

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 輸出・設備投資が牽引する国内景気

～ 金利上昇圧力は高いが、現行金融政策は当面継続 ～

南 武志

#### 要旨

世界経済は今後明らかになる米国トランプ政権の減税やインフラ投資などの財政政策などに期待を寄せる半面、保護主義色を強める通商政策などに懸念を示すなど、その動向に注目が集まっている。足元の国内景気については、2016年10～12月期は前期比年率で1.0%成長と、民間消費が再び足踏みしたこともあり、減速した。しかし、輸出増が民間設備投資を刺激するなど、明るい材料も見て取れる。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、国内景気は回復傾向を強めていくと予想される。

こうしたなか、債券市場では、米国発の金利上昇の波及に加え、トランプ政権から円安誘導的との批判も出ており、日本銀行はこれまでの政策運営を継続することが困難になるとの見方も浮上している。しかし、物価が上昇に転じるなか、日銀は「10年ゼロ%」という長期金利操作目標を据え置くことで、政策効果を高めることが可能になるため、当面は現行政策を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					
	2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 (%)	-0.042	-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 (%)	0.095	0.00～0.15	-0.10～0.15	-0.10～0.15	-0.10～0.15
	5年債 (%)	-0.100	-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	108～120	105～125	105～125
	対ユーロ (円/ユーロ)	120.1	110～130	110～130	110～130	110～130
日経平均株価 (円)	19,381	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2月21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。

#### トランプ減税への期待高まる半面、保護主義への懸念も

米国でトランプ政権が発足して1ヶ月が経過した。市場が期待している具体的な経済政策はまだ明らかになっていないが、近く公表すると予告された「驚くべき大減税策」や大規模なインフラ投資策への期待感から米株式市場は史上最高値圏での展開が続いている。一方で、政府高官の人事承認が遅々として進んでいない。また、難民受け入れ停止とイスラム圏7ヶ国からの一時入国制限措置、さらにはドル高牽制発言や対米貿易黒字国への批判などを巡り、国際社会は大きく動揺したことは否めない。

こうした中、安倍首相は10日に訪米、日米首脳会談を行ったが、事前に警戒されていた対日貿易赤字や為替操作問題などに対する

**原油価格は 50 ドル /バレル台前半で安定推移**

批判・注文は全く影をひそめ、むしろ両国首脳の親密さが世界中にアピールされる結果となった。なお、首脳会談では経済協力、財政・金融政策、通商問題など幅広く議論する「日米経済対話」が設置されることが決まり、麻生副総理とペンス副大統領がトップを務めることとなっている。日米経済対話では、トランプ大統領が志向する二国間貿易協定の交渉入りが模索される可能性もあるだろう。なお、麻生副総理は 4 月に予定されるペンス副大統領来日に合わせて初回会合を行う可能性があるとしている。

さて、OPEC など主要産油国では、17 年入り後に原油生産量の削減を開始している。国際エネルギー機関 (IEA) は 1 月の OPEC での減産順守率は 90% と、過去例を見ないほどの高水準となったと発表しており、そうした努力がいずれ需給均衡状態を生み出すとの期待は根強い。そのため、原油価格は 12 月以降、概ね 50 バレル/ドル台前半で安定的に推移している。

一方で、減産合意に参加しない北米でのシェールオイル生産が再び活発化している可能性もあり、足元では米国内の原油在庫が大きく積み上がるなど、不安材料も多い。減産合意の期限は 6 月までであるが、合意の達成度や期限延長の可能性、さらには他地域での増産動向などが引き続き注目される。

