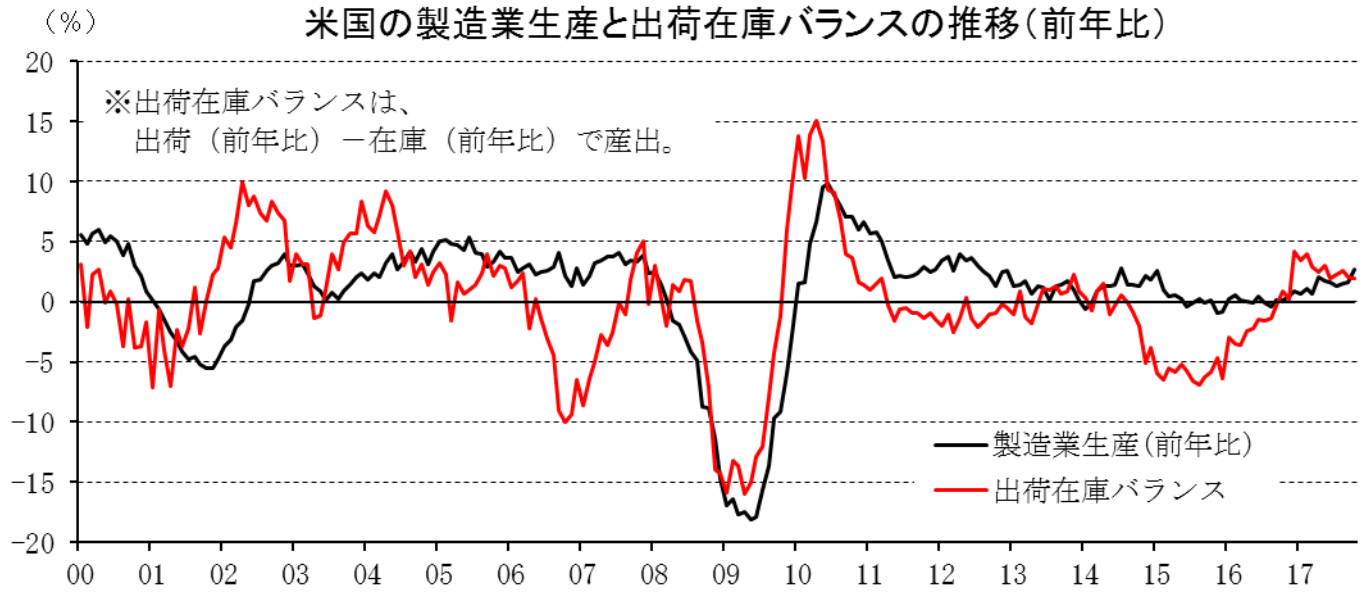


米国のＩＳＭ製造業景況指数は11月には58.2ポイントと、景況感が［良い・悪い］の判断基準の分かれ目となる50を15ヶ月連続で上回った。2015年12月につけた47.9ポイントを底に、製造業の景況感は改善傾向が続いている。同指数は60ポイント程度がピーク水準であり、足元の米製造業の景況感は歴史的に見ても非常に良い状態にあると判断される。

一方、非製造業の景況指数は57.4ポイントと、2010年１月以来判断基準の分かれ目となる50超えが続いている。堅調な消費を背景に、非製造業を取り巻く環境も引き続き好調さを保っていると判断される。

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。見通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。

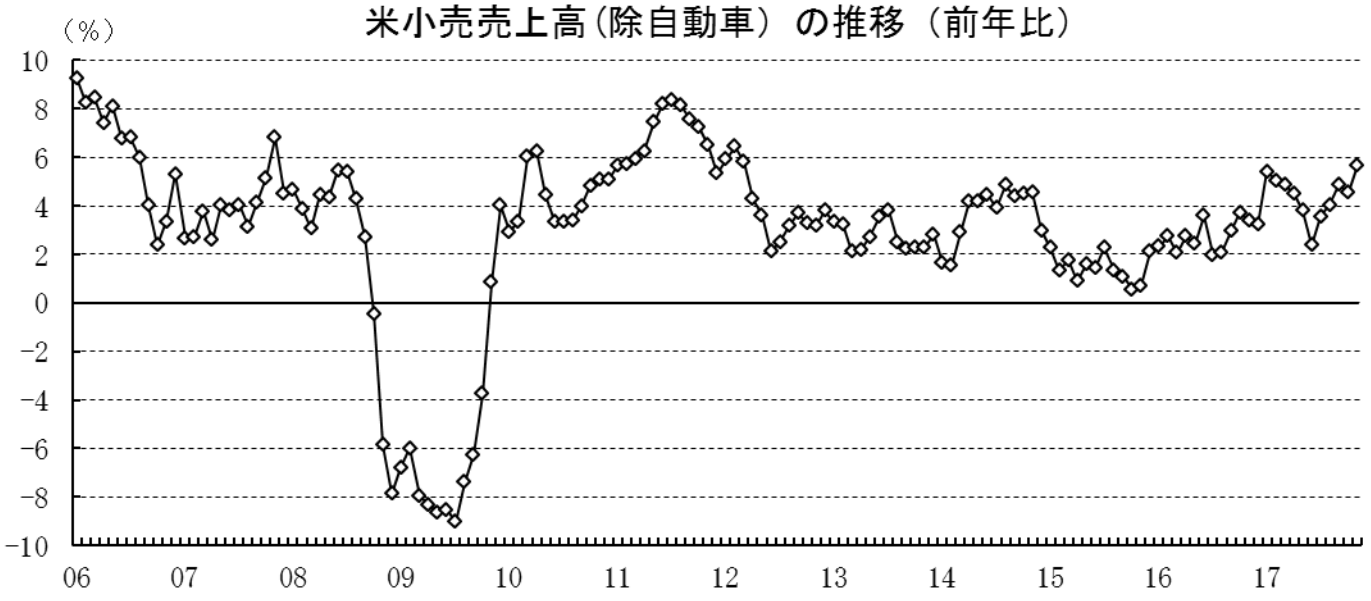




米国の生産活動に半年程度先行するＩＳＭ製造業新規受注判断ＤＩは、11 月は 64.0 ポイントとなった。一進一退を繰り返しながらも、同ＤＩの水準は上昇傾向を維持しており、引き続き先行き米生産活動がさらに強まっていくことを示唆している。

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）、10 月は＋2.0 ポイントと前月の＋2.1 ポイントから小幅低下した。ただし趨勢としては昨年 12 月以降＋2.0～＋4.0 ポイント程度での推移が続いており、引き続き生産拡大余地が大きい状態にあることを示している。在庫循環上は、米国の生産活動は“在庫積み増し”局面にあると判断され、需要以上の生産を行って積極的に在庫を積み増すという景気では最も過熱感が出やすい局面に入っている。当面は、低金利に支えられた堅調な需要を背景に、在庫の積み増し局面が続くものと予想される。

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。見通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。

