

# 世界の金融市場を動かす材料が 地域経済に与える影響

SMBCフレンド証券株式会社投資情報部 チーフストラテジスト  
松野 利彦



## はじめに

わが国において、いかに世界経済が地域経済、ならびに地方の企業経営に大きな影響を与えているかを知り、世界経済の先を読むために、世界の金融市場を動かす様々な材料を展望していきたい。

## 1 世界経済が与える影響

世界経済の影響の大きさについて日銀が4月10日に公表した地域経済報告(さくらレポート、2017年4月)を見てみたい。同報告は四半期ごとに行われる日銀の支店長会議にむけて、全国9地域の地域経済担当部署が収集した情報を集約したものである。そこでは北陸と東海の景気総括判断を「緩やかに拡大」とし、残り7地域を「緩やかな回復基調」や「緩やかな回復」とした。その背景として、まずは「世界経済の緩やかな成長」を挙げるほど、今の地域経済は世界経済と密接に関係している。また3ヵ月前に比べて北陸の景気総括判断を上方修正しているが、ここでも「海外向け電子部品・デバイスや半導体製造装置の生産増加」を背景に挙げていた。

一方、世界経済に影響を与える為替市場は、地方の企業経営にも大きな影響を与えている。例えば全国市町村国際文化研修所がある滋賀県に本社を置く上場企業を調べてみたところ、2016年4-9月期において為替差損が業績の足を大きく引っ張ったようだ。中には本業で出ている利益以上に為替差損が膨らみ、同期において赤字を余儀

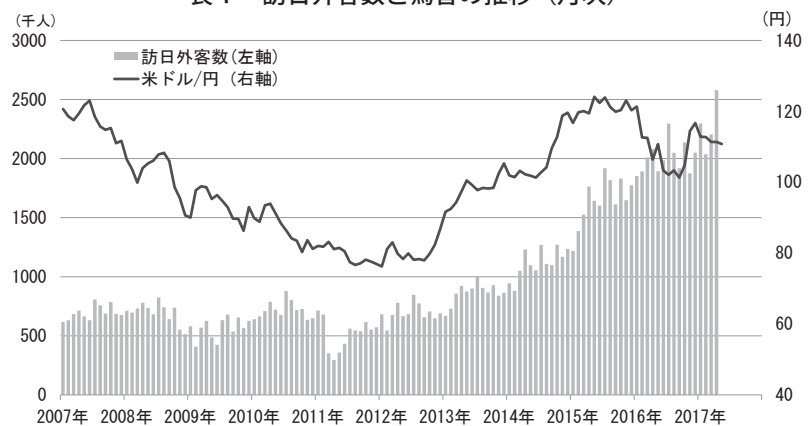
なくされた企業もある。このときドル円レートは111円台から99円台へとドル安・円高に推移していた。1980年代の円高不況以来、国内企業は海外に生産移管を行うなどで為替の影響を受けにくい事業体質へと転換していったはずであるが、大企業も含めて為替の影響は未だに残っているようだ。

そして最近では、地方にも積極的に足をのびしている外国人観光客の動向も為替の影響を受けているようだ(表1)。多少のタイムラグはあるものの、円高になると客足がのびなくなる傾向がはっきり見て取れる。ということは為替動向を見ていれば、今後外国人観光客が増えるのか、減るのか、おおまかな予想が出来るといえよう。となると、企業の経営者や経理担当者ばかりでなく、地域の商店街などでも為替動向を見ておく価値はありそうだ。

## 2 世界経済の現状を確認

ここで、かように地域経済に影響を与える世界経済の現状を確認しておきたい。表2は国際通貨基金(IMF)による世界経済見通し(2017

表1 訪日外客数と為替の推移(月次)



期間：2007年1月～2017年5月(訪日外客数は4月まで)  
出所：日本政府観光局、QUICKデータよりSMBCフレンド証券作成

表2 IMFの世界経済見通し

	2016年	2017年	2018年
世界	3.1	3.5 (+0.1)	3.6 (±0.0)
米国	1.6	2.3 (±0.0)	2.5 (±0.0)
ユーロ圏	1.7	1.7 (+0.1)	1.6 (±0.0)
日本	1.0	1.2 (+0.4)	0.6 (+0.1)
中国	6.7	6.6 (+0.1)	6.2 (+0.2)
ロシア	-0.2	1.4 (+0.3)	1.4 (+0.2)
インド	6.8	7.2 (±0.0)	7.7 (±0.0)
ブラジル	-3.6	0.2 (±0.0)	1.7 (+0.2)
南ア	0.3	0.8 (±0.0)	1.6 (±0.0)

