

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 保護主義への懸念の中、国内景気の持ち直しが進行

～ 金融市場ではトランプ旋風が一服、政策公表待ち～

南 武志

#### 要旨

米国ではトランプ政権が発足、その動向に世界中が注目している。金融市場が期待する大規模な財政政策の全容はまだ見えない半面、「米国第一」を強調した保護主義的な態度への懸念が高まっている。こうした中、国内経済は輸出が牽引する格好で持ち直し傾向を徐々に強めている。消費動向はまだ鈍い動きとはいえ、消費者マインドの回復や所得増が継続しており、いずれ持ち直しが本格化し始めるだろう。さらに、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、国内景気の回復傾向は今後強まると予想される。

一方、内外金融市場は「株高・ドル高・金利上昇」といったトランプ相場が一服している。トランプ政権からはドル高牽制発言も出ており、その動きに注目する必要がある。また、今後ともトランプ政策によって米国金利が上昇傾向をたどる可能性があるが、日本銀行は政策効果を高めるため、「10年ゼロ％」という長期金利操作目標を据え置くなど、現行政策を粘り強く継続するものと思われる。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2017年					
	1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 (%)	-0.049	-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 (%)	0.075	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.10
	5年債 (%)	-0.105	-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)	113.5	108～118	110～120	110～125	110～125
	対ユーロ (円/ユーロ)	121.7	110～130	110～130	110～130	110～130
日経平均株価 (円)	19,057	19,500±1,500	20,000±1,500	20,250±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2017年1月25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。

#### 下方修正が止まった世界経済見通し

1月16日に国際通貨基金(IMF)は世界経済見通し改訂版(World Economic Outlook Update)を公表した。全般的な見通しは前回10月から据え置かれており(17、18年の世界経済の成長率見通しは3.4%、3.6%)、この数年見られたような公表される度に下方修正される状況からは様変わりしてきた。なお、内容的に新興国が景気回復力を高めていくことが柱となっている。11月中旬以降、内外の金融資本市場は米大統領選で勝利したドナルド・トランプ氏が打ち出してきた財政政策への期待で沸き立ったが、IMFでは少なくとも現時点で、大規模なインフラ投資や大型減税の実現性は大きくない、もしくは保護主義的な政策と相殺されて世界経済

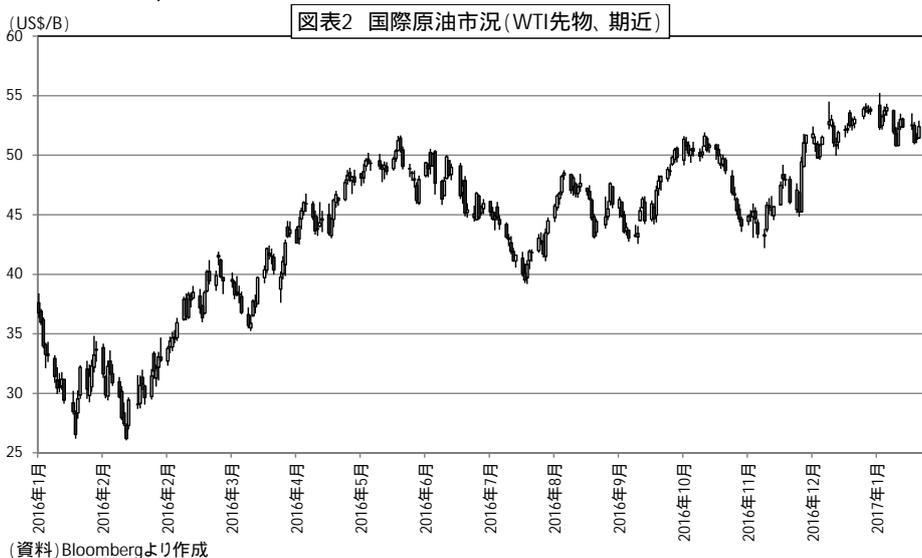
**懸念される保護主義の動き**

への波及効果は乏しい、等といった判断と推測される。

こうしたなか、20日にはトランプ政権が発足したが、就任演説では選挙戦を通じて主張した「Buy American and hire American（米国製品を買おう、米国民を雇おう）」の姿勢を改めて表明したものの、それら（特に後者）を実現するために市場関係者が期待していた財政政策に対する具体的な言及はあまりなく、むしろ「America First（米国第一）」や「Protection will lead to great prosperity and strength（保護が繁栄と力につながる）」などが印象に残った。要するに、歴代政権が推進してきた自由貿易・市場開放政策は米国の国益には反しており、今後は国内産業・雇用を保護する姿勢に改める、というスタンスが明確になっている。実際、トランプ大統領は就任早々、NAFTA（北米自由貿易協定）の再交渉と TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）からの永久離脱を表明している。

