

4～6 月期からは減速するが、国内景気は改善継続

～消費税の使途変更などを争点に衆院解散・総選挙へ～

南 武志

要旨

8 月以降、北朝鮮を巡る情勢が緊迫化していることを受けて円高・株安・金利低下が進み、不透明感が高まった。しかし、米国景気の底堅さや FRB の年内利上げ観測の再浮上、さらには安倍首相が早期の解散・総選挙を決断したとの報道が好感され、足元では円安・株高方向に急速に戻している。

実体経済に目を向けると、4～6 月期に力強い回復を見せた民間消費は、その反動に加え、夏季賞与の鈍さや天候不順などから、勢いが乏しいものの、世界経済の持ち直しが進行する中、輸出が再び増勢を強めてきた。先行きについては、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、景気改善はしばらく継続するだろう。

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まだ見通せる状況にない。こうした状況を憂慮し、新任の政策委員の一人が現行政策ではデフレ脱却には不十分との評価を下し、一段の緩和の可能性も改めて意識された。ただし、物価が徐々に上昇率を高めていけば、そうした意見への同調は強まらないだろう。実質金利を自然利子率以下に誘導するという現行政策はしばらく継続されるとみられる。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2017年		2018年		
		9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コール翌日物	(%)	-0.046	-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 (%)	0.030	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15
	5年債 (%)	-0.115	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.15～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	111.8	105～118	105～118	105～118	105～118
	対ユーロ (円/ユーロ)	132.0	125～140	125～140	125～140	125～140
日経平均株価	(円)	20,330	20,500±1,500	20,750±1,500	21,000±1,500	21,500±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9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。

内閣支持率回復で 解散・総選挙へ

「森友・加計問題」への不十分な対応などから支持率が急落し、一時は苦しい立場に追い込まれた安倍首相であったが、8 月初旬の内閣改造後、民進党の執行部人事を巡る混乱などの敵失という側面もあるとはいえ、内閣支持率は回復に向かっている。さて、安倍首相は「経済最優先」の姿勢を続けているものの、首相返り咲きを果たした原動力は「自主憲法の制定」であり、それを自らの手で実現するためには 3 期目の党総裁を目指す必要がある。実

のところ、すでに改憲勢力は衆参両院とも「憲法改正の発議」に必要な3分の2以上を占めており、総選挙の結果次第では衆院で3分の2（新定数465のうち310議席）割れとなる可能性もないわけではないが、3期目の党総裁を目指す上では最善策と判断しての決断であろう。

そうした事情を見透かされ、解散・総選挙に大義はないとの批判も少なくないが、安倍内閣は憲法改正や消費税の使途変更、働き方改革などを総選挙の争点とする方針と報じられている。なお、19年10月に先延ばしされている消費税率の10%への引き上げ（一部に軽減税率導入）の実施により、5兆円強の増収が見込まれている。当初、政府は約1兆円を「医療・介護・年金・子育て」といった社会保障関連に充当し、残りの約4兆円余りを借金返済に使う予定であった。しかし、今回、増収分のうち2兆円程度を幼児教育の無償化や保育の受け皿整備などに充てることを提案したが、それにより20年度までに基礎的財政収支を黒字化するという目標は名実ともに先送りされることになる。安倍首相は財政再建の旗を降ろすことはないと説明しているものの、財政健全化目標の再検討が求められることは言うまでもない。

図表2 衆議院の会派別所属議員数（2017年9月25日現在）

自由民主党・無所属の会	287	} 与党	}	改憲勢力 337 (全体の71%)
公明党	35			
日本維新の会	15	}	}	
民進党・無所属クラブ	88			
日本共産党	21	}	}	
自由党	2			
社会民主党・市民連合	2	}	}	
無所属	22			
欠員	3	}	}	
計	475			

