

Weekly エコノミスト・ レター

2020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

- 2019年のこれまでの市場を振り返ると、ドル円・日本株ともに米中摩擦の影響を強く受ける形で上下したが、米利下げがリスクオフの円高圧力を緩和すると同時にドルの上値を抑えたため、ドル円は方向感を欠いた。一方で、日本株は利下げによる米株高が追い風になる形で明確に上昇した。2019年は「貿易摩擦に一喜一憂させられた一年」と総括できるが、株式投資家にとっては「米利下げが心の拠り所になった一年」とも言える。
- それでは、来年2020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、米国については貿易摩擦と景気、大統領選の行方、中国については景気の行方（減速は止まるか）、その他の地域では欧州の政治と中東などの地政学リスク、国内については東京五輪の影響と衆議院解散・総選挙の可能性などが挙げられる。
- このうち最も重要な材料は米中貿易摩擦の行方だが、メインシナリオとしては、一筋縄には行かないものの、段階的な合意を経て緩和に向くと予想している。米中摩擦が緩和に向うことで、両当事国をはじめ世界経済への減速圧力は弱まるだろう。中国の経済対策の効果も次第に顕在化してくると見込まれる。こうしたことから、来年の日本株の方向感としては「上昇」を予想している。ただし、日本株の割安感は既に後退しているうえ、来年も投資家は世界経済の下振れリスクを警戒せざるを得ないことから、株価の上値も限られそうだ。ドル円については、米中摩擦の緩和などが円売りに繋がる場面も想定されるが、FRBが利上げに前向きな姿勢を示す可能性は低く、ドル高圧力が高まりにくいことから、105円～110円を中心とする「レンジ相場」が続くと予想している。
- 以上、来年は株価の持ち直し、ドル円のレンジ相場を予想しているが、引き続き世界経済を巡る多くのリスクが存在しているだけに、株安・円高リスクにも警戒を怠れない。

2020年の主なスケジュール(見込み)

時期	米国	日本	欧州・他
1月		日米貿易協定発効	台湾総統選挙 英EU離脱期限
2月	大統領選予備選挙開始	春闘本格化	
3月	スーパーチューズデー		
4月			韓国総選挙
春		5G商用サービス開始	
7月	民主党全国大会	東京オリンピック(～8月) 東京都知事選	
8月	共和党全国大会	東京パラリンピック(～9月)	
9月			香港立法会選挙
11月	大統領選挙・議会選挙		
12月			英離脱移行期間終了
未定	USMCA発効?	衆議院解散・総選挙?	

1. トピック：2020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。

(2019年の振り返り…貿易摩擦に一喜一憂させられた一年、米利下げが心の拠り所に)

まず、2019年のこれまでの市場の動きを振り返ると、ドル円レートは年初111円でスタートした直後にフラッシュクラッシュで急激な円高に見舞われ、一時105円を割り込んだ。春にかけては米中通商協議の進展期待によってリスクオンの円売りが進む形で一旦持ち直したものの、その後は米中摩擦激化とそれを受けた米利下げによって円高が進み、夏には再び105円の節目を割り込んだ。秋以降は米政権による追加関税発動延期や米中による合意に向けた協議再開・継続を受けて摩擦緩和期待が高まったことで円安が進み、現在は108円台後半で推移している。

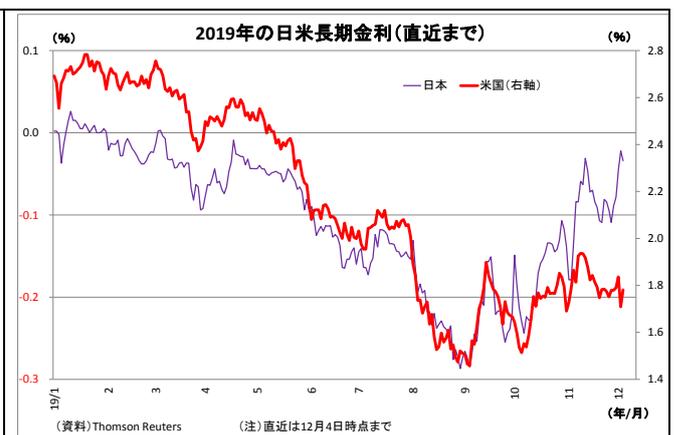
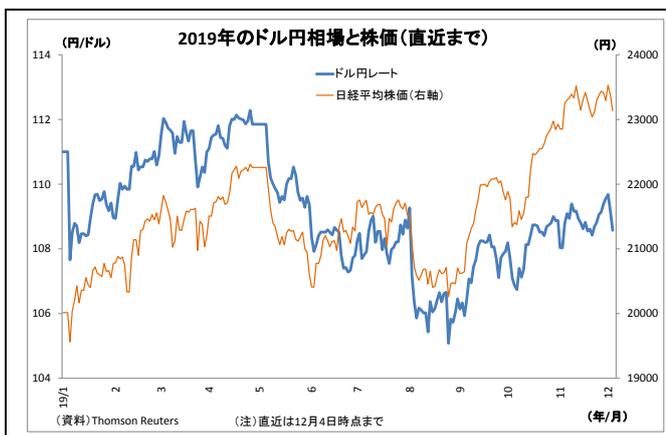
一方、日本株（日経平均株価）は年初20000円を割り込んでスタートしたが、春にかけては米中協議の進展期待によって持ち直した。その後、米中摩擦の激化を受けて一時的に20000円台に下落する局面もあったものの、秋以降は摩擦緩和期待の高まりを受けて上昇し、現在は23000円台で推移している。

