

新春討論会—平成二九年の経済展望

資本市場を考える会

「新春討論会—平成 29 年の経済展望」

平成 29 年 1 月 12 日

日本証券経済研究所

1

海津政信氏資料

野村證券金融経済研究所シニア・リサーチ・フェロー
兼アドバイザー

2



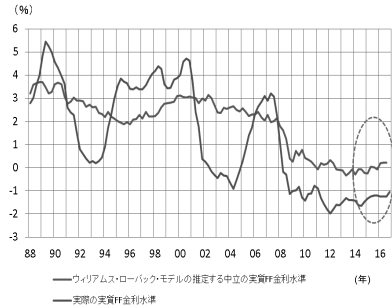
NOMURA

図表1: 世界経済見通し(実質GDP成長率)

	2016年 (推)	2017年 (予)	2018年 (予)
世界	3.2	3.4	3.5
先進国	1.6	1.7	1.6
米国	1.6	2.0	1.8
ユーロ圏	1.6	1.5	1.6
日本	1.3	1.2	0.4
新興国	4.4	4.8	4.9
中国	6.7	6.5	6.2
インド	7.1	7.1	7.7

(注) 1月6日時点の野村による予測値。日本は年度ベース
(出所) 野村

図表2: 米実質FF金利の中立水準と実際の実質FF金利



(出所) FRB (米連邦準備理事会) など各種資料より野村

3



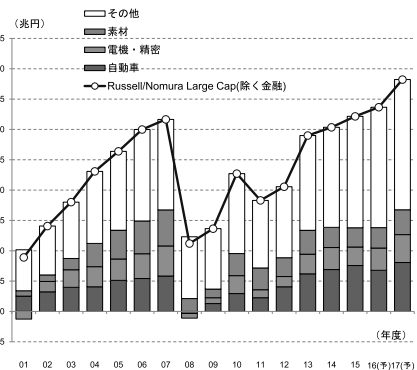
NOMURA

図表3: 日米の10年国債利回り差とドル円レート



(出所) ブルームバーグより野村作成

図表4: Russell/Nomura Large Cap 業種別経常利益の推移



(注) Russell/Nomuraは日本株式市場全体を代表する銘柄で構成されている。Large Capは大型株。
予期は2017年1月5日時点。造船子会社は控除して集計している。
(出所) 野村

4

熊谷亮丸氏資料

大和総研執行役員 調査本部副本部長
チーフエコノミスト

5

トランプ新政権の評価

【好材料】円安・株高要因

- ①短期的な景気刺激策:大型減税・インフラ投資
- ②米国への資金還流策 cf. 米企業の利益 2.5兆\$
- ③金融規制の緩和
- ④金利上昇を支持?

【悪材料】円高・株安要因

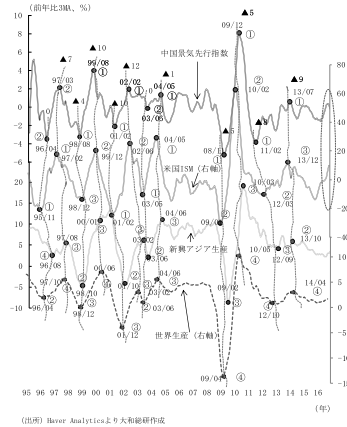
- ①「双子の赤字」(財政赤字・経常赤字)
- ②米通貨当局の通貨戦略:「ドル安」カード?
- ③「孤立主義」?→地政学的リスク
- ④「保護貿易主義」?



