

景気持ち直しに向けた材料が揃い始める日本経済

～ 金融市場ではトランプ政策への期待高まる ～

南 武志

要旨

7～9 月期の経済成長率は見掛け上堅調な数字となったが、内容的にはほとんど海外需要で得られたものであり、肝心の民間消費や民間設備投資は足踏みに近いものであった。しかし、家計所得は持続的に増加しており、最近の消費者マインドの回復を考慮すると、近い将来消費持ち直しが本格化する可能性も出てきた。大型経済対策の効果が出てくる年度末にかけて国内景気は徐々に回復が進むと予想する。

さて、米大統領選でトランプ氏が勝利したことで、金融市場では積極財政による景気・物価押し上げ効果への期待が高まり、「ドル高・株高・金利上昇」の流れが強まった。しかし、選挙戦で訴えた政策全てが実現するとは限らず、また保護主義的な通商政策への懸念、さらには新興国リスクを再び意識させる動きもみられ、先行き市場はある程度の調整を余儀なくされる可能性もある。なお、日本銀行は国内へ金利上昇が波及するのを食い止めるべく、指値オペを実施した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目	2016年		2017年		
	11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)	-0.053	-0.10 ~ 0.00	-0.10 ~ 0.00	-0.10 ~ 0.00	-0.10 ~ 0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0560	0.05 ~ 0.06	0.04 ~ 0.06	0.03 ~ 0.06	0.00 ~ 0.06
国債利回り					
10年債 (%)	0.030	-0.10 ~ 0.10	-0.10 ~ 0.10	-0.10 ~ 0.10	-0.10 ~ 0.10
5年債 (%)	-0.095	-0.20 ~ 0.00	-0.25 ~ 0.00	-0.25 ~ 0.00	-0.25 ~ 0.00
為替レート					
対ドル (円/ドル)	110.9	100 ~ 115	100 ~ 115	100 ~ 115	100 ~ 115
対ユーロ (円/ユーロ)	119.8	105 ~ 125	105 ~ 125	105 ~ 125	105 ~ 125
日経平均株価 (円)	18,162	18,250 ± 1,000	18,500 ± 1,500	18,750 ± 1,500	19,000 ± 1,500

(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注) 実績は2016年11月22日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

トランプ氏勝利で沸き立つ先進国市場

「史上最も醜い争い」と評された次期米大統領選は、投票日直前に私用メール問題の再燃という逆風に晒されたものの、ヒラリー・クリントン氏の勝利が順当、との下馬評を覆し、過激な言動で注目を集めてきたドナルド・トランプ氏が勝利する結果に終わった。事前の金融市場では「トランプ勝利なら円高・株安」という見方が有力で、実際に結果判明前後の日本市場ではそういう動きが強まった。しかし、トランプ氏の勝利宣言が、分断された国民の再団結や積極的な財政政策などによる経済立て直しに努力することを約束する内容だったことから、世界経済が陥ったかにみえる「持続的な低成長・低インフレ状態」から抜け出せるとの期

期待先行の側面も

待が強まり、先進国市場では概ね「株高・ドル高・金利上昇」となっている。

一方、逆に新興国市場では、米金利上昇による資金流出懸念が強まり、通貨安となるなど、不安材料が浮上していることも確かである。また、「内向き」とされるトランプ氏の政策も、実際の政権運営では現実的な路線に修正する可能性があるとはいえ、既存の体制や支配階級などへの苛立ちというトランプ氏に投票した人々の思いも無碍にもできず、ある程度は保護主義的な政策が発動する可能性は念頭に入れる必要もある。さらに、インフラ投資の有効性・有益性に多少は理解を示すようになってきているとはいえ、数年前には連邦債務上限の引上げ問題を巡って、連邦政府機能を一時停止にまで追い込んだ共和党主流派が PAYG (pay-as-you-go) 原則を放棄して大規模減税・歳出拡大に同意するかはまだ疑問が残る。加えて、トランプ氏の団結に向けたメッセージとは裏腹に、全米各地で盛り上がった反トランプ旋風は収まっていない。また、移民・難民問題などでポピュリズム的な動きが盛り上がる欧州では、これから国政選挙を迎える国も多く、その動向にも注意する必要がある。期待先行で盛り上がる金融市場は一旦調整する場面が来る可能性は十分意識しておくべきだろう。