米国が利下げに転じたことがドル円ではリスクオフを緩和すると同時にドルの上値を抑えたため、年初から足元にかけてのドル円の値動きは乏しく、方向感も欠けた。一方で、日本株は利下げによる米株高が追い風となる形で明確に上昇している。

なお、長期金利（10年国債利回り）は、米中摩擦激化による安全資産需要と米利下げに伴う米金利低下の影響によって秋口にかけて大きく低下し、一時過去最低の▲0.3%に肉薄したが、その後は米中摩擦の緩和期待と日銀による国債買入れ減額を受けて上昇し、言わば「行って来い」の形になっている。

今月もまだ米政権による対中関税（第4弾の残り）発動予定や英国の総選挙といった重要なイベントを残しているものの、2019年は「貿易摩擦の動向と影響に一喜一憂させられた一年」と総括できる。また、株式投資家にとっては「米利下げが心の拠り所になった一年」とも言えるだろう。

時期	米国	日本	欧州・他
2月	米朝首脳会談	日欧EPA発効	
3月			英EU離脱延期(以降も)
4月			
5月	対中関税③税率UP イラン原油完全禁輸	改元 トランプ米大統領来日	欧州議会選挙 ホルムズ・タンカー攻撃
6月	米中首脳会談 米朝首脳会談	G20大阪サミット	ホルムズ・タンカー攻撃
7月	FRB利下げ開始	参議院選挙(与党過半)	ジョンソン英首相就任
8月	為替操作国指定(中国)		
9月	対中関税④A発動 FRB利下げ	日米貿易協定合意 ラグビーW杯(~11月)	サウジ石油施設攻撃 ECB金融緩和再開
10月	対中関税税率UP延期 FRB利下げ	消費税率引き上げ 台風19号上陸	ドラギECB総裁退任
11月			ラガルドECB新総裁就任
12月	対中関税④B発動(?)		英総選挙(予定)



(2020年 はどんな年?)

それでは、来年 2020 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：貿易摩擦と景気、大統領選の行方

a. 貿易摩擦と景気の行方

まず、米国に関しては、米中貿易摩擦の行方が引き続き最大の注目点になる。現在は第一弾合意の署名に向けた協議が行われているため、目先は第一弾合意署名の有無と対中関税第 4 弾（残りの部分）の発動有無、既存の追加関税引き下げの有無が焦点となる。ただし、仮に第一弾合意が成立したとしても、それで米中摩擦が解決するわけではない。第一弾の合意が終わった後には、ほぼ手付かずとなっている中国の構造問題（中国の産業補助金問題など）是正も含めた交渉が続く可能性が高い。

今後も貿易摩擦がますます激化していけば、中国による報復関税や世界経済の減速を通じた輸出の減少、対中関税の価格転嫁による物価上昇、先行き不透明感に伴う設備投資の減少などを通じて米経済への下押し圧力が強まりかねない。一方で、今後一筋縄には行かないものの、段階的な合意を経て貿易摩擦が緩和し、既存の追加関税も引き下げに例えば、米国経済への逆風が緩和し、景気回復の支援材料になるだろう。

なお、FRB は今年 10 月の FOMC を境に利下げ停止を示唆している。今後、仮に貿易摩擦が緩和し、景気回復に伴って物価上昇率が大きく上昇することになれば利上げも再開されることになるが、来年中に物価上昇率が物価目標である 2% を大きく上回る可能性は低い。また、来年は終盤に大統領選を控えることから、金融政策の変更が行いにくいという事情もある。従って、来年中に利上げが再開されることはないだろう。

