

輸出に加えて、消費・設備投資なども改善に向かう

～輸出製造業に根強い保護主義への懸念～

南 武志

要旨

昨秋まで世界経済に蔓延していた「低成長・低インフレ・低金利」の長期化観測は、トランプ氏の米大統領選勝利によって米国でタブー視されてきた財政出動が実施されるとの思惑が広がり、払拭に向かった。しかし、3月にはオバマケア代替法案に議会の協力が得られずに撤回を余儀なくされるなど、足元ではトランプ政策への期待後退が見られる。その後、トランプ政権は市場が期待する税制改革法案に着手することに方向転換したものの、議会との関係は今後も政権運営の足枷になるとの懸念は残った状況といえる。

さて、国内景気に目を転じると、新興国向け輸出の増勢が強まっており、それが生産・設備投資などに好影響を及ぼしているほか、大型経済対策の効果も実際に出始めてきた。足踏みしていた民間消費にも持ち直しが見られる。こうした動きはしばらく継続するとみられ、国内景気は先行き回復傾向を強めていくと予想される。

こうしたなか、海外からの金利上昇圧力や国内の物価上昇などで「10年ゼロ%」という長期金利の操作目標の達成が困難になるとの見方も根強い。しかし、日本銀行は実質金利を再びマイナス状態に誘導するなど政策効果を高めることが可能となるため、当面、現行政策を粘り強く継続すると思われる。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2017年				2018年
		3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コール翌日物	(%)	-0.047	-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	0.05～0.06	0.05～0.06	0.05～0.06
国債利回り	10年債 (%)	0.060	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15
	5年債 (%)	-0.150	-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)	110.7	108～120	105～125	105～125	105～125
	対ユーロ (円/ユーロ)	120.2	110～130	110～130	110～130	110～130
日経平均株価	(円)	19,202	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2017年3月28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。

トランプ政策への期待が一部で後退

市場参加者が大いに期待してきた減税やインフラ投資などのトランプ政策が先行き順調に進むかについての懸念が高まっている。中東・アフリカ諸国(対象国は当初7ヶ国、後に6ヶ国へ修正)の国民を一時的に入国禁止とする大統領令は相次いで司法当局から執行差し止めの仮処分が下されるなど、トランプ政策は一部行き詰まりを見せている。加えて、オバマケア(オバマ前大統領が主導した医療保険制度改革)の代替法案も一部の共和党議員

根強い保護主義への懸念

から支持が得られず、法案撤回に追い込まれた。トランプ政権は市場参加者が期待する法人税減税を含む税制改革法案に着手する意向を示したが、今後とも議会との関係がぎくしゃくしたままでは、政権運営に少なからぬ支障が出るとの懸念もある。

加えて保護主義的な通商政策についても不安が広がっている。3月中旬に開催された主要 20 ヶ国（G20）の財務大臣・中央銀行総裁会議で採択されたコミュニケでは「保護主義に対抗する」との文言が削除され、波紋を広げている。トランプ政権は歴代政権が推進してきたグローバル化は米国産業や雇用に悪影響を与えてきたと評価し、米国から見て不公平に映る既存の貿易協定の修正を求めている。このような動きは、回復基調をたどる世界経済・貿易動向に対して即座に悪影響を及ぼすわけではないだろう。しかし、英国の EU 離脱（Brexit）交渉の行方と合わせ、中長期的な見通しの下で国境を跨いだ投資・生産計画を立案する輸出製造業が先行き慎重姿勢を強める可能性は否定できない。



