

2017年3月21日 全8頁

日本経済見通し：「グレートローテーション」は持続するか？

①世界経済見通し、②銅価格、③米国通貨戦略に注目

エコノミック・インテリジェンス・チーム
執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
シニアエコノミスト 長内 智
エコノミスト 岡本 佳佑
エコノミスト 小林 俊介
エコノミスト 前田 和馬
田中 誠人

[要約]

- **経済見通しを改訂**：2016年10-12月期 GDP 二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は2016年度が前年度比+1.4%（前回：同+1.3%）、2017年度が同+1.4%（同：同+1.3%）、2018年度が同+1.1%（同：同+1.1%）である。先行きの日本経済は、①輸出の持ち直し、②在庫調整の進展に加えて、③底堅い消費・設備投資に支えられた内需の回復により、バランスの取れた成長軌道へと移行する見通しだ（→詳細は、熊谷亮丸他「第192回 日本経済予測（改訂版）＜訂正版＞」（2017年3月9日）参照）。
- **「グレートローテーション」は継続するか？**：現状、世界的なマネーの流れは、債券から株式へとシフトする「グレートローテーション」の様相を呈している。これは、FRBが2015年12月から利上げ局面に入ったことで長期金利が上昇を続ける一方、世界的な景気の回復により株高が継続しているために起きている。グレートローテーションは、景気が下降し、株式相場が調整局面に入ると終了する。今後グレートローテーションが継続するか否かを占うメルクマールとしては、①世界経済の成長率が上方修正されるか、②銅価格が上昇するか、③米国の通貨当局がドル安政策を取るか、という3点に注目したい。
- **日本経済のリスク要因**：今後の日本経済のリスク要因としては、①トランプ大統領の政策、に加えて、②中国経済の下振れ、③米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクおよび政治リスクを背景とする「リスクオフ」、⑤英国のEU離脱交渉や欧州金融機関のデレバレッジ、の5点に留意が必要だ。

1. 日本経済の見通し

日本経済はバランスの取れた成長軌道へ

2016年10-12月期GDP二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2016年度が前年度比+1.4%(前回:同+1.3%)、2017年度が同+1.4%(同:同+1.3%)、2018年度が同+1.1%(同:同+1.1%)である。先行きの日本経済は、①輸出の持ち直し、②在庫調整の進展に加えて、③底堅い消費・設備投資に支えられた内需の回復により、バランスの取れた成長軌道へと移行する見通しだ(→詳細は、熊谷亮丸他「第192回 日本経済予測(改訂版) <訂正版>」(2017年3月9日)参照)。

実質GDP成長率は一次速報から上方修正だが、市場コンセンサスを下回る

2016年10-12月期の実質GDP成長率(二次速報)は前期比年率+1.2%(前期比+0.3%)と、一次速報(前期比年率+1.0%、前期比+0.2%)から上方修正されたものの、市場コンセンサス(前期比年率+1.6%、前期比+0.4%)を下回った。

今回の改定は、市場コンセンサスには届かなかったものの、その主因は在庫調整の一段の進展にあるとみられることから、過度に悲観する必要はないだろう。むしろ設備投資の上方修正を中心に、外需主導から内外需のバランスの取れた成長へと日本経済がシフトしつつあることが注目に値する。日本経済は「踊り場」局面から持ち直しの動きが出ているという当社のメインシナリオを再確認させる内容であった。

先行きも緩やかな回復を見込むが、下振れリスクは併存

先行きの日本経済は、基調として緩やかな拡大傾向が続く見込みである。ただし、外需寄与は緩やかな拡大を続ける見通しであるが、仮に世界経済の不透明感が強まることとなれば、内需が停滞する中、日本経済を下押しするリスク要因となる。例えば利上げに伴う米国経済の減速や、新興国からの資金流出などが危惧される。加えて、米国の通商政策が保護貿易主義へと大きく転換し、世界経済の先行き不透明感が強まることとなれば、外需主導で成長する日本経済を下押しするリスク要因となるだろう。