6

世界生産の先行指標に改善の動き

世界生産に先行する中国景気先行指数と米国ISM製造業景気感指数

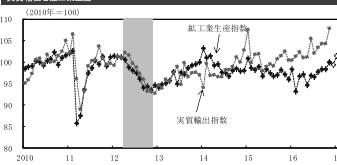


Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

7

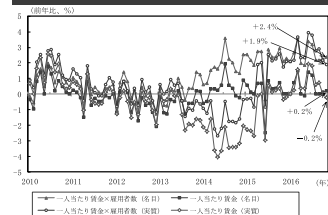
日本経済・金融市場は緩やかな回復傾向

実質輸出と製造業生産



(注) シャドローは景気後退期。製造業生産の直近2ヶ月は製造業生産予測調査の値。
(出所) 日本銀行、経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

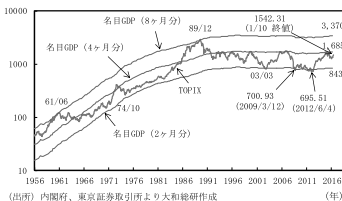
一人当たり賃金とマクロの賃金(前年比)



(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

TOPIXと名目GDP

(TOPIX: pt, GDP: 千億円)



(出所) 内閣府、東京証券取引所より大和総研作成

Copyright © 2016 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

8

○欧州の景気動向～ユーロ圏内企業の景況感に加え、マネー・融資の伸びも底堅い、ドイツ10年国債利回りは、明瞭にプラス圏で推移。物価も上昇し、ECBは17年4月から事実上のテーパリング（量的緩和縮小）へ。但し、英国のEU離脱通知の他、オランダ、フランス、イタリア等、欧州の政治リスクが懸念要因に。～

図1 ユーロ圏のPMIとZEW景気期待指数（ドイツ・ユーロ圏）

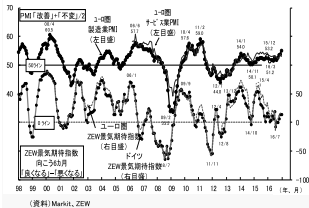


図2 ユーロ圏の消費者物価指数

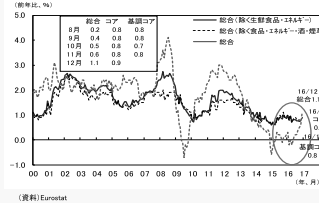


図3 ドイツ10年連邦債利回りと株価指数の推移

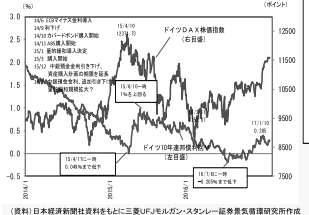
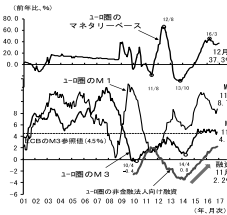


表1 欧州の政治リスク

- ・17年 1月 英政府がEU離脱手続きを正式に開始するために議会の承認が必要かどうかの最終議決
- ・17年 3月15日 オランダ総選挙
- ・17年 3月末 英国EU離脱通告
- ・17年 4～6月 仏大統領・議会選挙（仏大統領選挙は5月7日）
- ・17年 5月？ 伊総選挙
- ・17年 9月24日？独総選挙

図4 マネーベース、マネー・ライ(M1とM3)と融資の伸び



11

○中国経済～先行指数と物流は好調。輸出促進が資本流出か、人民元の下落をどう捉えるかがポイントに。～

図1 中国の景気動向指数

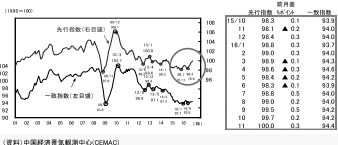


表1 景気先行指数の内訳の推移

	10月	9月	7月	5月	3月	1月	12月	11月	10月
①マンセン未主株	▲1.4	0.3	3.2	6.4	0.3	▲1.6	0.6		
②工業製品売上比率	0.0	0.1	▲0.1	0.2	0.1	0.1	0.1		
③マネーサプライ	0.7	1.2	1.2	1.3	0.8	1.2	0.8		
④新規投資	▲2.0	▲1.1	2.7	7.0	1.3	0.4	▲1.4		
⑤実物総量	▲0.4	▲0.6	▲0.6	▲0.6	▲0.6	▲0.6	▲0.6		
⑥主要港積荷取扱量	0.2	▲0.1	1.0	0.1	0.5	1.4	0.6		
⑦消費者信頼感	▲1.9	2.7	4.3	▲1.5	▲0.7	2.6	1.3		
⑧不動産開発先行指数	▲0.1	▲0.1	▲0.4	0.3	0.3	0.1	0.4		

