

日本経済

日本経済は、個人消費や設備投資を中心に緩やかな回復を維持するものの、円高基調の強まりにより2018年の成長率は年始の見通しに比べて幾分下振れると見られます。

消費者物価は、7-9月期まで1%近傍の水準を維持した後、前年比効果の剥落に伴い伸び率が鈍化していくと予想します。

国内債券・為替市場

長期金利は、日銀による政策調整への期待が大きく後退する中、引き続き0.0%～0.1%のレンジ推移が予想されます。

イールドカーブは、年度初めで生保の投資需要が一旦沈静化すれば、フラット化に歯止めが掛かるでしょう。ドル円相場は、ドル安を後押しする材料に事欠かない中、円高ドル安バイアスが残りやすい展開が続くと考えています。

国内株式市場

国内株式市場は、米中間の貿易摩擦懸念が急速に台頭し、不安定な動きとなっています。円ドルレートの水準次第では企業収益の下振れ懸念がリスク要因と考えられます。ただし、米長期金利は落ち着きを取り戻しており、中長期的には円安ドル高が期待されることから、相場の基調は再び堅調さを取り戻すものと予想します。

日本経済見通し

- 円高基調は輸出企業を中心に企業収益を押し下げる方向に作用し、また輸出の減少を通じて実質GDP成長率に対する外需の寄与度を低下させる要因となります。国内外での政治を巡る不透明感が更なる円高の進展や世界貿易の停滞を招くことになれば、国内外景気の成長モメンタムが鈍化するシナリオの蓋然性は高まることでしょう。
- 年始以降の円高を背景に、食料品をはじめとする輸入物価は既に減速傾向を示しており、これが数ヶ月のラグを伴って消費者物価を下押しすると見込まれます。また、為替相場の先行きについて、一段の円高方向との見方にバイアスが加わりやすい中では、実際のインフレ率が上がりにくいだけでなく、企業や消費者のインフレ期待も高まりにくいと考えられます。

下振れリスク高まる2018年の成長率

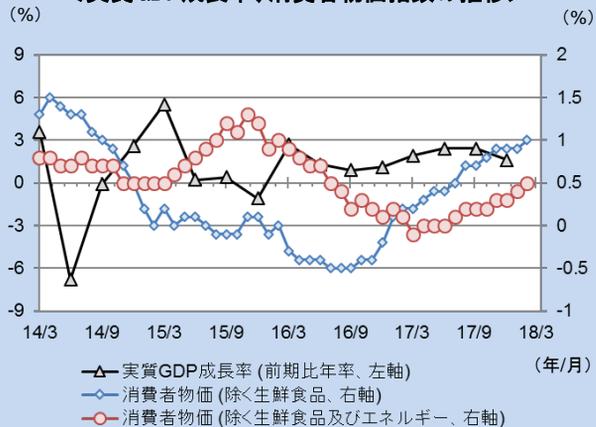
日本経済は、2017年10-12月期の実質GDP成長率(2次速報値)が前期比年率で1.6%と潜在成長率(トレンド成長率、直近の内閣府推計で1.1%程度、日銀推計で0.85%程度)を上回る回復を続けています。本稿執筆時点(2018年3月26日時点)で公表されている月次の経済指標に基づけば、2018年1-3月期は、寒波の影響による個人消費の減速や輸出の伸びの鈍化等の影響で、実質GDP成長率はトレンド成長率を下回る可能性が高いと予測されますが、世界経済の回復モメンタムが維持されている中で、4-6月期以降は設備投資や個人消費を中心に再びトレンドを上回る成長へと軌道を回復していくと見ています。ただし、年初以降続く為替市場での円高傾向を受け、年始に1%台前半程度と想定していた今年の成長率には幾分、下振れリスクが高まっていると考えています。

円高基調が輸出企業の収益押し下げ

多くの輸出企業の想定為替レートが1ドル105円から110円に分布する中、足元では1ドル104円台へと円高ドル安が進む場面が見られています。自動車メーカーに代表されるように、日本企業による海外現地生産への取り組みは拡大の一途を辿っているものの、為替の円高基調は輸出企業を中心に企業収益を押し下げる方向に作用し、また輸出の減少を通じて実質GDP成長率に対する外需の寄与度を低下させる要因になります。国内では、関西の学校法人を巡る財務省の文書改ざ