**注目される経済政策の全容**

以上のように「国際貿易のメリット」を否定し、世界経済秩序を大幅に変革しようとしているように印象づけたトランプ大統領であるが、その政策の全容が明らかとなるには予算教書（2月初旬）や上下両院合同会議での演説（2月末、一般教書演説に替わるもの）を待たなければならない。なお、仮にトランプ氏の主張に沿った経済政策が予算に盛り込まれたとしても、米議会では与党共和党が多数派であるとはいえ、伝統的に均衡財政主義の傾向が強いことから、規模は縮小される可能性もある。そうしたことも含めて、政策運営を巡ってはしばらくの間不透明感が払拭できず、金融市場も様子見姿勢が継続する可能性もありそうだ。



**減産で原油価格は  
上昇、先行き不安は  
残る**

さて、16年初には大きく下落し、世界経済の失速懸念を高めた原油価格であったが、16年11月に主要産油国間で減産合意がなされた（17年1～6月にかけてOPEC全体で日量120万バレル、非OPECで日量55.8万バレルの供給削減）ことから、原油価格は12月以降、概ね50バレル/ドル台前半で推移している。いよいよ1月からは減産が実施されたが、サウジアラビアは厳格に順守する意向を示している。一方、7月以降についてサウジは延長の必要性は小さいとしているほか、UAEは延長を決めるには時期尚早としている。また、国際エネルギー機関（IEA）では、原油価格の上昇を受けて北米シェールオイルの増産が始まっていると指摘するなど、期待通りに需給均衡が進まない可能性もないわけではない。



**輸出が景気持ち  
直しの牽引役**

さて、国内経済に目を転じると、輸出主導での景気持ち直しが進行中である。10～12月期の実質輸出指数は前期比2.7%と3四半期連続の上昇で、上昇率の加速も見られた。まだ円高傾向が残っていたことを踏まえると、米国・中国などを代表とする主要輸出国経済が堅調な動きをしていたことを反映しているといえる。その影響を受けて、10～11月平均の鉱工業生産も7～9月平均を1.6%上回り、同時に在庫圧縮も進展していることが示された。夏場以降の増産によって、生産指数の水準はすでに消費税増税を控えた13年秋を超えている。加えて、11月の在庫率指数（在庫指数 / 出荷指数）もまた駆け込み需要の余韻が残る14年4月以来の水準まで低下、在庫調整は大きく進展したと評価できる。

