

内外の景気拡大期待を背景に株高進行

～総選挙は与党圧勝、アベノミクス路線は継続～

南 武志

要旨

「国難突破解散」を受けた総選挙では、自公与党が3分の2超の議席を獲得した。自民党の選挙公約では、2019年10月に消費税率を10%へ引き上げ、その増収分の一部を幼児教育の無償化などに充当するとしており、目下の最優先課題は増税時までそのショックに耐えるように日本経済の再生を促すことといえるだろう。なお、金融市場は、米国での税制改革論議の進展や米国経済の改善を受けた年内の利上げ観測の高まり、さらにはアベノミクス加速への期待感から、「円安・株高」傾向が強まった。

実体経済に目を向けると、民間消費に4～6月期の反動減が出ているものの、世界経済の堅調さを背景に輸出が再び増勢を強めているほか、設備投資も自律的な拡大局面に入っているとみられる。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。

こうした中、物価上昇率も徐々に高まってきたが、依然2%の「物価安定の目標」には遠い状況である。追加緩和を検討する政策委員も出てきたが、実質金利を自然利子率以下に誘導するという現行政策の枠組み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		
	10月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.041	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0630	0.05～0.07	0.05～0.07	0.05～0.08	0.05～0.08
国債利回り (%)	10年債 (%)	0.065	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15
	5年債 (%)	-0.090	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.15～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	113.8	105～118	105～118	105～118
	対ユーロ (円/ユーロ)	134.5	125～140	125～140	125～140
日経平均株価 (円)	21,739	21,500±1,500	21,750±1,500	22,000±1,500	22,250±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10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。

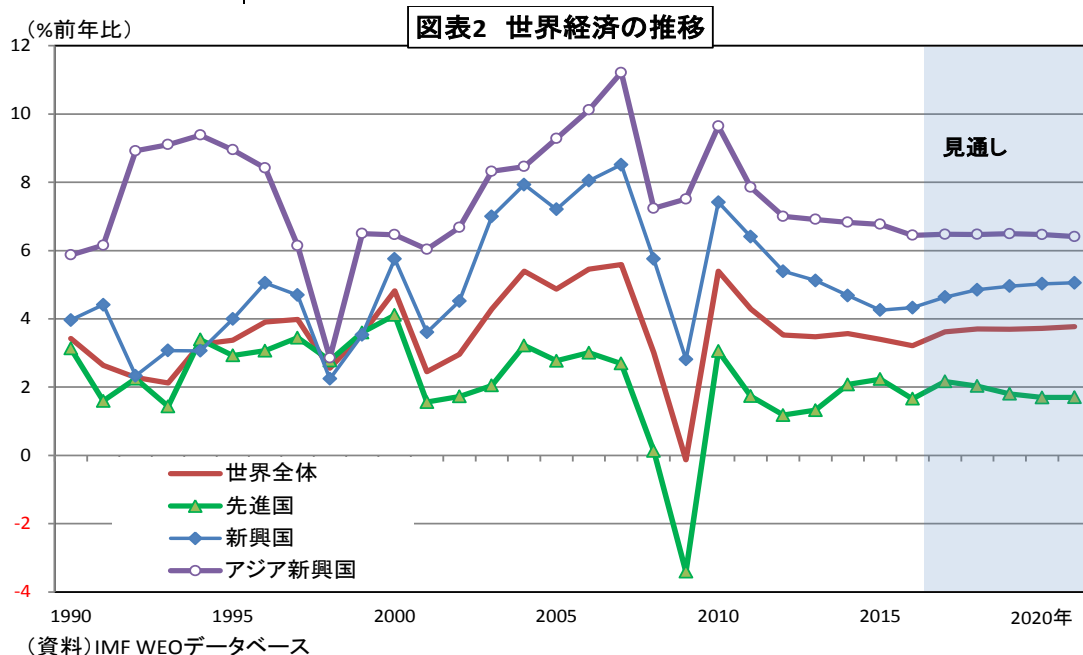
与党圧勝で終わった総選挙

緊迫する北朝鮮情勢や止まらない少子化などの「国難」を突破するために国民の信を問うことを目的に実施された10月22日投開票の第48回衆議院議員選挙(総選挙)は、与党が定数465のうち313議席(全体の67%)を獲得、圧勝する結果となった。「森友・加計問題」で急落した内閣支持率が十分回復していたわけではなかったが、政権批判票が分散したこと、さらには国内景気の堅調さが追い風となったことが影響したとみられる。とはいえ、結果は民意であり、アベノミクス路線は、多少の問題点を抱えて

