

国内需要の持ち直しも始まった国内景気

～地政学的リスクの急浮上で円高圧力が高まる～

南 武志

要旨

金融市場が期待してきたトランプ政権の経済政策は成立・実施までに時間がかかりそうな状況となるなど、ハネムーン期間終了が近づくとともにトランプ期待も剥落しつつある。しかし、米国経済は消費主導で底堅く推移しており、トランプ政策が不在でも底堅さを維持するとみられるほか、新興国経済も持ち直しを強めるなど、世界経済は総じて堅調である。

そうした状況を受けて、日本の輸出は増勢を強めており、生産・設備投資などに波及してきた。日銀短観からも企業経営者のマインドは着実に改善しており、設備投資意欲も根強い。消費も持ち直しつつあるほか、大型経済対策の効果も出始めている。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。物価安定目標の早期達成を目指す日本銀行は、今後の物価上昇によって実質金利を再びマイナス状態に戻せるなど政策効果を高めることが可能となるため、当面、長期金利をゼロ%に誘導する等の現行政策を粘り強く継続すると思われる。

こうしたなか、シリア・北朝鮮など地政学的リスクが浮上、「株安・円高・金利低下」の圧力が強まっているが、これが長引けば輸出製造業への影響も懸念される。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月		2017年				2018年
項 目		4月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.066	-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 (%)	0.010	-0.05～0.15	-0.05～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15
	5年債 (%)	-0.175	-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)	109.2	100～115	100～120	100～120	100～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	117.1	105～125	105～125	105～125	105～125
日経平均株価 (円)		18,620	18,750±1,500	19,000±1,500	19,500±1,500	20,000±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2017年4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。

シリア・北朝鮮など 地政学的リスクが 浮上

4月に入り、地政学的リスクが急浮上し、金融市場では「株安・円高・金利低下」が進行している。トランプ米大統領は、大統領選挙期間中、米国はもはや数十億ドルの負担に耐えられない等の理由で、世界の警察官をやめるとの主張を繰り返してきた。しかし、実際にはトランプ政権はイエメン空爆（1月下旬～）に加え、化学兵器使用の疑いからシリアへのミサイル攻撃（その後、空爆開始）、アフガニスタンの過激派組織ISへの爆撃など、対テロを掲げた軍事作戦に乗り出している。こうした行動を西側諸国は概

ね支持しているが、一方でシリア・アサド政権を支援するロシアとの関係は一段と悪化している。

さらに、国際的に非難を浴びながらも核兵器や弾道ミサイルの開発を続ける北朝鮮への警戒から、2月中旬以降は南シナ海で活動していた空母カール・ビンソン（第3艦隊（東太平洋））を中心とする第1空母打撃群を急遽、朝鮮半島沖に向かわせるなど、緊張が高まっている（ちなみに、第7艦隊（西太平洋）所属で横須賀を母港とする空母ロナルド・レーガンは現在整備中）。15日に金日成元国家主席の生誕記念日を迎えた北朝鮮は、25日には朝鮮人民軍の創設85周年パレードを予定しており、再び核実験や弾道ミサイル発射を決行する可能性が指摘されている。しばらくは東アジア地域においても緊張が高い状態が続くとみられるが、それが長期化すれば企業マインドなどにも悪影響が及びかねない。



原油価格は再び 50 ドル/バレル台へ

こうした動きは原油など商品市況などにも波及する場面もあった。3月中旬に再び50ドル/バレルを割り込んだ原油価格（WTI先物、期近）は、上述の地政学リスクが意識されたこと、リビア最大のシャララ油田が武装勢力に封鎖されたこと、加えて主要国による減産合意が概ね順守されていることが確認されたこと等もあり、4月に入り、50ドル台前半に値を戻した。また、最近では金もリスク逃避先としての需要が高まっていた。