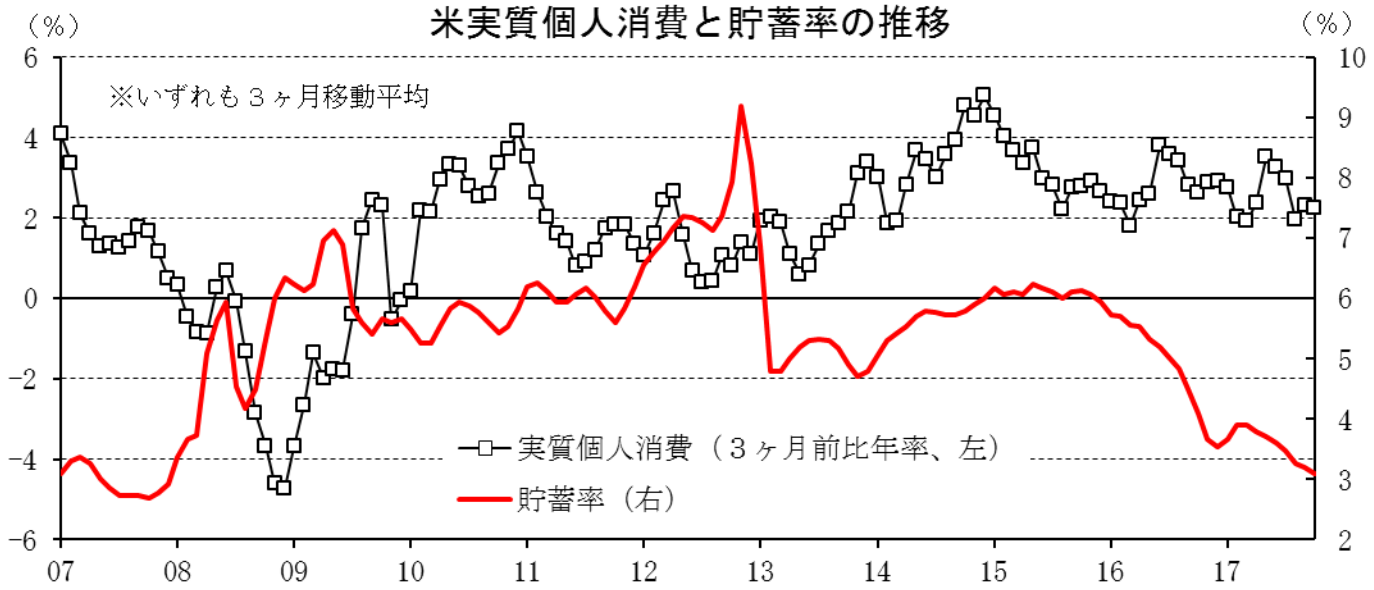


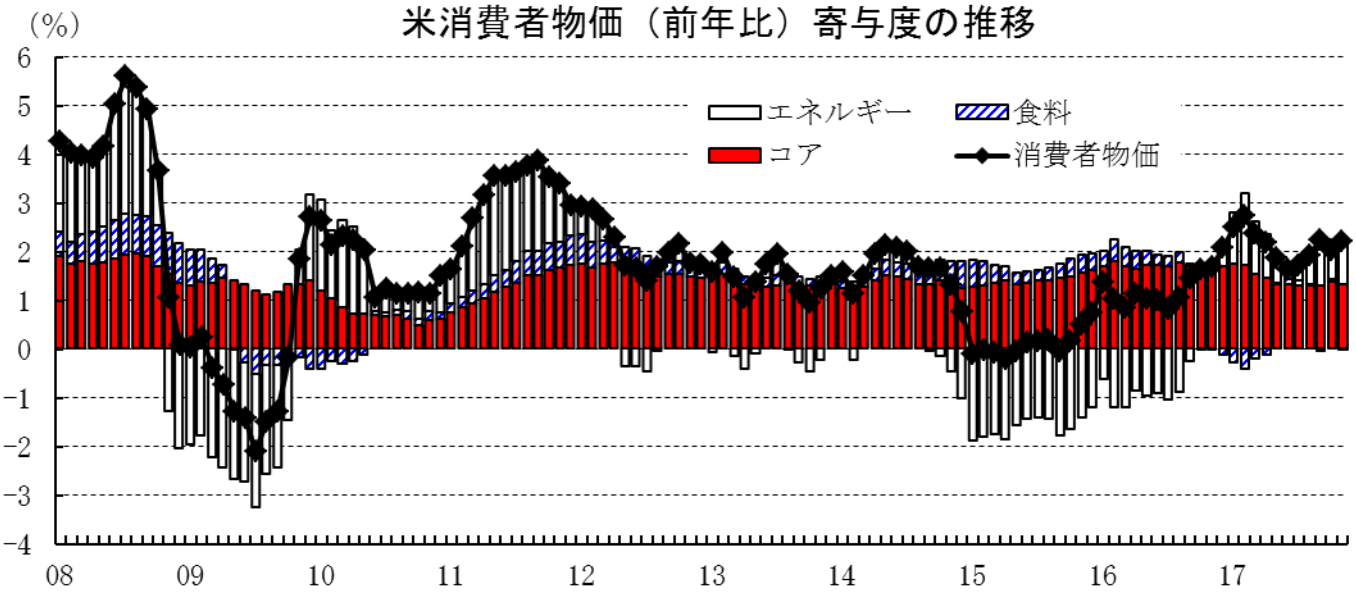


米小売売上高は11月には前月比＋0.8%、前年同月比＋5.8%となった。前月対比増加は３ヶ月連続。自動車を除くベースでは、前月比＋1.0%、前年同月比＋5.7%を記録した。こちらは５ヶ月連続での前月対比増加となっている。秋口の大型ハリケーンの影響でブレがやや大きくなっている特殊要因があるが、趨勢としては堅調な推移が続いていると判断される。

自動車販売台数は、11月には年率1,753万台となった。2015年以降続いていた同1,700万台前後の推移から、今年前半はやや鈍化していたが、秋以降は大型ハリケーンの影響もあって再び押し上げられ、９月には同1,857万台と、2005年以来の高水準を記録した。なお、消費者の自動車購買計画は引き続き改善傾向を辿っている。工場の高稼働率維持のために行ってきたとされるフリート販売（リース会社に買い戻し条件付きで車を販売すること。買い戻し水準が割高で設定されていることが多く、自動車会社には将来の収益悪化要因となる）が減少していることで自動車販売台数は頭打ちからピークアウトの懸念が出ているが、消費面からは自動車が押し下げ要因になる状況にはない。

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。見通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。

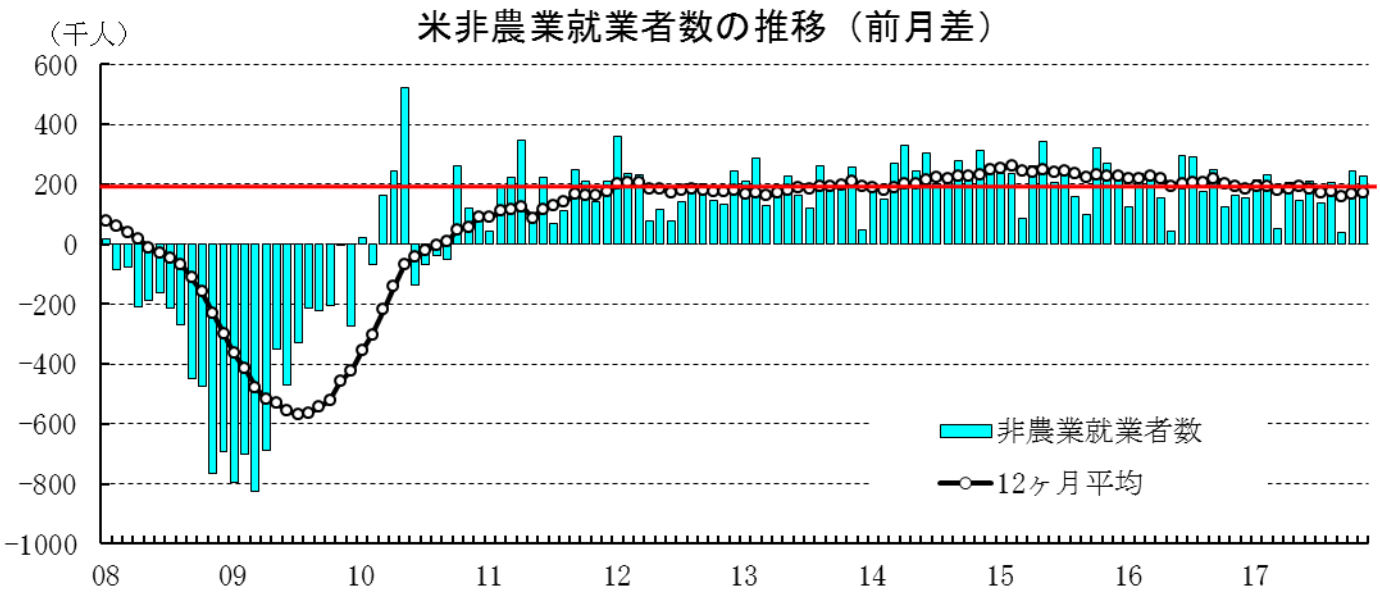




米国の実質個人消費は、10月には前年同月比＋2.6%となった。３ヶ月移動平均・３ヶ月前対比年率（四半期末月の伸びがその四半期の前期比年率ベース伸び率に相当）では＋2.2%となった。ここのところ、実質個人消費は３ヶ月移動平均・３ヶ月前対比年率ベースで＋２～４%程度で堅調な推移が続いている。消費性向は93%台半ばの高水準となる一方、貯蓄率はリーマンショック後最も低い水準にまで低下しており、消費意欲は引き続き旺盛とみられる。

米国の消費者物価は、10月には前年同月比＋2.0%となった。エネルギーと食料品を除いたコアベースでは同＋1.8%となっており、物価は全体的に落ち着いた状態にある。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10月には前年同月比＋1.6%と、ＦＲＢが目標とする２%を下回る推移が続いている。ただし、世界的な景気回復傾向の強まりを背景に、原油を含めた各種資源価格はその水準を徐々に切り上げているため、今後これら原材料価格の上昇が製品価格などに転嫁されることで上昇率は徐々に加速する可能性がある。一方、市場が重視しているコアベースの物価は、賃金の伸びが限定的なことによって安定しているが、労働需給自体は逼迫傾向を強めていることから、リスクは上ブレ方向にある。

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。見通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。





11月の米雇用統計では、非農業就業者数は前月差＋22万８千人と、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4.1%と前月対比横ばいとなった。失業率の水準はＩＴバブル末期の2000年依頼の低水準で、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ことから、好不調の分かれ目といえる就業者の増加ペースは足元で＋20万人を下回っている可能性があるが、直近２ヶ月で＋20万人超えとなったのは、９月の大型ハリケーン上陸の影響による特殊要因が嵩上げしていると考えられる。

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。見通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。