※単位%、( )内は2017年1月比  
出所：IMFの世界経済見通しよりSMBCフレンド証券作成

年4月改定)である。2017年の世界経済見通しを前回の2017年1月から0.1ポイント上方修正させ、3.5%成長としており、さくらレポートの「世界経済の緩やかな成長」を裏付けていた。これは経済協力開発機構(OECD)の景気先行指数(Composite Leading Indicators、2017年3月)でも同様である(表3)。OECD加盟国全体の同指数は上向きの100超で安定成長。日本やユーロ圏も同じ上向きの100超で安定成長。米国や中国においては100未満であるものの指数は上向きの安定成長となっており、これら主要経済国においてはいずれの景気先行指数も2016年夏ごろに底入れとなっている。

表3 景気先行指数(2017年3月)

	Ratio to trend, amplitude adjusted (long term average =100)					Month on Month change (%)					Year on Year change (%)	Growth cycle outlook
	2016		2017			2016		2017			Latest month	
	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar		
OECD Area	99.9	100.0	100.0	100.1	100.1	0.09	0.09	0.07	0.04	0.02	0.45	Stable growth momentum
Euro Area	100.2	100.3	100.3	100.4	100.4	0.07	0.07	0.05	0.04	0.03	0.25	Stable growth momentum
Major Five Asia**	99.4	99.4	99.4	99.4	99.5	0.01	0.01	0.02	0.04	0.08	0.20	Stable growth momentum
Major Seven	99.7	99.9	100.0	100.0	100.1	0.13	0.13	0.10	0.07	0.03	0.64	Stable growth momentum
Canada	100.2	100.3	100.5	100.6	100.7	0.19	0.19	0.16	0.13	0.10	1.79	Growth gaining momentum
France	100.3	100.4	100.5	100.5	100.5	0.09	0.08	0.06	0.03	0.00	0.16	Stable growth momentum
Japan	99.9	100.0	100.1	100.1	100.1	0.09	0.08	0.05	0.02	0.01	0.40	Stable growth momentum
Germany	100.2	100.3	100.5	100.6	100.7	0.15	0.14	0.12	0.11	0.09	1.19	Growth gaining momentum
Italy	100.2	100.2	100.2	100.2	100.2	0.01	0.02	0.00	0.00	0.00	-0.49	Stable growth momentum
United Kingdom	99.5	99.6	99.7	99.7	99.7	0.14	0.12	0.09	0.06	0.02	0.40	Stable growth momentum
United States	99.4	99.6	99.7	99.8	99.8	0.15	0.16	0.13	0.08	0.03	0.74	Stable growth momentum
Brazil	101.1	101.3	101.6	101.9	102.1	0.28	0.27	0.28	0.27	0.25	4.37	Growth gaining momentum
China***	98.9	98.9	98.9	99.0	99.1	0.01	0.01	0.03	0.07	0.13	0.28	Stable growth momentum
India	99.6	99.5	99.4	99.4	99.4	-0.09	-0.07	-0.05	-0.03	0.00	-0.61	Stable growth momentum
Russia	100.5	100.8	101.1	101.3	101.4	0.29	0.28	0.25	0.20	0.16	3.52	Growth gaining momentum

\*\* 中国、インド、インドネシア、日本、韓国の5カ国  
\*\*\* 中国は1995年の参考値を基準とする

日銀の黒田総裁は2017年3月24日の講演で、世界経済は去年の前半に底入れしたとの認識を示した。つまり世界経済の現状は悪くない環境が続いているといえよう。

### 3 株式市場の現状を知る

株式市場は経済を映す鏡といわれ、实体经济から半年程度先行するとみられている。そのため株式市場の現状を知れば、今後の経済が上向きなのか、下向きなのか、おおまかな判断が出来る。代表的な株価指数である日経平均株価は2016年の年末以降、一進一退を繰り返した。その株価のベースになっているのが日本を代表する主要上場企業225社の利益である。一株当たり利益(EPS)全体は2015年春以降、一進一退を繰り返しているものの、その今期予想は一段上の水準が見込まれており、日経平均株価は1年半ぶりに2万円を超えた。ということは、今後の経済も上向きであると予見できる(表4)。