とはいえ、北米産のシェールオイル（米エネルギー情報局では5月の生産量は15年11月以来の高水準となるとの見通し）に加え、ブラジル・メキシコでの海底油田開発が生産コストの大幅低下に伴って活発化しつつあるなど、供給過剰状態はなかなか解消

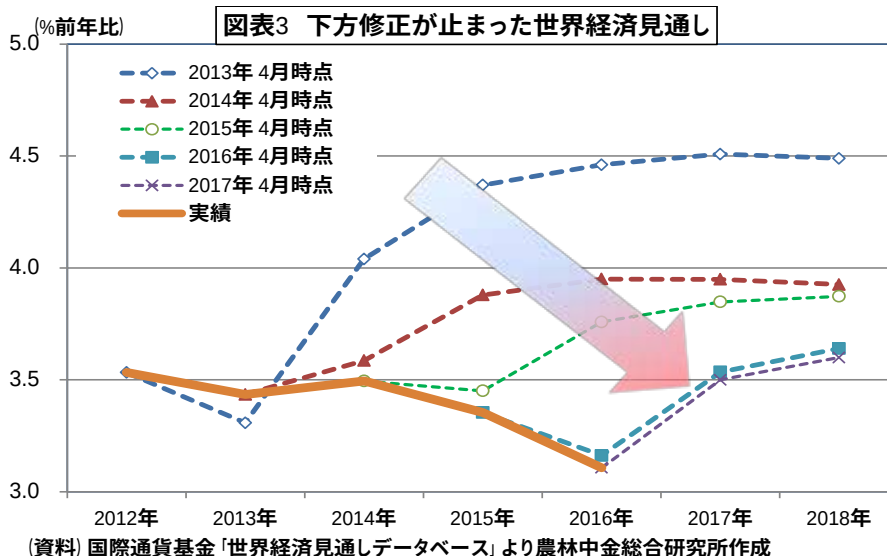
根強い保護主義への懸念

の見通しが立っていないのが実情である。5月25日にはOPEC総会が開催されるが、その場で7月以降も減産を継続するか議論する予定となっている。

また、内外では依然としてトランプ政権の保護主義的な姿勢への懸念が渦巻いている。トランプ政権は歴代政権の自由貿易・開放路線は米国民の雇用喪失につながったとし、米国の利益を主張しやすい二国間の通商交渉に切り替える戦略にシフトしつつある。また、18日には連邦政府機関に米国製品の優先購入に向けた大統領令に署名している。

さらに、対米貿易黒字国を名指しで非難し、為替操作国（currency manipulator）認定をちらつかせながら、黒字削減策を求めている。14日には米財務省は為替報告書（半期毎）を公表、為替操作国の認定国はなかったが、日本をはじめ、中国、ドイツ、台湾、韓国、スイスの6ヶ国を監視リスト（①対米貿易黒字200億ドル以上、②経常収支黒字のGDP比3%以上、③為替介入の規模がGDP比2%以上、のうち2つに該当する国）に指定した。今回は、北朝鮮対策との「ディール」から中国の為替操作国認定は見送られた模様だが、火種はなお燦々している状況に変わりはない。

また、18日にはペンス米副大統領の訪日を機に日米経済対話の初会合が開催された。米国側の体制が整っていないこともあり、通貨問題や金融政策なども議題に上がらなかったが、米国はいずれ自由貿易協定（FTA）締結に向けた交渉に発展させたいとの思惑もあり、国内からは警戒する意見も少なくない。



