

情勢判断

国内経済金融

「いざなぎ景気」を超える息の長い景気拡大が継続

～引き続き、政府は経営者に賃上げ・設備投資増を要請～

南 武志

要旨

9月の景気動向指数からは、今回の景気拡張期間が58ヶ月と、高度経済成長期の「いざなぎ景気」の57ヶ月を抜いた可能性が示された。また、7～9月期の実質GDPは年率1.4%と16年ぶりとなる7四半期連続のプラス成長となった。しかし、「企業から家計へ」の所得還流は依然力強さに欠け、民間消費は本格回復には至っておらず、7四半期ぶりに減少した。とはいえ、消費者マインドはしっかりしており、かつ労働需給の持続的に引き締まっていることから、賃上げ率は徐々に高まり、それが今後の消費押上げに貢献していくだろう。国内景気の改善はしばらく継続するとみられる。

こうした中、物価上昇率も徐々に高まりつつあるが、依然2%の「物価安定の目標」には遠い状況である。日本銀行は実質金利を自然利子率以下に誘導することを通じて粘り強く経済・物価に働き掛けていくという現在のスタンスを継続するだろう。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月	2017年		2018年		
	11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 (%)	-0.054	-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 (%)	0.025	0.00~0.15	0.00~0.15	0.00~0.15
	5年債 (%)	-0.130	-0.15~0.00	-0.15~0.00	-0.15~0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	111.4	105~118	105~118	105~118
	対ユーロ (円/ユーロ)	132.0	125~140	125~140	125~140
日経平均株価 (円)	22,550	22,500±1,500	22,750±1,500	23,000±1,500	23,250±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)

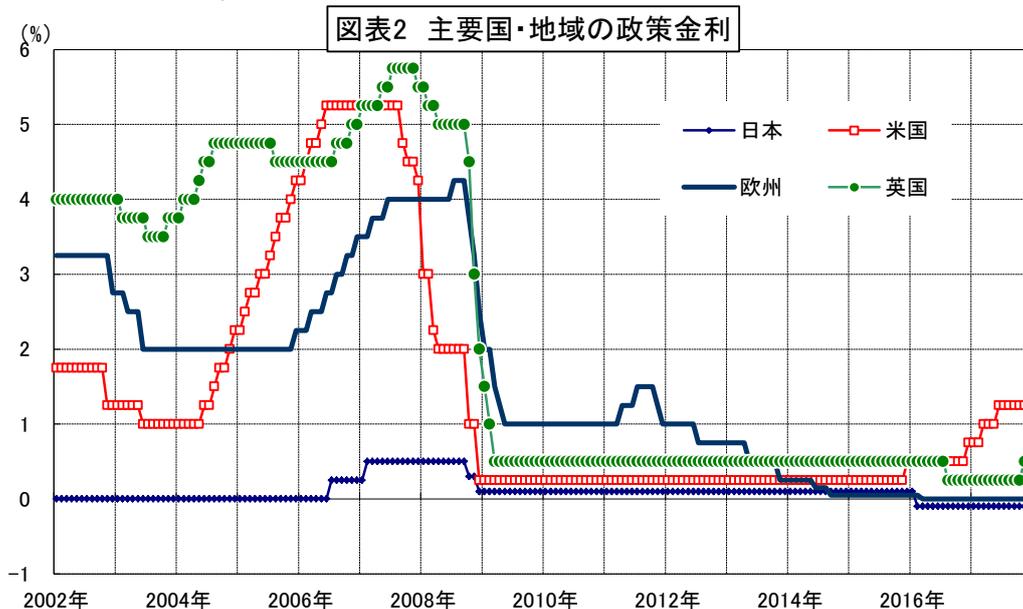
(注)実績は2017年11月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

金融政策の転換が始まった日本以外のG7中央銀行

米サブプライム・ローン問題に端を発した世界金融危機とそれが引き起こした世界大不況(グレート・リセッション)の中、主要国政府は大規模な財政出動に踏み切ったほか、中央銀行も政策金利をゼロ近傍まで引き下げるなどして、危機的な状況に対応した。しかし、世界的な需要水準の落ち込みが続き、雇用悪化や物価下落に見舞われたこともあり、先進各国の中銀は非伝統的な領域とされてきた手段を用いた緩和策に乗り出すこととなった。具体的には、国債などの金融資産を買い入れることで資金供給を行う「量的緩和」、さらにリスク性のある金融資産を買い入れる「質的緩和(信用緩和)」や金融機関貸出を促すための「貸出支援策」、現行緩和策を一定期間継続することに強力にコミットする「フォ