また、GDP統計上ではまだ鈍さも残る民間設備投資ではあるが、

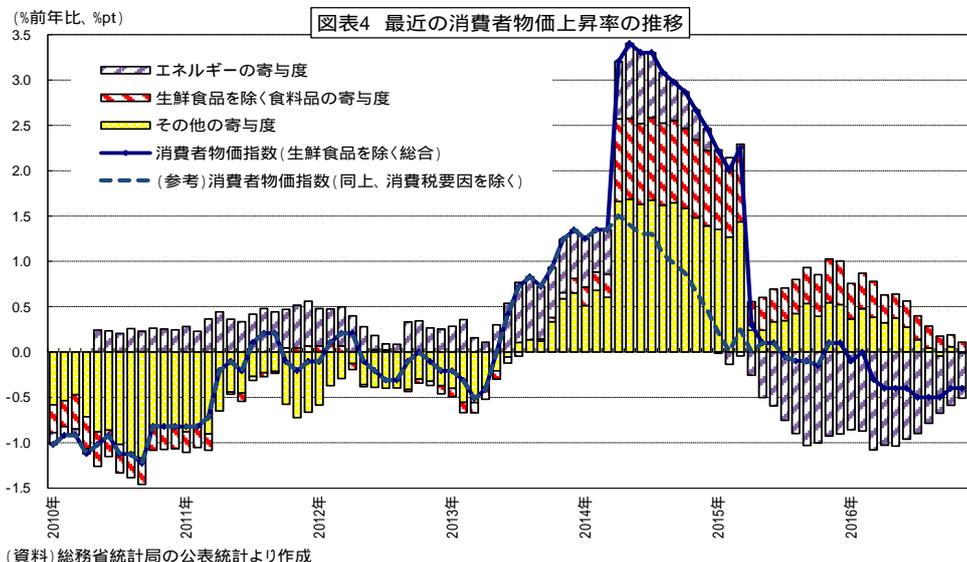
**消費はやや足踏みも**

**景気の先行き：  
17年入り後は回復傾向が強まる**

関連指標とされる資本財出荷（除く輸送機械）では6ヶ月連続で上昇するなど、設備投資もまた持ち直しつつある。

一方、出遅れ感のある消費の持ち直しは依然順調とはいえない状況である。11月の消費総合指数（内閣府作成）は、生鮮野菜高騰の影響もあり、3ヶ月ぶりの悪化となり、10～11月平均は7～9月平均とほぼ横ばいとなってしまった。供給サイドのみの指標から作成される実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行作成）も同様に足元弱含んでいる。ただし、雇用増が続く中、雇用者報酬の堅調さが維持されているほか、消費者マインドの回復も継続中であることから、17年入り後にも民間消費は回復傾向を本格化させる可能性は依然高いだろう。

以上を踏まえると、世界経済の回復に伴う輸出増、労働需給の引き締まりによる家計所得の押し上げ効果や消費者マインドの改善による消費性向の回復、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。当然、今後明らかになるトランプ政策の具体的内容やその実現性、事実上スタートした17年春闘の妥結内容などには留意する必要があるだろう。



**物価動向：縮小  
に向かう下落率**

さて、16年を通じて物価は弱含み状態が続いてきたが、原油価格の持ち直しや為替レートの円高解消の動きなどを受けて、下押し圧力が弱まってきた。実際、12月の東京都都区部消費者物価では、石油製品が25ヶ月ぶりに前年比プラスとなり、物価の押し上げ要因に転じているほか、輸入物価もまた下落幅を急速に縮小させている。11月分の全国消費者物価（除く生鮮食品）では前年比 0.4%

## 金融政策：しばらくは現状維持

と小幅ながらもマイナス状態であるが、17年初頭には再び前年比上昇に転じてくることはもはや既定路線といえる。その後も、緩やかにプラス幅を緩やかに拡大させていくと思われるが、企業の人件費抑制姿勢は依然根強いことから、物価安定目標である前年比2%の上昇率には届かない状態はしばらく続くだろう。

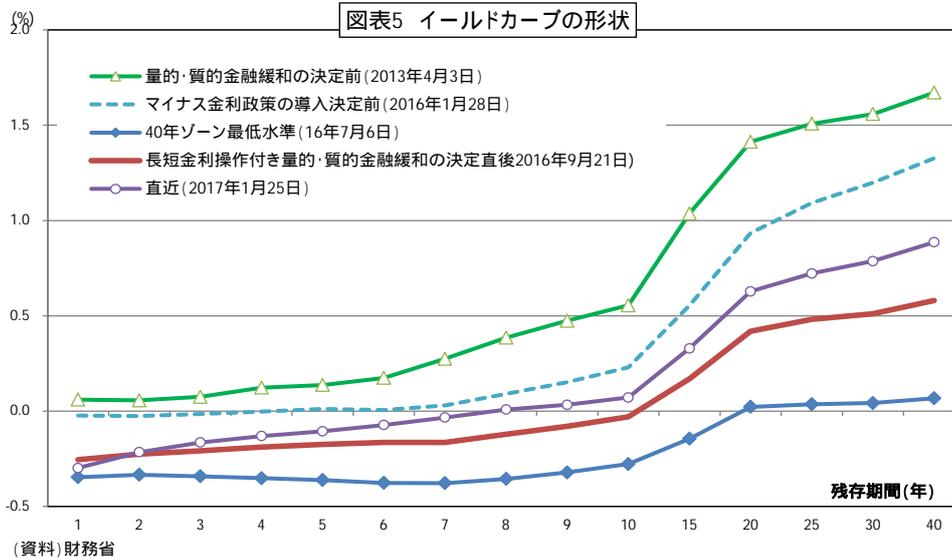
9月に日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）」の導入を決定、操作目標を「量」から「金利」へ戻したが、その後2回開催された金融政策決定会合でも現状維持の判断となった。なお、当面は保有残高の増加ペースは年間80兆円をめどとして国債買入れを行うとされたが、当初は金利低下圧力が発生していたことから、「ゼロ%程度」とした長期金利（10年国債利回り）の操作目標を誘導する上で、いずれ「量」は減額されるとの見方が強かった。しかし、米大統領選後に米国の長期金利が急上昇した余波が日本国内にも及び、11月中旬以降、10年国債利回りがプラスに転じ、かつ上限と目される0.1%まで上昇する過程では、指値オペの実施や国債買入れ額の増額などで対応、とりあえずそれ以上の上昇をなんとか食い止めることには成功している。とはいえ、今後とも米国の金利上昇が続けば、日銀が「10年ゼロ%」を誘導するのは困難化するとの見方は根強い。