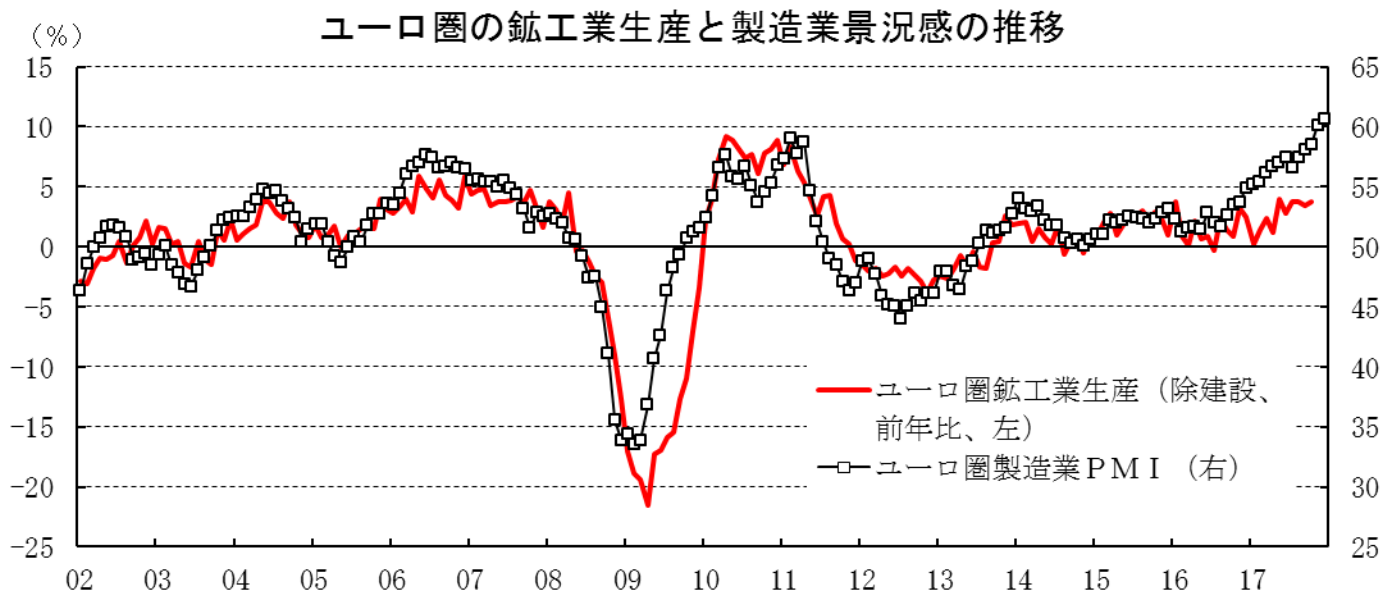


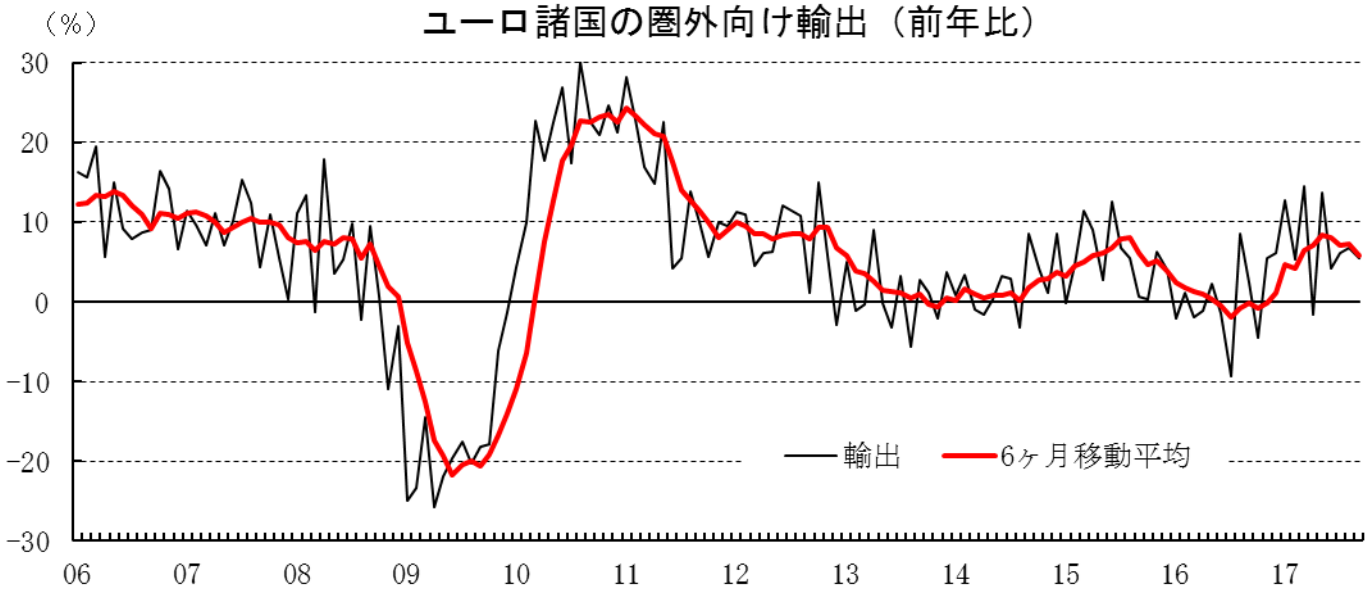
米国の時間あたり賃金（非農業部門）は、11月には前年同月比＋2.3%の上昇となった。ここのところ、２%台半ばでの物価上昇率を小幅上回る堅調な伸びが続いている。趨勢的には賃金の伸びはやや鈍化しているようにも見えるが、雇用や賃金は景気に遅行して動く性質があり、2015～2016年半ばにかけて米景気が減速傾向を辿ったことの影響もあると考えられる。なお、民間部門での時間あたり賃金は同＋2.5%と同様の展開が続いている。米景気自体は昨年半ば頃をボトムに再加速に転じていることを勘案すれば、今後賃金上昇率は再加速する可能性が高い。なお、賃金上昇率からインフレ率を差し引いた実質時間あたり賃金の伸びは、10月は同＋0.4%となった。2016年11月以降１%を下回る伸びにとどまっている。

消費者の景況感を示す消費者信頼感指数は、11月には129.5ポイントとなった。2000年11月以来の高水準で、歴史的に見てもピーク水準に一段と近づいた。消費者の景況感は“財布のひもの緩み具合”を示唆する側面があり、実質賃金の伸びが限定的なものにとどまる中で消費が堅調に推移している背景には、消費者の景況感が歴史的な高水準にあり、財布の紐が緩んでいることもあると考えられる。

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。見通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。

【欧州】

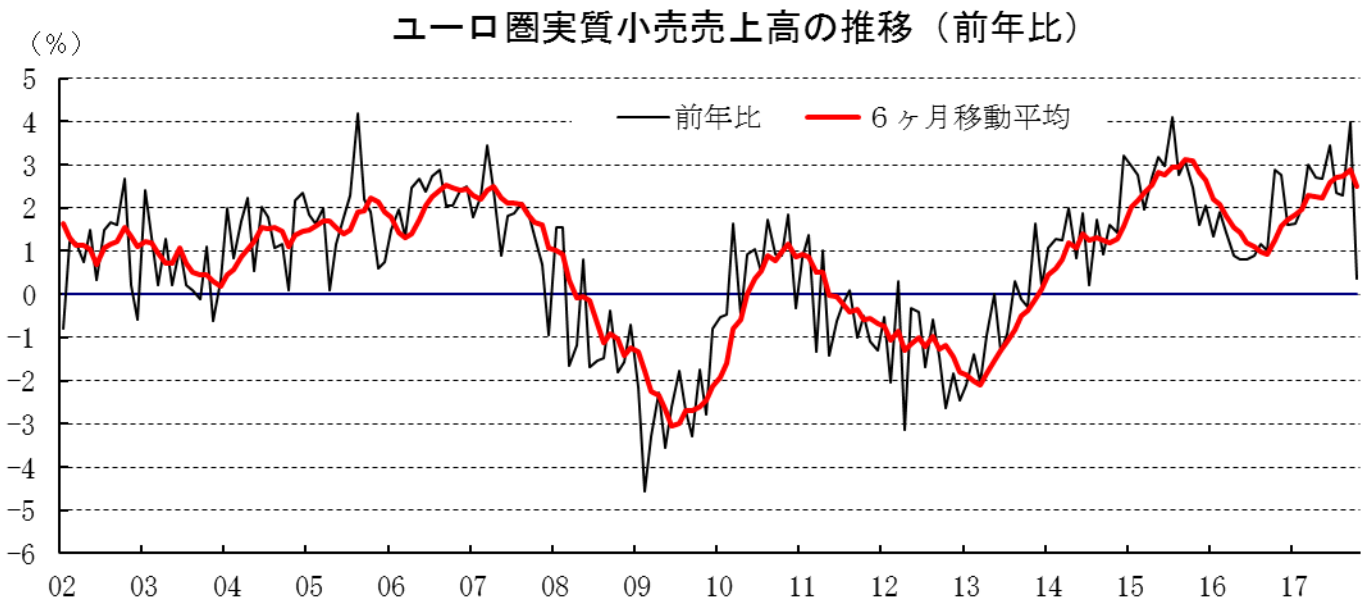


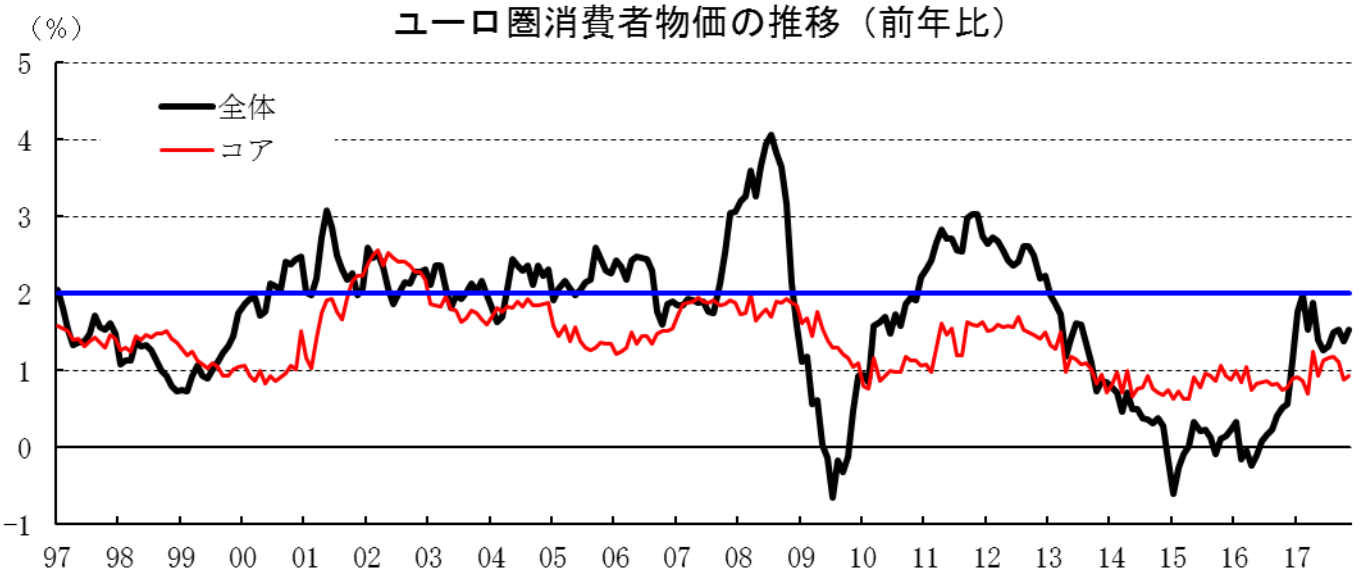


ユーロ圏の鉱工業生産（除建設業）は、10月には前年同月比＋3.7%となった。月ごとのブレが比較的大きい統計であることを勘案すれば、生産活動は昨年春から秋にかけて底を打ち、その後は緩やかながらも持ち直し傾向にあると判断される。生産活動と連動する傾向が強いユーロ圏製造業ＰＭＩは12月には60.6ポイントと、1997年６月の統計会白井最高水準を記録した。ユーロ圏の鉱工業生産の持ち直しはさらに強まっていく公算が大きい。

圏外向けの輸出は、９月には前年同月比＋5.6%となった。月ごとのブ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傾向が続いていると判断される。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、生産活動の押し上げに寄与していくものと予想される。

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。見通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。



