

改善傾向を続ける国内景気

～ 日本銀行は物価 2% 上昇の達成時期をさらに先送り～

南 武志

要旨

世界経済の持ち直しが進行する中、輸出増を受けて生産・設備投資など企業活動が活性化しつつあるほか、出遅れていた消費も持ち直しの動きが見られるなど、国内景気は改善傾向をたどっている。依然として賃上げ率は鈍いが、今後とも労働需給が引き締まっていく可能性が高く、徐々に賃上げ率は高まっていくとみられる。それが消費押上げに貢献し、当面は景気改善が継続するだろう。なお、足元では安倍内閣の支持率が急低下しており、アベノミクスも試練を迎えようとしているほか、財政健全化目標にも修正の動きが見られる。

一方、物価動向は相変わらず鈍い状況が続いている。日本銀行は 2% と設定した物価安定目標の達成時期をさらに 1 年先送りしたが、現行の金融政策については据え置いた。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は当面継続されるだろう。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項目	2017年			2018年		
	7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.058	-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 (%)	0.065	-0.05 ~ 0.15	0.00 ~ 0.15	0.00 ~ 0.15	0.00 ~ 0.15
	5年債 (%)	-0.065	-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)	110.8	105 ~ 118	105 ~ 118	105 ~ 118	105 ~ 118
	対ユーロ (円/ユーロ)	129.0	120 ~ 140	120 ~ 140	120 ~ 140	120 ~ 140
日経平均株価 (円)	19,975	20,250 ± 1,500	20,500 ± 1,500	20,750 ± 1,500	21,000 ± 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7月24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。

混迷が続く米国の政治経済

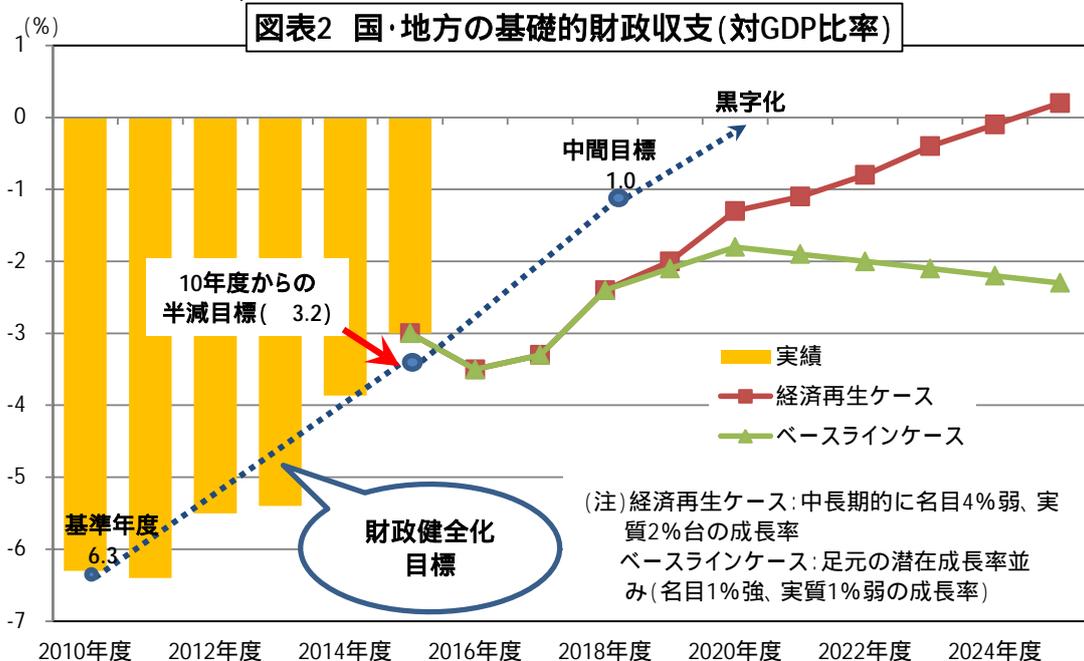
米国でトランプ政権が発足してから半年が経過した。大統領らしからぬ言動、他国との軋轢を生みかねない「米国第一」を掲げる経済・通商政策、さらにはロシアゲート疑惑など様々な問題を抱えるなか、大統領に対する支持率は 30% 台まで低下するなど、異例の事態となっている。15 の閣僚人事は 4 月末までに全て承認されたものの、それを補佐する各省庁の幹部ポストには依然空席が目立つなど、政府が十分に機能を果たしているとは言い難い状態が続いている。

