

第一生命経済研究所レポート selection

2016 年 11 月 30 日
団 体 年 金 事 業 部

【四半期特別マーケットレポート】2016 年 12 月以降の市場環境見通し ～大きく変わるトランプ新大統領下のマーケット～

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】2016 年 12 月以降の市場環境見通し～大きく変わるトランプ新大統領下のマーケット～」をお届けいたします。（別添参照）

以上

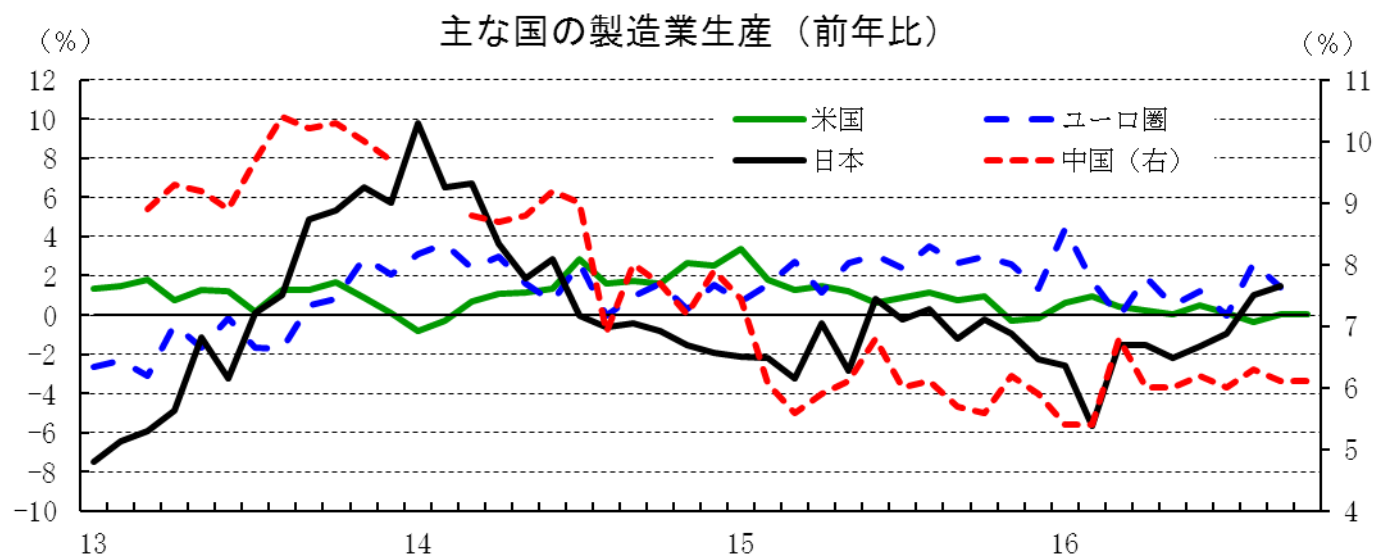
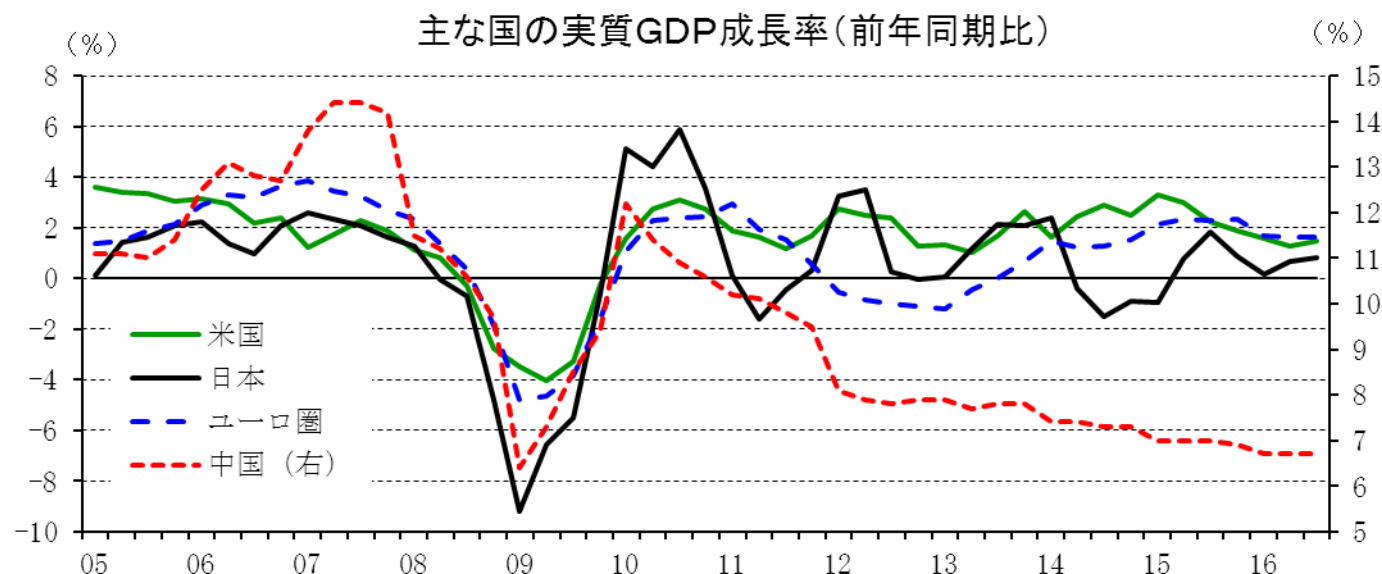
四半期特別マーケットレポート

テーマ：2016年12月以降の市場環境見通し
～大きく変わるトランプ新大統領下のマーケット～

発表日：2016年11月30日（水）

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】

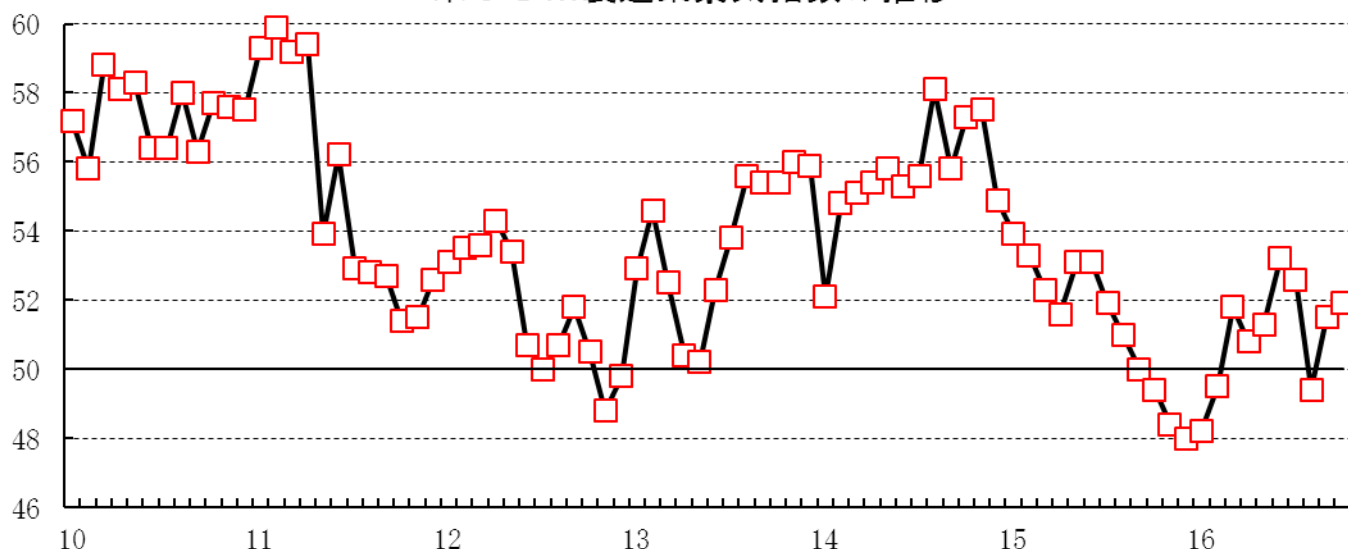


16年7～9月期の主要国の実質GDP成長率は、米国で前期比年率+3.2%（1～3月期：同+1.4%）、ユーロ圏で同+1.4%（同+1.2%）、日本で同+2.2%（同+0.7%）、中国で前年同期比+6.7%（同+6.7%）となった。前年対比伸び率が2四半期連続で横ばいにとどまった中国を除き、先進諸国の成長率は前期から加速した。背景には、在庫調整がほぼ完了したほか、日米では輸出の回復が成長率の持ち直しに繋がっている。

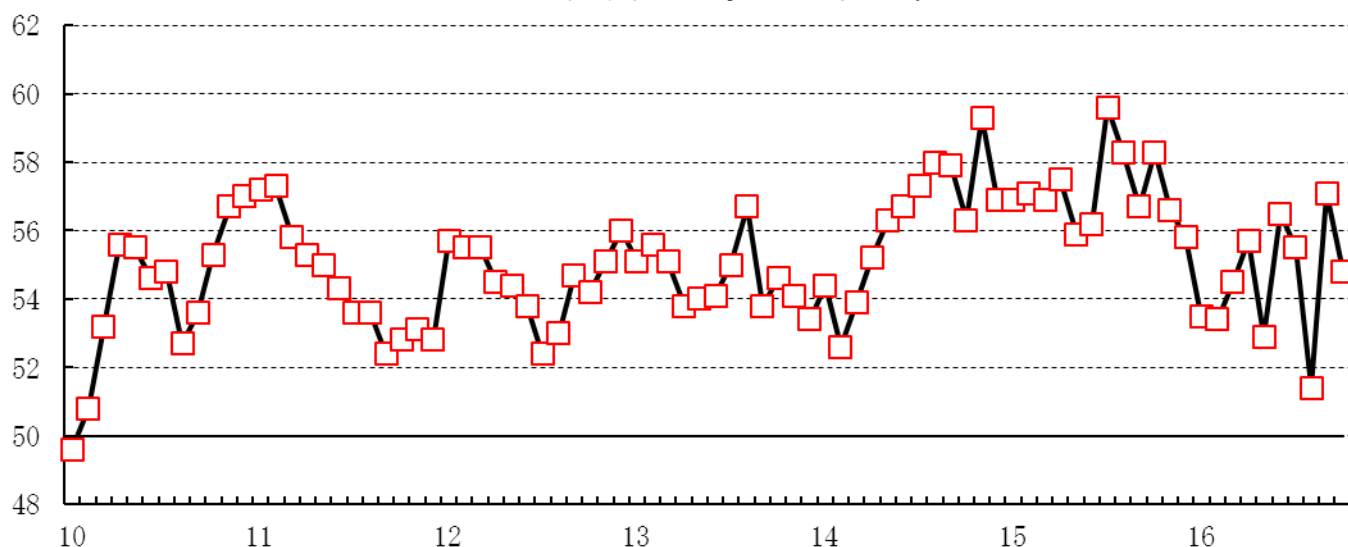
生産活動については、ユーロ圏が堅調に推移しているほか、在庫調整がほぼ完了したとみられる日本では前年対比伸び率がプラス圏に浮上している。一方、中国では輸出の低迷もあって生産の伸びも低い水準にとどまっている。

