情勢判断

国内経済金融

中速ギアへシフトアップした日本経済

～一方、北朝鮮リスクへの警戒から、円高･株安が進行～

南　武志

要旨

米トランプ政権の高官が相次いで辞任、政権運営に対する懸念が広がったほか、8 月に入り北朝鮮情勢を巡る情勢が緊迫化し、円高･株安が進むなど、不透明感が高まっている。しかし、実体経済に目を向けると、世界経済の持ち直しが進行する中、消費、設備投資の自律回復傾向が強まっており、全般的に好循環に向けた動きが散見される。実際、4～6 月期の GDP 成長率は年率 4%と、主要先進国で最も高い伸びとなった。設備投資は中期的な拡大局面に入っているほか、労働需給の持続的な引き締まりが賃上げ率を徐々に高め、それが消費押上げに貢献していくとみられることから、当面は景気改善が継続するだろう。

一方、物価上昇テンポは相変わらず鈍く、日本銀行の物価安定目標の達成時期は未だに見通せる状況にはない。そのため、長期金利をゼロ%に誘導する等の現行政策はしばらく継続されるだろう。

図表1　金利･為替･株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2017年 8月（実績）	2017年 9月（予想）	2017年 12月（予想）	2018年 3月（予想）	2018年 6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	(%)	0.015	-0.05～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15
	5年債	(%)	-0.135	-0.20～0.00	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.15～0.00
為替レート	対ﾄﾞﾙ	(円/ﾄﾞﾙ)	109.7	105～115	105～118	105～118	105～118
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	129.2	125～140	125～140	125～140	125～140
日経平均株価		(円)	19,401	19,750±1,500	20,250±1,500	20,500±1,500	20,750±1,500

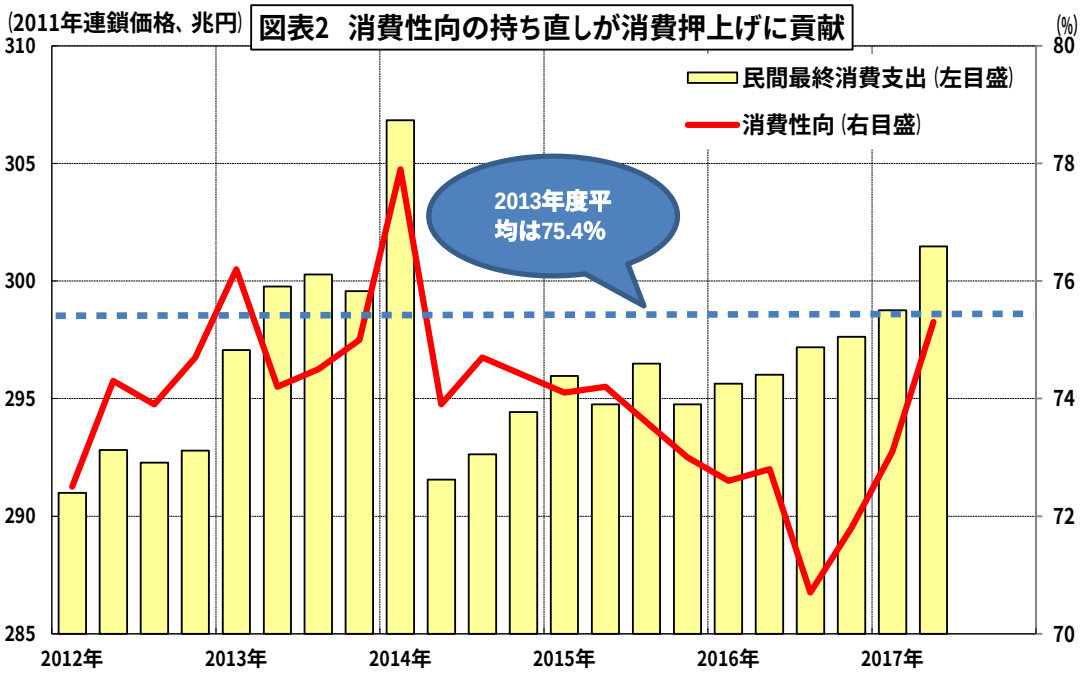
（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成（先行きは農林中金総合研究所予想）
（注）実績は2017年8月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