7 月 7 ~ 8 日に独ハンブルグで開催された主要 20 ヶ国・地域首脳会議 (G20 サミット) では、「(全ての不正な貿易慣行を含む) 保護主義と引き続き闘う」ことでは米国も合意したものの、

内閣支持率急落で
アベノミクスにも
試練

トランプ大統領が地球温暖化対策の国際的枠組みである「パリ協定」からの離脱を6月に表明した経緯から温暖化対策に関する議論では米国は孤立した。さらに「全ての人々が裨益するグローバル化を形成する決意」が首脳宣言に盛り込まれた一方で、サミット会場の外では反グローバリズムを訴えるデモ隊が一部暴徒化するなど、改めて「分断」を印象づけたサミットであった。

ちなみに、G20 サミットは18年にアルゼンチンで、そして19年には日本での開催が予定されている。ほんの数ヶ月前であれば、安倍首相がホスト役となってG20 サミットを運営することが現実視されていたが、年初から浮上した疑惑への不十分な対応や閣僚・与党議員らによる不適切発言や行動、さらには改正組織犯罪処罰法（テロ等準備罪法案）を巡る強引な国会審議などへの批判などから内閣支持率が急低下しており、一部には危険水域とされる30%を割り込むような世論調査も散見される。7月の東京都議選で自民党は大敗したが、07年夏の参院選での惨敗が直接的な引き金となって退陣した10年前に状況が似てきたとの指摘もある。8月3日に予定される内閣改造で劣勢の挽回を狙うが、首相の悲願とされる憲法改正とともにアベノミクスもまた試練を迎えようとしている。



(資料)内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

揺らぐ財政健全化
目標

こうしたなか、政府は財政健全化目標を修正するような動きを見せている。安倍政権では「20年度までに国・地方の基礎的

財政収支（PB）の黒字化する」ことを目標として掲げてきたが、6月9日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2017」（骨太方針）では「同時に債務残高対GDP比の安定的な引き下げを目指す」との文言が付加された。一部にはPB黒字化目標を先送りする布石ではないかとの見方も浮上している。

なお、20年度までのPB黒字化は困難との見方はだいぶ前から存在していたのは事実であり、ギリシャ危機を目の当たりにして早期の消費税率引き上げの必要性を訴えた菅内閣下で公表された「経済財政の中長期試算」（11年8月、内閣府）でも、10年代半ばにかけて段階的に消費税率を10%まで引き上げたとしてもPB黒字化は厳しいとの試算が示されていた。それ以来、一貫して同様の試算結果が示されており、7月18日に開催された経済財政諮問会議に内閣府が提出した「中長期の経済財政に関する試算について」においても、アベノミクスが奏功し、実質2%超、名目4%弱の経済成長、2%の物価上昇を実現、かつ予定通り19年10月に消費税率を10%に引き上げた（軽減税率制度も実施）としても、20年度には8兆円の赤字（GDP比で1.3%）が残り、黒字化するのは25年度、との試算が改めて示された。

