

Weekly エコノミスト・ レター

2017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

- （トピック）今年（2016年）は年央にかけてネガティブな材料が相次ぎ大幅な円高・株安が進行した後、終盤には米大統領選でのトランプ氏勝利がポジティブな材料と捉えられ、急速に持ち直した。年末にかけて注目材料を残しており、まだ波乱含みだ。多くのサプライズに翻弄された一年と総括される。それでは、来年は金融市場にとってどのような年になるだろうか？まず、最大の特徴として、海外要因に大きく左右される展開になりそうだ。米国に関してはトランプ期待の持続性と政策実行の行方、欧州では主要国で相次ぐ国政選挙が大きな材料になる。新興国からの資金流出懸念も引き続きテーマになりそうだ。一方、国内要因の影響度は相対的に低くなると見込まれるが、TPP・賃上げの行方、衆院解散総選挙の有無が注目される。日銀の大幅な政策変更は予想されないが、国債買入れの規模縮小が実施される可能性が高い点には留意が必要となる。基本シナリオとしては、最大の焦点であるトランプ大統領への過度の期待が一旦剥落する形で揺り戻しの円高が発生、日本株も調整すると見ている。年内にこの動きが始まる可能性もある。その後は政策を見極める段階となるが、良くも悪くも現実路線を取ることが次第に明らかになり、公約ほどではないにせよインフラ投資も増額されることなどから、年央頃から米経済への期待が持ち直し、緩やかな円安・株高基調に移行すると予想。ただし、欧州の政治リスクや新興国からの資金流出懸念がたびたびドル円と日本株の上値の抑制に働くと見ている。これをベースとして、国内材料が多少の上・下振れ圧力になるイメージだ。材料が多く、不透明感が強いだけに、不安定な相場展開になることは避けられそうにない。
- （金融市場）今後も当面は、米利上げを控えてドルと長期金利の高止まりが見込まれるが、利上げ後は調整圧力等から、一旦ドル安・金利低下に向かうと予想。

2017年の主なスケジュール(予定)

時期	米国	欧州	国内
1月	トランプ大統領就任 TPP破棄？		通常国会召集
2月	予算教書？		春闘本格化
3月		オランダ総選挙 英EU離脱通告？	
4月	為替報告書	仏大統領選(～5月)	
5月		G7イタリアサミット	
7月		G20ハンブルクサミット	
(夏)			東京都議会選挙
9月	債務上限期限？		
10月	18年度予算開始 為替報告書		
(秋)		独総選挙	
(年内)		イタリア総選挙？	衆院解散総選挙？

1. トピック：2017年はどんな年？金融市場のテーマと展望

師走に入り、今年も残すところ1カ月を切った。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。

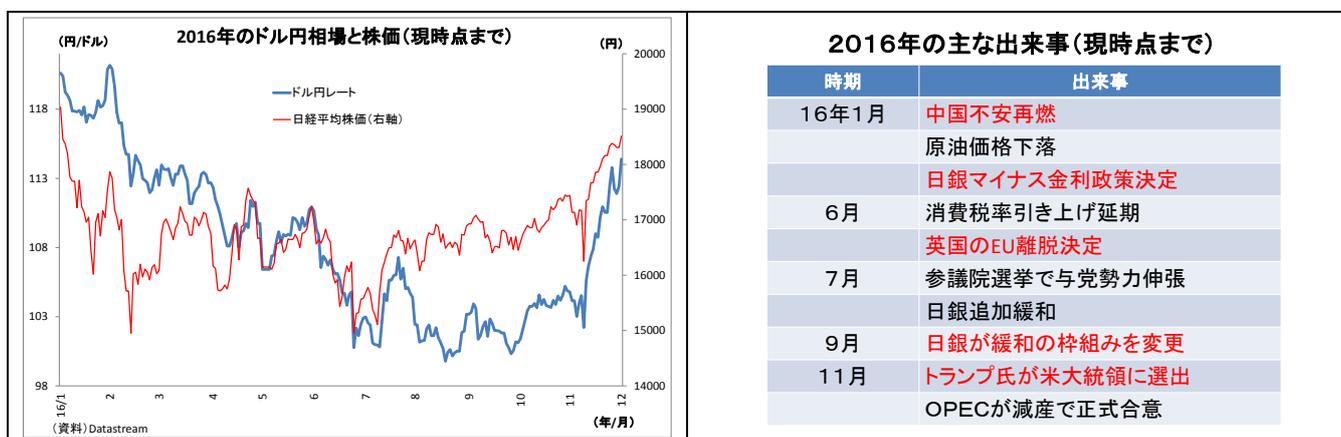
(2016年の振り返り…サプライズ続出)