図4 バルチック海運指数と中国主要港積み荷取扱量

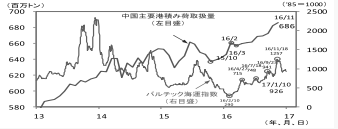


図2 OECD景気先行指数（中国）

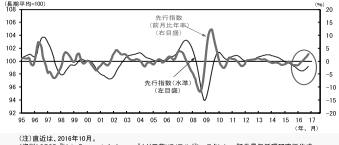


図3 人民元対ドルレートの推移

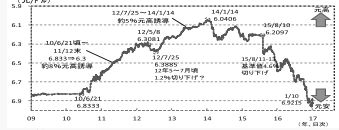
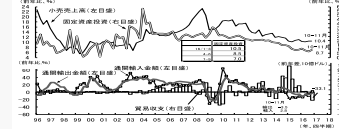


図5 中国の小売・投資・輸出



12

○財政政策、成長戦略（訪日外国人の増加）と為替・長期金利・株価～日経平均は年末23,500円を目指すか？～

表1. 経済対策の事業規模、財政措置などの規模

	事業規模	財政措置	9% 固定費の減額	9% 財政負担の削減
持続可能な社会の実現の推進	3.5	3.4	2.5	0.9
1世紀型のインフラ整備	10.7	6.2	1.7	4.4
資源の自給増進に資する装置強化などのリスク への対応に資する中企業・小規模事業者支援 の強化	10.9	1.3	0.6	0.7
熊本県や東日本大震災などの復興や 安全・安心、防災防災の強化	3.0	2.7	2.7	0.0
合計	28.1	13.5	7.5	6.0

表2. 17年度当初予算の規模と内訳

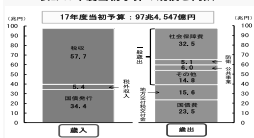


表3. 16年度第3次補正予算の規模と内訳

経済対策		財源	
歳出の増加	8,225	税下増れ	▲1,747
(1)災害対策費	(1,800)	税外収入	1,042
(2)国庫の移入金及び国庫金	(6,425)	国庫還付	1,014
(3)自治体の交付金及び国庫の繰入金	(1,700)	国庫還付	1,512
(4)その他増分	(870)	(国庫負担の減額)	(4,154)
地方交付税増分	72	繰上予算	2,133(増)
		国庫負担の減額その他(注)による増分	(注)

(注) 国庫負担の減額は繰上予算の財源には計上されない。

図1. 2020年までの訪日外国人客数の経路
～為替円安の支えなしには困難も～

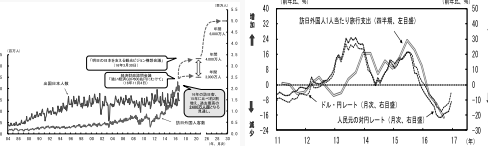


表4. 為替レート予測総括表

	2017年				2018年			
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
2-10元	107.00-119.00 (114.00)	110.00-120.00 (115.00)	110.00-120.00 (115.00)	111.00-121.00 (116.00)	112.00-122.00 (117.00)	111.00-121.00 (116.00)	110.00-120.00 (115.00)	109.00-119.00 (114.00)
10-20元	1,030.00-1,150.00 (1,080.00)	1,040.00-1,160.00 (1,080.00)	1,050.00-1,170.00 (1,100.00)	1,060.00-1,180.00 (1,110.00)	1,060.00-1,180.00 (1,110.00)	1,060.00-1,180.00 (1,110.00)	1,060.00-1,180.00 (1,110.00)	1,060.00-1,180.00 (1,110.00)
20-50元	116.00-126.00 (123.00)	120.00-130.00 (125.00)	121.00-131.00 (126.00)	123.00-133.00 (128.00)	124.00-134.00 (129.00)	122.00-132.00 (128.00)	122.00-132.00 (127.00)	121.00-131.00 (126.00)