再浮上した北朝鮮リスク

8 月に入り、北朝鮮情勢が再び緊迫化、金融市場でもリスク回避的な行動（円高ドル安、株安）が強まる場面が散見されている。相次ぐ弾道ミサイルの発射実験や、核弾頭の小型化に向けて最終段階ともいわれる核開発を巡り、国際連合・安全保障理事会は 8 月 5 日に新たな制裁決議を全会一致で採択したものの、上述の核・弾道ミサイル開発を一向にやめる気配がない。8 月上旬には、トランプ米大統領が過激な表現で北朝鮮に警告、それに対して北朝鮮が米領グアム沖近海に向けた 4 発の中距離ミサイル発射計画を 8 月半ばまでに用意すると発表した。さらに、それに対してトランプ大統領が軍事的な報復を示唆するなど、米朝間での挑発・威嚇の応酬がエスカレートした。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

もちろん、北朝鮮が本気で米国と事を構えようとしているわけではなく、米国を直接交渉のテーブルに引きずり出すためのブラフに過ぎないことは米国自身も十分認識しているはずだ。北朝鮮の崩壊を中国・韓国・ロシアは歓迎しない（中国は米軍との直接対峙を望んでいない、韓国は北朝鮮からの難民受け入れに及び腰など）ことを前提に、北朝鮮はこれらの国々は見捨てないと足元を見透かした交渉を続けているが、北朝鮮の真の狙いは現体制を維持したうえで、有利な経済支援を引き出すことである。実際、8月中旬には米朝ともに態度の軟化もみられた。とはいえ、今後とも偶発的な事件・事故が発生する可能性は拭い去れないのも確かである。8月21日からは米韓合同軍事演習が始まった（～31日）ほか、9月9日には北朝鮮・建国記念日を迎えるが、1年前にはそれぞれ弾道ミサイルの発射や核実験を行っているだけにしばらく緊張が高い状況が続きそうだ。



図表2　消費性向の持ち直しが消費押上げに貢献

（資料）内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局　（注）消費性向は2人以上世帯（勤労者）

景気の現状：4～6月期は年率4%成長

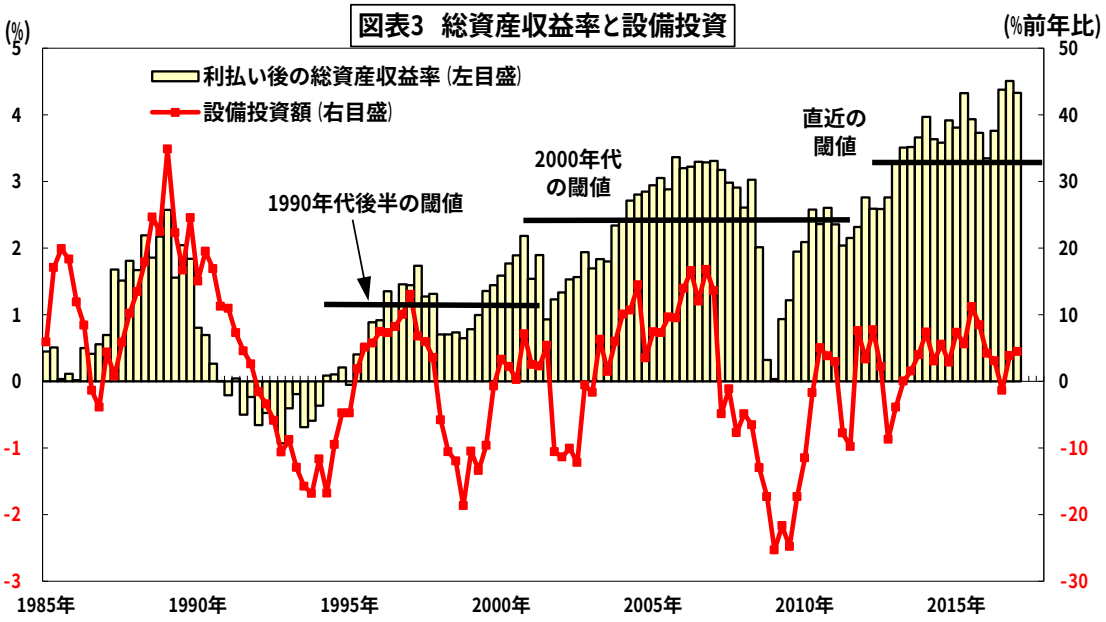
さて、国内景気に目を転じると、民間最終需要の自律回復が強まってきた印象を受ける。4～6月期のGDP第1次速報（1次QE）によると、実質GDPは前期比1.0%（同年率4.0%）と、主要先進国で最も高い成長率を達成した。中身をみると、過去3四半期の成長の立役者であった輸出が前期比▲0.5%と減少に転じたものの、それを補って余りあるほどの勢いで民間消費（同 0.9%）、企業設備投資（同2.4%）が増加したほか、16年度第2次補正予