高まる米国の年内 利上げ観測

なお、注目を集める米利上げ動向については、イエレン FRB 議長が年内利上げを示唆する内容の議会証言をしたこともあり、12月の連邦公開市場委員会 (FOMC) で利上げが決定される可能性が濃厚だ。加えて、トランプ政策により予想インフレ率が高まるとの見方から、年間 50bp の利上げが想定されている 17 年の利上げペースが速まる可能性も浮上してきた。上述のように、これらが新興国リスクを再燃させないか、見極める必要がある。

早期の原油需給均 衡化は厳しい

一方、こうしたトランプ旋風は原油価格にも影響を与えている可能性がある。これまで頑なに市場シェアの確保を最優先する戦略をとり続けてきた OPEC 諸国であったが、長引く原油安で自国経済・財政状況が大きく悪化したことで、9 月にはサウジアラビアが大きく譲歩する格好で実質的な減産が合意された。その後、原油価格の持ち直しも見られるが、トランプ氏が米国石油産業の活性化を訴えてきたこともあり、過剰供給状態の早期解消が再び不透明となってきた。また、11 月末には国別生産枠を議論する OPEC 総会が開催されるが、国営石油会社アラムコの IPO (新規株式公開) を控えるサウジがどのような対応をするのか注目が集まる。



国内景気：薄日が差し始める

経済成長：外需が牽引、消費・投資は足踏み

家計部門：マインド改善で、所得増はいずれ消費押上げに貢献

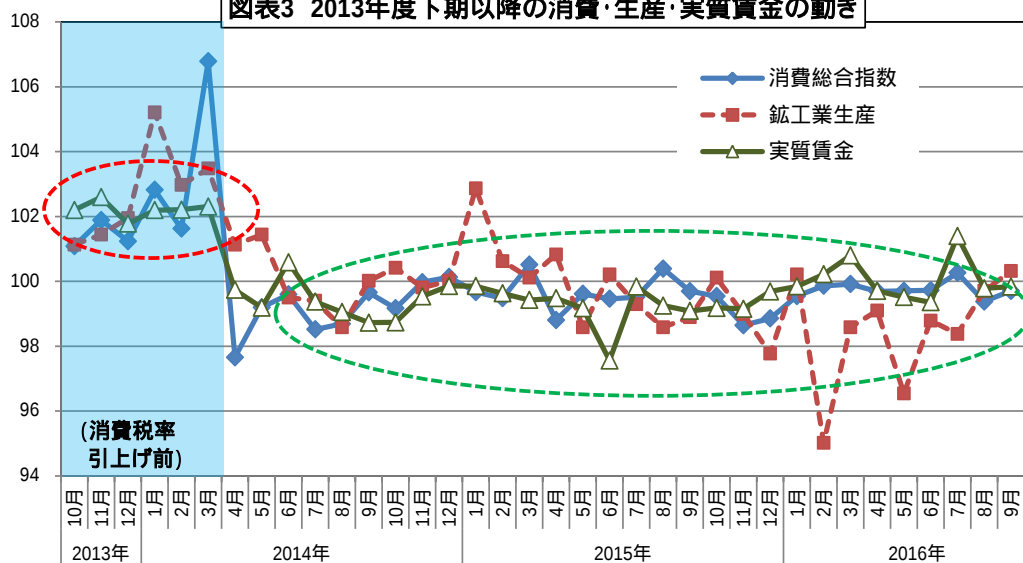
さて、国内経済に目を転じると、天候不順の影響などから肝心の民間消費が再び低調となるなど、依然として足踏み状態から抜け出せてはいない。しかし、緩やかながらも世界経済に回復傾向が出てきたことに加え、円高圧力が和らいだこともあり、最近では生産・輸出の回復も見られている。

実際、7～9月期のGDP統計からはそうした状況を確認することができる。実質経済成長率は前期比年率で2.2%と、0%台と想定される潜在成長率を大きく上回ったほか、水準的にも直近ピークの14年1～3月期並みまで戻った。しかし、内容的にはほとんど海外需要（輸出等 - 輸入等）で稼がれたものであり、民間消費や民間企業設備投資の増加は鈍い（それぞれ同0.2%、同0.1%）。特に民間消費は消費税増税以降の停滞状態が続いていることが確認できた。実質雇用者報酬が14年4～6月期をボトムに、年率2.1%で増加していることを踏まえれば、民間消費の停滞はかなり異様であり、増税前の駆け込み需要や日銀による予想インフレ率の押上げなどで、耐久財消費などが数年先まで刈り込まれてしまった可能性が改めて意識される。

