

2017年には景気持ち直しが本格化する日本経済

～ 金融市場ではトランプ政策への期待が継続～

南 武志

要旨

10月の景気動向指数では一致CIによる景気の基調判断が「足踏み」から「改善」へ上方修正されるなど、一部に鈍さも残るものの、持ち直し・回復を示す指標が多く散見されつつある。先行きについては、労働需給の引き締まりなどから家計所得は持続的に増加しているうえ、最近の消費者マインドの回復を考慮すると、消費の持ち直しテンポが速まる可能性が高い。海外経済の回復から輸出の増勢も継続しているほか、17年入り後には大型経済対策の効果も出てくることから、国内景気の持ち直しは今後強まると予想される。

さて、米大統領選後、米国では成長加速・物価上昇の観測が強まり、利上げペースが速まるとの意見が浮上したことに、財政状況が悪化するとの懸念も加わり、長期金利が大きく上昇している。国内にもその動きが波及しているが、「10年ゼロ%」という長期金利操作目標を設定している日本銀行はそれにどう対応していくのか、注目が集まっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2016年	2017年				
	12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.032	-0.10 ~ 0.00	-0.10 ~ 0.00	-0.10 ~ 0.00	-0.10 ~ 0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0560	0.04 ~ 0.06	0.04 ~ 0.06	0.04 ~ 0.06	0.04 ~ 0.06	
国債利回り	10年債 (%)	0.065	-0.10 ~ 0.10	-0.10 ~ 0.10	-0.10 ~ 0.10	-0.10 ~ 0.10
	5年債 (%)	-0.080	-0.20 ~ 0.00	-0.20 ~ 0.00	-0.20 ~ 0.00	-0.20 ~ 0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	117.9	110 ~ 123	110 ~ 123	110 ~ 125	110 ~ 125
	対ユーロ (円/ユーロ)	122.5	110 ~ 130	110 ~ 130	110 ~ 130	110 ~ 130
日経平均株価 (円)	19,494	20,000 ± 1,500	20,250 ± 1,500	20,500 ± 1,500	20,750 ± 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12月20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。

世界経済の楽観論 が台頭

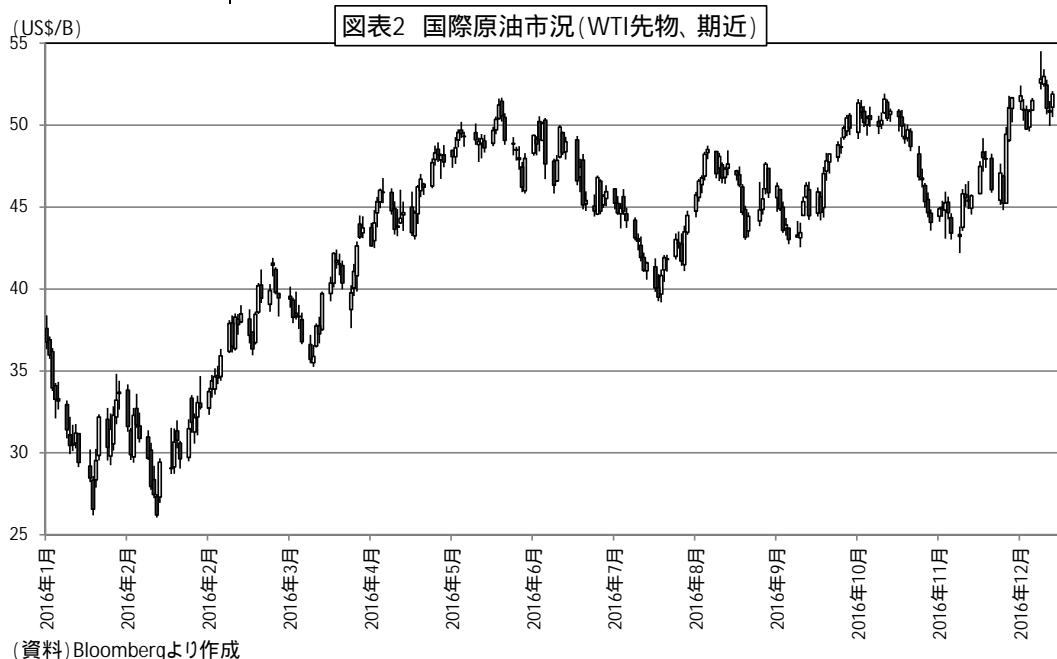
つい最近まで、世界経済は「低成長・低インフレ」状態に陥っており、そこから抜け出すきっかけがない、といった悲観論が蔓延していた。しかし、トランプ氏の勝利という思わぬ結末となった11月上旬の米大統領選を契機に、米国主導で世界経済は回復傾向を強めるとの楽観論が台頭し、先進国市場では「株高・ドル高・金利上昇」の傾向を強めている。もちろん、「ドル高」「金利上昇」はトランプ氏が重視する製造業の雇用拡大には逆効果となる可能性もあるほか、新興国の資金流出や債務負担の膨張などといった懸念を強めるなど、デメリットもある点には十分留意する必要がある。