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

算に盛り込まれた経済対策の効果がようやく顕在化した（公的需要は同 1.3%）。

今回の 1 次 QE からは、消費税増税後に大きく悪化し、その後の持ち直しもままならなかった民間消費がようやく 13 年下期の水準まで回復したことも確認できた。消費が大幅増となった背景には、耐久財やサービス消費が堅調だったことに加え、平均消費性向の回復が指摘されている。家計調査（2 人以上世帯・勤労者）によれば、15 年前半まで 74%台で安定推移していた消費性向が 16 年 7～9 月期には 70.7%へ低下し、消費抑制に働いたが、その後は持ち直しに転じ、17 年 4～6 月期には 75.3%と、消費税率が引き上げられる前の 13 年度（75.4%）の水準まで戻ったことが見て取れる。この消費性向が高まる過程で、所得を上回る消費増加が実現したといえるだろう。

図表3　総資産収益率と設備投資



（資料）財務省・内閣府資料より作成
（注）利払い後の総資産収益率＝（経常利益+支払利息等)/総資産－借入金利

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。もちろん、高成長だった 4～6 月期の反動から、7～9 月期の大幅減速は不可避であろう。上述した消費性向の復元プロセスもすでに終焉したほか、7 月の乗用車販売台数も不調であった。また、夏場の天候不順の影響も懸念される。しかし、このように想定される消費鈍化が先行きの景気低迷を意識させるものにはならないだろう。賃上げ率は依然鈍いものの、労働需給の持続的な引き締まりは雇用者報酬を着実に増加させているから