（資料）衆議院ウェブサイト

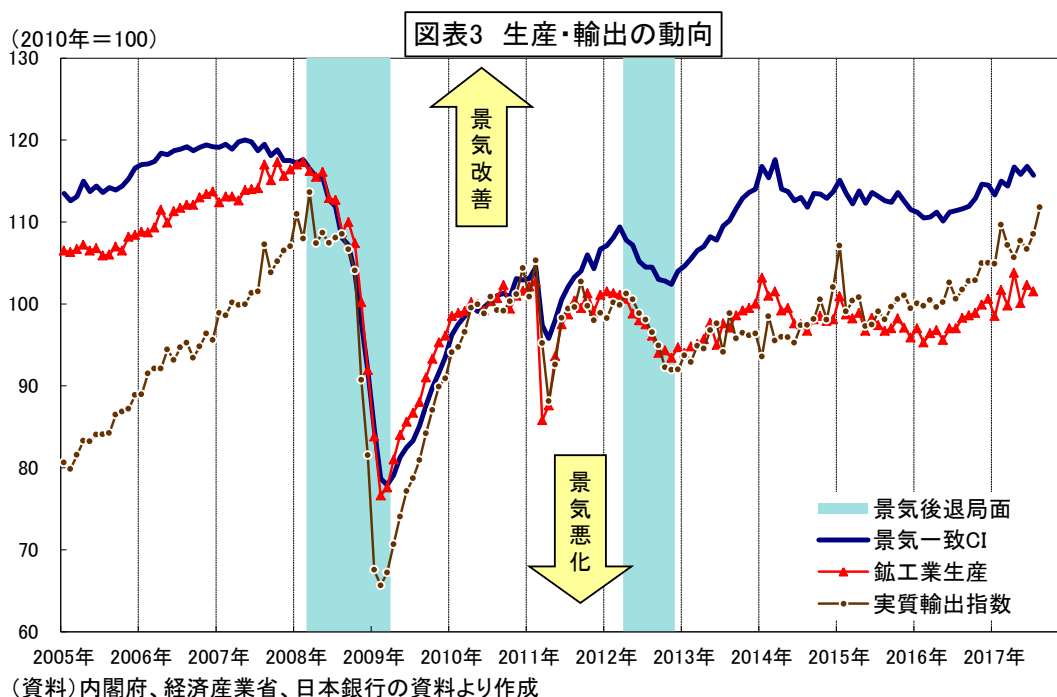
（注）次回総選挙では定数が465に削減予定

挑発を続ける北朝鮮

一方、北朝鮮を巡る情勢は緊迫しており、地政学的リスクが常に意識される状況にある。8月26日に日本海に向けてミサイルを発射したことに続き、29日には日本上空を通過する弾道ミサイルを発射、さらに9月3日には6度目となる核実験を強行した。北朝鮮の国営メディアは大陸間弾道ミサイル（ICBM）に搭載予定の水爆実験に完全成功したと発表するなど、急ピッチで核兵器開発

が進んでいることが示唆される。こうした事態を受けて、国際連合安全保障理事会は8月に続き、11日に新たな制裁決議を採択、北朝鮮向けの原油・石油輸出の制限、天然ガスや北朝鮮の繊維製品を禁輸対象とした。しかし、今回の制裁措置にも抜け穴が指摘されるほか、15日には再び日本上空を通過する弾道ミサイルを発射するなど核・ミサイル開発を継続する姿勢を明確にしている。

こうした状況の下、米朝間は威嚇の応酬が次第に激しさを増しつつある。10月10日には朝鮮労働党創建記念日を控えており、北朝鮮が新たな行動に乗り出す可能性もある。もちろん、米朝両国は水面下では事態の收拾を模索しているのだろうが、その結果が日本にとって都合の良いものとなる保証はない。先行き、防衛力強化など歳出増の圧力が加わる可能性も念頭に入れていくべきであろう。



景気の現状：緩やかな回復基調を維持

さて、国内景気に目を転じると、4～6月期のGDP第2次速報(2次QE)で実質GDPが前期比年率2.5%と、1次QE(同4.0%)から大幅に下方修正された。しかし、「2.5%成長」そのものは、潜在成長率(1%弱)と比べても十分高く、さらに下方修正の主因であった民間企業設備投資も3四半期連続の増加が維持されており、国内景気は持ち直し傾向を強めつつあるとの評価を特段修正する必要はない。