19 年 10 月の消費税率引上げには課題も

いるにせよ、有権者から継続が支持されたといえる。

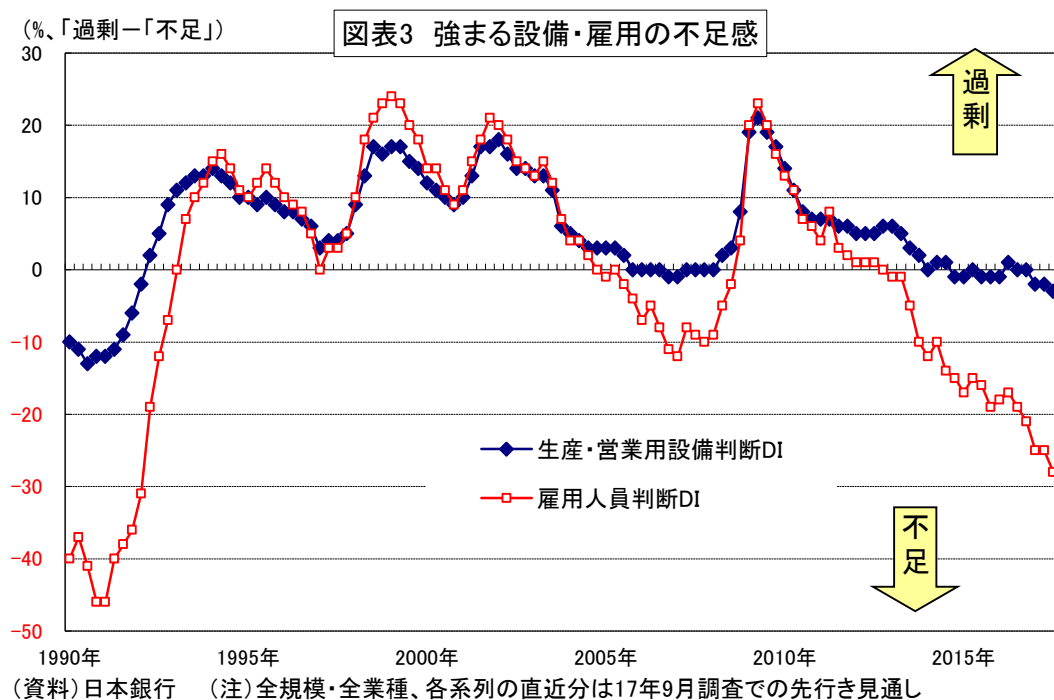
さて、自民党の公約には①北朝鮮の脅威への対応、②アベノミクスの加速、③生産性革命を通じた国民所得の増加、④教育無償化などの「人づくり革命」、⑤地方創生、⑥憲法改正、が掲げられていた。このうち、④については、2019 年 10 月に予定されている消費税率引上げを実施し、5 兆円台半ばと見込まれる増収分のうち、2 兆円程度を教育分野に充てることを提案している。約 1 兆円は「医療・介護・年金・子育て」といった社会保障関連に充当する予定であるため、当初 4 兆円余りとしていた借金返済分は 3 兆円程度まで減額される見込みである。総選挙直後の TV インタビューで、安倍首相はリーマン・ショック級の事態でも起きない限り、基本的には税率引上げを実施すると述べたが、そのためには少なくとも 19 年度まで景気の堅調さを持続させ、物価・賃金の適度な上昇を促すことが最優先課題といえるだろう。逆にデフレ脱却が不完全なまま増税という景気抑制政策をとると、「14 年 4 月」のようにその後の景気低迷と財政健全化の後ズレを引き起こす可能性は高い。



下振れリスクはあるものの、世界経済は回復継続

世界経済に目を転じると、持ち直しの勢いが増しつつある。10 月 18 日に公表された国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しによれば、過去の景気回復局面と比べて、世界的に賃金・物価の動きは鈍いものの、総じて改善方向に向かっているとの現状認識を示した。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、世界経済全体の成長見通し自体は緩慢で勢いに欠けるものの、世界金融危機以降で最も低かった16年（3.2%成長）を底に、17年3.6%、18年3.7%と上昇率を高めていくとの予想となっている。こうした見通しは、日本の輸出にとっても好材料である。



