国内経済金融

国内景気は市場の混乱を乗り越えて拡大継続と予想

～バブル期以来の 8 四半期連続のプラス成長を達成～

南　武志

要旨

世界経済の持ち直しが継続するなか、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。12 月の景気動向指数からは、CI 一致系列がバブル期の水準を上回り、過去最高を更新した。なお、10～12 月期の実質 GDP は年率 0.5%と冴えない数字であったが、民間最終需要が増加に転じたほか、バブル期に次ぐ 8 四半期連続のプラス成長を達成するなど、実態的には悪くない内容だ。先行きも、景気拡大が継続すると思われ、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。政府は黒田日銀総裁を続投させる方針を示したが、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 2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		(%)	−0.048	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0680	0.06～0.07	0.06～0.08	0.06～0.08	0.06～0.10
国債利回り	10年債	(%)	0.050	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.25
	5年債	(%)	−0.105	−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)	107.5	103～110	105～115	105～115	100～112
	対ユーロ	(円/ユーロ)	131.9	128～140	125～145	125～145	125～145
日経平均株価		(円)	21,736	22,250±1,500	23,500±1,500	24,000±1,500	24,500±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2018年2月22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。

市場の混乱は一時的と予想

1 月の米雇用統計が良好な内容であったことが仇となり、2 月に入ってから世界的に金融資本市場は不安定な状況となった。S&P500 を対象とするオプション取引のボラティリティを基に算出される VIX 指数（注 1）は一時 50 を上回り（2 月 6 日）、15 年 8 月に起きたチャイナ・ショック（VIX 指数は一時 53 台）以来の水準となった。

この数ヶ月、大きな調整もなく、株価が堅調に推移していたところに、それを支えてきた「低インフレ・低金利」が崩れることへの警戒が強まったということであろう。たしかに、米国の主要株価指標が史上最高値を更新していく姿は、金融相場と

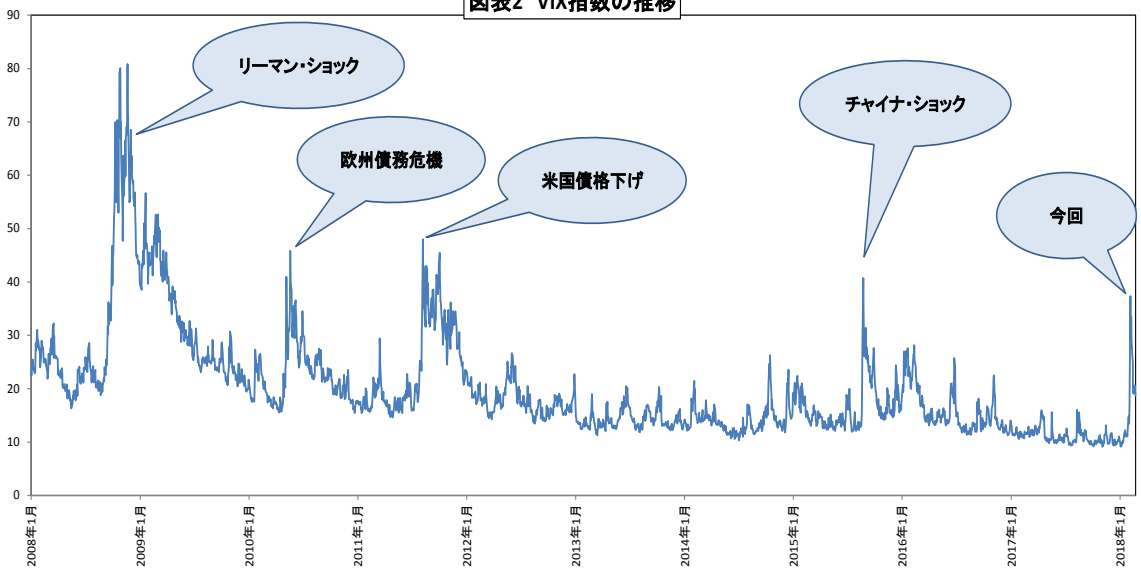
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