ワード・ガイダンス」などが実施されてきた。

こうした非伝統的な緩和策がどの程度、実体経済に対して好影響を与えたかは議論の余地もあるが、先進国経済は徐々に持ち直し傾向を強め、またデフレ突入も未然に防がれた。その結果、2012年9月に量的緩和第3弾（QE3）を開始した米連邦準備制度（FRB）は14年1月からは資産買入れ額の縮小を開始、同年10月に買入れを終了したほか、15年12月には政策金利の引上げに踏み切った（現在までに4回、計100bpの利上げ）。



(資料)各中央銀行の資料より作成

(注)米国の政策金利は「1.00～1.25%」の誘導目標となっている。日本は16年2月15日までは無担保コールレート翌日物、16日からは一部の日銀当座預金残高への適用利率を政策金利としている。

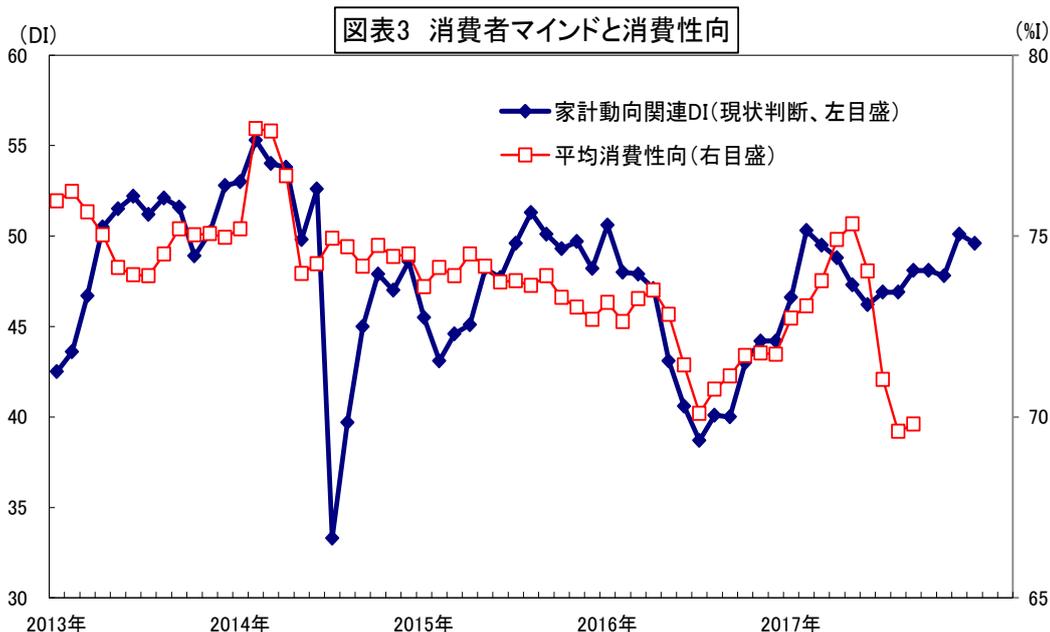
一方、一足早く政策正常化に乗り始めた米国や物価低迷に悩む日本以外のG7中銀でも政策転換に乗りだしている。欧州中央銀行（ECB）は、マイナス金利政策は継続しているが、資産買入れ額を18年1月以降は半減することを決定している。ドラギ総裁はあくまでダウンサイジングと位置付けているが、出口に向けた動きであることは否めない。カナダ銀行（BOC）もまた、7年ぶりに利上げした7月に続き、9月にも追加利上げを決定した。Brexit協議の行き詰まりなどからポンド安が進み、インフレ圧力が高まっている英国でも、11月にはイングランド銀行（BOE）は約10年ぶりの利上げに踏み切っている。

