

Weekly  
エコノミスト・  
レター2016年はどんな年？  
金融市場のテーマと展望  
～金融市場の動き(12月号)

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. **(金融市場)** 2015年は最終的に(小幅な)円安・株高で着地しそうだ。今年を振り返ると、「米利上げの後ずれ」「中国不安の台頭」という二つの誤算が生じ、市場に多大な影響を与えた。では、来年はどのような年になるだろうか？まず、世界経済は、その耐久力を問われることになる。米利上げがずれ込んだことで、利上げ後に副作用が出るかという問題も後ずれし、来年のテーマになった。また、来年も中国経済の減速が続くことがほぼ確実視されるため、悪影響が予想される。さらに地政学リスクも高い状況が続くだろう。国内ではまず、「ニッポン一億総活躍プラン」発表と参院選という政治イベントが注目される。新三本の矢への期待を高められるか？政治基盤の安定に繋がるかがポイントだ。金融政策では、日銀の追加緩和の有無が注目点だ。早期の緩和があれば、円安・株高材料になるだろう。そして日本経済という観点では、来春闘での賃上げが大きな意味合いを持つ。力強い成長のためには賃上げの動きが強まる必要がある。来春闘は来年の経済と株価を左右する材料になるだろう。基本シナリオとしては、日米経済の回復、緩やかな円安に伴って、来年の方向性は円安・株高と予想している。ただし、世界的に政策対応力が落ちている中で、下振れリスクには事欠かないため、従来以上に下振れリスクへの目配りが欠かせない一年になりそうだ。なお、国内政治、賃上げには不透明感があり、日本株にとっては、上振れリスクにも下振れリスクにも成り得る。
2. **(市場の動きと予想)** 11月は円安ドル高、ユーロドルは急落、長期金利はほぼ横ばいとなった。当面は米利上げがほぼ確実視されることでドル高が進むと予想。目先のカギはやはり本日の米雇用統計。長期金利はドル調達コスト上昇の影響で横ばいと見ている。

## 2016年の主なスケジュール

時期	海外	国内
16年1月		通常国会召集
2月		春闘本格化
3月	中国全人代(5カ年計画決定)	北海道新幹線開通
5月		G7伊勢志摩サミット
(春)		「ニッポン一億総活躍プラン」発表
7月		参議院選挙(W選挙?)
8月	リオデジャネイロ五輪開催	
9月	G20サミット(in中国)	
11月	米大統領選挙	
(年内)	アイルランド総選挙	駆け込み需要開始？ TPP批准？