まず、2016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円台後半でスタートし、8月に一時100円を割り込んだが、この1カ月で急激な円安が進み、足元では114円付近まで戻している。また、日本株（日経平均株価）についても、年初の19000円台から、6月に14900円台まで落ち込んだが、足元では18500円弱まで回復している。共に「V字」に近い推移になった。

年初から年の半ばにかけては、中国不安や原油安、英国のEU離脱決定（Brexit）などネガティブな材料が相次ぎ、ドル円下落と株安に繋がったが、年の終盤には米大統領選でトランプ氏が勝利したことがポジティブな材料と捉えられ、急速な持ち直しに寄与した。

年初と比べた場合、ドル円の戻り以上に株価の戻りが顕著になっている点には、日米中央銀行の動きが大きく関わっている。日銀が7月末にETFの買入れ規模をほぼ倍増（3.3兆円→6兆円）させたことで、株価が押し上げられた。そして、FRBが利上げに慎重化（昨年12月時点では年4回の利上げを示唆していたが、直近までの実績はゼロ）したことが、円高ドル安に働く一方で、米株高を通じて日本株の下支えになった。

年末までには、イタリアの国民投票（12/4）、オーストリア大統領選（同）、利上げが見込まれるFOMC（12/14）など注目材料が多数残っているほか、米国のトランプ新大統領への期待も振れやすく、まだ波乱含みだ。今年は多くのサプライズに翻弄された一年と総括される。



(2017年はどんな年？)

(1) 海外要因に大きく左右され、不透明感強い

それでは、来年2017年は金融市場にとってどのような年になるのだろうか？まず、最大の特徴として、今年に続いて海外の要因に大きく左右される展開になるだろう。米国・欧州・新興国それぞれの要因が日本の金融市場に多大な影響を及ぼす可能性が高いが、先行き不透明感が強い要因が多いだけに、思惑で市場が不安定になりそうだ。

