

年後半以降のマーケットを読む

株式会社日本総合研究所 副理事長 湯元健治

1. はじめに

今年もすでに半年が経過したが、株式、為替市場など世界のマーケットは、依然として不安定な動きを続けている。言うまでもなく、その最大の原因は、米国トランプ大統領が次々と繰り出す保護主義的な措置に対する懸念の高まりだ。米国 FRB がバランスシートの縮小と段階的な利上げを着実に進める一方で、トランプ大統領は大規模な減税やインフラ投資といった景気拡大策と同時に、TPP からの離脱、NAFTA 協定の見直し、対中制裁関税の実施表明など世界全体の景気、企業業績を悪化させかねない措置を公然と打ち出している。市場は、いよいよその本気度と影響度の大きさを真剣に見極めなければならないステージに差しかかっている。以下では、今年前半のマーケット動向および、その変動要因をチェックした上で、年後半から来年にかけてのマーケットを展望したい。

2. 年前半のマーケット動向

まず日米の株式相場と為替相場の動きを振り返ってみると、米国株価(NY ダウ)は、年初に 2 万 6616 ドルのピークを付けた後、2 月初旬に 2 万 3,860 ドルまで急落。その後持ち直しに転じたかに見えたが、3 月下旬にかけて 2 万 3,533 ドルまで再び大きく下落、ピークからボトムまでの下落幅は▲3,083 ドル(▲11.6%)に達した。株価は、その後緩やかな持ち直しに転じたものの、6 月中旬以降、再び下落基調に転じ、足下では 2 万 4,776 ドルにやや値を戻している。ボトムからの上昇幅は 1,243 ドルで下落した分の 4 割程度の戻しに止まっている。

一方、日本株(日経平均)は、年初(1 月下旬)のピークである 2 万 4,124 円から短期間で 2 万 1,000 円割れ寸前まで下落。その後、持ち直しかに見えたが、米国株の再下落に伴い、3 月下旬には 2 万 617 円まで再下落。ピークからボトムまでの下落幅は▲3,507 円(▲14.5%)と米国株を上回った。この間、円ドル相場はリスク回避の円高が続き、1 ドル 104 円台まで上昇した。株価は、その後持ち直しに転じたが、6 月中旬以降、再下落に転じ、足下では 2 万 2,000 円台に値を戻している。ボトムからは、1,660 円上昇しているが、下落幅の 47%を取り戻したに過ぎない。日本株の戻り幅が米国株を上回っているのは、4 月以降、円ドル相場が円安方向に反転したためだが、最近では 110 円前後で推移しており、株価も為替も方向感の見えにくい状況にある。

以上のように、日米株価は年初からの急落以来、上昇と下落を繰り返す一進一退の状況から未だ脱し切れていない。

3. 日米株価の変動要因が変化

この半年間の日米株価の変動要因を大雑把に整理すると、1 月下旬から 2 月初旬にかけての下げ(第 1 段階)は、米国のインフレ懸念と長期金利の上昇によるものだった。その後、インフレ懸念は燻り続け、米長期金利も一時 3.1%台に乗せたが、現在では 2.8%台で安定

した推移を辿っており、インフレ懸念は一旦鎮静化している。今年のFRBの利上げ予想も当初の年3回から年4回に引き上げられたものの、市場はかなりの程度織り込んでおり、利上げ加速懸念で相場が下落する状況ではなくなっている。

