

Weekly エコノミスト・ レター

2019年はどんな年？ 金融市場のテーマと展望

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

- 2018年のこれまでの市場の動きを振り返ると、ドル円は底堅い一方、株価はやや下落している。為替市場では、貿易摩擦への懸念などでリスク回避的に円が買われたが、大規模減税等に伴う好調な米経済への信頼感や金利上昇からドルも買われたことで、ドル円では概ね横ばいを維持した。一方、株式市場では、好調な米経済が下支えとなったものの、貿易摩擦に伴う中国経済減速懸念などが下落要因となった。米利上げが米株価の逆風となり、日本株の抑制に働いた面もある。トランプ政権の政策の影響を大きく受けたという意味で、「2018年はトランプ政権に翻弄された一年」と総括できるだろう。
- それでは、来年2019年は金融市場にとってどのような年になるのだろうか？内外の注目材料としては、米国については景気、利上げ、貿易摩擦の行方、中国については景気減速の度合い、欧州については政治リスク、国内については景気（消費税引き上げの影響）と参院選などが挙げられる。日銀の政策変更はないだろう。
- メインシナリオとしては、米経済は来年後半に減速するもののゆるやかな減速に留まるため、FRBは2回の利上げを実施、米金利は持ち直すと見ている。ドル円は来年夏にかけて上昇し、その後は利上げ打ち止め観測から緩やかに下落するが、今年と比べると、やや円安ドル高水準での推移を予想している。日本の株価についても、足元の過度な悲観が修正されるにつれて、円安と歩調を合わせる形で持ち直すと見ている。
- ただし、米国も含めて世界経済が加速する可能性は低く、大幅な円安・株高は見込みづらい。また、米国の保護主義に端を発する貿易摩擦は来年も続く可能性が極めて高く、株安・リスク回避の円買い圧力が強まる局面がたびたび発生するだろう。様々な大型リスクが存在しているだけに、円高・株安リスクに警戒を怠れない状況が続くそう。

2019年の主なスケジュール(見込み)

時期	米国	日本	欧州・他
1月	TAG交渉開始 米欧通商協議開始 米朝首脳会談(年初?)	TAG交渉開始	英EU離脱批准期限
2月	車関税報告書期限 対中追加関税猶予期限	日欧EPA発効 春闘本格化	
3月	債務上限期限		英EU離脱 中国全人代
4月	為替報告書	統一地方選	インドネシア大統領選
5月	イラン制裁除外期限	改元	欧州議会選 インド総選挙(5月頃)
6月		G20サミット	
7月		参議院選	
9月		ラグビーW杯(~11月)	
10月	為替報告書	消費税率引き上げ	ドラギECB総裁任期満了
未定			豪州総選挙

