

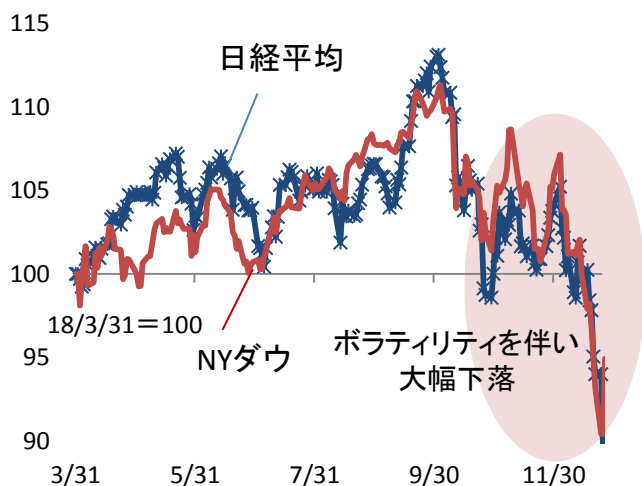
Market column (マーケットコラム)

～市場環境と当面の注目材料について～

今年度の株式市場は、好調なファンダメンタルズを背景に9月まで堅調に推移しましたが、10月以降は米中貿易摩擦の激化を受けて投資家のリスクオフ姿勢が強まり、株価の大幅調整が続いています。これまで緩やかに上昇してきた米国金利は、米国の景気後退局面入りへの警戒感から低下に転じています。

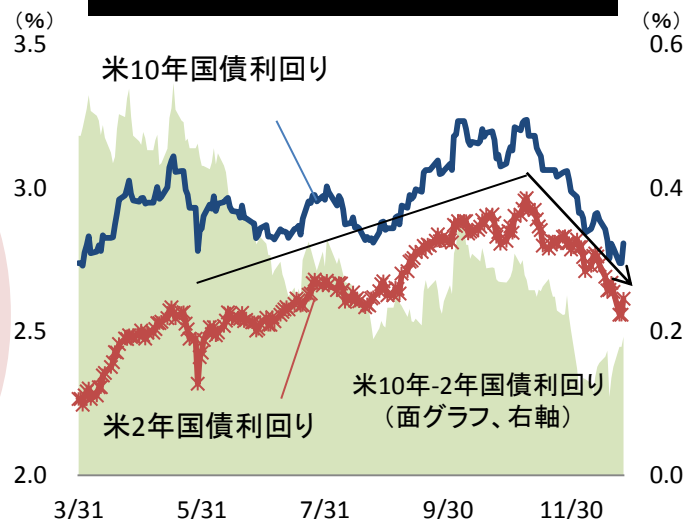
今後も、米中貿易戦争やBrexit、主要国の金融政策の動向次第では米中の景気減速懸念が更に高まる可能性もあり、注意が必要です。

(ご参考) 日米株価の推移



(期間)2018/3/31-2018/12/26、出所: Bloomberg

(ご参考) 米長短金利の推移



(期間)2018/3/31-2018/12/26、出所: Bloomberg

当面の注目材料とファンダメンタルズへの影響(イメージ)

1 米中貿易戦争

米中企業業績への悪影響

2 Brexit・欧州関連

投資家センチメントの悪化

3 金融政策

市場コンセンサスとのギャップ

米国の景気減速懸念

中国の景気減速懸念

当面の注目材料と米中の景気見通しにつき、次頁以降をご覧ください。

①米中貿易戦争

12月1日、注目されていた米中首脳会談が行われ、中国への追加関税を90日猶予する等の発表がなされました。会談のポイントは以下の通りです：

- 2019年1月以降発動予定としていた中国への追加関税(2,000億ドル分に対する関税率を10%⇒25%へ引上げ)を90日間猶予
- 「技術移転の強要」、「知的財産保護」、「非関税障壁」、「サイバー攻撃」、「サービスと農業分野の市場解放」の5分野で協議開始。ただし、90日間で合意できない場合は、2,000億ドル分に対し、関税率の引上げを実施
- 中国は米国産の農産品やエネルギー、工業製品等を購入し、対米貿易黒字を減らす
- ハイテク分野の政策見直し、産業補助金の撤廃等は協議に盛り込まれず

会談結果について、報道各社の事前予想は意見が分かれていたことから、一定程度の合意がなされたことは全体にポジティブに受け止められました。今後の進展については以下のシナリオを想定しています。