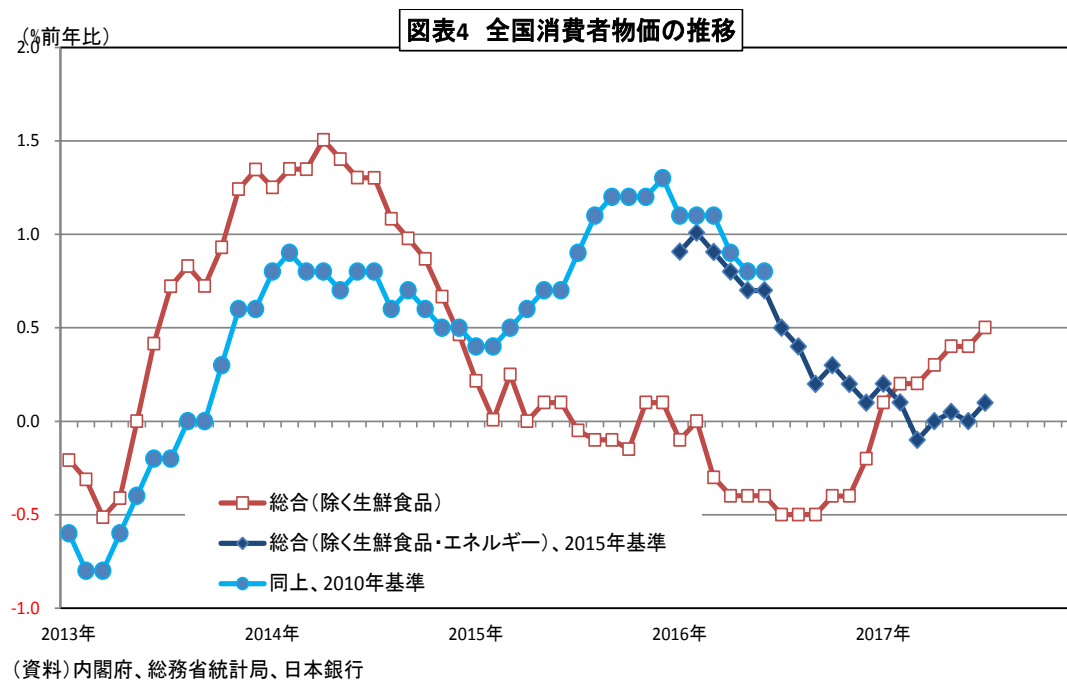
最近の経済指標からは、4～6月期に好調だった民間消費に反動

**景気の先行き：
改善傾向は継続**

減が散見される。家計調査によると、16年夏以降、1年かけて持ち直してきた消費性向は、7月には再び悪化が見られた。毎月勤労統計からは、夏季賞与の低迷によって7月の現金給与総額が前年比▲0.6%（実質賃金は同▲1.1%）と減少した様子が見て取れるほか、天候不順の影響で「夏に相応しい消費行動」が抑制された可能性も否定できない。さらに、7～8月の乗用車販売台数も軟調であった。半面、4～6月期に減少した輸出は米国向け、アジア向けを中心に復調している。事実7～8月の実質輸出指数は4～6月平均を3.3%上回っており、かつ8月の水準も過去最高（08年2月）に迫るなど、堅調といえる。

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。上述の通り、7～9月期の成長率は消費減速などを主因に鈍化する可能性は高いが、労働需給の引き締まりを背景に雇用者報酬を今後とも増加が予想され、それが消費を下支えすると期待されるほか、民間設備投資は自律的な拡大局面に入っているとみられる。また、しばらく世界経済は回復を続けると想定されることから輸出は増勢を維持するだろう。

当総研では4～6月期の2次QE発表を受けて、「2017～18年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）」（後掲レポートを参照のこと）を取りまとめたが、17年度は1.6%成長、18年度も1.3%成長と、底堅い推移が継続するとの従来の見通しを踏襲している。