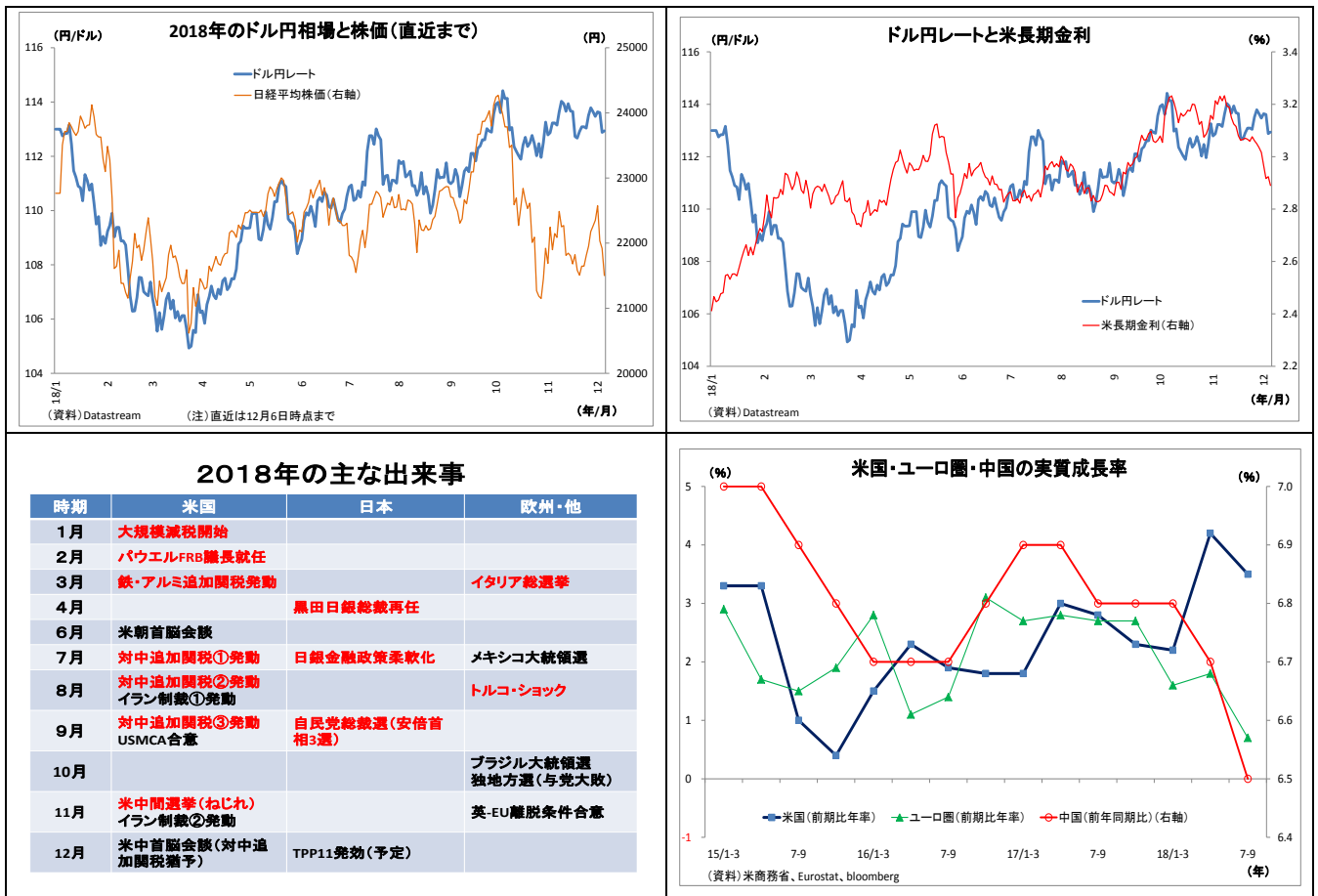
1. トピック：2019年はどんな年？金融市場のテーマと展望

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。

(2018年の振り返り…トランプ政権に翻弄された一年)

まず、2018年のこれまでの市場の動きを確認すると、ドル円レートは年初113円でスタートした後、春にかけて急速な円高が進行、一時的に105円の節目を割り込んだものの、その後はドルが持ち直し、現在は年初とほぼ同水準に戻っている。いわゆる「行って来い」の形となった。一方、日本株（日経平均株価）は、年初22700円台でスタートした後、円高と歩調を合わせて大きく下落、一時21000円を割り込んだが、ドル円の回復とともに秋にかけて持ち直し、10月上旬には24200円台に達したが、その後急落、足元では21600円台にある。つまり、これまでのところ、ドル円は底堅い一方、株価はやや下落している。

今年の金融市場の特徴としては、トランプ政権の政策の影響を大きく受けたという点が挙げられる。（昨年末に成立し）年初からスタートした大規模減税や政府歳出拡大の効果を受けて米国の経済成長率は加速。欧州や中国などの成長率が減速するなかで「米国一強」とも言われる状況が作り出された。こうした好調な経済・物価情勢を受けて、FRBは段階的に利上げを実施し、米金利は大きく上昇した。一方、トランプ政権は今年に入ってから保護主義の動きを強め、中国を中心に輸入品に対する関税引き上げを連発。世界経済への悪影響が懸念されるようになった。



為替市場では、トランプ政権発の貿易摩擦への懸念や米金利上昇に伴う新興国からの資金流出などに伴ってリスク回避的に円が買われ、多くの通貨に対して円高が進んだが、米経済への信頼感や米金利の上昇を受けてドルも買われたことで、ドル円レートでは概ね横ばいを維持することになった。

一方、株式市場では、好調な米経済が一定の下支えとなったものの、貿易摩擦に伴う中国経済減速懸念や新興国からの資金流出などが下落要因となった。また、為替ではドル高に働いた米国の利上げに伴う金利上昇が米株価にとっては逆風となり、日本株の抑制に働いた面もある。

その他にも、欧州の政治問題（英国のEU離脱やイタリア財政など）や日銀の金融緩和縮小観測なども円高・株安材料としてたびたび浮上したが、市場への影響力という点では、あくまで脇役に留まった。主役はやはりトランプ政権の政策であったと言える。

今月もまだFOMCや英国のEU離脱採決などの重要イベントを残しているが、「2018年はトランプ政権に翻弄された一年」と総括できるだろう。

(2019年はどんな年?)