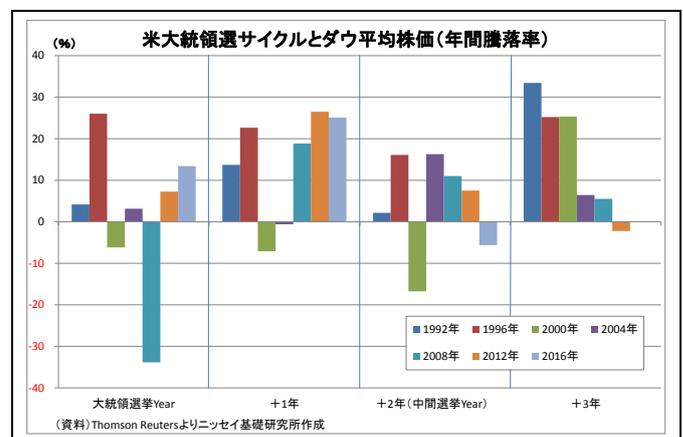


b. 米大統領選の行方

米国に関して、次に注目されるのは来年 11 月上旬に行われる米大統領選の行方だ。

ここで、1990 年代以降について、大統領選のサイクルと米株価（ダウ平均株価）の関係性を振り返っておくと、大統領選の年の株価騰落率はあまり芳しくない。リーマンショックとその反動の影響で株価が攪乱されたオバマ政権の 1 期目（2008 年～2011 年）を除外しても、大統領選の年の平均的な株価上昇率は、その翌年や 3 年後（大統領選前年）に及ばない。

もちろん、株価は景気や金融政策、国際政治など様々な要因の影響を受けるため一概には言えないが、過去の推移を見る限り、大統領選の実施が株価に特定の大きな影響を与えた形跡は確認できない。



ただし、来年の選挙は過去の事例と様相が異なる可能性がある点には注意が必要だ。それは、トランプ大統領を含めて有力候補者の政策が極端であるという点だ。誰が次期大統領に選ばれるかによって政策の振れ幅が大きくなるため、大統領選の株価への影響も増幅される可能性がある。

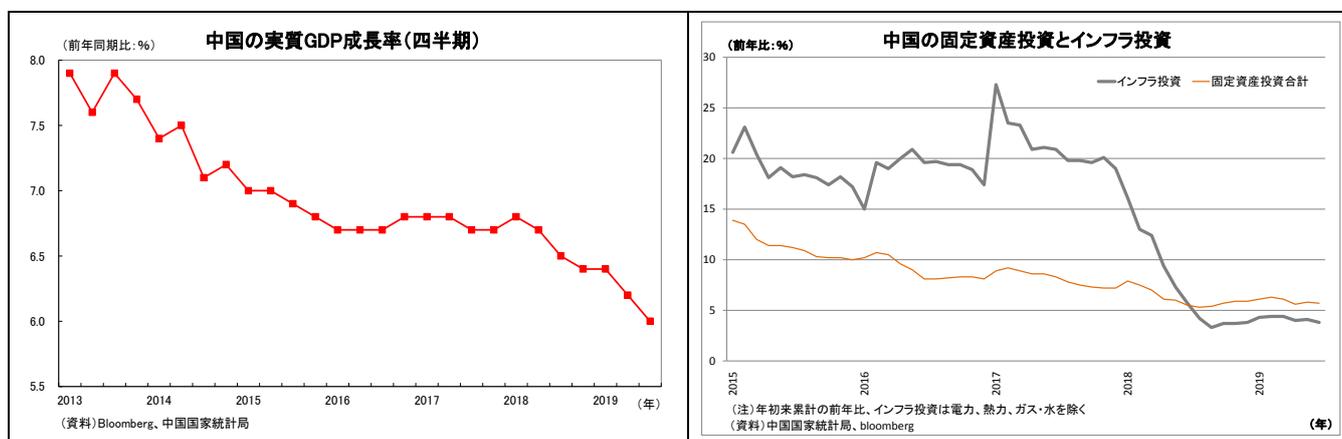
現時点で有力候補とされるのは、トランプ大統領（共和党）、バイデン元副大統領（民主党）、ウォーレン上院議員（民主党）だが、反保護主義的で中国にも融和的なバイデン元副大統領が勝利した場合が最も株価・ドル円にポジティブに働くと考えられる。トランプ大統領が勝利した場合も、政策の連続性が保たれ、不透明感が緩和することでややポジティブな反応が予想される。一方で、保護主義的かつ反ビジネス色の強いウォーレン上院議員が勝利した場合には、株安・ドル安が進む可能性が高いだろう。

また、大統領選と同時に行われる上下院議会選挙の結果も重要になる。現在は大統領（共和党）、上院（共和党過半数）、下院（民主党過半数）の間で「ねじれ」状態にあるが、もし「ねじれ」が解消することになれば、政策実行力向上への期待からポジティブな反応が予想される。

②中国：景気の行方（減速は止まるか）

中国経済の行方も来年の市場にとって引き続き重要なテーマになるだろう。中国経済は減速基調が続いており、直近7-9月期の実質GDP成長率は前年比6.0%まで低下している。米中貿易摩擦の激化によって輸出や投資などへの逆風が強まった影響が大きい。こうした中、中国政府は減税やインフラ投資促進策、実質的な金融緩和措置といった景気対策を相次いで打ち出してきたが、今のところ効果は限定的に留まっている。