世界的な財政政策

なお、トランプ政策の柱は財政政策だが、その有効性について

の転換

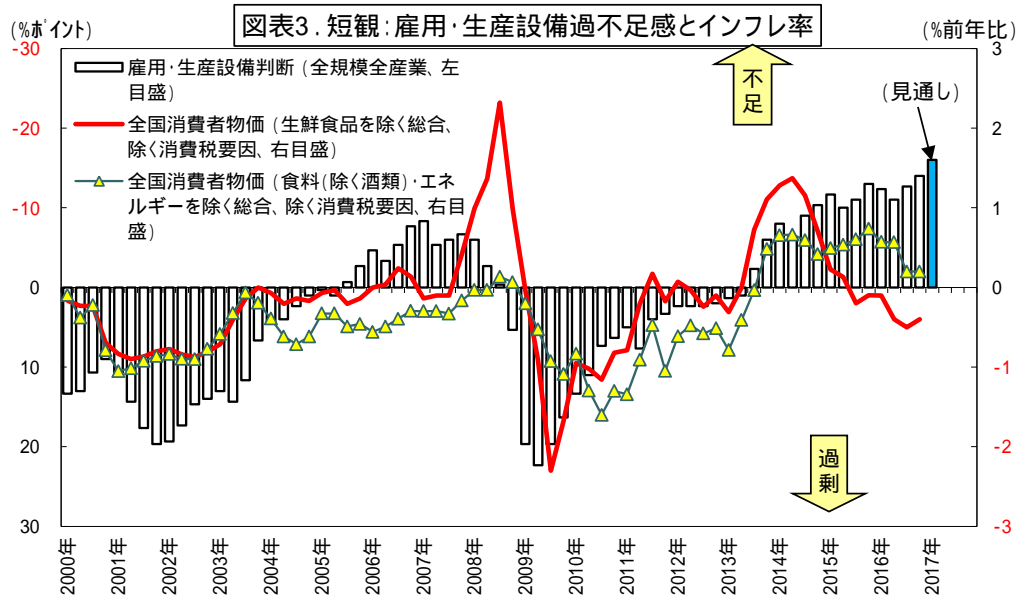
は 16 年入り後の G7 など国際会議の場で共有され続けてきたものの、ほとんどの先進国では景気対策は金融政策を用いるべきで、財政政策は健全化ルールに従って運用するという暗黙の了解があった。そのため、日本を除き、実際に財政出動に乗り出す国はなかった。しかし、トランプ政権発足後の米国で財政出動が現実味を帯びてきたうえ、世界第二位の経済大国である中国でも構造改革を進める上で想定される悪影響を吸収する目的からインフラ投資を積極化している。こうした動きが、世界経済の下振れリスクの払拭に貢献したことは確かであろう。



原油減産合意で世界経済の下振れリスク後退

加えて、11 月末に開催された OPEC 総会では、17 年 1~6 月にかけて、加盟国全体の生産量を日量 3,250 万バレル程度(10 月実績: 同 3,364 万バレル)と、同 120 万バレルの減産で最終合意した(ただし、ナイジェリア・リビアは適用除外で、インドネシアは加盟を一時停止)。これに合わせて、ロシアなどの OPEC 非加盟国も同期間中は計 55.8 万バレルの減産に応じることで合意した。全体で見ると供給量全体の 2%近くが削減される運びとなっている。