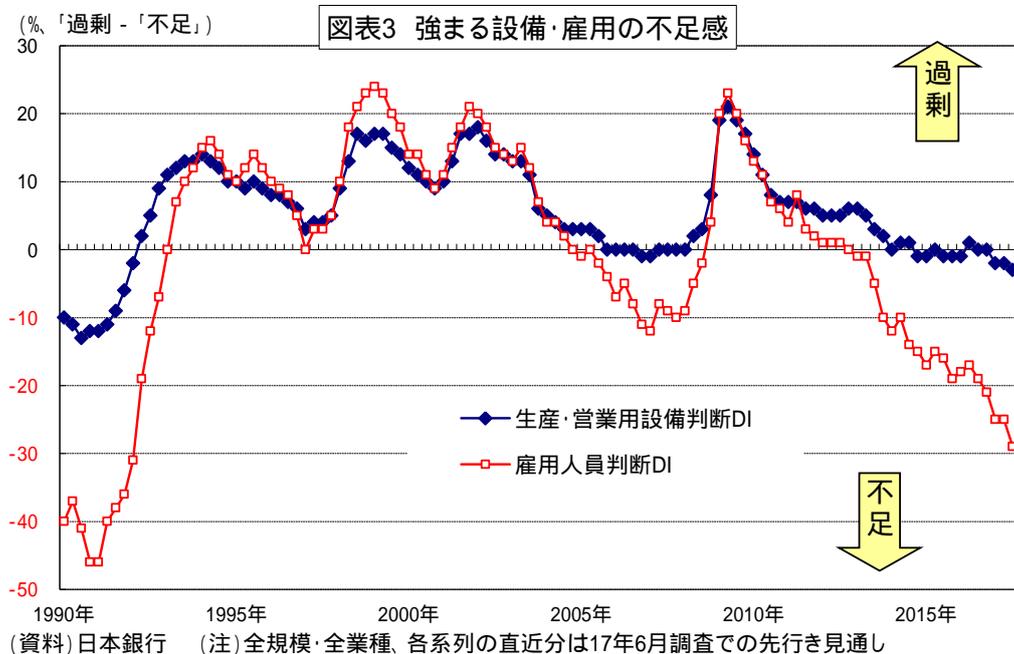
一方で、この試算では公債等残高の対GDP比率は16年（192.2%）をピークに低下に転じることが見込まれており、同指標を重視すれば財政運営に余裕が生まれることになる。現時点で政府はPB黒字化目標を放棄する考えはないとするものの、教育無償化など歳出増の圧力は高く、財政健全化目標の先送りは不可避といえる。

景気の現状：輸出増が国内需要に波及

国内景気に目を転じると、引き続き改善傾向をたどっていることが見て取れる。日銀短観（6月調査）によれば、企業経営者の景況感は全般的に改善（代表的な大企業製造業の業況判断DIは17と、前回調査時から5ポイントの改善）したことが確認できる。雇用人員や資本設備の不足感は根強く、企業の雇用・設備投資意欲はしばらく堅調に推移する可能性が示された。

月次指標では、上振れた4月分の反動から、5月は鈍い統計も散見されるものの、4~5月平均は1~3月平均を上回っているものがほとんどである。出遅れ感のあった消費も持ち直しの動きが続いており、4~5月平均の消費総合指数は1~3月平均を0.5%上回っている。6月の乗用車販売台数や白物家電の出荷額も底堅く推移している。ただし、依然として賃上げの動きは弱く（4~5月

の現金給与総額は前年比 0.5%)、足元の物価上昇率の上昇によって実質賃金は同横ばいにとどまるなど、家計所得の動きは鈍いままで、消費の本格回復にとっては足枷となっている。