こうした政策正常化の動きが世界経済全体や国際的な資金フローにどのような影響があるのか、しばらく慎重に見極める必要があるだろう。

景気の現状：緩やかな改善基調が継続

以下、国内景気に目を転じてみよう。9月の景気動向指数によれば、CI一致指数は前月から▲1.9ポイントと2ヶ月ぶりの低下、後方3ヶ月移動平均も同じく▲0.33ポイントの低下であったが、振れ幅が前月差の1標準偏差(1.04)に満たないこともあり、基調判断は「改善」で据え置かれた。これにより、12年12月からの景気拡張期間は58ヶ月と「いざなぎ景気(1965年11月～70年7月の57ヶ月)」を抜き、戦後第2位の長さとなった。このように息の長い景気改善となったのは、成長テンポが緩やかで、かつ底入れ時点で大きな需給ギャップが存在していたからであろう。

こうした中、11月15日に公表された7～9月期のGDP成長率は前期比年率1.4%と、16年ぶりの7四半期連続でのプラス成長となるなど、表面上は良好さを保った。ただし、民間消費が7四半期ぶりに減少したため、肝心の民間最終需要は減少している。結果的に成長率を押し上げたのは、世界経済の持ち直しを受けた輸出と民間消費の不振を受けた輸入減・在庫積み上がりであり、決して内容が良かったわけではない。



(資料)内閣府「景気ウォッチャー調査」、総務省統計局「家計調査」
 (注)家計動向関連DIは3ヶ月先行、平均消費性向は3ヶ月移動平均。

消費はいずれ持ち直すと予想

このように夏から秋にかけての民間消費は回復に足踏みが見られたが、決して腰折れしているわけではないとみる。まず、鈍いとはいえ「企業から家計へ」の所得還流は起きているほか、足元では雇用者数は年1%台での増加ペースが続いている。そのため、雇用者報酬(実質)は前年比2%弱での増加となっており、これ

が失速するリスクは小さい。また、消費者マインドがしっかりしている点も挙げられる。家計調査によれば、勤労者世帯の平均消費性向は7～9月期に大きく低下し、その過程で消費抑制につながったといえるが、消費性向が元の水準に戻る過程では4～6月期のように消費は力強い伸び率を示す可能性が高い。

政府は「働き方改革」や「生産性革命」、「人づくり革命」などを通じて、賃上げの原資となる労働生産性の向上を促しているほか、大人しい労働組合に替わり、経営者にベースアップを含めた賃上げに対してより積極的になるよう、強く要請している。さらに、賃上げや設備投資に積極的な企業の税負担軽減を検討するなど、経済の好循環実現に向けて画策している。こうした努力が奏功しさえすれば、消費は本格的な回復がみられるだろう。

**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。世界経済の持ち直しが継続する中、輸出環境は良好さを保っているほか、省力化・省人化投資ニーズの高まりや20年東京五輪胸の特需もあり、設備投資は底堅い推移が見込まれる。当総研では7～9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、10～12月期以降は輸出増に加え、民間消費を中心に民間最終需要の持ち直しが再びみられるとの想定から、17年度は1.6%成長、18年度も1.3%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。