もちろん、OPEC の歴史を紐解けば、生産枠を設定しても抜け駆けが頻発するなど、長続きしないとされるほか、原油価格の上昇に伴い、協調減産に参加していない国の増産が強まる可能性もある。原油需要がまだ鈍いこともあり、原油価格の先行きについて安心できる状況とは言い難いが、こうした動きも世界経済の下振れリスクをある程度は後退させたと評価することは可能だ。



一致 CI による
景気の基調判断
は「改善」へ

消費も持ち直し

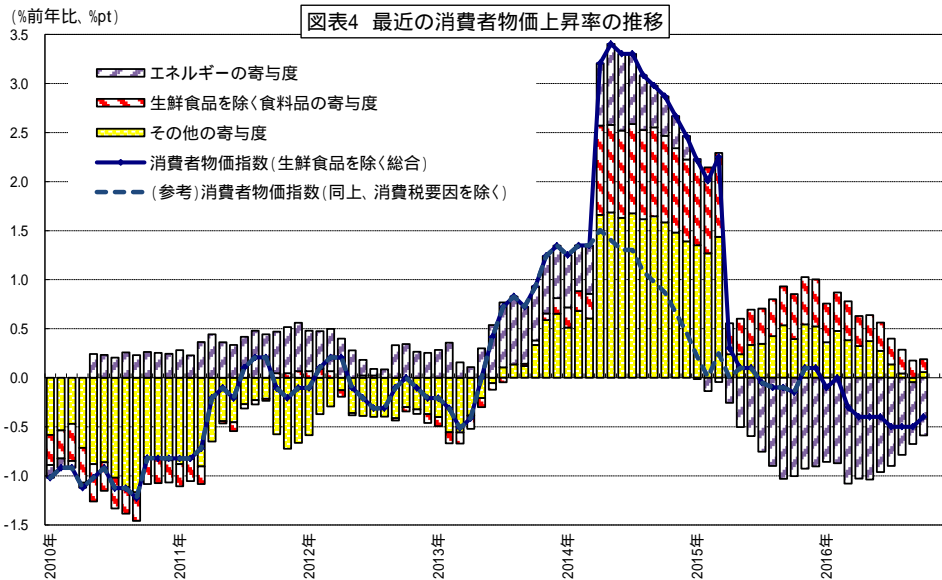
景気の先行き：
17年入り後は回復
傾向が強まる

さて、国内経済に目を転じると、徐々にではあるが、持ち直しを示す経済指標が多く散見されるようになってきた。景気動向指数(10月)からは、一致CIを用いた景気の基調判断がそれまでの「足踏み」から「改善」へと上方修正されたことが見て取れる。また、日銀短観(12月調査)からは、大企業・製造業の景況感が6期ぶりに改善し、雇用人員・資本設備の不足感が一段と強まったことが確認できた。11月の実質輸出指数は前月比3.4%と4ヶ月連続のプラスで、増勢はやや強まりを見せている。

さらに、10月の消費総合指数は2ヶ月連続の改善で、消費税増税後の持ち直し局面での最高値を更新、13年後半の水準まで戻っている。雇用増が続く中、雇用者報酬の堅調さが維持されていることに加え、足元で消費者マインドが回復していることから、出遅れ感もあった民間消費が持ち直し傾向を強める可能性が高まっているといえる。

以上から、先行きの景気動向については、世界経済の回復に伴う輸出増、労働需給の引き締めりによる家計所得の押上げ効果や消費者マインドの改善による消費持ち直しの本格化、さらには第2次補正予算に盛り込まれた経済対策の効果などによって、17年入り後の国内景気は回復傾向を徐々に強めていくものと予想する。日銀短観などでは設備投資計画がやや見劣りしたが、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

はトランプ氏が重視する米製造業の足枷となる可能性があるほか、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年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）』を参照のこと）。



物価動向：縮小 に向かう下落率

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、ようやく下落に歯止めがかかってきた。10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 0.4%と8ヶ月連続の下落ながらも、下落率は縮小に転じた。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 0.2%、日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同 0.3%と、いずれも上昇率が僅かながらも高まった。消費動向調査から試算される家計の予想物価上昇率も足元では持ち直しの動きが見られている。