景気の現状：緩やかな改善傾向

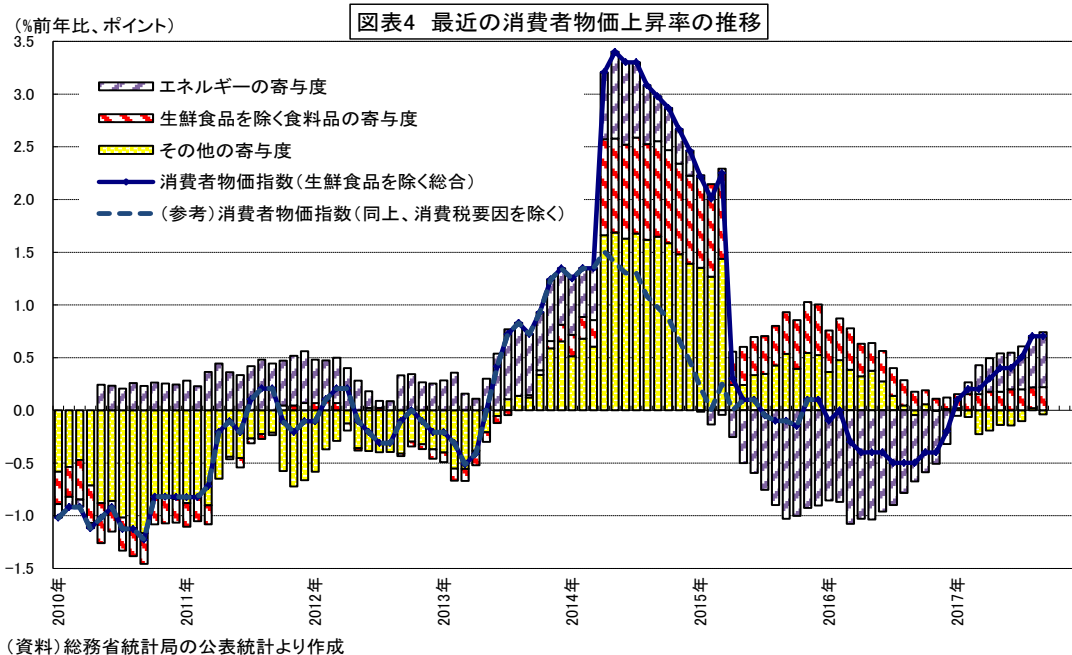
こうした情勢を背景に、国内景気は総じて堅調な推移を続けている。10月2日に公表された日銀短観（9月調査）によると、企業経営者の景況感は総じて改善（代表的な大企業製造業の業況判断DIは22と、前回6月調査時から5ポイントの改善で、10年ぶりの水準まで回復）したことが確認できる。雇用人員や資本設備の不足感もじわじわと強まっており、いずれも約25年ぶりの水準となっている。また、9月の景気ウォッチャー調査からは家計部門の景況感も持ち直していることが見て取れる（現状判断DIは50.1と10ヶ月ぶりに判断基準となる50を上回った）。さらに、8月の景気動向指数（確報）によれば、一致CIは107.7と、直近ピークだった14年3月（107.6）を更新、リーマン・ショック直後以来の水準まで回復した。

ただし、消費や賃金関連の経済指標には好調だった4～6月期からの反動も散見されている。消費総合指数（内閣府試算）の7～8月平均は4～6月平均を▲0.6%も下回っているほか、実質総雇用者所得指数も同じく0.1%の上昇にとどまっている。夏季賞与の

**景気の先行き：
改善傾向は継続**

低調さに加え、天候不順の影響が出ているとみられる。逆に4～6月期は弱かった輸出は再び増加傾向を強めており、7～9月期の実質輸出指数は前期比1.9%と2四半期ぶりに上昇するなど、消費低迷をある程度補うものと期待される。

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の反動減を主因に鈍化する可能性は高い。しかし、労働需給は着実に引き締まっており、賃金上昇率は徐々に高まる可能性が高く、消費の腰折れは回避できると思われる。また、積み上がっている更新需要、省人化ニーズの高まり、低金利環境、五輪特需などを背景に盛り上がりつつある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。さらに、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。18年度にかけて日本経済は潜在成長率を上回る成長経路をたどると予想する。