表5. 10年国債利回りの予測（メイン・シナリオ）

	年 別（平成年度）						
	1983-84	1984-85	1985-86	1986-87	1987-88	1988-89	1989-90
上 限	0.293 %	-0.083 %	-0.019 %	0.003 %	0.125 %	0.158 %	0.205 %
平 均	0.062 %	-0.145 %	-0.125 %	0.006 %	0.063 %	0.076 %	0.106 %
下 限	-0.135 %	-0.233 %	-0.259 %	-0.060 %	-0.006 %	-0.005 %	0.006 %

表6. 日経平均株価の予測（メイン・シナリオ）

	001-1-3月	001-4-6月	001-7-9月	001-10-12月	001-1-3月	001-4-6月	001-7-9月	001-10-12月
上 限	18,401 円	13,512 円	13,003 円	18,403 円	20,719 円	21,500 円	22,000 円	23,500 円
平 均	18,702 円	14,262 円	14,004 円	17,373 円	18,735 円	18,375 円	20,250 円	21,250 円
下 限	14,953 円	14,952 円	13,107 円	16,252 円	16,000 円	16,250 円	18,500 円	19,000 円

表7. 世界経済の見通し

	→ 予測 (暦年、%)			
	2015年	2016年	2017年	2018年
世界	3.2	3.1	3.6	3.1
日本	(1.3) 1.2	(1.2) 1.0	(1.7) 1.5	(2.0) 2.0
米国	2.6	1.6	2.8	3.1
欧州	1.9	1.6	1.7	1.9
アジア	5.3	5.3	5.5	5.1
中国	6.9	6.7	6.9	6.1

(資料)世界の実績はIMF、その国実績は各国発表ベース、見直しは三菱UFJモルガン・スタンレー証券気候環境研究所作成。日本のカッコ内は年度ベース。

○日本の名目設備投資/GDP比率の複合循環～2016年までは短期循環が停滞も、2017年から18年にかけて、明治以来、6回目のゴールデン・サイクルへ。米国も、同じく2017年から18年にかけて、ゴールデン・サイクル入りする模様。～

【①1904～05（日露戦争景気）、②1916（第一次世界大戦景気）、③1957（神武景気）、④1960～61（岩戸景気）、⑤1967～68（いざなぎ景気）、⑥2017～18？】

図1. 日本の名目設備投資/GDP比率の複合循環

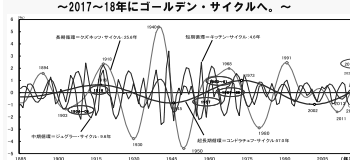


図2. 米国の名目設備投資／名目GDP比率の複合

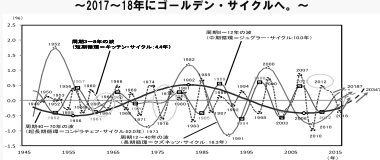


表1. ジャパン・サミット2014 安倍内閣総理大臣基調講演：2014年4月17日（一部抜粋）

最近私は、30年ほど、日本経済の循環を眺めてきた経緯の「エッセ」をひとつの分析を旨にしました。
「コンプレックスの夜」に於いて、経済学者が「コンプレックス」が不在なまま長期の循環、また、建設投資を要因とする、短期の循環がある（「ジグザグの夜」、「キーンの夜」）
この二つの仮定から短期と中期の4つの段階が、いまま、日本経済では、順にも順つて、みんな上向きだとする。その意味で、珍しい現象が日本経済に起きている、という分析です。

表2. 「ゴールデン・サイクル」とは

①キツテン(短期)	4.5年周期		「ゴールドen・サイクル」 →4つのサイクルがすべて 上昇局面となること *②、③、④の3つのサイクルの上昇局面 の場合は「シルバー・サイクル」
②ジュグラー(中期)	9.5年周期		
③クズネッツ(長期)	25.6年周期		
④コンドラチエフ(超長期)	57.0年周期		

