

エグゼクティブ・サマリー

2017年4月

日本経済

4-6月期も日本経済は、潜在成長率を上回る年率1%台前半程度の成長が続くと見込まれます。消費者物価は前年比上年率を高めていき、年後半にかけては1%台へと伸び率を拡大すると予想されます。

国内債券・為替市場

4-6月期の長期金利は、イールドカーブ・コントロール政策の下、主として0.05%～0.1%のレンジで推移すると見えています。イールドカーブは、年限間での国債の需給バランスを反映し、25年超にかけてのスティープ化傾向が強まると考えます。4-6月期のドル円相場は、1ドル110円～115円をコア・レンジとする推移を想定しています。

国内株式市場

国内株式市場は、引き続き米国トランプ政権の政策に対する期待や、それに伴う円安ドル高の継続で企業業績予想が切り上がることが期待され、堅調な展開となることを予想しています。

日本経済見通し

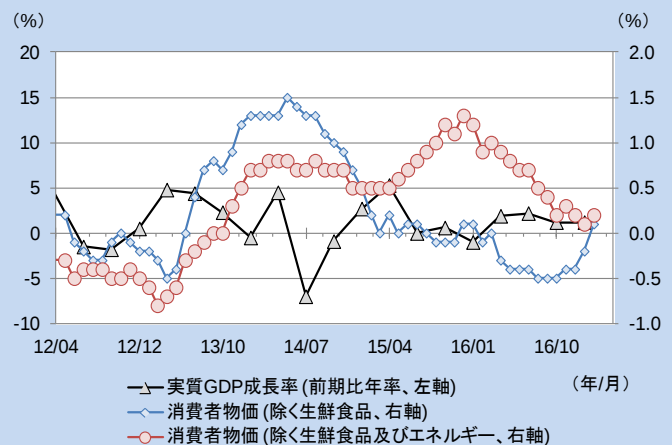
- 日本経済は、世界経済回復の恩恵を背景とした外需に加え、2016年度第2次補正予算での経済対策による財政支出や設備投資の緩やかな回復といった内需の回復も実質GDP成長率にプラスに寄与すると考えられます。一方、個人消費は実質賃金の減少を背景に、弱含みの状況が続きやすいでしょう。
- 消費者物価(除く生鮮食品、前年同月比)については、エネルギーの消費者物価への寄与が高まることに加え、昨年11月の米大統領選以降に進んだ円安によって、家電などの家庭用耐久財や生鮮食品を除く食料品、衣服なども寄与を高めていくと予想されますが、それでもコアCPI上昇率の目先のピークは1%台前半程度に留まる見込みです。

2017年4-6月期の日本経済は、1-3月期までの過去数四半期と同じように、年率換算で1%台前半程度の成長が見込まれ、内閣府が0.8%程度と推計する潜在成長率を上回る緩やかな成長が続くと見えています。昨年後半以降、米国を中心に世界経済の回復の恩恵を受けて輸出が伸び外需主導での成長という構図が鮮明となっていますが、今年に入ってから、設備投資の緩やかな回復基調に加えて、2016年度第2次補正予算での経済対策による財政支出が実質GDP成長率へプラスに寄与してくると考えられるため、内需の寄与も高まる方向になるのではないかと予想されます。

一方、GDPの6割弱を占める個人消費については、雇用・労働環境の改善が続く中でも弱含みの状況が続いていますが、目先も力強い回復は見込み難いでしょう。報道によれば、今年の春季生活闘争(春闘)では、長時間労働の是正といった政府が進める「働き方改革」や子育て世代への手当拡充などに取り組む事例が見られ、また人手不足が深刻さを増すサービス業を中心に非正規労働者の待遇格差是正などを進める企業も見られましたが、業績の先行き不透明感などを背景に、自動車や電機といった大手の製造業でのベースアップ(ベア)は前年実績を下回るケースが相次いだ模様であり、ベアの水準は安倍政権が賃上げの旗を振り始めた2014年以降で最も低くなる見通しです。こうした中、以下で述べるように、年後半にかけては、円安やエネルギー価格上昇による影響を背景にインフレ率は上昇基調を強めていくと考えられます。実質所得の減少が進み家計の購買力が低下することが予想される中、2014年夏にかけて見られたように、家計は生活防衛の意識