**物価動向：需給
改善による上昇
圧力はなお鈍い**

一方、17年入り後にプラス圏に再浮上した物価であるが、最近では徐々に上昇率を高めてきた。ただし、全国9月の「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比0.7%と、上昇率は8月と変わらずであった。また、「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同0.2%と2ヶ月連続のプラスとなったほか、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」も同0.0%であった（ともに、8月分と変動率は変わらず）。内容的には、エネルギー、診療費（高齢者の高額医療費制度の見

金融政策：1 人の政策委員が追加緩和の必要性を主張

直し)、さらには昨秋以来の円安などが主な押上げ要因であることは否めず、決して需給改善効果によって物価上昇が起きているわけではない。

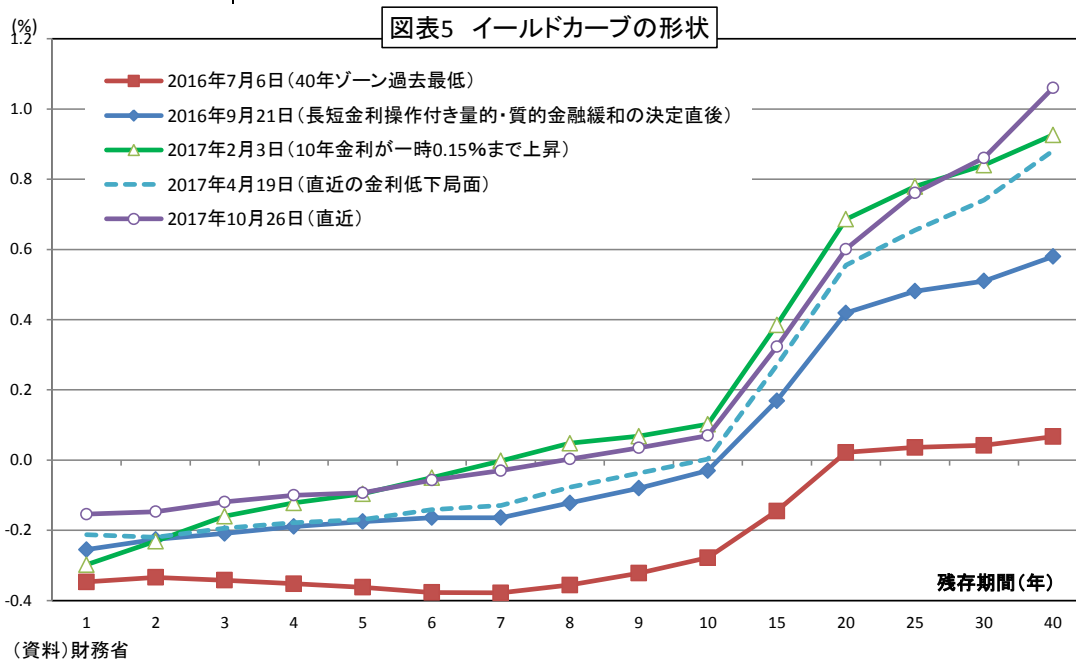
先行きについては、引き続き円安に伴って輸入物価の上昇傾向を強める可能性があること、また民間消費の持ち直しによる需給改善効果が復活すること等により、傾向的に前年比上昇幅は高まると予想される。また、今年に入ってから人手不足の影響で運送費などが値上げされているが、それが消費財・サービス価格にも徐々に波及することになるだろう。

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。

9 月 20～21 日に開催された日本銀行の金融政策決定会合では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和 (QQE+YCC)」の継続が 8 対 1 の賛成多数で決定された。唯一の反対票を投じたのは、新たに政策委員として加わった「リフレ派」の論客の片岡剛士氏で、後日公表された「主な意見」からは、「物価は、原油価格や為替の影響により当面上昇すると見込まれるものの、資本・労働市場に過大な供給余力が残存していることから、来年以降、2% に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低い」、「2019 年 10 月に消費税の増税が予定されている中、「物価安定の目標」の達成・安定化に向けて、追加金融緩和によって総需要を一段と刺激することが必要である」と発言したものと推察される。早ければ次回 10 月 30～31 日開催予定の決定会合において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。