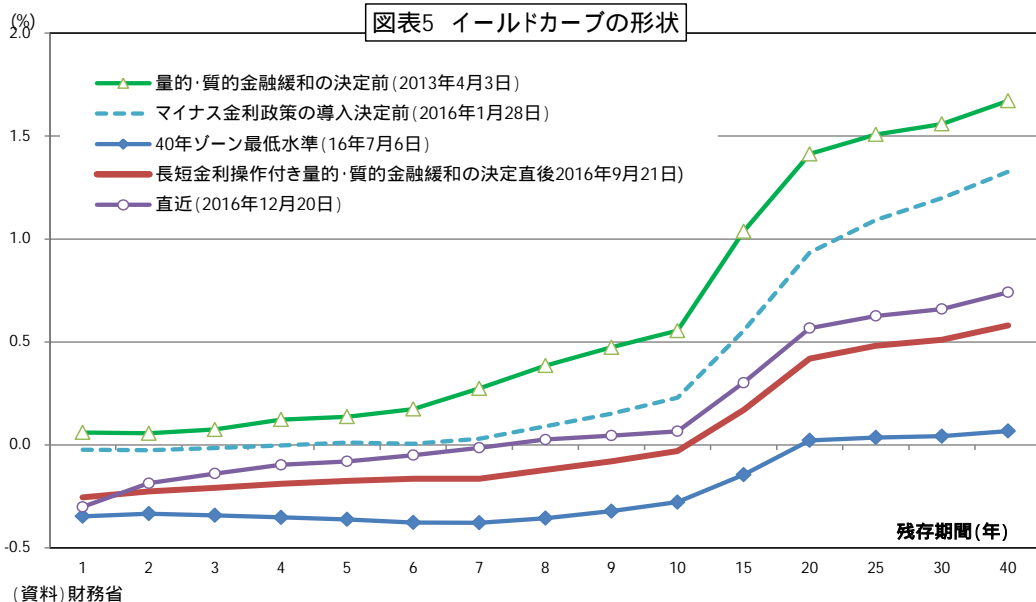
金融政策：しばらくは現状維持

先行きは、原油安要因（物価押下げ）が徐々に弱まるほか、円安進行によって既に底打ちしている輸入消費財価格を一段と上昇させる可能性が高まってきた。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と予想される。しかし、企業の人件費抑制姿勢はまだ残っており、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ない。

9月に日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）」の導入を決定、操作目標を「量」から「金利」へ戻した。12月の金融政策決定会合でも現状維持の判断であった。当

面は保有残高の増加ペースは年間 80 兆円をめどとして国債買入れを行うとされたが、「量」と「金利」を同時に誘導するのは困難であるため、いずれ「量」は修正が加えられるとみられた。

実際、QQE+YCC の導入後、しばらくは大きなイベントがなかったこともあり、「10年ゼロ%」という長期金利の操作目標にも関わらず、金利水準は緩やかな低下傾向をたどった。その際には、「年間 80 兆円」の増加ペースでは金利低下圧力が発生するため、徐々に減額されるとの見方が大勢であった。しかし、米大統領選後の米国の金利上昇が日本国内にも波及するなか、11月中旬以降、10年国債の利回りがプラスに転じ、その後も一時 0.1%まで金利上昇する場面も見られるなど、操作目標を上振れした状況が続いている。



金利上昇圧力への対応に注目

こうした動きに対し、これまで日銀は指値オペの実施や超長期国債の買い入れ額増額などで対応してきており、これまでのところは10年国債利回りが0.1%超となるような金利上昇は阻止しているが、金利上昇圧力が続く場合にどのような対応をするのか、不透明な部分も多い。とはいえ、物価が先行き上昇に転じ、かつ徐々に上昇率を高めていく公算が高い中、名目金利を低位に誘導することでマイナスの実質金利を作り出せるという環境は、早期のデフレ脱却を最優先課題として掲げる日銀にとっては好都合であるように思われる。そのため、日銀は長期金利に上昇圧力が掛かるなかでも、現行の政策運営の枠組みを粘り強く継続する姿勢を維持すると予想する。

金融市場：現状・見通し・注目点

米金利上昇が国内に波及

10年金利の上限は0.1%前後と想定

一方で、トランプ政策の具体的な中身が期待にそぐわない、議会の承認を得られない、もしくは世界的にリスクオフの流れが強まる中で円高圧力が再び高まるような場面で、物価上昇のモメンタムに悪影響が出そうな際には短期政策金利の引下げを柱とする緩和措置を検討するものと思われる。