個人消費は緩やかながら拡大基調が続くと見込んでいる。労働需給は引き続きタイトであり、このことが雇用者報酬の増加を通じて個人消費を下支えするとみられる。ただし、昨秋来のエネルギー支出と生鮮食品の値上がり等を受けて、消費者物価上昇率が前年比でプラスに転じている点は気がかりだ。また、政府は2017年の春闘においてもベースアップを要請しているが、将来的な業績への影響を懸念する企業側は、月収ではなく年収ベースでの賃金の引き上げで対応する姿勢を示しているところが多いようだ。物価の影響を考慮した実質賃金が伸び悩めば、家計が財布の紐を緩めていくことは期待しづらいだろう。

住宅投資は緩やかに減速するとみている。確かに低水準で推移する住宅ローン金利は引き続き住宅投資の下支え要因となろう。しかし、2017年4月に予定されていた消費税増税前の駆け込み需要を見込んだ都市部のマンションを中心とした住宅着工は今後減少することが予想され、それに遅れる形で住宅投資も減少し始めるとみている。足下では住宅着工件数に頭打ち感が見

られており、工事進捗ベースで計上される住宅投資は、住宅着工件数の動きに追随する形で弱含む公算が大きい。

設備投資は緩やかな増加を予想する。労働需給がタイトな中、特に非製造業において、引き続き人手不足に対応した合理化・省人化投資が期待できる。また、7-9月期のGDP二次速報から計上されるようになった研究開発費も、設備投資の押し上げ要因となろう。ただし、企業収益が引き続き高水準で推移しているものの、収益の源泉は数量の増加ではなく、主として投入コストの低下によってもたらされている点には留意しておきたい。本格的な設備投資拡大の可能性については、外需の拡大などを背景とした稼働率の上昇がカギを握っている。

公共投資については、年度末に向けて持ち直しの動きが見られるだろう。2016年度第2次補正予算の執行により、先行きの公共投資は徐々に増加する見込みである。

輸出に関しては、海外経済が緩やかな成長を続ける中、消費財の輸出を中心に底堅く推移するとみている。財輸出を地域別に見ると、雇用環境の改善や金融緩和の効果などを背景に、各地で個人消費が堅調に推移しており、米国、EU、アジア向けの消費財輸出は引き続き底堅く推移しよう。ただし、米国経済が極端な保護貿易主義に走れば、世界の貿易を停滞させる可能性があり、中長期的なリスク要因になると考えられる。また、仮に日米貿易摩擦問題が表面化するようなこととなれば、自動車産業を中心に輸出産業が打撃を受ける可能性がある。

日本経済のリスク要因

今後の日本経済のリスク要因としては、①トランプ大統領の政策、に加えて、②中国経済の下振れ、③米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクおよび政治リスクを背景とする「リスクオフ」、⑤英国のEU離脱交渉や欧州金融機関のデレバレッジ、の5点に留意が必要だ。