【米国】

米ISM製造業景気指数の推移



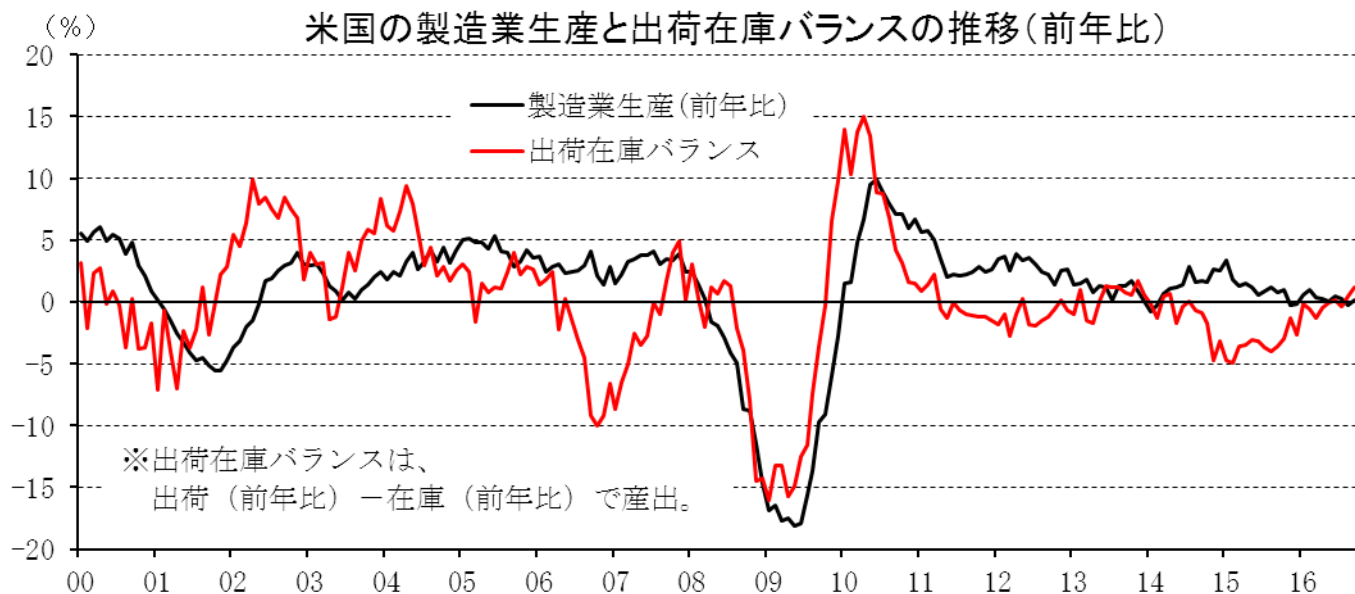
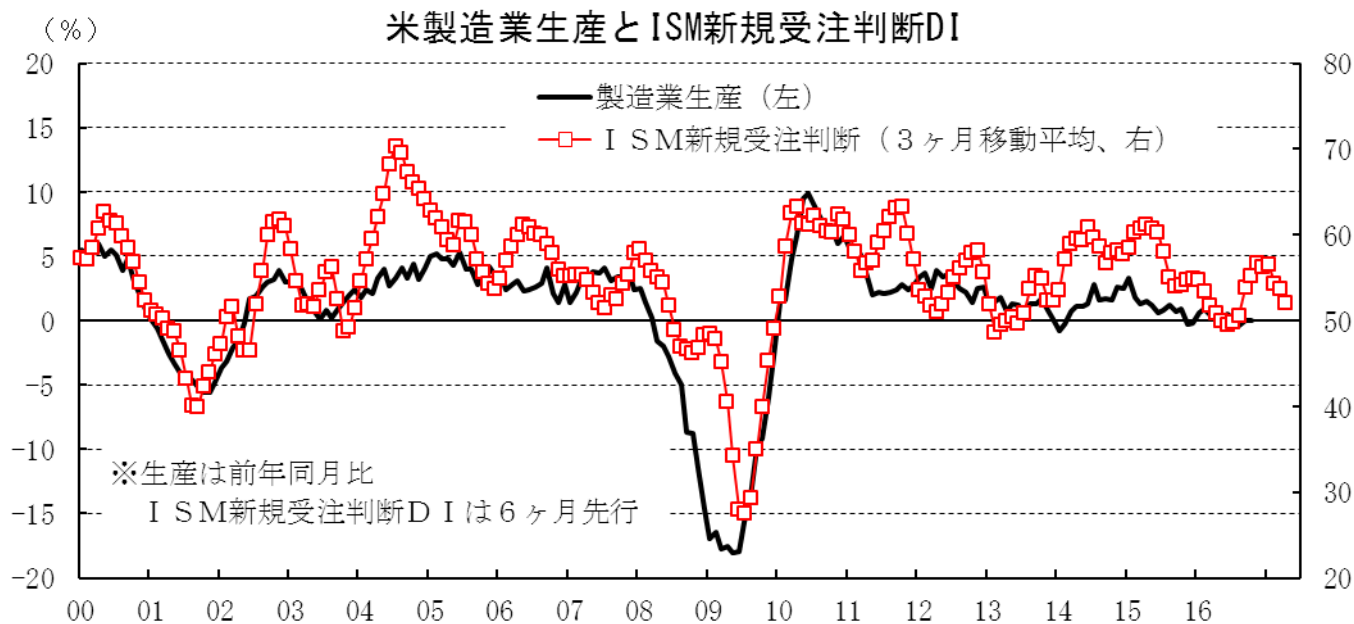
米ISM非製造業景気指数の推移



米国企業の景況感は、良好な状態を保っている。

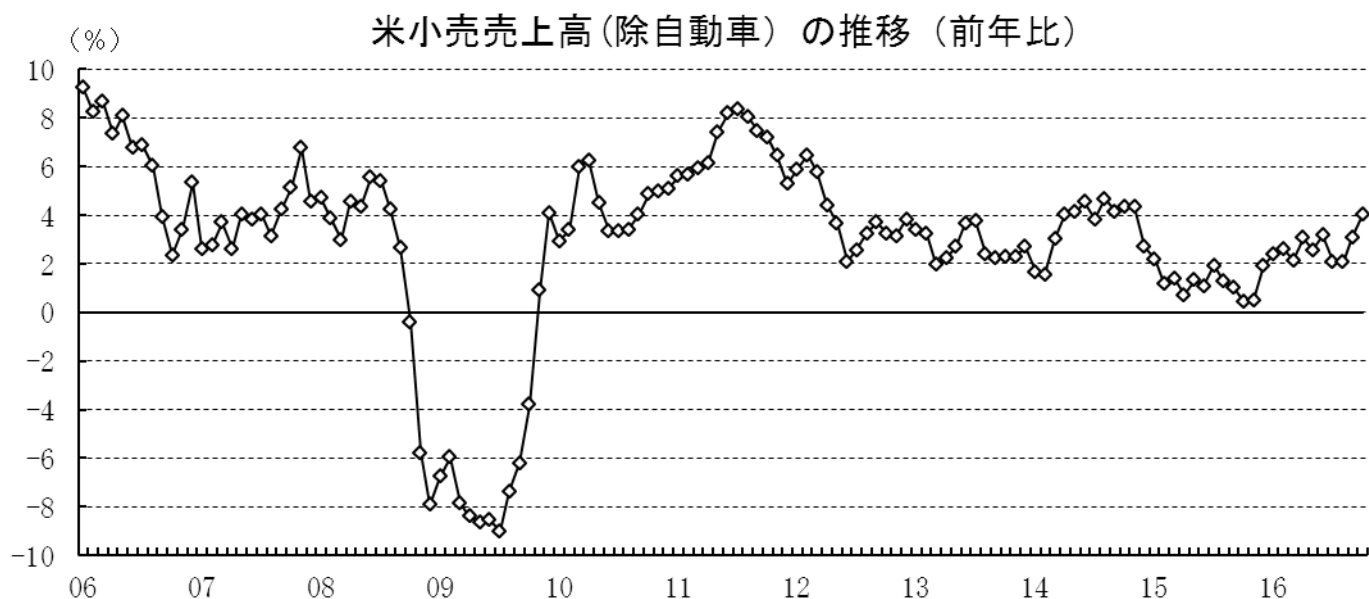
ISM製造業景況指数は、10月には51.9ポイントと2ヶ月連続で景況感が「良い・悪い」の判断基準の分かれ目となる50を上回った。8月に49.4ポイントと判断基準を割り込んだものの、一時的な要因によるところが大きかったと考えられる。米国ではこれまで生産活動を抑制していた在庫調整が完了したとみてよく、今後は生産活動の回復とともに景況感は一段と改善する公算が大きい。

一方、非製造業の景況指数は54.8ポイントと、前月の57.1ポイントから低下した。今年に入ってから上下の振れが大きい、基調としては判断基準を上回る水準で改善傾向が続いている。今後も、好調な雇用・所得環境を背景に個人消費が堅調に推移すると見込まれ、非製造業を取り巻く環境から判断すれば、高い水準での景況感の推移が続くと予想される。



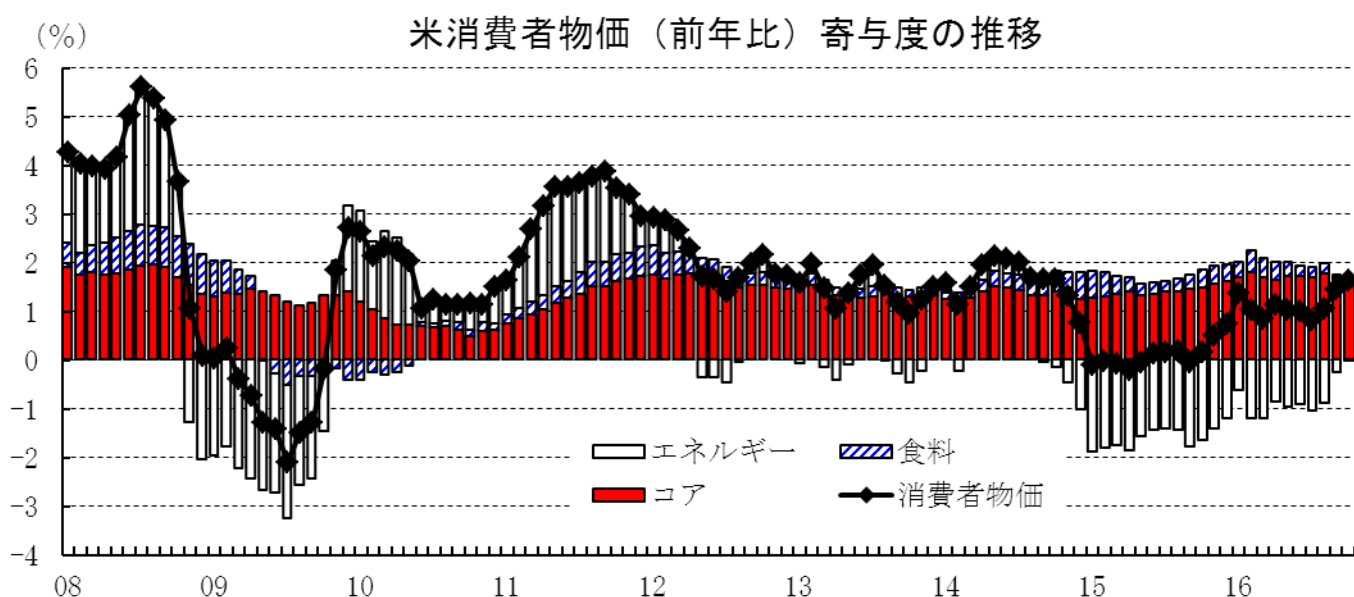
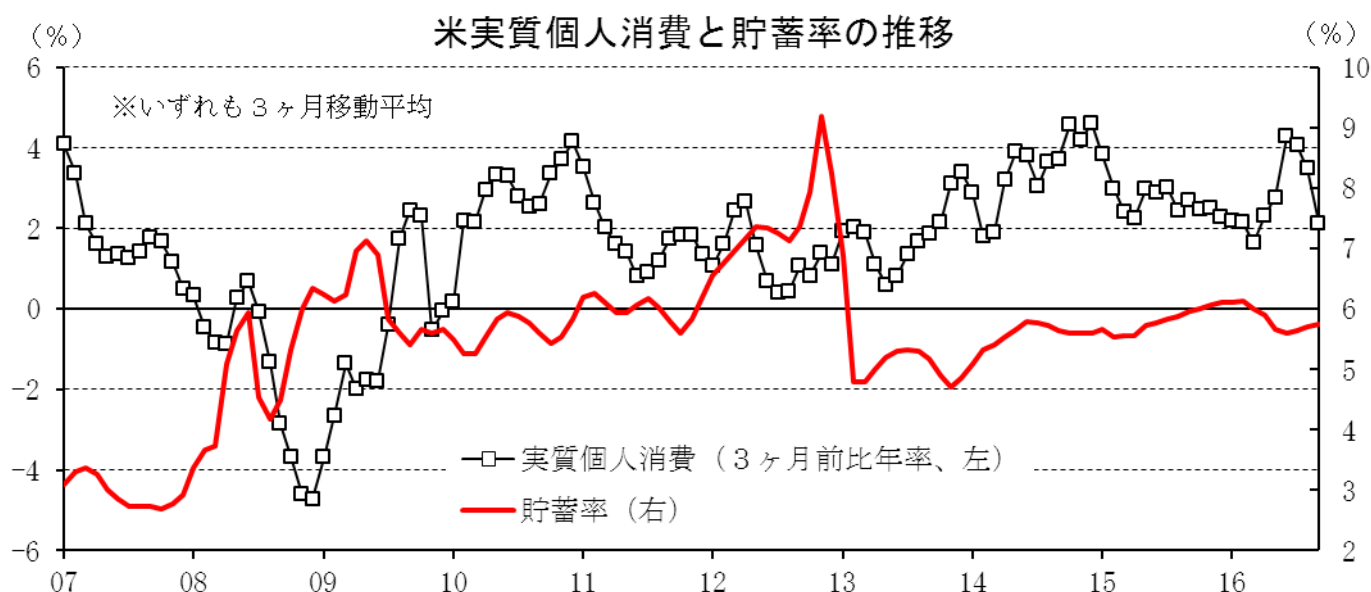
米国の生産活動に半年程度先行するISM製造業新規受注判断DIは、10月は52.1ポイントと前月の55.1ポイントから低下した。8月に一時的に急低下したことの影響で3ヶ月移動平均ベース（上図赤いライン）では低下傾向が続いているが、この影響が剥落する次月以降は上昇基調に転じる見込み。生産活動は、今後緩やかに上昇ペースが加速していくものと判断される。

出荷在庫バランス（出荷の前年同月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）、9月は+1.2ポイントとさらに上昇した。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、今後は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。