11月上旬の米大統領選挙を契機に、先進国の金融市場はドル高・株高・金利上昇の動きが一気に強まったが、足元でもその傾向が継続中である。一方、注目を集めてきた米国の2度目の利上げについても、12月13~14日に開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)において決定された。なお、同時に発表された政策金利見通しでは、9月時点の「17年は年間50bp」から「同じく75bp」へ上方修正されるなど、利上げペース加速の可能性が示された。

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

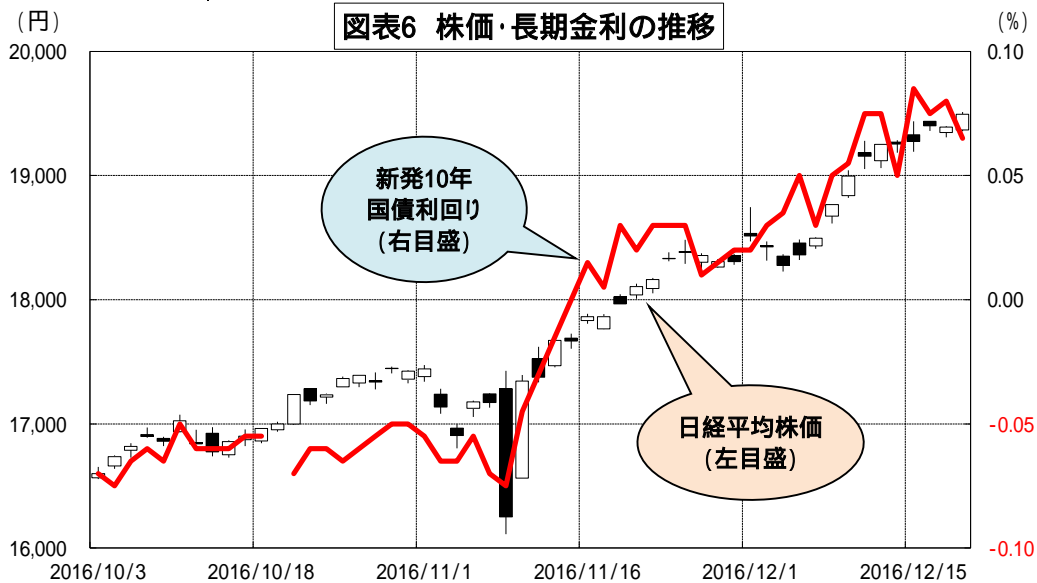
黒田総裁就任を機に、日本銀行は大量の国債買入れを継続してきた。量的・質的金融緩和の導入当初こそ、長期金利は乱高下を繰り返す展開となったが、政策浸透に向けた日銀の努力などが奏功し、13年夏以降、市場の動揺は収まり、その後は徐々に金利低下が進んだ。特に、マイナス金利政策が導入されたことで、16年2月以降は金利水準が一段と低下、長期金利の指標である新発10年物国債利回りは2月中旬にマイナス圏に突入し、7月上旬には一時0.3%まで低下した。こうした低金利は超長期ゾーンにまで波及し、40年金利も一時0.0%台まで低下した。

しかし、7月の金融政策決定会合にて次回実施を約束された「総合的な検証」を巡る思惑から、国債の大量買入れの限界論が浮上、8月に入ると長期金利はマイナス幅を縮小させた。その後、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」の導入後は、しばらく小幅マイナス状態が続いた。しかし、トランプ氏の大統領選勝利を受けて米国長期金利が上昇すると、それにつられて国内の長期金利も上昇してプラス圏に浮上し、12月中旬には10年債は一時0.1%を付けたほか、40年債も1%近くまで上昇した。

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、一旦調整される可能性があるほか、長期金利の操作目標も設定されてい

ることから、中期的に見れば「10年0%」近傍での推移が予想される。ただし、金利上昇圧力が高い場面では日銀は指値オペ、固定金利オペや買入れ増額などで対応していくと思われるため、0.1%を大きく上振れる可能性は大きくないだろう。