2. 「グレートローテーション」は継続するか？

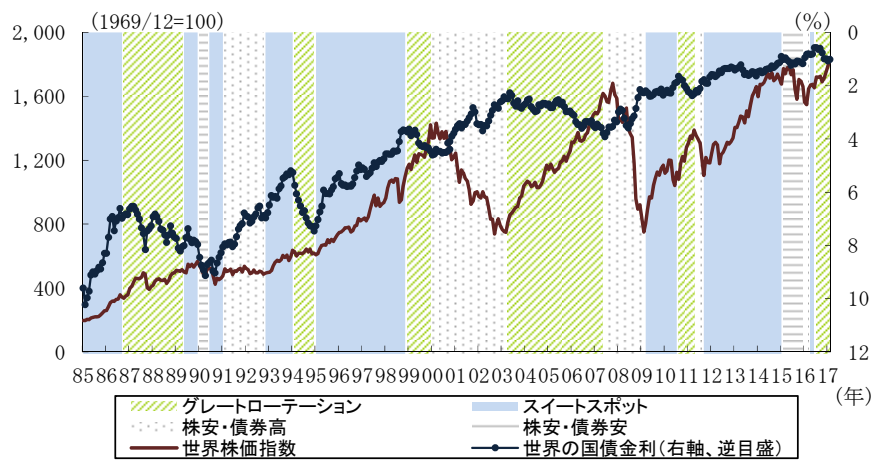
2.1 債券から株式へのマネーシフト

現状、世界的なマネーの流れは、債券から株式へとシフトする「グレートローテーション」の様相を呈している。世界株価指数（MSCI WORLD INDEX）は2016年2月を底として右肩上がりの上昇を続けており、当初の想定を覆す形で2016年11月の米大統領選でトランプ氏が当選を決めた後も、世界の株式市場はポジティブな反応を示している。一方、米長期金利を中心に世界の国債金利は上昇を続けている。本稿では、世界的な株式相場と債券相場のサイクルを検証しつつ、今後グレートローテーションが継続するか否かを占うメルクマールとして、①世界経済の成長率が上方修正されるか、②銅価格が上昇するか、③米国の通貨当局がドル安政策を取るか、という3点がカギを握ることを確認する。

グレートローテーションは「利上げに始まり、景気後退で終わる」

図表1は、世界の株価指数と国債金利の推移に加えて、「世界株価指数が上昇しているか？下落しているか？」「世界の国債金利が上昇しているか？下落しているか？」の4パターンで期間を分けたものである。青く塗られた期間は株高と債券高が併存する「スイートスポット」、緑斜線の期間が債券安と株高を示す「グレートローテーション」である。また、白背景のドットは「株安・債券高」、白背景の横縞が「株安・債券安」の局面である。

図表1：世界の株価指数と国債金利の推移



(注1) 世界株価指数はMSCI WORLD INDEX。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、MSCI Inc. に帰属します。
 (注2) 世界の国債金利は、2000年8月まではWGBI平均金利、それ以降はBloomberg Barclays Indices最低利回り。
 (出所) Bloomberg、MSCI/Haver Analyticsより大和総研作成

債券相場と株式相場には、一般的に以下のサイクルが成り立つ。

まず、景気悪化によって株式相場が低迷し、資金需要の減退と緩和的な金融政策により金利が低下する（＝「①株安・債券高」）。

次に、財政面からの景気刺激策や金融緩和によって供給された流動性が、株式相場を押し上げる「②スイートスポット（株高・債券高）」が到来する。スイートスポットは、景気が拡大する一方で物価が比較的落ち着いた環境下で、政策金利が安定的に推移した時期に訪れる。そし

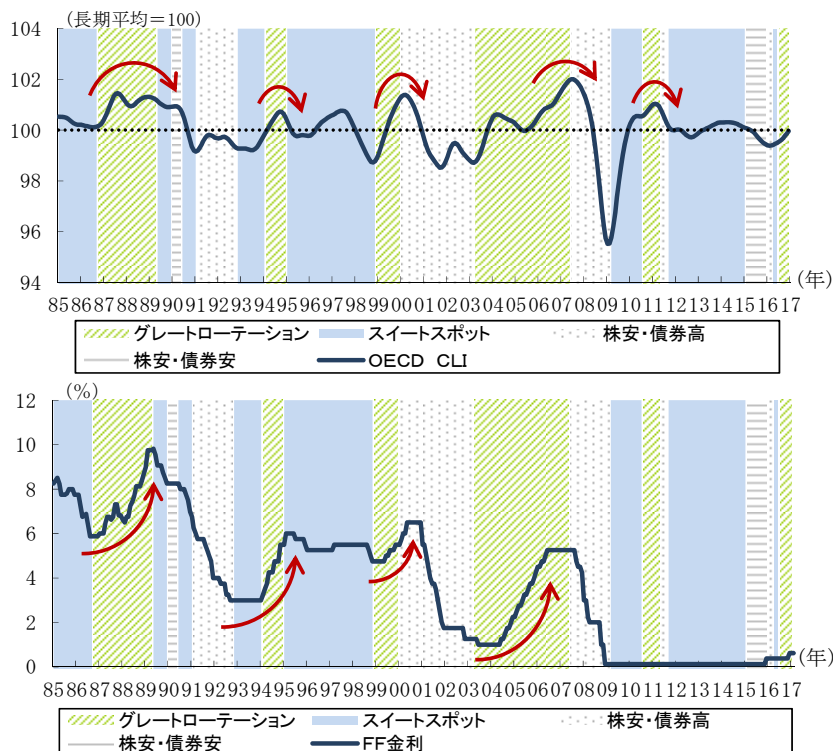
て、このスイートスポットは、景気過熱やインフレ圧力高進を背景とする、中央銀行による政策金利の引き上げを受けた債券相場の下落により終焉を迎える。