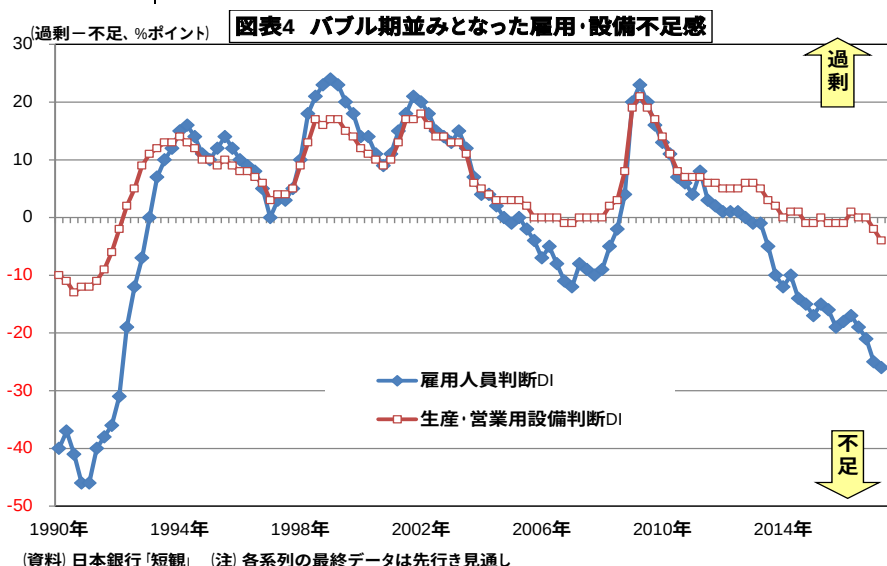
景気の現状：輪

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

出に加え、国内 需要にも底堅さ

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。18日に公表された国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しでは、世界経済は勢いを増しつつあり、ようやく期待していた世界経済の回復が現実のものとなった、との現状認識を示した。なお、先行きは、いくつかの下振れリスクに対する脆弱性を抱えていることもあり、成長見通し自体は緩慢で勢いに欠けるものの、世界全体に回復が広がっていくとの見通しとなっている（世界全体の成長率：17年3.5%、18年3.6%）。

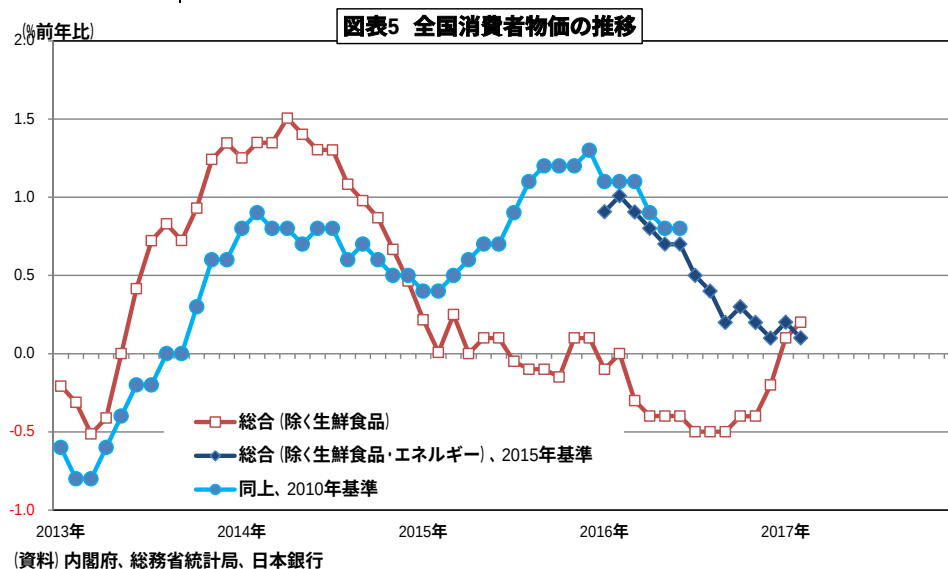
こうした動きを受けて、日本の輸出は増勢を強めつつあり（1～3月期の実質輸出指数は前期比3.0%へ加速）、それが生産活動や設備投資などに波及し始めている。民間消費も持ち直しが再開している（1～2月平均の消費総合指数は10～12月平均を1.0%上回っている）。16年9月に成立した第2次補正予算に盛り込まれた経済対策の効果が始まるなど、全体として、緩やかながらも、景気回復の動きが続いているといえる。日銀短観（4月調査）からも、企業経営者のマインドが着実に改善していることが確認できた。雇用人員や資本設備の不足感も高まっており、バブル期の水準に近づいている。