を高めていくことが想像されます。力強さに欠ける個人消費の回復はこの先も望み難いとみています。

<実質GDP成長率、消費者物価指数の推移>



出所: 内閣府、総務省、日銀

※実質GDP成長率は2012年4-6月期～2016年10-12月期(四半期)、消費者物価指数(前年同月比)は2012年4月～2017年1月(月次)、消費増税の影響を除いたもの。

消費者物価(除く生鮮食品、いわゆるコアCPI、前年同月ベース)は、1-3月期に小幅ながらプラス圏へと回帰してきましたが、こうした流れは4-6月期以降も継続し年後半にかけて1%台へと伸び率を高めていくことが予想されます。CPIの構成要素のうち、エネルギーの前年比上昇率はマイナス幅を縮め、この先はプラス幅を拡大させていくことが見込まれます。また、昨年11月の米大統領選以降に進んだ円安によって、エネルギー価格のみならず、家電などの家庭用耐久財や生鮮食品を除く食料品、衣服なども輸入物価の上昇を通じて前年

比上昇率を高めていく公算です。実際、日銀が公表する輸入物価指数(円ベース)の前年比上昇率は、既に全ての類別で上昇圧力を高めており、こうした動きが消費者物価にも波及してくるでしょう。ただそれでも、コアCPIの前年比上昇率の目先のピークは1%台前半程度に留まると予想され、日銀が2018年度頃と見ている2%の物価安定目標の達成は困難な状況が続くと考えられます。

国内債券・為替市場見通し

- 日銀は、2017年度を通して、現行の政策フレームワークを維持すると予想します。日銀が長短金利の誘導目標を堅持し続ける結果、長期金利は誘導目標水準であるゼロ%近傍に押さえ付けられた状態のまま、主に0.05%~0.1%のレンジ内での推移が続く展開を想定しています。
- インフレ率が1%程度へと高まる今年後半にかけて日銀が長期金利の誘導目標を引き上げる、というシナリオは排除できないものの、2%の物価安定目標を達成することが極めて困難な情勢な中、日銀執行部がタカ派に転じることは見込み難く、日銀が現行のイールドカーブ・コントロール政策を粘り強く実行していくシナリオをメインに据えています。
- イールドカーブは、国債の市中発行と日銀の国債買入という需給バランスを反映し、国債の発行額に対して日銀による買入額の比率が高い5年超10年以下の年限がイールドカーブ上で堅調に推移しやすい一方、イールドカーブの両側の先端である1年超3年以下と25年超の年限については、相対的にアンダーパフォームしやすいと見ています。
- ドル円相場は、一方向に動くと言うよりはレンジ内で上下に変動しやすい展開を見込んでいます。米国での追加利上げ観測の高まりがドル高円安方向の材料として挙げられる一方、「トランプ相場」の巻き戻しや欧州での政治リスクの高まりがドル安円高の材料になり得ると見ています。

4-6月期も長期金利は、日銀によるイールドカーブ・コントロール政策の下、誘導目標水準であるゼロ%近傍に押さえ付けられた状態が続く、コア・レンジとしては0.05%~0.1%での推移を想定しています。1月下旬に日銀が1年超5年以下の年限での国債買入オペをスキップしたことに端を発した金利の乱高下の過程で、2月初旬には10年国債利回りが遂に節目の0.1%を超え一時的に0.15%まで急上昇しましたが、その場面では日銀が10年国債を対象とした指し値オペの通告や通常の国債買入オペの増額によって長期金利を誘導目標であるゼロ%程度に抑え込もうという強い姿勢を見せました。前述の通り、年後半にかけてはインフレ率が1%程度まで高まる展開が予想されますが、3月中旬に行われた金融政策決定会合後の記者会見で黒田日銀総裁は、「本年の後半にかけて、消費者物価のコアというか、コアコアというか、そういったものが前年比1%近くになるといったことで直ちに、機械的に長期金利の操作目標を引上げていく、という考え方はとっていないということです。」と述べています。4-6月期のインフレ率は依然としてゼロ%台での水準に留まると見込まれる中、現状ゼロ%程度としている長期金利の誘導目標引き上げについて、4-6月期中に国債市場で議論が高まることは考え難く、これまでの取引レンジが続くことでしょう。