「③グレートローテーション（株高・債券安）」は、スイートスポットの後に訪れるケースが多い。金利引き上げを受けて長期金利が上昇を続ける一方、世界的な景気の拡大が続く場合には株高が持続する。そして、景気後退によって株式相場のパフォーマンスが悪化すると、「④株安・債券安」に移行するか、もしくは期間を置かずに「①株安・債券高」へと回帰する。

図表 2 は、世界の景気動向を示す OECD の景気先行指数と FF 金利の推移を示したものである。図表中で、青（＝「スイートスポット」）と緑（＝「グレートローテーション」）の部分では、OECD 景気先行指数が景気上昇局面を意味する 100 を上回るケースが多くなっている。他方、青の「スイートスポット」では FF 金利が横ばいとなっているのに対して、緑の「グレートローテーション」は利上げ局面であることが分かる。そして、景気が下降局面に入ると同時にグレートローテーションは終了する。

近年の推移を見ると、2011 年後半から 15 年にかけて、日米欧が極めて緩和的な金融政策を継続・強化したことで金利の低下が続く一方で、大量に供給された流動性が株式市場に流れ込み株高が起こっている。他方で、景気は一進一退の推移となり回復局面ではなかったため、スイートスポットはグレートローテーションには移行せず、株高の中で債券相場が上下するような状況が続いた。そして、足下では世界的に景気が上向く中で、FRB が 2015 年 12 月から利上げ局面に入ったことで、債券から株式への資金シフトが生じている。

図表 2 : OECD 景気先行指数と FF 金利



(注) OECD CLI は、OECD+Major 6 Non-member (ブラジル、中国、インド、インドネシア、ロシア、南アフリカ) かつ Amplied Adjusted。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

2.2 「グレートローテーション」が継続するか否かを占う3つのメルクマール

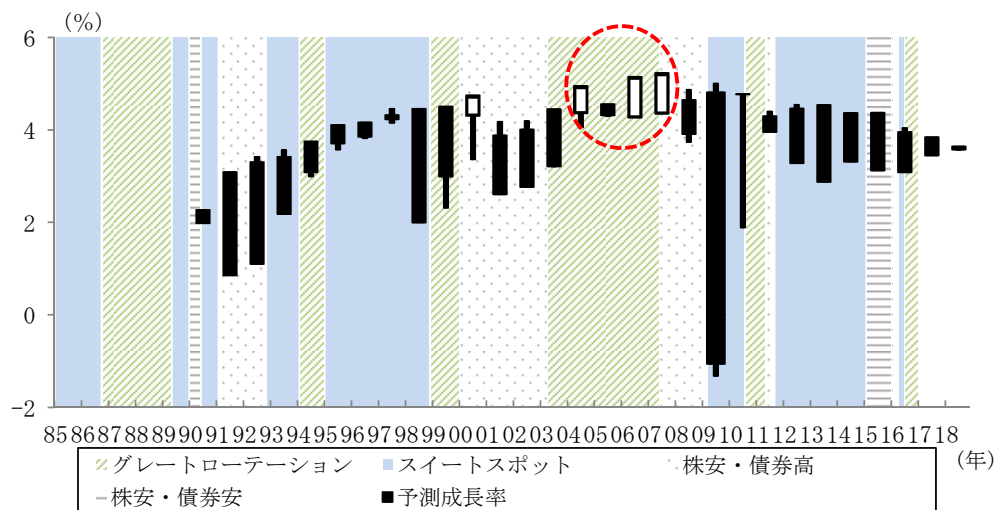
今後「グレートローテーション」がいつまで続くのかを占う上で、当社は3つの指標に注目している。