## 金利上昇圧力への対応に注目

しかし、こうした状況は日銀の金融政策にとって追い風ともいえる。改めて「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）」の経緯を考えると、イールドカーブの過度な低下、フラット化は経済活動に悪影響を及ぼすという副作用の存在を認める一方で、大規模な国債買入れ（量的緩和）とマイナス金利政策の組み合わせによって、実質金利を自然利子率以下まで引き下げることが可能であるとして、QQE+YCCが導入されたといえる。しかし、16年を通じて物価が下落してしまったこともあり、実質金利はプラス圏で推移し、かつ上昇基調をたどった。このことが、世界経済の成長テンポがなかなか高まらないことなどと合わさって、民間設備投資の本格回復を阻害した可能性は否定できない。

こうした中、物価上昇率のプラス化が始まりつつある。これは金融政策の効果を高める上で極めて重要である。日銀は名目金利を引き下げなくとも、長期金利をゼロ近辺に誘導するという現行政策を粘り強く継続していけば、再び実質金利を引き下げ、マイナス状態に戻せる可能性があるからである。これにより、民間設備投資などを刺激し始めるなど、实体经济への効果が高まること

が期待される。こうした点から、日銀は現行の緩和策を辛抱強く継続する可能性が高いと思われる。



**金融市場：現状・見通し・注目点**

11月中旬から12月中旬にかけて、先進国の金融市場はトランプ政策への期待から「ドル高・株高・金利上昇」の流れとなったが、その後は一服しており、最近の投資家はトランプ政策を見極めようという姿勢を強めている。

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。

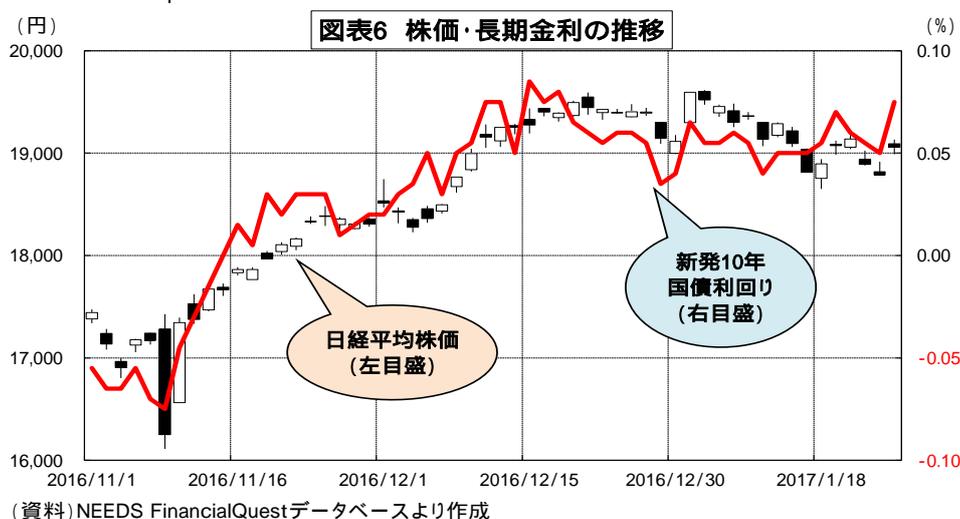
**債券市場**

**トランプ相場の余波で国内金利に上昇圧力**

13年4月の量的・質的金融緩和の導入以降、日銀は国債の大量買入れを継続しており、長期金利は徐々に低下傾向をたどってきた。さらに、16年1月にはマイナス金利政策の導入が決定され、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月中旬には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0.1%割れまで低下した。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「総括的な検証」を巡って、国債の大量買入れの持続可能性への疑念が意識され、その後長期金利はマイナス幅を縮小させた。その後、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%近くまで上昇しており、直近も10年で0.0%台後半、40年で0.9%台での推移となっている。