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

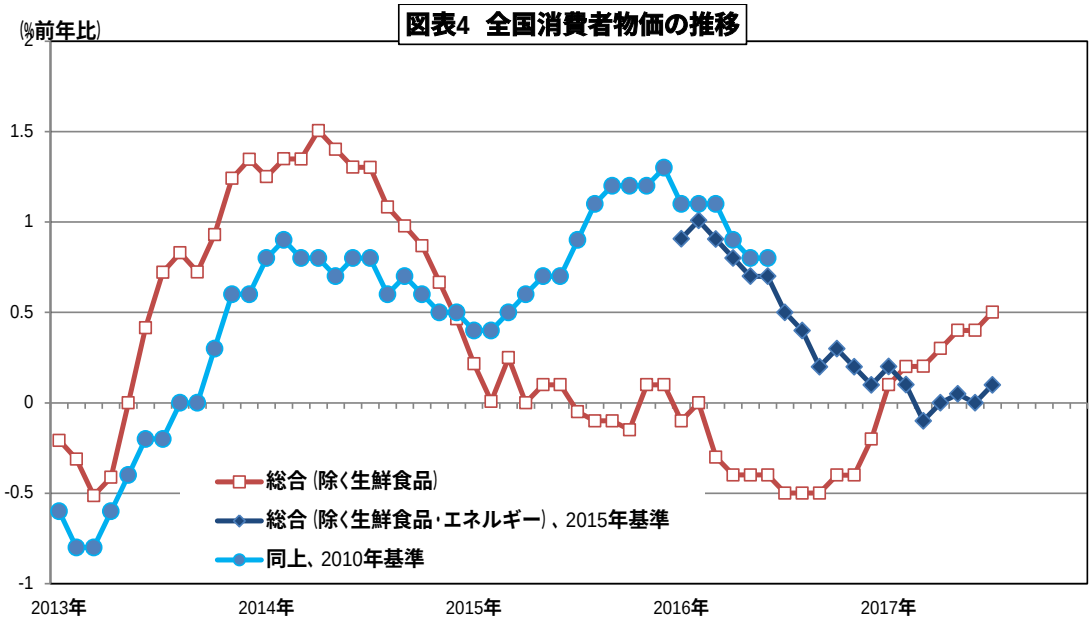
だ（過去 2 年間で年率 2.1%の増加（実質ベース））。

さらに、民間設備投資は中期的な拡大局面に入っている可能性が高い。そもそも、企業の収益率は十分に高まっており、設備投資は出やすい環境にある。また、更新需要に加え、省力化・省人化投資ニーズは高まっているほか、3 年後に迫った東京オリパラ向けの特需も期待される。日本銀行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」によって実質金利のマイナス幅が拡大しつつあることもプラス材料であろう。

その半面、公的需要については失速が見込まれる。17 年度は財源も乏しいことから、災害復旧以外の追加的な財政支出は見送られる公算が高く、年度下期は成長押下げ要因に転じるだろう。外需もまた概ねマイナスの寄与度が続きそうである。世界経済が緩やかなペースで成長すると想定されることから輸出は増勢を維持する一方、近年の輸入弾性値上昇や国内需要の堅調さから、輸入はそれ以上の増加傾向を示すとみられるからだ。

当総研では 4～6 月期の 1 次 QE 発表を受けて、「2017～18 年度改訂経済見通し」（後掲レポートを参照のこと）を取りまとめたが、前述の通り、7～9 月期には一旦反動減が出るほか、年度下期には公共事業が減少に転じるとみるが、民間消費や民間設備投資といった民間需要の自律回復プロセスが始まっていることもあり、17 年度は 1.8%成長、18 年度も 1.2%成長と、基調として潜在成長力を上回る成長が続くと予測している。