(資料) Bloombergより作成

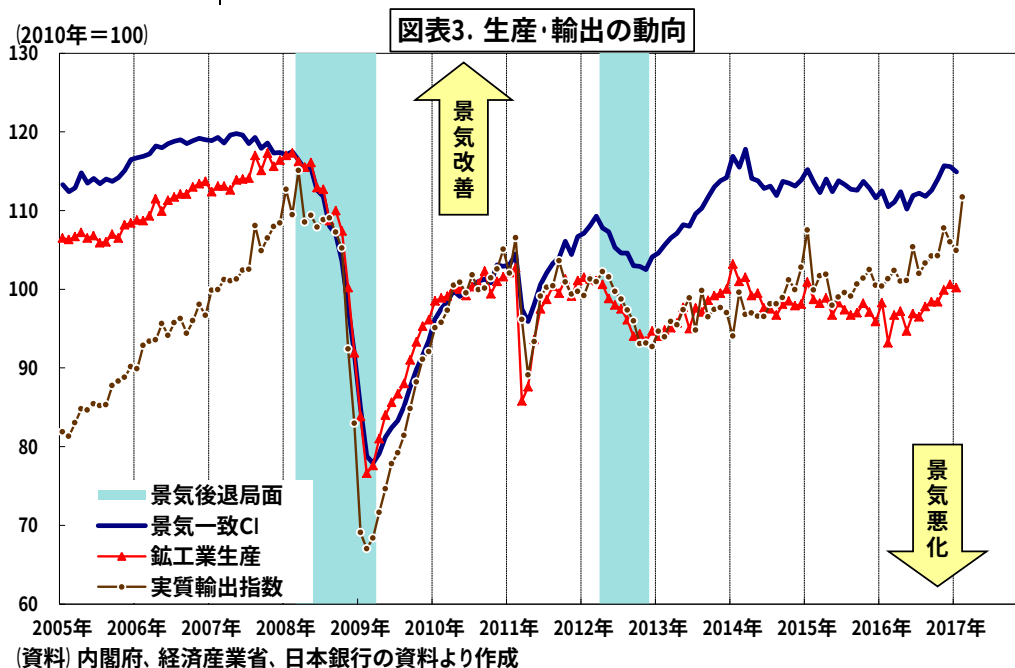
原油価格は 50 ドル/バレルを割り込む

一方、OPEC など主要産油国の原油減産などが好感されて 16 年 12 月以降は概ね 50 バレル/ドル台前半で安定的に推移してきた原油価格（WTI 先物、期近）であったが、減産合意を順守しない国への不信感や北米産のシェールオイルの増産、過去最高水準まで積み上がった米国原油在庫などが懸念され、3 月中旬以降は 50 ドルを割り込んだ。アジア新興国の原油需要が底堅く推移していることもあり、先行き下落傾向がさらに強まることは想定しないが、

景気の現状：輸出に加え、国内需要にも底堅さ

6月までの減産合意の期限延長の可能性、さらには合意に不参加の国・地域での原油生産動向などが引き続き注目される。

さて、欧米諸国が底堅い推移を続けているほか、新興国経済の持ち直しが強まっていることもあり、世界経済は引き続き改善傾向にある。それを受けて輸出は増加傾向をたどっており（実質輸出指数の1～2月平均は10～12月期を2.2%上回っている）、それが生産活動や設備投資などにも好影響を与えている。さらに、10～12月期に足踏みとなった民間消費も、年明け以降は持ち直し基調に復する動きが見られている（1月の消費総合指数は前月比0.9%と2ヶ月連続のプラス）。また、1月の建設業活動指数からは、公共建築・土木が同7.3%と4ヶ月ぶりに上昇に転じており、16年9月に成立した第2次補正予算に盛り込まれた経済対策の効果が出始めたことが示唆される。



景気の先行き：回復継続

先行きも、基本的にはこうした景気改善の流れが継続するものと思われる。具体的には、当面は輸出が底堅く推移し、それが引き続き設備投資に好影響を与えていくほか、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17年前半にかけて出てくることが見込まれる。

一方で、消費については本格回復が多少出遅れる可能性は否めない。4年目となった「官製春闘」は前述の通り、トランプ政権の通商政策への不安もあり、昨年の回答額を割り込む企業が相次いだ（連合の第2回集計では定昇込みで6,224円（2.05%）と16