さて、注目される消費動向に関しては、天候不順による消費押下げはあくまで一時的なもので、16年前半にかけて落ち込んだ消費者マインドの回復が足元で見られることもあり、今後は所得増加に見合った消費の持ち直しが始まる可能性がある。実際に、最近は残業代の回復につながる所定外労働時間の下げ止まりの兆しも散見されるほか、冬季賞与は夏季賞与に続き、前年比で増加に

転じる可能性が強まるなど、材料は揃ってきたといえる。

図表3 2013年度下期以降の消費・生産・実質賃金の動き



(資料)内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計より農林中金総合研究所作成

(注)2013年10月～直近=100。

景気の先行き：
当面は回復感乏
しいが、年明け
以降は徐々に改
善へ

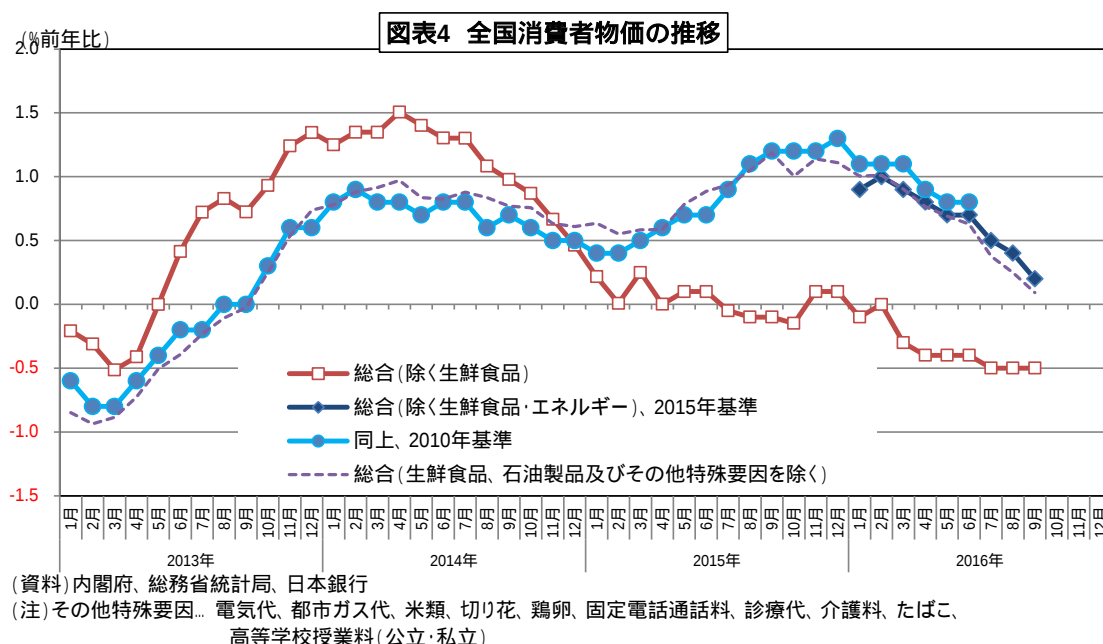
以上から、先行きの景気動向については、消費の鈍さがしばらく残ることから、年内は景気回復感の乏しい展開が続くと予想する。しかし、家計の所得環境は改善傾向にあるため、徐々に消費持ち直しが進むほか、17年入り後には第2次補正予算に盛り込まれた経済対策の効果が出てくると思われ、多少の景気回復感を伴った展開に移行していくだろう。民間設備投資も20年の東京五輪などの開催を控え、一定程度の需要が盛り上がってくると思われる。ただし、最近のドル高・米金利上昇によって一旦は沈静化していた新興国リスクが再び意識されている点には警戒が必要であろう（詳細は後掲レポート『2016～18年度経済見通し』を参照のこと）。

物価動向：年内
は下落継続

また、15年下期には再び下落に転じ、16年度入り後には下落幅を拡大させた消費者物価であるが、その押下げ要因の主役は「エネルギー」から「円高」へとシフトしつつある。9月の全国消費者物価によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合（全国コア）」は前年比▲0.5%と7ヶ月連続の下落であった。より需給関係を示すとされる「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合」は同0.0%、日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同0.2%と、いずれも上昇圧力が乏しい状況に陥りつつある。