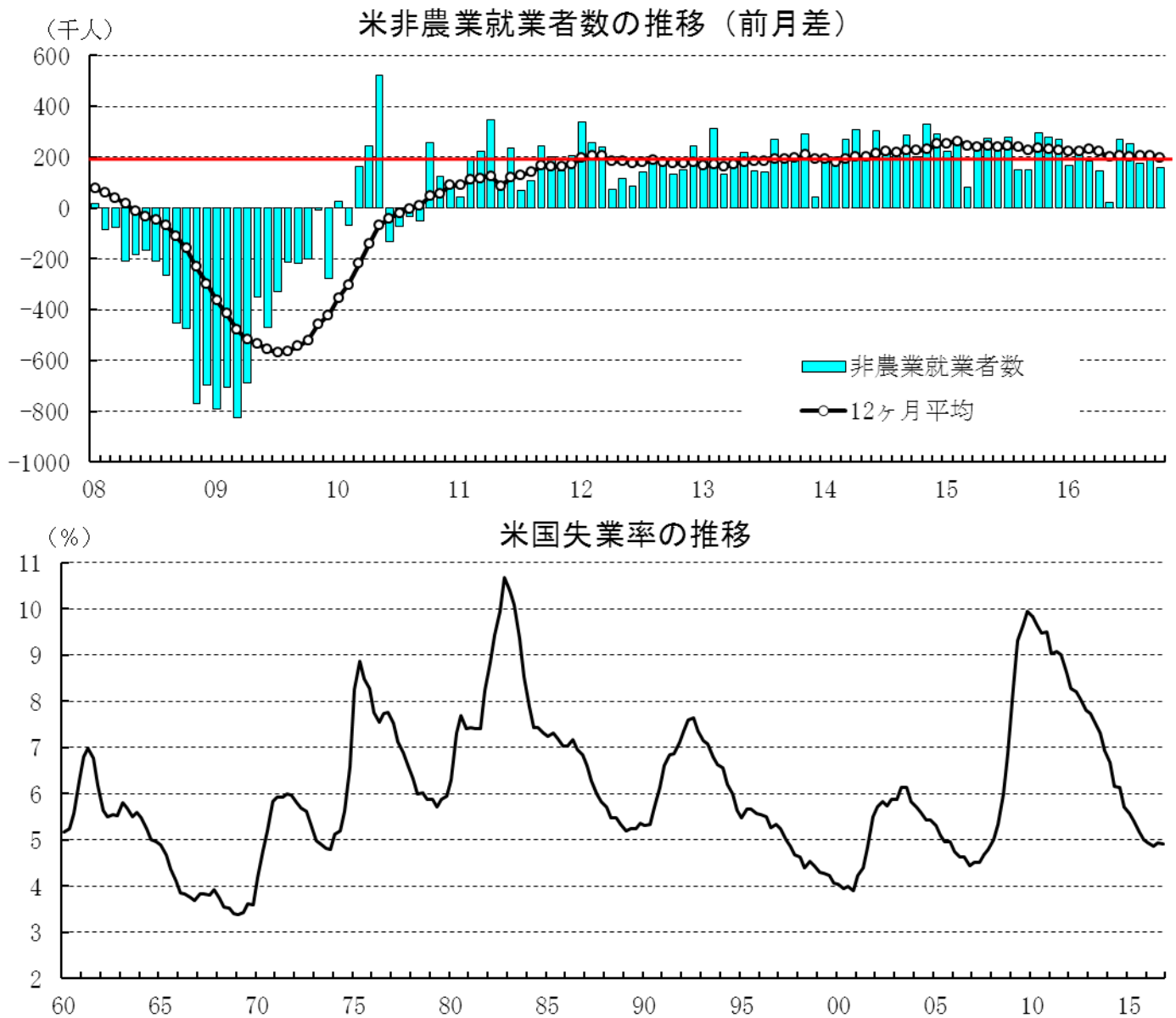
米小売売上高は増加ペースが加速する傾向にある。10月の小売売上高は前月比+0.8%と、9月の同+1.0%に続き高めの伸びを記録した。また、前年同月比では+4.3%と14年11月以来の高い伸びとなっている。米小売売上高は夏場にやや勢いが衰えたものの、秋に入ってから強含みをみせている。ただし、背景にはガソリンなどエネルギー価格下落の影響が一巡している部分もある。もっとも、好調な雇用・所得環境が続いていることから、消費の実勢自体も堅調さを保っていると判断される。

自動車販売台数は、10月には1,802万台となった。1,800万台を超えるのは15年11月以来で、引き続き超高水準での推移が続いている。



米国の実質個人消費は、9月には前年同月比+2.4%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+2.1%となった。8月に前月比▲0.2%と7ヶ月ぶりに前月割れとなったことが影響し、3ヶ月移動平均・3ヶ月前対比年率の伸び率を押し下げている。実質可処分所得は前年同月比+2.1%と、14年1月以来の低い伸びとなった。名目ベースでは底堅い推移が続いているものの、物価上昇ペースがやや加速したことが実質ベースの伸び率押し下げに繋がっている。もっとも、労働需給の逼迫感は今後一段と強まると見込まれることから、賃金上昇ペースの加速による所得の押し上げが期待される。

米国の消費者物価は、10月には前年同月比+1.6%と14年10月以来となる2年ぶりの高い伸びとなった。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10月には同+0.1%と14年8月以来となる2年2ヶ月ぶりに前年対比上昇に転じたことが主因。エネルギーと食料品を除いたコアベースでは同+2.1%と、今年に入ってから伸び率に大きな変化はない。原油価格は、今後横ばいで推移したとしても前年同月比でみた上昇率は拡大するため、消費者物価ベースのエネルギー価格は今後も上昇し、消費者物価全体の伸びの加速傾向は続こう。

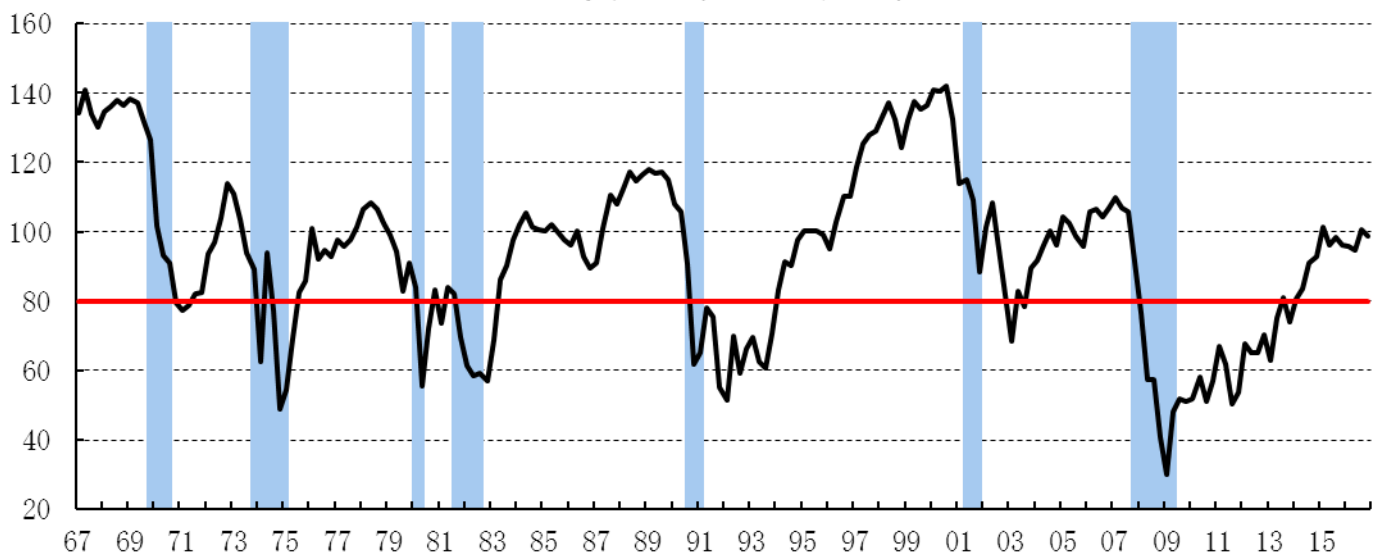


10月の米雇用統計では、非農業就業者数は前月差+16万1千人と、好不調の分かれ目といえる+20万人を3ヶ月連続で下回った。一方、失業率は4.9%と前月の5.0%から低下した。米国はすでに完全雇用下に入っていると考えられている。このため、就業者の増加余地は限定的とみられ、20万人を下回る増加ペースでも“不調”とは言えないと考えられる。一方で、自発的失業率は12.1%と07年2月以来となる9年8ヶ月ぶりの高い水準に上昇した。超逼迫状態ともいえる労働需給を反映して、今後は労働条件の改善が見込めるとの期待が高まっている可能性が高い。

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

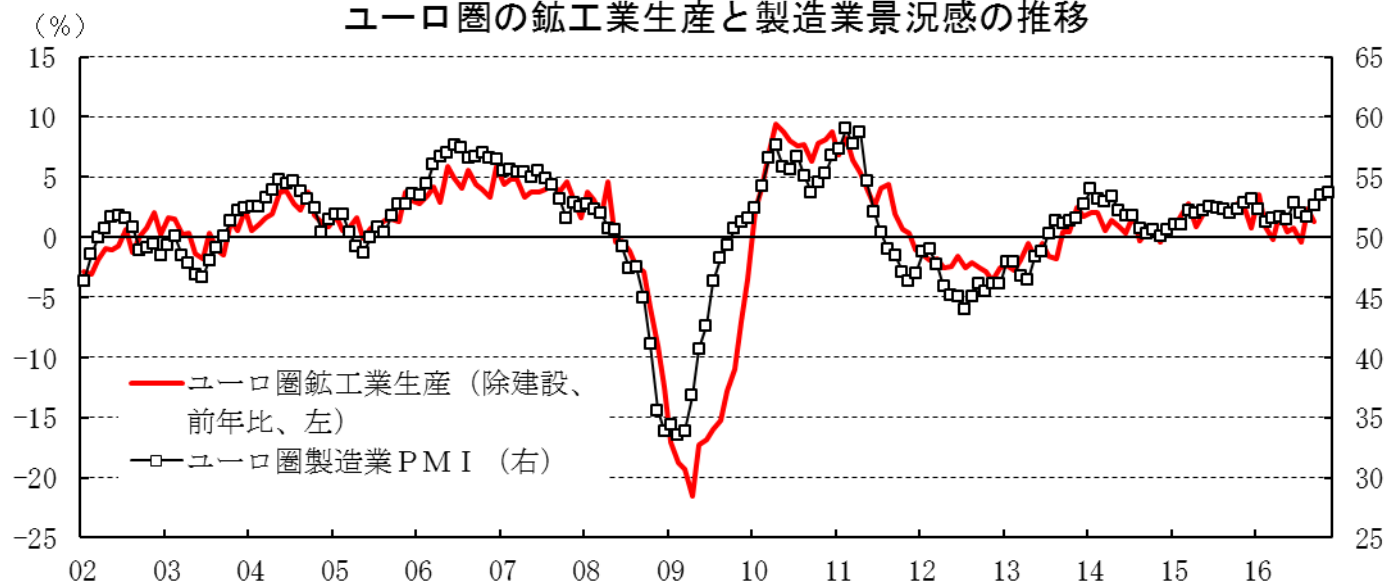


米国の時間あたり賃金（非農業部門）は、10月には前年同月比+2.4%の上昇となった。このところ、2%台半ばでの物価上昇率を小幅上回る堅調な伸びが続いている。ただし、民間部門では同+2.8%と09年6月以来の高い伸びを記録、加速傾向が続いている。完全雇用下で労働不足感が極端に強いこと、自発的失業率が上昇傾向にあり約10年ぶりの水準にまで上昇していることもこれに拍車をかけていることなどを勘案すれば、今後賃金上昇率の加速傾向はより明確なものとなると見込まれる。

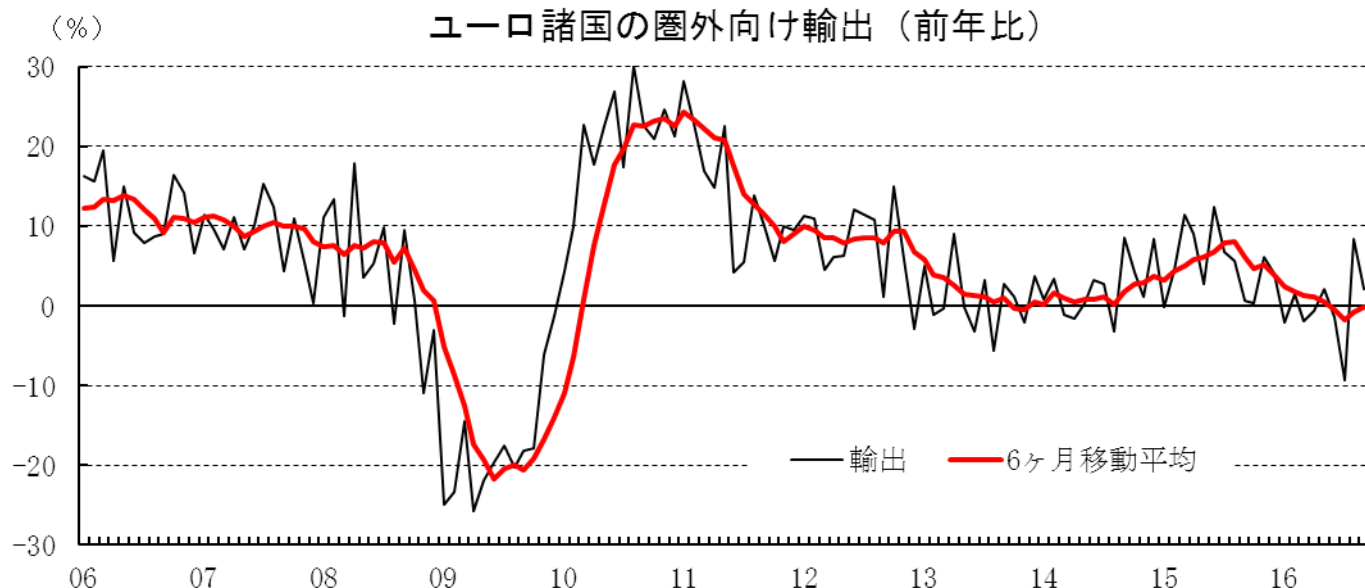
消費者の景況感を示す消費者信頼感指数は、10月には98.6ポイントと前月の103.5ポイントから低下した。趨勢としては高い水準での推移が続いており、3ヶ月移動平均ベースでは15年3月以来の高い水準となっている。11月については、大統領選挙の結果がどのように反映されるか不透明な部分はあるが、趨勢としては良好な雇用・所得環境を背景に高水準での推移が続くものと見込まれる。