業績相場が同時並行的に起きていたかのような動きでもあった。しかし、足元の賃金・物価の動きは、出遅れていたものがようやく動き始めたという程度のものであり、利上げペースを上げて景気過熱を沈静化させなければならない、というのとは次元が異なる。確かに、金融相場は終焉するのだろうが、トランプ減税とともに、賃金上昇による所得増は当面の消費を下支えしていくものと思われる。

こうした市場の混乱が長引けば、企業業績への懸念から、設備投資マインドを慎重化させたり、賃上げムードに水を差したりと、経済への悪影響も懸念されるが、じきに市場は落ち着くものと思われる。

（注 1）恐怖指数とも呼ばれ、数値が高いほど投資家が相場の先行きに不透明感を抱いているとされる。17 年 2 月～18 年 1 月は概ね 10 台前半で推移。

図表2 VIX指数の推移



（資料）Bloomberg

黒田日本銀行総裁は再任へ

また、日本銀行の実施してきた大規模な金融緩和策も近い将来、引き締め方向に調整されるのではないか、との思惑も浮上、米国の金利上昇に歩調を合わせる格好で、国内の長期金利にも上昇圧力が加わり、為替レートも円高気味の展開となった。

こうしたなか、4 月 8 日に任期切れを迎える日銀総裁人事が注目されてきたが、2 月 9 日に政府は黒田東彦総裁を続投させる方針との報道が流れ、実際 16 日に副総裁候補（雨宮正佳氏（日銀理事）、若田部昌澄氏（早稲田大学教授））とともに黒田総裁再任という人事案が衆参両院の議院運営委員会に提示された。もちろん、衆参とも与党が過半数を占めているだけに、

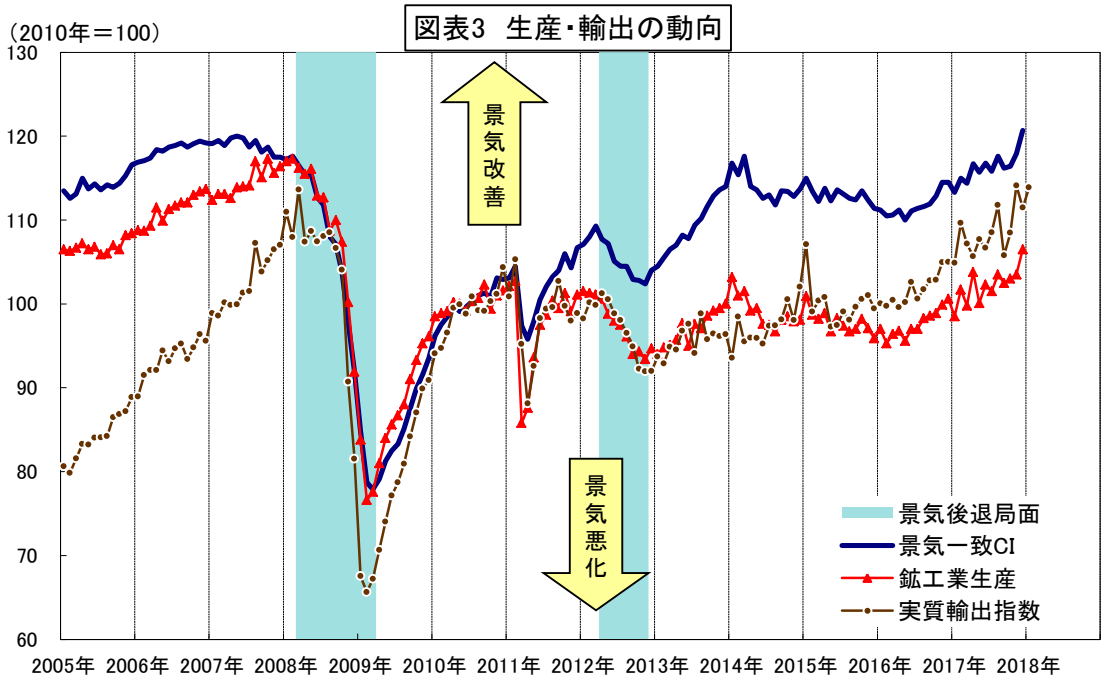
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