先行きは、原油安要因（物価押下げ）が徐々に弱まる半面、円

高要因（物価押下げ）がしばらく残ることから、物価上昇率の順調な復元を阻害するとみられる。17 年入り後には全国コアは前年比プラスに転じ、その後プラス幅を緩やかに拡大させていくが、賃上げ率が高まる様相をまだ見せないこともあり、17 年度末の段階でも 1% 弱までしか上昇率が高まらないものと予想する。物価安定目標である前年比 2% の上昇率は依然として見通せる状況にない。

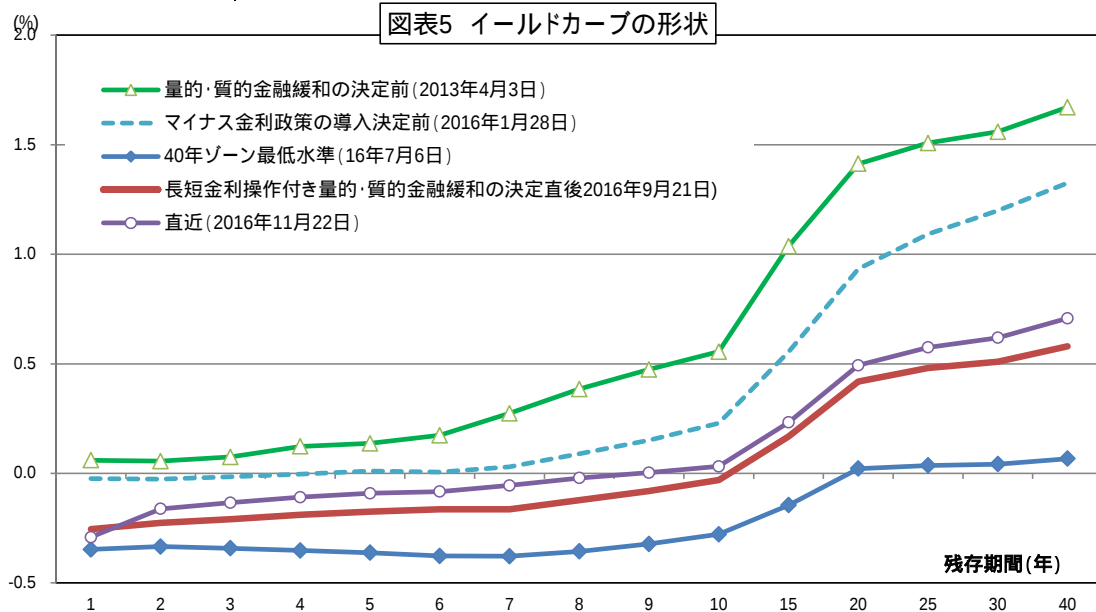


金融政策：操作 目標を「金利」 へ変更、国債買 入れペースをや や緩和

日銀は 9 月の金融政策決定会合で、これまでの緩和策に関する「総括的な検証」を行い、その上で物価上昇率 2% を目指すためには何が必要かという観点から、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という新しい政策運営の枠組みを導入した。それから 2 ヶ月が経過したが、日銀が短期政策金利（超過準備の一部に対する付利）と 10 年金利の誘導目標を設定したこともあり、国債市場は官製相場の様相を見せるなど、動意に乏しい展開が続いた。当初、中央銀行にイールドカーブ・コントロールができるのか疑問視する見方もあったが、この間イベントが少なかったこともあり、これまでのところ概ねコントロール下にあるといえる。

一方、新しい枠組みは「金融緩和強化のため」に導入されたはずであるが、実際には導入前と比べて緩和の度合いが幾分弱まっている。11 月の国債買入れオペにおけるオファー額は、新しい枠組み導入直前と比較すると、月 2,200 億円の減額（内訳は、残存期間「5～10 年」で▲200 億円（月 6 回）、同「10～25 年」で▲

100 億円（月 5 回）、同「25 年～」で▲100 億円（月 5 回））となっており、買入れペースは年間で 2 兆円ほど減額されている。操作目標を「金利」にシフトした以上、それを達成するため「量」は受動的にならざるを得ないが、黒田総裁らは「日銀保有残高の年間増加ペースは当面 80 兆円をめど」と繰り返し述べていることを踏まえれば、減額のペースはかなり緩やかなものになるとみられる。それゆえ、平時であれば、「10 年 0%」よりは低い金利形成となる可能性は高い。



