

情勢判断

国内経済金融

11年ぶりの5四半期連続プラス成長となった日本経済

～消費の本格回復には今しばらくの時間が必要～

南 武志

要旨

フランス大統領選で親 EU 派のマクロン候補が勝利したことを受けて、金融市場は再びリスクオンに転じたかに見えたが、代わってトランプ政権の「ロシアゲート」疑惑が浮上するなど、依然として先行き不透明感が残ったままである。また、市場が期待するトランプ減税の実施時期も後ズレするとの思惑も高まったほか、保護主義的な通商政策への懸念も強い。しかし、世界経済自体は新興国の持ち直しが牽引する格好で、回復基調をたどっており、それが輸出増を通じて企業活動に好影響を及ぼしている。賃金所得の鈍さが消費持ち直しの足枷になる可能性もあるが、労働需給は今後とも引き締まっていくとみられ、2017 年度下期には「経済の好循環」入りも想定される。

一方、物価動向は鈍い状況が続いているが、物価安定目標の早期達成を目指す日本銀行は、今後の物価上昇で実質金利を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、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。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項目	2017年				2018年	
	5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 (%)	-0.055	-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 (%)	0.035	-0.05 ~ 0.15	-0.05 ~ 0.15	0.00 ~ 0.15	0.00 ~ 0.15
	5年債 (%)	-0.125	-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)	111.2	105 ~ 115	105 ~ 120	105 ~ 120	105 ~ 120
	対ユーロ (円/ユーロ)	124.8	115 ~ 135	115 ~ 135	115 ~ 135	115 ~ 135
日経平均株価 (円)	19,686	19,750 ± 1,500	20,000 ± 1,500	20,250 ± 1,500	20,500 ± 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5月26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。

欧州政治リスクは後退したが、代わって「ロシアゲート」疑惑が浮上

4月23日のフランス大統領選挙第1回投票の結果、親 EU 派で中道・独立系のマクロン候補と反 EU 派で極右・国民戦線のルペン候補が決選投票(5月7日、マクロン候補の勝利)に進んだことを受けて、それまで慎重姿勢をとっていた金融市場は一気にリスクオンに転じ、株高・円安方向に戻った。しかしながら、北朝鮮情勢は依然として緊迫状態を続けているほか、コミー連邦捜査局(FBI)長官更迭を機に米トランプ政権の「ロシアゲート(昨年の大統領選でのロシアによるサイバー攻撃に関与した疑い)」疑惑が一気に盛り上がり、市場が再び動揺している。加えて、トランプ大統領がロシア外相に機密情報を漏洩した疑いも浮上、一部で

トランプ大統領弾劾すら意識される事態となっている。米司法省はこれらの問題に関する特別検察官を設置し、モラー元 FBI 長官を任命したが、一連の騒動にどういう決着がなされるのか、注目を集めている。