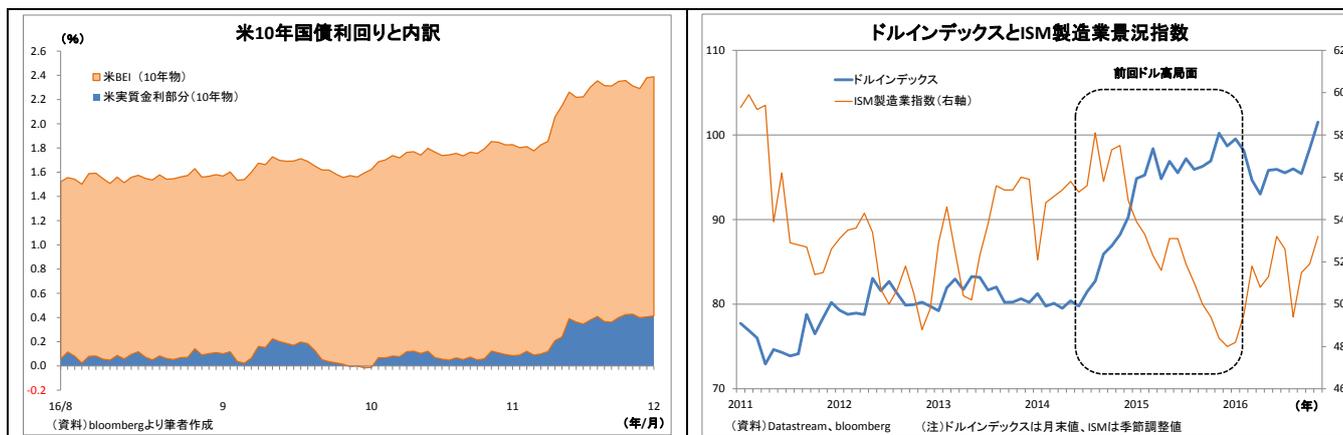
①米国要因：トランプ期待の持続性と政策実行の行方

まず、米国に関しては、トランプ新政権への期待の持続性がポイントになる。トランプ氏が大統領選で勝利して以降、同氏の掲げる政策のうち、巨額のインフラ投資や大規模減税、金融規制緩和が注目され、期待が先行する形で米国の成長・インフレ期待が高まり、米株高・ドル高が進行した。とりわけ、日本の金融市場にとって効いたのは米長期金利（10年国債利回り）の急上昇だ。日米金利差の拡大が円安ドル高を促し、株価を押し上げた。

米長期金利を実質金利部分（リスクプレミアム込み）と期待インフレ率（ブレイク・イーブン・インフレ率＝BEI）とに分解すると、トランプ氏勝利を受けた11月上旬以降、実質金利部分、期待インフレ率ともに上昇しており、両者が米長期金利の上昇に寄与している。実質金利部分の上昇には、成長期待とともに同氏の政策が実施されることで膨らむ財政赤字への懸念によるリスクプレミアム拡大も含まれていると考えられるが、株価も上昇しており、今のところ「悪い金利上昇」という色彩は強くない。

従って、まずは今後もトランプ新大統領への期待が続き、米金利上昇が促されるのか？がドル円・日本株の最大の焦点となる。その後は上記インフラ投資等の政策の実行性や効果が具体的に問われる段階になる。この間、同氏の掲げる政策のうち保護主義的な通商政策や移民抑制策など経済にマイナスに作用する政策の行方も明らかになってくるとみられるが、強硬姿勢が目立てば、市場の期待剥落に作用するだろう。

ポイントとなるイベントは、1月20日の大統領就任、2月頃の予算教書などとなるが（表紙図表参照）、同氏の場合はSNSで随時情報発信するため、いつ重要な情報が出てくるのか予断を許さない面がある。



なお、トランプ大統領への期待が今後も続き、米金利が上昇した場合も、その金利上昇自体が株安・円高に繋がりにかぬ点には注意が必要だ。金利の上昇は米住宅投資や設備投資の逆風になるほか、金利上昇の結果もたらされるドル高は米製造業の輸出採算を悪化させる。実際、2014年半ばから15年春までの急激なドル高局面では製造業の景況感が大きく悪化し、輸出や設備投資にも影響が現れた。ドル高の進行がトランプ氏によるドル高（もしくは円安）牽制を促すリスクもある。

②欧州要因：重要な選挙が目白押し

次に、欧州に関しては、選挙が大きな材料になる。来年には、オランダ、フランス、ドイツといったEUの大国で国政選挙が予定されている（表紙図表参照）。ポピュリズムの結果、反EU的な指導者・政党が勢力を大きく伸ばせば、欧州の基盤たるEUに次なる離脱国が発生する懸念から、株安・（リスク回避の）円高圧力になる。とりわけ、フランスは域内でドイツ、英国に次ぐ経済規模を持ち、極右勢力であ

る国民戦線の台頭が顕著なだけに要警戒となる。

また、Brexit も来年にはいよいよ本格的に動き出す。移民抑制を重視し、EU 単一市場へのアクセスを放棄する「ハード・ブレグジット」へ向かえば、市場の緊張感が高まることになりそうだ。