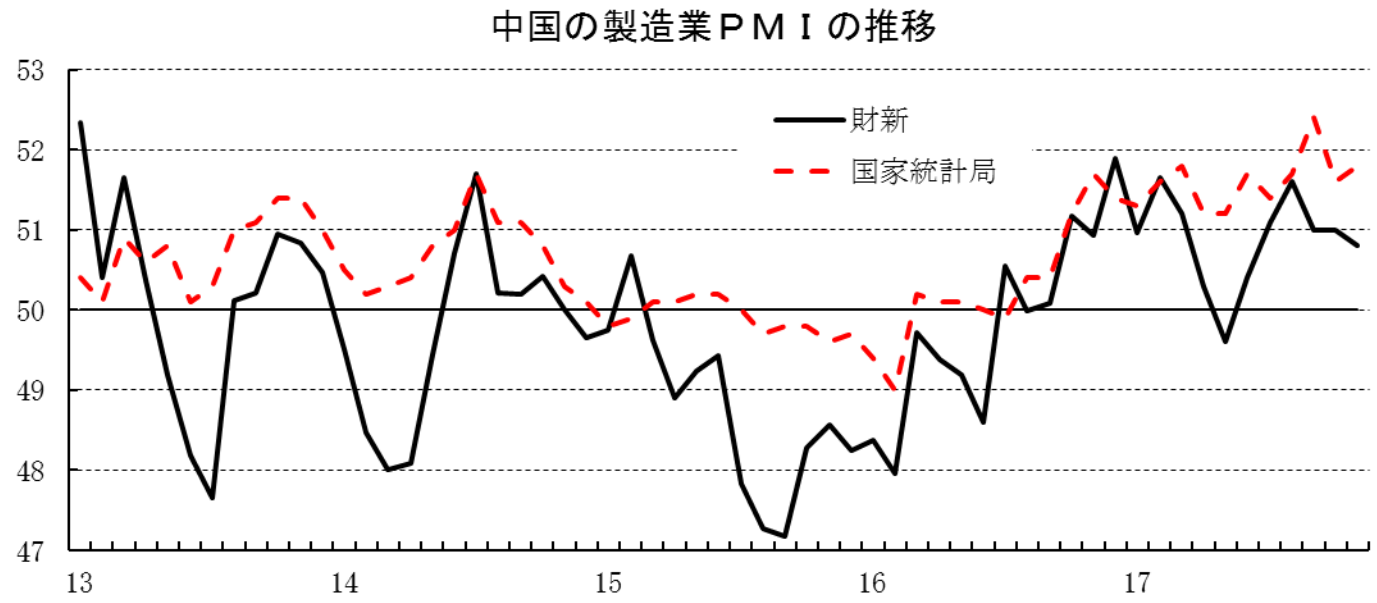


ユーロ圏の実質小売売上高は、10月には前年同月比＋0.4%となった。2014年７月以来の低い伸びとなったが、背景には秋の気温が高めであったことから衣料など季節性商品の売り上げが低迷した特殊要因によるところが大きい。雇用・所得の改善に加えて、超低金利政策が継続していることから、趨勢としては好調な推移が続いていると判断される。

ユーロ圏の消費者物価は、11月には前年同月比＋1.5%となった。２月に同＋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あとは、伸び率はこれを下回る水準での推移が続いている。一方、エネルギーや食料品を除いたコアベースの物価は２ヶ月連続して同＋0.9%と１%を下回った。１%を下回るのは５月以来となるが、現状ではコアベースの物価上昇率は１%前後での安定的な推移が続いていると判断される。今後は、原油を含めた各種資源価格の上昇傾向が続いていることを背景に、物価全体の伸び率は再びやや拡大する可能性がある。

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。見通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。

【中国】

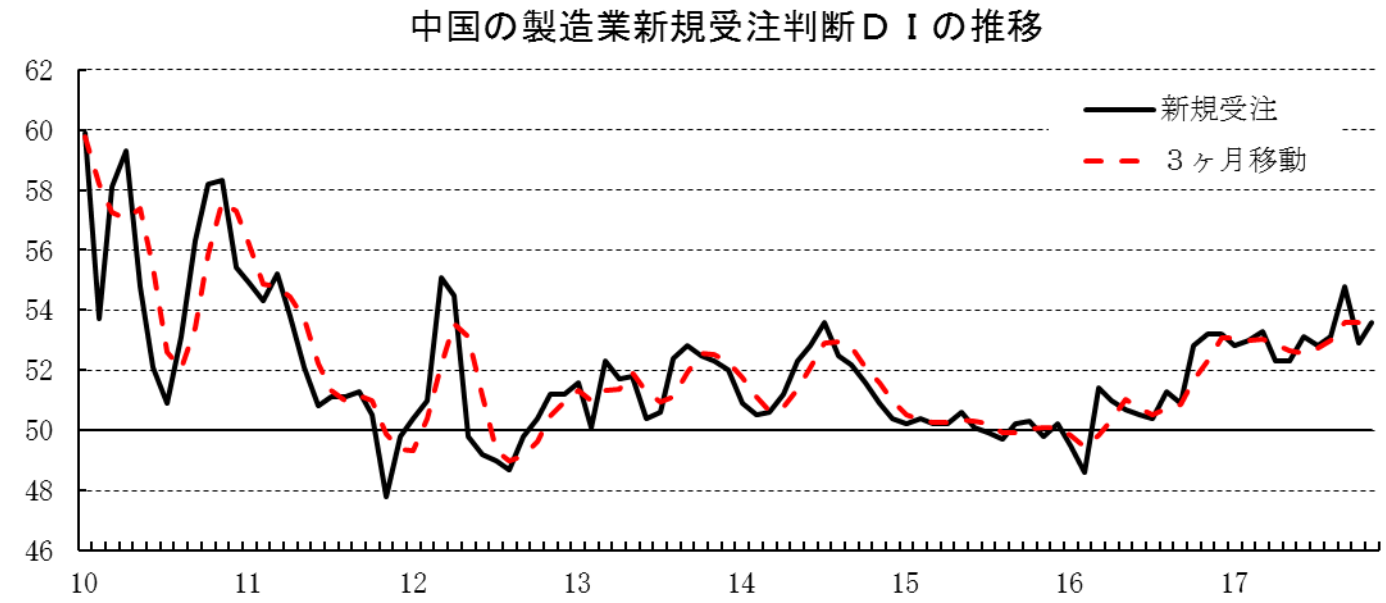


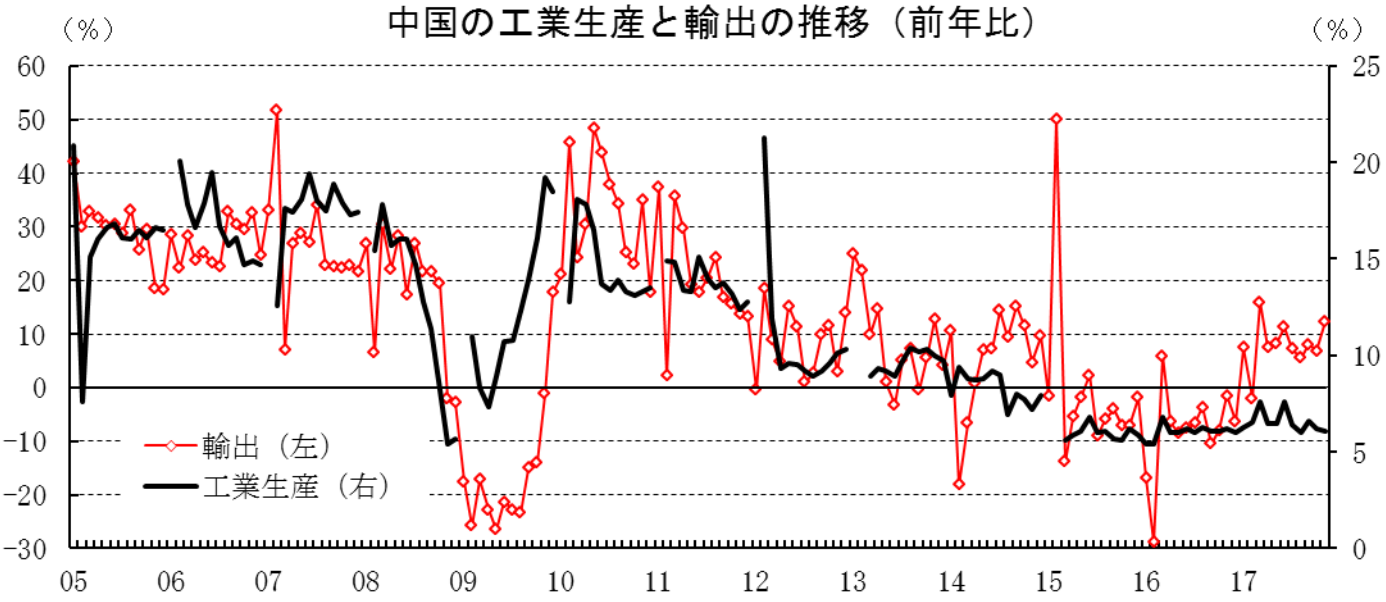


中国の製造業ＰＭＩは、11月には国家統計局ベースで51.8ポイント、財新ベースでは50.8ポイントなった。国家統計局ベースでは16ヶ月連続、財新ベースでは６ヶ月連続で判断基準の分かれ目となる50を上回った。昨年来の公共投資による景気押し上げ効果が一巡した春に一時鈍化したものの、その後は世界経済回復による輸出の拡大に連れる形で再び改善している。

信用度が高い統計の一つとされている電力消費量は、10月には前年同月比＋4.9%、年初からの累積ベースで前年同期比＋6.6%となった。夏場をピークにやや伸び率は鈍化しているものの、伸び率の水準からは中国経済は景気拡大基調にあると判断される。

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。見通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。