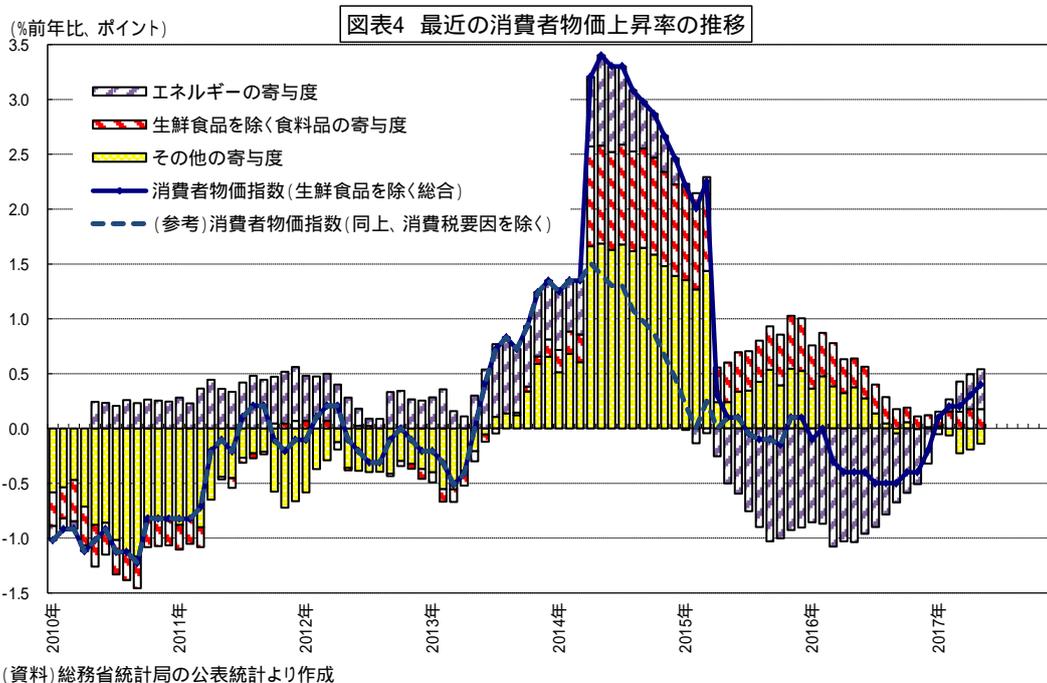
**景気の先行き：
改善傾向は継続**

先行きについては、景気改善がしばらく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基調をたどり、生産・設備投資など企業活動にプラスの効果を及ぼすとみられる（上掲の日銀短観からは、17年度設備投資計画調査のGDP統計に近いベース（全産業＋金融機関、土地投資額を除く、ソフトウェア・研究開発を含む）が前年度比5.9%へ上方修正されている）。また、建設業活動指数（4～5月）の「公共・土木・建築」は1～3月平均を6.1%上回るなど、昨秋の大型経済対策の効果が顕在化している。消費についても、労働市場の引き締まりが続くことで、徐々に賃上げ率は高まるとみられ、回復が進むだろう。

**人手不足下でも
労働力移動で景
気拡大は可能**

こうしたなか、足元で進行する人手不足が今後の景気拡大を妨げる要因になりかねないとの指摘もないわけではない。失業率が3%前後まで低下するなど余剰労働力が枯渇しつつあること、またそれが人件費負担を増大させ、企業収益を圧迫し、企業行動が抑制されるのではないかと懸念は根強い。しかし、労働力がより生産性の高い部門へ移動することを通じて経済成長を実現することは十分可能であり、それを促すのは高い生産性を誇る企業の積極的な賃上げである。そうした動きが国内消費を活性化させ、