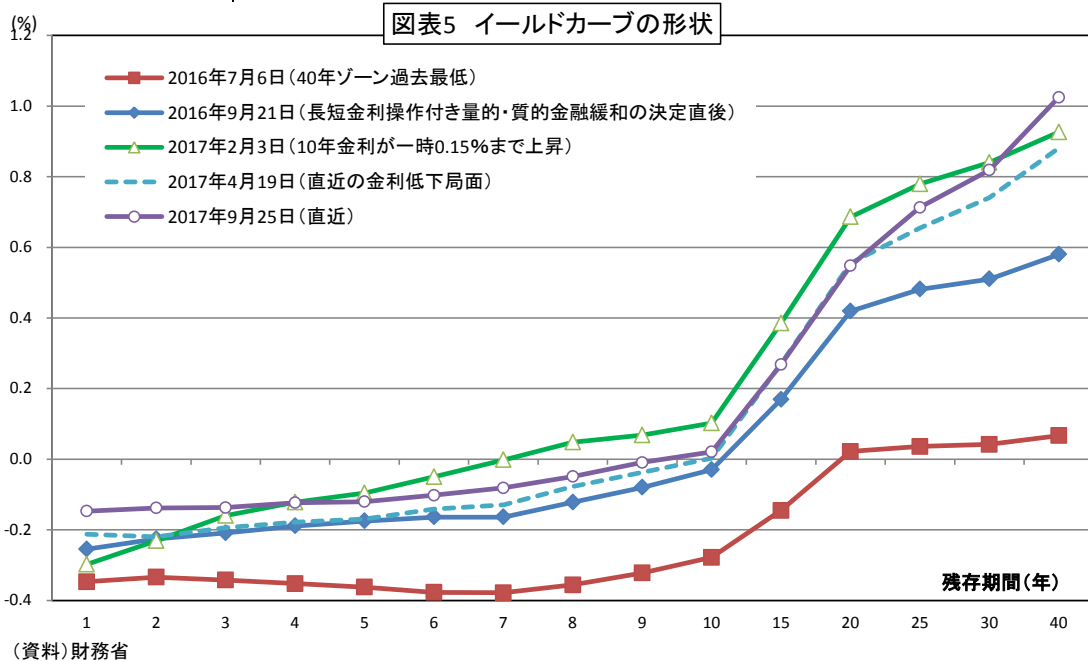


物価動向：依然 乏しい上昇圧力

一方、物価上昇率は徐々に高まってきてはいるが、上昇テンポは相変わらず鈍い。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。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った。

全国コアの内容をみると、エネルギー（電気・ガス料金、石油製品）の押し上げ効果はすでに一服している半面、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（輸入消費財指数（8月）は前年比3.3%へ加速）。

先行きについては、当面は輸入物価が上昇傾向を強めるとみられること、民間消費の持ち直しが本格化しつつあること等により、前年比上昇幅は緩やかに拡大していくと予想される。ただし、賃上げ圧力はまだ鈍いことから、日銀が目指す2%の物価上昇は当分先のことになりそうだ。



