

木下智夫の「グローバル・ビュー」

2020年の日本市場を読む



木下 智夫
グローバル・マーケット・ストラテジスト

レポート要旨

内外需の緩やかな回復と株価上昇を見込む

日本市場についての2020年のメインシナリオは、日本経済が緩やかに回復するという見方が柱となります。日本市場・金融市場を見通すうえでのカタリストについては図表1の通りですが、全体としてポジティブなカタリストによる効果がネガティブなカタリストによる効果をやや上回る姿を想定しています。日本株は現時点で景気や業績の回復をある程度織り込む動きとなっていますが、今後、振れを伴いながらも、実際の景気の回復に合わせて緩やかな上昇基調で推移すると予想します。

2020年に注意すべきリスク

2020年の重要なリスクとしては、①米中交渉決裂のリスク、②民主党の米大統領指名選でウォーレン上院議員（あるいはサンダース上院議員）が選ばれるリスク、③秋の大統領選挙に伴う政策の不確実性リスク、④合意なきブレグジット（英国の欧州連合からの離脱）リスク、⑤FRBが「平均インフレ率」を目標にすることでハト派化するリスク、⑥中国景気減速リスクが挙げられます。これらのリスクが顕在化する場合、金融市場の動揺が米長期金利の低下を通じて円高ドル安をもたらす公算が大きい点に注意が必要です。

（図表1）2020年の日本経済・金融市場の主要カタリスト（★は各カタリストのマグニチュードを示す）

	外部要因	国内要因
ポジティブなカタリスト	①アジア地域における在庫調整の終了（2019年末ごろ）★★ ②中国以外の生産基地増設による資本財需要の高まり★★ ③5G関連需要の高まり★ ④オリンピック・パラリンピック東京大会開催による観光・消費への効果★	⑤財政出動による景気押し上げ★★ ⑥人手不足問題の継続による設備投資需要の増加★ ⑦ガバナンス改革による企業統治の改善★
ネガティブなカタリスト	①中国の資本財需要の弱さが継続★★ ②2020年米国大統領選挙に伴う不透明感の高まり★	③消費税実施が実質所得の目減を通じて消費に及ぼす悪影響・駆け込み需要の反動による悪影響★★ ④社会保障改革の進展がもたらす消費マインドへの悪影響★ ⑤人口減少による消費への悪影響★

内外需の緩やかな回復と株価上昇を見込む

日本市場についての2020年のメインシナリオは、日本経済が緩やかに回復するという見方が柱となります。日本市場・金融市場を見通すうえでのカタリストについては図表1の通りですが、全体としてポジティブなカタリストによる効果がネガティブなカタリストによる効果をやや上回る姿を想定しています。日本株は現時点で景気や業績の回復をある程度織り込む動きとなっていますが、今後、振れを伴いながらも、実際の景気の回復に合わせて緩やかな上昇基調で推移すると予想します。このメインシナリオを掲げる上でベースにしたのが、(1)2020年の日本の民間消費が底堅く推移する、(2)グローバル景気が新興国を軸に緩やかな上昇基調を辿る—という見方です。(2)については、通商問題をめぐる米中対話が最近進展していることや足元での景気回復を示唆する経済指標が増えていることが足元での楽観的な見方を強めつつあります。

その一方、(1)は内需関連株の先行きを見通す上での鍵となります。消費税引き上げによって消費者の購買力が損なわれることは避けようがなく、今後、短期的には消費の回復に力強さは望めません。また、今年10-12月期には駆け込み需要の反動が強く出るとみられ、経済はマイナス成長に落ち込むとみられます。しかし、2014年4月に実施された前回の消費税引き上げ時とは異なり、人々が最も頻繁に購入する食品への消費税率は据え置かれているうえ、ポイント還元や幼児教育無償化などの形で政府がショックを緩和する政策を採用しています。また、2019年度補正予算や2020年度予算において、政府が更なる消費下支え策を導入する可能性も高まっています。労働市場のタイト化が続くことで、2020年の賃金の伸びがある程度の伸びを維持するとみられることも踏まえると、年明け以降には民間消費が改善傾向で推移すると予想されます。