問題は、その意見が他のリフレ派委員や政策委員全体に波及するかどうか、である。上述の「主な意見」によれば、2% の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されており、現行政策を粘り強く継続することが望ましいとの意見が大勢であることが見て取れる。同じくリフレ派とされる櫻井眞審議委員は 10 月 18 日に、「企業が値上げに慎重であっても、次第に労働コストを吸収することが難しくなっていく」、「今後は個社の値上げとともに競合他社が追随する動きが増えてくる」、「現実には値上げの動きが広がれば、消費者も物価の上昇をある程度当然のこととして受け止めるようになる」、「企業にとっては更なる値上げの余地が広がる」、「雇用者も物価の上昇分を賃金に反映するよう求めることになる」、「こうした循環的なメカニズムの下では、物価上

昇率は 2%の目標に向けて次第に上昇基調を強めていく」との見方を示している（「函館市金融経済懇談会における挨拶要旨」より）。しかし、片岡審議委員や多くのエコノミストの見通しのように、17 年度下期以降、物価上昇率が足踏み状態に陥った場合、「リフレ派」政策委員会を中心に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。



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。逆に、先行する欧米地域での「金融政策正常化」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、「オーバーシュート型コミットメント」や「物価安定の目標」などを修正・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だろう。日銀の現行政策スタンスは今しばらく継続されるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

米雇用統計（9 月）はやや不振だったが、米国株価が断続的に史上最高値を更新し、かつ米国の年内利上げ観測を織り込む動きが続いたこと、また総選挙期間を通じて、アベノミクス継続を予感させる内容の観測記事が出ていたこともあり、「円安・株高」傾向が強まった。

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。

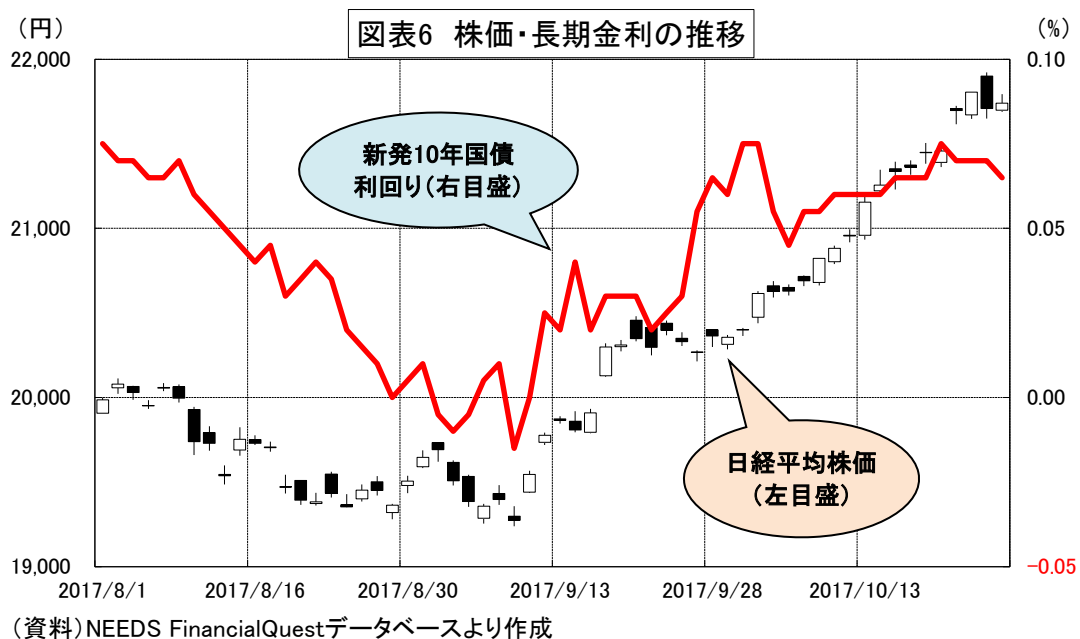
長期金利は再び プラス圏へ

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。営業毎旬報告によると、10月20日時点での日銀の国債保有残高は409兆円まで積み上がっており、国債需給を引き締めているほか、長期金利のコントロールもある程度は可能な状況となっている。

16年11月のトランプ相場開始とともに、約8ヶ月にわたってマイナスで推移してきた長期金利は再びプラス圏に浮上し、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。