メルクマール①：世界経済の成長率が上方修正されるか？

第一のメルクマールは、IMF（国際通貨基金）の公表している世界経済の成長率予測の変化である。**図表3**は、データ取得が可能な1990年以降において、2年前から当年10月までの成長率の予測値をローソク足で表現したものである。ほとんどの年において、IMFの成長率予測は当初よりも下方修正されているものの、グレートローテーションが比較的長い期間継続した2003～07年においては、経済見通しの上方修正が行われた年が多かったことが分かる。また、下方修正された場合でも、その修正は小幅にとどまっている。

当然のことながら、株式相場は経済成長率の期待値を即座に織り込んでいると考えられることから、想定以上の好景気である時に株価は上昇する。しかし、図表を見ると、2017年、18年の成長率見通しが下方修正されていることが確認できる。こうした経済見通しの悪化は株式市場にネガティブな影響を与える可能性があるだろう。したがって、足下のグレートローテーションが長期化するか否かを占うにあたり、今後、先行きの成長率見通しが上方修正されていくのか、また仮に下方修正であってもその修正が小幅にとどまるのか、といった点が注目される。

図表3：世界経済の成長率予測の推移



(注) 2年前～当年10月までの6回分の予測値（4月と10月）の中で、始値（2年前予測値）、終値（当年10月予測値）、安値、高値をローソク足で表記。2017年と18年は、16年までに公表された予測値。
(出所) IMF統計より大和総研作成

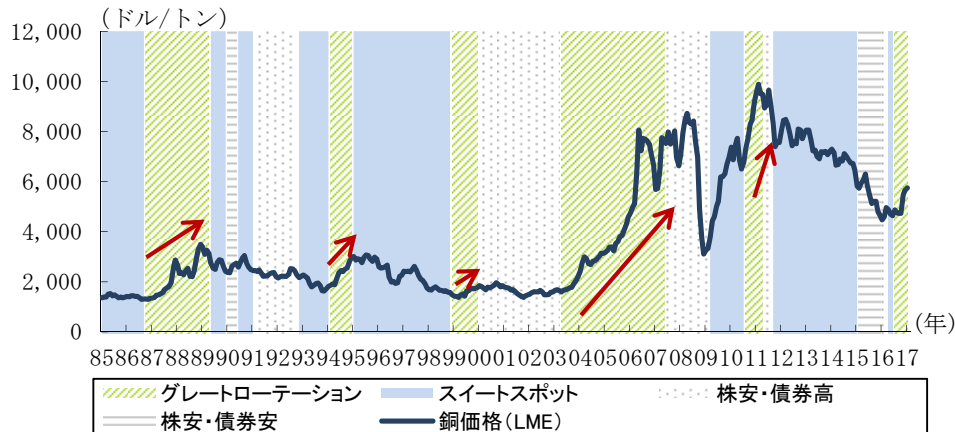
メルクマール②：銅価格が上昇するか？

第二のメルクマールは、銅価格である。**図表4**を見ると、グレートローテーションの期間において、銅価格が明確に上昇していることが分かる。

銅は電線や銅管に加工され、電力ケーブルのほか、自動車や産業機械、家電製品など製造業で幅広く使われており、世界的に生産が上向けば価格は上昇すると考えられる。これに加えて、世界最大の消費国は中国であるため、中国の景況感を映す指標でもある。また、インフラ関連