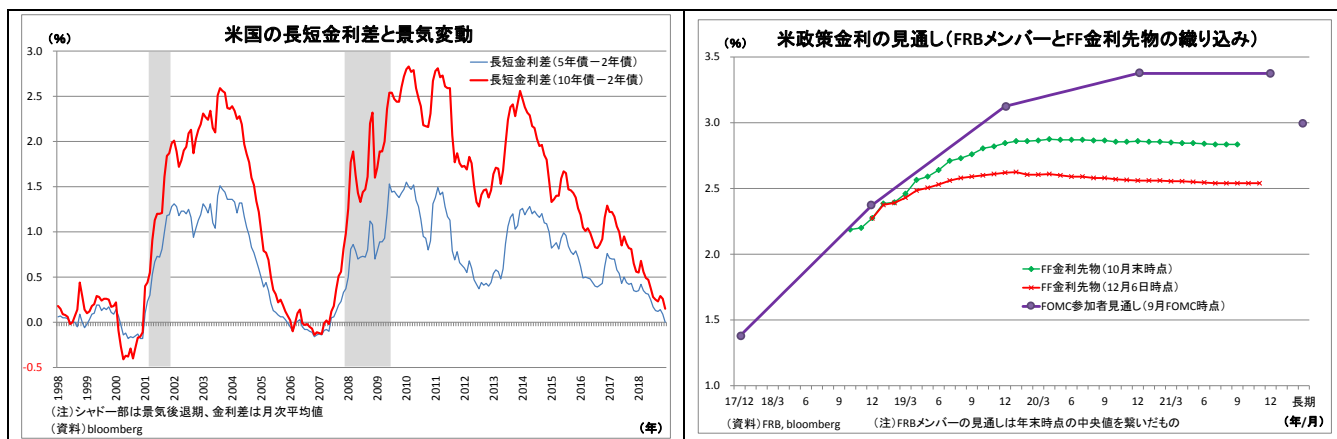
それでは、来年2019年は金融市場にとってどのような年になるのだろうか？来年のスケジュールを確認しつつ（表紙図表参照）、内外の注目材料を点検してみる。

(1) 海外材料

① 米国：景気、利上げ、貿易摩擦の行方

まず、米国に関しては景気の方角が注目される。最近の米債券市場では、一部の期間が長めの金利が、短めの金利よりも低くなる逆転現象が発生した。米国では、過去、長短金利の逆転後に景気後退が起きてきたことから、市場では来年の米景気後退への懸念がにわかに高まっている。確かに、来年前半までは減税効果や歳出拡大の効果が続くことで潜在成長率を超える堅調な成長が続くものの、後半になると効果が剥落し、減速する可能性が高い。米議会がねじれになったため、追加の財政政策は期待しづらい。問題は、それが景気減速で留まるのか、それとも景気後退にまで至るのかという点だ。この段階で米国経済の真の実力が試されることになる。これまで「1強」と看做されていた米国経済が失速すれば、世界経済が総崩れになりかねない。

また、景気の方角はFRBの利上げ方針にも大きく影響する。11月以降、FRB正副議長による「政策金利は中立金利に近づいている」との発言によって、利上げの鈍化・早期打ち止め観測が台頭したうえ、最近では米景気減速観測が強まったことで、市場の利上げ観測は大きく後退している。9月FOMC時の



FRBメンバーの中心値では、2019年3回、2020年1回の利上げが示されていたが、足元でFF金利先物が織り込む利上げ回数は、2019年の1回に留まり、2020年以降はわずかながら利下げが織り込まれている。

さらにこれとも絡むが、米政権発の貿易摩擦の行方も引き続き注目点となる。今月初めの米中首脳会談の結果、米国による対中国関税引き上げは90日間猶予されたが、両国の意見の隔たりは大きく、覇権の絡む話だけに米中貿易摩擦の終結は見通せない。さらに、来年1月からは米国と日本・EUの間でも通商交渉がスタートする予定となっており、厳しい交渉が予想される。(米国の)輸入自動車に対する追加関税の発動も可能性は排除できない。