期限延長が濃厚な 原油減産合意

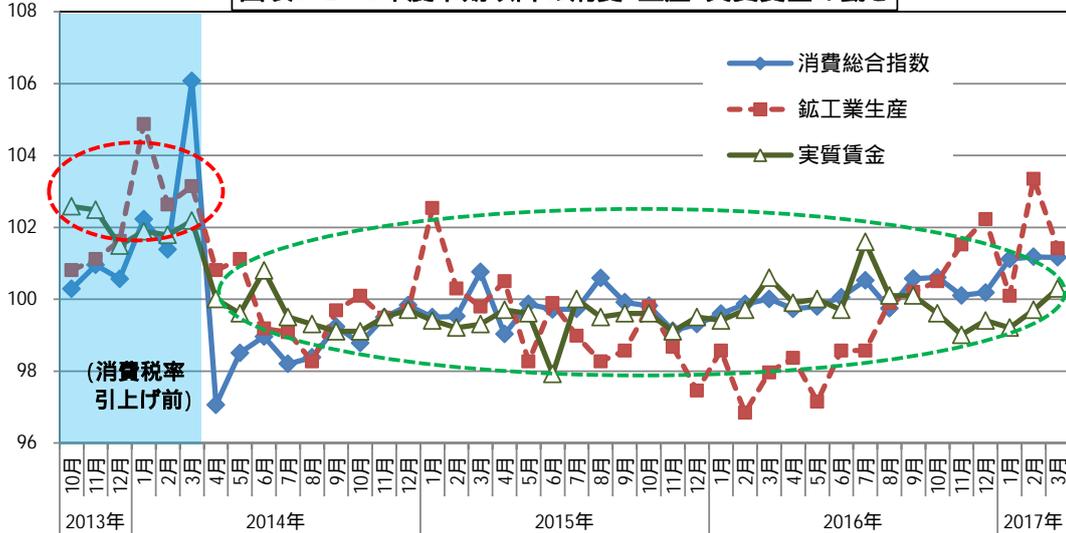
一方、原油価格 (WTI 先物、期近) は3月に続き、4月下旬以降も再び50ドル/バレルを割り込むなど、軟調な展開となっていた。石油輸出国機構 (OPEC) 10ヶ国とOPEC非加盟の11産油国は、17年上期中、日量180万バレル程度 (世界の石油生産の約2%程度) の原油減産を実施してきた。これまでのところ減産合意は概ね順守されてきたといえるが、北米 (米国、カナダ) やブラジルなど、協調減産に参加していない国での石油生産が活性化しており、なかなか需給改善が進展してこなかった。

こうした中、5月中旬に協調減産で主導的な役割を果たしたサウジアラビアとロシアがその期限延長で合意、5月25日に開催されたOPEC総会 (および非加盟産油国との閣僚会合) では、現状の合意内容をさらに9ヶ月延長 (18年3月まで) することを決定した。なお、原油価格は期待感から上昇していたものの、価格押上げには一段の減産が必要との見方が強まり、決定直後は大きく反落した。

実際、北米シェールオイルは今後とも増産を継続すると見られるほか、合意に参加しないリビアやイランの増産、さらにはそれ

らが協調減産からの抜け駆けリスクを高めることもありうる。中国・インドの需要は底堅いとはいえ、供給過剰状態はなかなか解消の見通しが立たず、下値不安は解消できていないのが実情といえる。

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。

景気の現状：輸出に加え、国内需要にも底堅さ

さて、北朝鮮の挑発的な軍事行動、トランプ政権が匂わす保護主義的な姿勢など、世界経済の先行き不透明感は強いものの、実体面に注目すれば、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、底堅く推移していると評価できる。

こうした状況の下、1～3月期の実質GDPは前期比年率2.2%と5四半期連続でのプラス成長(11年ぶり)となるなど、回復傾向が明確になった。内容的には、10～12月期(前期比0.04%)から持ち直しに転じた民間消費(同0.4%)と3四半期連続増加の輸出等(同2.1%)に牽引される格好であった。また、国内需要が同0.4%と3四半期ぶりに増加に転じるなど、「外需頼み」の状態からの転換も進みつつあるといえる。

一方で、実質雇用者報酬が同0.1%と2四半期連続で減少するなどブレーキがかかっており、13年度の水準を依然として下回っている民間消費の本格的な回復にはまだ時間がかかりそうな予感も同時に与えている。16年後半以降の民間消費はマインド改善に伴う消費性向の復元に支えられたものであったが、すでに消費性向の復元は一巡しており、今後の消費水準は家計所得の動向に左

**景気の先行き：
回復継続**

右されやすいと思われる。しかし、「企業から家計へ」の所得還流はあまり強まる様相も見えない。もちろん、失業者数が200万人割れと20数年来の低水準となるなど、雇用環境の改善は着実に進んでいるため、賃上げも徐々に進むものとみられる。

