情勢判断

国内経済金融

消費の持ち直しが散見された国内景気

～今後の景気・物価を左右する18年春闘の動向～

南　武志

要旨

世界経済の勢いが強まるなか、国内景気も改善を続けている。輸出増などを背景に、企業設備投資は自律的な拡大局面に入っている。また、2017年夏場に悪化した民間消費にも持ち直しの動きが散見されている。注目の18年春闘では、経営者サイドも賃上げに前向きな姿勢を見せており、結果次第では先行き経済の好循環が強まる可能性もあるだろう。18年も潜在成長率を上回る成長が続くと予想される。

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「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するだろう。ただし、物価上昇率がある程度高まってくれば、現行政策の調整に乗り出す可能性も否定できない。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2018年 1月（実績）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）
無担保コールレート翌日物		(%)	−0.042	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0660	0.06～0.07	0.06～0.08	0.06～0.08	0.06～0.10
国債利回り	10年債	(%)	0.080	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15	0.10～0.25
	5年債	(%)	−0.075	−0.15～0.00	−0.15～0.00	−0.15～0.00	−0.10～0.10
為替レート	対ドル	(円/ドル)	109.0	105～118	105～118	105～118	100～115
	対ユーロ	(円/ユーロ)	135.4	128～145	130～145	130～145	125～140
日経平均株価		(円)	23,669	24,000±1,500	24,250±1,500	24,500±1,500	24,750±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2018年1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。

過去最大規模となった2018年度予算案

1月22日に第196回通常国会が召集され、政府は歳出規模97兆7,128億円と過去最大規模となった2018年度一般会計予算案を提出した。そのうち一般歳出は58兆8,958億円、地方交付税交付金は15兆5,150億円、国債費は23兆3,020億円（想定金利は1.1%で17年度から据え置き）である。基本的には、「経済・財政再生計画」に沿った方針での編成となっており、焦点の社会保障関係費（32兆9,732億円）では当初6,300億円の自然増が見込まれていたが、診療報酬のうち薬価・材料費を減額すること等で前年度からの増加幅を4,997億円まで圧縮した。

一方、歳入については、税収を59兆790億円と27年ぶりの高水準を見込んだほか、その他収入を4兆9,416億円、新規国債発

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

行を 33 兆 6,922 億円に減額した。また、借換債などを含めた国債発行総額は 149 兆 8,856 億円と、17 年度（補正後）の 156 兆 1,250 億円から減額される。

同時に 17 年度補正予算案も国会提出されたが、追加歳出が 2 兆 7,073 億円（うち、防災・減災：1 兆 2,567 億円、生産性革命・人づくり革命：4,822 億円、日 EU・EPA 関連 3,465 億円、喫緊の課題への対応：6,219 億円）であり、既定経費・予備費の減額（1 兆 2,416 億円）、前年度剰余金（3,743 億円）、建設国債（1 兆 1,848 億円）などで賄っている。

政府は、まずは補正予算の早期成立、18 年度予算の年度内成立に全力を尽くす構えだが、その後は昨秋の解散総選挙のあおりで後ずれした働き方改革関連法案の審議が予定されている。さらに、今国会では憲法改正に向けた動きも本格化するとみられる。

図表2 2018年度一般会計予算案

（資料）財務省

財政健全化目標の先送り

一方、19 年 10 月に予定する消費税率引上げで見込まれる増収分を使途変更することに伴い、「20 年度の基礎的財政収支（PB）黒字化」という財政健全化目標の仕切り直しも迫られている。内閣府が 1 月 23 日開催の経済財政諮問会議に提出した「中長期の経済財政の展望について」によれば、20 年代前半に実質 2%、名目 3%以上の経済成長が実現したとしても、PB 黒字化時期は「27 年度」と、従来の試算結果であった「25 年度」から 2 年ほど後ずれする見通しである。同時に、中長期的に「実質 1%強、名目 1%台後半程度」の経済成長では PB 黒字化が見通せないことが示された。

なお、麻生財務相は国会での財政演説において、PB 黒字化の目標自体はあくまで堅持する考えを明言、6 月に策定する「骨太方

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

針 2018」で具体的かつ実効性の高い計画を示す考えである。

現在進行中の少子高齢化によって、日本の潜在成長率はいずれマイナスになるとの予想も根強いが、安倍内閣が推進する「働き方改革」や「生産性革命」、「人づくり革命」が奏功して生産性を押し上げ、そうした事態を回避できるかどうかがカギを握ることになる。

勢いを強めつつある世界経済

こうしたなか、1 月 22 日に国際通貨基金（IMF）は最新の世界経済見通し（World Economic Outlook Update）を公表、前回 10 月時点の見通しをさらに上方修正した。その主因は 17 年末に成立した米国税制改革によって企業設備投資などが活性化する影響を考慮したことであり、世界経済全体の成長率は 16 年の 3.2%、17 年（実績見込み）の 3.7%から、18 年、19 年とも 3.9%へと高まると予想されている。スロートレードが懸念されていた世界貿易数量についても、17 年（同）の前年比 4.7%に続き、18 年は 4.6%、19 年は 4.4%と順調に推移すると見込まれている。