(メインシナリオ)

- 米国は、これまでEUや日本と通商交渉で部分合意してきた経緯があり(日本では自動車や農作物)、中国との間で目指す合意もこれら前例を踏襲すると考えることが出来ます。今後の注目点として、知的財産や技術移転についてどこまで両者が合意に近づけるか等が焦点になると考えられます。
- しかし、中国は米国製品の大量購入など貿易不均衡の是正に貢献する分野では譲歩するものの、習指導部が国家の長期戦略の根幹として掲げる「中国製造2025」に関わる強制的な技術移転や知的財産の侵害などの分野では譲歩しないものと考えられます。
- これに対し、トランプ大統領は、合意した部分を“成果”として喧伝するとともに“まだ満足出来ない部分がある”として協議を継続し、追加関税の先送り延長を決定する可能性が高いと考えられます。足元、米中問題の拡大懸念等から株式市場が大きく変動していますが、こうした動きも先送りへとトランプ大統領の背中を押すことになると考えられます。
- この場合の市場の反応としては、一旦リスクオンとなるものの、本件の根本的な解決には程遠いことから、市場の上昇は短期間で終わるものと考えられます。

(リスクシナリオ)

- リスクシナリオとしては、協議が決裂し、米国が2000億ドルの対中輸入分への追加関税が発動することが考えられます。協議決裂に繋がるリスク要因としては以下が挙げられます：
 - 米国が本協議と平行して個別企業の監視・捜索を続けることに中国側も反発し、態度を硬化させる
 - 対中強硬派であるライトハイザー米通商代表部代表が中国の部分的な譲歩を合意と見なさない
 - 次期大統領選までまだ時間的余裕のあるトランプ氏も、より強力な圧力をかけるため追加関税発動を容認する(更に、同時に制裁関税第4弾検討を指示)
- この場合の市場の反応は、リスクオフ・株式の大幅下落となるものと考えられます。

②Brexit・欧州関連

18年11月に英国とEU間で合意した英EU離脱協定案の採決が、12月11日開催の英議会で採決延期となりました。英下院は12月20日午後～1月7日午前まで休会となるため、同院での採決は1月8日～1月18日の間となる可能性が高くなっています。今後の方向性としては以下のシナリオを想定しています。

(メインシナリオ)

- 英下院が1月中旬に離脱協定案を採決しても否決されると予想されるだけに、英政府は1月21日に英EU離脱予定日を19年3月29日から19年末に先送りする案を下院に提示・下院の賛成を得てからEUに申請、ハードブレグジットを避けたいEUも離脱期限延長に合意することで、離脱日は19年末に先送りとなる公算が高いと考えられます。

- 但し、離脱期限が延長されても、英政府のEUとの再交渉、もしくは2回目の国民投票(国民投票の立法から実施には22週間必要と見られる)を実施するための時間稼ぎに過ぎず、先行き不透明な状態が継続すると想定されます。
- この場合の市場の反応としては、先行き不透明感からリスクオフの反応が先行すると考えられますが、離脱期限延長が決まれば一時的にリスクオンとなることが予想されます。

(リスクシナリオ)

- 現状ではEU離脱協定案は英下院で大差で否決となる公算が大きく、メイ英首相がEU側から妥協を引き出すにも時間不足となる可能性もあり、19年3月末までにEUが離脱時期延長に合意せず、メイ首相もハードブレグジットを受け入れざるをえなくなる可能性も想定されます。
- また、EU域内では、Brexitのみならず、様々な問題も生じています。フランス各地で「黄色いベスト」デモが続いていますが、これの鎮静化を狙った苦肉の策として生活支援策等が打ち出されています。フィリップ首相は12月16日、「2019年の財政赤字をGDP比3.2%以内に抑えたい」と語り、一時的にEU共通ルール(財政赤字:GDP比3%以内)を逸脱する可能性が高まりました。EU開始時から掲げられているEU共通の財政ルールはこうした社会的変化を見越した仕組みとは言えず、加盟各国ベースの財政ルールへの固執はEU共通目標への最適解とは限らない可能性を示唆しています。
- このようなBrexitを起点とした政治不安やEU域内でのポピュリズムが強まることで欧州全体の景気後退懸念に繋がり、市場混乱を招く可能性もあります。

③主要国の金融政策

(日本)