【欧州】

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）



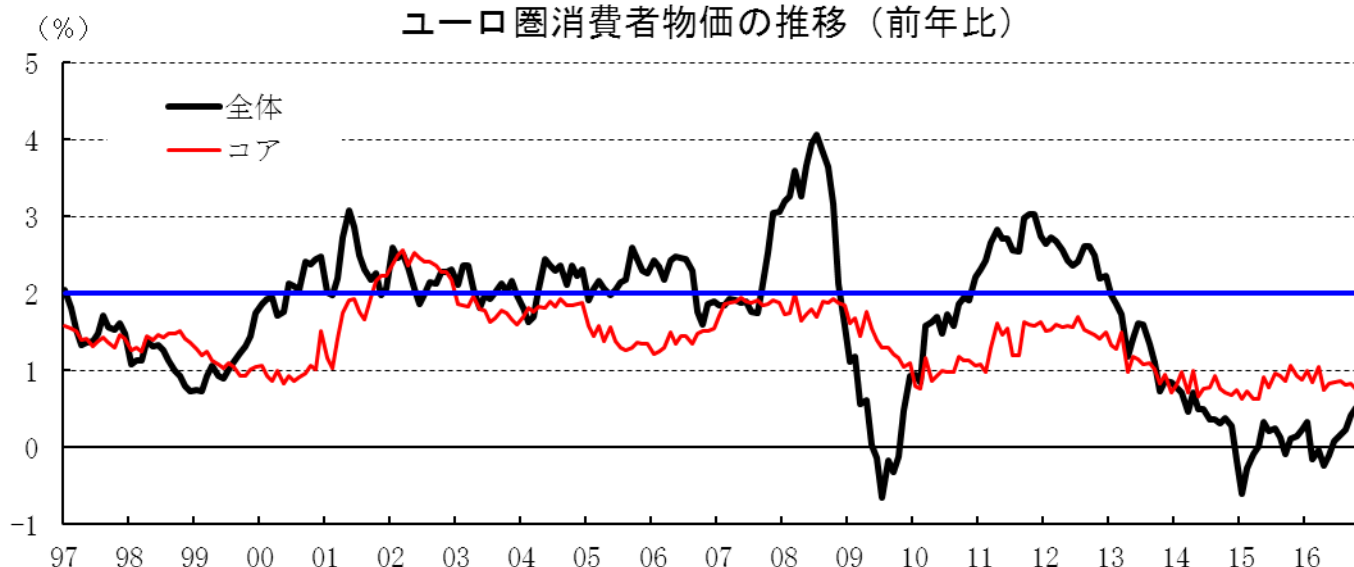
ユーロ圏の鉱工業生産は、9月には前年同月比+1.3%となった。月ごとのブレが比較的大きい統計であることを勘案すれば、概ね前年並みの水準で落ち着いた推移が続いていると判断される。ユーロ圏製造業PMIは11月には53.7ポイントと14年1月以来の水準へと上昇した。このことから、イギリスのEU離脱を決定した国民投票の悪影響はユーロ圏内にはほとんどないと言える。

圏外向けの輸出は、9月には前年同月比+2.0%となった。一方、ユーロ域内向けは同▲0.2%となった。全体としてはここ2ヶ月は高めの伸びとなったことで、一旦輸出の減速には歯止めがかかった格好となっている。今後は、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）

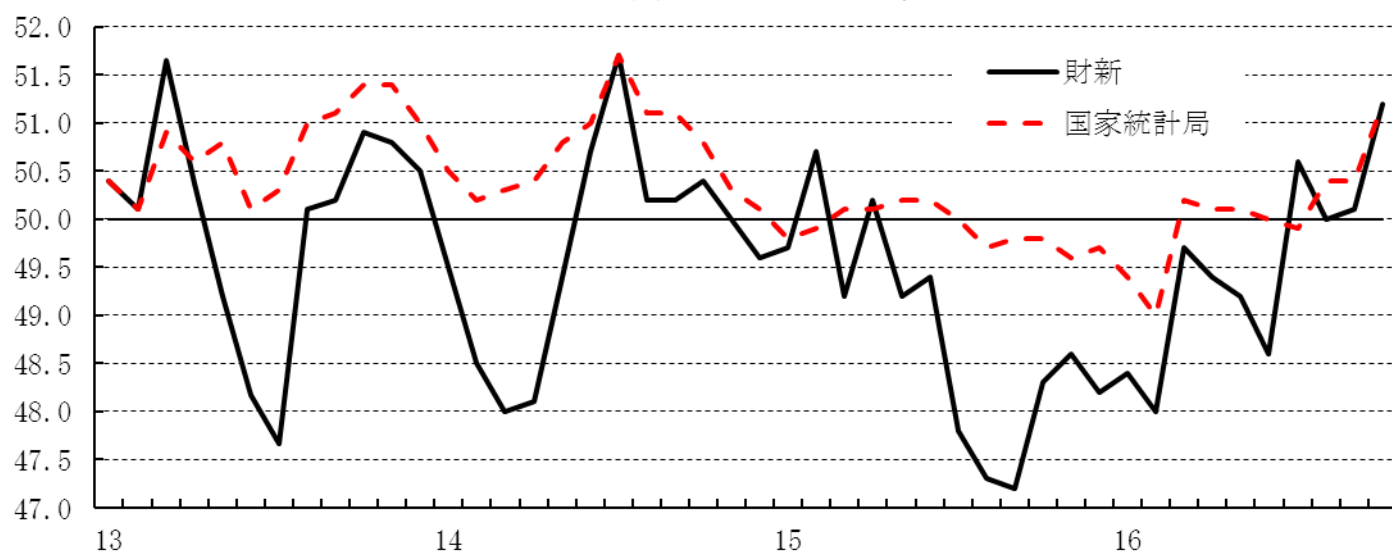


ユーロ圏の実質小売上高は、9月には前年同月比+1.1%と14年9月以来の低い伸びとなった。昨年秋以降の鈍化基調が続いているが、伸び率の水準としては良好な伸びが維持されている。雇用環境の改善は続いており、今後大幅な落ち込みには至らないと判断される。

ユーロ圏の消費者物価は、10月には前年同月比+0.5%と前月から伸びが加速した。原油価格下落による押し下げ効果が徐々に剥落していることが、上昇ペース加速の主因。原油安の影響を直接受けないコア物価は同+0.8%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。

【中国】

中国の製造業PMIの推移



(%)

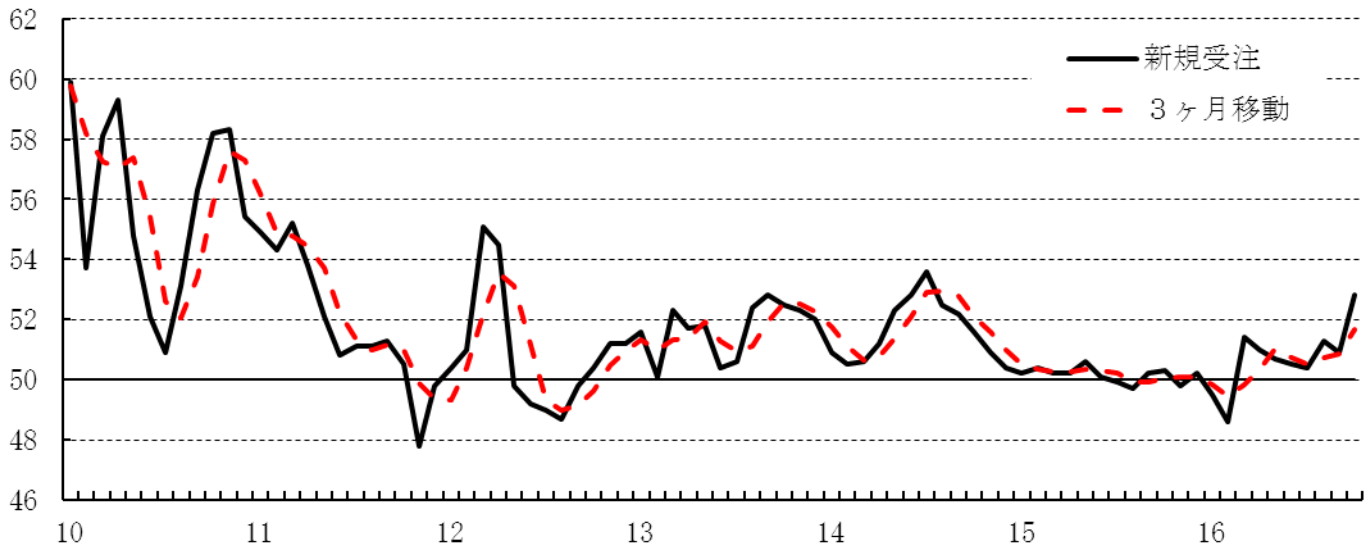
中国の電力消費量の推移（前年比）



中国の製造業PMIは、10月には国家统计局ベース、財新ベースいずれも51.2ポイントとなった。これで両ベースとも3ヶ月連続で判断基準の分かれ目となる50を上回ったことになる。また、水準はいずれも14年7月以来の高い水準を記録した。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10月には前年同月比+8.9%、年初からの累積ベースで前年同期比+6.4%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。

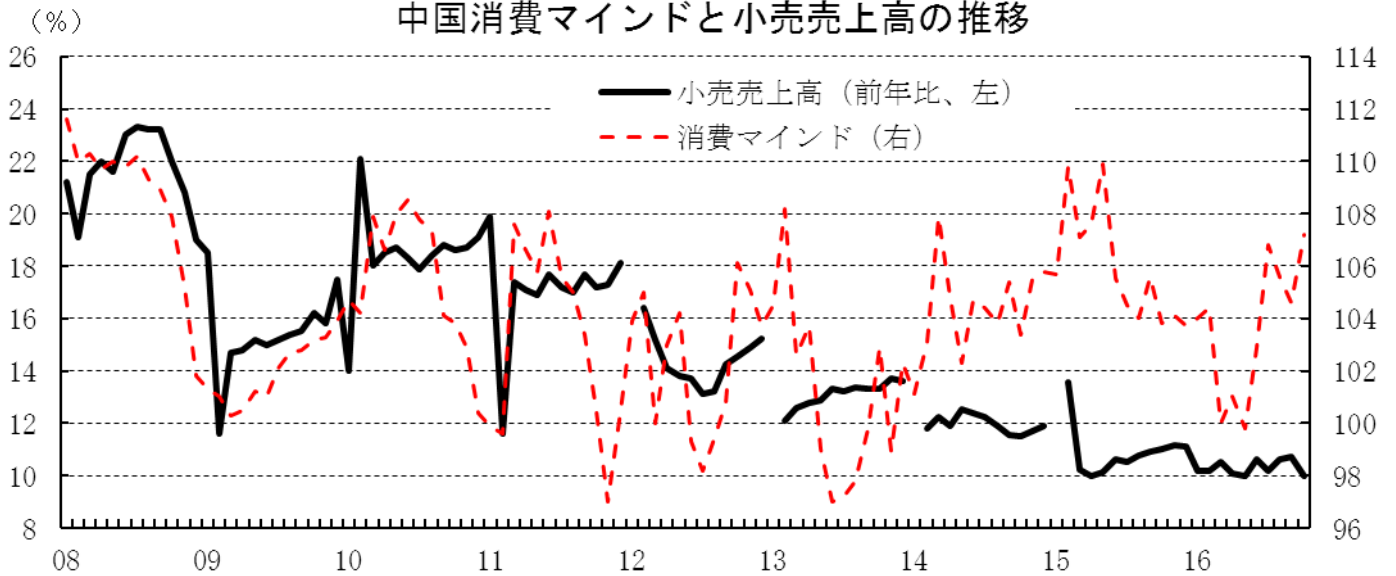
中国の製造業新規受注判断D Iの推移



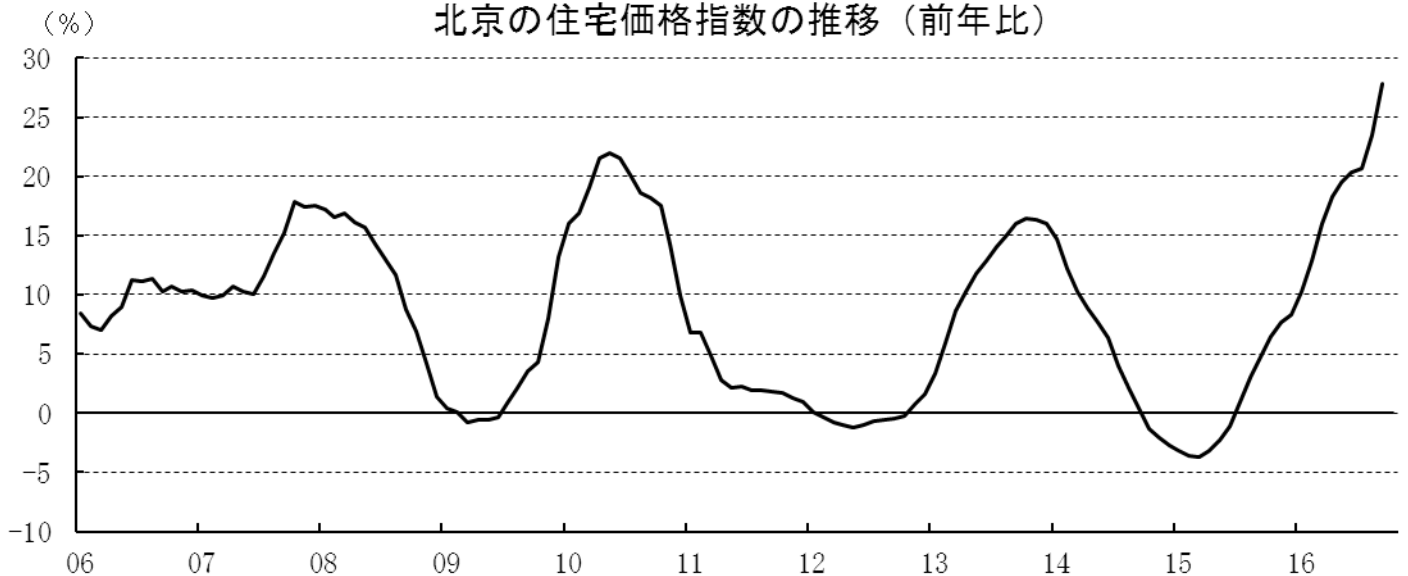
中国国家統計局が発表する製造業PMIの一項目である新規受注判断D Iは、10月には52.8ポイントと14年7月以来の高い水準となった。判断基準の分かれ目である50超えは8ヶ月連続。同D Iは生産活動の先行指標にあたるため、生産活動は当面堅調に推移すると見込まれる。