なお、わが国の株式市場は外部要因の影響を受けて上下する。外部要因としては米国、中国、欧州などを主要とする世界経済や政策、ならびにドル円を中心とする為替市場、そしてドル円レートに影響を及ぼす日米債券市場などが考えられようか。

出所：OECD 5月公表のComposite Leading Indicators資料より抜粋

表4 日経平均株価の一株当たり利益 (EPS) と株価収益率 (PER)



期間：2012年11月12日～2017年6月2日、週次  
出所：QUICKデータよりSMBCフレンド証券作成

次に、米国や欧州など主要な世界経済の現状と、市場関係者が気にしている問題点を確認していきたい。

#### 4 米国経済の現状と問題点

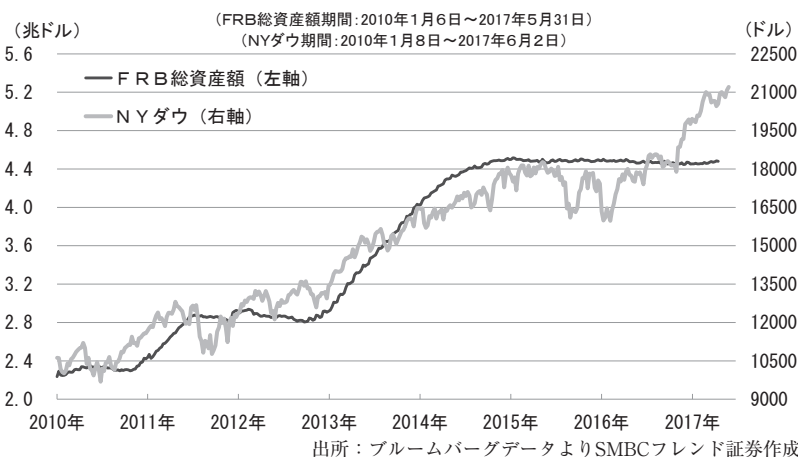
米国経済の現状ならびに見通しについては、先ほどもIMFの世界経済見通しやOECDの景気先行指数を見たので割愛するが、悪くない状況にある。そこにトランプ新政権が不況時に実施するような強烈な減税策、ならびにインフラ整備といった財政政策を実施するという。悪くない経済が一段と良くなることが予想される。ところが、これに沿うように米連邦公開市場委員会 (FOMC) では、緩やかな

金融引締め政策を継続的に行っている。金融引締め策は、いずれ米株式市場に悪影響を及ぼすが、むしろ足元では米国経済が堅調な証と市場関係者は考えているようだ。

一方でマーケットが気にしているのは、米連邦準備制度理事会 (FRB) のバランスシート縮小である (表5)。2008年のリーマン・ショック以降、FRBは3度に分けて流動性を供給した。簡単にいえばドルをばら撒いたのである。これを回収するのがバランスシート縮小であり、政策誘導目標金利であるFFレートの中心値が1%を超えると、回収の準備に入るといわれている。2017年5月現在で同中心値は0.875%。ここから0.25%の利上げを実施すれば中心値は1%を超える。このバランスシート縮小のどこが悪影響なのかといえば、米国経済を萎縮させる可能性があることだ。

金融緩和政策による景気回復の流れは一般的に、政策誘導目標金利の低下→市中借入金利低下→民間設備投資の喚起→自律的な景気回復であろう。しかし、ほぼゼロ金利の状況においては、こうした流れが生じにくい。そのため量的緩和 (中央銀行のバランスシート拡大) →低金利で豊富な流動性資金は企業へ→企業は資本調達コスト以上に低い金利で調達した資金によるM&Aや自社株買い→株価上昇→資産効果による景気回復という流れを生じさせる。この流れが明確に生じたのが米国経済であり、バランスシートの拡大に沿って株価が上昇していったと言っても過言ではないだろう。

表5 米連邦準備銀行 (FRB) 総資産額とNYダウ (週足)



(FRB総資産額期間:2010年1月6日～2017年5月31日)  
(NYダウ期間:2010年1月8日～2017年6月2日)

出所：ブルームバーグデータよりSMBCフレンド証券作成

となれば、米国経済を萎縮させる可能性がある。2013年5月に当時のバーナンキFRB議長が量的緩和を縮小しようとしただけで、日米株価は一時急落に見舞われた。同じことが起きるのか、トランプ政策やFRBのコントロールなどによって上手く切り抜けられるのか、市場関係者は見守っている。