それが経済に好循環をもたらすことを踏まえれば、人手不足が一概に景気拡大にとって強い制約になるというわけではないだろう。

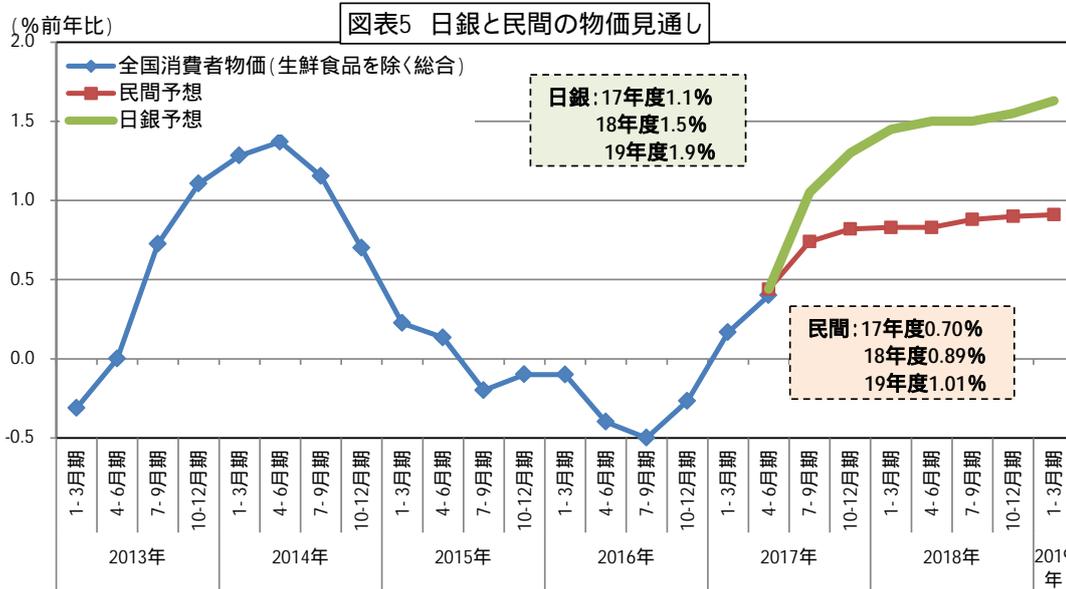


物価動向：依然 乏しい上昇圧力

ただ残念なことに、国内企業の賃上げ姿勢は依然慎重であり、それが消費の回復を遅らせ、低調な物価上昇に一役買っている。全国5月分の「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比0.4%と非常に緩やかなペースでしか上昇幅を拡大させていないほか、日本銀行が物価の基調と見做している「生鮮食品・エネルギーを除く総合（日銀コア）」は2ヶ月連続で同横ばいと、上昇圧力は引き続き乏しい。なお、エネルギー（電気・ガス料金、石油製品）は国際原油市況の回復に合わせて、全国コアの上昇率のプラス転換に大きく貢献したが、その押上げ効果は一巡しつつある。ただし、消費者物価の川上に位置する企業物価の消費財指数からは、昨秋以降の円安によって上昇幅拡大に向けた動きも散見されており、輸入消費財指数（6月）は前年比0.6%と19ヶ月ぶりのプラスに転じてきた。

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、そして家計所得・消費に持ち直しに動きが見られることにより、前年比上昇幅は緩やかに拡大していくことが予想される。しかし、日本銀行が目指す2%の物価上昇に見合う賃上げはまだ実現する兆しはなく、物価上昇ペースは非常に緩やかな状態が続くだろう。

特に、エネルギーの押上げ効果が一巡する年度下期には物価上昇率の拡大が一旦足踏みする可能性もあり、17年度末でも前年比1%がせいぜいであろう。



(資料)総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センター
 (注)消費税率の変化を含まず、民間予想はESPフォーキャスト調査(7月)を使用、日銀予想は展望レポート(7月)より作成。

金融政策：しばらくは現状維持

7月19～20日に開催された日本銀行・金融政策決定会合後に公表された展望レポートでは、予測期間(17～19年度)中の物価見通しが下方修正され、物価安定目標の達成時期についても「18年度頃」から「19年度頃」へと6度目となる先送りをした。依然として民間予測よりも楽観的な物価見通しではあるが、18年4月までの黒田総裁任期中の目標達成については断念したことになる。

日銀は物価安定目標を早期達成することを自ら課しており、前述したような物価上昇の鈍さを踏まえれば、追加緩和措置と組み合わせられてもおかしくはないが、今回の決定会合では、16年9月に導入された長短金利操作付き量的・質的金融緩和(QQE+YCC)の継続が決定された。会合後の記者会見で、黒田総裁は今後とも必要であれば政策の調整を行うとの認識を示したものの、2%の物価安定目標に向けたモメンタムは維持されているとの判断から、今回は政策変更なしとしたことを明らかにしている。

なお、金融市場ではQQE+YCC導入によっては物価安定目標の達成は持久戦を意識したものになっていると受け止められていること、さらに物価安定目標の達成時期先送りもあり、現行レベルの緩和措置は長期化するとの見方が改めて強まった。

「金利目標」、
「量（メド）」
とも当面維持

一方で、「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、さらには長期金利の操作目標（現行ゼロ%程度）の行方に対しても市場は注目している。すでに操作目標は「量」から「金利」に戻されており、最近の増加ペースは 80 兆円を大きく下回っており（営業毎旬報告（6 月 30 日現在）によると日銀の保有する長期国債残高は前年から 69 兆円増）、減額もしくは敢えて金額を明示しなくなる、といった見方も少なくない。

また、長期金利の操作目標についても、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、日銀は、物価上昇が見通されている中、10 年金利をゼロ%程度で誘導すれば、実質金利（名目金利 - 物価上昇率）水準をマイナスと想定される自然利子率以下に誘導することが可能となり、それ自体が景気刺激効果をもつことから、ゼロ%誘導を粘り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

6 月下旬にかけて欧米中央銀行からのタカ派的発言によって世界的に金利が上昇するとともに、円安（ドル高・ユーロ高）が進行する場面もあった。その後、7 月中旬のイエレン FRB 議長の議会証言テキスト公表を契機に、ドル高は反転、金利上昇圧力も解消するなど、この 1 ヶ月は今後の金融政策への思惑が市場変動の主因であった。

