

KAMIYAMA Reports vol. 99

初夢:2018年は居心地の良い環境

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- ・ 先進国、成長は持続しデフレ懸念からは脱却
- ・ 新興国は質の改善へ
- ・ 債券から株式への資金シフト

2017年は、米国中心の消費回復による貿易拡大が世界に伝播しはじめ、資源国や新興国市場は資源価格の安定を背景に安心感が広がった。先進国のデフレ懸念からの脱却は、主要中央銀行の金融政策の正常化を意味するが、政策の変更が緩やかであったことから、為替や金利水準に悪影響を与えず、結果として新興国の利下げ余地が生じ、世界的な景気回復につながった。一方、米国の保護主義的といわれたトランプ政権の政治姿勢や北朝鮮のミサイル実験などの地政学リスクなどが懸念されたが、金融市場に大きなインパクトを与えるほどではなかった。このような環境下、2018年は昨年の基調をそのままに、世界経済、金融市場は居心地の良い環境になるだろう。

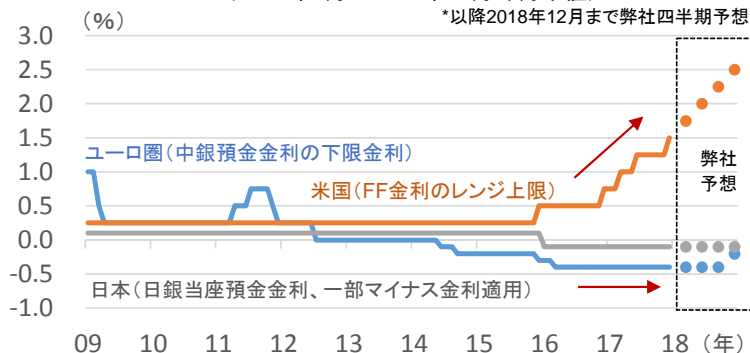
先進国、成長は持続しデフレ懸念からは脱却

昨年の米国は、堅調な労働市場が所得環境を改善させ、貯蓄率の低下基調も相まって個人消費が回復した。現時点は、ようやく米国の貿易拡大が世界に伝播し「回復トレンド」に入り始めたものの、リーマン・ショックからの正常化に

米国・ユーロ圏・日本の政策金利

(2009年1月～2017年12月*、月末値)

*以降2018年12月まで弊社四半期予想



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成) * 上記は過去のものおよび予測であり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

は至っていないとみている。ここでいう正常化は金利の正常化で示される。足元、FRB(米連邦準備制度理事会)は金利の正常化を進める一方で、日本やユーロ圏の中央銀行は金融緩和姿勢を続け、米国のような金利正常化は2018年中は難しいだろう。つまり、今年も居心地の良い「回復トレンド」を継続する、とみる。

つぎに、デフレ懸念からの脱却が具体的に物価上昇を示す道筋を考えよう。一般的に、需要量が供給量を上回ると価格が上昇し、インフレ期待でデフレ懸念から脱却できる。ここで重要なことは、需要量の増大が数量増であることだ。なぜなら、数量が増えれば人を雇い、設備投資を増やして生産増につながりやすくなるからだ。

米国の雇用増大→賃金増大→消費拡大→貿易拡大→世界経済の成長、という流れは、今年も継続するだろう。回復トレンドのカギとなる米国は、懸念されたトランプ政権の保護主義的な政策が思いのほか厳しい内容とならず、昨年末には重要政策であった税制改革案が議会で可決されるなど、政権への不確実性は低下しており、経済は良好だ。結果として、世界の個人消費の約2割を占める米国が数量を伴う需要を創出し、そこへ日本や欧州、中国などが製品を供給することで、世界経済の成長は持続していくことになる。