一方、輸出（ドルベース）は10月に前年同月比▲7.3%となった。人民元建てでは同▲3.3%。人民元建てでは3月から8月まで6ヶ月連続で前年水準を上回っていたが、直近2ヶ月は前年割れとなった。引き続き輸出は低迷している一方で、輸出に先行するPMI輸出受注判断D Iは10月には49.2ポイントと、3月以降8ヶ月連続で49.0～51.0の範囲内で底堅い推移が続いている。今後は、日米景気の持ち直しを受けて輸出環境は改善してくる。

中国消費マインドと小売売上高の推移



北京の住宅価格指数の推移（前年比）

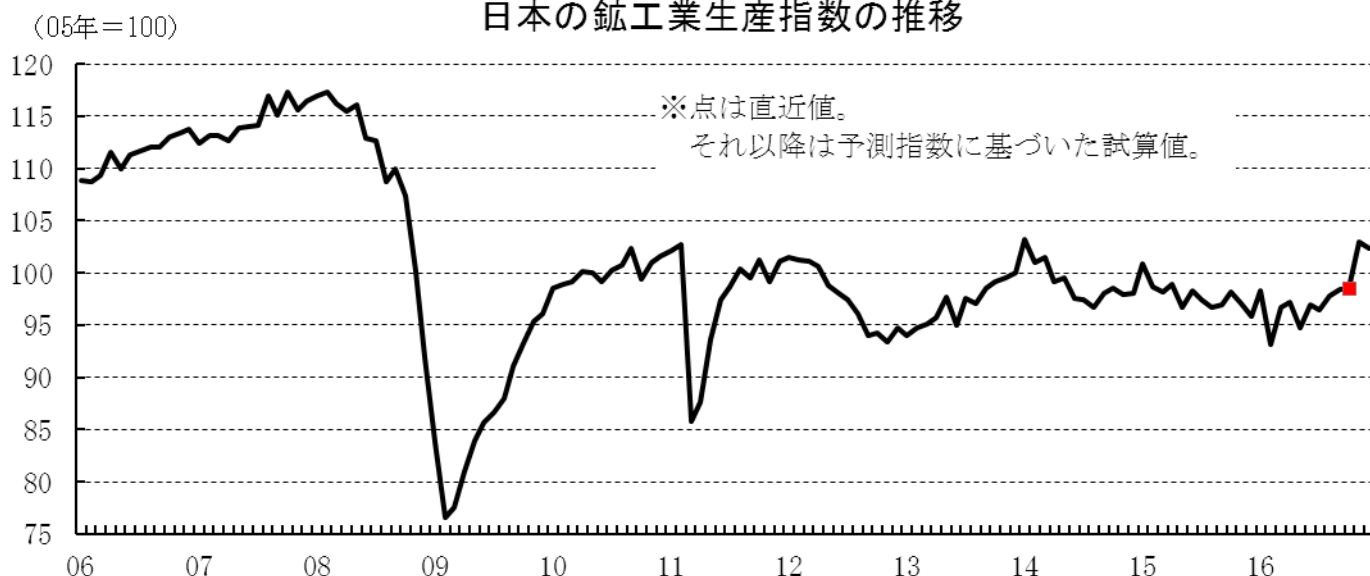


中国の小売売上高は10月に前年同月比+10.0%と、引き続き底バイ状態で推移していることが示された。一方、消費者マインドは春以降改善傾向が続いている。

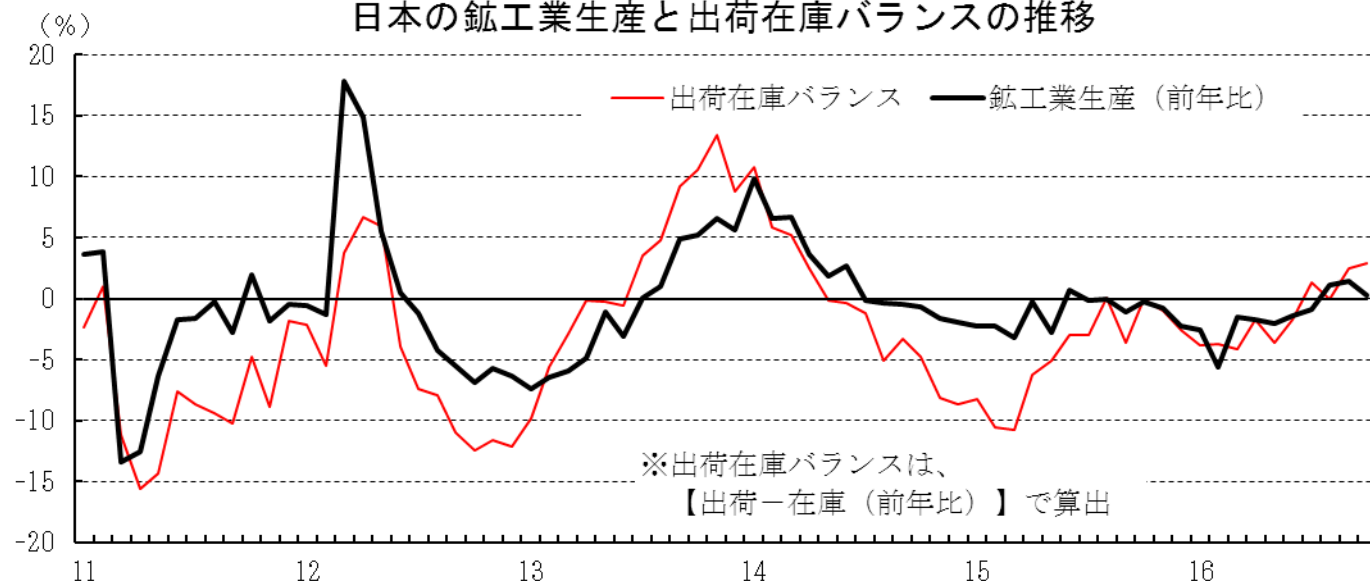
中国の不動産市況の先行指標となる北京の住宅価格は9月に前年同月比+27.8%と、統計をさかのぼれる05年以降では最大の伸びとなった。同様の展開は他の主要都市でもみられており、金融緩和を背景に不動産市場の過熱感は一段と強まっている。当局は、相次いで不動産投資規制策などを講じているが、現状では効果は限定的なものにとどまっている。

【日本】

日本の鉱工業生産指数の推移



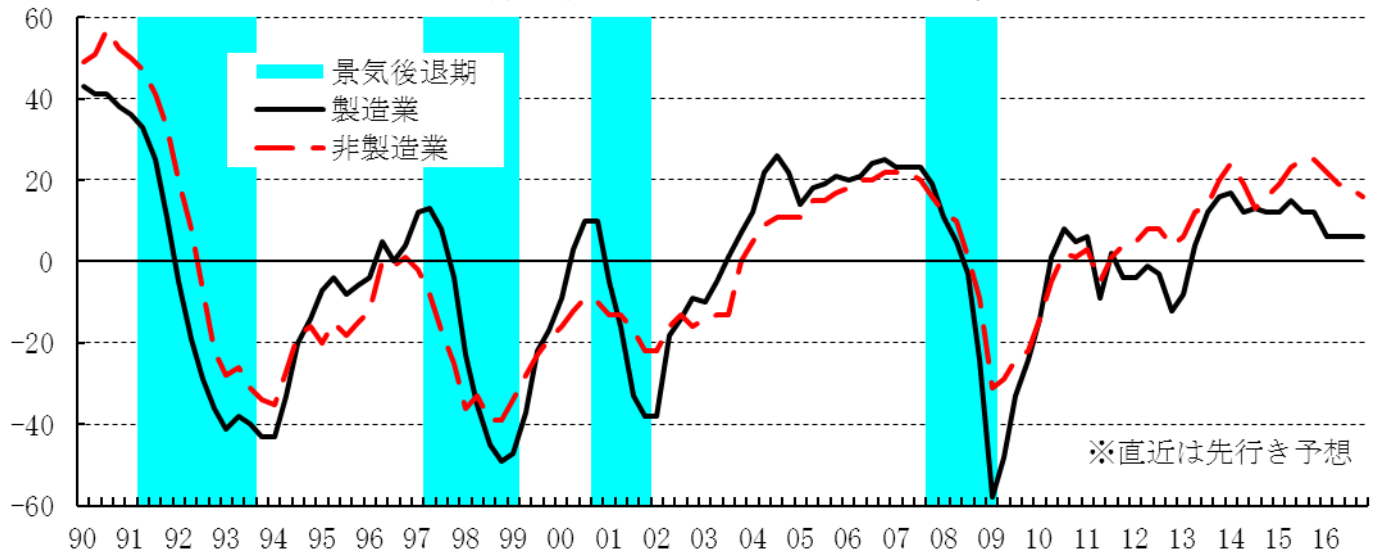
日本の鉱工業生産と出荷在庫バランスの推移



日本の10月の鉱工業生産指数は前月比+0.1%となった。前年対比の伸び率では+0.3%と3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、11月は同+4.5%、12月は同▲0.6%となっており、回復傾向を今後も強めていく格好となっている。

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、+2.8ポイントと2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、在庫調整がほぼ一巡したことを示唆している。この観点から見ると、景気は「意図せざる在庫減少局面」に入ることになり、生産活動も活発化しやすくなる。実際にそうなるかどうかは今後の需要（出荷）が再度落ち込まないかどうかにかかっているが、補正予算や海外経済の持ち直しなどを勘案すれば、スムーズに移行すると期待される。

日銀短観大企業業況判断D I の推移

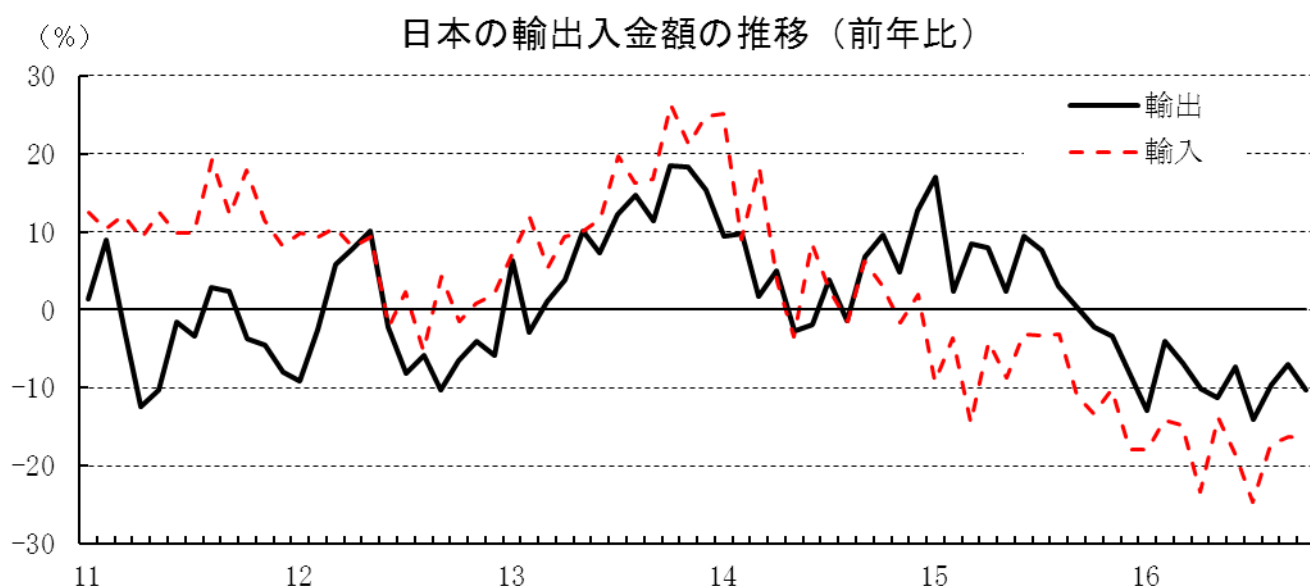


機械受注(船舶電力を除く民需)の推移



9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3期連続で+6ポイントとなった。先行き判断D Iも+6ポイントと横ばいが見込まれている。一方、非製造業の業況判断D Iは+18ポイントと、こちらは前期対比▲1ポイントの悪化となった。3四半期連続での前期対比悪化となるが、悪化ペースは鈍化している。日銀短観からは、景気の減速ペースが鈍化、底打ちに向かっていることが示唆されている。

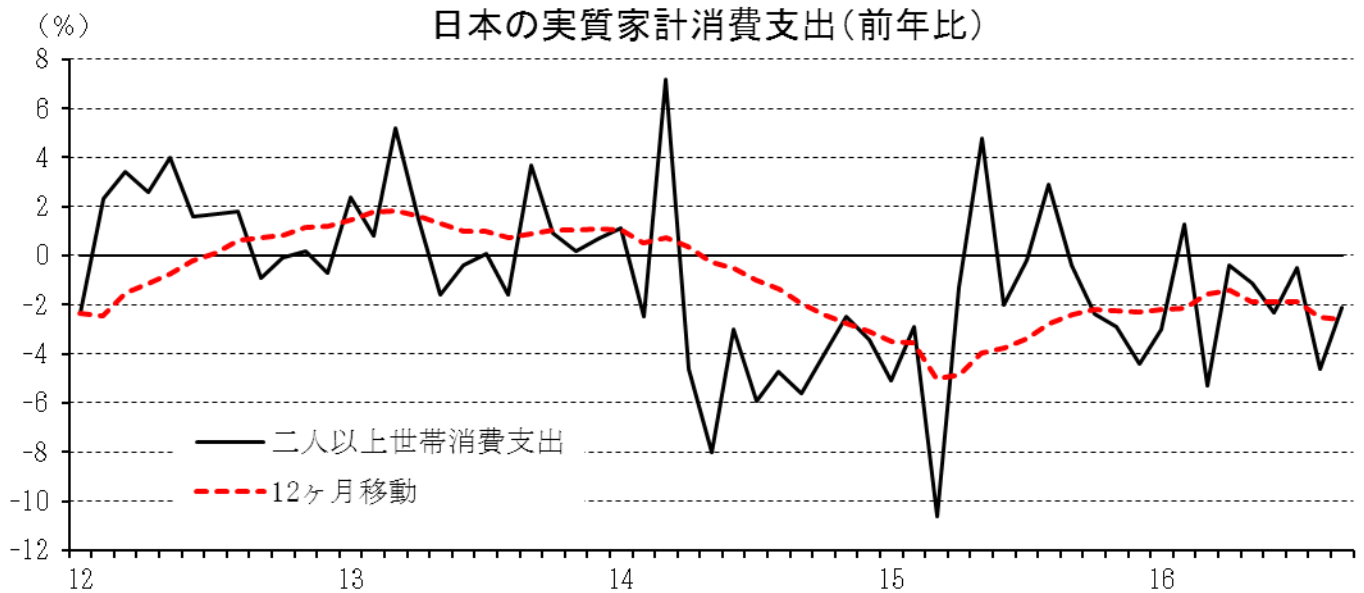
設備投資の先行指標となる機械受注(船舶・電力除く民需)は、9月には前年同月比+0.6%と4ヶ月連続で前年水準を上回った。水準としては15年以降は横ばい圏での推移が続いており、設備投資も当面は一進一退の推移が続く公算が大きい。