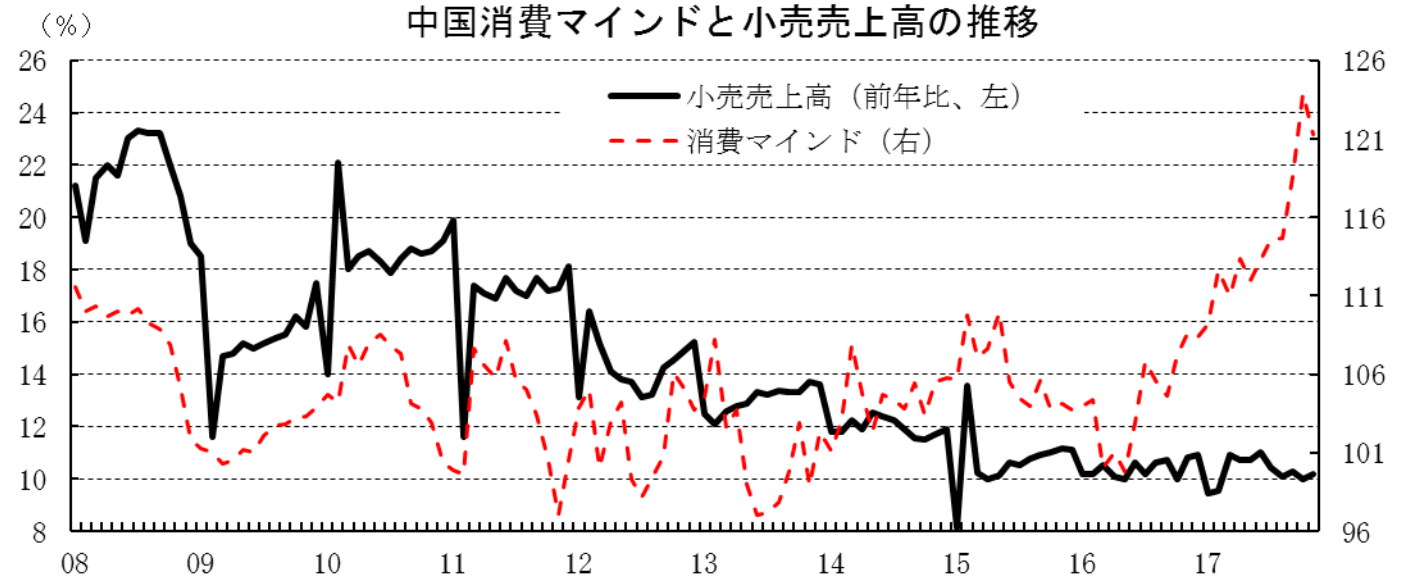


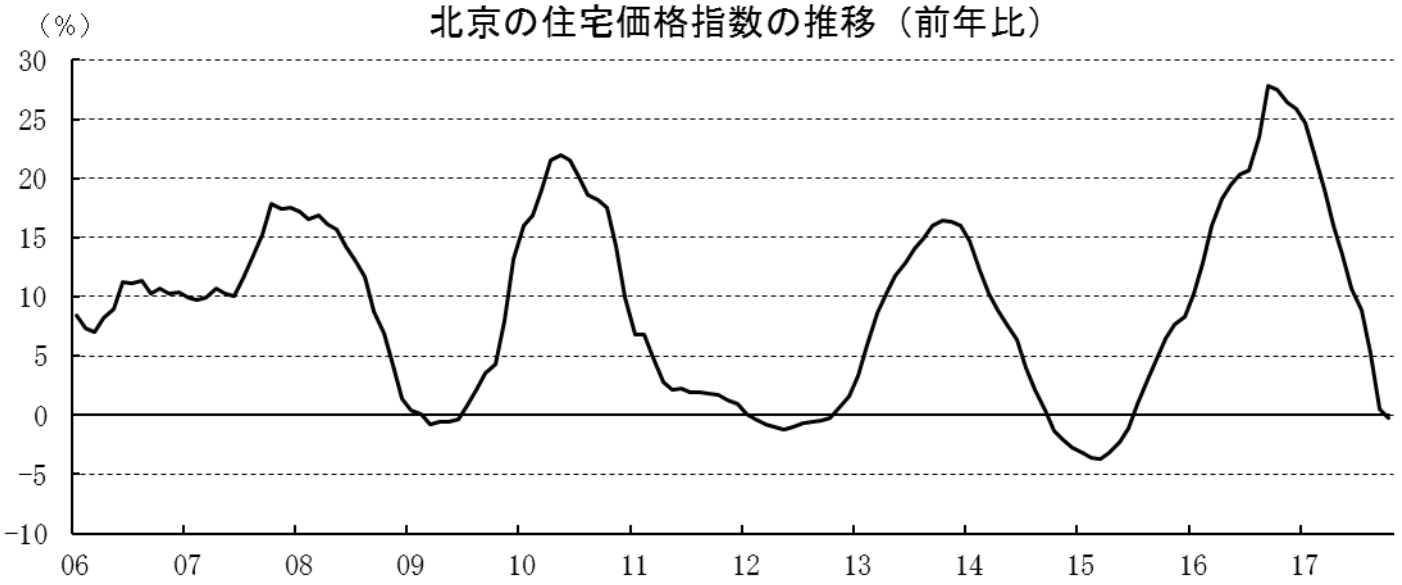


中国国家統計局が発表する製造業ＰＭＩの一項目である新規受注判断ＤＩは、11月には53.6ポイントとなった。2016年10月以降は53.0ポイント前後での推移が続いており、判断基準の分かれ目である50超えは21ヶ月連続。同ＤＩは生産活動の先行指標にあたるため、生産活動は当面堅調に推移すると見込まれる。

一方、輸出（ドルベース）は11月に前年同月比＋12.3%となった。人民元建てでは同＋10.3%。先進国を中心とした世界経済の回復を背景に、輸出は好調な推移が続いている。輸出に先行するＰＭＩ輸出受注判断ＤＩは11月には50.8ポイントと、13ヶ月連続で判断基準の分かれ目となる50を超えた。一方、工業生産は11月には前年同月比＋6.1%となった。経済規模拡大に伴い、10%ペースの高度成長期から安定成長期への移行局面にあり、生産活動や消費の伸びが趨勢的に鈍化傾向を辿っていく中で、足元の生産の伸び率鈍化に歯止めがかかっていることは、中国経済が輸出に牽引されて堅調に推移していることを示唆している。

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。見通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。





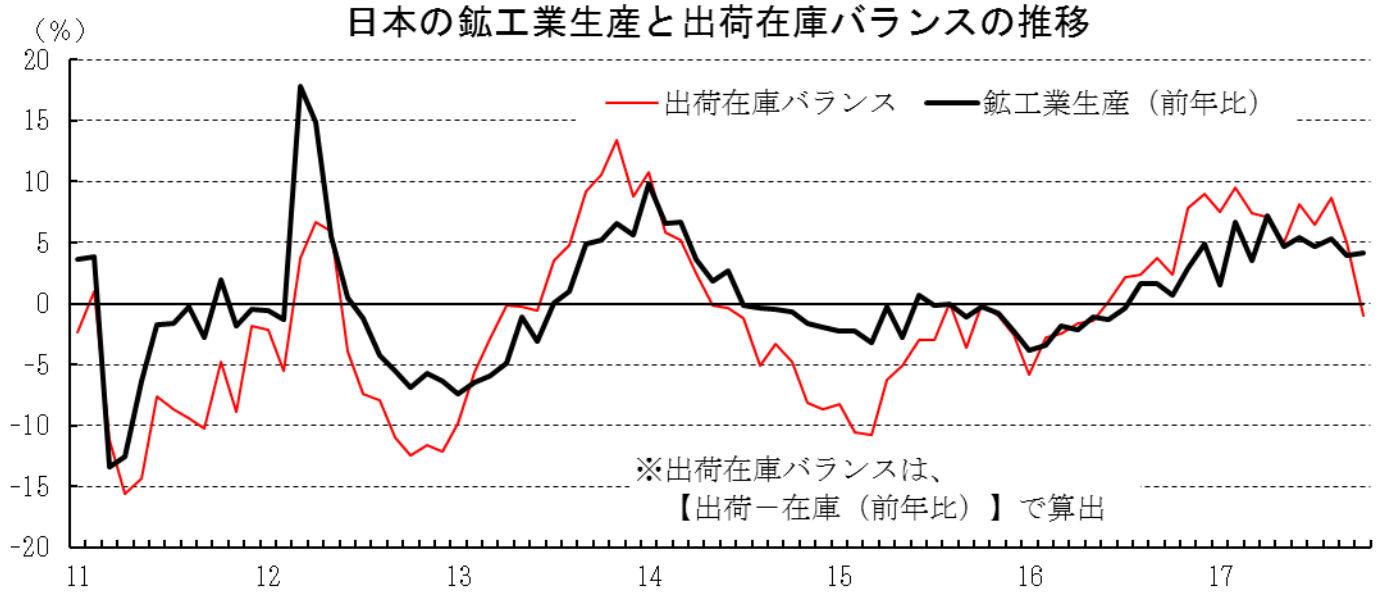
中国の小売売上高は11月に前年同月比＋10.2%と、３月以降は９ヶ月連続で二桁の伸びを記録した。物価の伸びを差し引いた実質ベースでは同＋8.4%と、昨年に比べるとやや伸び率は持ち直して堅調に推移している。一方、消費者マインドは11月に121.3ポイントと前月からは小幅低下したものの、前月は1993年９月以来の高い水準に達しており、歴史的な高水準にある。物価の伸びが低位安定している一方で、消費者の景況感は良好なことから、当面消費は堅調に推移すると予想される。

中国の不動産市況の先行指標となる北京の住宅価格は10月に前年同月比▲0.2%と、2015年６月以来となる前年割れを記録した。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。

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。見通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。