直近の動きを振り返ると、北朝鮮リスクへの警戒や世界的なデフ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いだことでプラスに浮上、さらに9月中旬以降は内外景気の改善や株高・円安、さらには財政健全化目標の先送りなどが影響して0.0%台後半で推移している。



長期金利は当面 ゼロ%近傍で推移

先行きについては、欧米での金融政策正常化の動き、国内経済・物価の改善などにより、一定の上昇圧力が働くとみられる。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。

② 株式市場

株価は堅調推移

内外景気の回復を受けて、6～7月にかけて日経平均株価は20,000円台を固める動きを続けたが、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19,200円台と、4月下旬以来の安値水準まで下落した。しかし、その後9月中旬以降は、北朝鮮リスクが煙り続けるなか、堅調な米国経済指標を好感した米株高や米国の年内利上げ観測を背景にしたドル高円安、さらには解散・総選挙の結果、アベノミクスが一段と加速するとの期待感から株価は上昇傾向をたどり、9月下旬には年初来高値を更新した。

一方、総選挙直前に「希望の党」が発足し、当初は連立与党の苦戦の可能性が伝えられたものの、米国で税制改革に進展が見られたことへの期待感から史上最高値を更新する米国株価や日銀短観など国内経済指標の改善、さらに選挙戦入り後は与党優勢との報道が好感され、株価は上昇を続けた。そして、23日には総選挙での与党圧勝を受けて、日経平均株価は史上初となる15連騰を達成（24日には16連騰を記録）、21年ぶりの高値水準まで上昇した。

先行きは引き続き北朝鮮リスクへの警戒が残るほか、これまでの急ピッチな上昇（2ヶ月で2,000円超）に対するスピード調整も想定され、目先は軟調な展開となる可能性は否めない。しかし、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買入れを継続していることもあり、株価は総じて堅調に推移すると予想する。

③ 外国為替市場

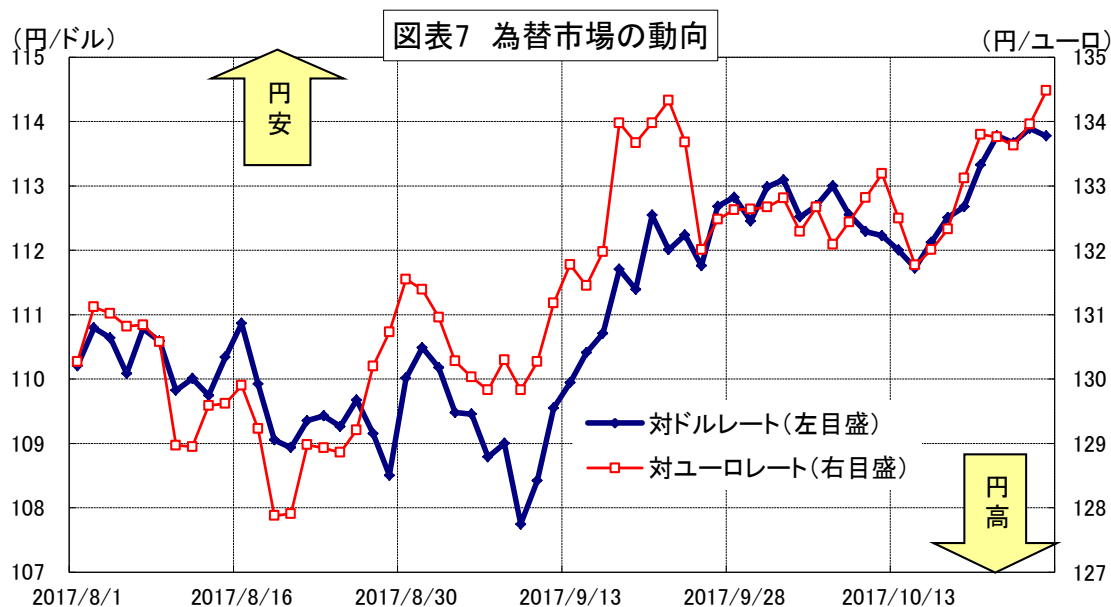
円安気味に推移

16年11月以降のトランプ相場を受けて、対ドルレートは円安が進行、同年末にかけて120円台に迫る動きを続けた。しかし、

17 年入り後はその動きが一服し、概ね 110 円台前半のレンジ内での展開が続いている。9 月上旬には北朝鮮情勢が緊迫、リスク回避的な円高圧力が高まり、110 円割れの円高状態が続いた。しかし、その後は米国の年内利上げ観測や税制改革の進展への期待感が強まり、円安気味の展開となっている。