③新興国

来年は新興国もその耐久性を問われることになる。既に米国への資金還流に伴い、資金流出に見舞われている国があるうえ、来年も米利上げに伴って流出が進む懸念があるためだ。また、これまでは原油安に伴う物価上昇率低下で金融緩和余地が生まれ、緩和が新興国景気を下支えしてきたが、資金流出懸念がある場合には、流出に拍車をかける恐れのある金融緩和という手段が制約されてしまう。

資金流出懸念などから新興国リスクが高まると、市場の緊張感も高まる（株安・円高圧力に）ことになるだろう。

(2) 国内要因の影響は相対的に低下

海外で注目材料が目白押しである分、国内材料の影響度は相対的に低くなると見込まれるが、それでも、いくつか注目材料は存在する。

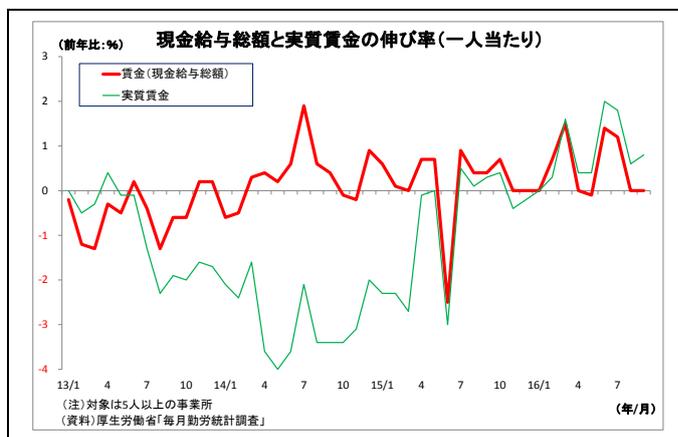
①TPP（経済連携）

一つ目は TPP の行方だ。トランプ新大統領は就任初日での離脱を予告している。TPP は安倍政権の成長戦略の目玉の一つであっただけに、行方が注目される。米国の離脱を食い止めるのは困難な情勢だが、その場合は別の方策を以って世界的な経済連携の構築に向かえるのか？が注目される。TPP がご破算になり、代わりの方策も見出せないようだと、成長戦略の後退感是否めなくなる。

②春闘

二つ目は春闘の行方だ。最近の日本経済は回復傾向にあるものの、最大需要項目である消費は勢いを欠いた状態にあり、背景には賃金の伸び悩みがある。来年の春闘での賃上げの成否が来年の日本経済のモメンタムに大きく関わってくる。

とりわけ、原油安の一巡などから来年の物価上昇率はプラスに転じる可能性が高く、賃金の目減り（実質賃金の押し下げ）に繋がる。既往の円高の影響や世界経済の先行き不透明感などから、大幅な賃上げは望みがたいが、せめて前年並みが維持できるのかが焦点だ。結果は、日本株のうち特に内需株の動向に影響しそうだ。