ん問題を受け、安倍内閣への支持率は第二次政権発足後の最低水準に落ち込んできており、政局の不安定化に伴い大規模金融緩和といった「脱デフレ」政策の後退懸念が高まれば、為替市場では円高圧力が一段と強まるでしょう。

<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2014年1-3月期～2017年10-12月期(四半期)、消費者物価指数(前年同月比)は2014年3月～2018年2月(月次)、消費増税の影響を除いたもの。

また海外では、トランプ米政権の閣僚や高官の辞任・解任が相次ぐ中で保守派が台頭し、秋の中間選挙を控えて保護主義的な通商政策を押し進めるのではないかと懸念も燃ります。更なる円高の進展や世界貿易の停滞によって、国内外景気の成長モメンタムが鈍化するシナリオの蓋然性は高まっていると考えられます。

春闘での賃金上昇の影響は限定的

2018年春闘では、主要企業の労使が前年を上回るベースアップ(ベア)で妥結し、また勤務間インターバル規制の導入といった賃金以外での処遇改善の実現も進んだこと、更には中小企業での賃上げ率が相対的に高まっていることが特徴的です。3月23日に日本労働組合総連合会(連合)が公表した第2回回答集計結果での賃上げ率(ベアと定期昇給の合算、平均賃金方式)は2.17%に留まっていますが、手当てや一時金等と合計することで政府が求めた「3%」の達成を示す企業が目立っています。2017年は、賃金上昇率が小幅に留まる中で消費者物価の上昇が進んだことから、実質賃金は前年比ベースでマイナス圏での推移が続きました。消費者物価の上昇率が高止まりする中、先行きの賃金の上昇に加速感が伴わないのであれば、実質所得の改善は緩やかなものに留まることでしょう。個人消費は良好な労働市場環境等を背景に緩やかな回復を続けており、この基調は今後も続くと思われませんが、今回の春闘での賃金改善が家計による消費行動を更に拡大させるには至らないでしょう。

秋以降、消費者物価の伸び率は鈍化の見通し

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、年始に示した見通しの通り、3月23日に公表された2月分のデータで遂に1%に乗せてきました。原油価格と円相場の前年比効果(ベース効果)により、今年の7-9月期にかけて、コアCPIは1%近傍を維持し、日銀版コアCPI(消費者物価、除く生鮮食品とエネルギー)についても足元の0.5%からゼロ%台後半へと緩やかに伸び率を高めていくと見込まれます。しかし、秋以降はベース効果が剥落してくるため、消費者物価上昇率はゼロ%台後半へと伸び率が鈍化する可能性が高いと考えています。さらに、年始以降の円高基調を背景に、食料品をはじめとする輸入物価は既に減速傾向を示しており、これが数ヶ月のラグを伴って消費者物価を下押しする要因になると予想されます。無論、2016年夏にかけて1ドル100円近傍へと円高が進んだ際には輸入物価の下落が進みましたが、消費者物価ベースでの食料品価格の下落は限定的でした。そのため、今次円高局面においても、為替変動の影響がどの程度消費者物価に転嫁されるのか不透明な点は残ります。しかし上述のように、日米での政治を巡る不透明感が高まる中、為替相場の先行きについて一段の円高への警戒という見方にバイアスが加わりやすい状況に鑑みれば、実際のインフレ率が上がりにくいだけでなく、企業や消費者のインフレ期待も高まりにくいでしょう。2018年を通じてコアCPIが1%台での安定した推移を続けるのは困難との見通しに変わりはありません。

国内債券・為替市場見通し

- 足元での円高基調を受け、2019年度頃としている2%の物価安定目標達成時期の更なる先送りのリスクが高まる中、物価目標達成のため、2018年度も日銀は長期金利の誘導目標を据え置く予想します。長期金利は、0.0%~0.1%を中心とした狭いレンジ推移が更に続くと思われれます。
- 生保による超長期国債への投資額は、例年、年度の前半よりも後半に増加する傾向が顕著に見られます。こうした季節性に従えば、4-6月期は生保による超長期国債の購入ペースが一旦鈍化することで超長期債利回りの低下傾向に歯止めが掛かり、イールドカーブのフラット化の動きにも一服感が出てくるのではないのでしょうか。
- ドル円相場については、米国での財政赤字と経常赤字の拡大懸念や米政権のドル安志向、米ドルから他通貨への資金シフトといったドル安の要因が残存することに加え、日米での政治を巡る不透明感の高まりは金融市場でのリスク回避的な動きを助長し、円高ドル安の動きを招く材料として意識されることでしょう。