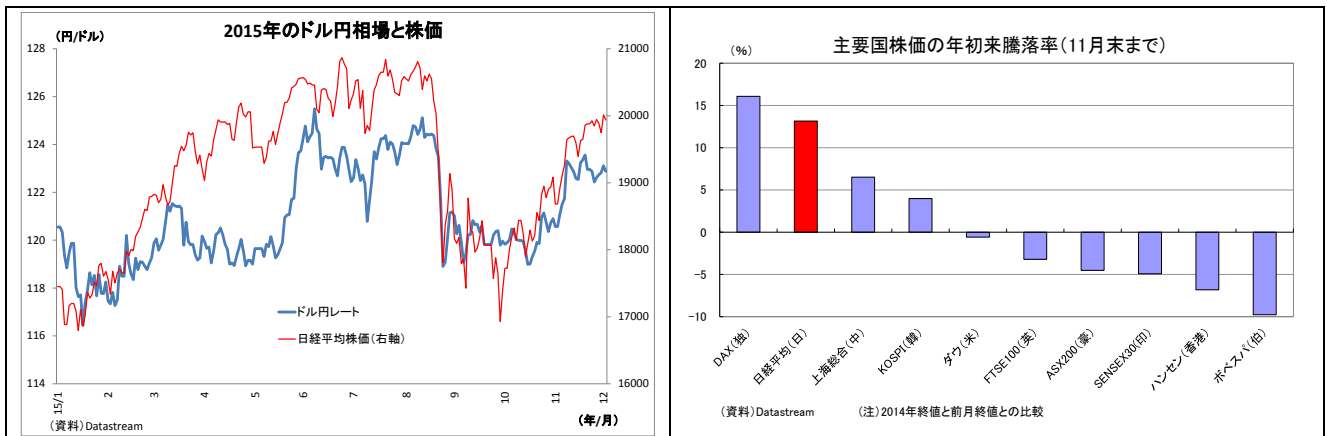
# 1. 金融市場：2016年はどんな年？

師走に入り、今年も残すところ1カ月を切った。12月FOMCでの利上げ有無というビッグイベントを残した段階で少々早いものの、今年の金融市場を振り返り、来年の市場のテーマと動向を展望したい。

## (2015年の振り返り…二つの誤算)

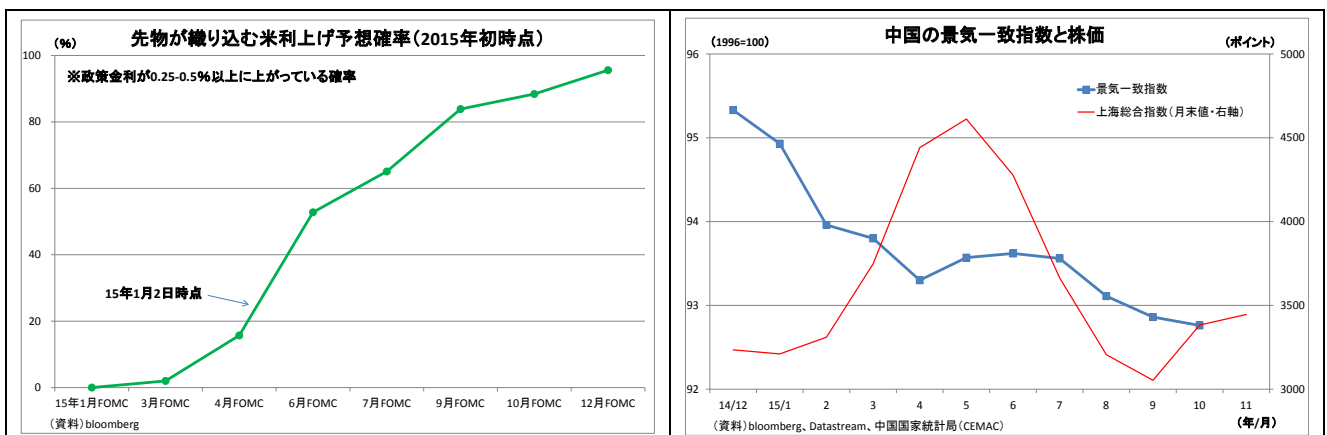
まず、2015年のこれまでの市場の動きを確認すると、ドル円相場は年初の120円台半ばから足元にかけて2円程度円安になっている。一昨年に19円、昨年に15円も円安が進行したことに比べると、ごく小幅に留まった。一方で、日本株（日経平均株価）は年初から2000円あまり上昇しており、主要国で見てもドイツに並ぶ高い上昇率となっている。これは、昨年10月末からの急激な円安進行によって、期間平均の前年比では大幅な円安になったこと（2014年平均105.9円→2015年足元までの平均121.0円）に加え、公的マネーによる株式積み増しや、企業統治の強化などが株価を押し上げたためだ。

年末までまだ日には残っているが、今年も最終的に（小幅な）円安・株高の一年ということで着地しそうだ。



なお、今年の市場のテーマという面では、二つの誤算があった。

一つは「米利上げの後ずれ」だ。今年年初の時点では、6月または9月の利上げ開始を予想する向きが大勢であった。年初時点の債券先物市場が織り込む利上げ確率を見ると、6月FOMCまでに利上げが開始されていると予想する割合は53%、9月FOMCまででは84%に達していた。しかし、実際は未だに開始されておらず、12月に利上げ開始がされるとしても、予想よりもかなり後ずれしたことになる。寒波や港湾ストの影響で1-3月の米経済成長率が当初マイナス(後に小幅プラスに改定)になったこと、