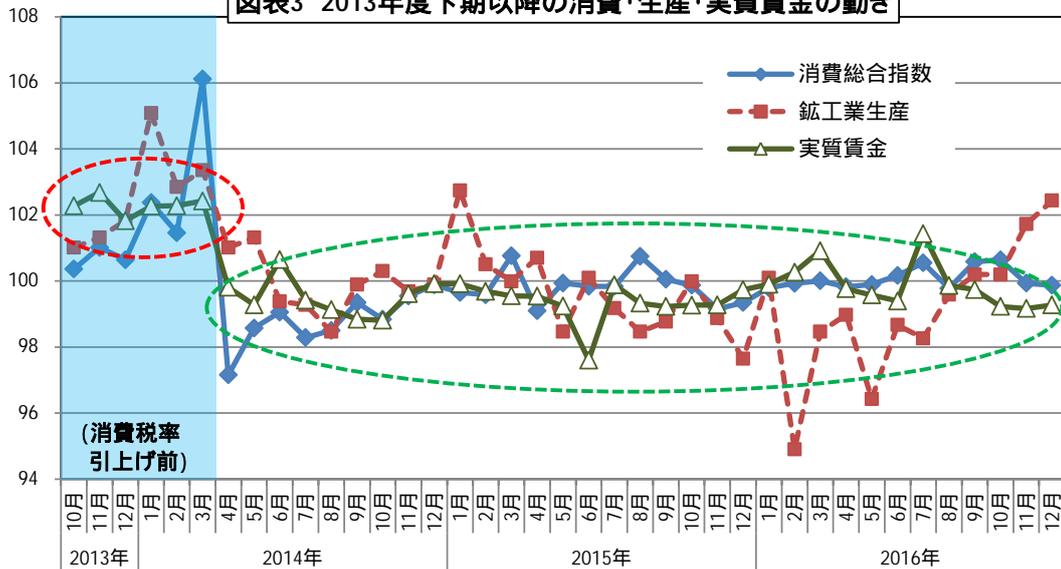


**輸出が景気持ち直しの牽引役**

国内経済に目を転じると、天候不順などの影響で生鮮野菜価格が高止まりを続けていることもあり、民間消費の持ち直しが足踏みしている。16 年 10~12 月期の GDP 第 1 次速報によれば、経済

成長率は前期比年率で 1.0%と 4 四半期連続のプラスながらも、民間消費が前期比 0.01%と 4 四半期ぶりに減少したこともあり、減速した。ただし、輸出増を起点に生産や設備投資など企業活動の改善は着実に進行しつつある。GDP 統計上で、輸出等は同 2.6%と高い伸びを確保し、企業設備投資は同 0.9%と 2 四半期ぶりの増加になるなど、輸出主導の景気回復が進行している様子が見てとれる。なお、民間在庫投資は 2 四半期連続で成長率の押下げ要因となったが、過剰な在庫が一掃されたことを示唆しており、先行きの成長にとっては好材料と捉えるべきであろう。

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：  
17年入り後は回復傾向が強まる**

先行きについては、16年中は貸家などが牽引して盛り上がった住宅投資が減少に転じる可能性があるものの、世界経済の回復に伴って輸出は底堅く推移し、それが設備投資に好影響を与えるほか、17年入り後には第2次補正予算に盛り込まれた4兆円の経済対策の効果が徐々に出てくることが見込まれるため、国内景気は持ち直しに向けた動きを強めていくと見られる。足元は鈍い民間消費も、家計所得の改善傾向や消費者マインドの改善による消費性向の回復もあり、いずれ回復傾向が強まるだろう。とはいえ、海外経済の動向、特に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、また、17年春闘の妥結内容などには留意する必要があるのは言うまでもない(詳細は後掲レポート『2016～18年度改訂経済見通し』を参照のこと)。