4-6月期の長期金利、0.0%から0.1%で推移へ

2018年4-6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。当社は年初のレポート(『日本市場の動向と見通し 2018年1月~3月期』)で示した見通しで、①2018年中も日銀が現行のイールドカーブ・コントロール政策(YCC)を継続するが、2019年での金融政策運営の修正を市場が織り込む、というシナリオと、②2018年中に日銀がYCCの修正に着手する、というシナリオを並列的に想定していましたが、直近の日銀新執行部からの情報発信や

物価の先行きを踏まえ、以下のようにシナリオを見直しました。すなわち、メイン・シナリオを、①2018年度も現行政策を維持する、とし、サブ・シナリオとして、②円高の更なる加速で物価の基調が崩れ、2%の物価目標達成のため更なる金融緩和の実施、リスク・シナリオとして、③2018年度中に長期金利誘導目標水準の見直しを含む現行政策の調整、と想定します。ただし、このサブおよびリスク・シナリオの生起確率は低いと考えています。

日銀、現行政策を維持へ

3月上旬に衆院で行われた所信聴取で、黒田日銀総裁は「物価2%目標実現に向けた総仕上げに全力を尽くす」と強調し、また、消費者物価が1%に達したからといって「長期金利目標を引き上げていいとは思わない」、更には「現時点で18年度ごろ出口を議論し探るとは考えていない」と発言し、当面は現状の政策を継続する姿勢を改めて強く示しました。上述のように、直近のコアCPIは1%に乗せており、この先も夏場にかけては1%近傍を維持するものの、原油価格と円相場の前年比効果の剥落に加えて足元での為替相場の円高基調を受け、秋以降は物価に下押し圧力が加わる可能性が高まっているため、2019年度頃としている物価目標達成時期についても更に先送りされるというシナリオが現実味を帯びてくるのが予想されます。したがって、物価目標達成のため、2018年度も日銀はYCCを堅持し長期金利の誘導目標の引き上げを見送る、というシナリオの蓋然性が大きく高まったと考えています。

2019年度も日銀は現行政策を続ける見込み

2019年度まで見通すと、2019年10月には10%への消費増税が控えています。今回の増税による引き上げ分は2%であることに加え、軽減税率の導入や教育無償化が増税とセットで行われる予定のため、前回の8%への3%分の引き上げ時ほど個人消費への下押し効果は大きくならないと予想されます。ただそれでも、増税による景気への影響を見極める前に日銀が金融政策の調整を行うことは考えにくいでしょう。上で述べたとおり、当社は2018年度の現行政策の継続をメインシナリオとしています。2019年度についても消費増税を控えているため現行政策が続く可能性が極めて高いと考えており、長期金利は0.0%~0.1%を中心とした狭いレンジ推移が更に1年~2年程度続くのではないかと予想しています。

イールドカーブのブル・フラット化に一服感

イールドカーブは、2017年8月以降、生命保険会社(生

保)による超長期国債への投資需要を背景にフラット化が進んできました。また、海外投資家についても、各種の売買統計によれば、金利上昇にベットしたポジションの解消を進めた形跡が窺われ、これもイールドカーブのブル・フラット化に寄与したと考えられます。ただ、4-6月期については、こうしたイールドカーブのフラット化を促した投資行動が沈静化すると見込まれるため、ブル・フラット化の動きにも一服感が生まれてくると考えています。特に、生保の投資行動を振り返ると、例年、超長期国債への投資額は年度の前半よりも後半に増加する傾向が顕著に見られています。この季節性に従うと、4-6月期については、生保による超長期国債の購入ペースが一旦鈍化し、それに応じて超長期債利回りの低下傾向にも歯止めが掛かるのではないのでしょうか。一方、円金利の先高観に乏しい中、米短期金利の更なる上昇を背景に米ドル資金の調達コストが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一段と低下しています。外債から円債への資金シフトも生じやすい環境は続いており、こうした資金が長めの年限に流入すれば、超長期セクターの金利上昇を抑制する大きな要因になるでしょう。