3月下旬にかけての2番底となる下げ(第2段階)は、トランプ大統領の保護主義的な動きが主因だ。3月8日に鉄鋼に25%、アルミニウムに10%の輸入関税を課す大統領令に署名した時は、関税対象製品の輸入規模が30億ドルに止まったため、市場にはさほど大きく影響しなかったが、3月22日に中国製品500億ドルに対して知的財産権侵害の制裁関税25%をかけると宣言して以降、米中貿易戦争勃発の懸念が一挙に高まった。その後、米中間で通商交渉がスタートし、市場では何らかの妥協が成立するのではないかとの楽観ムードが浮上し、株価は一旦持ち直したが、中国側の輸入拡大策に米国側は満足せず、米中間のディールは成立しなかった。6月中旬以降の下げ(第3段階)は、米国が6月15日に500億ドルの対中制裁関税の一部(340億ドル)を7月6日に発動すると発表、さらに18日に新たに2000億ドル相当の中国製品に10%の制裁関税を検討するようUSTR(米通商代表部)に指示したことで始まった。7月6日には実際に818品目、340億ドルを対象に制裁関税が発動され、さらに2週間以内に残りの160億ドルについて詳細を公表すると発表。中国も545品目、同規模の報復関税を発動すると宣言。トランプ大統領は、今後の中国の動き次第では、中国からの全輸入品の額に相当する5,000億ドルに対して制裁関税を課すと警告したため、米中貿易戦争がいよいよ現実化するとの懸念が高まった。

足下で日米株価はやや値を戻しているとはいえ、この第3段階の下げがまだ終わったとは断言できない。市場はいよいよ米中間の制裁関税と報復関税の掛け合いによって、今後の程度、景気や企業業績にダメージが及ぶかに関心が移り始めている。とくに顕著な影響が出ているのが、中国株安と人民元安だ。1月のピークからの下落幅は▲22%にも及び、米中摩擦の激化が意識されて以降、▲400ポイント(▲12%)以上の下げとなっており、足下やや反発しているが、完全に下げ止まったのかどうかは判然としない。人民元も4月以降、大幅に元安に振れており、対ドルレートは1ドル6.6元台まで下落している。人民銀行は、預金準備率を4月17日に1%ポイント、6月24日には0.5%ポイント引き下げており、株安や景気減速への対応を鮮明にしている。人民銀行は、債務返済や債務の株式化奨励によるレバレッジの引下げを目的としていると表明しているが、米中摩擦激化による景気悪化を視野に入れていることは間違いない。人民銀行は、米国が500億ドルの制裁関税を実施すれば、経済成長率が▲0.2%ポイント低下するとの試算を公表している。米中貿易戦争がエスカレートして、中国経済のダメージがより大きく顕在化すれば、日本企業への影響は免れ難く、中国株や人民元相場の行方は、日本株にとっても新たな懸念材料となろう。

こうした懸念は、中国だけでは済まない。米国でも7月の雇用統計は堅調だったとはいえ、景気減速を示唆する指標も出始めており、市場は世界経済の拡大にピリオドが打たれるリスクを意識し始めている。この点については、今後の展望で詳しく述べたい。

4. 年後半以降の相場展開をどうみるか

以上のようにみると、年後半以降の相場展開を予想する上で重要なファクターは、(1)米中貿易戦争の帰趨、(2)米国、欧州、中国など世界経済の景気後退リスク、(3)日米欧の金融政

策と円ドル相場の行方の 3 点だ。それぞれが相互に関連しているため、非常に先行き不透明感が強いが、リスクシナリオも含めて予想してみよう。

第 1 に、米中貿易戦争の帰趨については、少なくとも 11 月の米中間選挙まで、米中間の溝が埋まることはないともておく必要がある。このため、貿易摩擦がちょっとしたきっかけでエスカレートするリスクを常に孕む。他方、トランプ大統領は、中国との決定的な対立も避けようとするだろう。現在、トランプ大統領の支持率が回復の兆しを見せているのは、中国や日本など貿易黒字国に対する断固たる姿勢が好感されているためだ。500 億ドル規模程度の制裁関税なら、中国の報復も含めて、米国経済や米国企業の業績に与える影響は限定的だと踏んでいるため、トランプは強気の姿勢を貫いている。ただし、500 億ドルを超えて追加で次々と制裁関税を導入した場合には、無視できない影響が生じることは間違いない。株式市場はそのリスクがどの程度あるのかを慎重に吟味し始めている。トランプ自身も、株価が底を抜ける形で下がるような措置は、実際には取らないと読むべきだろう。中間選挙まで、ギリギリのブラフをみせて中国側の譲歩をさらに引き出す戦略だ。このようにみると、11 月までは株価が大きく反転上昇する材料は見いだせない一方で、一段の大幅な下落は何とか回避するとのシナリオが最も蓋然性が高い。