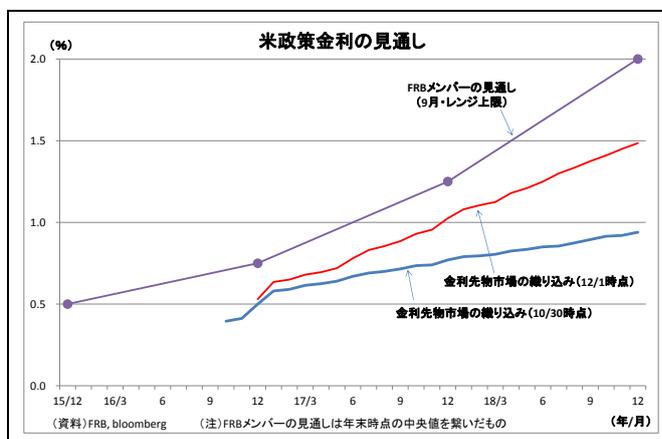
③衆議院解散総選挙の有無

また、日本の国政選挙の有無も注目材料となる。現行の衆議院の任期は2018年12月までだが、直前になるにつれて解散時期の選択肢が狭まるため、安倍首相が来年のうちに解散総選挙に打って出る可能性がある。その場合、現在は法案の再可決が可能な「議席の2/3」を握る与党が、2/3を維持できるかが焦点になりそうだ。維持できれば、任期が一旦リセットされることで、政権基盤が安定化し、株価にプラスに働くだろう。逆に2/3を維持できなければ、マイナスになる。

ちなみに、日銀に関しては、物価目標の達成が遠い一方で追加緩和余地が限られるだけに、来年の大幅な政策変更は予想されない。市場への影響も限定的だろう。ただし、年 80 兆円増のペースでの国債買入れは近い将来に限界を迎えるとみられるだけに、来年、規模の縮小を実施する可能性は高い。いかに市場への負のインパクトを抑えるかが注目される。

(メインシナリオ)

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、最大の焦点であるトランプ大統領への（過度の）期待が一旦剥落する形でドル円に揺り戻しの円高が発生、日本株も調整すると見ている。来年を待たず、年内にこの動きが始まる可能性もある。その後はトランプ氏の政策を見極める段階となるが、良くも悪くも現実路線を取ることが次第に明らかになり、公約ほどではないにせよインフラ投資も増額されることで、年央頃から米経済への期待が持ち直し、段階的な利上げも実施されることで、緩やかな円安・株高基調へ移行すると予想。ただし、欧州の政治リスクや新興国からの資金流出懸念がたびたびドル円と日本株の上値の抑制に働くと見ている。



このシナリオをベースとして、さらに国内要因が多少の上振れ・下振れ材料になるイメージだ。とにかく材料が多く、不透明感が強い要因が多いだけに、年間を通じて不安定な相場展開になることは避けられそうにない。

2. 日銀金融政策(11月)：指し値オペを初めて実施

(日銀) 現状維持

日銀は10月31日～11月1日に開催された金融政策決定会合において、金融政策を維持した¹。

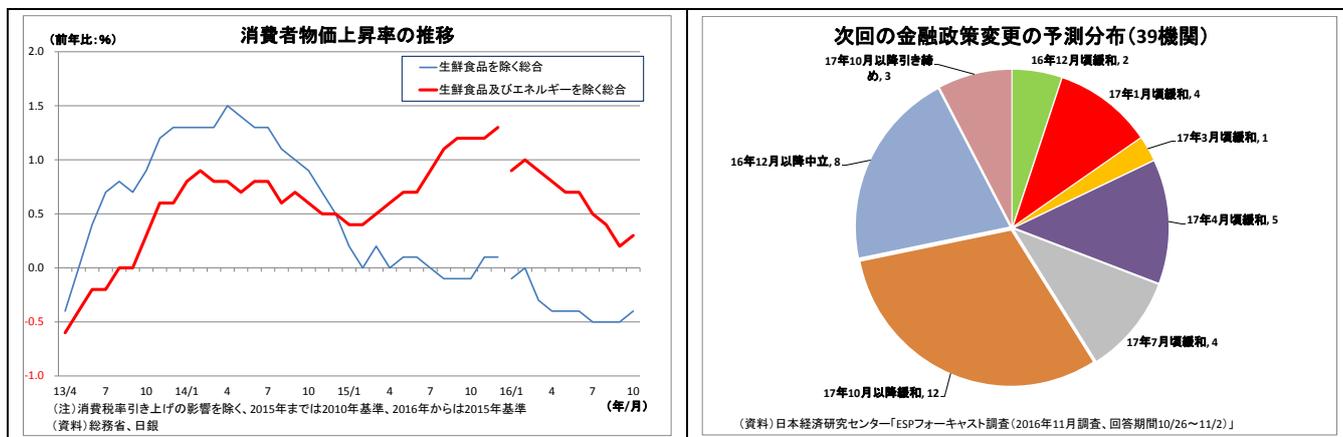
11月10日に公表された「金融政策決定会合における主な意見」では、現行の枠組み（長短金利操作付き量的・質的金融緩和）について、「当面は現行の枠組みのもとで、その効果を見守るべき」、「（イールドカーブ・コントロールの）枠組みはうまく機能している」などと、肯定的な意見が目立った。なお、資産買入れについては、「約80兆円のめどは先行き適宜プレイダウンしていけばよい」と縮小の方向性を示すコメントも見られた。追加緩和の要否の判断基準については、「“物価安定時期の見通しが後ずれするか”ではなく、“2%に向けたモメンタム（勢い）を維持するために必要かどうか”である」との意見があった。