2017年度を展望した日銀の金融政策の見方について、当社は日銀が現行の政策フレームワークを維持することをメイン・シナリオに考えています。黒田総裁

の任期は2018年4月8日ですが、それまでの間に2%の物価安定目標を達成することは極めて困難な情勢です。こうした物価見通しの中では引き続き、黒田総裁を中心とする日銀執行部がタカ派に転じることは考え難く、短期金利については日銀当座預金のうち政策金利残高にマイナス0.1%を適用し、長期金利はゼロ%程度で推移するように長期国債の買入を行う現行の政策の枠組みを堅持するのではないのでしょうか。無論、市場の一部では、インフレ率が1%程度へと高まる今年後半にかけて、日銀が長期金利の誘導目標を引き上げるとの見方があり、以下で指摘するように当社もそのシナリオについて否定することはしませんが、現時点ではゼロ%程度を誘導目標とする現行の政策フレームワークを変更することは無い(現状維持)というシナリオをメインに据えています。

仮に、米連邦準備制度理事会(FRB)が想定するように、米国で年内残り2回の利上げが行われ、為替市場で1ドル120円を超えるような円安ドル高が進む展開となれば、現時点で1%程度がピークと見られる消費者物価上昇率は一段と切り上がる可能性が高まります。輸入物価の更なる上昇を通じて、消費者物価の2%の物価安定目標の達成が見えてくるようになれば、日銀が長期金利の誘導目標を引き上げるとの見方が市場で強まり、それに応じて長期金利の取引レンジも切り上がることでしょう。

ただ足元では、トランプ米政権による税制改革やインフラ投資といった政策の実現性に不透明感が漂っています。米金利の上昇やドル高の動きが一筋縄では行かないリスクは相応に高いと考えており、今年度内に日銀が長期金利の誘導目標を引き上げるとの見方については、現時点ではサブ・シナリオとしての位置付けに留まると見ています。

イールドカーブは、国債の市中発行と日銀の国債買入という需給バランスを反映した形状となるでしょう。すなわち、国債の発行額に対して日銀による買入額の比率が高い5年超10年以下の年限がイールドカーブ上で堅調に推移しやすい一方、イールドカーブの両側の先端である1年超3年以下と25年超の年限については、相対的にアンダーパフォームしやすいと見ています。日銀は、イールドカーブ・コントロールの主たる対象となる10年国債利回りについては、誘導目標であるゼロ%近傍から乖離しないように配慮した買入の運営をしており、3月までの買入ペースが続けば5年超10年以下の年限では発行額以上に買入を行う計算になります。それに対して、1年超3年以下や25年超の年限については、緩やかに買入額を縮小させてきており、この先も買入額の減額を模索していくのではないかと予想されます。日銀が、長期金利のゼロ%程度とする誘導目標からの乖離を避けつつ、長期国債買入額の縮小（いわゆるテーパリング）を粛々と進めていく方向にあることを前提とすれば、短中期セクターから長期セクターにかけてのイールドカーブはフラット化しやすく、長期セクターから超長期セクターにかけてはスティープ化しやすでしょう。

4-6月期の為替市場（ドル円相場）は、1ドル110円～115円をコア・レンジとする推移を想定しており、一方方向に動くと言うよりはレンジ内で上下に変動しやすい展開を見込んでいます。ドル高円安方向に動く材料として

は、米国での追加利上げ観測の高まりが挙げられます。米国経済の成長軌道が堅調さを見せる中、6月13-14日に行われる米連邦公開市場委員会（FOMC）に向けて追加利上げ観測が高まる展開となれば、日米金利差拡大の要因からドル高円安に振れやすくなるでしょう。反対に、ドル安円高方向の要因としては、主に以下の2つのシナリオが想像されます。1つは「トランプ相場」の巻き戻し、もう1つは欧州での政治リスクの高まりです。上述の通り、足元では米国トランプ政権による景気刺激策などの政策実現の可能性に疑問が生じる場面が見られています。昨年11月の米大統領選以降のいわゆる「トランプ相場」が巻き返されることになれば、依然として投機筋によるドルの買い持ち高が高水準にある中で、ドル安円高方向への圧力が強まることが予想されます。また欧州では、4月23日に第1回投票、5月7日に決選投票が行われるフランス大統領選挙が控えています。3月中旬に行われたオランダでの総選挙後、欧州でのポピュリズム（大衆迎合主義）の風潮は低下し、足元での世論調査では移民の受け入れに積極的でEU（欧州連合）との結束強化を目指すマクロン前経済相への支持率が高まっています。しかしながら、極右政党・国民戦線のルペン党首は低所得層からの支持が高いとの観測もあり、予断を許さない状況には変わりはありません。政治リスクの高まりが意識される局面では、リスク回避の動きから、円が逃避先として買われ円高ドル安圧力が加わるシナリオも想定されるでしょう。