消費税引き上げに伴う実際の影響については、税率引き上げ前月の駆け込み需要は大方の事前の想定を上回りました。9月の小売販売額は実質ベースで前年同月比9.0%増加し、前回（2014年3月）の8.3%を上回りました。もっとも、増税直前の3カ月の動きをみると、実質ベースの小売売上は前回ほどは伸びませんでした（図表2）。GDP統計でみた7-9月期の実質民間消費の伸び率は前期比年率で1.4%と、前回（2014年1-3月期）の伸び率の同8.1%に比べ、今回の駆け込み需要は控えめであったと言えます。駆け込み需要が小規模であったことで、足元の民間消費が弱めとの見方も一部で存在していますが、これは正しい見方とは言えません。なぜなら、(1) そもそも2019年7-9月期の民間消費の前期比年率伸び率（1.4%）は潜在成長力を上回る、高めの水準であった、(2)2019年4-6月期の民間消費の伸び率が前期比年率で2.4%とかなり上振れたことから、7-9月期はその反動で下振れしやすかった、(3) 経済産業省の第三次産業活動指数でみると、実質ベースでみたサービス消費（広義対個人サービス活動指数）の前年同期比伸び率は7月に2.1%、8月に0.8%、9月に2.3%と、前回増税前と比べてかなり高かった（図表2参照）、(4)今回は消費税率の引き上げ幅が2%ポイントと、前回の3%ポイントに比べて小さかった—ためです。

これらの諸点を踏まえると、足元の民間消費の基調は決して弱くないと判断できます。増税直後である10月以降の民間消費の状況については現時点では部分的にしか明らかになっておらず、今後の統計の公表を待つ必要がありますが、月次売上を公表している一部企業の売上データを見る限りは、大方の想定から大きく外れるような動きにはなっていないほか、軽減税率が適用される食品分野の売り上げは比較的好調の様相です。

他方、債券市場においては2020年には大きな変化がないとみられます。景気回復のペースはあくまで緩やかなものにとどまることから、インフレ率はやや上向くものの、日本銀行の金融政策を変更させるほどのインパクトをもたらさないでしょう。日本銀行は、10年国債利回りを0%程度に維持するという誘導目標を据え置くかと予想されます。

(図表2) 販売側統計からみた日本の消費伸び率 (前年同月比)

	2014年	2月	3月	4月	2019年	8月	9月	10月
	1月 消費増税 実施3カ月前	消費増税 実施前々月	消費増税 実施前月	消費増税 実施月	7月 消費増税 実施3カ月前	消費増税 実施前々月	消費増税 実施前月	消費増税 実施月
モノの消費								
<耐久財>								
家電	1.9	4.1	34.3	-16.6	-10.1	8.9	36.5	
乗用車販売台数 (含軽自動車)	29.4	18.4	17.4	-5.5	4.1	6.7	12.9	-24.9
<非耐久財>								
飲食料品	0.7	-0.7	2.5	-6.9	-1.5	0.9	0.8	
衣料品	1.9	-0.6	6.9	-3.9	-5.9	4.0	2.0	
医療品・化粧品等	3.2	3.0	14.1	-4.8	4.9	6.6	17.2	
ガソリン・灯油等	-5.8	-1.9	2.6	-11.9	-5.2	-2.4	2.6	
その他品目	0.7	-0.6	11.6	-7.3	-3.1	2.4	13.0	
※小売売上	2.1	1.1	8.3	-9.0	-2.7	1.5	9.0	
サービスの消費								
外食	2.4	-3.7	0.9	-1.0	-1.4	2.5	3.1	
旅行業者取扱い (海外) *	-1.3	0.1	2.1	-5.1	-2.6	-3.4	-2.3	
日本人出国者数	-7.9	-1.8	-3.4	-4.4	6.5	3.7	7.4	
旅行業者取扱い (国内) *	5.0	-1.5	7.0	-1.4	-3.0	-6.3	6.5	
交通：鉄道旅客	1.3	1.0	14.9	-0.5	2.6	1.3	1.4	
交通：バス・タクシー	0.4	5.2	1.5	-0.4	-1.8	-1.3	-1.5	
交通：航空旅客	9.9	3.8	7.5	7.7	3.5	0.9	5.6	
通信 (携帯・固定電話・インターネット)	2.6	2.8	2.9	2.8	2.9	2.8	2.9	
生命・損害保険	0.5	-5.5	-10.8	4.8	-1.0	-7.0	-3.2	
医療	1.8	0.8	1.4	0.7	5.5	1.5	5.2	
介護	4.0	3.9	3.8	3.4	0.7	0.6	0.5	
理美容・浴場	3.3	0.1	5.1	-1.1	4.4	0.6	5.2	
冠婚葬祭	-2.6	-0.6	4.0	-5.8	-0.7	5.8	2.5	
娯楽 (映画・遊園地・スポーツ観戦施設等)	2.7	-4.2	0.5	1.1	6.3	0.7	1.1	
学習塾・語学学校	0.0	-0.8	-1.5	-0.5	0.8	-0.9	-0.5	
※広義対個人サービス活動指数 (除く小売業、経産省調べ)	1.8	-0.5	0.4	0.2	2.1	0.8	2.3	