従って、中国の景気の行方を考えるうえでは、米中貿易摩擦の今後の動向と影響、中国政府による景気対策の効果発現度合いがポイントになる。



③その他地域：欧州の政治と中東などの地政学リスク

欧州の注目材料は政治だ。英国のEU離脱問題は未だ解決に至っていない。今月12日の総選挙で保守党が過半数を獲得すれば、1月末までに「合意有り離脱」となり、離脱移行期間に入ると見込まれるが、過半数を割り込めば、政局が流動化し、先行きが極めて不透明になる。また、離脱移行期間入りしたとしても、2020年末の移行期間期限までにEUとの間でFTAがまとまらず、かつ英政権が離脱を優先して移行期間の延長を申請しない場合には、再び「合意無き離脱」に陥るリスクがある。

また、景気後退の瀬戸際にあるドイツのメルケル政権が、現在は否定的である大規模な財政出動に踏み切るかどうかにも注目される。

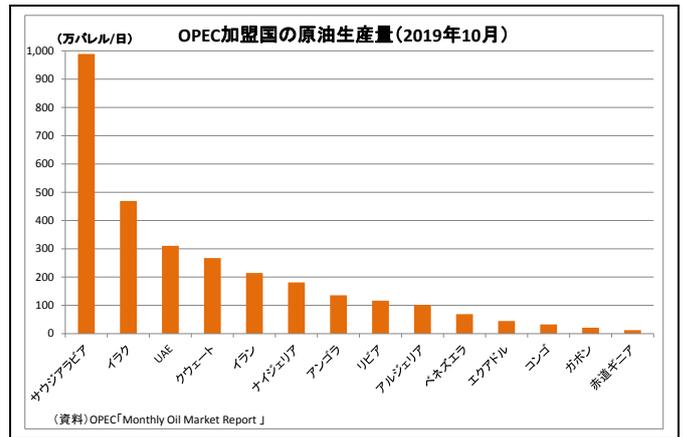
欧州以外では、中東や北朝鮮などの地政学リスクが注目材料になる。

とりわけ中東では、今年 9 月にサウジアラビアの石油関連施設がドローンや巡航ミサイルによる攻撃を受ける事態が起きた。この結果、サウジの生産能力の約半分にあたる日量 570 万バレルもの生産停止が発生し、原油価格は一時 15% も上昇することとなった。

相次ぐタンカーへの攻撃も含めて、サウジ周辺での武力攻撃の背景には米国とイランの関係悪化に伴う中東情勢の不安定化がある。また、石油施設攻撃に対するサウジの防衛体制の脆弱性も明らかになった。米国とイランの緊迫した状況は続いているため、今後もこうした武力攻撃による生産減少リスクは高い。9 月の攻撃後には、被災施設の復旧が早期に行われたことで原油価格が短期間のうちに落ち着きを取り戻したが、今後大規模な生産停止が発生し、復旧に時間を要する事態となれば、原油価格は高騰し、高止まりするだろう。

また、最近、イランやイラクにおいて政治に不満を持つ民衆による大規模デモが頻発し、政権との衝突が発生している点も気がかりだ。両国はサウジに次ぐ原油生産国であるだけに、大規模な生産停止に繋がれば、原油価格の高騰を招きかねない。

原油価格の高騰は世界経済にとって打撃になる。産油国にとっては一時的にプラスに働くものの、原油高の影響で世界経済が悪化して原油需要が減退してしまえば元も子もなくなる。

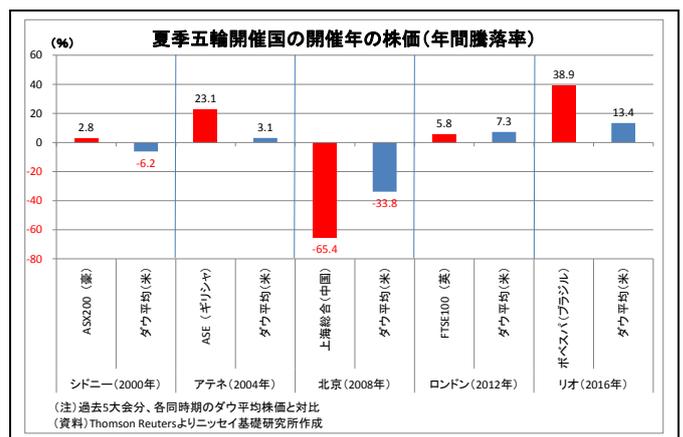


(2) 国内材料

①東京五輪の影響

次に国内に目を転じると、まず来年夏に開催される東京五輪の影響が注目される。五輪の開催は景気にとってプラスに働くため、株価にとっても基本的にはプラスに働くと考えられる。