ただし、注意を要するのは、すでに 5 月 23 日に商務省に検討を指示している安全保障を理由とした通商拡大法 232 条に基づく、自動車・自動車部品関税を現行の 25%から 25%へ引き上げる措置だ。これは 3,600 億ドルを超える規模からいって、鉄鋼やアルミニウムの比ではない。自動車輸出の 4 割に相当する年間 170 万台(4 兆 6,000 億円)が米国向けとなっている日本企業にとっては大打撃となることは確実で、関税率は 22%(1.25/1.025)の上昇率となり、日本メーカーが価格転嫁で対応した場合には、米国の消費者にとっても打撃は大きい。トランプの真の狙いは、NAFTA 再交渉でメキシコ、カナダからの譲歩を勝ち取ることや日米間の 2 国間自由貿易協定(FTA)につなげることにあるとみるが、警戒は怠れない。

第 2 は、世界経済の景気後退リスクをどうみるかだ。6 月 12・13 日の FOMC 議事録では、米国経済がリセッション(景気後退)に陥る可能性について議論が交わされた。景気そのものの先行きに関しては、一部に懸念する意見もあったが、大勢として景気の底堅さに自信が示された。一方で、通商政策を巡る先行き不透明感とリスクの高まりに対する懸念が示された。また、市場の関心が高い長短金利差(=10 年物国債利回り-2 年物国債利回り)の動向を引き続き注視することが重要との見解も示された。これは、過去、長短金利差が逆転してマイナスになると平均 1 年程度で景気後退に陥るという経験則を指すが、現在、長短金利差は 0.3%を割り込んでいる。これは、長期金利が上がらなければ、あと 2 回の利上げで、すなわち早ければ年内にも金利差がマイナスとなることを意味しており、2019 年末から 2020 年にかけて景気後退リスクが高まることを示唆している。また、FF 金利が中立水準とされる 2.9%を超えて金融が引き締めスタンスになるには、少なくともあと 4 回の利上げが必要だが、FOMC メンバーの平均的な見通しをベースにすれば、来年半ば以降、景気減速圧力が加わることになる。もちろん、米中貿易戦争が激化する場合には、経済に与える影響を勘案して FRB が利上げペースを遅らせる可能性はある。

他方、中国株価の下落に示される通り、その影響が中国経済に対してネガティブに作用することは間違いない。中国政府にとって株式市場は完全に制御できず、金融緩和によって

株価や景気を下支えしようとする、ドル高・人民元安、大量の資本流出という深刻なジレンマに直面しかねない。取り得る手は、再び財政支出を拡大することしかないが、その場合、過剰債務の削減、デレバレッジという構造改革に逆行するというジレンマにも直面する。中国国家情報センターの予測では、本年下半期の実質成長率は 6.6%に鈍化するという。鈍化の程度は深刻ではないにせよ、資産価格の下落が株価だけに止まらず、不動産価格に波及する場合には、予想以上の景気減速を覚悟しなければならない。当局が最も恐れるシナリオは、人民元安加速に伴う資本流出が不動産価格の下落に跳ね返ることだ。現時点で、そこまでのリスクは小さいとみられるが、警戒は怠れない。