（資料）財務省

展望レポートでは物価安定目標の到達時期が後ズレする公算

さて、11月1日に公表された展望レポート（経済・物価情勢の展望）によれば、足元の物価下落状況や企業側の賃上げ方針が弱いままであることなどを鑑み、物価見通しの下方修正ならびに物価安定目標である2%の達成時期の先送りを行った。具体的には、16年度の物価見通しを前年度比▲0.1%（6月時点：0.1%）へ、17年度を同1.5%（同：1.7%）へ、18年度を同1.7%（同：1.9%）へ、それぞれ下方修正し、物価上昇率が2%に到達する時期を「17年度中」から「18年度頃」へと後ズレさせている。このように、「物価2%の早期達成」を公約している日銀が、物価見通しを全面的に下方修正したにも関わらず、特段何も行動しないのはやや不自然であるが、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導を契機に、日銀の政策運営のスタンスが、積極的に物価上昇を引き起こそうというものから、金融緩和環境を粘り強く続けることを通じて物価上昇のモメンタムを維持することを重視するものに

金融市場：現
状・見通し・注
目点

10年金利は小幅
マイナス

シフトしたことを印象づけた。

とはいえ、日銀には「物価安定目標の早期達成」というマンデートが自他ともに課せられているのは確かである。「金融政策は物価に影響を与えることができる」のであれば、追加緩和に動いてもおかしくはない状況がしばらく続く可能性は高い。また、日銀の物価見通しは民間見通しと比べてかなり楽観的なものであり、仮に後日下方修正されることになれば、追加緩和観測を生じさせる可能性もあるだろう。また、急激に円高が進行し、経済・物価への悪影響が懸念される場合にも、追加緩和期待が高まるだろう。なお、追加緩和をする際の手段としては、短期政策金利の引き下げが柱になると思われるが、想定される金融仲介機能や金融機関経営などへの悪影響と天秤にかけながらの判断になるだろう。

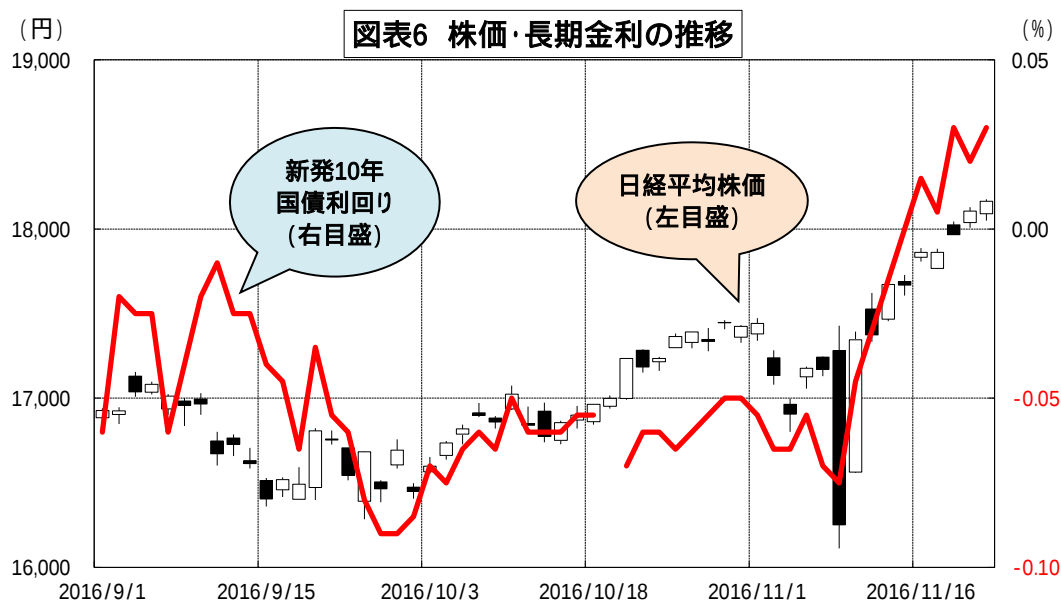
米国の12月利上げが徐々に意識されるなか、11月8日投開票の米大統領選挙の結果に注目が集まった。選挙期間中、クリントン氏（民主党候補）が概ね優位だったこともあり、金融市場では同氏の勝利を前提として動いていたが、6月の英国民投票の際と同様、開票が進むとトランプ氏（共和党候補）の優勢が判明、9日の東京市場では円高・株安・金利低下が進むなど、リスクオフが鮮明となった。しかし、トランプ氏の勝利宣言の内容が国民の安心を与えたほか、米国経済復活に向けた景気刺激策が好感され、世界経済に蔓延する「低成長・低インフレ状態」からの脱却期待から、同日の欧米市場ではドル高・株高・金利上昇の動きが強まった。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