また、黒田総裁は11月14日の講演において、「物価上昇率2%を前提に賃金決定を行うことが重要」とのメッセージを企業経営者に対して発した。来春闘を前に、物価目標の達成に不可欠な賃金上昇を促すことが狙いとみられる。

日銀幹部の講演や決定会合での意見からは、現在の日銀が追加緩和から距離を置いていることが

¹ 詳細については、「[日銀の苦境はまだまだ続く～金融市場の動き \(11月号\)](#)」(Weekly エコノミスト・レター 2016-11-04)をご参照。

伝わってくる。今後は、出来る限り追加緩和を温存しつつ、長期間様子見を続けると予想。少なくとも今年度内は現状の金融政策を維持すると見ている。足元の円安進行は物価にはプラスに働くものの、2%のハードルは極めて高い。次回の政策変更が緩和方向という見方に変更は無い。時期は来年後半と見ている。



3. 金融市場(11月)の動きと当面の予想

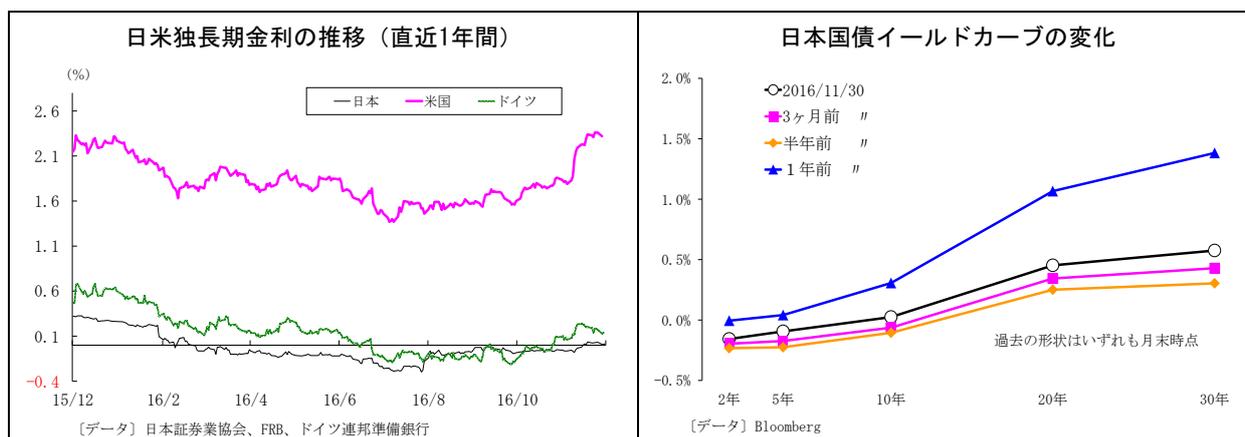
(10年国債利回り)