国会からの同意は得られると思われる。

この人事案は市場関係者にとってサプライズはなかった。「黒田総裁の続投」は既にコンセンサスになっていたほか、5年間の異次元緩和をサポートしてきた雨宮理事の昇格、岩田副総裁に変わるリフレ派経済学者の登用はいずれも有力視されていた内容であり、基本的には現行路線を継承していくものとみられる。とはいえ、過去に若田部早大教授は国債買入れを強化すべきことを主張した経緯もあることから、執行部の一員でありながら、一線を画し、追加緩和を主張する片岡審議委員と共闘を組む可能性もないわけではない。18年度前半にかけて想定される物価上昇率の足踏み場面で、他のリフレ派政策委員がそれにどう反応するか注目される。また、物価安定目標を達成する前の政策調整にも難色を示すことも十分予想される。

なお、黒田総裁の「次の5年」は、長年の懸案であるデフレ脱却を完全に成し遂げ、かつ異次元緩和からの撤退を混乱なく進めることが課題となると思われる。

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

景気の現状：長期にわたる景気拡大

国内景気は長期にわたって景気拡大局面をたどっている。12月の景気動向指数によると、CI 一致指数は 120.7 と前月から+2.8ポイントと3ヶ月連続の上昇、これに基づく基調判断は「改善」で据え置かれた。水準としては直近ピーク（07 年 5 月の120.0）を上回ったばかりか、バブル期のピーク（90年10月の

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

120.6）をも上回り、過去最高値を更新している。

基本的に、海外経済が緩やかながらも着実な経済成長を達成する中、輸出は増加基調を維持（中華圏の旧正月要因が含まれているとはいえ、1 月の実質輸出指数は 10～12 月平均を 2.3%上回った）しているほか、12 月の鉱工業生産は前月比 2.9%の上昇で、リーマン・ショック直後の 08 年 10 月に迫る水準まで回復してきた。12 月の機械受注（船舶・電力を除く民需、以下コア機械受注）は不調だったが、1 月の工作機械受注（内需）は増加傾向をたどっているほか、資本財出荷も底堅く推移しており、設備投資は自律的拡大局面に入っているとの認識を改める必要性は感じられない。

10～12 月期は低成長ながらも実態はむしろ改善

一方、10～12 月期の実質 GDP 成長率は年率 0.5%と、同 2%台の成長であった 17 年度上期から大幅に鈍化したほか、1%弱と目される潜在成長力をも下回るなど、冴えない数字となった。しかし、7～9 月期に減少した民間消費が増加に転じ、それに伴う民間在庫の圧縮や輸入の増加が成長率を抑制する格好となったことを考慮すると、実態はむしろ改善していると評価できる。ちなみに、プラス成長の期間は 8 四半期連続となり、バブル期にあたる「1986 年 4～6 月期から 89 年 1～3 月期」の 12 四半期連続に次ぐ長さとなった。

18 年度下期には「景気の天井」に接近か

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、設備投資環境は良好である。また、労働需給の引き締まりを受けた賃金上昇が消費持ち直しを下支えしていくと思われる。当総研では 10～12 月期の 1 次 QE 発表を受けて、「2017～19 年度経済見通し」（後掲レポートを参照のこと）を取りまとめたが、輸出増を背景とした民間最終需要が主導する格好での成長が続き、17 年度は 1.7%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。ただし、18 年度下期にはいわゆる「景気の天井」に接近し、ソフトランディングに向けた動きが始まると思われるが、19 年 10 月に予定する消費税率引上げを控えた駆け込み需要がその動きを覆い隠す可能性があるだろう。