(注) 物価上昇を勘案した実質ベースの計数。

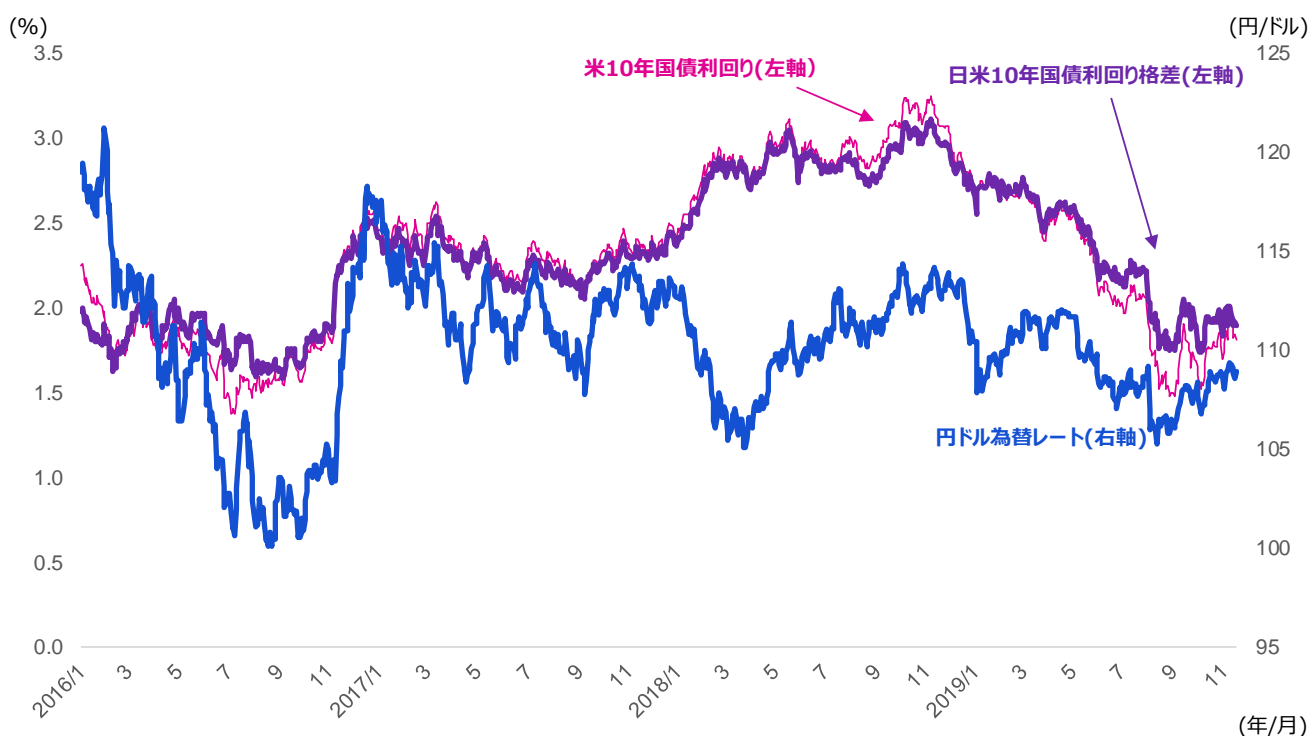
(出所) 経済産業省資料およびCEIC等よりインベスコ作成

2020年に注意すべきリスク

以上で触れたメインシナリオ通りに2020年の日本景気が回復しないリスクとしては、今年と同様、海外経済・金融市場のリスクに注意が必要でしょう。2020年に入っても、金融市場は依然として大きな不確実性に直面し続けるとみられます。当レポート11月6日号「FRBが2020年に利下げするリスク」で指摘したリスクがそのまま日本市場のリスクとなります。すなわち、①米中交渉決裂のリスク、②民主党の2020年大統領選挙予備選挙で・党員集会でウォーレン上院議員（あるいはサンダース上院議員）が指名を獲得するリスク、③2020年秋の大統領選挙に伴う政策の不確実性リスク、④合意なきブレグジット（英国の欧州連合からの離脱）リスク、⑤FRBが「平均インフレ率」を目標にすることでハト派化するリスク、⑥中国景気減速リスクが挙げられます。これらのうち、⑤を除くリスクは、日本経済・金融市場に直接的な悪影響を及ぼす可能性が高いと考えられます。また、これらのリスクが顕在化する場合、⑤を含めて、米国の利下げで日米金利差が縮小し、円高ドル安の動きが生じる公算が大きい点にも注意が必要です。

日米金利差が縮小することで円高のリスクが生じるのは、足元までのドル円レートが日米の長期金利差に沿った動きを続けているためです（図表3）。日米長期金利差の縮小が円高ドル安につながる構図は今年3月以降継続しています。日本の長期金利の動きはイールドカーブコントロール政策の下で振幅が限定されるため、米国の長期金利の低下につながるような諸リスクに引き続き留意したいと思います。

（図表3）日米長期金利差とドル円為替レート



（出所）CEICよりインベスコ作成

当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306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