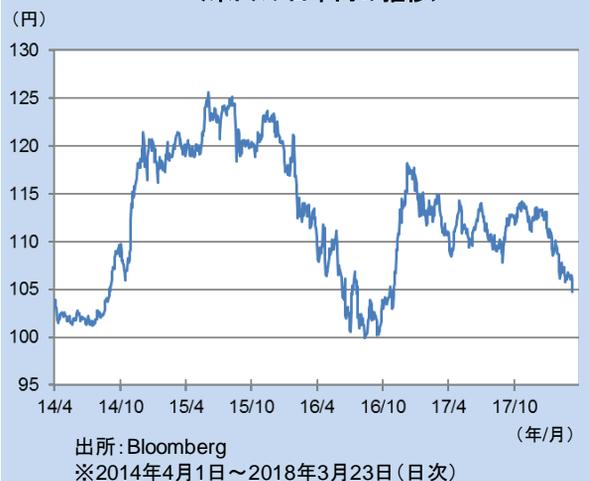
円高ドル安バイアスが残りやすい展開に

4-6月期の為替市場(ドル円相場)は、ドル安基調の下で、円高ドル安バイアスが残りやすい展開が続くと考えています。米国をはじめとする世界景気の拡大基調が続く中、3月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で示されたFOMCメンバーの政策金利見通し(ドット・プロット)は、2019年と2020年を中心に大きく上方修正されました。これは日米金利差の更なる拡大という点で円安ドル高を促す材料ですが、1-3月期に進んだドル安の背景にある要因、すなわち、①米国の財政赤字と経常赤字の拡大への懸念、②米中間選挙を控えたトランプ政権のドル安志向、③米ドルからユーロを中心とする他通貨へのシフト、といった点に大きな変化はなく残存しています。

<10年国債利回りの推移>



<米ドル/日本円の推移>



これらのドル安の要因に加え、上で述べた通り、トランプ米政権による通商政策に関する保護主義的姿勢への懸念が高まる中、共和党の地盤であるペンシルベニア州で3月中旬に行われた下院補選では、選挙前にトランプ大統領が鉄鋼とアルミニウムに高関税を課す輸入制限措置に署名し、白人労働者層の支持つなぎとめを図ったものの、共和党候補が敗れる事態となりました。今秋の中間選挙を控え、トランプ米政権が対外的に一層の強硬策を打ち出す可能性も否定できません。また日本国内では、財務省による文書改ざん

問題を背景に、安倍政権への支持が急速に低下しています。日米での政治を巡る不透明感の高まりは金融市場でのリスク回避的な動きを助長し、円高ドル安の動きを招く材料として意識されるでしょう。なおユーロ圏において、ECB(欧州中央銀行)による年内の資産買入プログラムの終了とその後の利上げに向けた金融政策正常化の議論が進展することになれば、米ドルからユーロへの資金シフトが加速することが予想され、これもドル安を生じさせる一因になると考えられます。

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。
- 米国では、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、国内の設備投資や底堅いグローバル景気による堅調な輸出から企業収益は拡大が続く見通しであり、EPS(1株当たり利益)の成長が続くことが予想されます。
- 上記により、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、地政学リスクや国内の政局、及び保護貿易主義の台頭による貿易戦争などのリスク要因には留意が必要です。

緩やかな回復続ける世界経済

世界経済は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税制改革法案が成立し、法人税率の引き下げによる企業の設備投資の押し上げが期待されることから、米国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年に利上げ局面に入り、2018年も継続的な利上げが予想されています。一方、国内の長期金利は安定的な推移が見込まれることから、中長期的には円安ドル高となることが想定されます。

底堅い国内株式市場の基調

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2018年度のEPS(1株当たり利益)はコンセンサスベースで前年比1桁台半ばから後半の125円への増益が見込まれており、株主還元政策強化への期待もあることから相場の基調は底堅いと思われます。

一方、リスク要因としては、地政学リスクの台頭や国内の政局不安、及びトランプ政権下での行き過ぎた保護貿易主義から各国間に貿易戦争の様相が強まることなどが考えられます。これらのリスク要因が顕在化する

るリスクオフの展開となれば、相対的に安全資産と言われる円が買われ、円高ドル安の長期化が企業収益の下振れ要因となり、株価を押し下げることになると予想されます。

＜日経平均株価、S&P500指数の推移＞



出所: Bloomberg

※2015年12月30日～2018年3月26日(日次)

本資料はPGIMジャパン株式会社の債券運用部および株式運用部が執筆したものです。

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のですが、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
PGIMJ201803270345