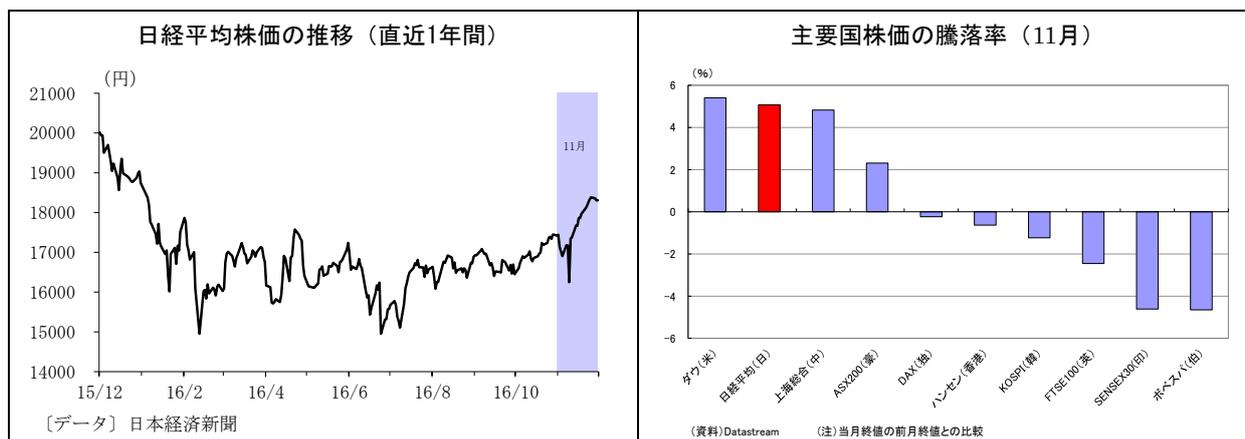
11月の動き 月初▲0.0%台半ばからスタートし、月末は0.0%台前半に。

月初、米大統領選への不透明感から国債が買われ、▲0.0%台後半へと低下。9日の大統領選開票でトランプ氏の優勢が伝わるとリスク回避姿勢が強まり、マイナス幅を広げた。しかし、トランプ氏勝利を受けて米金利が上昇したことを受けて、翌10日には▲0.0%台前半に上昇。その後も米金利の上昇は止まらず、引きずられる形で15日にはプラス圏に上昇。17日には金利上昇を止めるべく日銀が初の指し値オペを実施したが、18日には0.0%台半ばまで上昇した。下旬には、OPEC総会への警戒などから米金利上昇が一服し、月末にかけて0.0%台前半での推移となった。

当面の予想

今月に入っても0.0%台前半での推移が続いている。米金利上昇の波及には引き続き注意が必要だが、0.0%台半ばでは、再度日銀の指し値オペ実施が予想されるため、金利の上昇余地は限定的に。むしろ、しばらくの後はトランプ新政権への過度の期待が一旦剥落することで米金利がやや低下し、それに伴って日本の長期金利も小幅に低下すると予想している。





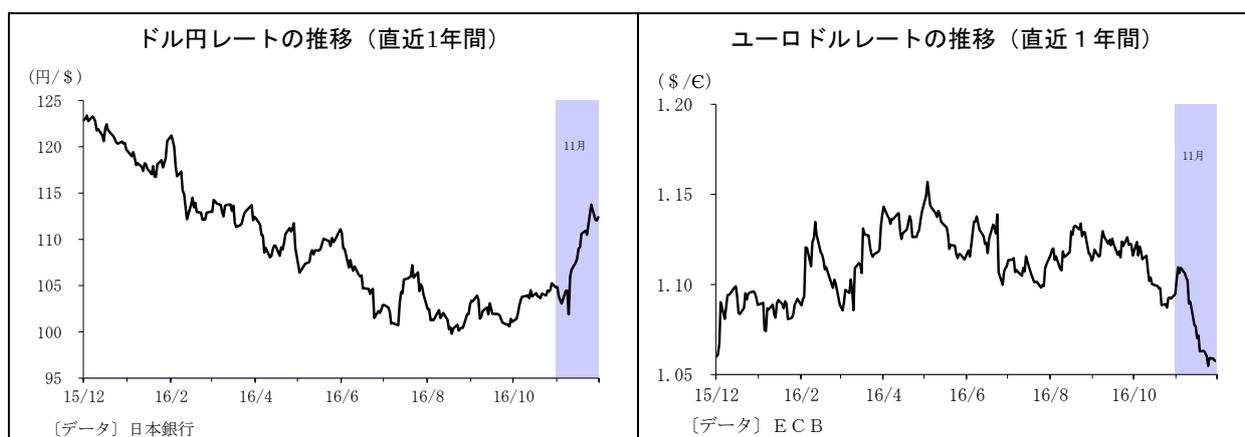
(ドル円レート)