## 10年金利の上限は0.1%前後か

先行きについては、トランプ政権が国内雇用のさらなる拡大に向けた積極的な財政運営をする可能性が高いことから、米国長期金利は上昇基調をたどる可能性があるが、「10年ゼロ%」との長期金利の操作目標も設定されていることから、0.1%を超えて加速的に上昇する事態は想定しない。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することになるだろう。また、引き続き、オペのオファー額や頻度、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に注目が集まるだろう。



## 株価はしばらく足踏みだが、いずれ再上昇へ

### 株式市場

6月下旬の英国民投票の直後に日経平均株価は15,000円を割り込んだが、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、秋口までは世界経済の低成長・低インフレ継続が意識され、かつ円高圧力が高かったため、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、かつ米国で追加利上げが意識されたことから為替レートが円安気味となったことなどが好感され、株価は上昇し始め傾向となった。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た。ただし、12月中旬以降はトランプ相場が一服、足元では19,000円前後での推移となっている。

トランプ政権の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、かつ株価もスピード調整的な動きとなる可能性があるが、基本的に内外経済は緩やかとはいえ回復基調となって

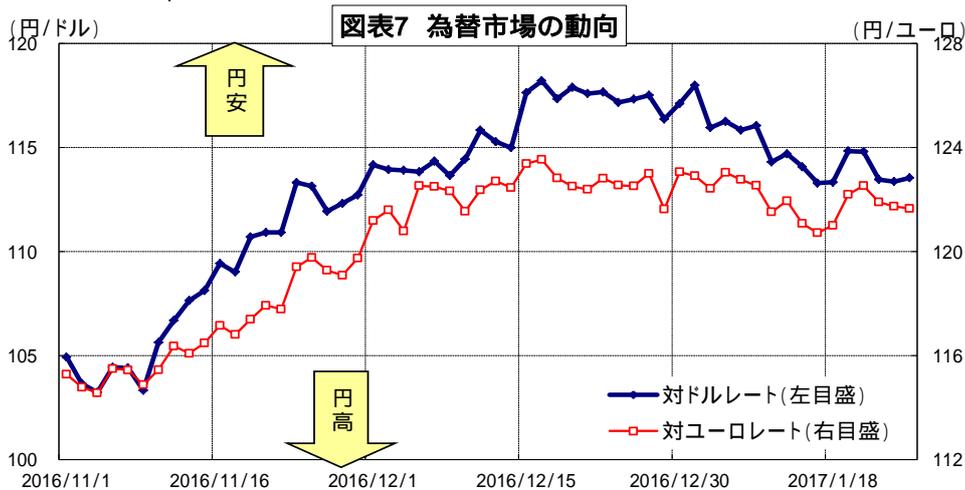
いることから、いずれリスクオンの流れは再度強まると予想する。

### 外国為替市場

#### 円安状態が定着

16年度に入り、ドル円レートはしばらく1ドル=100円台で推移したが、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、一時120円を窺う動きも見せた。なお、直近はトランプ政権からのドル高牽制発言や保護主義色への警戒もあり、112円台と円高方向に戻している。

先行きについては、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、基本的には円安は定着していくと予想するが、引き続きトランプ政権からの為替レート水準を巡る発言には注意したい。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

#### 対ユーロでの円安は限定的

また、対ユーロレートも、トランプ旋風の中で対ドルレートにつられる格好で円安が進んだが、12月半ば以降は120円前半で膠着状態となっている。一部でインフレ率が加速する動きも見られるが、ユーロ圏全体では目標にはまだ遠いため、資産買入れの規模は縮小するとしても、金融緩和政策そのものは当面継続されるとみられ、一方的な為替変動は想定しない。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、一時的に円高に振れる場面もあるだろう。

(17.1.25 現在)