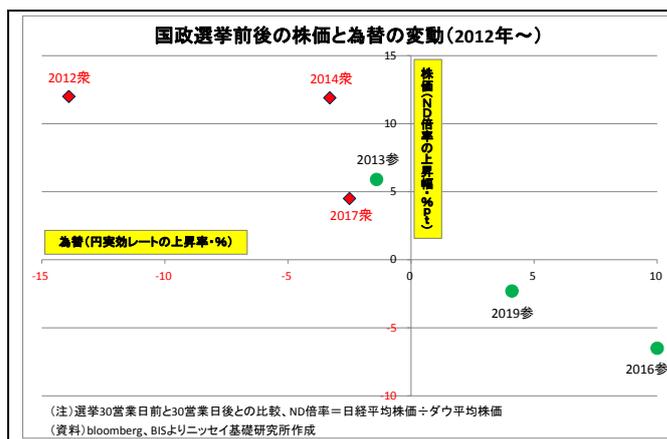
そこで、2000 年以降の夏季五輪 5 大会分について、開催国の開催年における株価上昇率とダウ平均株価の上昇率とを比較してみるとマチマチであり、「五輪開催国の株価上昇率の方が高い」という明確な傾向は確認できなかった。五輪の開催地は数年前に決まるため、開催年の段階では既に株価に織り込まれている可能性や、五輪関連需要の剥落に伴う開催後の景気の落ち込みが反映されている可能性がある。



②衆議院解散・総選挙の可能性

国内政治では、衆議院解散・総選挙の可能性が注目点になる。現在の衆議院の任期は再来年の 10 月までだが、再来年に入ると解散時期の選択肢が狭まり、任期末間際の「追い込まれ解散」になるリスクが出てくるため、安倍首相が来年中に解散・総選挙に踏み切る可能性がある。

ここで、2012年9月の安倍首相の自民党総裁就任後に行われた6回の国政選挙（衆議院選・参議院選ともに3回ずつ）について、選挙前後の株価と為替の反応を振り返ってみると、まず、「衆議院選期間には毎回、円安・株高が進んでいる」ことが確認できる。安倍自民党は大規模な金融緩和と積極的な財政政策を掲げてきただけに、選挙での過半数獲得が金融緩和・財政拡大を促すと見なされ、円安・株高材料になったと考えられる。特に衆議院選は解散を伴うため、市場でポジティブサプライズになりやすいうえ、政権選択に繋がる選挙であるため、参議院選よりも市場の反応が強く現れたとみられる。



ただし、一方で「近年の衆参選挙ではあまり円安・株高が進んでいない」という傾向も確認できる。2014年以降の選挙は「政権交代」や「ねじれ解消」といった意味合いを持たず、現状を維持したに過ぎなかったほか、金融緩和余地の縮小などから政策への期待が高まりづらくなったことで、円安・株高反応が抑制されたと考えられる。

従って、来年、衆議院解散・総選挙が実施され、自民党が過半数を獲得したとしても、円安・株高反応は限定的になりそうだ。逆にもし自民党が過半数割れに追い込まれるような事態となれば、「安倍政権退陣→アベノミクス終了」に対する懸念から円高・株安が進む可能性が高い。

なお、日銀については、来年も市場の脇役に留まりそうだ。日銀の追加緩和余地は既に乏しくなっている一方、物価目標達成は程遠いことから、基本的に政策の現状維持を続けると見込まれるためだ。

そうした中、来年3月と6月に原田審議委員と布野審議委員の任期末が到来することから、新たな審議委員人事が注目される。安倍政権が継続している限り、引き続き現行の大規模金融緩和に肯定的な人材が選ばれる可能性が高い。来年の審議委員人事が金融政策に大きな変化を及ぼすことは考えにくい。

	氏名	出身	任期期限
総裁	黒田東彦	財務省、ADB総裁	2023年4月
副総裁	若田部昌澄	早稲田大	2023年3月
副総裁	雨宮正佳	日銀	2023年3月
審議委員	原田泰	経済企画庁、早稲田大	2020年3月
審議委員	布野幸利	トヨタ自動車(副社長)	2020年6月
審議委員	櫻井真	サクライ・アソシエイト国際金融研究センター(代表)	2021年3月
審議委員	政井貴子	新生銀行(執行役員)	2021年6月
審議委員	鈴木人司	三菱東京UFJ銀行(副頭取)	2022年7月
審議委員	片岡剛士	三菱UFJリサーチ&コンサルティング	2022年7月

(資料) 日本銀行

(メインシナリオとリスク)