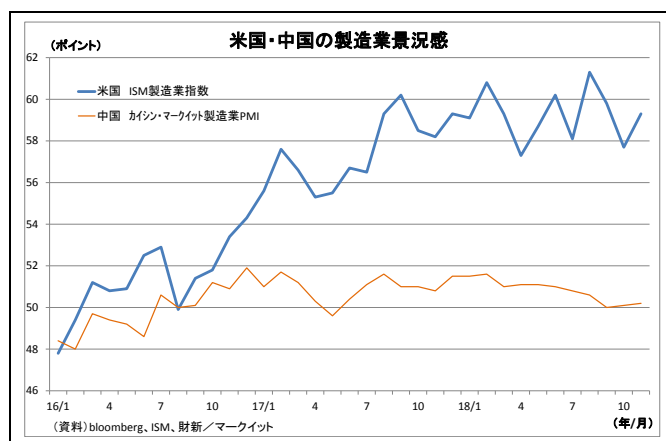
今後も貿易摩擦がますます激化していけば、報復関税や物価上昇を通じて米経済にとっての強い逆風になる。

②中国：景気減速の度合い、貿易摩擦の影響

中国経済の行方も来年の市場にとって重要な材料となるだろう。中国の成長率は減速傾向にある。もともと生産年齢人口の減少や過剰債務・過剰設備といった構造問題を抱え、経済の下押し圧力になっていたところに、米中貿易摩擦の悪影響が加わる形になっている。

景気減速圧力を受けて、中国政府は景気刺激策を相次いで打ち出しているが、減速の方向性は変わらないだろう。問題はその減速の度合いだ。もし、成長率が前年比6%を割り込むような自体となれば、市場への影響も大きくなる。

中国の景気を考えるうえで、米中貿易摩擦の影響を抑えられるかという点が注目される。米政権との交渉の行方や追加の景気下支え策の発動などがポイントになる。



③欧州ほか：政治リスク、ECB利上げ、地政学リスク

欧州の注目材料は政治リスクだ。英国のEU離脱問題は来年3月の離脱を控えて佳境に入っている。メイ首相が議会を説得し、秩序立った離脱を実現するのか？それとも時間切れで無秩序な離脱に突入するのか？離脱時期を延期にして合意を目指すのか？色々な可能性があるが、無秩序な離脱の場合は世界の市場に大きな悪影響を及ぼすことになる。

また、イタリアの財政赤字問題もEUとの合意が見通せない状況が続いており、今後歩み寄りがみられるかが注目される。

さらに、これまでEUを牽引してきたドイツのメルケル首相とフランスのマクロン大統領は求心力に陰りが見えており、立て直せるかが注目される。

金融政策では、ECBは来年夏までの政策金利据え置き方針を示す一方、景気・物価の持ち直しシナリオを維持しているため、市場では秋以降の利上げ(マイナス金利縮小)を見込む向きが強い。もし、景気や政治情勢によって利上げを見送る辞退となれば、ユーロ安を通じて日本株の逆風になりかねない。

欧州以外では、中東や北朝鮮を巡る地政学リスクが注目材料だ。イランの核・ミサイルを巡る米国と

の対立、記者殺害事件に伴うサウジアラビアの苦境、長引くイエメン、シリアでの紛争などにより、中東の不安定感は強まっている。

また、北朝鮮の核問題も米国との間の交渉が進んでおらず、米政権と北朝鮮首脳との我慢比べの様相を呈している。これらの問題が今後いきなり緊迫化して市場のリスクオフに繋がる可能性も排除はできない。

(2) 国内材料

① 景気（消費税引き上げの影響）

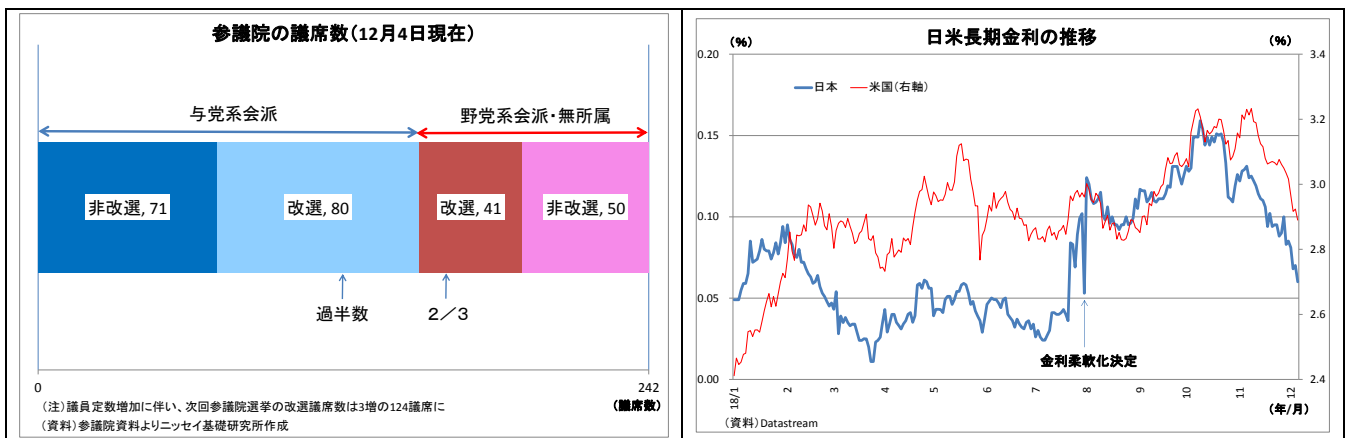
国内の材料としては、まず景気の行方が注目される。来年は10月に消費税率引き上げが予定されているため、引き上げ後は一旦マイナス成長に陥るとの見方が一般的だ。想定以上に景気が落ち込めば、企業業績悪化を通じて株安要因となる。一方で、政府は矢継ぎ早に増税対策（キャッシュレス決済に対するポイント付与、プレミアム商品券発行、自動車・住宅購入への減税措置など）を打ち出しており、どこまで悪影響が緩和されるのかが注目される。