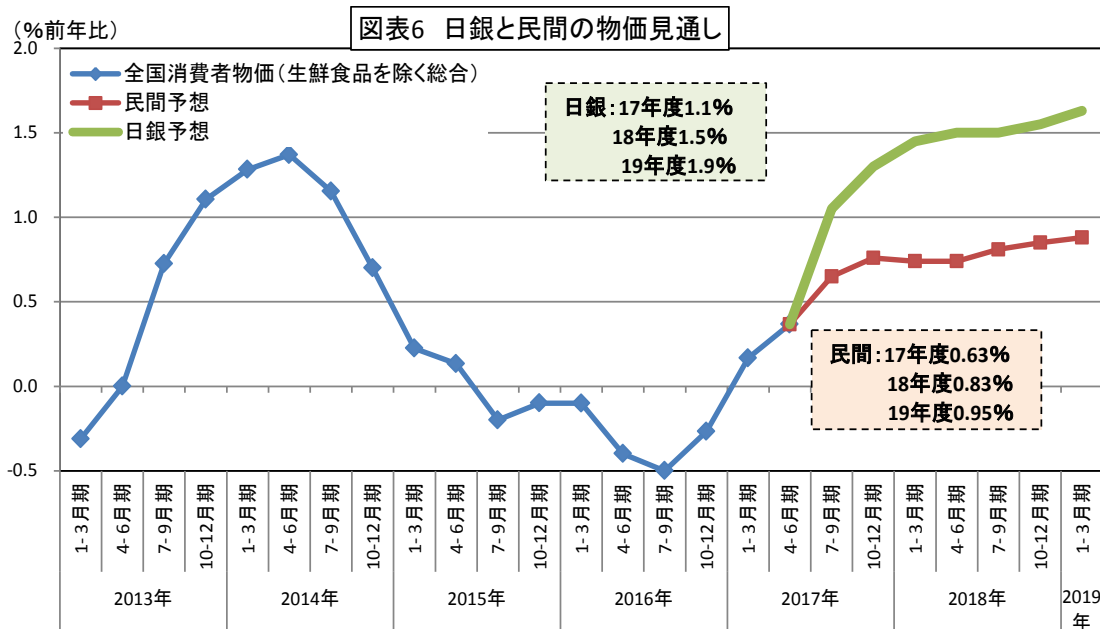
金融政策：イー ルドカーブコン トロール導入か ら1年

「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）」の導入から1年が経過するなか、9月20～21日に開催された日本銀行の金融政策決定会合は現状維持の決定となった。今回会合では、これまで超緩和策の副作用や弊害を指摘し、緩和規模の縮小を訴えて

きた佐藤・木内の両氏が政策委員の任期を満了し、代わって金融機関出身の鈴木人司氏、「リフレ派」の論客の片岡剛士氏が新たに政策委員として加わったが、就任前から緩和は不十分と主張し続けてきた片岡審議議員が現状維持という議長案に反対票を投じたことに注目が集まった。

決定会合後に公表された声明文によると、片岡審議委員の物価予想は他の政策委員よりも悲観的であり、現行 YCC のもとで 2% に向けて物価上昇率が高まる可能性は低いとの理由で反対したとされる。次回会合以降、何らかの追加緩和策の提案が提出される可能性もあるだろう。

なお、仮に片岡審議委員の予想通り、18 年入り後に物価上昇率が足踏み状態に入った場合（実際、ESP フォーキャスト調査などによれば、民間エコノミストの平均的な予想は 19 年度にかけても物価上昇率は前年比 1% 未満としている）、他の「リフレ派」政策委員も更なる緩和の必要性を検討し始める可能性もないわけではないだろう。このように、しばらくは現状維持と受け止められ、かつ最近では米国に続いて欧州でも検討され始めた金融政策の正常化に追随して日銀も緩和縮小の方向に舵を切る可能性すら指摘されつつあったが、逆に金融緩和策が再び強化されることも選択肢の一つとして意識される事態となった。



(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(9月)を使用、日銀予想は展望レポート(7月)より作成。

当面は現行政策 が継続

もちろん、物価上昇率が日銀の想定ほどではなくとも、着実に高まっていきさえすれば、追加緩和の必要性は徐々に薄れるとみられる。半面、一部から出ている欧米追随型での緩和縮小（資産買入れ額の減額や利上げ）については。日銀が「物価安定の目標」を修正・放棄でもしない限り、物価上昇率が前年比 1% 台半ばあたりまで高まるまでは明確な動きは出ないものと思われる。総選挙の結果、安倍政権が継続することになれば、実質金利を自然利子率以下に誘導し、経済・物価に好影響を与えていくという日銀の現行政策スタンスはしばらく継続されるだろう。

金融市場：現 状・見通し・注 目点

北朝鮮の先軍節（8 月 25 日）、建国記念日（9 月 9 日）など重要イベントが多い中、北朝鮮が弾頭ミサイル発射や核実験を強行するなど、地政学的リスクが高まったほか、米国内でディスインプレの定着観測が強まり、利上げ予想が後退したこと、9 月上旬にかけて「円高・株安・金利低下」の流れが強まった。その後は、国連安保理の対北朝鮮制裁決議が中露に譲歩した内容となったことや解散・総選挙が好感されたこと、米国の年内利上げ観測の再浮上もあり、「円安・株高」傾向が強まっている。