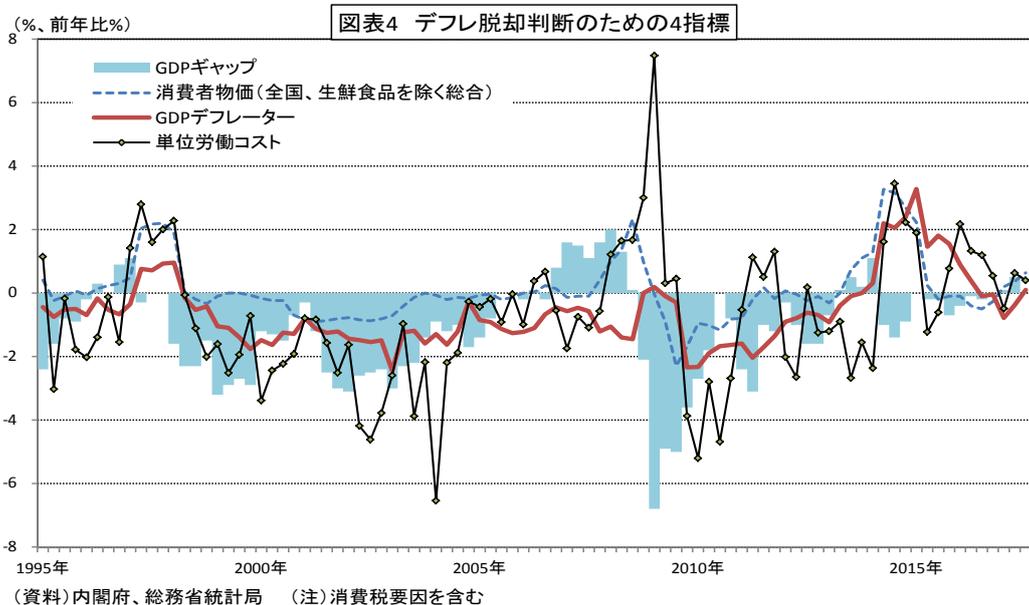
**17年度補正予算
の編成**

なお、11月1日には全閣僚が再任される格好で第4次安倍内閣が発足したが、安倍首相は「人づくり革命」や「生産性革命」の実現に向けた新しい経済パッケージの策定を指示した。現時点で、追加的な財政支出は2兆円強となる見込みであり、16年度決算での純剰余金（3.8兆円）、低金利に伴う利払い費圧縮や建設国債の追加発行（数千億円）などで賄う方針と報じられている。

**物価動向：上昇
ペースは依然緩
やか**

一方、景気拡大が長期化し、労働需給が逼迫しつつあるにもかかわらず、物価は鈍い動きが続いている。とはいえ、9月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合（コア））は前年比0.7%と、徐々に上昇率を高めてきたほか、「生鮮食品・エネルギーを除く総合」も同0.2%と2ヶ月連続のプラス、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%とマイナス状態を抜け出している。このと

ころの円安や原油高などをうけて輸入消費財の価格上昇も強まっており、当面は物価上昇圧力が残ると思われる。そうした効果が一巡した後、消費持ち直しによる需給改善による物価上昇圧力が強まるか、が今後の焦点といえるだろう。



デフレ脱却宣言は消費税率引き上げとリンク

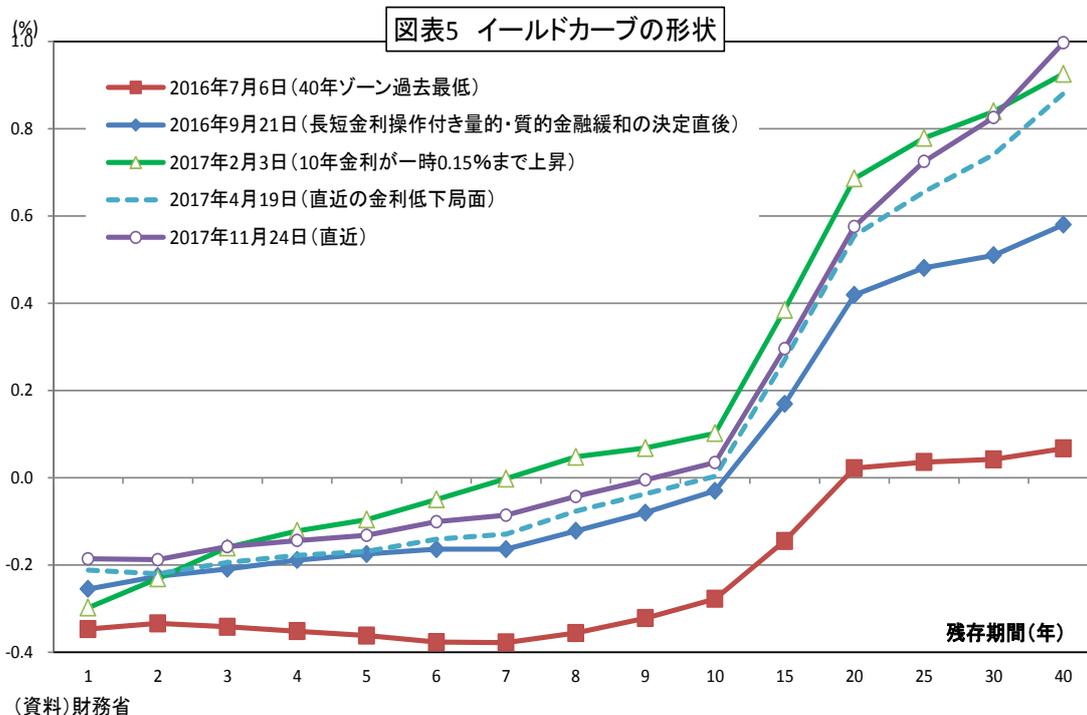
一方、かつて小泉政権の下で提示された「デフレ脱却判断のための4指標」全てが7~9月期にプラスとなったことが話題となっている(全国消費者物価(コア):前年比0.6%、GDPデフレーター:同0.1%、単位労働コスト:同0.4%、GDPギャップ率(4~6月期):0.5%)。もちろん、消費者物価には上方バイアスがあるため一定のプラス幅が必要であるほか、GDPデフレーターも僅かな上昇に過ぎず、かつGDPギャップは潜在GDPの想定(インフレとは無関係な単なる趨勢的なものか、インフレ加速を引き起こさない下での最大産出量なのか)によって符号が変わる可能性もある。さらに、デフレ脱却を実現したということは、通常の景気後退局面では再びデフレに戻らないことも意味することも念頭に入れておく必要がある。