景気の先行き： 回復継続

先行きも、当面は景気改善の流れが継続するとの見方に変更はない。前掲の日銀短観からは、17年度の設備投資計画（全産業＋金融機関）について年度入り前の調査ではあるが、前年度比1.9%（ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除くベース）と、年度入り前の初回調査にしては高い数字となるなど、先行き不透明感が高い割には企業の投資意欲は堅調といえるだろう。

17年度にかけて輸出に加え、消費・設備投資などの民間最終需要、さらには公共事業などが押し上げる格好で、景気回復が続くと予想する。



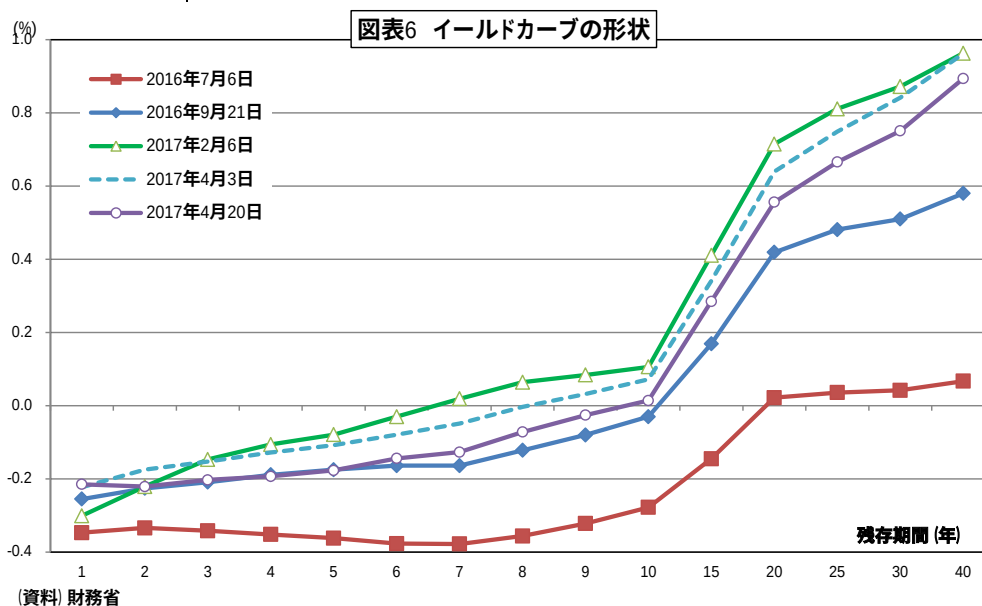
物価動向：鈍い 上昇

一方、物価情勢に関しては依然鈍いと言わざるをえない。2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（コア）」は前年比 0.2%と 2 ヶ月連続のプラスとなったものの、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（日銀コア）」は同 0.1%へ鈍化、さらには「食料（除く酒類）及びエネルギーを除く総合」では同▲0.1%と 42 ヶ月ぶりの下落に転じるなど、上昇圧力が乏しい状況にある。3月（中旬速報）の東京都区部分に至ってはコアが同▲0.4%と 13 ヶ月連続の下落となり、かつ下落幅もやや拡大している（日銀コアも同▲0.2%と 3 ヶ月ぶりの下落）。原油価格の持ち直しや円高圧力の緩和に伴い、足元の物価には上昇圧力が加わりつつあるはずであるが、国内消費の回復力がまだ鈍いことが影響しているとみられる。

なお、先行きについては、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・消費が持ち直しつつあることなどにより、17年度入り後には前年比上昇幅が明確に拡大していくと予想される。しかし、17年春闘が期待外れとなるなど、「企業から家計へ」の所得還流はまだ強まりを見せていないことから、エネルギーの押し上げ効果が一巡する年度下期には前年比 1%前後で再び頭打ち状況に陥る可能性は否定できない。