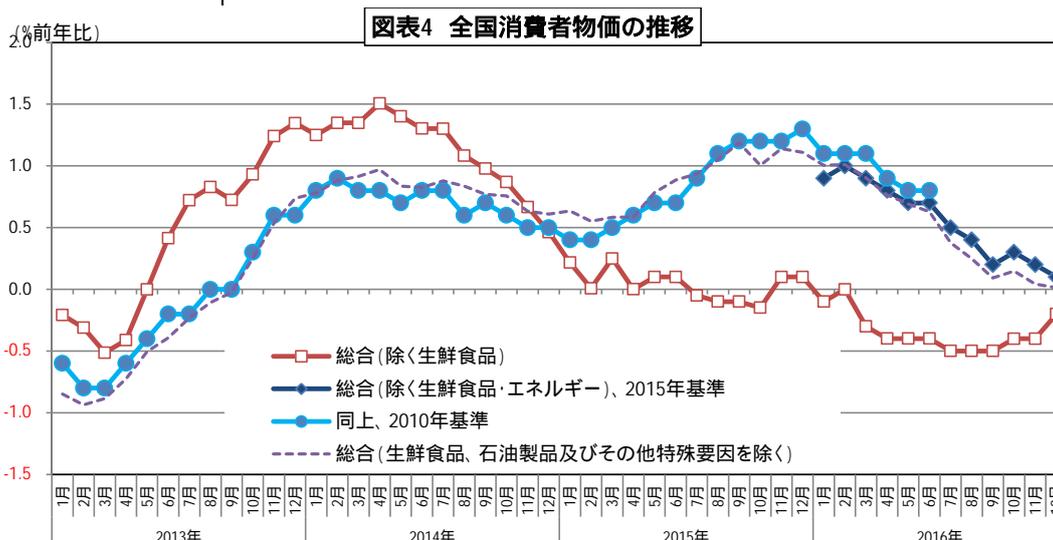
**物価動向：よう**

一方、長らく下落状態が続いていた物価については、原油減産

## やく前年比プラスへ

合意などでエネルギー価格が持ち直していることに加え、トランプ期待で円高圧力が大きく緩和したこと等に伴って、輸入物価が上昇し始めたこともあり、下押し圧力が解消しつつある。しかし、12月の全国消費者物価によれば、石油製品は25ヶ月ぶりに前年比プラスとなったものの、消費足踏みの影響で肝心のベース部分の物価上昇圧力が鈍ってしまい、日本銀行が物価の基調と見なす「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は前年比0.1%まで鈍化してしまった。代表的な「生鮮食品を除く総合」では同0.2%と下落幅は縮小したが、依然マイナス状態のままである。

なお、17年に入り、輸入物価が上昇に転じていること、石油製品を含めてエネルギーの上昇圧力が高まってきたこともあり、先行きは前年比上昇に転じ、その後も緩やかにプラス幅を拡大させると思われる。しかし、企業の人件費抑制姿勢は依然根強く、物価安定目標である前年比2%の上昇率には当面届かないだろう。



(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行

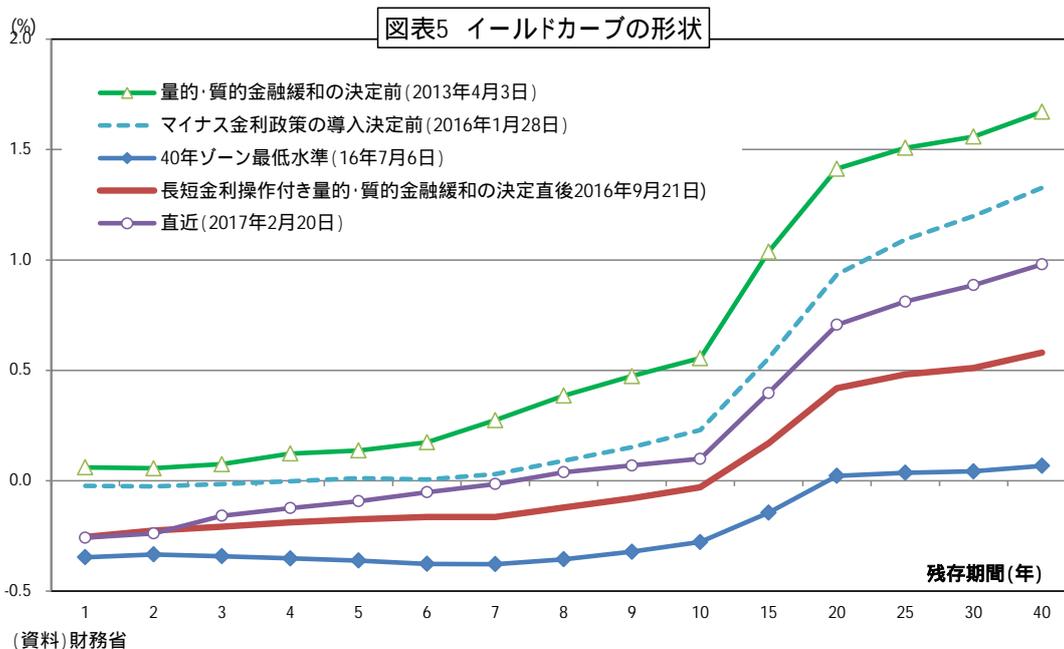
(注)その他特殊要因... 電気代、都市ガス代、米類、切り花、鶏卵、固定電話通話料、診療代、介護料、たばこ、高等学校授業料(公立・私立)