債券市場

13年4月に導入された「量的・質的金融緩和」以降、日銀は国債保有残高が年間80兆円（当初は50兆円）のペースで増加するように国債買入れを行ってきた。導入当初こそ、長期金利は乱高下を繰り返す展開となったが、政策浸透に向けた日銀の努力などが奏功し、13年夏以降、市場の動揺は収まり、その後は金利低下が徐々に進んだ。16年1月にはマイナス金利政策が導入されたことで、金利水準は一段と低下、長期金利の指標である新発10年物国債利回りは2月中旬にマイナス圏に突入し、7月上旬には一時▲0.3%まで低下した。こうした低金利は超長期ゾーンにまで波及

し、40 年金利も一時 0.0% 台まで低下した。

その後、9 月の金融政策決定会合での実施が予定された「総括的な検証」を巡って、これまでの国債の大量買入れの限界論が浮上したことから、8 月に入ると長期金利はマイナス幅を縮小させた。9 月の決定会合では 10 年金利を 0% 前後に誘導する「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が導入されたが、直後に長期金利は一時 0.005% とプラス圏に浮上した。しかし、その後は▲0.05% 前後のもみ合いが継続した。なお、足元ではトランプ政権下で財政赤字が拡大し、かつインフレ刺激的な政策が打ち出されるとの思惑から上昇した米長期金利につられて国内の長期金利も上昇気味で推移、11 月中旬にはプラス圏に浮上した。また、中短期ゾーンの金利上昇に対して、日銀は 2 年債、5 年国債を対象とする指値オペを実施した。提示した利回りが実勢よりも高かったことで応札はゼロであったが、現時点での金利上昇を牽制する姿勢が市場に伝わる効果はあった。



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注) 10月19日の新発10年国債は出会いなし。

先行きについては、期待先行で上昇する米長期金利は米次期政権の掲げる政策やその実現性などが明らかになる過程で、調整されるとみられるほか、金融政策の操作目標も有効であることから、しばらくは「10 年 0%」近傍での推移が予想される。なお、現状「80 兆円」ペースでの国債買入れは、平時では金利低下圧力が発生することもあり、若干マイナス気味での推移となるだろう。毎月末に提示される「当面の長期国債等の買入れの運営について」

株価は徐々に持ち直しへ

への注目が高く、来月分のオファー額の減額ペースが緩やかであれば金利低下圧力が高まり、逆に想定以上に早ければ金利水準は小幅プラスで推移するだろう。

株式市場

6月下旬の英国国民投票の直後、日経平均株価は4ヶ月ぶりに15,000円割れの年初来安値（ザラ場ベース）を更新するなど、調整色が強まったが、関係各国の手厚い対応もあり、その後は持ち直す動きとなっている。7月の金融政策決定会合で日銀がETFの年間買入れ額を倍増することを決定したことも株価下支えに貢献しているとみられる。しかし、内外景気が大きく好転する兆しが見えないこと、円高圧力が根強いことなどもあり、総じて上値の重い展開が続いた。しかし、10月入り後は、原油価格がやや上昇したこと、また米国で追加利上げが検討できる程度まで経済状況が改善していること、さらにはそれによって為替レートが円安気味に推移したことなどが好感され、株価は上昇傾向となり、17,000円台を回復した。なお、11月には大統領選挙の結果に絡んで調整する場面もあったが、トランプ候補の勝利宣言以降は政策期待から大きく上昇、一時18,000円を回復するなど、年初の水準を回復する勢いとなっている。

先行きは、しばらくは世界的なデフレーション状態からの脱却期待など、トランプ相場が継続する可能性もあるが、トランプ次期米大統領の経済政策の全容が見えてくる中で、期待先行で進んだ円安が剥落し、株価もスピード調整を余儀なくされる場面もあるものと思われる。ただし、世界経済の下振れリスクは後退しつつあり、リスクオンの流れが盛り返していく可能性が高いだろう。年内にも想定される米利上げによって、株価はやや調整する場面もあるだろうが、年明け以降には国内でも経済対策の効果が浸み出してくることから、持ち直し基調が強まっていくと予想する。