夏場からは中国経済への不安台頭で金融市場が緊迫化したことが、利上げ後ずれの背景にある。利上げが早期に行われていれば、さらに円安ドル高が進み、株価上昇に寄与していた可能性がある。

二つ目の誤算は、上記とも絡むが「中国経済への不安台頭」だ。8月以降に一気に不安が高まり、日本も含め世界の金融市場を揺さ振った。もともと中国経済の減速自体は予想されていたことだったが、ペースがやや速かったこと、唐突な人民元切り下げなど政策の不透明感が強まったこと、中国株式市場でバブル的な状況が急激に形成されて崩壊したことなどが市場の不安を増幅させた。

中国当局による金融緩和の効果もあって現在は不安が沈静化しているが、未だ払拭されたわけではなく、日本も含めた主要国の株価はまだ中国不安台頭前の水準には回復していない。

## (2016年はどんな年?)

### (1) 世界経済の耐久力が問われる

それでは、来年はどのような年になるのだろうか？まず、世界経済という観点では、世界経済はその耐久力を問われることになる。

米国の利上げがずれ込んだことで、実際に利上げ後に副作用が出るかという問題も後ずれし、来年のテーマになった。米利上げで懸念される副作用とは、米国経済自体への悪影響、新興国からの資金流出、資源価格下落による資源国へのダメージなど複数にわたる。この件に関しては、米国の利上げペースがどの程度かという点も影響を与える。

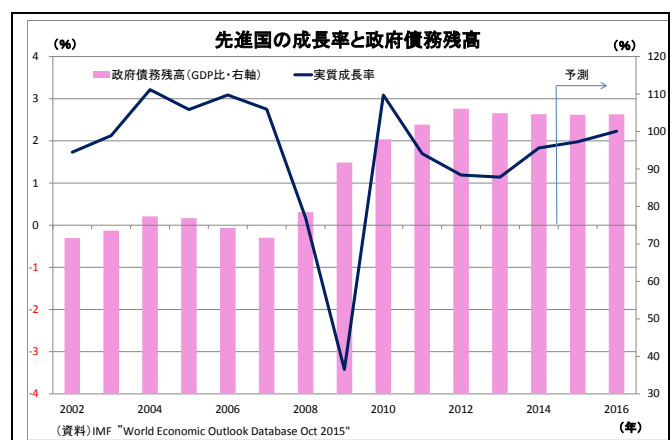
また、来年も中国経済の減速基調が続くことがほぼ確実視されるため、その悪影響も予想される。とりわけ、アジア新興国や資源国は、米利上げと中国経済減速の悪影響をダブルで受けやすいため、警戒が必要になる。この件に絡んで、3月に開かれる全人代で決定される第13次五ヶ年計画の内容が注目される。

さらに地政学リスクも高い状況が続くだろう。米国が財政上の制約などから積極的な対外関与を手控えたことで、他の国家や勢力がその力の空白を埋めるべく、パワーバランスを再構築する動きに出ており、今後も衝突の動きが出やすい状況にある。現在進行形のシリアなどの紛争についても、かつてのような米国の強いリーダーシップが期待できないため、収束までに時間を要しそうだ。

リーマン・ショックの後には、世界の主要国が協調して金融政策・財政政策をフル活用し、危機をなんとか乗り切った経緯がある。

ただし、その結果として政府債務残高が増加し、多くの国が緊縮的な財政運営を余儀なくされているため、現在はリーマン・ショック後のような大規模・協調的な財政出動が困難になっている。

このように政策対応力が落ちている中で、来年は米利上げ・中国経済減速・地政学リスクなど下振れリスクに事欠かない状況になるため、世界経済の耐久力が問われることになるだろう。



その他のテーマについて、海外のスケジュールを見てみると（表紙図表参照）、来年は主要国の重大な選挙はあまり見当たらない。そうした中で存在が際立つのが経済大国米国の大統領選だ。2期目にあ