【日本】

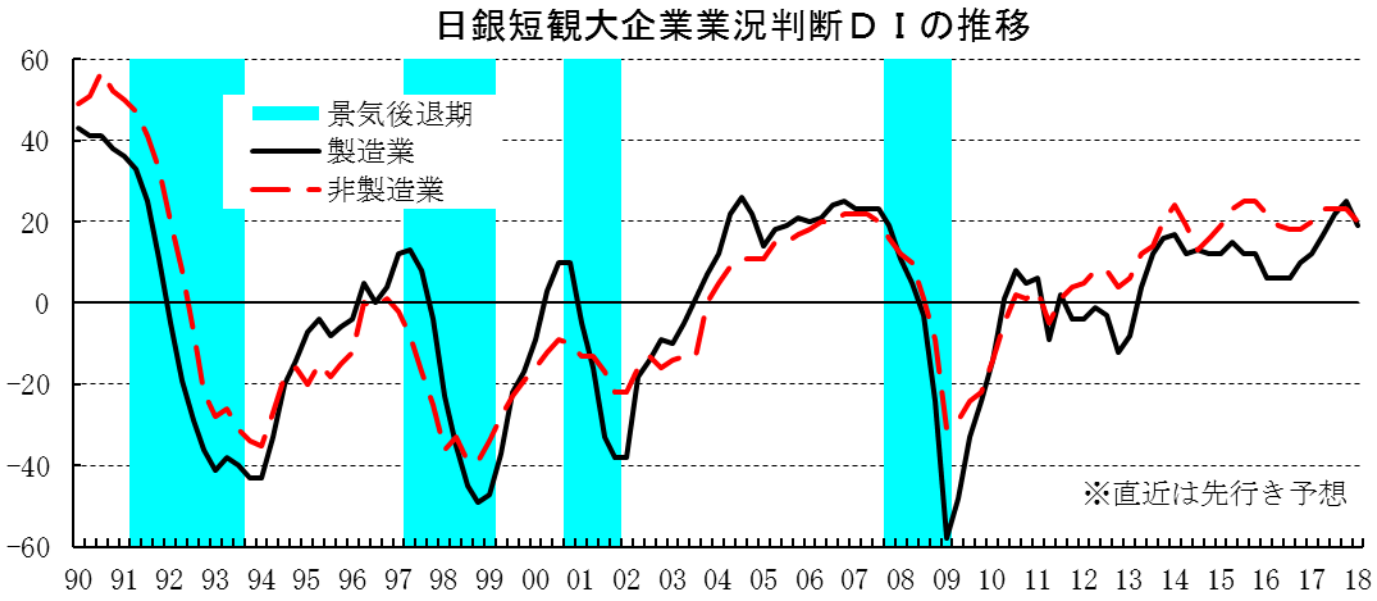




日本の10月の鉱工業生産指数は前月比＋0.5%となった。前年対比の伸び率では＋4.1%と15ヶ月連続で前年水準を上回り、高水準の伸びが続いている。先行きについての生産計画となる製造業予測指数は、11月は前月比＋2.8%、９月は同＋3.5%となっている。基調としては、生産活動の加速傾向が今後も続き、生産水準はリーマンショックによって落ち込んで以降では最も高い水準に達することが確実となっている。

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、▲1.0ポイントと2016年５月以来となるマイナスを記録した。出荷の伸びが低迷して生産の伸びを上回ったことで、在庫が大幅に増加したことによる。出荷在庫バランスの悪化は生産環境の悪化に繋がるが、現状では内外需ともに堅調で、出荷の減速が継続的なものになる公算は小さく、在庫の積み上がりは一時的なものにとどまる可能性が大きいと判断される。

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。見通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。

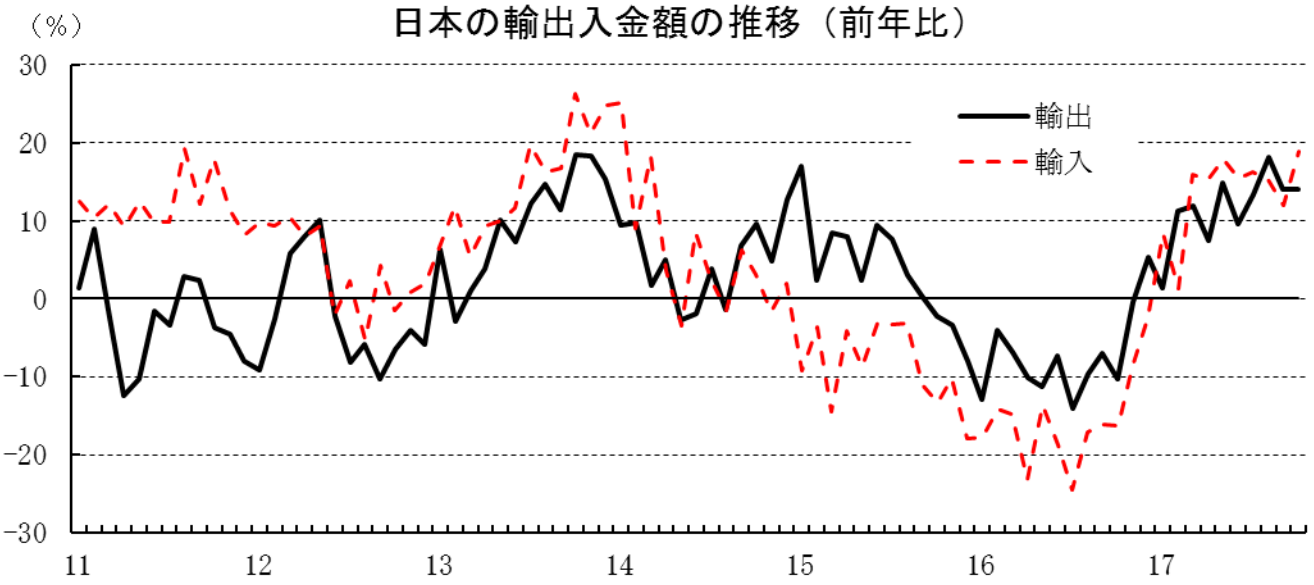


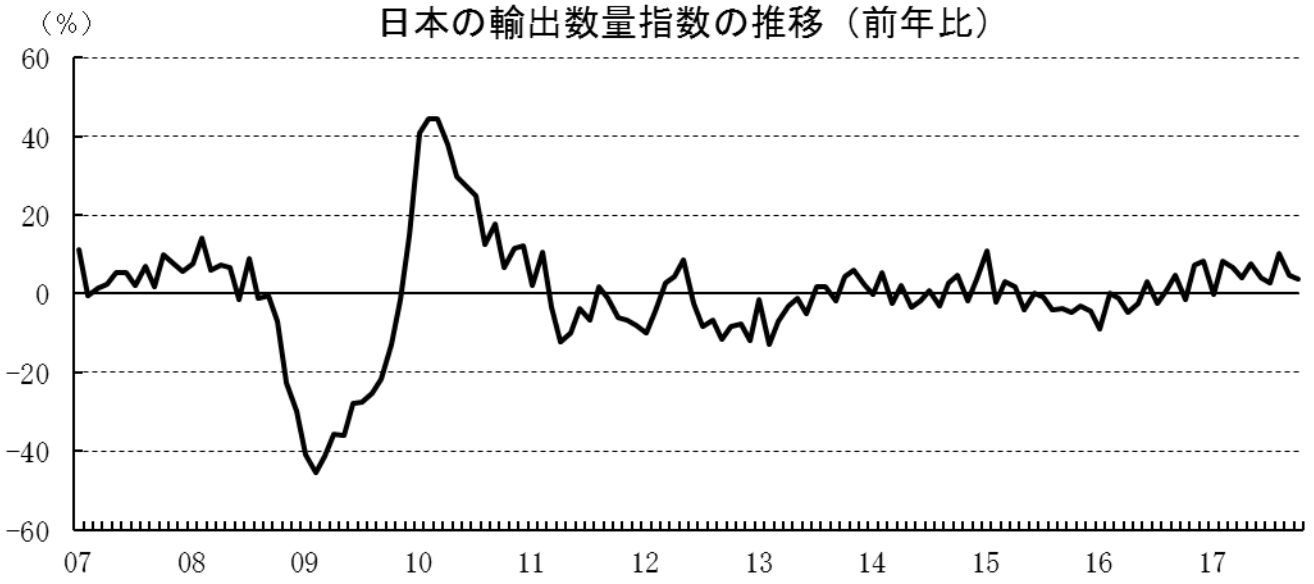


12月調査の日銀短観によれば、大企業製造業の業況判断ＤＩは＋25ポイントと2006年10～12月期以来となる今景気拡大局面における最高水準をつけた。先行き判断ＤＩは＋19ポイントと低下が見込まれているものの、基調的には回復傾向が続いていると判断される。一方、非製造業の業況判断ＤＩは＋23ポイントと、前期と同水準となった。先行き判断ＤＩは＋20ポイントへの低下が見込まれている。

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、10月には前年同月比▲2.4%と２ヶ月連続で前年水準を下回った。もっとも、水準的には2015年以降はほぼ横ばいの高止まりとなっており、企業の設備投資は好調に推移していると判断される。

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。見通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。

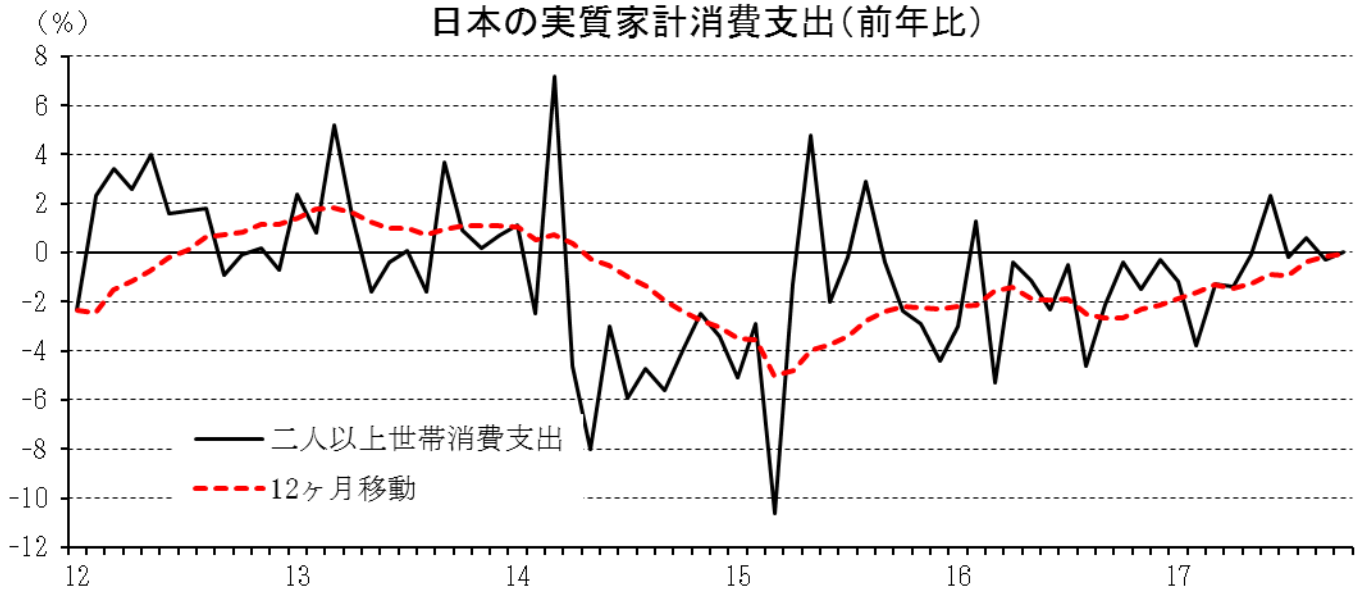




日本の輸出金額（円ベース）は、10月に前年同月比＋14.0%となった。11ヶ月連続で前年同月水準を上回ったことになる。輸出の実勢を示す輸出数量指数は、10月には前年同月比＋3.8%と９ヶ月連続で前年水準を上回った。輸出数量を地域別に見ると、ここのところＥＵ向けが前年対比横ばい程度での推移にとどまっているのに対し、米国向けは９月連続で前年対比増加が続いている。また、アジア向けが中国向けの工作機械など高い伸びを保っており、足元での牽引車となっている。