先行きについても、景気回復が継続するとのこれまでの見方に変更はない。世界経済は新興国主導での回復が続くとみられ、それに伴って輸出が増加傾向をたどり、生産・設備投資など企業活動にプラスの効果を及ぼしていくとみられる。昨年打ち出された経済対策の効果も17年度上期にかけて顕在化する可能性は高い（1～3月期の建設業活動指数（公共建築・土木）は前期比0.9%と3四半期ぶりの上昇であった）。さらに、20年に控えた五輪向けなどの設備投資需要も先行き本格化するだろう。また、繰り返しになるが、労働需給の逼迫化はいずれ企業に対して積極的な賃上げを迫ると思われ、先行き消費回復に貢献するはずである。当総研では17、18年度と1%前半から半ばの経済成長となると予測する（詳細は後掲レポート『2017～18年度改訂経済見通し』を参照のこと）。

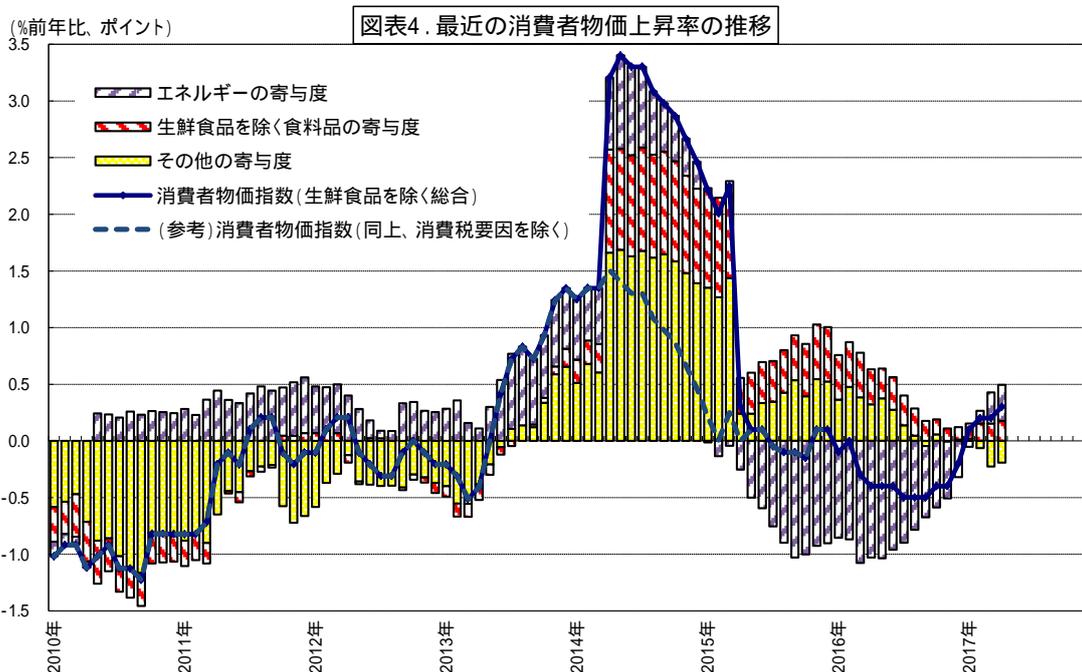
**物価動向：鈍い
上昇**

一方、物価情勢は依然として鈍い状況である。上掲の1～3月期GDP統計からは、GDPデフレーターが前年比0.8%と3四半期連続の下落となったことが見て取れる。輸入デフレーターが前年比7.1%と原油価格持ち直しや円安の影響でプラスに転じ、かつ民間消費デフレーターも同0.1%と5四半期ぶりのプラスとなったものの、そうした輸入コストの高まりを完全に価格転嫁できない状況であるといえる。その主因は、上述の通り、所得の鈍さにあると言わざるをえない。

また、消費者物価指数からは、物価は上昇に転じているものの、上昇テンポはあくまで緩やかであることが確認できる。全国4月分の「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比0.3%と4ヶ月連続のプラスながらも、上昇率は僅かに高まったに過ぎない。日本銀行が物価の基調と見做してきた「生鮮食品・エネルギーを除く総合（日銀コア）」に至っては同横ばい%と、下落状態は1ヶ月で解消したが、上昇圧力は乏しい。下落が続いていた東京都区部分も5月中旬速報ではようやく前年比プラスに転じるなど、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のは間違いないが、所得・消費の回復力が弱