当初からアベノミクスの目標としてデフレ脱却が掲げられてきたが、仮に政府がデフレ脱却を宣言するということはアベノミクスが成功を収めたということであり、もはや「リーマン・ショック級の出来事」云々によって消費税率引き上げを延期することはしない、ということでもあろう。19年10月に予定する消費税率引き上げの最終判断は18年秋と推察されるが、その時までにはデフレ脱却を宣言するのかどうか、注目される。

金融政策：現行政策を粘り強く継続

10月30～31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。前回に続き、片岡審議委員が現状維持の議長提案に対して反対したが、今回は「15年物国債金利が0.2%未満で推移するよう、長期国債の買入れを行うことが適当」との具体的な提案を提出したほか、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当との記述をすべき、としたことが声明文に記載されている。会合後に公表された展望レポートでは、18年度の物価見通し（全国コア）を前年比0.8%と予測した政策委員がいることが見て取れるが、片岡審議委員である可能性は高い。こうした見方は、民間エコノミストの平均的な予想（ESPフォーキャスト調査など）に近い。18年度に入っても物価上昇率が1%未満で推移することになれば、追加緩和派が増えることもありうる。

一方、9日に公表された「金融政策決定会合における主な意見」によれば、「リフレ派」を含め、ほとんどの政策委員は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考えていることが確認できる。先々の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だろう。



超低金利状態の 長期化への懸念 表明も

こうしたなか、黒田総裁はスイス・チューリッヒ大学での講演（11月13日）の中で、長期～超長期金利の過度の低下は保険・年金などの運用利回りに対する不安を惹起し、マインド面を通じて経済に影響を及ぼす可能性を指摘したことに加え、「リバーサル・レート」の議論、つまり金利の過度の低下が預貸金利靴の縮小を通じて銀行部門の自己資本制約がタイト化し、金融仲介機能が阻害されるため、かえって金融緩和の効果が反転（reverse）する可能性があるという考え方を紹介した。あくまで2%の物価上昇実現に向けて最適なイールドカーブの形状を把握するという話の中での発言だが、低金利環境が金融機関の経営体力に及ぼす影響は累積的なものであることも認めていることから、現行政策の長期化による副作用のリスクを表明し、追加緩和への牽制と受け取る向きもある。

金融市場：現 状・見通し・注 目点

冒頭で触れたように、先進国・地域の中央銀行が政策転換に乗り出しつつあるが、あくまで緩やかな政策正常化であることが強調されていることもあり、現時点では経済環境の好転を反映したものと前向きな評価も多い。実際、世界経済は緩やかながらも持ち直しの機運が強まっているが、取り立てて景気後退に直結するようなリスクも見当たらず、内外企業の業績見通しも良好さを保っている。