一方、輸入金額（円ベース）は、10月に前年同月比＋18.9%となった。前年水準を上回るのは10ヶ月連続で、直近８ヶ月連続で二桁の伸びとなっている。

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。見通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。

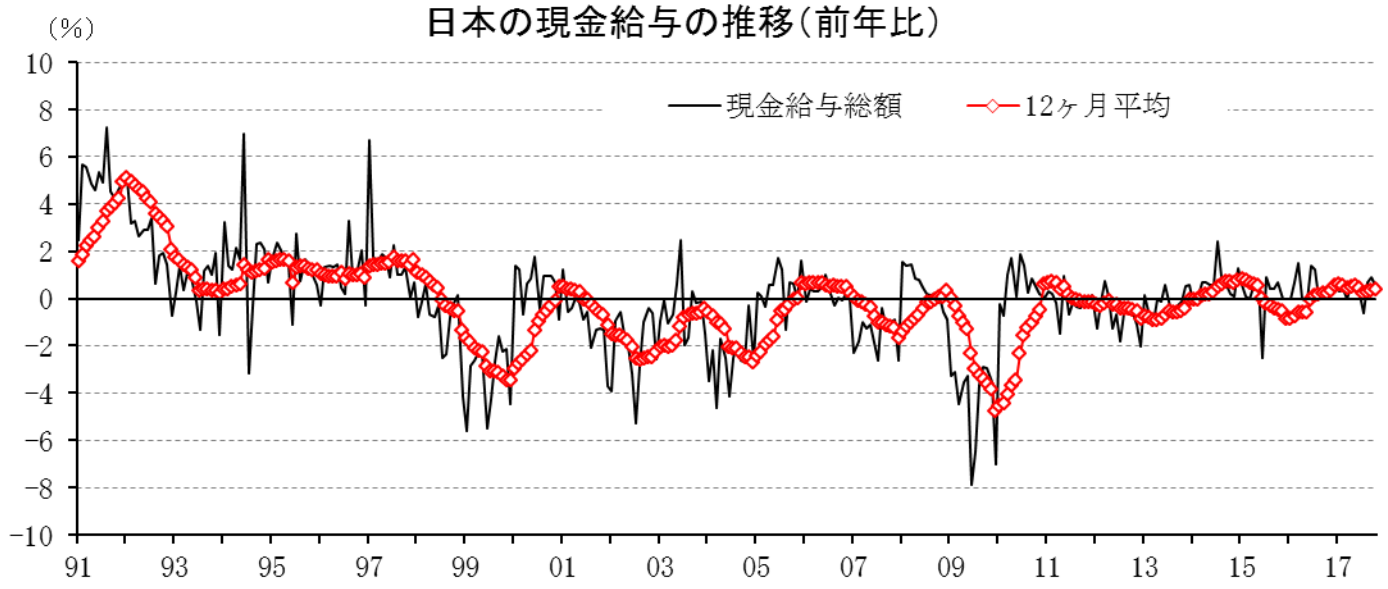




日本の実質家計消費支出（二人以上世帯）は、10月に前年同月比0.0%となった。今年５月まで15個月連続で前縁割れが続いていたものの、それ以降は前年対比伸び率がプラスとマイナスを交互に繰り返しており、消費の落ち込みに歯止めがかかっていることが窺われる。一方、勤労者世帯の実質家計消費支出は同＋2.3%と３ヶ月ぶりに前年水準を上回った。

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、９月は前月比▲0.5%となった。好天にも支えられて年前半は水準が上昇傾向を辿ったものの、夏場以降はぐずついた天気が東日本を中心に続いたこともあり、再び消費水準が低下している。

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。見通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。

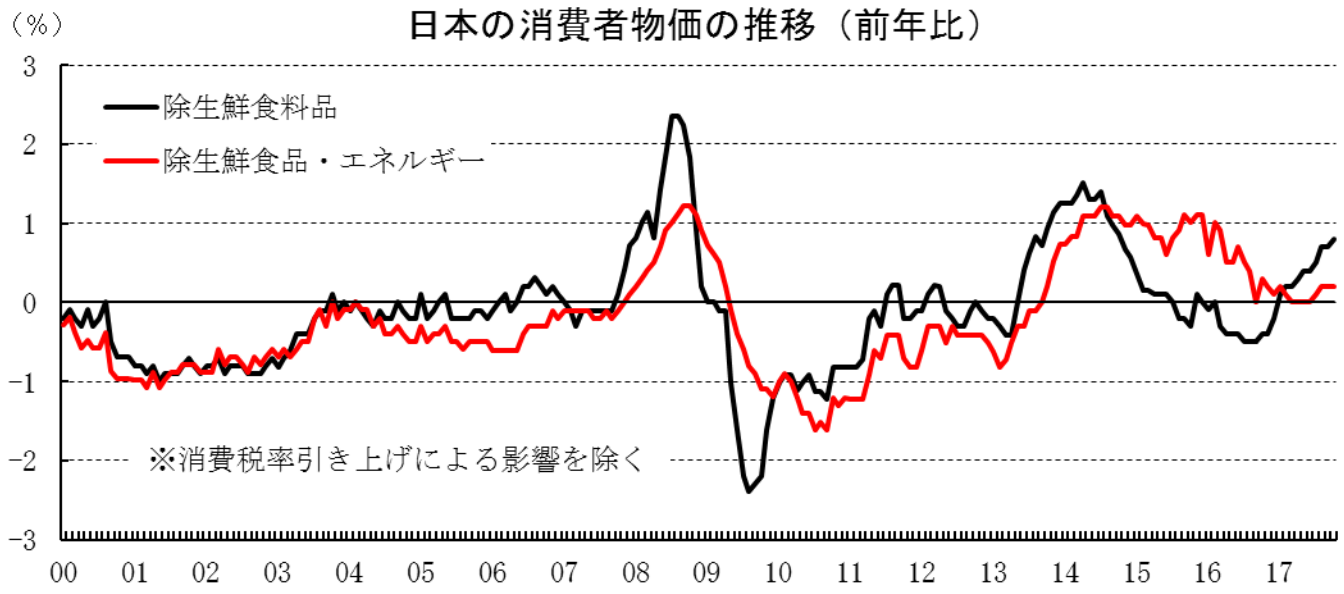




10月の日本の現金給与総額は前年同月比＋0.6%と、３ヶ月連続で前年水準を上回った。定期給与が同＋0.7%と７ヶ月連続で前年水準を上回るなど、伸び率自体は決して高くはないものの、全体としては堅調な推移が続いている。

平均給与の（見かけ上の）押し下げ要因とされている、パートタイマーを除いた常用労働者の給与水準を見ると、2010年に入ってからは改善傾向が続き、とくに2013年以降は増加傾向が明確化しているものの、未だリーマンショック前の水準には至っていないことがわかる。一方で、増税もあって物価水準が切り上がってきたことから、生活実感が苦しくなり、消費の長期抑制傾向に繋がっている可能性が高い。

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。見通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。





10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＋0.8%と10ヶ月連続で前年水準を上回った。ただし、原油価格の持ち直し傾向によってエネルギー関連価格が前年水準を上回っていることによって押し上げられている側面が強く、エネルギーと食料品を除いた欧米型コアベースでは同0.0%と上昇に転じていない。このことから、物価の上昇圧力は小さく、引き続き不安定であると判断される。なお、日銀が政策目標としている生鮮食品を除いたベースの物価上昇率も、エネルギー関連価格の押し上げ寄与が今後後退、今後伸び率は鈍化に転じる公算が大きい。

消費者の景況感を示す消費者態度指数は、11月には44.9ポイントと2013年９月以来の水準を記録した。きわめて緩やかではあるものの、持ち直し傾向は続いている。内訳を見ると、10月以降の株価の大幅上昇を受けて［資産価格の増え方］が急激に改善している。

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。見通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。

【トピックス：2018年の市場環境整理】

2018 年の市場動向を展望するに当たり、その変動要因となる材料などを整理したい。

まず、市場の基本的な流れを左右する景気については、世界的に好調な推移が続くものと予想される。2016 年後半から世界経済が徐々に持ち直してきた背景には在庫調整の完了がある。これに伴う生産拡大＝景気加速局面は、過去の平均で見れば２年～２年半程度は続くため、次回景気のピークは 2018 年後半から 2019 年前半に訪れる公算が大きい。しかし、足元では世界的にインフレ懸念が乏しく、金利水準も非常に低いため、需要が堅調に推移する期間が長期化する可能性がある。このことを勘案すれば、足元の在庫積み増し・生産加速局面が長期化し、次回景気のピークは 2019 年に入ってからとなる可能性が大きい。

一般的に、市場は景気の動きに半年程度先行すると言われるが、それを素直に当てはめれば、株価などは 2018 年後半にピークをつけ、その後調整局面に入る可能性が高いということになる。もっとも、その調整がどの程度のものになるのかは、①来るべき景気の減速が景気後退局面に至る大幅なものなのか、ＧＤＰ成長率でいえば２四半期連続でのマイナス成長は回避される、いわゆる“ソフトパッチ”程度になるのか、②ピーク時の資産価格水準が、適正とされる水準からどの程度乖離しているのか――によって変わってくる。