いことが影響している。

先行きについては、輸入物価が上昇傾向を強めつつあること、電気・ガス料金などで値上げ圧力が高まっていること、さらには家計所得・消費は緩やかではあるが、持ち直しつつあることなどにより、前年比上昇幅は緩やかに拡大することが予想される。しかし、17年春闘も概ね前年並みの妥結となった模様であり、そうした賃上げテンポの鈍さが物価上昇にとって足枷であり続けるとみられる。エネルギーの押し上げ効果が一服する年度下期には物価上昇率が一旦頭打ち状態に陥る可能性は否定できない。



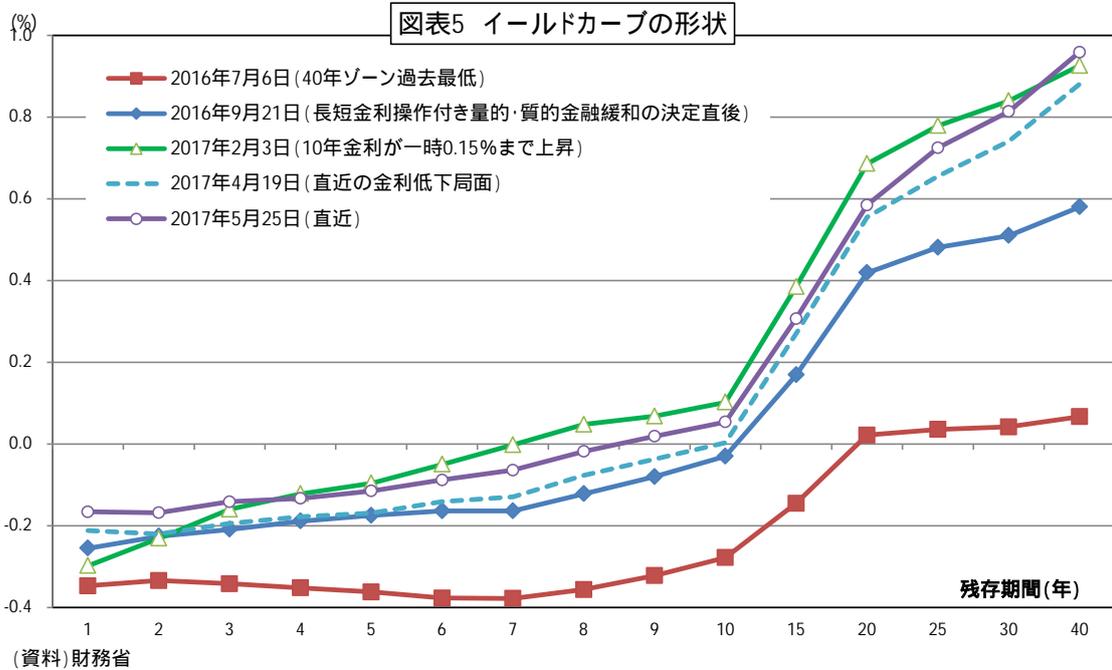
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

金融政策：しばらくは現状維持

日本銀行は16年1月にマイナス金利政策を導入(マイナス金利付き量的・質的金融緩和)し、さらに9月には長期金利の操作目標を付加(長短金利操作付き量的・質的金融緩和(QQE+YCC))したが、それらの目的は前年比2%に設定した物価安定の目標をできるだけ早期に実現することである。しかし、前述の通り、足元の物価上昇圧力は乏しく、安定的に2%の物価上昇を達成するのに不可欠である「十分な所得増ペース」も得られていない。

数年前までなら、日銀の追加緩和観測が浮上してもおかしくはないのだが、QQE+YCCの枠組みが「短期決戦から持久戦」を意識したものを受け止められているほか、5四半期連続で潜在成長率を上回る経済成長を達成するなど、景気は回復局面にあること、既に日銀の国債保有シェアが4割超となっており、政府の国債