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。

① 債券市場

9 月上旬にかけ て金利は再びマ イナスに

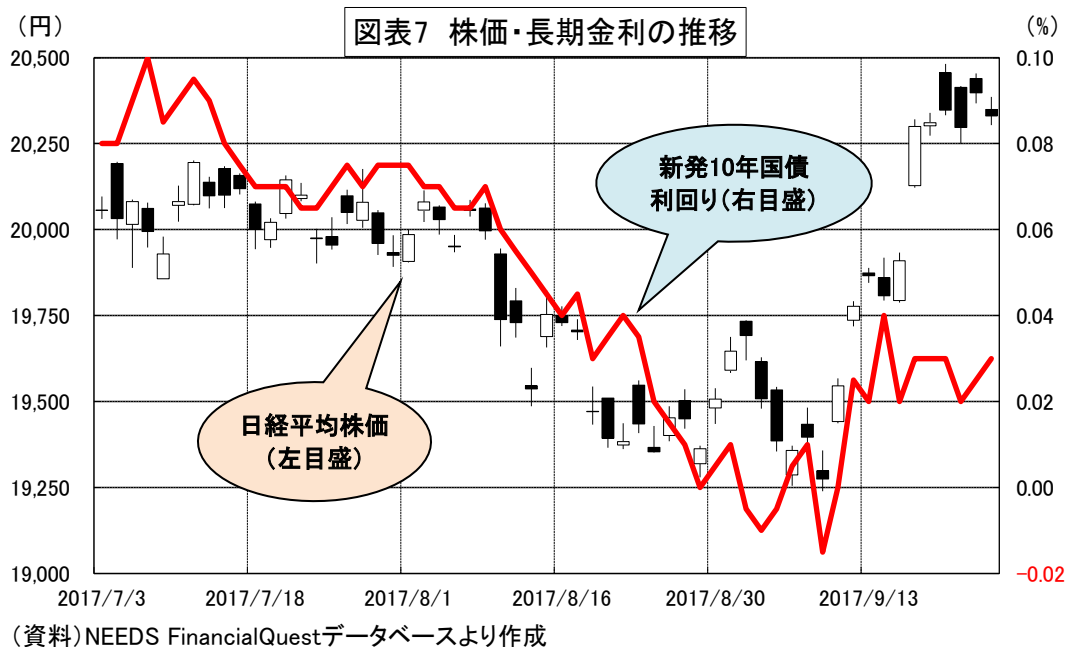
13 年 4 月の量的・質的金融緩和の導入以降、日銀は大量の国債買入れ（当初は保有残高が年間 50 兆円増のペース、その後は同 80 兆円増のペース（現在「80 兆円」は目標ではなく、「めど」としている））を実施してきた。資金循環統計によれば、17 年 6 月末の日銀の国債保有残高は 402 兆円と、3 月末から 15 兆円増加し、全体の 41.3% に達している。こうした状況は国債需給を引き締めてきたほか、16 年 2 月以降のマイナス金利政策が導入されたことで、金利水準は大きく低下、長期金利の指標である新発 10 年物国債利回りは 2～11 月にかけてマイナス状態が続いた。その後、ランプ相場（16 年 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。

長期金利は当面 ゼロ%近傍で推移

なお、この1ヶ月の動きをみると、北朝鮮リスクへの警戒や世界的なディスインフレ傾向への再認識を受けた米利上げ観測の後退などから、9月上旬に長期金利は10ヶ月ぶりにマイナスとなったが、その後は北朝鮮リスクへの警戒が幾分和らぎ、小幅ながらもプラス圏（0.0%台前半）で推移している。

先行きについては、米国では金融政策の正常化を継続するとみられ、年内さらに1回の利上げを織り込みつつあるほか、10月に開始する中銀バランスシートの縮小（国債などの再投資の一部停止）が米長期金利に対して一定の上昇圧力を加えるとみられる。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して効いてくるだろう。

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引き続き低いと思われる。金利上昇圧力が高まる場面では日銀は従来通り、指値オペ、固定金利オペや買入れ増額などで対応することになるだろう。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。