11月の動き 月初 104 円台後半からスタートし、月末は 112 円台半ばに。

月初、米大統領選でのトランプ氏支持率上昇を受けた米経済への警戒感からドルが売られ、4日には103円台前半に。一旦104円台に戻した後、9日には大統領選開票でトランプ氏優勢が伝えられ、リスク回避で101円台まで下落した。しかし、その後はトランプ氏の掲げる巨額のインフラ投資等による米景気加速・インフレ期待からドルが急速に買われる展開に。イエレン議長による早期利上げ示唆を受けた18日には110円を突破し、25日には113円台後半に到達。月末はOPEC総会への警戒などから利益確定が入り、112円台半ばで終了した。

当面の予想

11月末のOPEC総会での大幅減産合意を受けた米金利上昇とリスク選好の円売りにより、足元では114円付近までドル高が進行。目先は本日の米雇用統計と4日のイタリア国民投票の結果次第だが、基本的に最近の米経済指標は底堅いことから、14日FOMCでの利上げまではドルの高止まりが継続しそう。115円を一旦突破する可能性も十分ある。ただし、利上げ実施後は、再利上げは当分先になるとの認識が広がるとともに、トランプ氏への期待も徐々に修正されることで、円高ドル安方向への調整が入る可能性が高いと見ている。



(ユーロドルレート)

11月の動き 月初 1.10 ドル台前半からスタートし、月末は 1.06 ドル台前半に。

月初、1.10 ドル～1.11 ドルでユーロが底堅く推移した後、米大統領選でのトランプ氏勝利を受けた米金利上昇・ドル高圧力の高まりを受けて、10日に1.09ドル台へ、14日には1.07ドル台へ下落。さらに、イエレン議長の早期利上げ示唆を受けた18日には1.06ドル台、24日には1.05ド

ドル台へと急ピッチで下落した。その後はドル高圧力の一服、ポジション調整的なユーロ買いを受けてやや持ち直し、月末は1.06ドル台前半で終了。

当面の予想

足元は若干ドルが調整し、1.06ドル台後半にて推移。ユーロ側の材料が乏しい中で、主に米国側の材料によってユーロドルが動く状況が続いている。目先は本日の米雇用統計と4日のイタリア総選挙が材料となるが、ともにドル高ユーロ安要因になる可能性が高いと見ている。また、8日のECB理事会では量的緩和の延長が見込まれるため、一旦ユーロ安方向に進みそうだ。その後、14日に米国が利上げした後は、ドル円同様、調整的なドル売りが予想され、ユーロドルは持ち直すと予想している。

金利・為替予測表(2016年12月2日現在)

		2016年		2017年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想			
日本	10年金利(平均)	-0.1	-0.0	-0.0	0.0	0.0
アメリカ	FFレート(期末)	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00
	10年金利(平均)	1.6	2.1	2.2	2.3	2.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利(ドイツ、平均)	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
ドル円	(平均)	102	108	107	109	109
ユーロドル	(平均)	1.12	1.08	1.08	1.06	1.06
ユーロ円	(平均)	114	117	116	116	116

(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。