①については、金利の水準が決め手となろう。金利が景気にブレーキをかけるような水準まで引き上げられていれば、その後の景気の減速はリセッションにまで至る本格的なものとなる可能性が高くなる。しかし現状では、利上げで先行している米国においても、2018 年末段階で最も多くのＦＯＭＣメンバーが予想している政策金利水準は 2.00～2.25%にとどまっている。これは、2018 年中も今年と同様３回の利上げが実施されることになるが、インフレ率を引いた実質ＦＦ金利でみればようやくゼロ金利にまで引き上げられることを意味しており、景気にブレーキがかかるとは考えにくい。これを前提とすれば、早ければ 2018 年後半にも訪れる株価の調整局面は、前述した②の要因、すなわちその段階での株価水準の割高度合いによって左右されることとなろう。

現状では、米国など一部の国ではＰＥＲなどからみて“割高”とされる国がある一方で、秋以降急激に株価が上昇した日本では未だ適正とされる水準にとどまっており、景気が深刻なリセッションにまで至るほどの減速にならないような環境であれば、世界的に株式市場が荒れるような展開までは考えにくい。

次に、市場を取り巻く環境が前述した“コンセンサス”に近いような環境ではなくなるケース、すなわちリスク要因とは何かを考えたい。

まず、経済面から考えられるリスク要因としてあげられるのが、予想よりもインフレ率が高まるケースだ。最近では先進国のみならず、新興国においても成熟しつつある国を中心にインフレ率があまり上昇しない傾向が強まっている。背景として、グローバル化の影響などが挙げられるが、一方で需給とインフレとの関係が全く崩れてしまったとも言い切れない。すなわち、80 年代頃までに比べれば、世界は物価が高進しにくい環境になってはいるものの、需給が逼迫していけば物価には上昇圧力がかかり、緩和すれば下落圧力がかかりやすくなることまでは否定されていない。足元では、米国の景気拡大は８年に及び、過去と比較しても景気拡大期間は長期にわたっている。この間、失業率は完全雇用水準とされる５%弱を大幅に下回るなど、需給の逼迫度合いは強まっている。足元では、米国の消費者物価上昇率は前年同月比で＋2.2%、ＦＲＢが金融政策の参考としているＰＣＥデフレーターは同＋1.6%にとどまっており、これが“緩やかな利上げ”を可能にしている。しかし、世界同時景気回復がより鮮明化してくる中で、原油を含めた各種商品市況は徐々に水準を切り上げており、今後の物価上昇押し上げ要因として働いてくると見込まれる。人件費についても、昨年半ば頃より米国では賃金の上昇ペースが頭打ちとなってはいるものの、景気に遅行するという性質を勘案すれば、最近の賃金の落ち着きは 2015～16 年半ばにかけての景気の停滞が遅行して影響しているもので、景気は再加速に転じていることから今後は再び上昇ペースが加速する可能性は否定できない。

万一、このような物価上昇圧力が多少なりとも製品やサービス価格への転嫁に繋がれば、物価上昇率は徐々に加速し、ＦＲＢが目標とする２%を超えていく可能性もでてくる。そうなれば、ＦＲＢの利上げは年３回という現状での見通しが上方修正され、４回、ないしはそれ以上行われる公算が高まってこよう。市場では、景気にダメージを与えない程度の低金利が続くことを前提とした楽観的な見通しが修正され、株安、債券安へと大きく舵を切ることになる。

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。見通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。

次に、外部要因を考えると、北朝鮮問題や米政府がエルサレムをイスラエルの首都と認定したことによる中東情勢の緊迫化といった地政学的リスク、トランプ米大統領のロシアゲート問題の展開やイタリアの議会選挙（18 年半ばまでに実施の予定。結果次第ではユーロやＥＵからの脱退の是非を問う国民投票実施の可能性）といった政治リスクが市場を揺さぶる可能性がある。

地政学的リスクについては、それらがどのような展開となるのか、いつ、何が起こるのかといったことを想定することは困難だ。しかし、北朝鮮問題については、「米国が強く警戒している米東海岸まで到達する核搭載可能な大陸間弾道弾の開発まで１年程度」という一部の見方に基づけば、18 年中には軍事衝突であれ、話し合いであれ、何らかの新しいアクションが起こる可能性が高く、これまでとは市場への影響も変わってくる点には注意が必要だろう。言うまでもないが、軍事衝突となれば市場への影響は極端なリスクオフ（株安、債券高、円高）として、それが回避されて話し合いの場が実現すれば徐々に同問題が市場のリスク材料から外れる形でのリスクオン（株高、債券安、円安）として影響しよう。

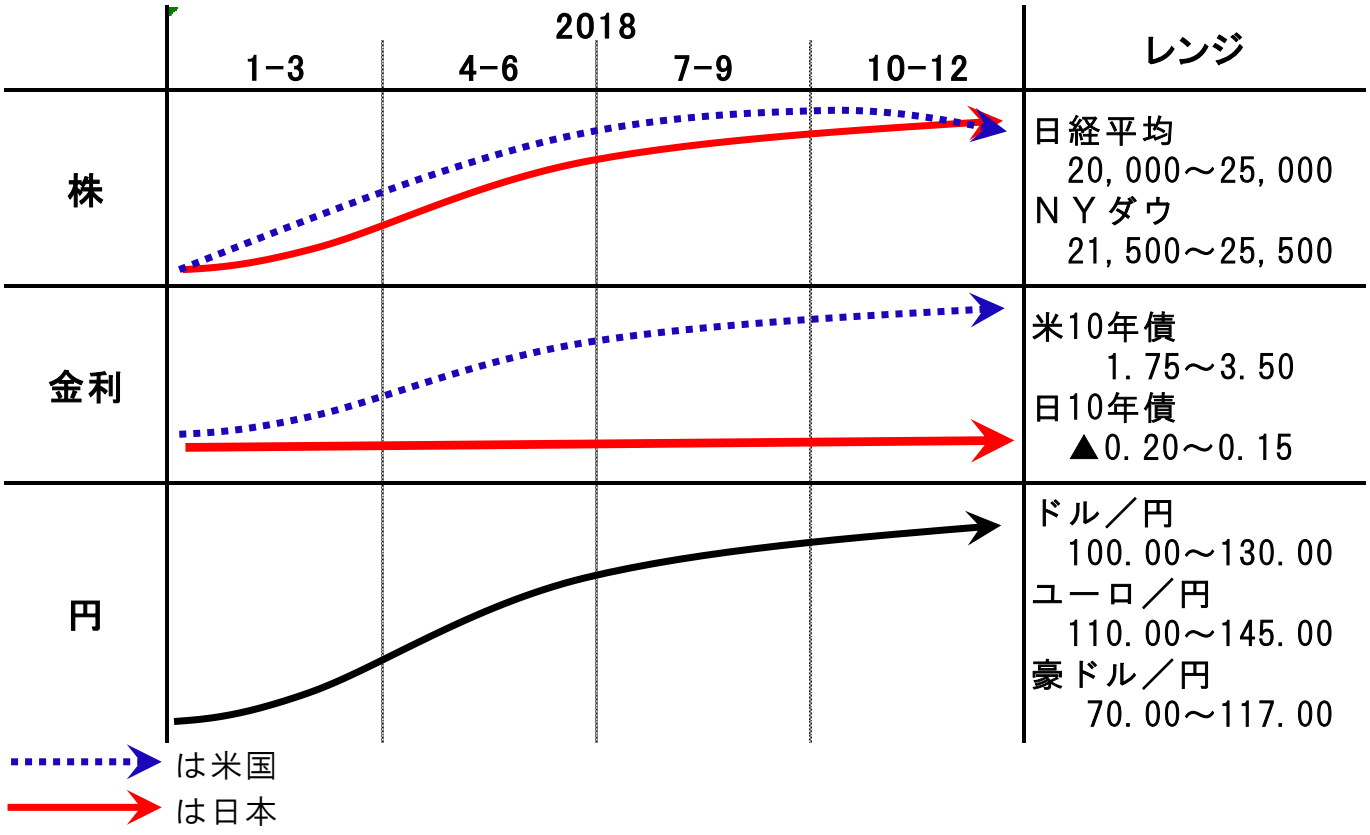
政治面では、米国では 11 月に中間選挙を控えていることから、トランプ大統領の政策運営が変化していく可能性がある点にも注意が必要だろう。すなわち、鳴り物入りの各種景気対策について、多少の修正を加えてでも実現させようとする動きが大統領側にも与党共和党側にも強まれば、株式市場にとってはプラスとなるような政策が、当初見込みほどではないにしても実現する可能性が高まる。逆に、大統領の支持率がさらに低下しているような状況となれば、上下院とも大統領と同じ共和党が過半を制している状況から、少なくともどちらかを民主党が制し、再び米政治は“ねじれ”のもとで不安定な展開に陥るリスクもある。あるいは、改選議員が当選のためにトランプ色を薄めようとして、大統領の政策に対する反対姿勢を強めていくことも考えられる。

最後に、2018 年 4 月をもって任期満了となる黒田日銀総裁の後任人事を挙げておく。黒田マジックとも言われた緩和策は、一方で批判も強いものであり、後任総裁はそれをそのまま継承するのか、それとも何らかの修正を加えるのかが問われることになる。日銀総裁は、内閣が指名し、議会がこれを承認するかたちで決まるため、現実的には安倍首相次第ということになる。したがって、デフレ脱却を第一とする大胆な緩和方針が大きく変わることは考えにくいものの、緩和手法が変われば債券利回りなどに変化が及ぶ可能性が高い。もっとも、現状では黒田総裁が再任される可能性が最も高いとされており、そうであれば市場への影響が大きく変わることはなさそうだ。

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。見通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。

【市場見通し】

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



世界的な景気回復の流れは継続しており、趨勢的な市場の方向性は株高・金利上昇にある。北朝鮮情勢や米国の政治問題などの不透明要因により市場は翻弄され、リスク回避による株安・金利低下の流れが目立つ場面があるが、事態が大幅に悪化しない限り景気に見合った方向への動きが頓挫することはないと考えられる。

景気回復基調の強まりを背景に、世界的に株価は上昇傾向で推移すると予想される。もっとも、来年後半には金利上昇が先行している米国で、株価がピーク圏に達する可能性がある。日本では、物価上昇率から判断して金融政策の転換は見込み難いうえ、市場金利についても日銀が上昇を抑制する姿勢を明確にしていることから、金利は横ばい圏での推移が続くと見込まれる。これにより、内外の金利差は拡大し、為替市場では円安が進むと見込まれる。

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。見通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。