## 5 ユーロ圏経済の現状と問題点

ユーロ圏経済の現状ならびに見通しについても、既にIMFの世界経済見通しやOECDの景気先行指数を見たので割愛するが、米国と同様に悪くない状況である。そのため欧州中央銀行（ECB）理事会は、バランスシートの拡大ペースを一段と緩やかにしつつある。これはユーロ圏経済を大きく心配させる状況ではないものの、同地域には大きな政治問題が横たわる。

2016年6月に英国は国民投票で欧州連合（EU）離脱を決定した。これが衝撃的な出来事であったのは周知の通り。エリート層によって推進されてきたグローバリズムが大衆によって否定されたのである。移民によって職を奪われる状況、移民を税金で賄う状況に大衆が耐えられなくなってきたのだらう。エリートを尊重する国民性が強いといわれている英国においてこうした現象が起きたことは、他のユーロ圏において英国以上に反グローバリズムが台頭している可能性を感じさせる。

そのユーロ圏では、2017年は各国で総選挙や大統領選挙が目白押しだ。選挙による政治体制の変化などで英国の後を追う国が増え、EU崩壊の可能性が議論されるようになることを市場関係者は心配している。ヒト・モノ・カネが自由に往来するEUが崩壊すると、貿易コスト増加→貿易量の減少→経済萎縮といった流れが予想されるからだ。今のところ選挙に対する問題は顕在化していないが、反グローバリズムが鎮静化したわけではないとみている。

## 6 為替市場や日米債券市場

続いて為替市場や日米債券市場についてであるが、これには前述の「4 米国経済の現状と問題点」が深くかかわってくる。なぜならば、為替市場で特に注目されるドル円は、米国と日本の金利差で上下するというのが教科書的な考え方だからだ。投資資金は安全性（信用格付け）の高い国、金利の高い国に流れるという特性を考えれば理解しやすいだろう。現状において日本の金利よりも米国の金利の方が高

いためドル高・円安になりやすいが、金利差が拡大すれば一段のドル高・円安要因、一方で金利差が縮小すればドル安・円高要因となる。

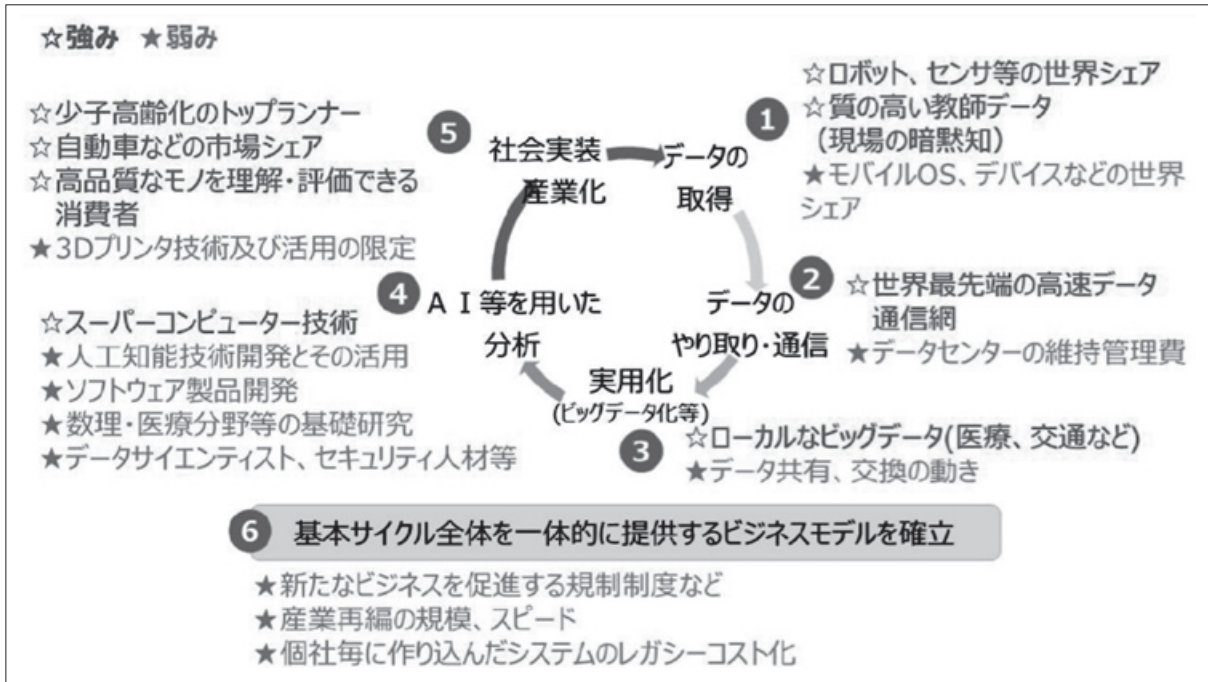
その金利は一般的に各国の景気に左右され、景気が良ければ金利上昇要因、悪ければ金利低下要因だ。「4 米国経済の現状と問題点」で触れたように、FOMCでは継続的な金融引締め政策を緩やかに実施、一方で日銀は長短金利操作付きながら量的・質的金融緩和を実施している。この金融政策の異なる方向を考えれば、金利差は広がりやすくドル高・円安要因であろう。もっとも目先のマーケットは、これらを織り込んで既に均衡しているため、日米金融当局者の一言一句や米国経済指標の強弱などによって上下する状況にある。