日本の輸出金額（円ベース）は、10月に前年同月比▲10.3%となった。前年水準割れはこれで13ヶ月連続となる。円高が進展したことで、円建てでの輸出金額が押し下げられていることが主因。一方で、原油価格の下落や内需の伸び悩みを背景に輸入は同▲16.5%となったことで、貿易収支は2ヶ月連続で黒字となった。

輸出の実勢を示す輸出数量指数は、10月には前年同月比▲1.5%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、3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が続いていることが示された。為替相場の変動にもかかわらず、日本企業が現地での販売価格の変動を抑えているとされているため、輸出数量の回復は海外景気を持ち直しを示唆している可能性がある。

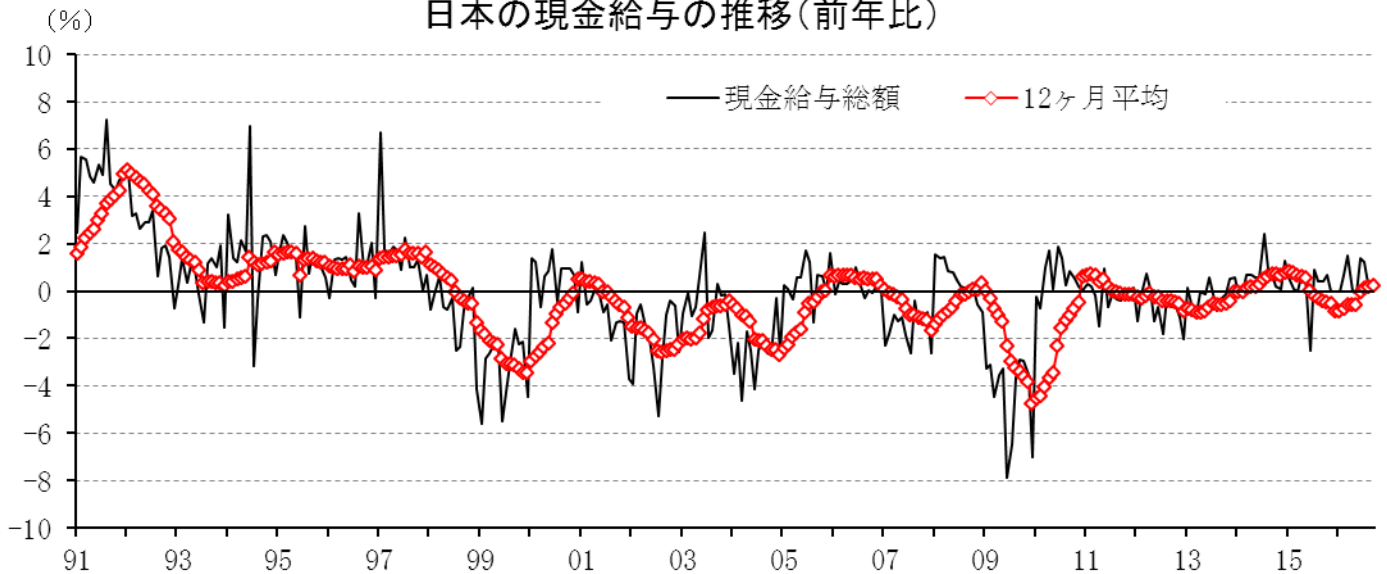
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



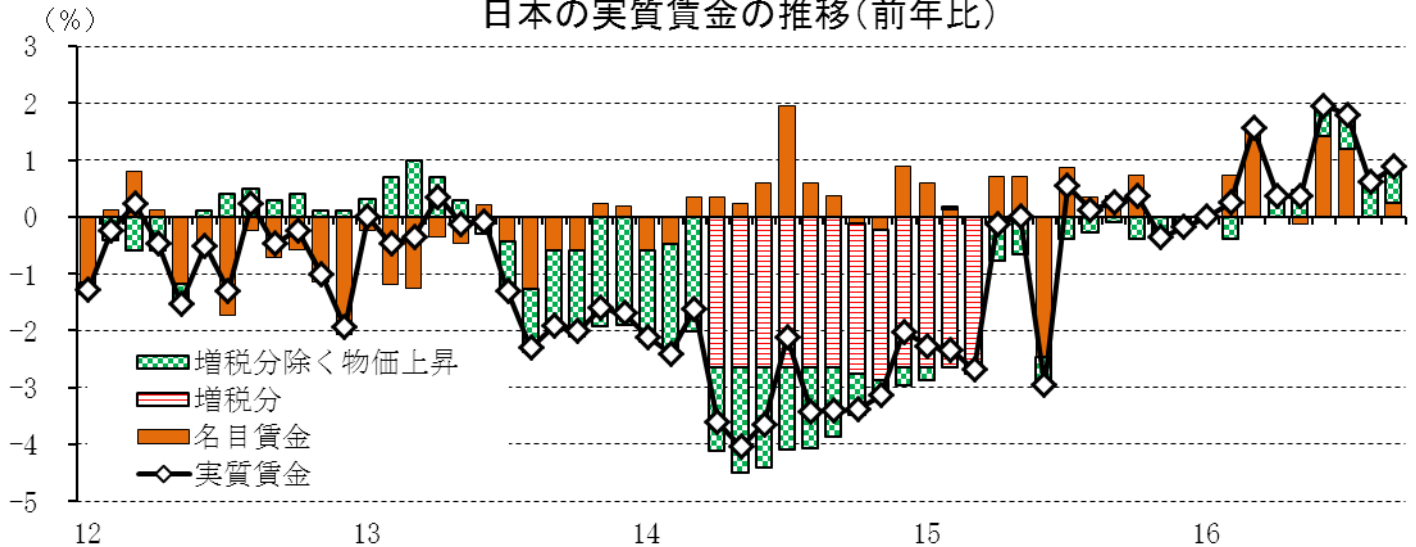
日本の実質家計消費支出（二人以上世帯）は、9月に前年同月比▲2.1%と7ヶ月連続での前年割れとなった。夏場には相次いだ台風上陸といった特殊要因によって押し下げられている側面はあるものの、増税以降の消費水準は総じて低迷していることに変わりはない。

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+0.3%と2ヶ月ぶりに前月対比増加した。こちらも、趨勢としては増税以降の低迷が続いていることになる。

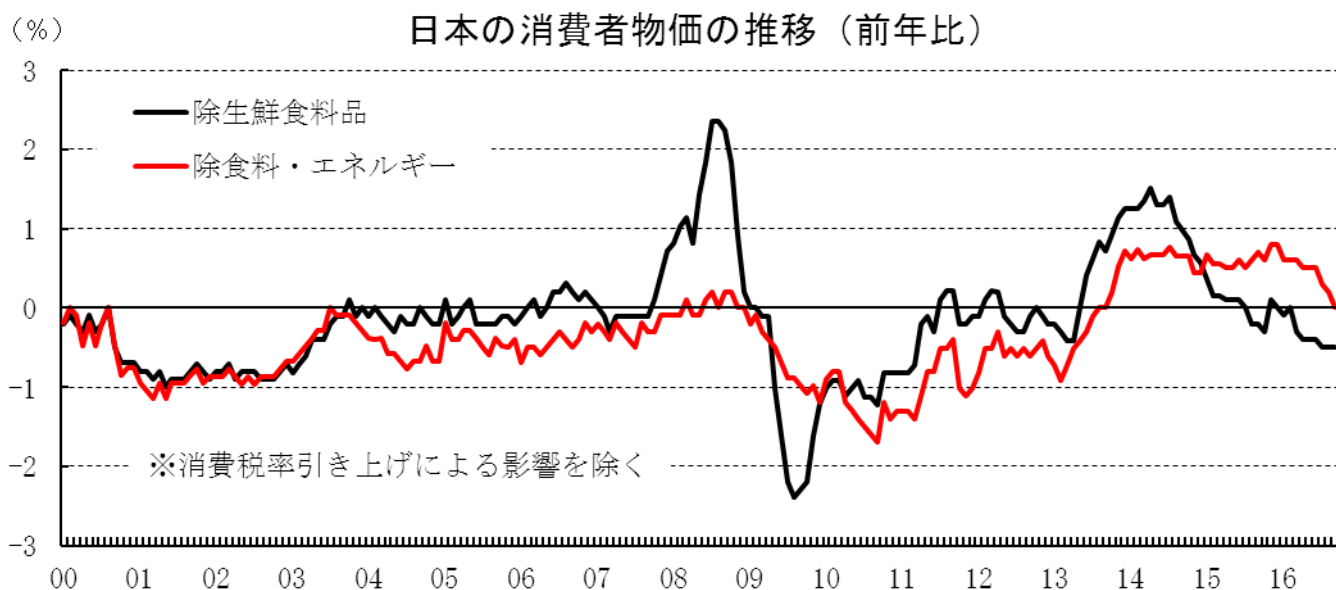
日本の現金給与の推移(前年比)



日本の実質賃金の推移(前年比)



9月の日本の現金給与総額は前年同月比+0.2%と、4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+0.9%と、こちらは8ヶ月連続で前年対比プラスを記録した。牽引しているのは所定内給与で、残業に当たる所定外給与はこのところ前年割れが続いている。一方、実質賃金の伸びは物価が下落していることで押し上げられている側面があり、勤労者側は所得が伸びている実感は大きくはないと考えられる。



7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▲0.5%となった。前年割れは5ヶ月連続。2014年半ば以来続く原油価格の下落によって、ガソリン代などのエネルギー関連価格が大幅に下落していることが主因。エネルギーと食料品を除いたいわゆる欧米型のコアベースの物価は、7月には同+0.3%と上昇傾向を維持している。ただし、上昇率は今年に入ってから鈍化傾向を辿っており、+0.3%という伸びは2013年10月以来の低い伸びとなっている。増税以降の個人消費の低迷が続くなかで、年初来続いている為替相場の円高傾向による輸入物価の下落を背景に、飲食店や小売店では価格を引き下げる動きが目立ち始めており、デフレ圧力も高まりつつあるのが現状だ。

消費者の景況感を示す消費者態度指数は、8月には42.0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64.5%ポイントと、2013年1月以来の低水準にまで低下した。アベノミクス以降の物価上昇期待は、ほぼ剥落したことになる。

【トピックス：トランプ次期米大統領誕生の影響について】

米国の次期大統領に、トランプ共和党候補が当選した。予想外の結果を受けて、開票結果が明らかとなった直後のマーケットは、株価が急落するなど一時極端なリスクオフの様相を呈したものの、結果判明からおよそ半日後となる米国市場では、株高へと一気の切り返しをみせた。

市場のムードが短期間のうちに一変した背景としては、

- ① トランプ候補の経済政策公約が米国経済の押し上げに繋がるものが目立つことが挙げられる。法人税や所得税の大幅減税のほか、公共投資の拡大、金融機関への規制緩和などは、米景気や株式市場にとっては大きなプラス要因となる。
- ② 米国景気の改善基調が明確になっていることが挙げられる。市場では、大統領選挙を前に膠着状態が続いていたが、その間にも公表された経済指標の多くが、米国景気が加速傾向を辿り始めていることを示した。とくに、在庫調整が完了したことがほぼ確実となったことで、循環的にも景気の拡大局面に転じたことで、市場には株高・金利上昇のエネルギーが貯まっていたと考えられる。
- ③ イギリス国民投票の経験が生きた側面がある。当時も、予想外の投票結果に市場は一旦極端ショック症状に陥ったものの、主要株価指数は2週間程度で投票以前の水準まで戻している。背景には、EU離脱は未だ先の話であり、同時に同結果が世界経済に与える影響は（少なくとも当座は）限定的であるためだ。この経験から、むしろ米経済にとってはプラスの側面が大きい今回の一件で株価が下落すれば“買いのチャンス”と見る向きが多かった可能性がある。

等の要因が挙げられよう。

一方で、トランプ次期大統領の米国内向けの経済公約以外の点では、懸念されているものが目立つ。なかでも、極端な内向き志向は世界情勢や世界経済にとってはマイナス要因となり得る。「米国は世界の警察ではない」という趣旨の発言からは、今後は紛争地域などへの米国の介入が大幅に減少する可能性が高いことを示唆している。このことは、場合によっては紛争が長引いたり、激化したりするリスクが高まることに繋がりがかねない。また、米国に代わって他の軍事大国が介入の機会を増やせば、それが新たな紛争の引き金や、偶発的な軍事衝突をもたらすリスクもある。