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

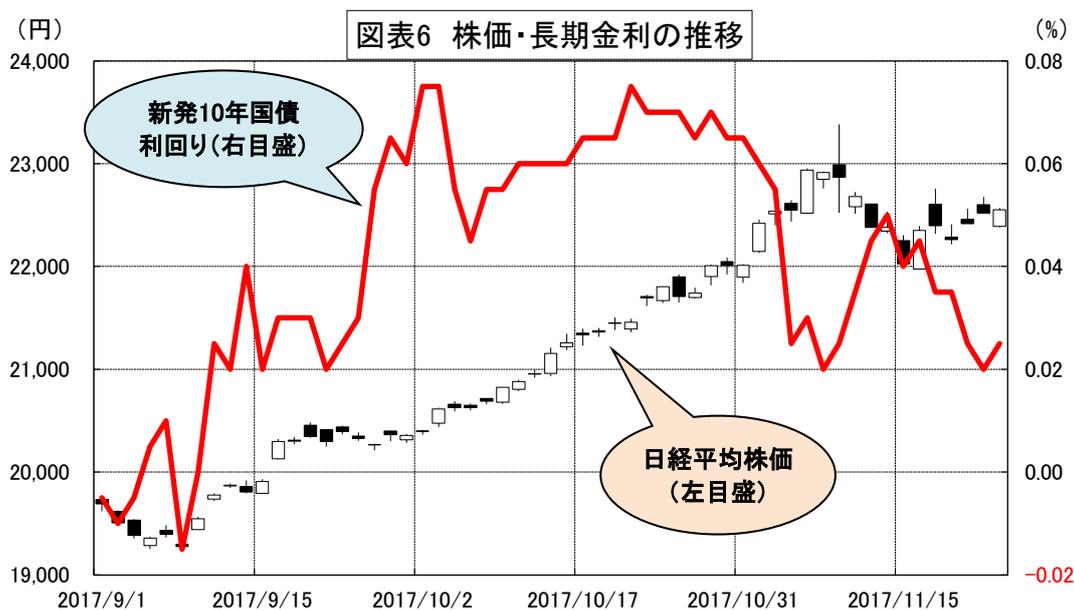
長期金利は小幅 プラスで推移

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、11月20日時点での日銀の国債保有残高は416兆円まで積み上がり、18年中にも発行残高の過半となる可能性がある。その結果、国債需給は引き締まっており、ある程度の長期金利コントロールが可能な状況が作り出されている。

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いる。

直近の動きを振り返ると、現在米連邦議会で審議中の税制改革の実施が後ずれするとの懸念などから米国長期金利が低下したこともあり、国内の長期金利も11月上旬には一時0.02%まで低下するなど、全般的に金利低下圧力が強く、直近は概ね0.0%台前半で推移している。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

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が注目される。

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、9月中旬以降は、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・総選挙により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。

その後も、米国株価が税制改革への期待感から史上最高値を更新し続けたこと、「国難突破解散」を受けた選挙戦での与党圧勝でのアベノミクス加速に対する期待感から株価は上昇を続け、9日には26年ぶりに一時23,000円台を回復した。その後は、2ヶ月で4,000円超の上昇に対するスピード調整から、一旦は22,000円割れとなったが、業績改善期待から相場の地合いは強い。

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、株価は再び上値を迫る展開になると予想する。



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

円安圧力が沈静化

③ 外国為替市場

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、9月中旬以降は米国での年内利上げ観測の高まりや税制改革の進展に対する期待感が強まり、円安気味の展開となり、11月上旬には一時115円に迫る場面もあったが、足元では税制改革に対

ユーロ高は一服

する期待感が後退し、円安圧力は沈静化している。

先行きについては、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、物価上昇率が幾分高まってきれば正常化ペースが市場の想定（18年の利上げ幅は25～50bp）よりも速まるとみられる。また、米国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。

一方、対ユーロでは、今秋にはECBが18年以降の量的緩和縮小を決定するとの思惑からユーロ高の展開となっており、半年で20円近く円安が進んだ。実際、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、ドラギ総裁はこの措置はテーパリングではなく、あくまでダウンサイジングだと緩和策の継続方針を強調したほか、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、ユーロ高の進行は沈静化した。足元では1ユーロ=130円台前半で推移している。

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、来秋以降の金融政策を見極める展開が見込まれる。

(17. 11. 24 現在)