② 参議院選

政治では、来年7月に予定されている参議院選が注目される。現在、自民・公明の与党が議席の過半数を占めているが、維持できるかが焦点となる。与党は2013年の参議院選で大勝し、議席を伸ばした関係で、今回改選される議席数が多い。従って、ハードルが高めの選挙となりそうだ。

もし、与党が大敗することがあれば、安倍政権の求心力や政策の実行力の低下が懸念され、市場の悪材料（円高・株安材料）となる可能性が高い。

ちなみに、日銀の金融政策は市場の大きな材料にはならないだろう。日銀は7月に金融政策の調整（金利の柔軟化など）に踏み切ったが、同時に導入されたフォワードガイダンス（P7 注記参照）の内容を踏まえると、消費税率引き上げの影響が一巡するまでは新たな政策変更を見合わせると予想されるためだ。ただし、日銀は今後も国債買入れの減額を進めるとみられ、市場の一時的な動揺をもたらす可能性はある。



(メインシナリオ)

以上、来年の注目材料を見てきたが、最も重要な材料はこれまで世界経済の下支えとなってきた米国の景気と利上げ動向、貿易摩擦の行方だと考えられる。

メインシナリオとしては、米経済は来年前半にかけて 2%弱とされる潜在成長率を超える堅調な成長を続けた後に減速するが、雇用の回復持続等を背景に緩やかな減速に留まると予想している。これに伴い、FRB は来年 2 回の利上げを実施するだろう。これに対して、最近の市場は米経済の先行きに対して悲観に振れすぎているため、米長期金利は今後持ち直すと見ている。従って、ドル円は来年夏にかけて 116 円まで上昇し、その後は利上げ打ち止め観測から緩やかに下落すると見ている。今年と比べると、やや円安ドル高水準での推移を予想している。日本の株価についても、足元の過度な悲観が修正されるにつれて、円安と歩調を合わせる形で持ち直すと見ている。

ただし、米国の保護主義に端を発する貿易摩擦は来年も続く可能性が極めて高い。2020 年の米大統領選での再選に向けて、トランプ大統領には対中国を中心として強硬な対外通商スタンスでポイントを稼ぐ動機がある。米国の景気や株価への影響に一定配慮しながら、揺さ振りを続けるだろう。従って、来年も貿易摩擦への懸念、それに関連して特に中国経済への減速懸念が高まり、株安・リスク回避の円買い圧力が強まる局面がたびたび発生するだろう。

欧州の政治リスクは展開が極めて見通しづらいが、いずれにせよ、既存の政治勢力の支持が弱まっており、挽回が難しくなっているだけに、政治的に不安定な状況が続くそう。

以上、来年は方向感として現状比で円安・株高を予想するが、米国も含めて世界経済が加速する可能性は低く、大幅な円安・株高は見込みづらい。また、世界経済を巡る様々な大型リスクが存在しているだけに、円高・株安リスクにも警戒を怠れない状況が続くそう。

2. 日銀金融政策(11月)：政策運営を巡る意見にばらつきが目立つ

(日銀) 現状維持(開催なし)