以上、来年の注目材料を見てきたが、最も重要な材料は今年の世界経済や金融市場を揺さ振ってきた米中貿易摩擦の行方だと考えられる。

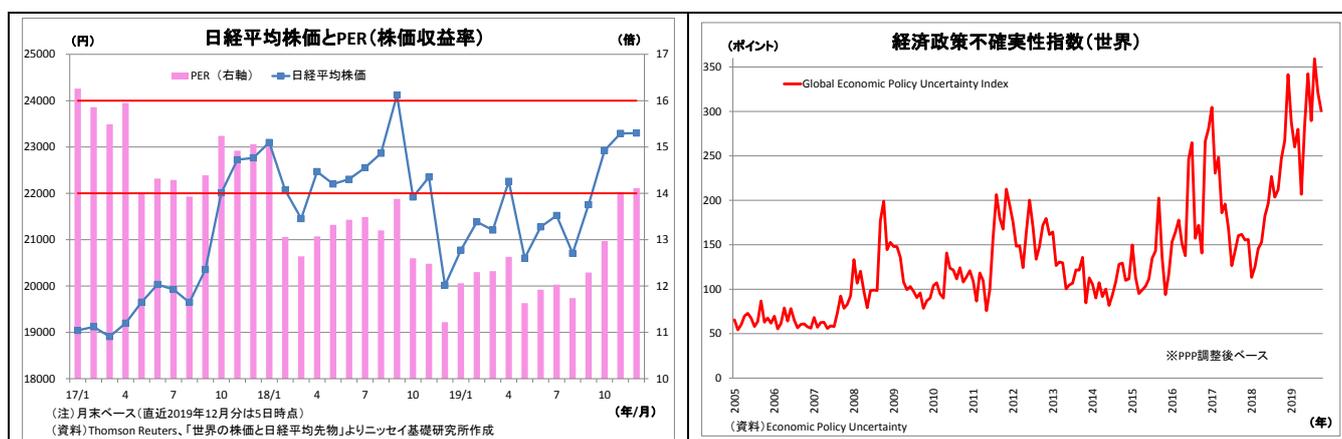
メインシナリオとしては、今後も交渉は一筋縄には行かないものの、段階的な合意を経て貿易摩擦は緩和に向くと予想している。来年終盤に大統領選を控えるトランプ大統領としては、米中摩擦の激化・長期化による景気の失速や株価の下落は避けたいはずだ。また、中国の報復によって重要な票田である農家が苦境に陥っているため、トランプ大統領にとって、合意に伴う中国による農産物輸入拡大は魅力的に映るとも考えられる。米中摩擦が緩和に向うことで、両当事国をはじめ世界経済への減速圧力も弱まるだろう。また、中国の経済対策の効果も次第に顕在化してくると見込まれる。米大統領選挙の行方

については流動的で予断を許さないものの、今のところウォーレン上院議員が次期大統領に選ばれるシナリオはメインシナリオではない。こうしたことから、来年の日本株の方向感としては「上昇」を予想している。

ただし、今年秋からの株価上昇によって、PERなどで見た日本株の割安感は既に後退している。また、ポピュリズムや米中の覇権争いは今後も続くほか、地政学リスクも高止まりするとみられることから、投資家は世界経済を巡る下振れリスクを警戒せざるを得ない。従って、日本株の上値も限られそうだ。

ドル円については、米中摩擦の緩和や世界経済の減速懸念後退がリスクオンの円売りに繋がる場面も想定されるが、来年、FRBが利上げに前向きな姿勢を示す可能性は低く、ドル高圧力は高まりにくい。一方で世界経済の下振れ懸念がリスクオフの円高圧力になる局面もたびたび発生すると見込まれるため、ドル円は105円～110円を中心とする「レンジ相場」が続くと予想している。

以上、来年は株価の持ち直し、ドル円のレンジ相場を予想しているが、引き続き世界経済を巡る多くの下振れリスクが存在しているだけに、株安・円高リスクにも警戒を怠れない状況が続きそうだ。



2. 日銀金融政策(11月)：当面の追加緩和に否定的な見解を示す

(日銀) 維持 (開催なし)

11月はもともと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FOMCとECB理事会の翌週にあたる今月18～19日に開催される予定。

11月11日に「金融政策決定会合における主な意見(2019年10月30、31日開催分)」が公表された。日銀は同会合において、現行の金融政策を維持する一方、政策金利に関するフォワードガイダンスを「物価安定目標に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定」へと修正し、実質的に強化した¹。「主な意見」でも、「現状、モメンタムは損なわれていない」との意見が多くみられた一方で、「注意が必要な情勢にある」との認識の下、フォワードガイダンスの強化に前向きな意見が目立った。

なお、黒田総裁は11月29日に開催された衆院財務金融委員会において、金融政策について、今

¹ 従来は、「当分の間、少なくとも2020年春頃まで、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」としていた。

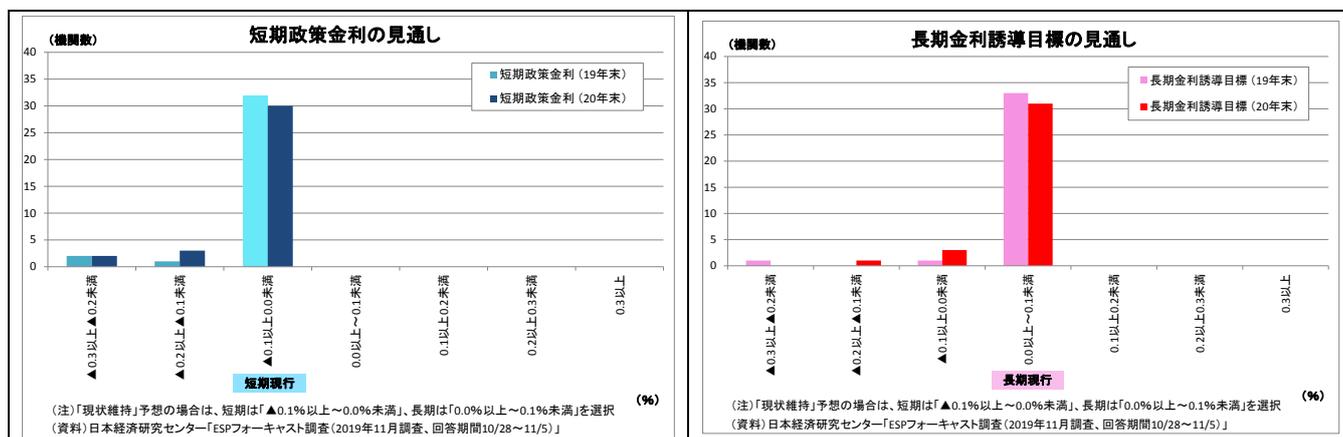
後モメンタムが損なわれる場合には、追加緩和に踏み切る方針を示す一方で、現時点での追加緩和には否定的な見解を示した。