表3. イエレン議長の反応：2015年5月12日（一部抜粋）

(イイレ恩議長との会話)

昨年に続きイイレ恩FRB議長と面談することができた。イイレ恩議長は、私が説明する日本経済の現状分析を楽しみにしているらしい、興味深く聞いて頂きたい。

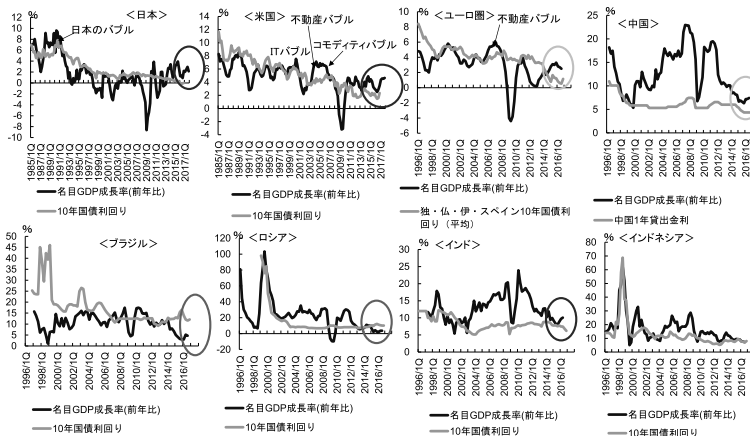
とくに橋中雄二氏(三菱UFJモルガンスタンレー証券エコノミスト)の景気循環論によれば、2016年から米国共にゴールドenサイクルが実現するという説を紹介したところ、「このような論議は米国で目にしたことはなく、大変興味深い」と感じ入っていった。

北岡智哉氏資料

みずほ証券シニアエコノミスト

17

大局観：日米欧で「名目成長率＞名目金利」、新興国の「名目成長率＜名目金利」の逆風は若干和らぐ

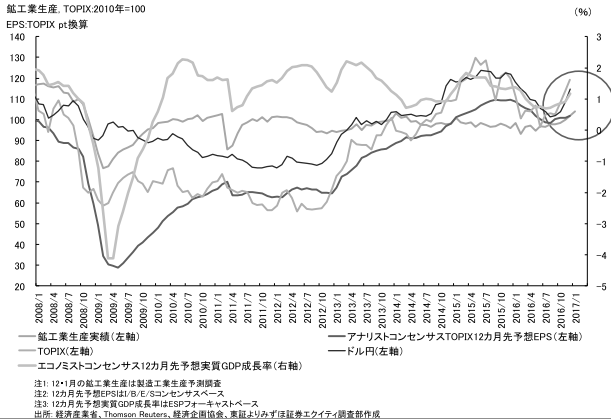


注：先行きの日米名目成長率はみずほ証券予想 出所：Bloomberg、各国統計およびみずほ証券エクイティ調査部作成

18

日本の景気業績：生産底打ち＋円高一服→アナリストの下方修正一巡へ

鉱工業生産と12カ月先予想TOPIX EPS(アナリストコンセンサス)・GDP(エコノミストコンセンサス)

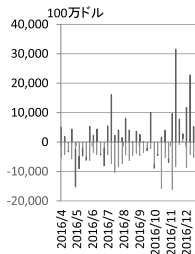


MIZUHO みずほ証券

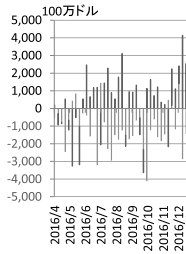
19

「債券から株へ」？、投資家フローに若干の変化

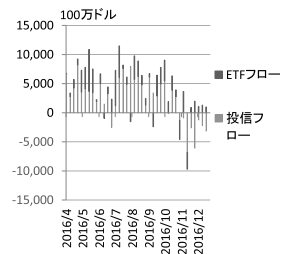
米国株投信・ETFへのフロー



外株投信・ETFへのフロー



債券投信・ETFへのフロー



出所: ICI、Bloombergよりみずほ証券エウイティ調査部作成

MIZUHO みずほ証券

20