第 3 は、日米欧の金融政策と円ドル相場の行方だ。米国は、着実かつ段階的な利上げを目指しているが、市場はすでに来年半ば以降での利上げ打ち止めの可能性を織り込み始めている。このため、円ドル相場は、110 円を超える大幅な円安に中々ならない状況にある。トランプ大統領の保護主義的動きがエスカレートしかねない懸念も円ドル相場の頭を抑える要因となっている。他方で、ECB が年内に資産購入(量的緩和)を終了することは、来年秋頃に利上げを開始するとの予想と相まって、ユーロ高・ドル安要因となっており、間接的な円高圧力になり得る。もっとも、トランプ大統領の保護主義圧力の強まりは、現時点で目立って円高・ドル安に作用していないことも事実であり、日本の大規模金融緩和の長期化と欧米の金融政策の基本的方向性の違いが円高加速の歯止め要因となっていることにも留意する必要がある。結論的には、日銀の金融政策の転換が意識されない限り、円高圧力は封じ込められ続けると予想する。この点での株価下落リスクは小さいと判断されるが、他方で、人民元安に象徴される通り、ドル高・新興国通貨安が進む結果、中国・新興国の株安が世界的な株価下落の引き金になるリスクには注意が必要だ。

これら以外にも、北朝鮮リスクや中東リスクなどの地政学リスク、欧州政治の混乱など不確定要素が少なくないが、本論では、敢えてこれらの要因は中立要因とみなして、具体的な株価シナリオを描いてみよう。

5. 結論: 3つのシナリオ

以上の見方をベースとして、今年下半期以降の日米株価の行方について、3 つシナリオを現時点で筆者が考える確率とともに示そう。

第 1 は、年後半から来年にかけて日米株価は徐々に上昇基調を取り戻すとのシナリオだ。米中貿易戦争は、中国側の大幅な譲歩により、最悪の展開を免れる。このため、米中経済への影響は限定的に止まり、世界経済が景気後退に陥るシナリオは、水際で回避される。円ドル相場も一定のレンジ内(107~112 円)を大きく逸脱することはなく、安定が維持される。何よりも、実体経済と企業業績は底堅い回復を続け、PER(株価収益率)でみた株式の割安感が続くことも株価上昇要因となる。NY ダウは来年央には 2 万 6,000ドル、日経平均は 2 万 4,000 円台に乗せる。このシナリオの確率は、35%とみる。

第 2 は、米中貿易戦争がエスカレートし、実体経済や企業業績に深刻な影響を及ぼすシナリオだ。世界経済は、米国、中国経済の悪化を引き金として 2019 年に景気後退に陥る。この場合、リスク回避の円高が進行し、円ドル相場は 100 円突破を目指すことになる。株価は、

再び下落基調が強まり、これまでの最安値を更新する。NY ダウは 2 万 3,000 ドル割れ、日経平均も 2 万円割れとなるシナリオだ。確率は、25%とみる。

第 3 は、今年前半のような一進一退の相場展開が長期化するシナリオだ。米中貿易摩擦は、一向に解決の糸口がつかめず、米中間の通商交渉は泥沼化、長期化する。市場は次第にそうした展開を織り込むため、一段の大幅下落は回避されるものの、あく抜け感はなかなか生じない。世界経済も景気後退は回避するが、減速感が強くにじむ展開が予想される。円ドル相場は、かなり振幅の大きな展開となり、再び 105 円割れも十分あり得るが、115 円までの円安・ドル高も生じ得る。その度に、株価は大きく振幅するだろう。NY ダウは 2 万 3,500 ドル～2 万 5,000 ドル、日経平均は 2 万 1,000 円～2 万 3,500 円の範囲内で上下動を繰り返す展開だ。このシナリオの確率は、40%とみる。

6. おわりに

いずれにしても、下半期以降の株価動向について、過度に楽観的にみることは禁物だ。世界経済は、景気の成熟化に伴う景気後退リスクと保護貿易主義のエスカレートという二重のリスクを抱えながら、当面は比較的安定した成長を続けよう。それでも、景気後退が永遠に訪れないということはある得ない。先行きを過度に悲観視する必要はないが、リスクに対する備えは欠かせないといえよう。

(2018.7.10)