発行ペースが減額方向にあることを踏まえると、これ以上の買入れ増額は困難でみられること、などから、日銀はしばらく現行政策を継続するとみられる。



しかし、金融政策の操作目標を「量」から「金利」へ戻したこともあり、「年間 80 兆円をめど」とする現在の国債保有残高の増加ペースの取り扱いに注目が集まっている。日銀は「年間 80 兆円」の残高増加ペースは対応可能としているが、最近の営業毎旬報告などからは年間 70 兆円前後のペースにとどまっていることも確かであり、いずれは減額、もしくは明示しなくなる、との見方も少なくない。

また、長期金利の操作目標（現行ゼロ%程度）についても、米国発の上昇圧力や国内物価の復元などが強まれば、引き上げざるをえないのではないかとの見方もある。しかし、日銀としては、物価上昇下で、10 年金利をゼロ%程度で誘導することができれば、実質金利（名目金利 - 物価上昇率）水準を、マイナス状態となっている可能性がある自然利子率以下まで引き下げることが可能となり、それ自体が景気刺激効果をもつため、ゼロ%誘導を粘り強く継続する可能性が高いと思われる。

一方で、極端な円高圧力が発生するなど、日本経済の先行きに重大な支障が出てくるような事態になれば緩和観測が強まることもあるだろう。万一、追加緩和を検討する際には、内外の様々な

方面から批判の強いマイナス金利の深掘り（短期政策金利の更なる引下げ）も選択肢の一つとなる可能性が高いだろう。

**金融市場：現
状・見通し・注
目点**

16年11月中旬以降、トランプ期待を背景に「株高・円安」の流れが高まり、かつ長期金利にも上昇圧力が波及した金融市場であったが、4月下旬にかけてはトランプ期待の剥落、地政学的リスクの急浮上、欧州政治リスクへの懸念などから、リスクオフが流れとなり、「株安・円高・金利低下」が進んだ。その後、いくつかのリスク後退とともに再びリスクオンとなったかに見えたが、足元ではトランプ政権の「ロシアゲート」疑惑が意識されている。

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

**金利低下圧力が
強まる**

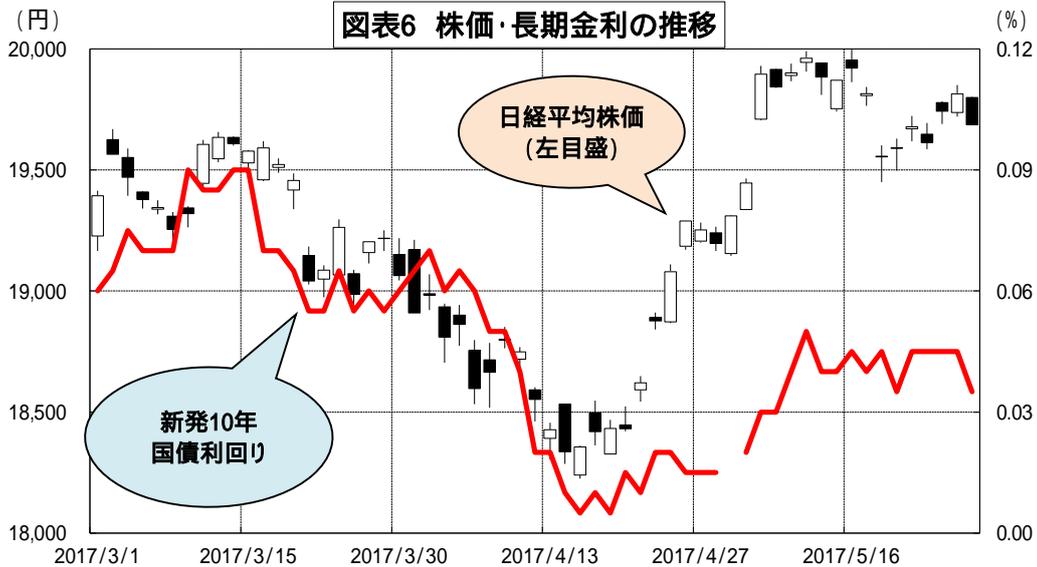
13年4月の量的・質的金融緩和の導入以降、日銀による大量の国債買入れによって長期金利は徐々に低下傾向をたどってきた。さらに、16年1月にはマイナス金利政策の導入が決定され、金利水準は一段と低下、長期金利の指標である新発10年物国債利回りは2月中旬から11月上旬にかけてマイナス状態が続いた（9月にはQQE+YCCが導入、長期金利の操作目標をゼロ%程度に設定されたが、当初はマイナス圏で推移）。しかし、トランプ相場が始まった11月中旬以降は米国長期金利の上昇につられてプラス圏に浮上、2月初旬には一時0.15%まで上昇する場面もあったが、指値オペや買入れオペの頻度を高めたこと、さらにはオペ実施日とオフ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、4月下旬にかけてはリスク回避の動きが強まり、ゼロ%近辺まで低下したが、直近は0.04%を中心とした非常に狭いレンジ内での展開となっている。