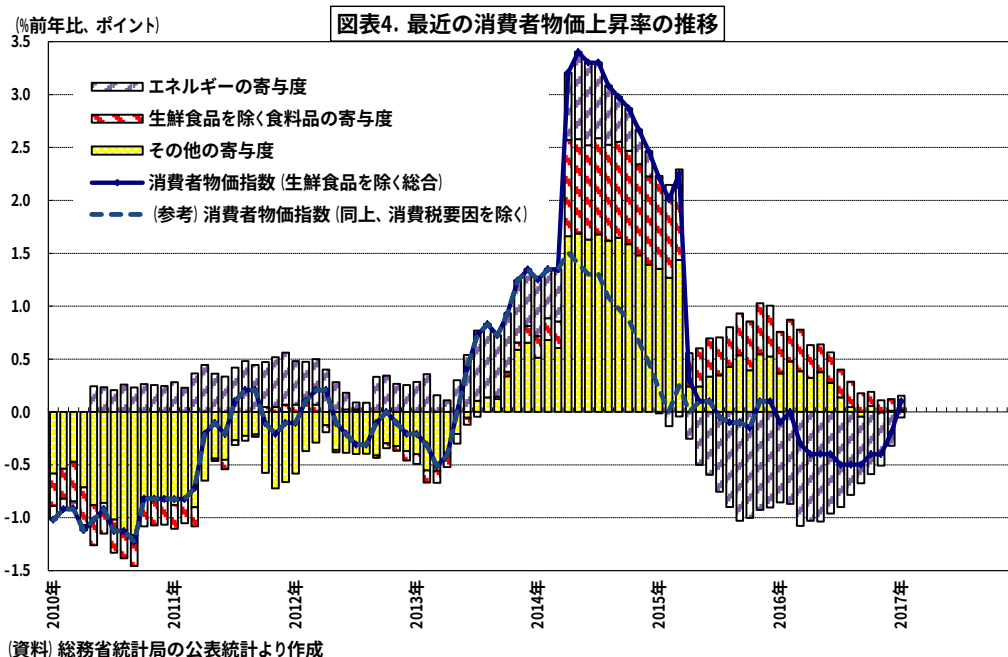
物価動向：ようやく前年比プラスへ

年（6,335 円（2.10%））を下回った）。ただし、企業業績は堅調に推移していることから、賞与（一時金）を通じた形で家計所得の改善は継続していくものと思われ、年度下期以降は消費の回復傾向も徐々に強まるだろう。

このように、17 年度にかけて内外需の両輪が揃う形での景気回復が続くものと予想する（詳細は後掲レポート「2016～18 年度改訂経済見通し（2 次 QE 公表後の改訂）」を参照のこと）。

原油価格の持ち直しや円高圧力の緩和に伴い、足元の物価は前年比で上昇に転じてきた。1 月の全国消費者物価によれば、注目度の高い「生鮮食品を除く総合」が前年比 0.1%と 13 ヶ月ぶりにプラスに転じたほか、日本銀行が物価の基調と見なしてきた「生鮮食品・エネルギーを除く総合」も前年比 0.2%と上昇幅を僅かながらも拡大させた。もちろん、国内消費の回復力が鈍いこともあり、需給改善による物価上昇が強まっている状況ではないが、前述してきたように明るい動きも見えてきたことは間違いない。

先行きについても、輸入物価が上昇傾向を強めていること、石油製品や電気・ガス料金などエネルギーの上昇圧力が高まっていること、さらには家計所得・消費の持ち直しなどにより、前年比上昇幅を緩やかに拡大させていくものと思われる。しかし、「企業から家計へ」の所得還流はあまり強まっておらず、物価安定目標である前年比 2%を見通せる状況にはない。



金融政策：しば

3 月 21 日で黒田日本銀行総裁が就任して丸 4 年が経過した。原

らくは現状維持

油価格の上昇や円安進行などに加え、消費税増税を控えた駆け込み需要が発生した14年前半までは、市場参加者から見て楽観的すぎると思われていた日銀の見通しを上振れる格好で物価上昇率が高まっていったが、その後は原油暴落、内外経済の停滞などに見舞われたことから、足元では物価上昇圧力がほぼ解消された格好となっている。