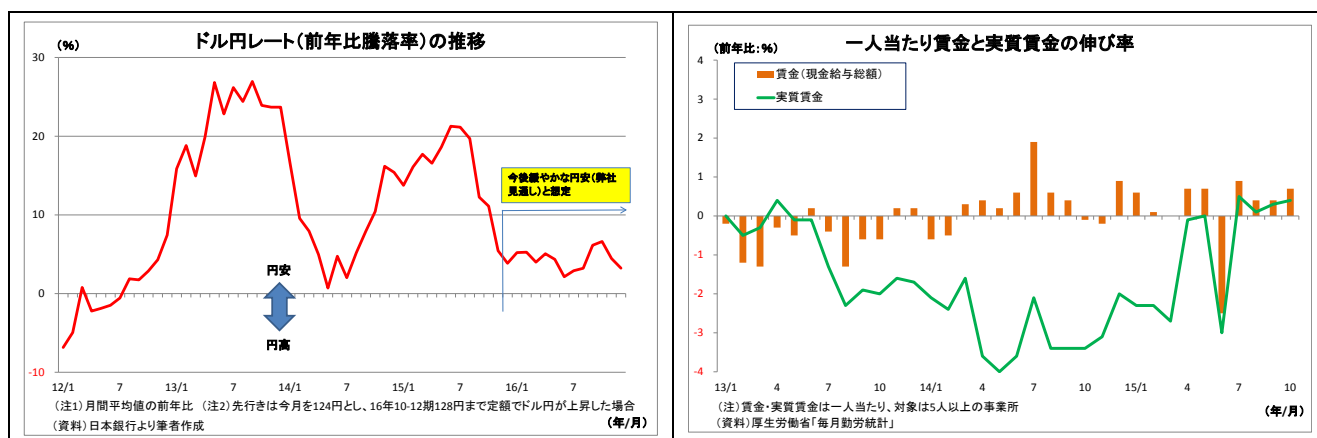
たるオバマ現大統領の再選がない中で、新たな大統領が選ばれるビックイベントなだけに、有力候補の政策に注目が集まりそうだ。大統領選を終えた年末には、不透明感が払拭されることが世界的な株価の追い風になる可能性がある。

## (2) 国内の注目点は政治・緩和・賃上げ、企業は真の稼ぐ力が問われる

国内のスケジュールでは、やはり政治イベントが注目される。具体的にはまず春に発表予定の「ニッポン一億総活躍プラン」、そして7月に予定される参議院選挙だ。

「ニッポン一億総活躍プラン」は秋に発表された新三本の矢の具体的なロードマップにあたる。新三本の矢については、方向性自体は評価できるものの、唐突感があり、未だ中身は乏しい。市場でもあまり評判が良くないとみられるだけに、プランの発表で評価を一新し、またかつての三本の矢のように市場の期待を高められるかが焦点となる。参議院選挙については、衆議院選挙とのW選挙になるとの憶測も出てきているが、いずれにせよ政権の基盤安定に繋がるかがポイントになるだろう。

また、金融政策では、日銀の追加緩和の有無が注目点となる。景気停滞下でも動かない日銀のスタンスから、市場では「もはや日銀の追加緩和はない」との見方も増えているが、筆者は今のところ来年1月末の追加緩和を予想している<sup>1</sup>。日銀も政策余地が限られてきているとみられ、これまでほど大胆な緩和とはいかないだろうが、早期の追加緩和があれば、サプライズ感も手伝って円安・日本株高材料になるだろう。



日本経済という観点では、来年2月から本格化する春闘での賃上げが大きな意味合いを持つ。今年の春闘では、例年を超える賃上げが実現したが、一人当たり賃金はようやく前年比で0.5%前後のプラスになった程度に留まる。日本経済の力強い成長のためには賃上げの動きがさらに強まる必要がある。来年は原油安の一巡などから、物価上昇率が現在よりも上昇すると見込まれるため、賃上げが不十分の場合は、再び実質賃金がマイナス化する恐れがある。来春闘は来年の日本経済と株価を大きく左右する材料になるだろう。