日銀は12月の金融政策決定会合において、短期金利を▲0.1%、長期金利をゼロ%程度に誘導する金融緩和策の現状維持を決定しました。日銀は7月の会合において「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を決定し、その中で、「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」とのフォワードガイダンスを導入するとともに、長期金利は「経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動」とし具体的には▲0.2~+0.2%の範囲で変動することを許容しています。市場では、金融機関の厳しい収益環境への配慮から金利の一段の上昇を容認する枠組みの導入観測は燦るものの、物価環境を踏まえると、当面現状の金融緩和政策が継続されると考えます。

(米国)

12月のFOMCにおいて、18年の4回目となるFF金利誘導目標の引上げを実施したものの、注目された政策金利の引上げに関しては、「更なる緩やかな利上げ」という表現に「若干の」との修飾語が追加され、利上げが終盤に近づいていることを示唆しました。また、四半期に一度発表されるFOMC委員のFF金利予測(ドット)では、全委員の中央値によると19年の利上げ回数は3回から2回に引下げられ、FRB全体のタカ派色はやや薄まっているものと考えます。弊社は、米国の経済状況に照らし合わせて19年に2回の利上げは妥当と判断していますが、2019年中の利上げ停止となる可能性も高いと見ています。

(欧州)

ECBは12月の会合において、予定通り資産買入プログラムを当月末で終了すること、政策金利は少なくとも19年夏まで現在の水準(主要リファイナンス金利が0%、中銀預金金利が▲0.4%)にとどまることを決定しました。資産購入プログラムについては、2018年12月で終了するものの、保有債券の償還元本は利上げを開始した後も再投資は続きます。19年の成長率やインフレ率見通しが下方修正されたことを踏まえると、利上げは早くても19年後半以降になると考えます。

米国の景気見通し

米国経済は、良好な雇用環境と政府支出増加を背景に、回復が継続すると予想しますが、前述の不安要因がリセッションに繋がるリスクも想定されます。

(メインシナリオ)

- 米国経済については、2018年は+2.9%、2019年は+2.6%程度の成長を予想しています。民間部門主導の自律的な景気回復の動きに加え、税制改革や歳出上限引上げによる政府支出増加が景気押し上げに作用し、今年の成長率がピークとなるものの、年末商戦の好調に象徴される個人消費の堅調は崩れず、欧州・中国の景気減速の影響も軽微なものに留まると考えられることから、来年も安定した成長が続く見通しです。
- 雇用については、11月の失業率は10月に続いて3.7%となり、1969年12月の3.5%以来という歴史的な低水準を維持、労働需給の引き締まりが続いています。雇用の伸びには若干低下も見えつつあるとはいえ、労働市場が堅調であることには変わりなく、今後の景気堅調見通しの背景ともなっています。
- 足元の株式市場は貿易摩擦等による先行き不透明感から不安定な状況となっていますが、一方でバリュエーションでみると割安感も強く、底値は固いと見えています。足元でFRB高官が示唆した中立金利引下げを含めた利上げペース減速スタンスの明確化、貿易摩擦協議の進展等が実現すれば、企業業績回復に伴い年明け以降の底値固め・回復トレンド入りするものと見えています。

(リスクシナリオ)

- 米中貿易摩擦協議決裂は回避される、との見方を前提としていますが、前述の通り決裂するリスクには留意が必要と考えます。また、市場期待に届かない経済指標が出始めるなどマクロの鈍化も懸念材料です。
- こうした中で、ポジティブな材料としては①住宅投資は鈍化も良好な雇用環境を背景に消費は緩やかな成長を維持していること、②税制改定の恩恵、③低位のインフレ、などが挙げられますが、一方でネガティブ材料として①米国政権執行力、②ハードブレグジット、③保護主義的政策、④地政学リスク(ロシア、中東、北朝鮮)、⑤イタリア財政問題、⑥フランス大規模デモ、など、グローバルな不安要因がリセッションに繋がるリスクに留意が必要と考えています。
- ある程度の景気減速は想定されているものの、リセッションリスクが高まる場合には市場はリスクオフで反応すると考えられます。

中国の景気見通し

中国経済は、前述の米中貿易摩擦問題が重石となりますが、景気を下支える政策が講じられることから成長率の漸減が見られるものの、6%台前半の緩やかな成長ペースが維持されると見えています。

(メインシナリオ)