**長期金利は当面
ゼロ%近傍で推
移**

先行きについては、米国は今後も金融政策の正常化に向けて利上げ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幾分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ていくものとみられる。これらは国内金利にとっては上昇要因である。

しかし、「10年ゼロ%」との長期金利の操作目標が設定されていることにより、長期金利がその目標を大きく上回って上昇する

事態は想定しない。金利上昇圧力が高まる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。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)5月1日の新発10年国債は出合いなし

株価は持ち直しへ

株式市場

世界経済を覆う「低成長・低インフレ」の長期化リスクが意識されたことかえら、16年秋口まで日経平均株価は17,000円前後での上値の重い展開が続いた。その後、10月に入ると原油価格が減産合意への期待で上昇したほか、米国での追加利上げ観測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、徐々に上昇し始めた。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、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、地政学的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、日経平均株価は一時18,000円台と5ヶ月前の水準に戻った。4月下旬以降は仏大統領選でのマクロン候補勝利、堅調な米国企業決算発表などが好感され、株価は回復傾向を強め、一時20,000円目前まで迫るなど、リスクオンの流れとなったかにみえたが、足元では「ロシアゲート」疑惑が意識されたほか、円高圧力もあり、19,000円台後半での上値の重い展開となっている。

先行き不透明感は強いものの、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いず

れ実施される可能性が高いことから、株価は堅調に推移していくと予想する。



基本は円安だが、時折円高リスクも

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、トランプ政権の政策遂行能力や地政学的リスクへの懸念から円高圧力が高まり、一旦110円割れとなったが、4月末以降、いくつかのリスクが解消するとともに円安ドル高傾向が強まり、一旦は3月上旬以来の114円台まで戻ったが、足元では111~112円台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は緩慢との予想が根強いほか、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後退している。加えて、地政学的リスクへの警戒も意識が続くだろう。それゆえ、基調としては110円台半ばあたり

ユーロ高が進む 場面も

の展開とみるが、時折円高に振れる場面を想定しておく必要があるだろう。

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、仏大統領選の行方が不透明となるなど、リスクオフが強まり、5ヶ月ぶりとなる115円台まで円高が進行する場面もあった。なお、焦点の仏大統領選ではEU支持派のマクロン候補が勝利したことで、ユーロが買戻され、13ヶ月ぶりの120円台後半までユーロ高が進んでいる。

欧州中央銀行はすでに4月以降資産買入れ額を減額しているが、ドラギ総裁はテーパリングを否定しているほか、景気刺激に対する成功を宣言するには時期尚早と、しばらく現行の緩和政策を継続することを示唆している。ただし、インフレ率は目標とする水準(2%弱)にほぼ到達するなど、経済指標の動向次第では正常化に向けた思惑が浮上しやすい環境となったといえる。しばらくはユーロ高気味の展開が予想される。

(17.5.26 現在)