ちなみに、10月に大筋合意したTPPについては、発効までにまだ時間がかかりそうだ。規定によれば、全12カ国で批准されてから60日後に発効(2年以内に批准できない場合は、域内GDPの85%以上を占める6カ国以上の批准で発効)とされており、来年中に発効に至る可能性は低そうだ。

<sup>1</sup> 詳細は [Weekly エコノミスト・レター「追加緩和完全スルー、それでも追加緩和ありと信じる理由～金融市場の動き\(11月号\)\(2015/11/6\)」](#) をご覧ください。

日本企業という観点では、来年は今年よりも企業の自力が問われることになる。既述のとおり、今年平均でみれば前年比で大幅な円安であったが、来年は円安度合いが縮小する可能性が高い。弊社見通しでは、日米金融政策の違いから、年末にかけて緩やかな円安進行を見込んでいるが（最終ページご参照）、それでもドル円レートの前年比は5%程度に留まる。増益率に占める円安による嵩上げ分が低減することに伴って、企業は真の稼ぐ力を問われることになる。

以上、来年の注目テーマを見てきたが、基本的なシナリオとしては、日米経済の回復、緩やかな円安に伴って、来年の市場の方向性は円安・株高と予想している。ただし、世界的に政策対応力が落ちている中で、米利上げ・中国経済減速・地政学リスクなど下振れリスクには事欠かない状況になるため、投資家としては、従来以上に下振れリスクへの目配りが欠かせない一年になりそうだ。

なお、国内政治、賃上げの動向には不透明感があり、日本株にとっては、上振れリスクにも下振れリスクにも成り得る。

## 2. 日銀金融政策(11月)： 景気判断は変更なし、強気一辺倒の姿勢はやや修正

### (日銀) 現状維持

日銀は11月18～19日に開催した金融政策決定会合において、現行の金融政策を維持した（賛成8反対1）。引き続きマネタリーベースが年間約80兆円に相当するペースで増加するよう、長期国債・ETF等の資産買入れを継続する。なお、議案に反対した木内委員はこれまで同様、マネタリーベースならびに長期国債が45兆円ペースで増加するよう資産買入れを行うべきと主張したが、反対多数で否決された。

声明文における景気の総括判断は、「輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている」と、従来の判断を据え置いた。個別需要項目も変更無し。ただし、予想物価上昇率については、従来からの「やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられる」という表現の前に、「このところ弱めの指標もみられているが」との文言を追加した。

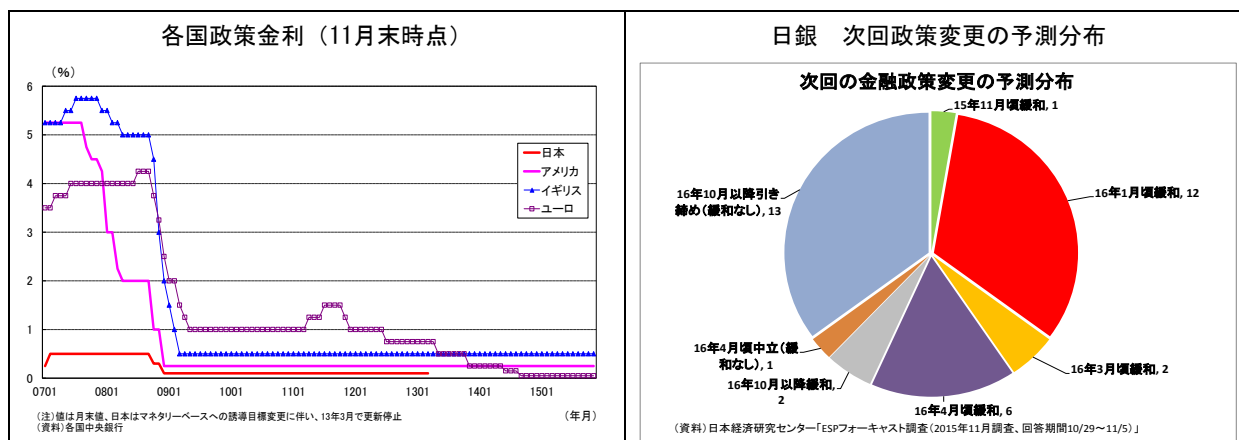
景気と物価の先行きについては、それぞれ「緩やかな回復を続けていく」、「当面0%程度で推移する」とし、変更は無かった。