物価動向：上昇ペースは依然緩やか

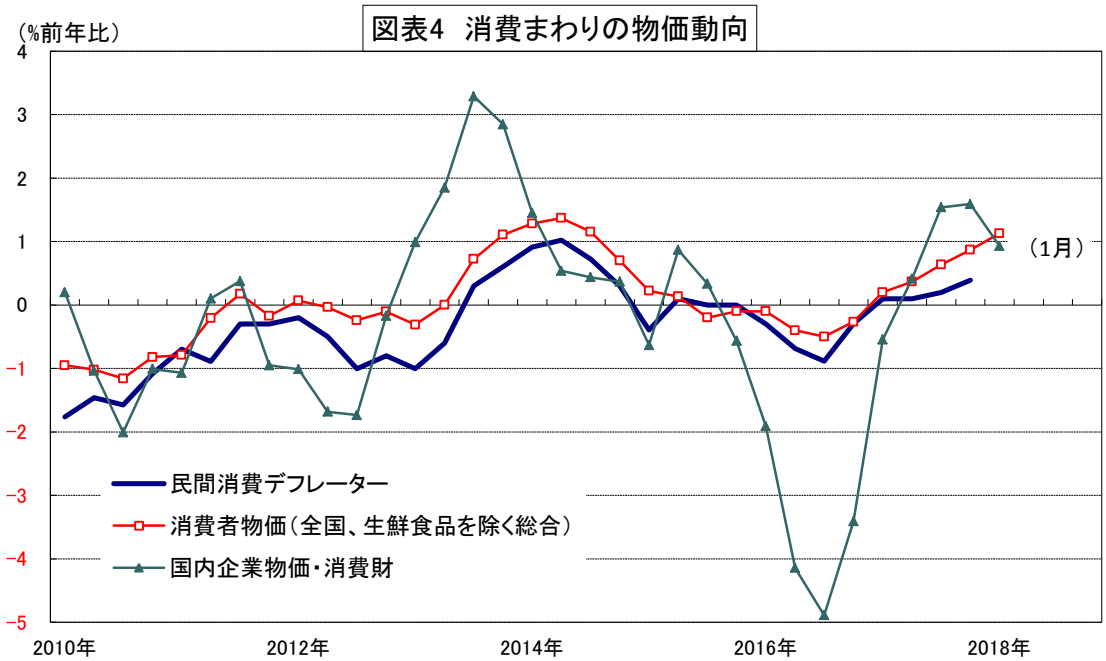
1 月の全国消費者物価指数によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合」は前年比 0.9%と、17 年入り後にプラスに転じた後、

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

緩やかにプラス幅を拡大させてきた物価上昇率であったが、1%を目前に足踏みした。一方、「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同 0.4%へ上昇率を高めたものの、これまで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に大きな変化はなく、消費増による需給改善効果はなお乏しい。また、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（1 月）は前年比 0.9%、うち輸入品は同▲0.1%と 8 ヶ月ぶりに下落に転じるなど、16 年 11 月以降の円安進行に伴う輸入品価格の値上げ圧力はすでに一巡している。

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徐々に弱まるとみられるが、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 年度半ば以降は 1%台で推移し始めると予想する。