11 月は金融政策決定会合が予定されていない月であったため、必然的に金融政策は現状維持となった。次回会合は 12 月 18~19 日に開催される予定。

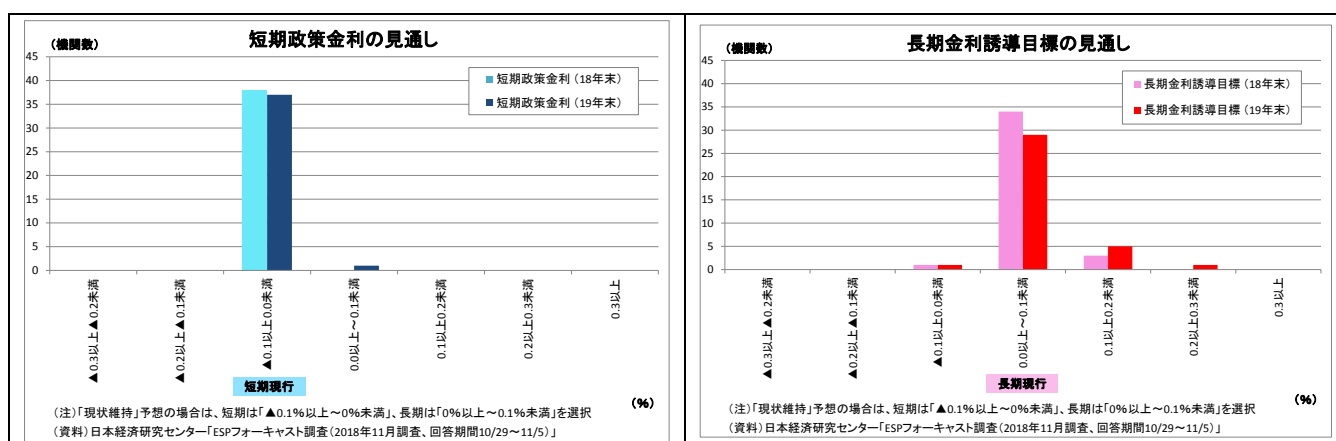
11 月 8 日に公表された「金融政策決定会合における主な意見(10 月開催分)」では、前回会合において、貿易摩擦の影響を受けつつある世界経済について、「踊り場の状態になりつつある」、「不透明感は強まっており、十分に注視する必要がある」など、警戒感を表明する意見が相次いでいたことが明らかになった。これに関連して、物価に関しても「(物価が上昇に向かうというメインシナリオの) 前提となる海外経済で下振れリスクが高まっている」という意見が見られた。

金融政策運営については、「現在の金融緩和政策を粘り強く続けていくことが必要」との意見が引き続き多数を占めているとみられるが、金融緩和の長期化に伴う地域金融機関、インフレ期待への悪影響を危惧する意見がみられた。一方で、逆に物価目標達成のために、さらなる金利柔軟化に反対する意見や金融緩和の強化を求める意見などもあり、政策委員の方針にばらつきが目立つ状況になっている。

また、19 日に行われた講演の中で、黒田総裁は、「全体として、わが国の金融システムは安定性を維持していると判断している」としつつ、「人口や企業数の継続的な減少や低金利環境の長期化

に伴って、地域金融機関では、基礎的収益力の低下が続いており、(中略) ストレスが発生した際、自己資本比率が大きく下振れたり、当期純利益の赤字が継続したりする場合には、金融機関のリスクテイク姿勢が慎重化する傾向があるだけに、金融面から実体経済に及ぼす影響も含め、注意していく必要がある」と発言し、地域金融機関に対する一定の配慮を示した。

筆者は、副作用緩和のために、日銀は今後もさらなる金利変動幅の拡大(実質的な金利上昇許容幅の拡大)に向わざるを得ないと見ているが、7月に導入されたフォワードガイダンスの内容¹を踏まえると、消費税率引き上げの影響が一巡するまでは新たな対応を見合わせると予想。次回の金利変動幅拡大は2020年春になると見込んでいる。



3. 金融市場(11月)の振り返りと当面の予想

(10年国債利回り)