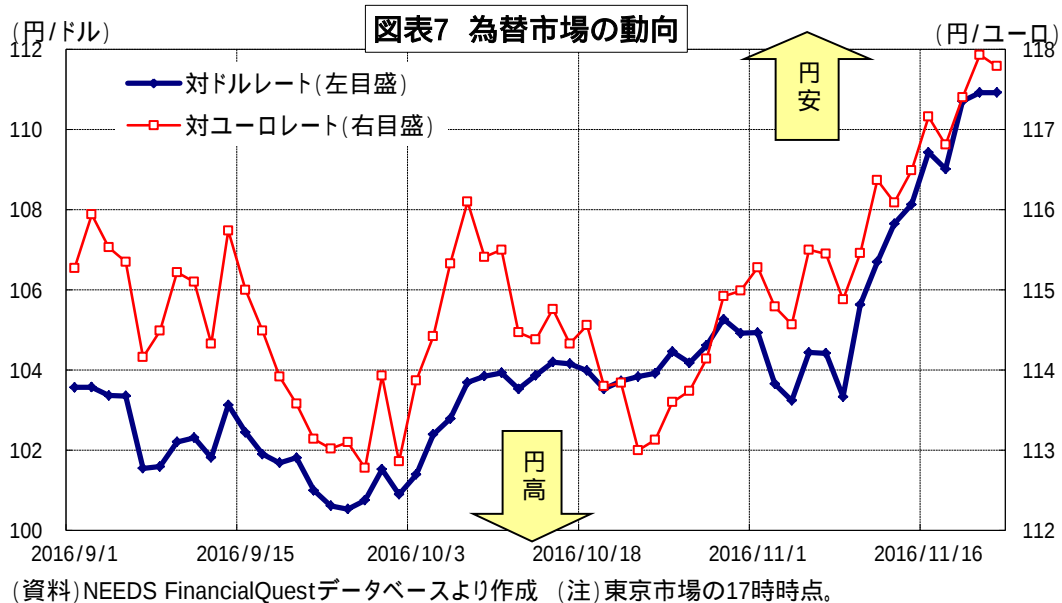
外国為替市場

トランプ旋風で円安ドル高の展開

世界経済の失速懸念に加え、米利上げペースが徐々に緩慢なものに修正されていったことなどもあり、16年前半を通じて為替レートには断続的に円高圧力が加わった。6月にはBREXITが意識される中でリスク回避的な円高が進行、それが確実なものとなった直後には2年7ヶ月ぶりに100円台を割り込んだ。その後は、重要指標の発表や米FOMC（連邦公開市場委員会）メンバーの発言などに影響を受けて変化する米利上げ観測に合わせ、為替レートは

上下動したが、概ね 100 円台前半で推移した。今秋以降は米国経済の底堅さが意識され、米利上げの可能性が徐々に高まるにつれてドル円レートは円安気味の展開となった。また、トランプ候補の大統領選勝利後は、米景気の先行き楽観論が高まり、かつ米長期金利が上昇したことを受けて、円安ドル高が一段と進んでいる。

先行きについては、目下進行中の円安ドル高は永続的なものではなく、いずれ修正されるものと思われる。ただし、トランプ氏の政策運営の保護主義色が想定よりも弱ければ、ドル安方向への修正も限定的であろう。また、国内では強力な金融緩和策が継続される半面、米国は金融政策の正常化に向けての模索が続くなど、日米の金融政策は方向性が真逆であり、それ自体は円安要因である。それゆえ、方向性としては円安と予想するが、米利上げペースは緩やかとみられることから、円安の進行スピードも速くはないだろう。一方、世界経済の下振れリスクは払拭されたわけではなく、リスクオフが強まる場面では円高圧力が再び高まるだろう。



政治リスクが意識される対ユーロでの円安は限定的

一方、10月にかけて、対ユーロレートは独伊などでの銀行問題や BREXIT 問題を抱えるユーロ圏経済への警戒などもあり、対ドルレートと異なり円高ユーロ安が進んだが、11月に入るとドル高につられて円安ユーロ高傾向が強まった。先行きは、欧州中央銀行の量的緩和策の規模縮小観測は根強いものの、仏伊などの政治リスクが意識されることから、一段の円安進行は限定的と予想する。

(16.11.23 現在)