こうしたなか、16年1月には「マイナス金利付き量的・質的金融緩和（QQE+NIR）」が導入され、さらに同年9月にはNIR政策が及ぼすデメリットを修正する格好で「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）」が導入され、半年が経過している。同政策では、金融政策の操作目標を「量」から「金利」へ戻したものの、日銀は国債保有残高の増加ペースについて当面は「年間80兆円」をめどとして買入れを行うという「量」の目標を残す格好となった。しかし、一般的に2つの目標を同時に達成するのは困難と目されており、「量」に関しての市場の憶測が債券市場の変動要因にもなっていた。基本的に、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が根強いほか、トランプ政権から円安誘導との日銀に対する批判もあり、いずれ減額に迫られるとの見方も強い。すでに、日銀による国債買入れペースは「70兆円前後」まで買入れペースは落ちてしているとされているが、毎月末に公表される「当面の長期国債等の買入れの運営について」などを含めて、今後の買入れの動向は引き続き注目されるだろう。ちなみに、市場では日銀の国債買入れ継続が限界に近づけば金利が乱高下するとの見方もあるが、逆に日銀は（他の条件が不変であれば）少量の買入れでも金利コントロールがより容易になると捉えているようだ。

現行政策の継続 で実質金利を再 びマイナスへ

一方、「金利」目標についても、米国発の上昇圧力や国内物価の復元などと合わせて、いずれ引き上げられるとの見方も根強い。しかし、物価安定目標の早期達成に向けて、日銀は現行政策を粘り強く継続する可能性が高いと思われる。

改めてQQE+YCCまでの経緯を考えると、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、YCC政策が導入された。

金融市場：現状・見通し・注目点

国内金利への上昇圧力が継続

長期金利は当面0.1%前後で推移

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。

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ため、日銀は名目金利を引き下げなくとも、現行政策を継続しさえすれば、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。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。

さて、金融市場に目を向けると、事前に地均しされていたこともあり、Fedによる3回目の利上げは大した混乱もなく通過したが、その前後からオバマケア代替法案を巡ってトランプ政権の政策遂行能力に対する不透明感が高まり、「ドル高・株高・金利上昇」の流れからの逆行も散見された。

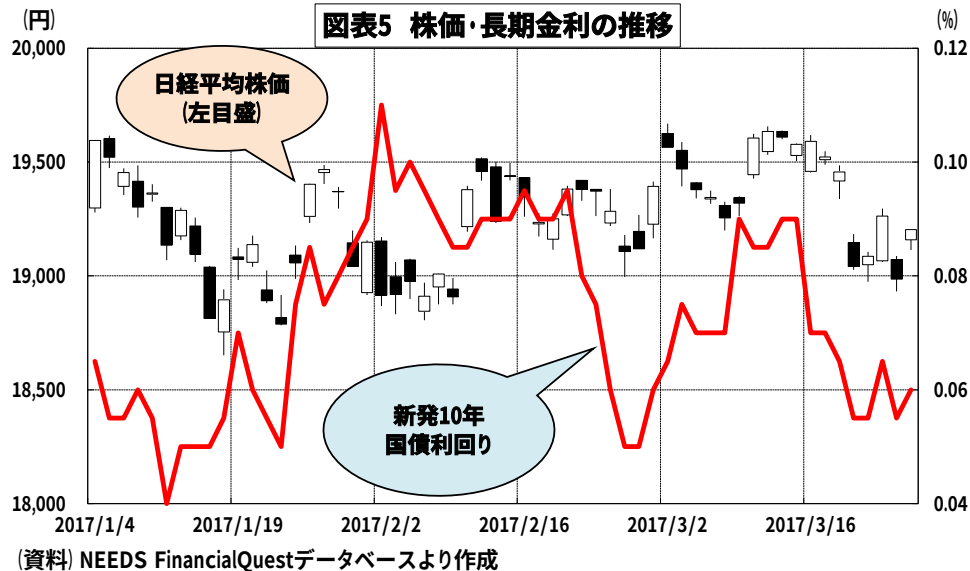
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