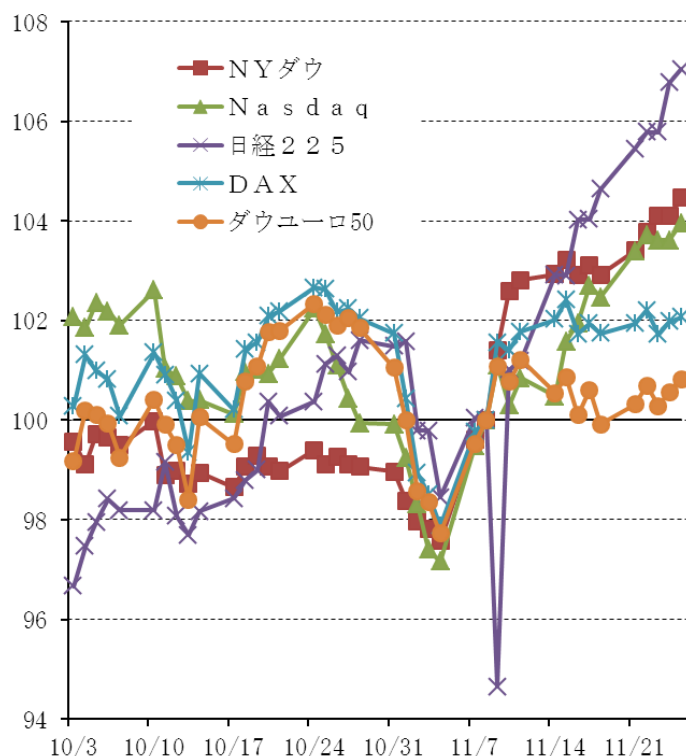
こうした紛争地域は、中東、旧ソ連諸国など東欧や中央アジアに目立つ。また、東アジアや東南アジアなどでも領土問題を抱えており、新たな緊張が高まるリスクも考えられる。こうした地域の周辺には、投資対象としても人気の高い新興国が多く存在しており、新興国が内包するリスクを高めることになる。

トランプ次期大統領のもう一つの内向き政策が貿易面での“保護主義”だ。TPPの離脱はもとより、すでに発効して地域経済に定着しているNAFTA（北米自由貿易協定）についても見直しの余地があるとするなど、自由貿易には否定的で、今後は米国のために有利となるような二カ国間での貿易協定に力を傾けるとしている。トランプ候補の有力な支持層とされる白人貧困層の多くが、かつては工場などで働いていたが、かつての日本を含めた新興工業国にその仕事を奪われた——という経緯からすれば、特に新興国からの安価な工業品については、関税や規制などで何らかの抑制策が採られる可能性もある。こうした保護主義の動きは、新興国の経済発展モデルに直接マイナスの影響を及ぼす。新興国の輸出が圧迫されるような事態となれば、それは新興国の経済成長ペースを抑制することに繋がる。そうなれば、経済成長率が鈍化する分だけ株価の上昇ペースも鈍化し、また金利にも押し下げ圧力が働こう。このことは、新興国投資のリターンが減少することを意味する。

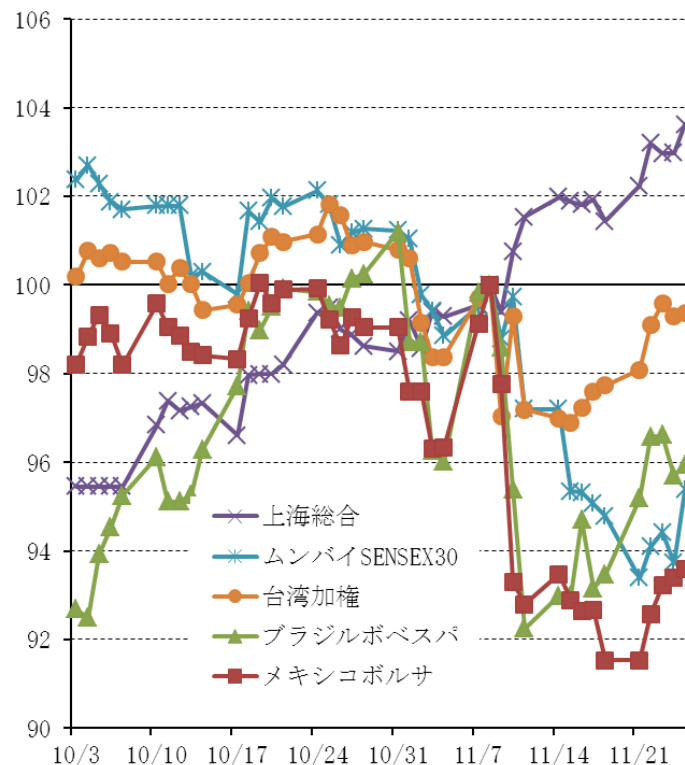
このように、トランプ次期大統領の“内向き志向”は、主に新興国に対する投資マネーの流れに変化を及ぼすリスクがあると考えられる。そこで、以下では米大統領選挙の主要マーケットの動きを確認する。

まず、先進国と新興国の株価の動きをみることにする。グラフはいずれも大統領選挙投票日である11月8日を100とした指数化した主要株価指数の推移である。すると、先進国については開票日当日にアジア市場が荒れたことで日本株が一時大きく下落したものの、その後は投票日の水準を上回って好調に推移していることがわかる。一方、新興国株は中国を除いて下落しており、先進国とは様相が異なることが分かる。

先進国の株価指数の推移(16/11/8=100)



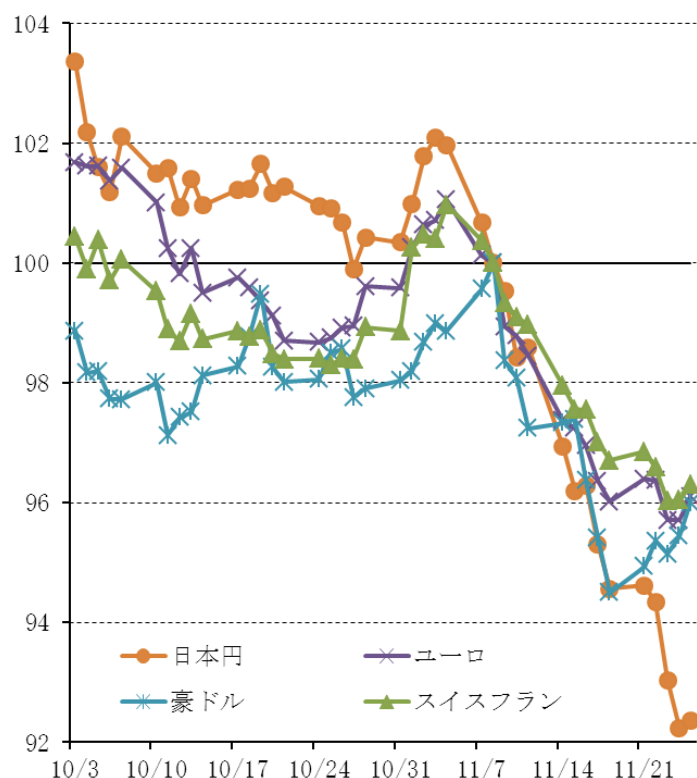
新興国の株価指数の推移(16/11/8=100)



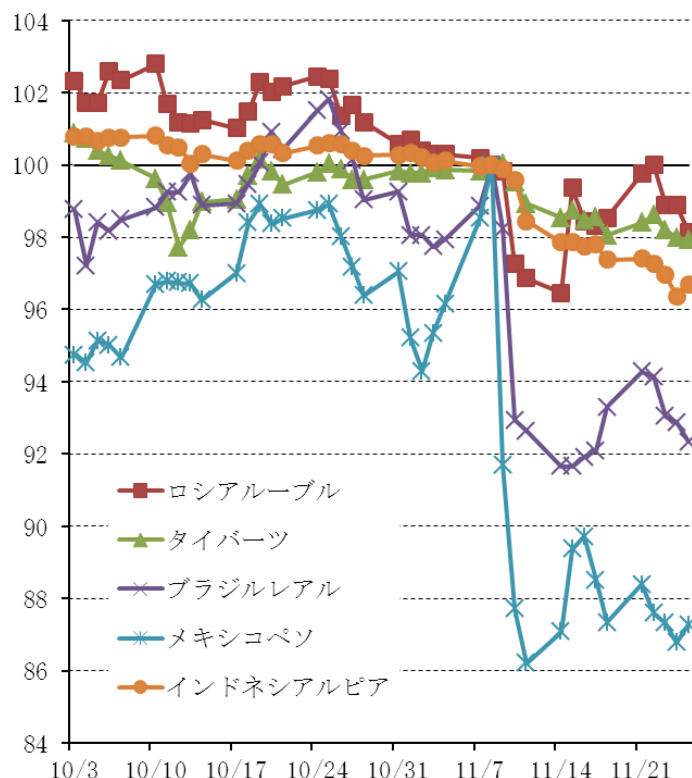
次に、対米ドルでの為替市場の動きをみる。株価と同じように、11月8日を100として指数化したものになるが、為替相場は先進国新興国通貨ともに対米ドルで下落していることがわかる。トランプ次期大統領の経済政策が米国景気を大きく押し上げるという期待と、それに伴う米国金利の上昇期待がドルの独歩高に繋がっていると判断される。

下落率をみると、先進国通貨が平均して5%程度米ドルに対して下落している一方で、新興国通貨はトランプ大統領誕生の影響が大きいとされているメキシコペソなどを除けば2%程度下落にとどまっている。米国の内向き政策による新興国への悪影響が懸念されていれば、先進国通貨よりも新興国通貨の方がより大きく減価しているはずだが、そうはなっていない。

先進国通貨(対ドル)の推移(16/11/8=100)



新興国通貨(対ドル)の推移(16/11/8=100)

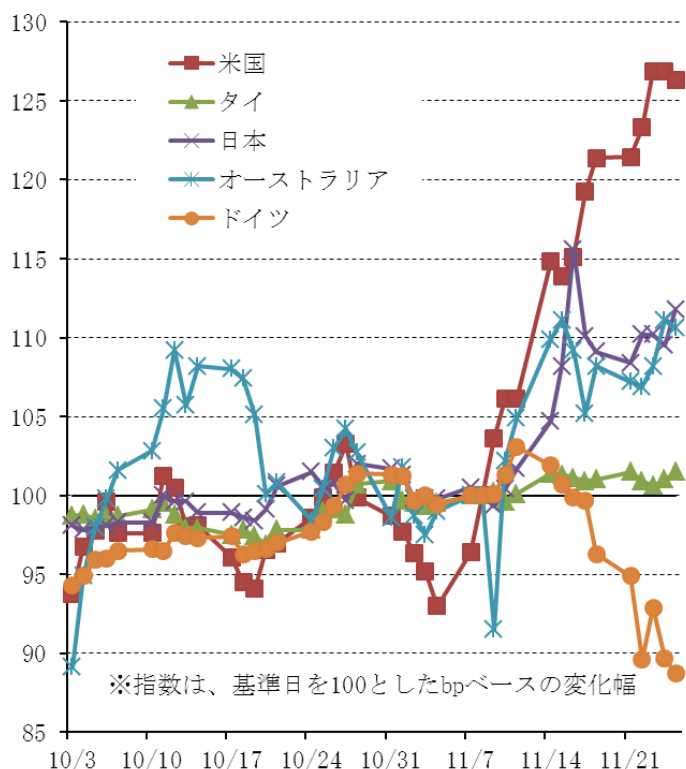


最後に債券市場の動きをみる。ここでは投票日を100とした場合の金利の変化をbp単位で描いている。左側が短期債として2年債利回り、右側が長期債として10年債利回りの変化をグラフにしたものだが、大半の国で金利は短期、長期間問わず上昇していることがわかる。

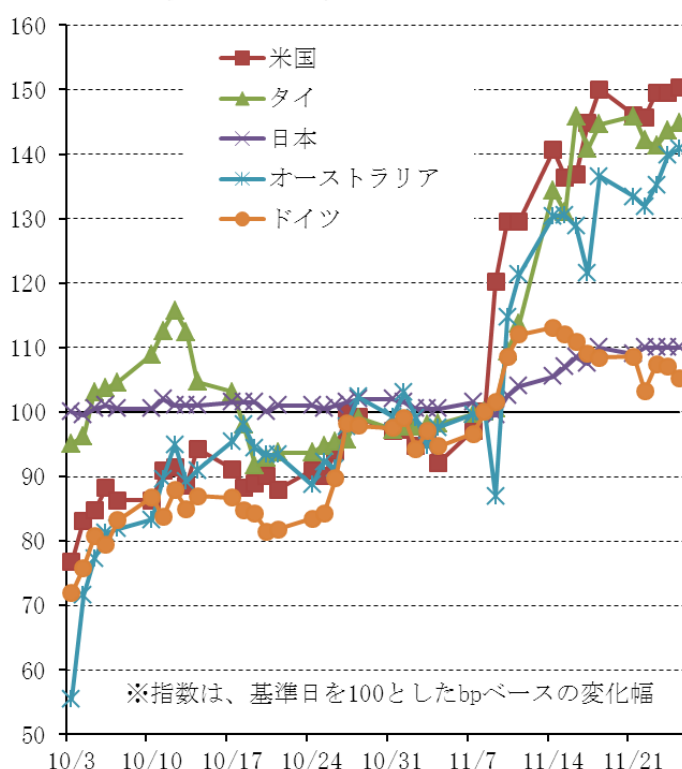
長期金利についてみると、財政悪化懸念による財政赤字拡大リスクや、景気過熱によるインフレ圧力の増大リスクを織り込む形で米国の長期金利が大幅に上昇するのは当然としても、そのような環境にはない他国の金利が上昇しているのは、グローバルな金利上昇（債券売り）の波にのまれている側面が大きいといえる。ただし、金利の上昇幅で見ると日本やドイツに比べてタイやオーストラリアはほぼ米国と同程度上昇しており、いわゆる“高金利通貨国”とそうでない国との間には若干の温度差があるようだ。オーストラリアについては、金利が大きく上昇する一方で株価も上昇していることから、米国経済の成長加速がもたらす資源国への恩恵が期待されていると考えられる。一方、新興国の多くはタイのように長期金利が大幅に上昇する一方で株価は下落しており、オーストラリアや米国のようなファンダメンタルズに対する期待に裏打ちされた金利上昇とは言えなさそうだ。やはり、幾ばくかの“トランプ大統領誕生による潜在的なリスク”からの回避的な動きは存在する可能性がある。

中国や台湾などを除く多くの新興国では、景気に対する市場の見方はまだ懐疑的だ。米国金利の上昇期待が高まる一方で、景気テコ入れのために安易な利下げなどを行えば、資金流出が明確化するリスクには注意が必要だろう。

2年債利回りの推移(16/11/8=100)

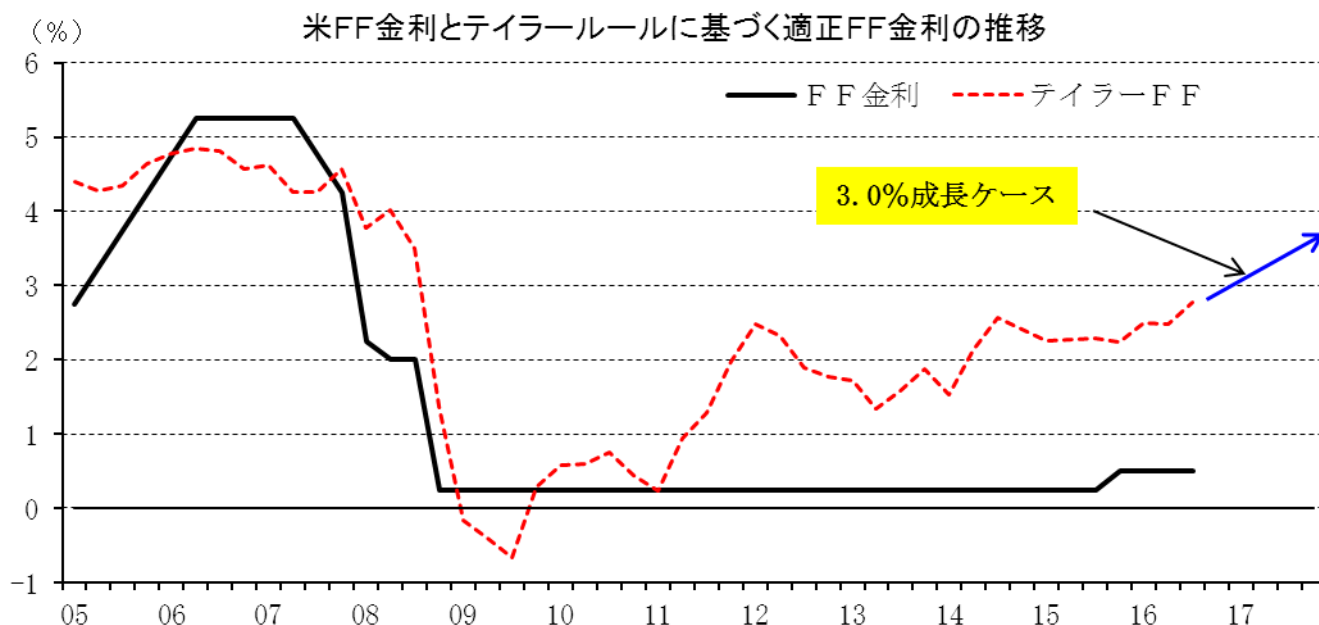


10年債利回りの推移(16/11/8=100)



今後の市場展開を探るうえで、重要なカギとなるのが金融政策の行方だろう。景気過熱をもたらしかねないトランプ次期大統領の経済政策公約が実現する場合、相応に高まるインフレ圧力に対しては適切な金融政策が求められる。7～9月期の米実質GDP成長率が3%台に達していることを勘案すれば、減税や公共投資の拡大は3%を超える成長ペースに米国経済を押し上げることになる。

米国の需給ギャップなどから算出される適切なFF金利水準（テーラールールに基づくFF金利）は、足元で2.5%程度にまで上昇しており、現実の政策金利水準（0.5%を上限）からは大幅に乖離している。適切なFF金利水準は、今後米経済が3%程度の成長を維持し、インフレ率が加速しないとしても上昇傾向を辿り、2017年末には3.5%程度に達すると試算され、現行金利水準との乖離はさらに広がっていくことになる。このような“超緩和水準”では、将来のインフレ加速、あるいはバブルの発生を抑えることは困難になる。仮に、利上げが後手に回っていると市場が判断すれば、将来のインフレリスクが高まるとして、期待インフレ率が上昇する分だけ長期金利に上昇圧力がかかる。



リーマンショック後、米国では家計のバランスシートは改善したものの、これはバーナンキ前FRB議長の下で行われた量的緩和政策による資産価格の押し上げが功を奏したもので、家計の可処分所得に対する債務の割合は高水準にあることから、十分な債務調整は進んでいないといえる。このため、長期金利の行き過ぎた上昇は家計の利払い費を急増させて、個人消費の失速を招く恐れがある。こうした事態を避けるためにも、景気の過熱が懸念される状況ではFRBはできるだけ早く政策金利を適切な水準に引き上げる必要があろう。イエレンFRB議長は、低金利政策をできるだけ継続することで、リーマンショック後顕在化しているさまざまな悪影響¹から脱する「高圧経済」の必要性に言及してきたが、財政政策がこれまでのようなやや抑制的なものから大きく舵を切るのであれば、その必要性も失われよう。

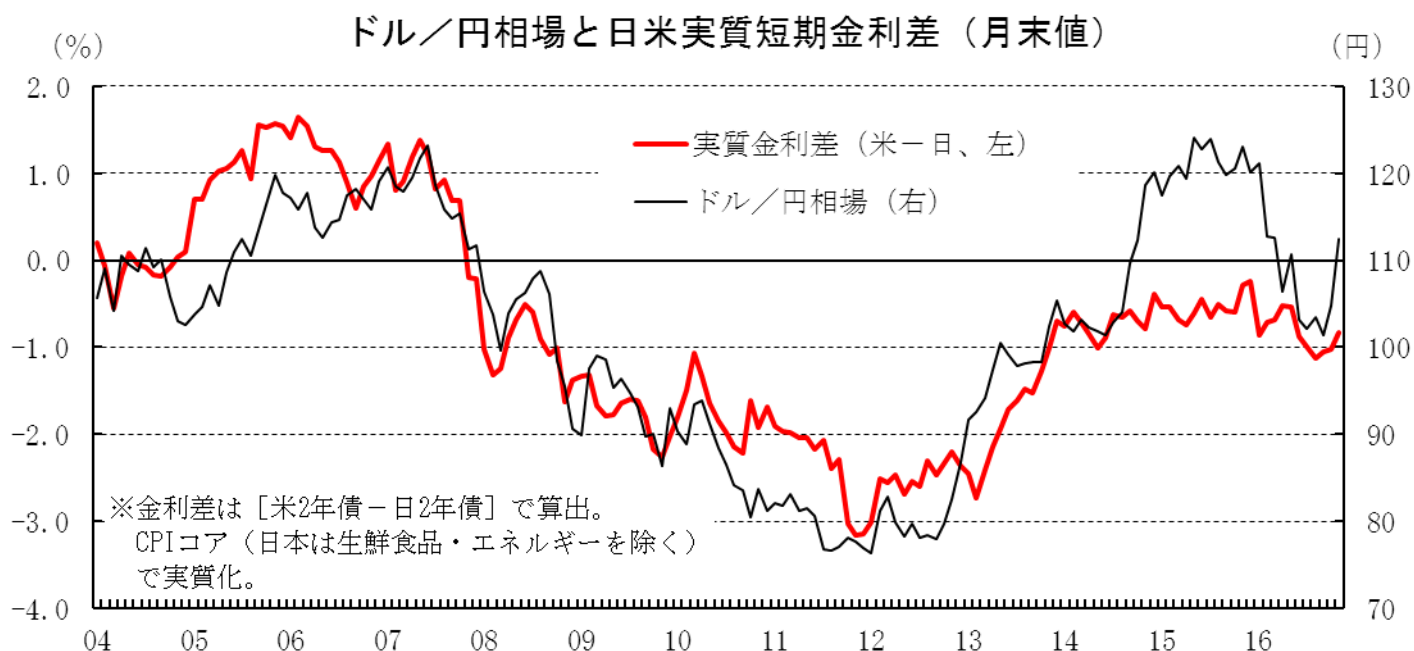
FRBは、次回12月13-14日に行われるFOMCで1年ぶりの利上げを行う可能性が高いと判断され、市場もこれをほぼ織り込んでいる。一方で、2017年の利上げについてはFF金利先物価格の水準から判断すれば1～2回程度の利上げを予想している程度だ。しかし、実際にトランプ経済政策が米経済をさらに加速させるようであれば、2017年の全FOMC（8回）で0.25%の利上げを行っても、適正FF金利水準との乖離は縮小しても追いつくことはない。こうした状況は当局も十分に認識していると考えられ、FOMCメンバー一部のタカ派的な発言に繋がっているものと判断される。

昨年12月にリーマンショック後発の利上げを行った際には、FOMCメンバーは年4回程度の利上げが適切としていた。当時に比べて利上げのテンポを抑えることが適切とされるような環境にはないことを勘案

¹ 「未利用労働需要」、「低生産性」、「低投資水準」といった要因が、自己反復性（“ヒステリシス（履歴現象）”）を持つ可能性があり、経済活動を低迷化させること

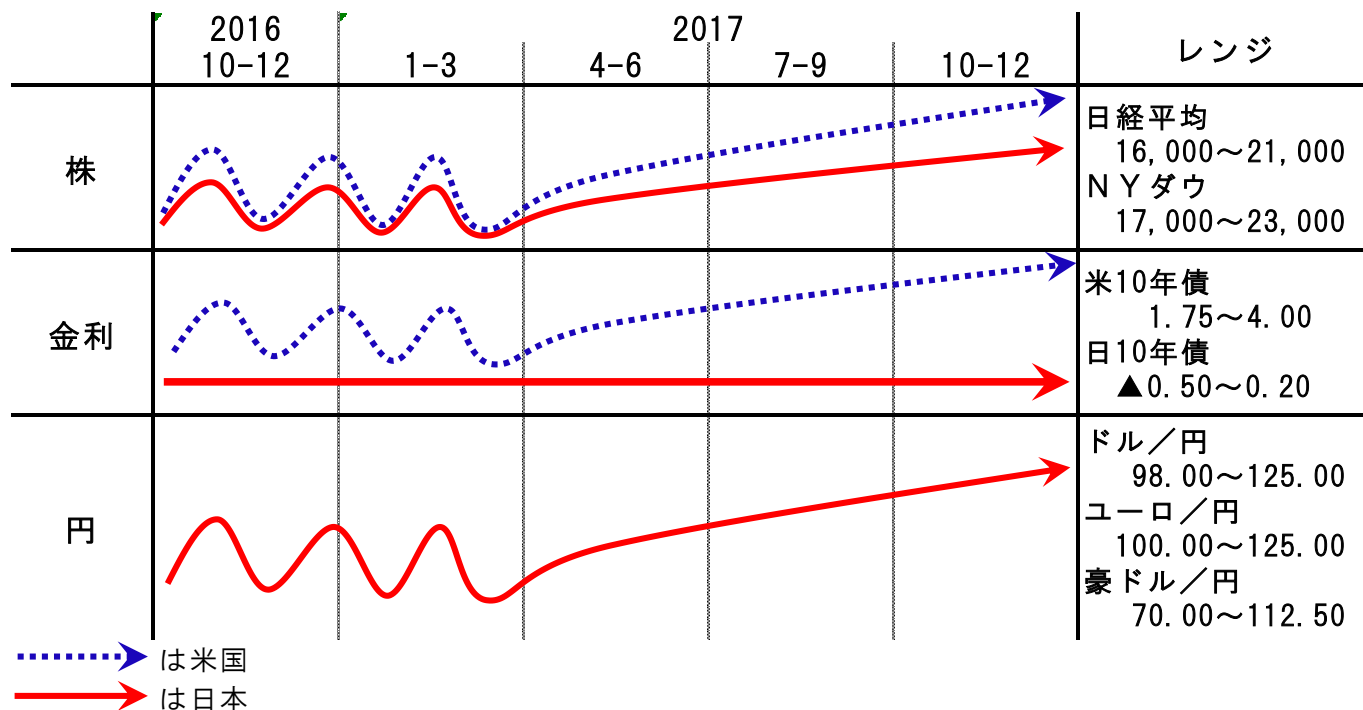
すれば、2017 年は最低でも 4 回程度の利上げが行われる可能性は十分にある。F R B 内ではハト派に位置づけられるイエレン F R B 議長の言動にそのような変化が見られることとなれば、米 2 年物国債利回りなど将来の金融政策に対する見方に影響を受けやすい金利の大幅上昇に繋がろう。

米利上げのテンポに対する市場の見方が変われば、為替相場への影響も大きくなる。足元までのところ、米 2 年債利回りは 1 回の利上げを織り込んだ程度の水準にとどまっている。今後、連続的な利上げが行われるようになれば、米 2 年債利回りと F F 金利との乖離幅も拡大し、上昇傾向を強めていく余地が大きい。仮に、F R B が 12 月に利上げを実施し、2017 年は年 4 回、0.25% ずつの利上げを行う場合、日米の実質金利差から試算されるドル／円相場は 1 ドル＝120～125 円程度となる。トランプ氏が次期大統領として当選したあと、米金利の上昇やドル高円安傾向が続いているが、適切な金融政策が実施される場合、円安余地はまだ大きいということになる。



【市場見通し】

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



年初来の市場混乱もあり、市場予想レンジは下限値を中心に下方修正とした。ただし、昨年後半以来景気の足かせとなっている世界的な在庫調整については、米国では完了したと判断されるなど、順調に進展している。今後は、生産活動は再び加速に向かうため、株価は上昇傾向に転じると予想される。

また、大統領選挙も終わる12月には米国は利上げを再開し、これによる日米金利差の拡大からドル高円安傾向が再び強まる公算が大きい。