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。

債券市場

海外発の金利上
昇が波及する場
面も

13 年 4 月の量的・質的金融緩和の導入に伴い、日銀は大量の国債買入れを実施してきた。資金循環統計によれば、16 年度末の日銀の国債保有残高は 387 兆円（4 年で 293 兆円の増加）で全体の 4 割を保有している計算になる。こうした大量買入れが国債需給を引き締めたほか、16 年 2 月以降はマイナス金利政策が導入されたことで、金利水準は大きく低下、長期金利の指標である新発 10 年物国債利回りは 2～11 月にかけてマイナス状態が続いた。その後、トランプ相場（11 月中旬～）が始まると、米国長期金利の上昇につられて長期金利はプラス圏に浮上、2 月初旬には一時 0.15%まで上昇したが、日銀が指値オペを通知したことや買入れオペの頻度を高めたこと、さらには毎月のオペ実施日とオファー額を明示するなど、マーケットフレンドリーな対応をしたことから、金利

**長期金利は当面
ゼロ%近傍で推移**

上昇はひとまず沈静化した。

4月下旬にはリスク回避の動きが強まり、ゼロ%近辺まで低下する場面もあったが、5月から6月にかけては0.05%を中心とした狭いレンジ内でのみ合いが続いた。一方で、6月下旬以降は欧米中央銀行からのタカ派的な発言もあり、金利上昇圧力が高まり、7月7日には長期金利は0.105%まで上昇、日銀は国債買入れ増額と指値オペ実施で抑制に動いた。その後、イエレンFRB議長の低インフレ長期化を懸念する発言を受けて米長期金利が低下に転じたことから、国内金利の上昇圧力も一服した。

先行きについては、米国では今後も金融政策の正常化を続ける可能性は高いとみられ、早ければ9月FOMCでバランスシートの縮小開始を決定する可能性はある。国債などの再投資停止に伴って利上げペースは幾分鈍るかもしれないが、米国長期金利には一定の上昇圧力が加わるとみられる。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上昇要因であることは間違いない。

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。7月上旬のように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。



株価に底堅さも

株式市場

16年11月には、日経平均株価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。17年度入り前後には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調整色が高まったが、4月下旬に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、株価は回復傾向を徐々に強め、6月2日には1年半ぶりに20,000円を回復するなど、リスクオンが強まった。足元では、円高の影響を受ける場面もあるものの、堅調な米国株や国内の好業績企業に支えられて20,000円台を固める動きを続けている。

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、後ズレしているとはいえ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、今後とも株価は堅調に推移していくと予想する。



円高圧力は根強いが、円安材料も少なくない

外国為替市場

16年11月の米大統領選でトランプ氏が勝利したことで、積極的な財政政策運営への期待が高まったことから、対ドルレートは円安ドル高が進行、12月には120円を窺う動きも見せた。その後は米国の利上げ観測などが材料視され、概ね110円台前半で推移しているが、地政学的リスクや米国の先行き不透明感の高まりなど、リスクオフの流れが強まる場面では110円割れとなるなど、一定の円高圧力を保ったままでの推移が続いている。この1ヶ月

ユーロ高が進む 場面も

については、上述の通り、米国の金融政策正常化が強く意識された6月下旬から7月上旬にかけては円安傾向が強まったが、その後はそうした発言の軌道修正がされたことから、急速に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、米国でトランプ政策が実現すれば、金利上昇を促し、ドル高圧力が高まる可能性がある。しかし、足元では米利上げペースは緩慢との予想が根強いほか、ドル高を促すはずのトランプ政策への期待も大きく後退している。そのため、基調としては110円台前半を中心とした展開が続くとみるが、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。

一方、懸案だった欧州政治リスクはひとまず後退したこともあり、6月下旬まで対ユーロレートは120円台前半から半ばでの展開が続いた。しかし、6月下旬に欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁が「デフレ圧力はリフレに置き換わった」と発言、近い将来、金融政策が転換される可能性を示唆したと市場が受け取ったことからユーロ高圧力が一気に強まった。その後、ドラギ総裁自体は緩和縮小に消極的と伝えられたが、7月には1年半ぶりに一時130円台に乗せるなど、ユーロ高圧力は高まっている。

7月20日開催のECB政策理事会後に、ドラギ総裁は今秋にも量的緩和の縮小について議論すると発言するなど、大規模緩和の幕引きに向けた動きは進行中であることに変わりはない。そのため、先行きもユーロ高気味の展開が予想される。

（17.7.21 現在）