の用途も多いことを考えると、今後はトランプ大統領による大型インフラ投資の実現性を映す指標としての意味合いも大きいだろう。

図表 4：銅価格（LME）の推移



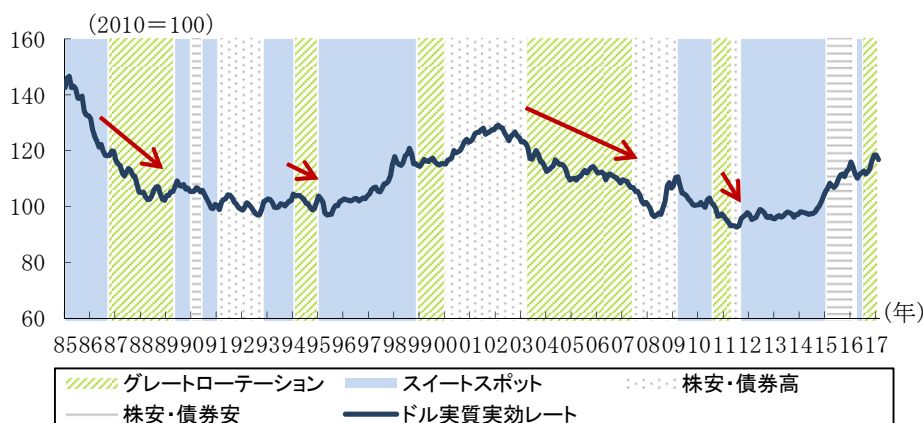
(出所) IMF統計より大和総研作成

メルクマール③：米国の通貨当局がドル安政策を取るか？

最後のメルクマールは、ドル相場である。グレートローテーションの期間中、為替相場はドル安に振れる傾向がある（図表 5）。

これには、米国の通貨戦略が関係している（→詳細は、熊谷亮丸他「第 192 回 日本経済予測（改訂版）＜訂正版＞」（2017 年 3 月 9 日）第 2 章参照）。米国がドル安政策を取る条件は、インフレ懸念が限定的かつ金融市場の動向が安定していることだ。したがって、米国の通貨当局がドル安政策を取るということは、裏を返せば、彼らが世界経済の動向を過度に悲観的には見ていないことを意味するからである。以上のロジックから、米国がドル安政策を取る局面では、グレートローテーションが継続しやすいとの推論が成り立ち得る。

図表 5：ドル実質実効為替レートの推移



(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

今後を展望すると、FRB が 2017 年も複数回の利上げを示唆していることから、長期金利上昇（＝債券安）の流れが反転する展開は想定しがたい。一方、株高が継続するか否かという点を占う意味で、上記の 3 つのメルクマールに注目しておきたい。

図表 6 : 日本経済・金利見通し

	(予) →					(予) →				
	2016.10-12	2017.1-3	4-6	7-9	10-12	2018.1-3	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.2 1.6	2.8 1.9	1.2 1.6	0.9 1.5	1.3 1.5	0.9 1.1	1.3	1.4	1.4	1.1
経常収支 (季調済年率、兆円)	20.9	20.2	19.1	19.1	19.7	20.0	18.0	20.3	19.6	20.8
失業率 (%)	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.3	3.1	3.0	3.0
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2015=100) [前年比%]	-0.3	0.3	0.6	1.0	1.0	0.8	-0.0	-0.2	0.9	0.7
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.00	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09	0.26	-0.04	0.09	0.10

(注) 予測値は原則として大和総研・第192回日本経済予測 (改訂版) <訂正版>による。
(出所) 各種統計より大和総研作成