金融政策：しばらくは現状維持

黒田日本銀行総裁の任期満了（18年4月8日）まで1年を切った。現行の金融政策（長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）、16年9月～）は、できるだけ早期に前年比2%に設定した物価安定の目標を実現することを目的に導入されている。しかし、前述の通り、足元の物価上昇圧力は乏しい上に、安定的な2%の物価上昇と整合的な所得増ペースは得られていない。黒田日銀では、蔓延するデフレ予想を払拭し、予想物価上昇率を引き上げるべく、予想を上回る大胆な金融緩和策を打ち出したが、これまでのところ、所期の目的は達成されていない。もちろん、原油暴落、消費税増税後の国内経済の停滞など、日銀としては対処が困難な事態に見舞われた面もあるが、「資産購入の拡大が時間差を伴いながらも物価にどう波及していくのか」といったトランスミッション・メカニズムが曖昧だったことは否めない（なお、リフレ派の主張の1つである「中央銀行がデフレ容認からインフレ容認に態度を変え、それを裏付けるような大胆な緩和策を打てば、レジームシフトが起きてデフレ脱却が実現できる」を踏まえれば、彼らにとって現行政策はなお不十分ということだろう）。



さて、現行のQQE+YCCの枠組みでは、金融政策の操作目標を「量」から「金利」へ戻したが、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」の目標を残している。しかし、非負条件に制約されていた時期とは異なり、マイナス金利が常態化する中で、「量」と「金利」の2つの目標を同時に達成するのは困難である。3～4年にわたって、

現行政策の継続 で実質金利を再 びマイナスへ

次の審議委員は 銀行出身者とリ フレ派

金融市場：現

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、17年度は国債の市中発行額が減額されていること（カレンダーベースで16年度比▲5.8兆円）などから、近い将来、札割れが頻発し、上掲「80兆円」の達成が困難になるとの見方が根強い。実際、営業毎旬報告（3月31日現在）によれば、3月末の国債保有額は年間68.5兆円の増加にとどまったことが見て取れる。

ただし、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で、特に支障は出ないとの見解である。

また、「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、近い将来引き上げられるとの見方もある。しかし、日銀としては、物価上昇が想定されるなかで、10年金利をゼロ%程度で誘導し続ければ、実質金利（名目金利－物価上昇率）をマイナス状態に陥っている可能性が指摘される自然利子率以下まで引き下げることが可能であるため、現行政策を粘り強く継続する可能性が高いと思われる。一方、極端な円高圧力が発生した際には緩和観測が強まるとみるが、トランプ政権からの批判もあり、追加緩和のハードルはやや高まったように思われる。

なお、政府は、7月23日に任期満了となる佐藤・木内の両審議委員の後任として、鈴木人司（三菱東京UFJ銀行取締役）、片岡剛士（三菱IFJリサーチ&コンサルティング上席主任研究員）の両名を起用する人事案を国会に提出した。退任する2名は16年1月に5対4の僅差で導入が決定されたマイナス金利政策にも反対票を投じたほか、現行政策の弊害や副作用を踏まえて政策決定会合では一貫して緩和縮小を訴えてきた。

鈴木氏はマイナス金利やその深掘りに慎重姿勢を示す銀行業界からの登用となるが、現行政策への評価は不明である（なお、政策委員は政治家と同様、出身母体の利益誘導ではなく、全体の利益を考えて行動することが求められることは言うまでもない）。それに対し、片岡氏は岩田副総裁や原田・桜井の両審議委員と同様「リフレ派」で、これまでの言動から現行政策だけでは物価安定目標の達成に不十分と評価していることが窺える。8月以降の政策論議に加え、18年春以降の総裁人事などが今後注目される。