会合後の総裁会見にて黒田総裁は、2期連続のマイナスとなった7-9月期の実質GDP成長率について、「マイナスの主因は在庫」であり、「最終需要は全体として回復」しており、「景気が緩やかな回復を続けているとの評価に沿ったもの」であると前向きに評価。従来同様、「所得から支出への前向きな循環メカニズムは、しっかりと作用し続けている」との判断を示した。

一方で、設備投資に関しては、「出方がやや遅れている」、「十分出てきていない」などと、足元のモメンタムが力強さを欠くことを認めるとともに、賃金上昇率についても、「やや鈍いという感否めない」との判断を示し、それぞれ先行きを十分に注視していく姿勢を示した。また、声明文中にある予想物価上昇率の件に関しても、様々な指標の中で、いくつか弱含んだ動きがあることを認めたものである旨を説明するなど、全体的には強気スタンスを維持しつつも、弱さを認める部分が増えてきている。



これらは、それぞれが日銀の重視する「物価の基調」に影響を与える項目であるため、設備投資・貸金・予想物価上昇率の今後の動向が追加緩和の判断に大きな影響を与えそうだ。目先はこれらに関する重要な情報を含む日銀短観12月調査（12月14日公表予定）の内容が注目される。



### 3. 金融市場（11月）の動きと当面の予想

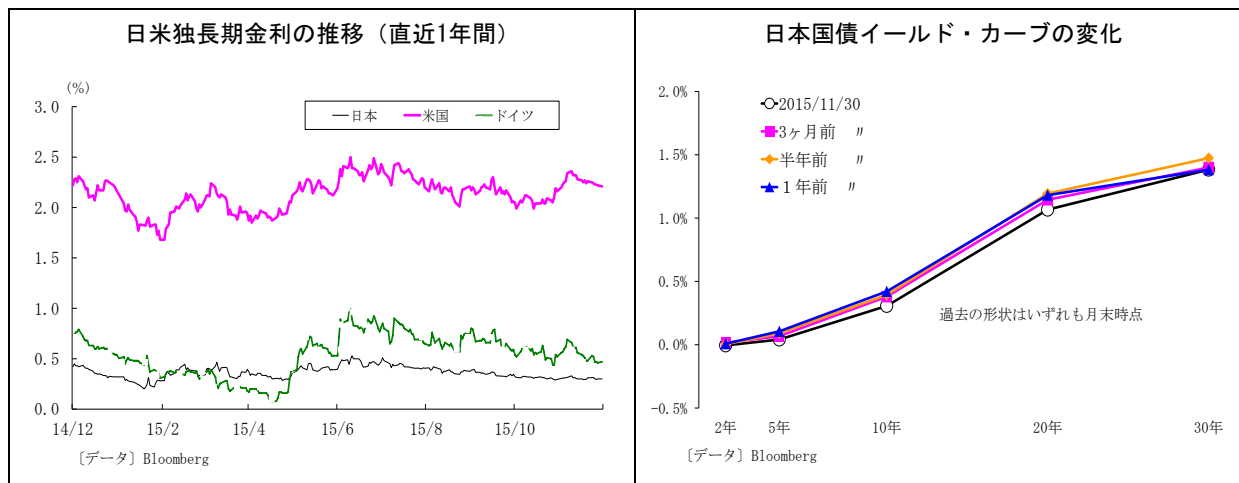
#### （10年国債利回り）

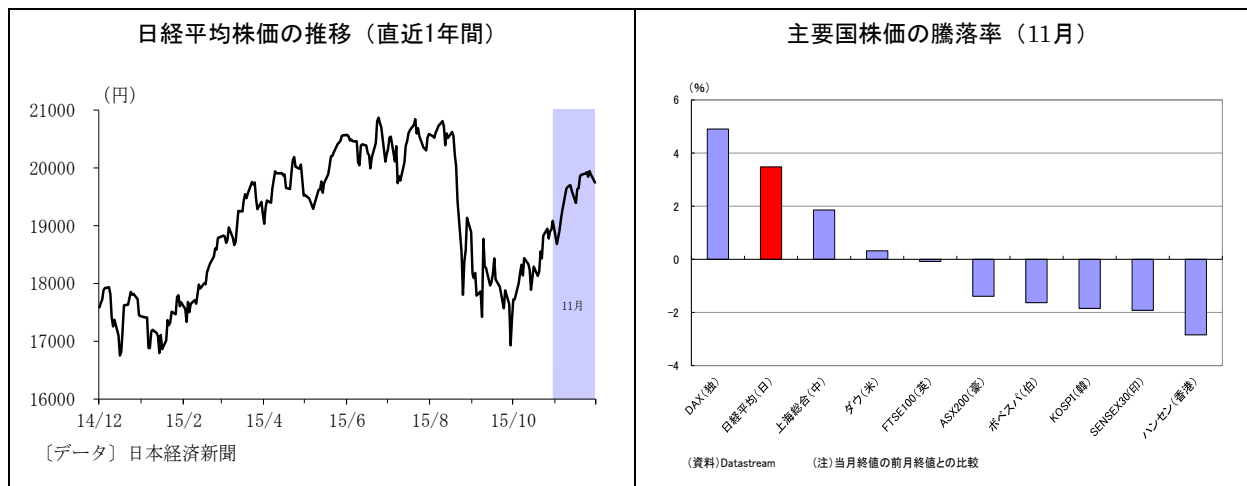
**11月の動き** 月初0.3%台前半からスタートし、月末は0.3%に。

月の序盤は0.3%台前半でほぼ横ばい推移が継続。好調な雇用統計結果を受けて米利上げ観測が高まった9日にかけてわずかに上昇したが、翌10日には元に戻る。さらにECBの12月追加緩和観測の高まりなどから13日には0.3%に低下、パリのテロに伴うリスク回避の債券選好もあって、その後も0.3%での推移が続いた。その後は高値警戒感から若干金利が上昇する局面もあったがトレンドにはならず、月末にかけて0.3%付近での推移となった。

#### 当面の予想

今月に入り、ECBの追加緩和への失望に伴う海外金利上昇の余波を受けて、足元は0.3台前半に上昇している。今後は利上げに伴う米金利上昇が本邦長期金利にとっての上昇圧力になるが、日銀の大量国債買入れの下、債券需給はタイト感が強い。さらに、最近のドル調達コストの上昇によって、高金利で円を入手した海外勢による旺盛な日本国債需要が見込まれるため、金利上昇余地は小さくなる。当面は横ばい圏内での動きに終始すると予想している。