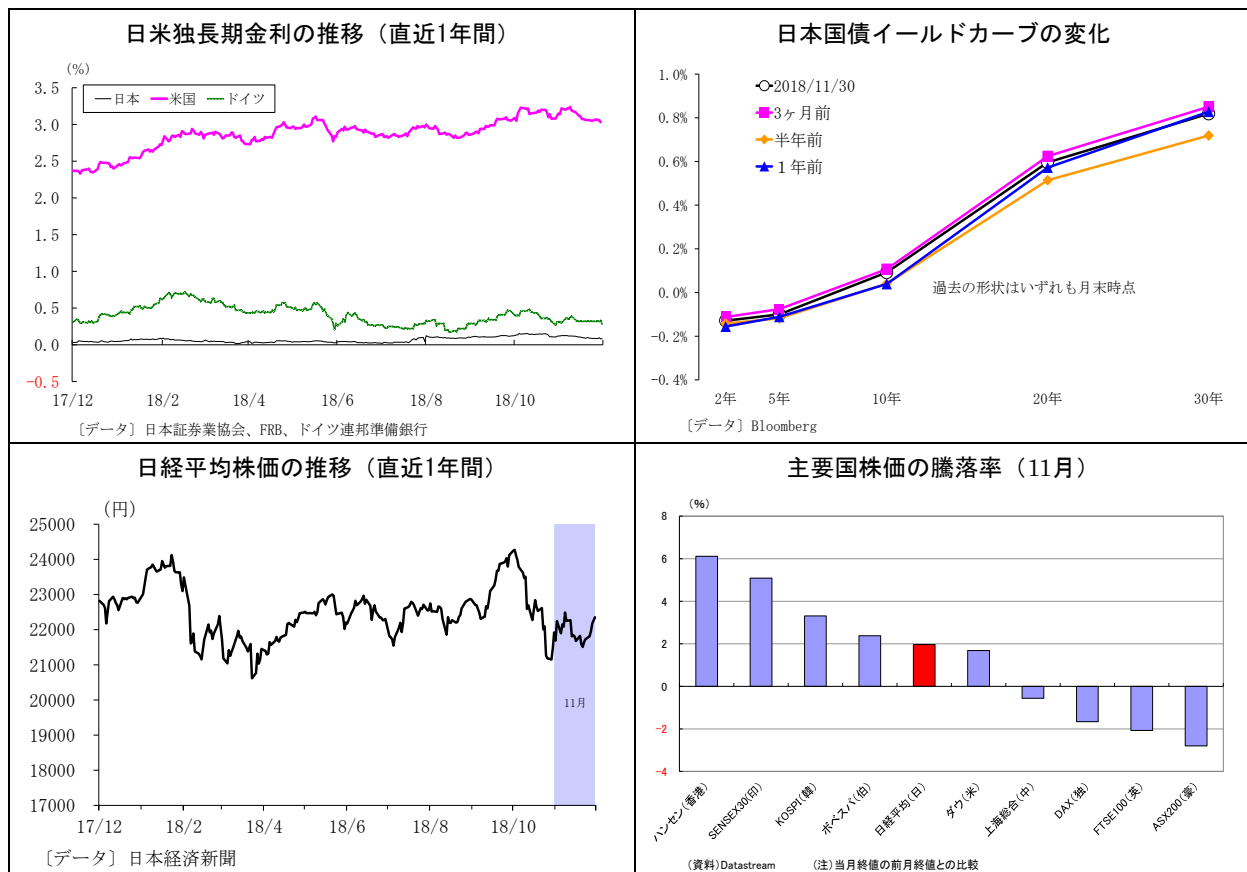
11月の動き 月初0.1%台前半でスタートし、月末は0.0%台後半に。

月初、米中貿易摩擦懸念の緩和や好調な米経済指標を受けた米金利の上昇などから、0.1%台前半での底堅い推移に。その後は、世界経済の減速懸念、原油安、欧州政治不安、FRBクラリダ副議長によるハト派発言などを受けて米金利低下が続き、本邦長期金利もじりじりと低下、19日には0.1%を割り込んだ。その後も世界経済の根強い減速懸念や米利上げ早期打ち止め観測の台頭などから、月末にかけて0.0%台後半から0.1%での推移が続いた。

当面の予想

今月に入り、米中貿易摩擦激化懸念のぶり返しや米利上げ打ち止め観測の高まりをうけて金利は低迷、足元も0.0%台半ばで推移している。当面、貿易摩擦への警戒が煽るほか、今月中旬のFOMCにおいて利上げの見通し鈍化や小休止が示される可能性が意識されやすい。また、英国のEU離脱問題など欧州の政治リスクも煽っており、金利が持ち直す機運は高まりにくい。長期金利は当面0.0%台半ばから後半での推移が見込まれる。