図表4 全国消費者物価の推移



（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

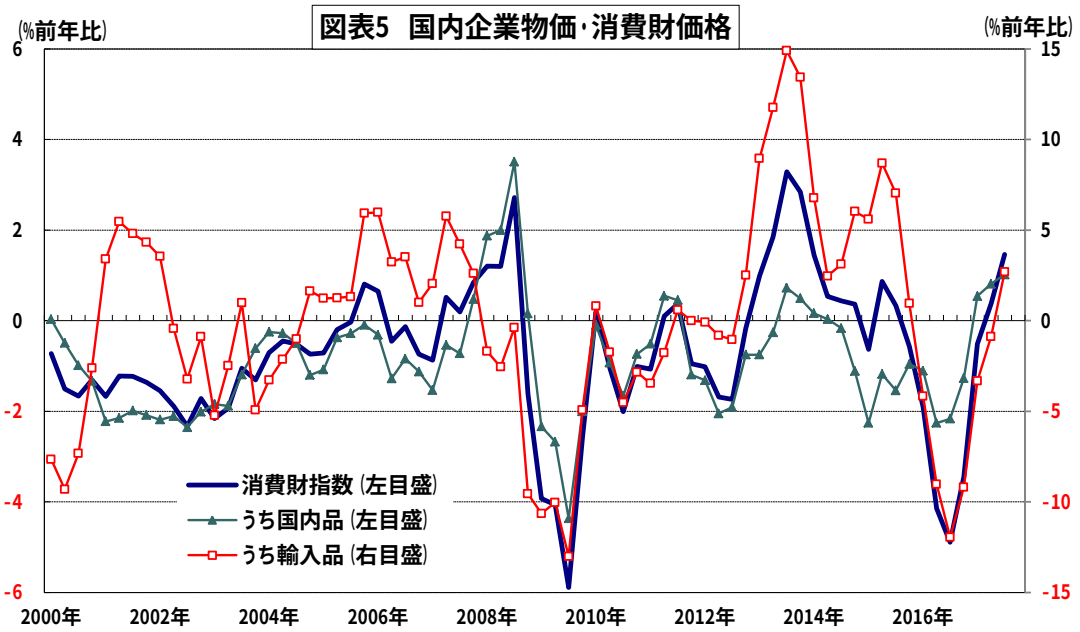
物価動向：依然乏しい上昇圧力

一方、物価上昇率は17年に入ってからはプラス圏での推移となっているが、その上昇テンポは鈍いままである。全国7月の「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比0.5%と、上昇率は5、6月（同 0.4%）から僅かに高まった。しかし、エネルギー要因で押し上げられている側面が強く、「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同 0.1%と 5 ヶ月ぶりのプラスとなったものの、上昇圧力は乏しい。なお、消費のベース部分の需給環境を反映するとされる「食料（酒類を除く）・エネルギーを除く総合」に至っては同▲0.1%と 6 ヶ月連続の下落である

内容をみると、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伴い、全国コアの上昇率のプラス転換に大きく貢献してきたが、その押上げ効果は一巡しつつある。一方で、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が見て取れる。実際、輸入消費財指数（7月）は前年比2.7%へ加速しており、エネルギーに代わって物価押上げの牽引役となってきた。

先行きについては、しばらくは輸入物価が上昇傾向を強めつつあること、そして民間消費の持ち直しが本格化しつつあることにより、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が実現するような兆しがないことから、物価上昇ペースは非常に緩やかな状態が続くだろう。

図表5 国内企業物価･消費財価格



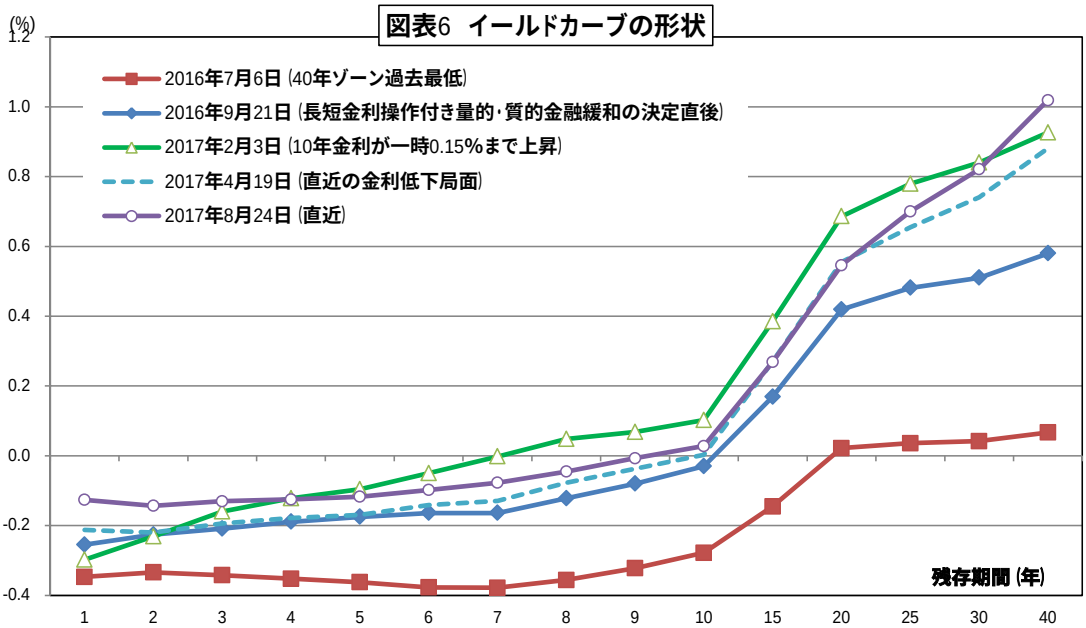
（資料）内閣府、総務省、日本銀行

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

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・金融政策決定会合では、同時に公表された展望レポートでの物価見通しが下方修正されたほか、物価安定目標の達成時期を 6 度目となる先送りをしたにもかかわらず、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。日銀は物価安定目標を早期達成することを自ら課していることから、物価上昇が鈍いことを踏まえれば、かつてであれば、追加緩和措置と組み合わせても不思議はなかったが、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、現時点での政策変更は必要なしとの判断に至ったとされている。すでに金融市場では 16 年 9 月の 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が、7 月の物価安定目標の達成時期先送りもあり、現行の緩和措置は当面続くとの見方が強い。