図表4　消費まわりの物価動向



(資料)内閣府、総務省、日本銀行　(注)消費税要因を除く(消費デフレーターと消費者物価は当総研推計)。

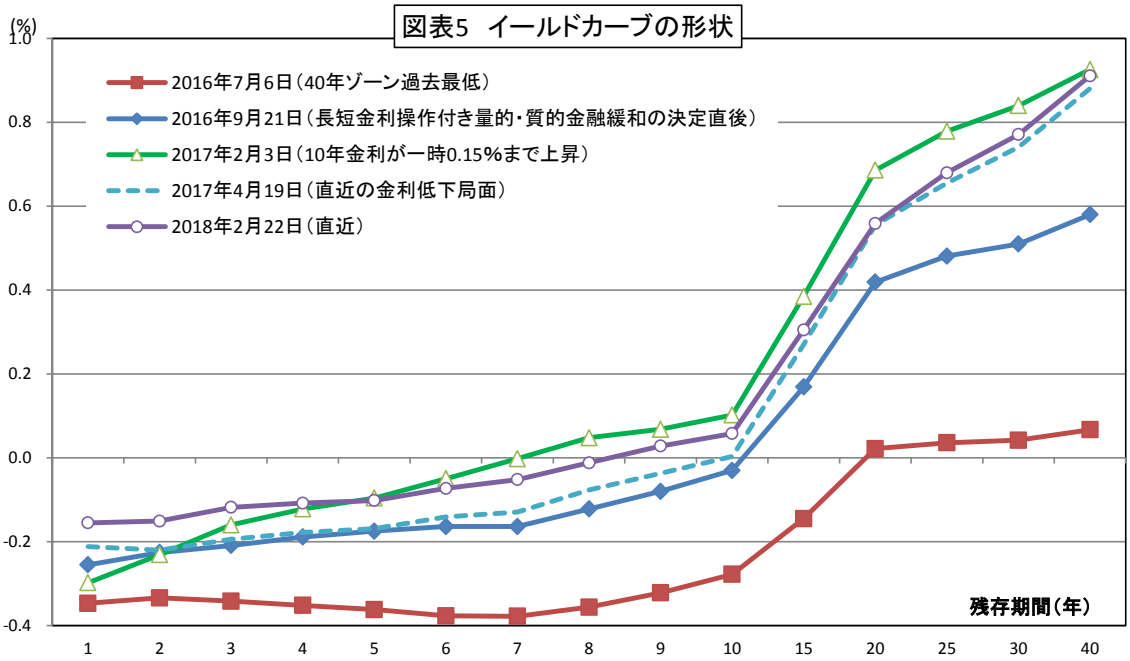
金融政策：現行政策を粘り強く継続

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。これにより、マイナス金利政策は 2 月 16 日には 3 年目に入っている。現行政策は、16 年 9 月の「総括的な検証」で指摘した「イールドカーブの過度の低下、フラット化は、経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある」

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

ことへの反省も込めて、長期金利の操作目標を付加して運用されてきた。それでも長短金利差は極めて小さく、金融機関経営などに悪影響を及ぼしてきたことは否めない。そのため、金融仲介機能を経由した金融緩和効果は十分発揮できているわけではないようにも思われる。

図表5　イールドカーブの形状



（資料）財務省

18 年度には金融政策修正の可能性も

他の先進国・地域の中央銀行が利上げや緩和縮小などに着手していることもあり、日銀も近々「出口」に向けた政策調整に着手するのではないか、との見方が浮上した。一方で、4 月以降も続投する見込みの黒田総裁は「出口戦略についての時期尚早な表明は、市場に対して攪乱要因になる恐れがある」と、「出口」に関する議論を封印しており、粘り強く現行政策を継続する構えを崩していない。

実際、QQE＋YCC によって、下落状態であった消費者物価は前年比 1%近くまで高まっており、現在のモメンタムを維持するために「余計」なことはしたくないという思いは強いと思われる。しかし、デフレ下で導入された現行政策の枠組みが、物価が 1%近くまで上昇している状況でも最適なものであるかどうかは検証の余地がある。

現行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。こうした枠組み

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

の中で、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若干引き上げるという選択はあるのではないだろうか。

早ければ、物価上昇率が前年比 1%台で定着し始める可能性がある 18 年度下期にもそのような検討を始めるタイミングが来る可能性があるだろう。

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たが、冒頭でも触れたとおり、堅調な米雇用統計の公表により、米連邦準備制度の利上げが想定を上回るペースで実施されるとの思惑が高まり、米国発の世界同時株安となったほか、米長期金利も上昇した。一方、リスクオフの円高も進行するなど、国内景気への先行き懸念も一時浮上した

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（2 月 20 日時点）では日銀の国債保有残高は 427 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。こうした中、1 月には国債買入れオペで超長期ゾーンの買入れ額を減額したことを契機に、日銀の緩和縮小観測が浮上、国内金利には上昇圧力が掛かり始めた。