¹ 「2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している」



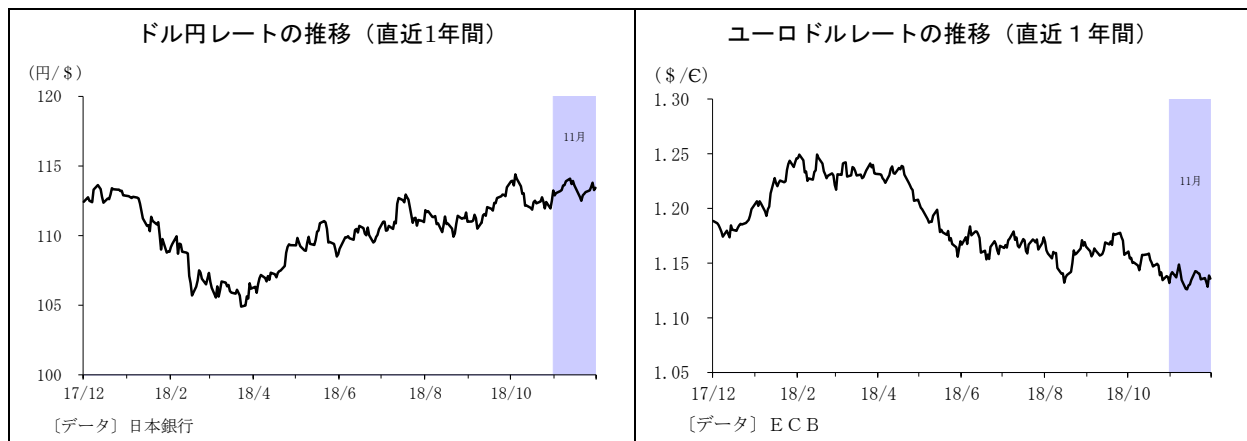
(ドル円レート)

11月の動き 月初 112 円台後半でスタートし、月末は 113 円台前半に。

月初から、好調な米経済指標や米中貿易摩擦緩和期待、米国の 12 月利上げ観測などから円安ドル高がじわりと進み、12 日には 114 円台前半を付けた。その後は世界経済の減速懸念などから米金利が低下したことに伴ってドルが下落。さらに FRB クラリダ副議長によるハト派発言を受けた 19 日には 113 円を割り込んだ。しばらく 112 円台での推移となった後、持ち高調整の円売りで 22 日に 113 円を回復。その後も月末の米中首脳会談での貿易摩擦緩和期待に伴うリスクオンの円売りが入り、月末は 113 円台前半で終了した。

当面の予想

今月に入り、米中貿易摩擦激化懸念のぶり返しや米景気減速懸念に伴う利上げ打ち止め観測の高まりなどを受けてドルがやや下落し、足元は 112 円台後半で推移している。今後も当面、貿易摩擦への警戒が燃ゆるほか、今月中旬の FOMC において利上げの見通し鈍化や小休止が示される可能性が意識されやすく、ドルは積極的に買われにくい。一方で、足元の米国経済は相対的に強いことから、ドル売りも活発化しにくい。従って、年末にかけて 112 円台後半を中心とする一進一退の展開が続くと予想している。



(ユーロドルレート)

11月の動き 月初 1.13 ドル台後半でスタートし、月末も 1.13 ドル台後半に。

月初、英 EU 離脱交渉の合意期待に伴うポンド上昇につられる形でユーロも買われ、7日に 1.14 ドル台後半に。しかし、その後は英 EU 離脱交渉への懸念やイタリア財政懸念、米 12 月利上げ観測から下落し、12日には 1.12 ドル台へ戻る。一方、その後は米利上げ鈍化観測の台頭により、再びユーロが上昇し、19日には 1.14 ドル台前半に。下旬には不調な欧州経済指標などからやや下落したが、月末は 1.13 ドル台後半で終了した。

当面の予想

今月に入り、米中貿易摩擦激化懸念からユーロ売りドル買いと、米利上げ打ち止め観測に伴うドル売りが交錯する形で一進一退となり、足元も 1.13 ドル台後半で推移している。今後も当面、貿易摩擦への警戒や利上げ早期打ち止め観測が燻るため、ドルは積極的に買われにくい。一方、英国の EU 離脱問題やイタリアの財政問題などから欧州の政治リスクも燻っており、ユーロを積極的に買い進める地合いにもなりそうにない。従って、年末にかけて 1.13 ドル台半ばを中心とする一進一退の展開が続くと予想している。

金利・為替予測表 (2018年12月7日現在)

		2018年		2019年			
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
アメリカ	FFレート (期末)	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00
	10年金利 (平均)	2.9	3.0	3.2	3.4	3.6	3.6
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8

ドル円	(平均)	111	113	113	115	116	115
ユーロドル	(平均)	1.16	1.14	1.14	1.16	1.17	1.18
ユーロ円	(平均)	130	129	129	133	136	136

(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。