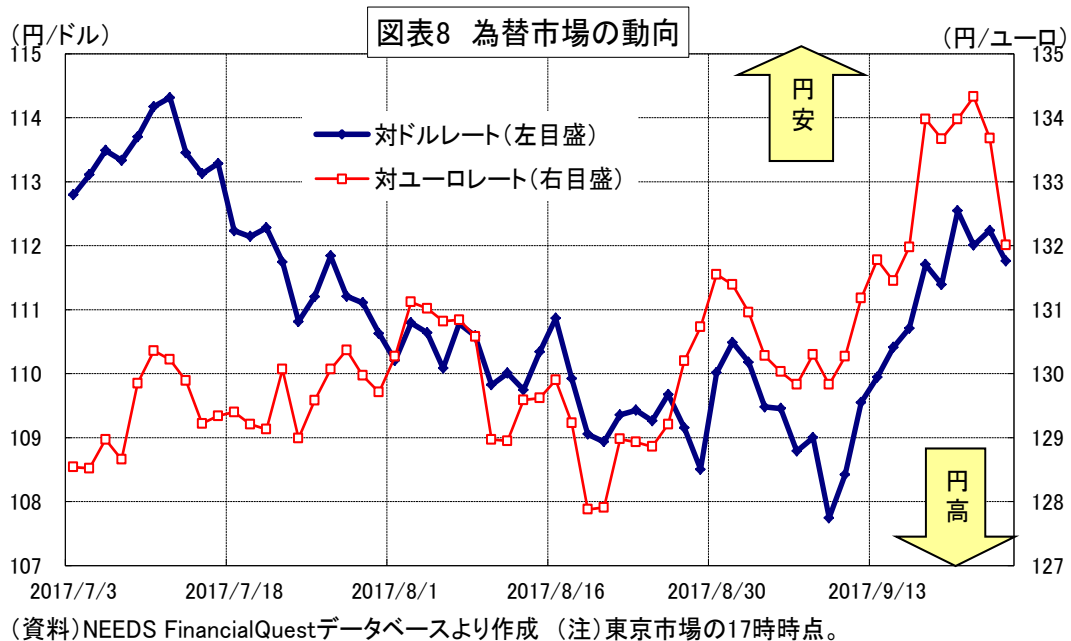
株価は底堅く推移

② 株式市場

6月に1年半ぶりに20,000円を回復した日経平均株価は、その後も内外景気の回復という追い風もあり、7月にかけて20,000円台を固める動きを続けた。しかし、8月に入ると、北朝鮮リスク

の再浮上や米トランプ政権の混乱などで円高が進行、それが嫌気されて一時 19,000 円台前半と、4 月下旬以来の安値水準まで下落する場面もあった。9 月中旬以降も、北朝鮮リスクは根強いものの、堅調な米国経済指標を好感した米株高や解散・総選挙でアベノミクスが一段と加速するとの期待感から株価は年初来高値を更新、2 年 1 ヶ月ぶりの水準まで回復している。

先行きは引き続き北朝鮮リスクへの警戒が残るものの、基本的に内外経済は緩やかな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 買入を継続していることもあり、株価は徐々に持ち直し基調を強めるものと予想する。



根強い円高圧力

③ 外国為替市場

16 年 10 月までは 1 ドル＝100 円台前半で推移してきた対ドルレートは、その後のトランプ相場を受けて、一気に円安が進行、一時 120 円台に迫る動きとなった。しかし、17 年入り後はその動きが一服し、概ね 108～115 円のレンジ内での展開が続いている。

相場の材料としては、米トランプ政権の政策運営能力や先進国・地域での金融政策の方向性、地政学的リスクなどが取り上げられることが多い。特に、4 月以降は北朝鮮を巡る地政学的リスクへの意識が強まっており、弾道ミサイル発射や核実験などの度にリスク回避的な円高圧力が高まる、といった状況が幾度となく繰り返されている。直近も、8 月から 9 月上旬にかけて 110 円割れの円高状態が続いた。

ユーロ高がもう 一段進む場面も

また、金融政策については、6月下旬から7月上旬にかけて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、こうした内外の金融政策の方向性の違いが為替レートの変動要因となっている。しかし、日本では金融緩和策が当面継続される可能性が高い半面、世界的にデフレーション状態が継続するとの観測から、金融政策の正常化ペースはあくまで緩やかとの見方も強く、円安圧力はさほど高まらずにいる。

先行きについても、内外の金融政策の方向性が変化しつつあることは円安を促す材料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、足元堅調とされる米国経済を一段と刺激し、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、減税の実施時期を巡っては予断を許さぬ状況であるほか、規模も期待外れとなる可能性もないわけではない。以上から、基調としては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。

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、ユーロ高の展開が続いたが、足元では24日の独総選挙後の政権基盤が不安定となるとの懸念から調整している。基本的に、地政学的リスクが高まる場面ではリスク回避的な円買いニーズも強まるものの、ECBは10月の政策理事会で18年以降の量的緩和政策の修正を行うとみられるため、それに向けてユーロ高が再び進む可能性はあるとみられる。ただし、緩和縮小ペースがかなり緩慢なものとなる、またはユーロ高への懸念が示されるようなことがあれば、ユーロ高圧力は沈静化するだろう。

(17.9.26現在)