- 中国経済については、2018年は+6.6%、2019年は+6.2%程度と、成長率は2017年の+6.9%から漸減して行く予想します。
- 家計消費を見ると、11月11日の「独身の日」セール活況などが見られましたが、一方で、小売売上高は2018年9月の前年比+9.2%から10月に+8.6%、11月に+8.1%へと鈍化が見られます。
- 今後は、2019年1月からの減税(所得税減税、法人税減税等)に加えて、2018年10月から実施した所得税の課税最低金額の引上げや、11月以降追加実施した輸入関税の引下げ、更には米国産製品の時的関税引下げなどの効果が個人消費を一定程度下支えるものと予想します。
- また中国政府は、2018年8月に鉄道建設向け予算を積み増すなど、2019年はインフラ投資の拡大効果が徐々に示現し、経済を下支えするものと想定しますが、2019年1-3月期については旧正月(2月)かつ季節的に工事が抑制される傾向にある点には留意が必要です。
- このように中国政府は、景気を下支えするために広範な政策措置を講じていますが、2018年11月の鉱工業生産は前年比+5.4%と約10年ぶりとなる低成長率へ鈍化する等、米中貿易摩擦の影響が一部見られます。中国景気の減速や米国による関税の影響を完全に相殺するのは難しく、2019年は6.2%程度の経済成長を予想します。

(リスクシナリオ)

- 当初、中国の巨額な対米貿易黒字が注目された米中貿易問題は両国の「ハイテク覇権争い」に変わり、中国のデジタル覇権拡大阻止へと深化している点には留意が必要と考えます。実際、中国製通信機器を通じて機密情報が盗まれることへの懸念等から、中国の通信機器会社の華為技術(ファーウェイ)の副会長が対イラン制裁に違反した容疑で逮捕されています。米国政府は2018年8月、「国防権限法」を可決し、ファーウェイやZTEを含む5社の製品や部品の政府調達を禁止し、2020年8月にはこれら5社の製品・部品を使用する企業が米政府と取引すること自体も禁止される見通しです。
- こうした点を端緒にした、米国の中国に対する関税引き上げ(10%→25%)や、残りの部分についても最大25%の関税を賦課するなど、米中貿易摩擦の一層の激化によって製造業の中国拠点離れや投資回避に繋がる懸念があります。
- また、国内政治の混乱による追加経済対策や各種方針決定の遅れ・政治基盤の不安定化などにも注意が必要と考えます。
- こうした状況から市場センチメントが大幅悪化する可能性には留意が必要です。

(ご参考)日・米・欧の主要イベント

	日本	米国	欧州
1月	22-23日: 日銀金融政策決定会合	29日: 大統領一般教書演説 29-30日: FOMC	21日: 英議会の離脱協定案承認期限 24日: ECB政策理事会
2月		月中: 予算教書提出	
3月	14-15日: 日銀金融政策決定会合	1日: 債務上限引き上げ期限 米中通商構造協議の交渉期限 19-20日: FOMC	7日: ECB政策理事会
4月	7日/21日: 統一地方選選挙 24-25日: 日銀金融政策決定会合	4月30日-5月1日: FOMC	10日: ECB政策理事会
5月			12日: リトアニア大統領選 23-26日: 欧州議会選挙 26日: ベルギー総選挙
6月	19-20日: 日銀金融政策決定会合	18-19日: FOMC	6日: ECB政策理事会 17日: デンマーク総選挙実施期限 20-21日: EU首脳会談(次期ECB総裁決定)
7月	28日: 参議院議員任期満了 29-30日: 日銀金融政策決定会合	30-31日: FOMC	17-18日: 欧州議会本会議(次期委員長選出) 25日: ECB政策理事会
9月	18-19日: 日銀金融政策決定会合	17-18日: FOMC 30日: 2020財政年度予算成立期限	12日: ECB政策理事会
10月	1日: 消費税引き上げ予定 30-31日: 日銀金融政策決定会合	29-30日: FOMC	13日: ポルトガル総選挙 15日: EU各国の20年予算提出期限 17-18日: EU首脳会談 20日: ギリシャ総選挙 24日: ECB政策理事会 31日: ドラギECB総裁任期
11月			月中: ルーマニア大統領選挙
12月	18-19日: 日銀金融政策決定会合	10-11日: FOMC	12日: ECB政策理事会 12-13日: EU首脳会談

(出所)日銀、FRB、ECB、各種報道より三井住友信託銀行作成