図表6 イールドカーブの形状



（資料）財務省

「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 兆円を明らかに下回っており（営業毎旬報告（7 月 31 日現在）によると日銀の保有する長期国債残高は前年 7 月末から 66 兆円増）、いずれ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。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

また、長期金利の操作目標も、海外からの上昇圧力や国内である程度物価上昇率が高まれば、引き上げざるをえないとの見方もある。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

政策の正常化を本格着手しようとする米連邦準備制度（FRB）に続き、欧州中央銀行（ECB）も大規模緩和の幕引きの動きを模索し始める中、米トランプ政権内の混乱や北朝鮮リスクへの警戒が強まったことから、直近の金融市場では「円高・株安・金利低下」といったリスクオフの流れが強まった。

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。

① 債券市場

足元は金利低下傾向

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～）の開始とともに長期金利はプラス圏に浮上したが、時折、海外（特に米国）の金利上昇につられて国内の金利上昇圧力が高まる場面もあるが、日銀は「10年ゼロ％」と設定した長期金利操作目標を死守すべく、指値オペや国債買入れ額の増額などで抑制に努めてきた。そのため、17年入り後の長期金利は概ね0～0.1％のレンジ内で推移してきた。一方、超長期ゾーンの上昇圧力は残っており、例えば40年国債の利回りは4月の金利低下局面と比べて10bp超の上昇と、スティープニングが進んでいる。

なお、直近では、米FRBの次回利上げ時期の先送り観測、北朝鮮リスクへの警戒に伴う円高・株安などを受けて、10年国債の利回りは再び0％に向けて金利低下が進んでいる。

長期金利は当面

先行きについては、米国では今後とも金融政策の正常化を続け

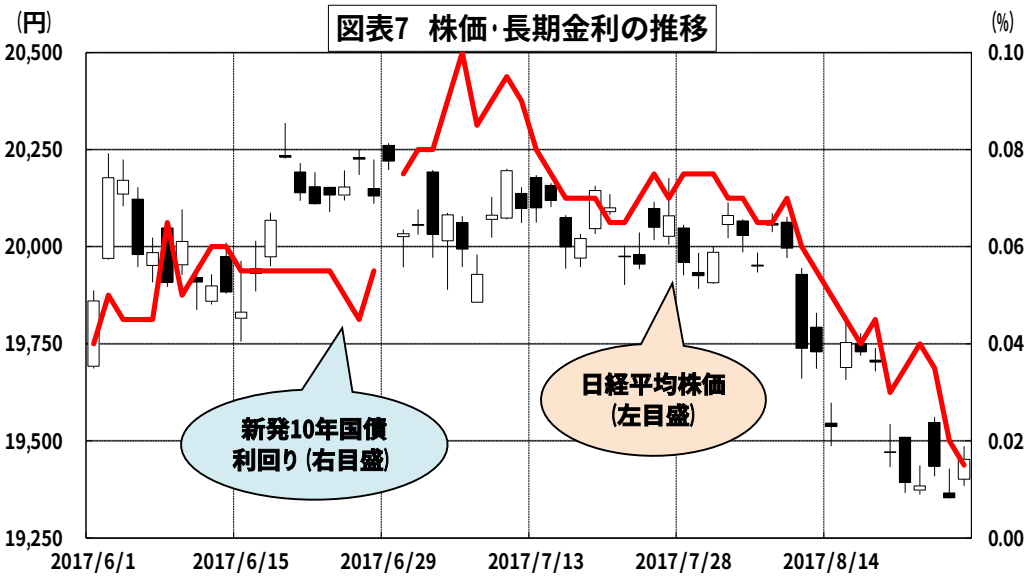
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

ゼロ％近傍で推移

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FRBが目論む「年3回の利上げペース」は鈍る可能性もあるが、米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とな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可能性はかなり低いだろう。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とみられるからだ。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。

図表7　株価･長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成　（注）6/29の新発10年国債は出合いなし