16年11月中旬以降、トランプ期待を背景に「株高・円安」の

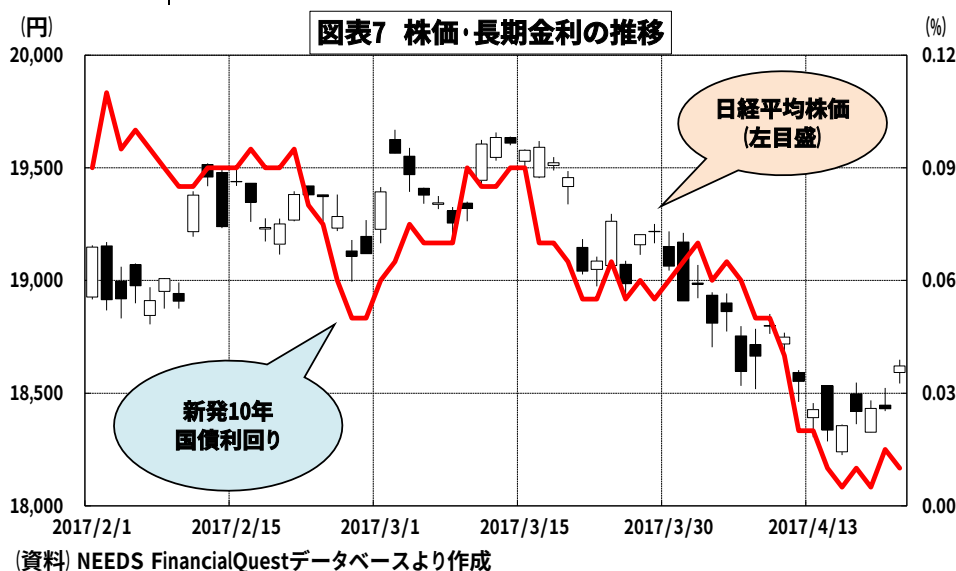
状・見通し・注目点

金利低下圧力が強まる

流れが高まったほか、長期金利にも上昇圧力が波及していた金融市場であったが、最近ではトランプ期待の剥落、地政学リスクなどもあり、調整を余儀なくされており、「株安・円高・金利低下」が進んでいる。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。

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る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）。また、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になり、当初こそ長期金利はマイナス圏で推移した。しかし、トランプ相場が始まった11月中旬以降は米国長期金利の上昇につられてプラス圏に浮上、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%弱の水準でもみ合った。なお、直近はリスク回避の動きが強まっており、ゼロ%近辺まで低下している。



長期金利は当面ゼロ%近傍で推移

このように、足元では地政学リスクへの警戒が強く、それが解消するまで低下圧力が強い状態が続くだろう。しかし、経済的な側面から見れば、米国は今後も金融政策の正常化に向けて利上げ

株価は弱含んでいるが、いずれ再上昇へ

を継続するとみられるほか、年内には満期が到来した国債の再投資も一部停止する可能性が高い。再投資停止に伴って利上げペースは鈍る可能性はあるが、米国債需給は悪化が見込まれるため、米国長期金利には一定の上昇圧力が加わるだろう。また、国内でも物価は徐々に上昇圧力を高めるものとみられる。

とはいえ、「10年ゼロ%」との長期金利の操作目標の設定により、長期金利はその目標を大きく上回っ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。

② 株式市場

16年夏から秋にかけて、日経平均株価は世界経済の低成長・低インフレリスクが意識されたこともあり、17,000円前後での上値の重い展開が続いた。10月入り後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観測が浮上し為替レートが円安気味となったことなどが好感され、ようやく株価は上昇し始め、さらに11月以降はトランプ政策への期待感から大きく上昇した。12月中旬以降はトランプ相場が一服したものの、年度末にかけて19,000円を中心レンジとするボックス圏でもみ合った。しかし、17年度入り前後から、トランプ期待の剥落、地政学リスクへの警戒などから内外株式市場は下落傾向を強めており、足元の日経平均株価も18,000円台と5ヶ月前の水準まで戻っている。