## 金融政策：しばらくは現状維持

日本銀行の金融政策については、マイナス金利が実際に導入されてから丸1年が経過した。金融政策の効果が出尽くすには2年前後の長い時間が必要とされ、評価するには時期尚早なのかもしれないが、現時点までは思い切った政策を決断した割には、物価は下落状態を続けたほか、企業設備投資も加速が見られないなど、当初期待していたような効果は出なかったと言わざるを得ない。実際、16年9月には「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、長期金利の誘導目標を付加されるなど、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和(QQE+YCC)」への衣替えを余儀なくされている。な

お、この枠組みに対する批判も決して少なくないが、その後 3 回開催された金融政策決定会合では現状維持の判断となった。

なお、日銀では当面は保有残高の増加ペースについて年間 80 兆円をめどとして国債買入れを行うとしているが、操作目標を「量」から「金利」に戻したこと、また年間の国債発行額に相当するペースでの買入れを続けてきたことから、近い将来、札割れが頻発し、上掲の「80 兆円」の達成が困難になるとの見方もあり、いずれ減額に迫られるとの見方も強い。また、米国の長期金利が急上昇した余波が日本国内にも及んでいること、17 年入り後には国内物価も再び上昇し始めること、さらにトランプ大統領が国債の大量買入れを続ける日銀に対して円安誘導していると批判したこともあり、今後、「10 年国債利回り：ゼロ%」を誘導する金融政策の運営が困難になるとの見方は根強い。



## 実質金利を再びマイナスへ

しかし、経済環境は日銀の金融政策にとってむしろ追い風に変わっている。改めて 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。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。これが当初期待された効果が発揮されなかった原因とも考えられる。

**金融市場：現  
状・見通し・注  
目点**

こうした中、前述の通り、物価上昇率はプラスに転じつつある。これは金融政策の効果を高めることに貢献するはずだ。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、実体経済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と予想する。

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。こうした中、米トランプ大統領による金融規制の見直し指示やドル高牽制発言、早期利上げの可能性を示唆するイエレンFRB議長の議会証言などが材料視されている。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**