また、それに先立つ 28 日に櫻井審議委員も記者会見において、「積極的に政策的に動いていく必要があるのかどうかという点必ずしもまだその段階でもないのかもしれない」と発言しており、情勢が悪化しない限り、当面は追加緩和から距離を置く姿勢を発信している。

(今後の予想)

効果と副作用を考慮した場合、日銀の採れる追加緩和余地は乏しい。従って、メインシナリオとしては、今後とも出きる限り追加緩和を回避し、適宜フォワードガイダンスの強化程度の措置を実施するに留めると予想する。

一方、もし市場が緊迫化し、大幅な円高が進行したり、内外景気が失速したりする場合には、日銀も動かざるを得なくなる。この際には、緩和の打ち止め感や副作用増大を覚悟のうえで、マイナス金利深堀り（副作用緩和策とセットで）を主軸とする本格的な追加緩和に踏み切ることになると見ている。

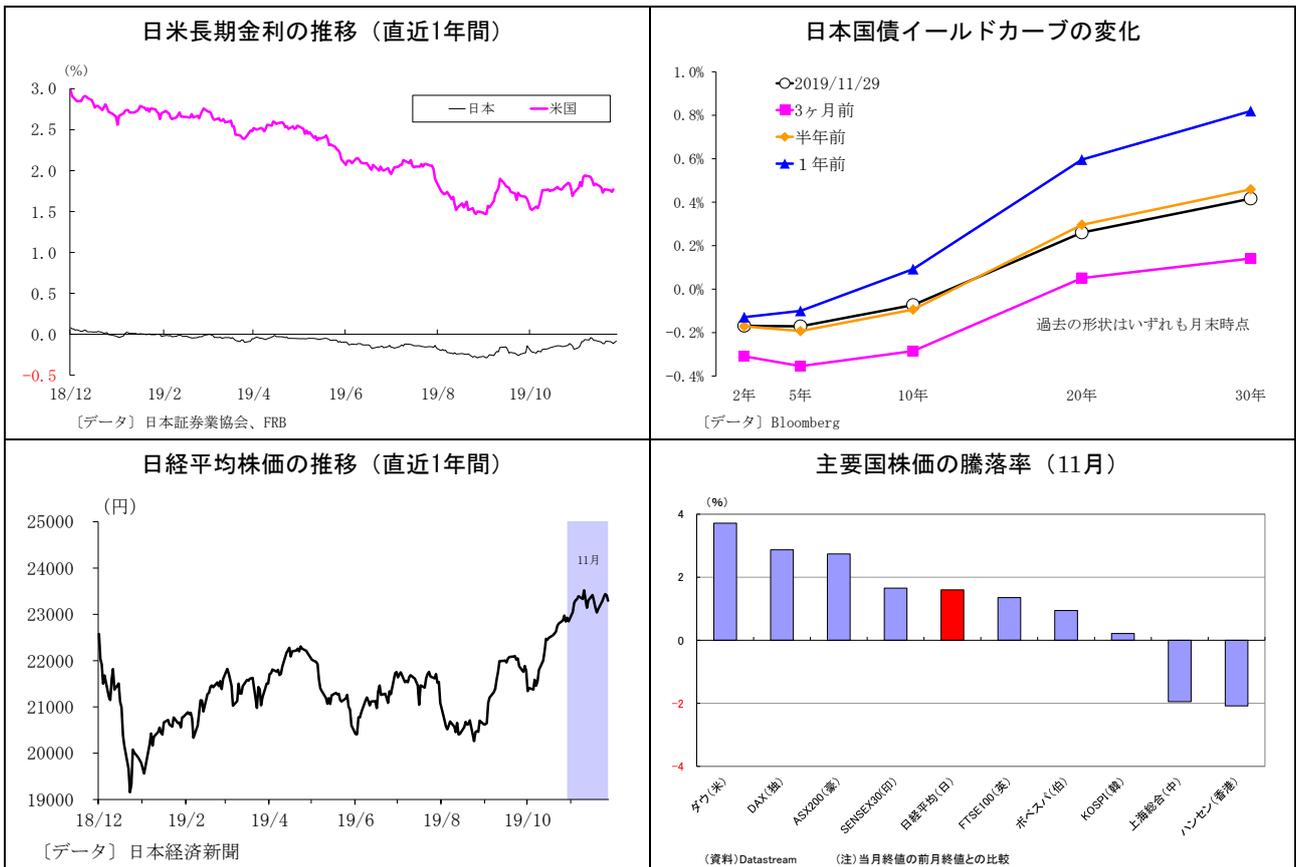


3. 金融市場(11月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

11月の動き 月初-0.1%台後半でスタートし、月末は-0.0%台後半に。

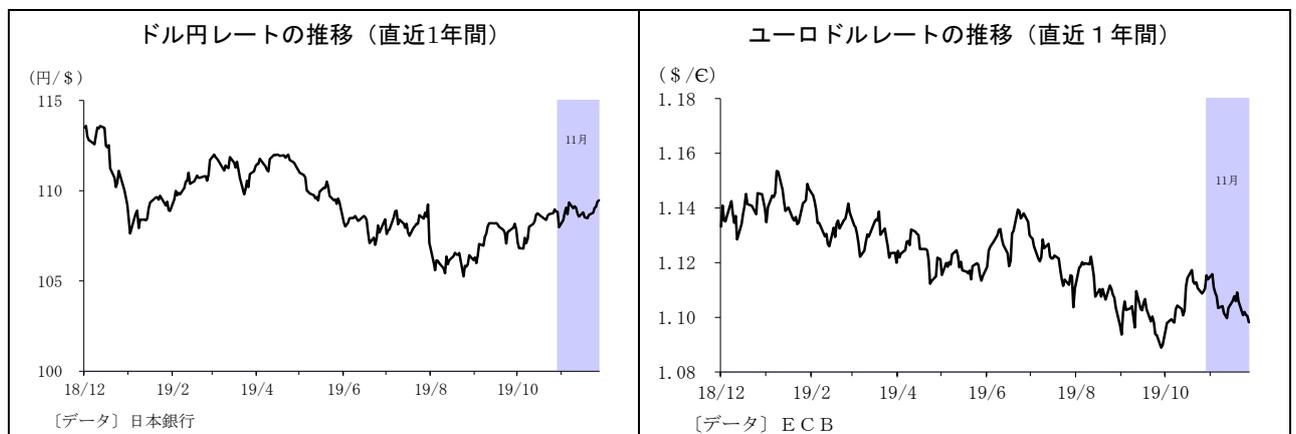
月上旬は、米中協議進展に対する楽観の高まりに加え、堅調な米経済指標や日銀による超長期国債買入れ減額などを受けてマイナス幅を急速に縮小し、低調な国債入札結果を受けた 12 日には-0.0%台前半に達した。その後は米中協議への楽観後退や低調な中国経済指標を受けて低下基調に転じ、香港情勢を巡る米中対立の激化懸念が高まった 20 日には-0.1%台前半まで低下した。月終盤は米中協議を巡る見方が交錯する中で-0.1%を挟んだ展開となったが、月末は弱めの国債入札結果を受けてやや上昇し、-0.0%台後半で終了した。



(ドル円レート)

11月の動き 月初 108 円付近でスタートし、月末は 109 円台半ばに。