先行きについても、米国での金融政策の正常化の動きは円安を促す材料であるほか、次期 FRB 議長が緩やかな正常化を進めるイエレン現議長よりもタカ派が就任すれば、さらにドル高円安が進む可能性がある。また、米国での税制改革が現実味を帯びれば、既に堅調な米国経済が一段と加速、金利上昇を促し、ドル高圧力が高まる可能性がある。

一方で、米国第一を標榜するトランプ政権は、対米貿易黒字国である日本の通貨がさらに減価することに難色を示し、口先介入を始める可能性もある。以上から、一方向的な円安進行には限度があり、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。また、これまで同様、世界的に何かしらのリスクが強まる場面では、円高に振れる場面を想定しておく必要がある。



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

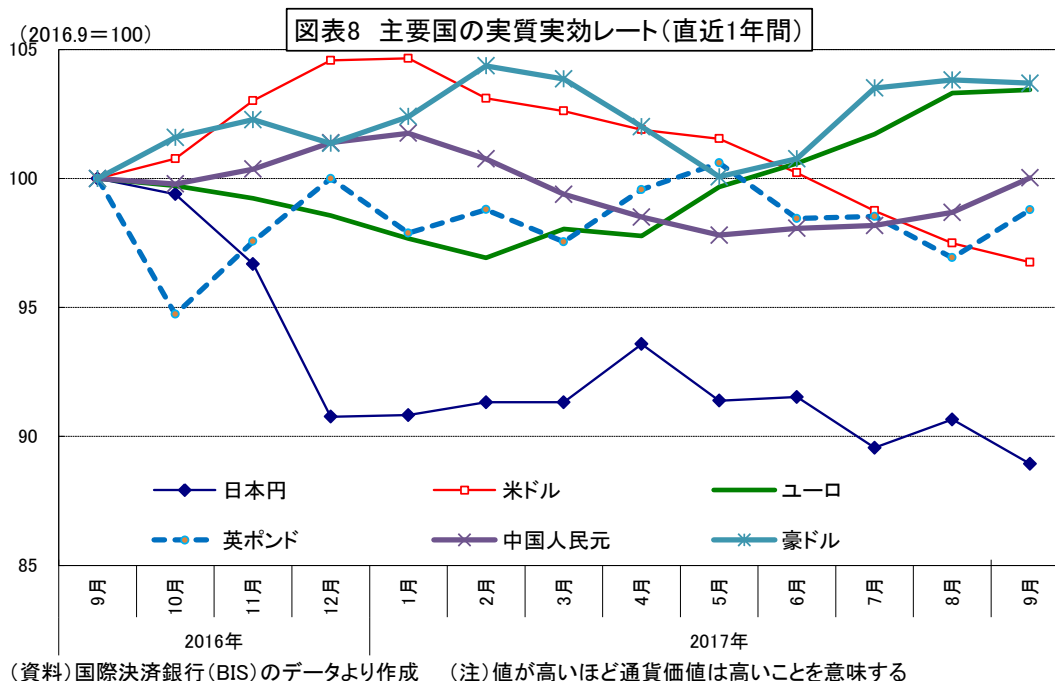
ユーロ高が進行

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ており、この半年で 20 円弱の円安ユーロ高となっている。基本的に、欧州中央銀行 (ECB) が今秋にも 18 年以降の量的緩和政策の修正 (買入れ減額) を行うとの観測が強まり、ユーロ高が進行してきた。

なお、10月26日に開催されたECB政策理事会では、量的緩和の期限を18年9月まで延長、かつ1月からの買入れ額を月300億ユーロに半減することを決定した。一方で、ドラギ総裁は見通しが悪化した場合には延長するとの姿勢を示したことから早期の利上げ観測が後退し、ユーロ高は一旦沈静化している。

今後とも、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が強まる可能性は高いが、18年入り後のユーロ圏経済や物価情勢を確認しながら、秋以降の金融政策を見極める展開が見込まれる。

ちなみに、実質実効レートからは、17年に入り、日本円・米ドルは低下傾向（減価）、ユーロは上昇傾向（増価）にあることが確認できる。



(17.10.26 現在)