北朝鮮リスクが一服すれば株価は持ち直しへ

② 株式市場

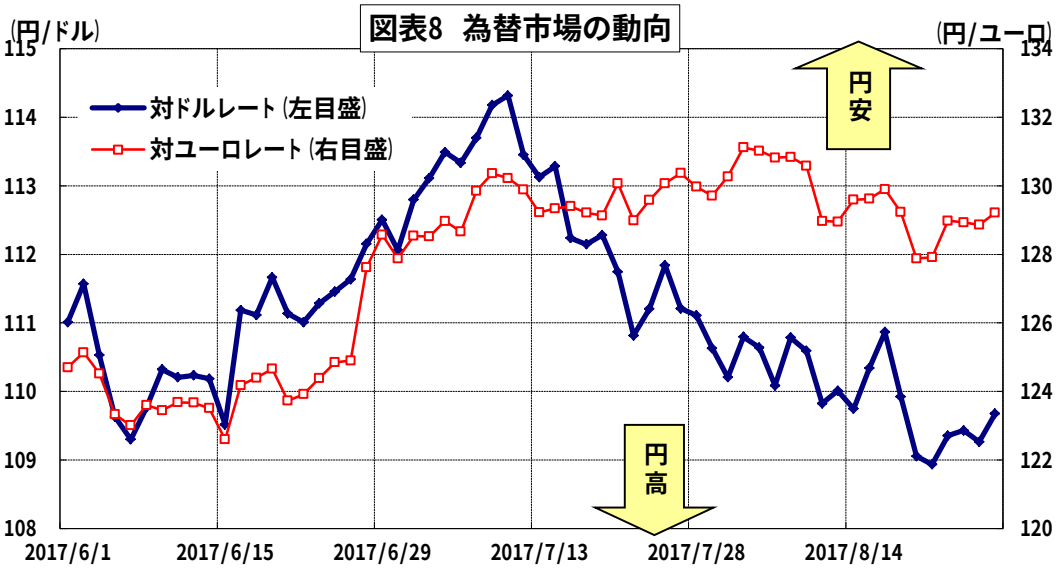
16年11月からのトランプ相場を受けて、日経平均株価はそれまでの16,000円台から19,000円台に上昇したが、その後は上値の重い展開が続いた。しかし、欧州での政治リスク後退や堅調な企業決算を背景に史上最高値を断続的に更新する米株価を受けて、6月には1年半ぶりに20,000円を回復し、その後も7月にかけて20,000円台を固める動きが続いた。しかし、8月に入ると、北朝鮮リスクの再浮上やトランプ政権の混乱などで円高が進行、それが嫌気されて直近は19,000円台前半まで下落している。

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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

いえ回復基調にあること、さらに日銀が QQE+YCC の一環として年 6 兆円のペースで ETF 買入れを継続していることもあり、北朝鮮リスクなどが沈静化しさえすれば、株価は再度持ち直し基調を強めるものと予想する。

図表8 為替市場の動向



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注) 東京市場の17時時点。

根強い円高圧力

③ 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、対ドルレートは再び円安ドル高傾向が強まり、一時は 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。6 月下旬から 7 月上旬にかけては欧米中央銀行からのタカ派的な発言を材料に円安に振れる場面もあったが、8 月入り後は、米トランプ政権内部の混乱、北朝鮮リスクへの警戒などでリスク回避的な円高圧力が高まっており、110 円割れで推移している。

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、トランプ大統領が公約として掲げた大型減税が実現すれば、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、大型減税の実施時期が見えない状況である。そのため、基調として

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

は 110 円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。

ユーロ高が進む場面も

一方、対ユーロでは、ECB が今秋にも量的緩和の縮小について議論する方針であることもあり、対ドルほどの増価は見られていない。リスク回避的な円買いニーズは根強いとはいえ、ECB による大規模緩和の幕引きに向けた動きと交錯する格好となっており、この 2 ヶ月間は 130 円前後でのもみあいが続いている。なお、ECB の緩和縮小に向けた動きが明確化すれば、ユーロ高がもう一段進む可能性があるだろう。

（17.8.25 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます