

日本経済

日本経済は、高めの成長となった2017年からは減速しつつも、2018年を通して緩やかな拡大が続くと見られます。

消費者物価は、原油価格上昇の動きを背景に、1-3月期にかけて1%近傍まで上昇基調を強めると予想します。

国内債券・為替市場

長期金利は、0.0%～0.1%のレンジで推移しつつも、市場では日銀の金融政策修正への思惑が燃り続けると予想します。

イールドカーブは、資産配分の変更に伴う円債回帰の動きが加速すれば、ロングエンドでフラット化が進むと考えます。

1-3月期もドル円相場は、1ドル110円台前半での横這い推移を想定しています。

国内株式市場

国内株式市場は、世界的な景気回復による国内企業業績の伸長への期待から堅調な展開が続いた後、いったん調整局面を迎えると考えられます。

日本経済見通し

- 2018年の日本経済は、世界経済の拡大が成長率を押し上げる構図が続く中、内需も底堅さが維持され、潜在成長率を上回る1%台前半程度の成長が見込まれます。2017年に比べて春闘での賃上げ機運が高まっており、これが個人消費の回復に繋がれば、民需の成長率へのプラス寄与は2017年に比べて高まると考えています。
- 消費者物価(除く生鮮食品、いわゆるコアCPI、前年同月比)は、原油価格の上昇を背景に1-3月に1%程度まで上昇すると予想しますが、その後はエネルギー価格のコアCPIへのプラス寄与が緩やかに縮小すると見込まれます。2018年を通じて概ねゼロ%台後半程度と比較的高めの伸びは維持するものの、1%台での安定した推移を続けるのは難しいでしょう。

1%台前半程度の成長見込む

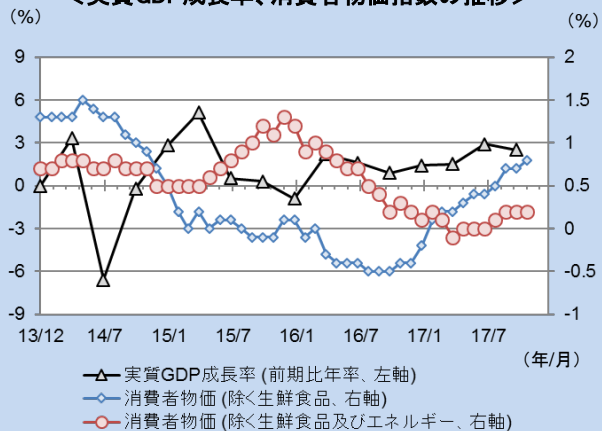
日本経済は、世界経済の拡大基調を追い風に、潜在成長率(直近の内閣府推計で1.1%程度、日銀推計で0.8%程度)を上回る成長を続けてきました。GDP推計値の遡及改定が行われた結果、2017年度前半は設備投資と外需に牽引され、4-6月期に2.9%、7-9月期に2.5%(いずれも前期比、年率ベース)と高い伸びを示し、景気回復の動きが従来の推計よりも強かったことが確認されました。2018年については、公共投資といった官需によるプラス寄与が減少するため、2017年より成長率は減速すると見込まれます。しかしながら、良好な世界経済からの恩恵を背景に1%台前半程度の伸びは確保できると予想され、来年も国内景気の拡大モメンタムは維持されるでしょう。

外需が引き続き国内成長のけん引役に

まず外需については、引き続き成長率にプラスに寄与する展開が続くと見られます。欧米の先進国では、インフレ率が緩慢な状態が続く一方で景気は堅調さを維持しており、2018年もこうした経済環境が個人消費や企業の生産・投資活動を刺激する状態が続くのではないかと考えられます。中国経済についても、潜在的に大きなリスクを抱えつつも、これまでの当局による管理下でハードランディング(硬着陸)の可能性は依然として抑えられており、強力な習近平政権の2期目がスタートした中、経済成長率は緩やかかつ小幅な減速に留り、政府が公表する実質GDP成長率は6%台が維持されるで

しょう。世界全体では、3%台半ば近傍での成長率を維持すると見込まれ、こうした世界経済の拡大がわが国の輸出動向にポジティブな影響を与え、日本経済の成長率を押し上げる構図が続くと考えます。

＜実質GDP成長率、消費者物価指数の推移＞



出所: 内閣府、総務省、日銀

※実質GDP成長率は2013年10-12月期～2017年7-9月期(四半期)、消費者物価指数(前年同月比)は2013年12月～2017年10月(月次)、消費増税の影響を除いたもの。

内需も引き続き堅調な見通し

一方、内需も引き続き堅調で、民需の成長率へのプラス寄与は2017年に比べて高まると予想します。上述の通り、世界経済の順調な拡大を背景に企業収益は高水準にあり、製造業を中心に設備投資への意欲は高い状態が続くでしょう。人手不足を背景とした省力化・合理化投資の促進のほか、東京オリンピック関連の投資がピークを迎えると見られること、人工知能(AI)の開発等が設備投資の底堅い伸びを牽引するでしょう。個人消費は、夏場から秋にかけての悪天候による影響のため弱含んでいます。バブル崩壊後の戻り高値を更新する株高の下、消費者心理は上向き基調を維持しています。所得環境の改善傾向が続き、2017年と比べて春季労使交渉(春闘)での賃上げへの機運が高まる中、2018年の春闘での賃上げ率が過去数年と比べて拡大すれば、個人消費の持ち直しは鮮明になるでしょう。

インフレ率は1%近傍に上昇の可能性

消費者物価(除く生鮮食品、いわゆるコアCPI、前年同月比ベース)は、11月末に公表された10月分の統計で0.8%まで上昇率を高めました。従来の見通しでは、この先のコアCPIの上昇ピッチは頭打ちとなり1%には届かないとの見方が支配的でしたが、1バレル40ドル台半ばで推移していた原油価格が9月以降に上昇基調を強め12月には50ドル台後半へと回復してきたことを背景に、現在では1-3月期にもう一段上昇バイアスを強め1%に達するのではないかと見方が広がっています。実際、ガソリン価格(レギュラー、店頭現金価格、全国平均ベース)が2015年7月以来の水準を回復する等、原油価格上昇の動きを消費者物価に転嫁する動きが見られているため、目先はエネルギー関連の値上がりで消費者物価を押し上げ、インフレ率は1%近傍に達する可能性が高いと見込まれます。

コアCPI、1%台での安定推移は難しく

ただ、コアCPIが1%台で定着するとの見通しは持ち難いでしょう。昨秋以来の為替相場での円安の影響が顕在化して為替相場の影響を受けやすい財価格の持ち直しが続くと思われるため、日銀版コアCPI(消費者物価、除く生鮮食品とエネルギー)は10月分の0.2%から2018年央にはゼロ%台半ばへと小幅ながらも上昇すると予想されます。しかしながら、コアCPIの上昇要因が原油をはじめとするエネルギー価格の上昇に依存したものであるため、原油相場の一段の上昇が続かない限り、前年比ベースでのエネルギー価格への寄与は、プラスを維持しつつも、緩やかに縮小していくと見込まれます。2018年を通じてコアCPIは概ねゼロ%台後半程度と比較的高めの伸びは維持するものの、1%台での安定した推移を続けるのは難しいと考えています。

一段と進む労働需給の引き締め

失業率が2%台後半へと低下し有効求人倍率がバブル期を上回る等、労働需給の引き締めが一段と進む中、春闘を前に、安倍首相は経団連に3%の賃上げを要請し、連合は4%程度の賃上げ(ベア2%程度、定期昇給2%程度)を要求水準とする方針を決定しました。AIの活用やビジネス・プロセスの見直し等によって、人件費や物流コストの上昇を販売価格に転嫁せず企業側が吸収するよう努力を続けている中、外食チェーン大手や宅配最大手、ビール各社による値上げの報道も見られています。良好なマクロ経済環境下で需給ギャップが縮小バイアスを強めている中、人手不足の深刻化と賃上げの動きが物価に波及する動きが拡がれば、政府による「デフレ脱却宣言」のタイミングが近づくでしょう。

国内債券・為替市場見通し

- 2018年を通して、日銀は現行の金融政策を維持するとの見方を基本としていますが、最近の黒田総裁と中曽副総裁からの情報発信を踏まえると、2018年中に日銀が長期金利の誘導目標水準を引き上げる形でイールドカーブ・コントロール政策を修正に踏み切るシナリオの蓋然性は十分に高いと考えています。
- ドル資金調達コストの高まりを背景に、米国への為替ヘッジ付き外債投資の利回りは、年限や債券種別によっては超長期のJGB利回りを下回る状況です。こうした市場環境の変化が、本邦投資家に対して米国への為替ヘッジ付き外債から円債に資産配分変更を促すことに繋がれば、JGBカーブはフラット化が進むでしょう。
- 2018年を展望すると、良好な世界経済の下でドル高円安バイアスが加わりやすいと見られますが、米国では中間選挙を控えてドル高への牽制が強まり得ること、またユーロ圏での金融政策の正常化が進むことで当該地域に資金が流れやすくなること、といった理由からドル高一辺倒の動きは想定していません。

1-3月期の長期金利、0.0%から0.1%で推移へ

2018年1-3月期の長期金利は、引き続き0.0%~0.1%でのレンジで推移する展開を予想しています。2017年10月に米国ニューヨーク連銀で行われた講演の中で中曽日銀副総裁が「均衡イールドカーブ」に言及した後、黒田総裁も11月のスイスでの講演で「均衡イールドカーブ」や「リバーサル・レート」に言及し、他の審議委員からも現行の金融政策に対す

る「副作用」への指摘が相次ぐ中、市場では長期金利の誘導目標水準の引き上げを含むイールドカーブ・コントロール政策(YCC)の修正への思惑が高まっています。こうした観測は1-3月期も燻り続けると思われるものの、総裁・副総裁人事を控えて、日銀が自ら金利の上昇を促すような形で長期国債買入オペの減額に踏み切ることはないでしょう。

2018年は、日銀が政策の修正に動く可能性も

2018年を通した国内債券市場については、当社では2通りのシナリオを想定しています。1つ目は、2018年中は日銀が現行のYCCを継続するものの、2019年での金融政策運営の修正を市場が織り込み、国内金利は長めの年限を中心にやや上昇バイアスが加わる、というシナリオです。上述の通り、2018年中はコアCPIの1%台での安定推移は見込み難いものの、2019年には物価が1%台に乗せて推移するとの見通しを背景に日銀がYCCの修正に動くことを想定し、それを市場が織り込む形で年後半にかけて超長期債利回り主導で金利は上昇方向に向かう、という展開を予想しています。一方、2つ目のシナリオは、2018年中に日銀がYCCの修正に着手し、これに伴い長めの年限を中心に金利上昇基調が進む、というものです。前者のシナリオがメイン・シナリオとの位置付けではあるものの、上述の通り、昨秋以降の日銀からの一連の情報発信を踏まえると、後者のシナリオの蓋然性も十分に高いと考えています。

日銀はマクロ・プルーデンスの視点を重視

日銀が、2%の物価安定目標を達成していないにも関わらず、現行の金融政策運営を修正に踏み切ると考える背景は、日銀がマクロ・プルーデンスの視点を重視すると見ているからです。黒田総裁が前述の講演で指摘している通り、「低金利環境が金融機関の経営体力に及ぼす影響は累積的なものである」という点を考慮すると、持続可能な政策への移行としてYCCの修正は十分に想定されます。「均衡イーールドカーブ」の概念を活用し、YCCの調整を行ってもなお、金融緩和の効果は維持される、という説明の下で政策変更が行われ、例えば、2018年1-3月期にかけてコアCPIが1%近傍まで達し、春闘でのしっかりとした賃上げを確認した後、新執行部の下で早ければ年央にも長期金利の誘導目標水準を現行のゼロ%程度から数10bpsの幅で引き上げYCCの修正に着手する、というシナリオは一例として挙げられるでしょう。

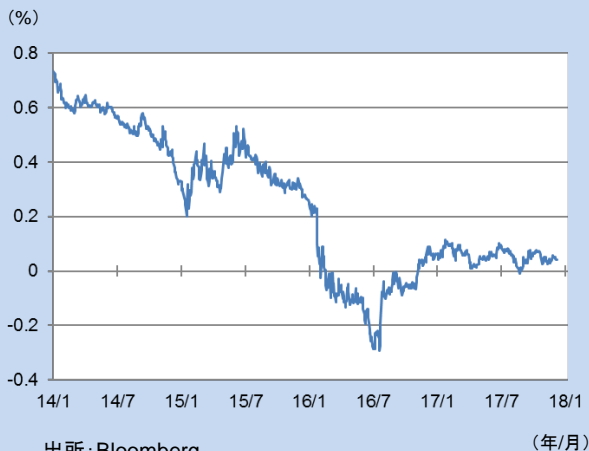
イーールドカーブはベア・フラット化のイメージ

イーールドカーブは、従来の見方の通り、国債の市中発行額と日銀の買入額との間の需給構造の相違に基づいて、相対的に日銀の買入が手薄な25年超の超長期セクターにかけて金利上昇バイアスが加わるとの見方を基本としつつも、以下の点から、金利水準が切り上がるに連れては次第にロングエンドにかけてフラット化圧力が掛かると予想しています。すなわち、米国での利上げを背景にドル資金の調達コストは大きく上昇しており、米国への為替ヘッジ付外債投資の魅力は大きく低下しています。年限や債券の種別によっては、超長期のJGB利回りを下回る状況です。米国の利上げサイクルが続く中でドル資金の調達コストが更に高まるリスクもあり、こうした市場環境の変化は、生保を中心とする日本の投資家に対して米国への為替ヘッジ付き外債から円債に資産のアロケーション変更を促す要因になるでしょう。円の超長期国債利回りが一定の水準に達してくれば、生保の超長期JGB投資への需要が高まることが予想され、こうした投資家動向の変化によってイーールドカーブのフラット化が進むと見ています。

ドル円相場は110円台前半で横這い推移を予想

1-3月期の為替市場(ドル円相場)は、1ドル110円台前半での横這い推移が続くと予想しています。良好な世界経済の下、金融市場ではリスク・オンになりやすい状態が続くと考えられ、ドル円相場にはドル高円安方向の地合いが継続するでしょう。ただし、12月の米連邦公開市場委員会(FOMC)でアップデートされたFOMCメンバーによる経済予測では、実質GDP成長率が上方修正されながらも、インフレ率は9月時点の見通しに据え置かれました。パウエル新米連邦準備制度理事会(FRB)議長の下、1-3月期に公表されるインフレ指標次第では、低インフレへの警戒から利上げペースが年3回の予想から遅れることも考えられ、この場合、為替市場はドル安で反応するでしょう。

<10年国債利回りの推移>



<米ドル/日本円の推移>



また、米国の政治動向を巡り不透明感が高まる局面や北朝鮮や中東情勢の緊迫化といった地政学的リスクが高まる場面では、リスク・オフの動きが強まることでドル安円高方向の動きが進むと予想されます。もっとも、ドル安円高の動きが強まる局面では、本邦投資家からの為替ヘッジ無しでの外国証券投資が進む動きが想定されます。上述の通り、ドル資金の調達コストが上昇し為替ヘッジ付き外債投資への魅力が低下する中、日本の多くの生保は為替ヘッジ無しの外債投資を重視するスタンスを鮮明にしています。こうした資金フローへの警戒が、ドル安円高の動きを和らげることでしよう。