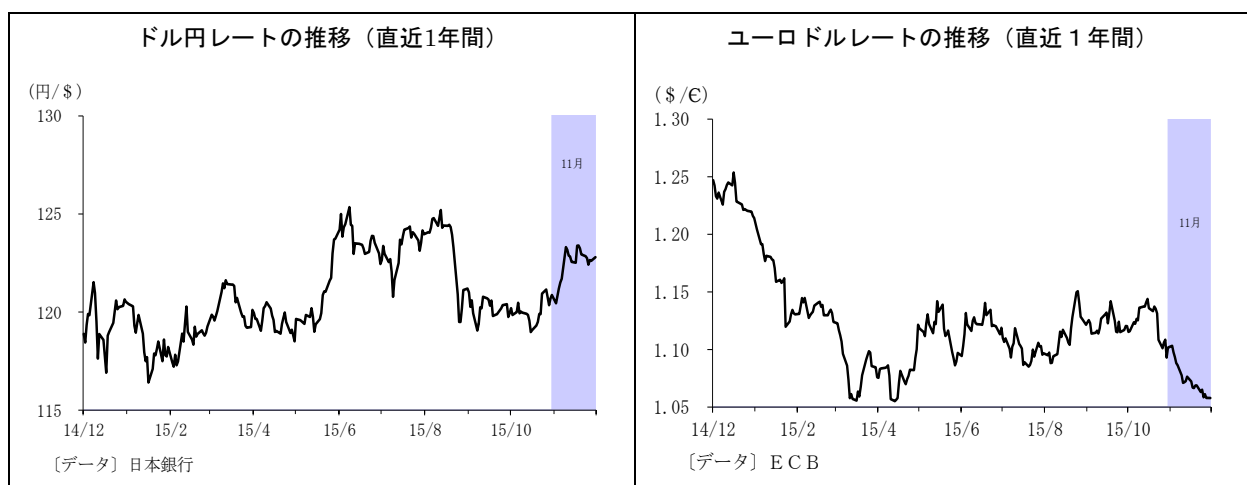
## (ドル円レート)

**11月の動き** 月初 120 円台半ばからスタートし、月末は 122 円台後半に。

月初、イエレンFRB議長が改めて12月利上げの可能性を示唆したことなどからドル高が進み、6日には121円台後半に。さらに、好調な雇用統計結果を受けてドルが急騰し、9日には123円台前半に到達した。その後は低調な米指標もあって一旦ドル売りが優勢となり、16日には122円台半ばとなったが、パリのテロの影響が限定的に留まったことで再び円売りが優勢となり、17日には123円台を回復。以降は利上げ後のペースが緩やかになるとの見立てからドルがやや弱含み、20日に122円台後半に下落、その後も122円台半ばから後半での一進一退が続いた。

### 当面の予想

今月に入り、一旦123円台に上昇したが、ECB追加緩和への失望による株安によってやや円が買われ、足元は122円台後半で推移。目先のカギは本日夜の米雇用統計となるが、かなり悪い結果にならない限り、12月の利上げがほぼ確実視されることでドルが一段高になると予想。FOMCまでは125円までの上昇余地があると見ている。FOMCでは、利上げとともに今後の利上げペースが緩やかになることが改めて協調されると見込まれ、その後は利益確定のドル売りがやや優勢になるという展開を予想している。



## (ユーロドルレート)

**11月の動き** 月初 1.11 ドル台前半からスタートし、月末は 1.05 ドル台後半に。

月初、米利上げ観測の高まりから、3日に1.09ドル台、5日に1.08ドル台とユーロ安ドル高が

進行。さらに好調な米雇用統計結果を受けた9日には1.07ドル台に下落した。その後はしばらく1.07ドル台での推移が続いたが、下旬になるにつれてECBの追加緩和も強く意識されるようになり、16日には1.06ドル台へ。25日には1.05ドル台までもう一段下落し、月末も1.05ドル台後半で着地した。

## 当面の予想

今月に入り、ECB追加緩和への失望からユーロが急騰し、足元は1.09ドル付近で推移している。しばらくはECBによる早期のさらなる追加緩和期待が盛り上がりにくく、ユーロの下値が支えられるだろう。しかし、欧米の金融政策の方向性の違いは従来と何ら変わっていない。今後は米利上げを織り込む形で徐々にユーロ安ドル高方向に進むと見ている。目先のカギとなるのは、ドル円と同様、本日の米雇用統計になる。

金利・為替予測表 (2015年12月4日現在)

		2015年		2016年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0.50	0.50	0.75	1.00
	10年金利 (平均)	2.2	2.3	2.6	2.9	3.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	10年金利 (ドイツ、平均)	0.7	0.5	0.6	0.7	0.8
ドル円	(平均)	122	122	125	126	127
ユーロドル	(平均)	1.11	1.09	1.07	1.06	1.06
ユーロ円	(平均)	136	133	134	134	135

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。