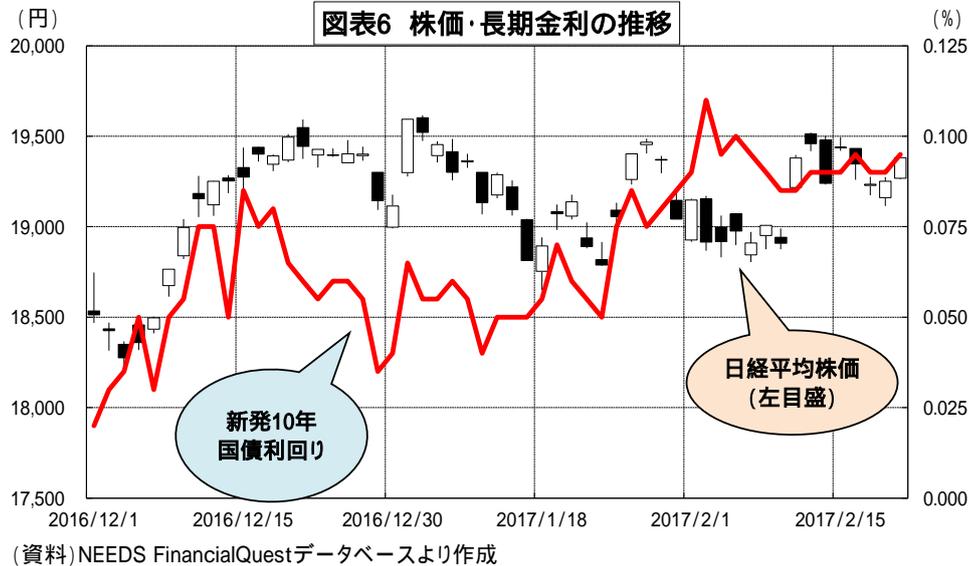
**国内金利への上  
昇圧力が継続**

13年4月の量的・質的金融緩和の導入以降、日銀による大量の国債買入れによって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、7月上旬には一時0.3%まで低下し、超長期ゾーンの利回りも大幅に低下。しかし、その後「総合的な検証」の内容を巡って、量的緩和策は持続不可能との思惑が浮上、長期金利はマイナス幅を縮小させた。9月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入に際し、10年債利回りはゼロ%前後に誘導されることとなり、当初はマイナス圏で推移したが、11月中旬以上はトランプ旋風による米国長期金利の上昇につられる格好で国内の長期金利もプラス圏に浮上した。2月初旬には一時0.15%まで上昇する場面もあったが、指値オペや買入れオペの頻度を高めたことで、ひとまず金利上昇は抑制された。

**長期金利は当面  
0.1%前後で推  
移**

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、国内金利がそれにつられて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だろう。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円前後でもみ合う展開が続いている。

基本的に内外経済は緩やかとはいえ回復基調にあるほか、トランプ政策の全容が見えてくる中で、再び景気や企業業績への期待が強まる可能性があることから、次第にリスクオンの流れが強まると予想する。

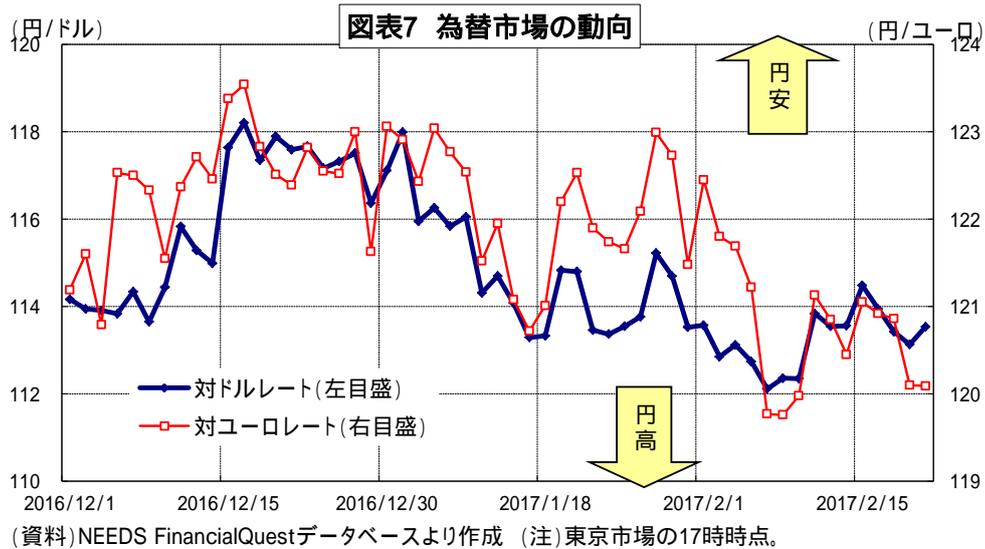
### 外国為替市場

**円安状態は定着  
へ**

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、12月中旬以降は概ね 110 円台での展開となっているが、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、2月上旬には円高方向に振れたが、その後イエレン FRB 議長の早期の利上げを示唆する発言で円安方向に戻す場面もあった。

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。また、トランプ政策はドル高を連想させる内容のものが多く、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。



### 対ユーロで円高に振れる場面も

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 円台前半を中心レンジとする動きが続いている。ユーロ圏全体でインフレ率が加速する動きも見られるが、個別に見れば景気動向には濃淡が見られるため、資産買入れ規模は縮小したとしても、金融緩和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。なお、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ため、政治リスクが意識されて円高に振れる場面もあるだろう。

(17.2.21 現在)