ドル高一辺倒の動きは想定せず

2018年を展望すると、米国経済の堅調な拡大を背景に、FRBによる継続的な利上げが見込まれる中、ドル円

相場には上昇圧力が加わりやすいと考えられるものの、ドル高一辺倒の動きは想定していません。2018年は秋に米国の中間選挙が控えています。トランプ米大統領の支持率が低水準で推移する中、ドル高の動きが進めば、米製造業への配慮から米政府がドル高の牽制を強める事態も想定されます。また、良好な経済環境を背景に、ユーロ圏をはじめとして他の先進国も金融政策の正常化を進めることでしよう。2017年12月の理事会で、欧州中央銀行(ECB)はインフレ率と成長率に関するマクロ経済予測を上方修正しました。また、それに先立ち、複数のECB高官からは資産買入プログラムの終了に関して肯定的な発言も見られています。ユーロ圏で金融政策正常化の動きが進めば、ドルからユーロへの資金シフトが強まるのではないかと考えています。

国内株式市場見通し

- 世界経済は2016年半ばから堅調な状況が続いており、物価は上昇基調にあります。
- 米国は、トランプ政権の公約の一つであった大規模なインフラ投資への期待は後退しているものの、税制改革の実現による設備投資の押し上げが期待され、経済は成長軌道を維持すると見込まれます。
- 日本経済は国内設備投資や輸出の回復から企業収益は拡大が続く見通しです。更にEPSの成長期待が続くことが予想されます。
- 上記より、当四半期の国内株式市場は増益モメンタムの拡大から堅調な展開を予想しますが、北朝鮮や中東などの地政学リスクや海外の政局などには留意が必要です。

堅調な世界経済が日本企業に恩恵

景気は世界的に緩やかな回復を続けています。米国はトランプ政権の公約の一つであった大規模なインフラ投資への期待は後退しているものの、もう一つの公約であった税制改革法案が成立しました。改革項目のうち、特に法人税率の引き下げが企業の設備投資を押し上げ、経済は堅調な成長軌道を維持すると見込まれます。また金融政策は経済成長を背景に米連邦準備制度理事会(FRB)による段階的な引き締め局面にあり、2017年に3回の利上げを行うと共に10月からバランスシートの縮小を開始、2018年も継続的な利上げが予想されています。一方、日本は金融緩和政策を継続する方針で、今後、日米の金融政策の違いにより長期金利差が拡大し、緩やかなドル高円安が進展すれば、日本企業の収益にはプラスとなりそうです。

国内経済も回復基調

国内経済は、雇用・所得環境は改善基調、外需面でもアジアや米国向けの輸出が回復基調にあります。国内企業の収益面では、東証株価指数(TOPIX)の2017年度1株当たり利益(EPS)はコンセンサスベースで前年比5%増の123円、来期も1桁台後半の増益が予想され、株主還元政策の強化も期待されます。企業収益の好調持続とEPSの増加基調を好感し、市場参加者のPER目線が切り上がる可能性が出てきており、その場合再度高値を更新すると思われます。一方、北朝鮮

の核実験や中東での緊張の高まりなど地政学リスクの台頭や、米国をはじめ海外での政局不安の高まりが、引き続き市場の不安定要素と考えられます。

国内株式市場は、世界的な景気拡大や企業業績の好転から堅調な展開が継続するものと予想しています。一方で、中東・北朝鮮などの地政学リスクや海外の政局リスクの台頭、日米両国の株式市場上昇後の利食い売りなどが調整局面入りを誘発する可能性を想定しています。

<日経平均株価、S&P500指数の推移>



出所: Bloomberg

※2015年12月30日～2017年12月27日(日次)

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものです。その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよび“ロックシンボル(The Rock)”は、プルデンシャル・ファイナンシャル(本社:米国ニュージャージー州ニューアーク)およびその関連会社のサービスマークです。英国プルデンシャル社とはなんら関係はありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第392号
加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会
PGIMJ201712281233