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月中旬からトランプ旋風が吹き始めた11月上旬にかけてマイナス状態が続いた。特に、7月にかけてはイールドカーブのフラットニングが大幅に進行した。その後、日銀が約束した「総括的な検証」を巡って、大量の国債買入れ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。そして9月にはQQE+YCCが導入され、10年国債利回りはゼロ%前後に誘導されることとなった。当初こそ長期金利はマイナス圏で推移したが、11月中旬以上は米国長期金利の上昇につられて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、さらにはオペ実施日とオファー額が明示されたこともあり、年度末にかけては0.1%弱の水準での推移となっている。

先行きについては、米国経済の堅調さからFedは今後も利上げを継続するとみられるため、米国長期金利は上昇基調をたどる可能性があるが、国内では「10年ゼロ%」との長期金利の操作目標の設定により、長期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

② 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、年明け以降は19,000円を中心レンジとするボックス圏でもみ合う展開が続いている。

なお、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、雇用拡大に向けたトランプ政策は実施される可能性が高いことから、リスクオンの流れは徐々に強まっていくと予想する。

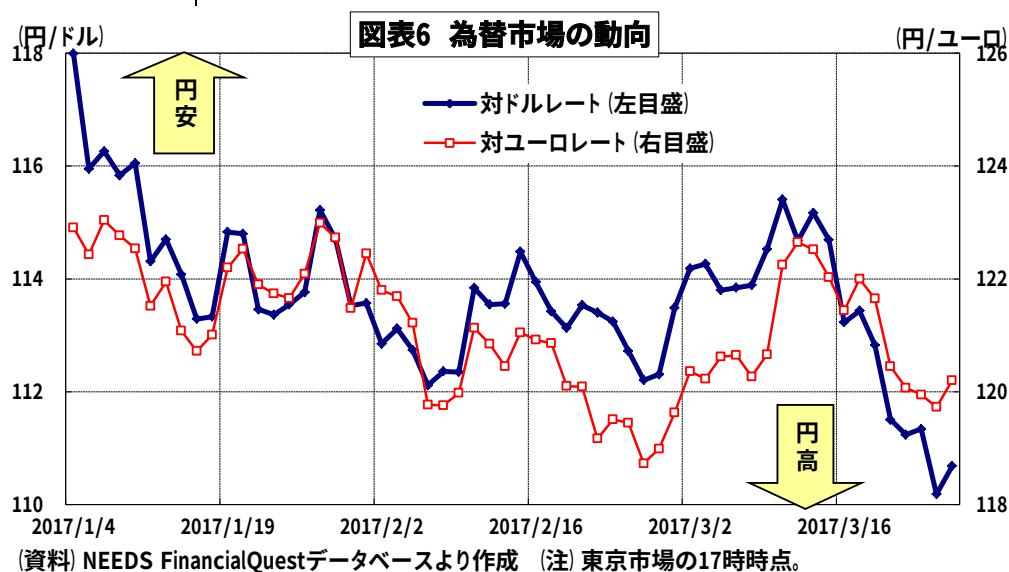
③ 外国為替市場

足元の円高は一時的

トランプ氏が米大統領選に勝利すれば円高圧力が強まるとの事前予想とは裏腹に、雇用拡大に向けた積極的な財政政策運営が実施されるとの見方から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、加えて国境調整税の導入が輸入インフレを想起させたこともあり、16年11月中旬以降、円安ドル高傾向が一気に強まり、一時120円を窺う動きも見せた。12月中旬以降は概ね110円台前半で推移、利上げ観測が高まった3月FOMCを前に円安ドル高が進む場面もあった。なお、足元ではトランプ政策の不透明感が強まり、4ヶ月ぶりに一時110円台まで円高が進む場面も見られた。

しかし、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うなど、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ことに変わりはない。また、トランプ政策はドル高を連想させる内容のことが多い。それゆえ、足元での調整を経た後は円安が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。



対ユーロで円高リスクも

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、資産買入れ規模の縮小や利上げなど出口政策への注目が高まっているが、金融緩和策そのものは当面継続されるとみられ、ユーロ高傾向が強まることは想定しない。一方、2月下旬にはフランス大統領選(4～5月)を巡る不透明感からユーロ安が進んだが、今後とも政治リスクが意識される際には円高に振れる場面もあるだろう。

(17.3.28 現在)