ただし、地政学的リスクや政治リスクなどの台頭により、市場がリスク回避姿勢を強めた場合、円高になるのは日本円が「低リスク通貨」だからとか、「安全資産」だからなどというわけではない。市場がリスク回避姿勢を強めた場合、安全資産として債券が買われる。特に信用格付けの高い国の債券が買われる。日米を比較した場合は米国債券市場に逃避資金が流れ、日米金利差が縮小→ドル安・円高になるのだらう。また、低金利通貨である日本から高金利通貨である米国に流れていった資金が、リスク回避によって日本に資金還流する場合、やはりドル安・円高が連想される。

## 7 第4次産業革命が与える影響

昨今の株式市場でテーマとなっているIoT（モノのインターネット）やAI（人工知能）など、第4次産業革命の一角を担う技術も経済を動かす様々な材料といえよう（表6）。第4次産業革命では、大小様々なモノがインターネットでつながり、リアルタイムで情報の受発信をするIoT化が進む。そして、それらから収集したビッグデータをAIで瞬時に解析しながら最適化することで、従来とは別次元の効率化や生産性を実現させる。これは世界的なトレンドであり、欧米のように反グローバリズムで移民から職を守ろうとしても、第4次

表6 第4次産業革命における日本の強みと弱み



出所：産業構造審議会 新産業構造部会の資料より SMBCフレンド証券作成

産業革命で機械に職を奪われる時代が始まっている。例えば私自身の仕事も機械に奪われそうだ。

ストラテジストはお客さまに投資戦略を提案するのが仕事であるが、お客さまが保有している資金量、取れるリスク量、期待する投資収益を入力すれば、どの金融商品にどれだけ資金配分すれば良いかをAIが提供する、といったサービスが既に始まっている。こうしたオーダーメイドなサービス以外にも、AIがファンド・マネージャーとなって運用する投資信託といったカスタムメイドなサービスも出てきた。また第4次産業革命によって可能になる自動運転も間もなく実現しそうだ。これによって運転手と名のつく職業は一掃される可能性がある。今の日本では物流業界において人手不足が深刻であるといわれているが、自動運転と作業補助のロボットスーツなどが一般化すれば、すぐに解決する問題といえる。だが一方で、大量の失業者が生まれるといった問題が生じることも避けられないのではないか。

### おわりに

世界経済が地域経済に大きな影響を与えて

いる。そのことを承知しているならば、地域経済の将来を考える上で、世界経済のトレンドがどちらを向いているのかを見定め、それに先行する金融市場の動向を把握するといった視点が今まで以上に必要となってくるのではないか。また第4次産業革命は地域経済にとっても避けては通れない大きなトレンドである。欧米の反グローバリズムのように抵抗しようとするより、積極的に何が起きているのかを知り、それによって何が起きるのかを予見することで、地域経済を発展させる鍵をつかんでいただきたい。

\*本論文は平成29年6月2日時点のデータをもとに作成

### 著者略歴

松野 利彦 (まつの・としひこ)

1963年生まれ。1986年山種証券(現SMBCフレンド証券)入社後、1993年に株式部へ異動。株式と同デリバティブのディーリングとトレーディングに従事。1995年投資情報部へ異動し市場分析に加えて投資戦略の立案、提供に従事。現在は従来業務をグローバルや他市場にも展開している。テレビ・新聞等に市場解説をコメントするなどメディアでも活躍中。