引き続き、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」での買入れペースの動向が注目されていこう。



(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。

株式市場

株価は上昇基調へ

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)を更新したが、その後は主要各国の手厚い対応もあり、持ち直しに転じた。しかし、内外景気の低調さや根強い円高圧力などもあり、しばらくは17,000円前後での上値の重い展開が続いた。10月に入ると、原油価格が減産合意への期待で上昇し始めたこと、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たこと、それによって円安ドル高傾向となったことなどが好感され、株価は上昇傾向となった。さらに11月上旬の大統領選挙後のトランプ氏の勝利宣言以降はその政策期待から大きく上昇、年末にかけて年初来高値を更新し、19,000円台を回復する勢いとなっている。

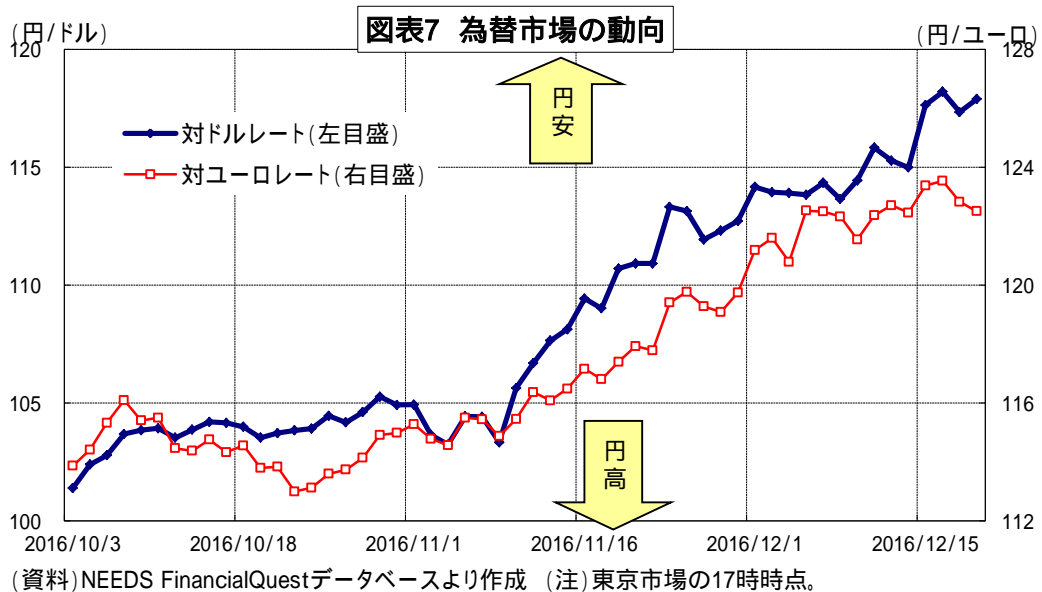
しばらくはトランプ相場が継続する可能性もあるが、トランプ政策の全容が見えてくる中で、期待先行で進んだ円安が剥落し、株価もスピード調整を余儀なくされる場面もあるものと思われる。ただし、全般的な流れとしては、世界経済の下振れリスクは後退しつつあるため、リスクオンの流れが継続すると予想する。

円安状態が定着

外国為替市場

16年度入り後、ドル円レートは概ね1ドル=100円台で推移してきたが、秋以降は米国経済の底堅さが意識され、利上げの可能性が徐々に織り込まれるにつれては円安気味に推移し始めた。さらに、トランプ氏の米大統領選勝利後は、米国経済に対する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、円安ドル高が一気に進み、足元110円台後半となっている。

目下進行中の円安ドル高は「期待先行」の側面が強く、いずれ調整される場面もあると思われる。しかし、国内では強力な金融緩和策が継続される半面、米国では金融政策の正常化に向かっており、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、基本的には円安状態はしばらく定着すると予想するが、米次期政権の発足後、過度なドル高を警戒し、何らかの対応策を講じる可能性には留意したい。



対ユーロでの円安は限定的

また、対ユーロレートも、域内の銀行問題などへの警戒が続く中、年末にかけて対ドルレートにつられる格好で円安が進んだ。市場の予想通り、量的緩和の実施期限を延長したとはいえ、資産買入れ額を実際に減額する決定を下したことが影響している可能性がある。ただし、反移民・反グローバリズムなどのポピュリズムの台頭が目立つユーロ圏では先行きは国政選挙を迎える国も多いことから、政権交代のリスクも意識され、一方的に円安が進行する可能性は大きくないと予想する。

(16.12.20 現在)