なお、IMF では、超低金利の長期化などに伴う金融リスクの蓄積、保護主義など内向き志向の政策、東アジア・中東地域での地政学的リスクなどの下振れリスクに注意を呼び掛けているものの、日本を取り巻く経済環境は総じて堅調な状況が維持される可能性は高く、輸出増などを通じて日本経済にとっても好影響が及ぶことが期待されている。

図表3　生産・輸出の動向

（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

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

景気の現状：緩やかな改善基調が継続

国内景気は長期にわたる景気拡大を継続している。景気動向指数（11 月確報）によれば、CI 一致指数は 117.9 と 2 ヶ月連続で改善、直近ピーク（14 年 3 月と 17 年 8 月の 117.6）を上回り、07 年 10 月（118.7）以来の水準まで持ち直した。これにより、12 年 12 月から始まった現在の景気拡張期は丸 5 年となったものとみられる。

それ以外の経済指標でも、鉱工業生産、機械受注（船舶・電力を除く民需、以下コア機械受注）といった企業部門の指標では増加基調を維持している。特に、事前見通しでは 10～12 月期は 2 四半期ぶりのマイナスを見込まれていたコア機械受注も、10、11 月と前月比 5%台で増加したこともあり、逆に 2 四半期連続でのプラスとなる公算が高まった。

図表4　民間消費と雇用者報酬の推移

（資料）内閣府　（注）実質ベース。単位は2011年連鎖価格表示、兆円。

消費は夏場の悪化から持ち直し始めた

また、7～9 月期には平均消費性向の大幅低下を伴い、5 四半期ぶりの減少に転じた民間消費も、その後は持ち直しの動きが散見されている。家計調査によると、70%割れとなっていた平均消費性向は 10 月には 71.0%、11 月には 72.0%と徐々に回復しつつある。内閣府が試算する消費総合指数によると、10 月が前月比 0.2%、11 月が同 1.1%と 2 ヶ月連続で上昇、直近ピークの 17 年 4 月に迫る水準まで持ち直した。年末年始にかけて生鮮野菜の高騰もあり、消費者マインドがやや悪化する動きもあるものの、マインド自体は高めの水準を維持していることもあり、消費は徐々

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

に底堅さを増していくものと思われる。

注目の 18 年春闘

1 月 22～23 日に「経団連労使フォーラム」、23 日には経団連・連合の労使トップ会談が開催され、18 年春闘が事実上始まった。安倍首相が「3%以上の賃上げ」を求めていることに呼応し、経団連も会員企業に対して同程度の賃上げ（ベースアップ＋定期昇給）を要請している。一方、連合は 4%程度の賃上げに加え、大手企業と中小企業、正規従業員と非正規従業員との格差是正を訴えている。実質所得の改善に直結する賃上げ動向は 14 年 4 月の消費税率引き上げ後は冴えない動きを続けてきた消費の本格回復につながる可能性もあるほか、後述の物価動向にも影響するだけに、その成り行きに注目が集まっている。

図表5　最近の消費者物価上昇率の推移

(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：上昇ペースは依然緩やか

17 年 12 月の全国消費者物価によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合」は前年比 0.9%と、17 年入り後に再び浮上した物価上昇率は表面的には着実に高まってきた。一方で、「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同 0.3%、「食料（酒類を除く）・エネルギーを除く総合」も同 0.1%にとどまるなど、足元の原油高に伴うエネルギー価格上昇が主な押上げ要因であることも見て取れるなど、需給改善効果はなお乏しい。加えて、消費者物価の財価格の上流に位置する企業物価・消費財価格（12 月）は前年比 0.1%へ鈍化するなど、16 年 11 月以降の円安進行に伴う輸入品価

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

格の値上げ圧力も一服しつつある。

先行きについては、エネルギー・円安による物価押上げ効果が一巡していくとみられるが、代わって労働需給の逼迫に伴う人件費増加分の価格転嫁が進み、かつ消費持ち直しに伴う需給改善が物価上昇圧力を徐々に高めていくものと思われる。しばらく物価は 1%に満たない上昇率で推移するものの、18 年度には 1%台を上回って推移し始めるものと予想する。

金融政策：現行政策を粘り強く継続

1 月 22～23 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。17 年 7 月の就任以来、片岡審議委員は現状維持の議長提案に対して反対し続けているが、今会合でも反対票を投じた。終了直後に公表された声明文には、前回 12 月会合と同様、「消費税増税や米国景気後退などのリスク要因を考慮すると、2018 年度中に「物価安定の目標」を達成することが望ましく、10 年以上の国債金利を幅広く引き下げるよう、長期金利の買入れを行うことが適当であるとして反対した」と記載されている。さらに、「オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、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」と主張し、これを明記すべきとしている。