当面はリスクオフの流れから軟調に推移するとみられるものの、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、株価はいずれ持ち直すものと予想する。

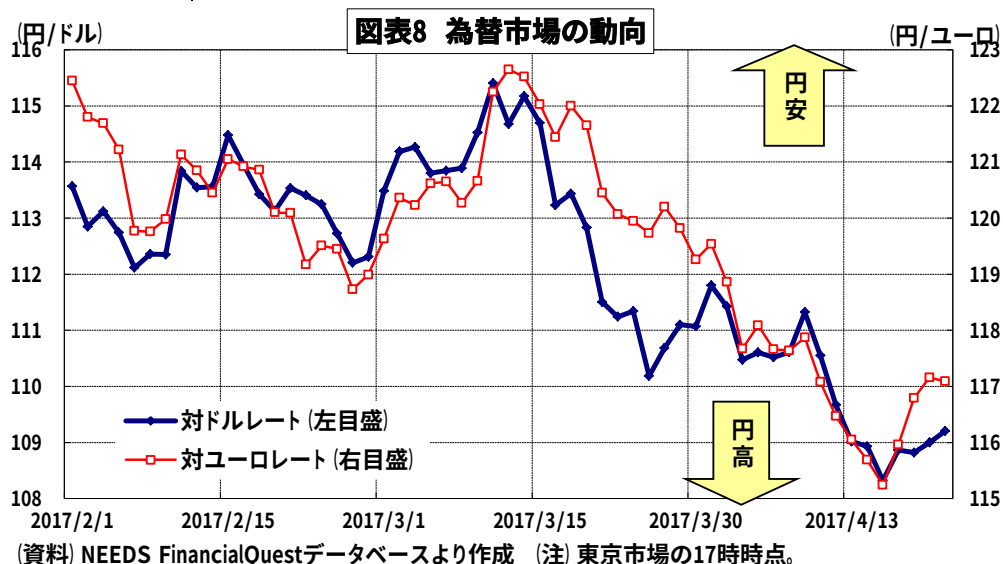
③ 外国為替市場

16年11月の米大統領選でのトランプ氏勝利を機に、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、それまで1ドル=100円台前半で推移していた対ドルレートには一気に円安圧力が加わり、12月には120円を窺う動きも見せた。その後、3月中旬にかけては、米国の利上げ観測などを材料に概ね110円台前半で推移した。しかし、3月下旬以降は、ト

円高圧力が強まる

ランプ政権の政策遂行能力や地政学リスクへの懸念から円高圧力が高まり、直近は 100 円台後半での推移となっている。

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。しかし、前述のように、足元では米利上げペースがかなり緩慢との予想が強まっているほか、本来ならばドル高を促すはずのトランプ政策への期待もやや後退している。加えて、地政学リスクへの警戒も高い状況が続くとみられる。それゆえ、数ヶ月先には円安方向に戻るとみるが、しばらくは円高気味に推移する可能性が高いだろう。



対ユーロで一段の円高リスクも

また、対ユーロレートも、トランプ相場では対ドルレートにつられる格好で円安が進んだが、12 月半ば以降は一服、120 円台前半を中心レンジとする動きが続いた。しかし、3 月下旬以降は、リスクオフが強まっており、直近は 5 ヶ月ぶりの 115 円台まで円高が進行する場面もあった。

欧州中央銀行は 4 月以降資産買入れ額を減額しているほか、物価上昇を材料に利上げ観測も浮上したが、当面は現行緩和策を継続するとのドラギ総裁発言を受けて、利上げ観測は後退しており、ユーロ高にはつながっていない。なお、2 月下旬にはフランス大統領選（第 1 回投票：4 月 23 日、第 2 回投票：5 月 7 日）を巡る不透明感からユーロ安が進む場面も見られたが、5 月上旬にかけて政治リスクが意識されて円高に振れる場面も十分想定される。

(17.4.21 現在)