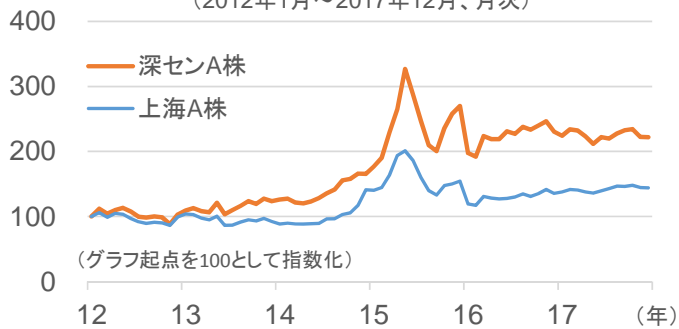
新興国は質の改善へ

昨年、資源国や新興国市場は、原油価格が安定したことに加え、米国金利が緩やかな上昇であったことから為替も安定するなど、おおむね良好だった。今年、このトレンドは継続するとみるが、質の改善がポイントになる。

注目すべきは、習近平政権が強化された中国だ。今年は改革の加速が期待され、このことが中国の将来のみならず世界経済のトレンドをも強くするとみている。無論、金融規制の強化で市場流動性が低下する懸念はあるが、むしろ地方政府などの過剰な債務残高を減らす効果への期待が高く、経済は質の改善へと向かうことになるだろう。昨年の党大会で、「足元の経済は高速成長から質の高い発展を目指す段階であり、経済の革新力と競争力を高める方針」を示しており、国有企業改革や深センに代表されるイノベーション型の産業などが、質の改善に貢献すると期待する。

中国の株価指数

(2012年1月～2017年12月、月次)



示しており、国有企業改革や深センに代表されるイノベーション型の産業などが、質の改善に貢献すると期待する。

つぎに資源国市場だが、今年も昨年同様に原油価格の安定は続くとも見ており、良好な環境が続くだろう。原油価格が下落した背景の一つに、少ない油井で低コストの原油が採掘できるシェール革命による影響が大きかった。しかし、昨年はコスト低下が一段落し、生産を増やすには油井を増やさざるを得なくなってきたことから、全体的に原油価格は安定しやすい状況にある。今年、世界的な景気回復が石油需要を高め、インフレ期待と共に原油価格の緩やかな上昇が期待されることから、新興国市場は緩やかに成長するだろう。

債券から株式への資金シフト

今年は、債券から株式への資金シフトが緩やかに進むだろう。デフレ懸念からの脱却が進み始めるとすれば、株式の魅力は高まるとみている。インフレ期待の環境下では、企業は生産拡大に熱心となり企業収益が高まりやすくなる。これは、足元で過剰投資の兆しは確認できず、バブルになるほどの状況でもなく、さらに、金利の急上昇が懸念されるような、インフレだけが高まっている主要国が見当たらないからだ。したがって、「ゴルディロックス」(適温相場)が継続するとみる。景気回復がさらに進めば、これまで以上にリスクを取ろうとする投資家が増え、株式のリターンが債券のリターンよりも高くなる市場が増えるだろう。もちろん、金利正常化に向かう過程での金利の緩やかな上昇は債券価格の多少の下落につながるが、債券は資産保全のための大事な資産であり、なくしてしまう必要はない。

リスクは、資金フローの急激な変化だ。簡単に言えば、米国や欧州など中央銀行の政策変更により金融市場がつけなかつたり、懸念が強まったりすることだ。メインシナリオは資金シフトが緩やかに進むことだが、インフレだけが進行してしまう懸念の高まりが債券を売って現金化する動きにつながり、債券からの急激な資金逃避が起こる場合は注意が必要だ。

2018年を見渡すと、リーマン・ショックからの正常化プロセスが続く中で、おおむね世界経済はこれまで以上に明確な成長軌道に乗る可能性が高いとみている。物価が安定し米国の利上げが緩やかとなれば、株式市場にとっては、居心地の良い環境になるとみている。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter <https://twitter.com/NikkoAMofficial>