図表6　イールドカーブの形状

（資料）財務省

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

物価次第では出口への思惑が再燃する可能性も

一方で、欧米の中銀が利上げや緩和縮小などに着手しているほか、長期間にわたる緩和政策がもたらす可能性のある弊害への警戒などから、日銀は近い将来、「出口」に向けた政策調整に着手するのではないか、との見方が浮上している。もちろん、日銀の最優先課題として 2%の物価安定目標の早期達成を自ら掲げていることから、政策の調整には物価の動きに明確な改善が見られることが必要であろう。具体的には、物価上昇率が安定的に 1%台で推移、かつ上昇率が徐々に高まっていくことが見通せることが条件といえる。

日銀の金融政策の根幹には、実質金利の水準をマイナス状態にある可能性のある自然利子率以下に押し下げることで、実体経済を幅広く刺激していくという考えがあるとみられる。それゆえ、物価下落の状況下で導入された現行 QQE＋YCC は、最近の物価上昇によって一段と効果が高まっている。一方で、長短金利差が縮小した状況が長期間続いたことで、多くの金融機関は収益悪化に直面しており、金融緩和策の波及効果にも限界が出ている。それゆえ、金融仲介機能をより発揮させるため、実質金利のマイナス状態を確保した上で、一定の長短スプレッドを確保すべく、長期金利の操作目標を物価上昇に合わせて引き上げるという選択はあるものと思われる。仮に、長期金利の操作目標を引き上げた場合、操作目標としての長期金利の位置づけはより強まり、国債保有額の増加ペースのめど「80 兆円」という量的な数値は明示しなくなるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

世界経済は当面底堅く推移するとの見方が強く、18 年入り後の内外株式市場は総じて上値を追う展開となっている。一方で、欧米中銀に続き、日銀もテーパリングに踏み出すのではとの観測も浮上、金融市場の注目を集めた。

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

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、その後は同 80 兆円増のペースとなったが、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、9 月末時点で日銀の国債保有シェアは 42.2%に達したほか、営業毎旬報告

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

（1 月 20 日時点）からは、日銀の国債保有残高は 421 兆円まで積み上がっていることが確認できる。その結果、国債需給は基本的に引き締まっており、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、17 年中は 9 月上旬を除き、概ねプラス圏での展開となった。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上昇抑制に努めてきた。年明け後は 9 日に実施された日銀の国債買入れオペで、超長期ゾーンの買入れ額減額を通知したことを受けて、日銀のテーパリング観測が浮上し金利が上昇、直近は 0.07～0.08％程度でのもみ合いとなっている。

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

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を駆使して上昇を抑制するだろう。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

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

17 年入り後、日経平均株価は 20,000 円を前に上値の重い展開が続いた。6 月に日経平均株価はようやく 20,000 円を回復、その後 7 月にかけて 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、さらには総選挙での与党勝利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、11 月 9 日には 26 年ぶりに一時 23,000 円台を回復した。その後は、スピード調整から上値の重い展開となったが、18 年入り後は業績期待から上昇圧力を高め、23 日には一時 24,000 円台まで上昇、バブル崩壊後の最高値を更新した。

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、株価は強含みの展開と予想する。

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。

③ 外国為替市場

日銀のテーパリング観測で円高進む

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 1 ドル=120 円台に迫る動きを続けた。しかし、17 年入り後は円安進行が一服し、地政学的リスクや米利

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

上げ観測などを材料に、概ね110円台前半のレンジ内での展開が続いた。最近は9日に実施された日銀の国債買入れオペの減額を受けて日銀もテーパリングに乗り出すとの観測が急浮上し、円高圧力が高まったほか、米連邦政府の暫定予算が期限切れとなり、13年10月に続き、一部の政府機関が閉鎖される懸念が強まったことで、一時110円台まで円高ドル安が進んだ。その後、2月8日までのつなぎ予算が成立したことで円高圧力はひとまず一服したが、ムニューシン財務長官がドル安を容認する発言をしたことで、24日には4ヶ月半ぶりに108円台まで円高が進んだ。

先行きについては、米国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、米国での税制改革の実施によって物価上昇率が高まれば利上げペースが想定より速まる可能性も意識され、ドル高圧力が高まる場面もあるだろう。一方で、米国第一を標榜するトランプ政権は、日本を含めた対米貿易黒字国の通貨が減価することに難色を示し、口先介入をするとみられる。

以上から、一方向的な円安進行には限度があると思われ、基調としては110円前後での展開が続くとみる。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。

ユーロ高気味の展開

一方、欧州中央銀行（ECB）による量的緩和縮小への思惑などから、17年を通じて円安ユーロ高の展開となった対ユーロレートは、年末年始にかけてもユーロ高が進んだ。年明け後、一旦は日銀のテーパリング観測による円全面高の影響を受けたものの、12月開催の欧州中央銀行（ECB）政策理事会の議事要旨に、当局がフォワードガイダンス（政策スタンス）の文言を早い段階で見直すのが妥当との記述が見られたほか、17年9月に実施された連邦議会選挙後の連立協議が進まず、新政権の樹立が遅れていたドイツで、メルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟（CDU・CSU）と議会第2党の社会民主党（SPD）が再び大連立を組むことで合意したこと、さらにはバイトマン独連銀総裁が年内の債券買い入れ停止が適当と述べたことがユーロ高を支援した。

先行き、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つつ、ECBの出口戦略を見極める展開が見込まれる。

（18.1.25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