＜10年国債利回りの推移＞



＜米ドル/日本円の推移＞



国内株式市場見通し

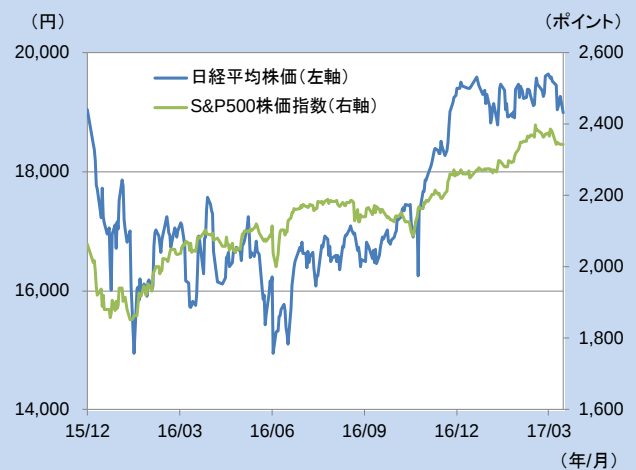
- 世界経済は、昨年半ば以降、景況感が改善し、物価は上昇基調にあります。
- 加えて米国トランプ政権は法人税の引き下げなどの税制改革やインフラ投資などのリフレ政策の実行で成長率の押し上げを図っているため、米国の金融政策は段階的な利上げ局面にあります。
- 日本経済も国内生産や雇用者所得が改善、企業収益も昨年半ば以降、回復基調を強めています。更に米国の利上げにより円安が進展し、予想EPSが切り上がるものと見込まれます。
- 上記より、当四半期の国内株式市場は増益モメンタムの拡大から堅調な展開を予想しますが、トランプ政権への過度な期待感から日米両国の株式市場の上昇率が大きくなった場合、今四半期後半には調整する局面も想定されます。

景気の先行指標であるPMI製造業は米国・ユーロ圏・日本とも回復傾向にあり、物価も経済好転と共に原油などのエネルギー価格が上昇していることから上昇基調にあります。先進国で景気が回復局面にあることに加えて、米国ではトランプ政権が税制改革や大規模インフラ投資、金融規制の撤廃などの政策を進めようとしています。予算を伴うものに関しては議会の承認が必要となり実現の確度が焦点になりますが、米国の経済成長や企業収益の押し上げに寄与するものとみられます。そのため米国の金融政策としては、インフレ率の過度な上昇を抑制するために毎年複数回の利上げが行われていくものと予測されます。

国内経済も2016年10-12月期のGDPが+1.2%と4四半期連続のプラス成長となり、雇用・所得環境は改善基調、外需面でもアジアや米国向けなど輸出が回復基調にあり、鉱工業生産指数も外需の好転を反映して回復傾向にあります。国内企業の収益面では、2016年度上期は円高で厳しい局面でしたが、10-12月期は営業利益が前年同期比で増益に転換、大企業の法人企業統計調査でも売上高経常利益率ないしROAは過去最高水準まで改善と体質強化も進んでいます。また2017年3月期の業績予想において想定為替レート(ドル円)を105円ないし110円としている企業も多い一方、日銀は10年国債利回りを0%近傍に維持する政策を継続することが見込まれることから、今後は日米の金融政策の違いにより長期金利差が拡大し緩やかなドル高円安が進展、2018年3月期に向けて企業業績の拡大が期待されます。

従いまして、国内株式市場は、マクロ景気や企業業績の好転に支えられて、堅調な展開が継続するものと予想しています。リスク要因は、トランプ政権の政策期待の剥落、それに伴う米国株式の下落や円高が想定されます。また、トランプ政権の政策に対する過度の期待から日米両国の株式市場が大幅上昇した場合、今四半期中に調整局面入りする可能性も想定されます。

＜日経平均株価、S&P500指数の推移＞



出所: Bloomberg

※2015年12月30日～2017年3月27日(日次)。

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものです。その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよび“ロックシンボル(The Rock)”は、プルデンシャル・ファイナンシャル(本社:米国ニュージャージー州ニューアーク)およびその関連会社のサービスマークです。英国プルデンシャル社とはなんら関係はありません。

プルデンシャル・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第392号
加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会
PIMJ201703290241