月初、米中協議に対する進展期待の高まりや堅調な米経済指標を受けて円売りドル買いが進み、6日に109円台に、8日には一時109円台半ばに迫った。その後は香港情勢の悪化もあって米中協議への期待がやや後退、ドル円は弱含む展開となり、トランプ大統領とパウエルFRB議長の会談でドル高が話題になったことが明らかになった19日には108円台半ばを付けた。月終盤には米中協議への楽観が再び強まったほか、堅調な米経済指標を受けてドル円が上昇し、月末は109円台半ばで終了した。



(ユーロドルレート)

11月の動き 月初 1.11 ドル台前半でスタートし、月末は 1.09 ドル台後半に。

月初、4日に1.11ドル台後半を付けた後、堅調な米経済指標を受けてユーロが下落基調になり、

8日には1.10ドル台前半を付ける。その後、月の中旬には米中協議の先行き不透明感からドルがやや売られ、18日には1.10ドル台後半に上昇した。しかしながら、下旬に入るとユーロ圏の経済指標悪化を受けて再びユーロが弱含み、25日には1.10ドル台前半に。月末も1.10ドルを若干下回る水準で終了した。

金利・為替予測表(2019年12月6日現在)

		2019年		2020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)	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
アメリカ	FFレート(期末)	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
	10年金利(平均)	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0
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(独、平均)	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0.0
ドル円	(平均)	107	109	109	108	108	108
ユーロドル	(平均)	1.11	1.10	1.11	1.12	1.12	1.12
ユーロ円	(平均)	119	120	121	121	121	121

(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。