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

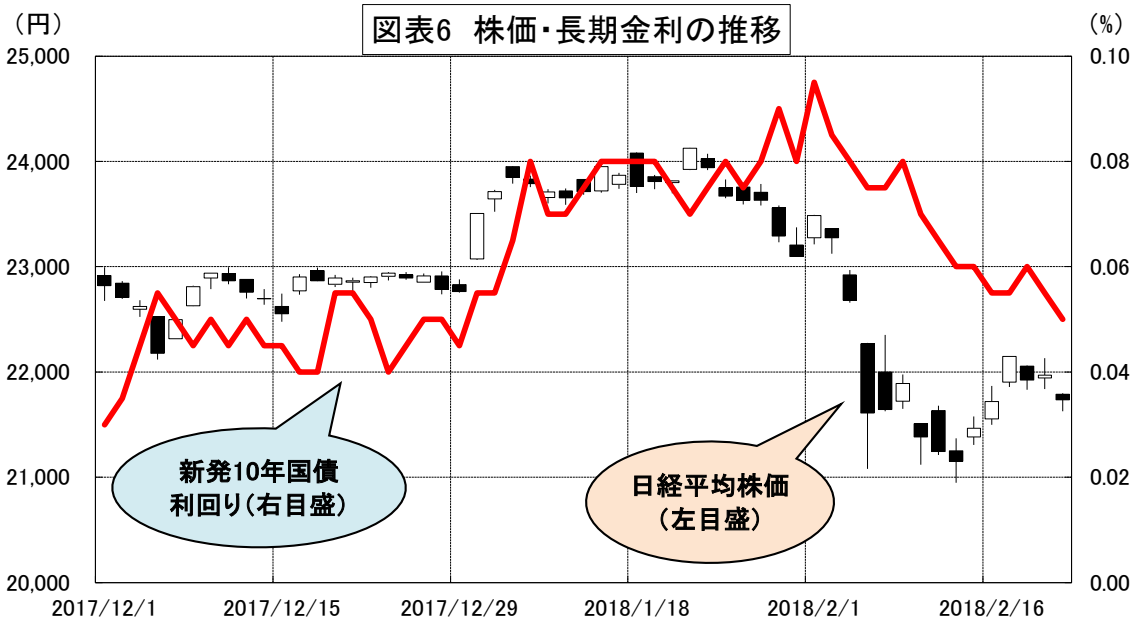
長期金利は当面ゼロ％近傍で推移

2 月に入り、米国長期金利が上昇につられて約 6 か月半ぶりに 0.095％まで上昇する場面もあったが、買入れオペの増額や 7 ヶ月ぶりの指値オペなどで一段の金利上昇を容認しない姿勢を明確に示している。なお、直近は 0.05％前後に低下している。

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・物価の改善などが想定され、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当面低いと思われる。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いて」での買入れペースの動向が注目される。

ただし、前述の通り、物価上昇率が一定水準まで高まれば、緩和縮小の検討に入る可能性もあり、当面は「0.05～0.1％」を中心レンジとした展開となるだろう。

図表6　株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

株価は堅調推移

② 株式市場

17 年 6 月に日経平均株価はようやく 20,000 円を回復したが、8 月に入ると北朝鮮リスクや円高進行などが嫌気されて一時 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

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

の与党勝利を受けたアベノミクスの加速期待から株価はほぼ一貫して上昇傾向をたどり、1 月 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。2 月に入ると、米国発の世界同時株安に巻き込まれる格好で大きく下落、14 日には 21,000 円を割り込むなど、「適温相場」に変調をきたしたのではないか、との見方が一時強まった。ただし、株価はその後持ち直しに転じ、足元は 22,000 円前後で推移している。

基本的に内外経済は改善基調にあること、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等から、株価は再び上値を追う展開になると予想する。

③ 外国為替市場

1 年 3 ヶ月ぶりの円高水準

17 年を通じ、北朝鮮など地政学的リスクや米国の金融政策やトランプ政権の経済政策運営などを材料に、対ドルレートは概ね 1 ドル＝110 円台前半のレンジ内での展開が続いた。18 年入り後は、

他の中央銀行に続き、日銀も緩和縮小に乗り出すとの思惑が高まったほか、米国の予算審議の難航を受けた一部の政府機関閉鎖への懸念、ムニューシン財務長官のドル安容認発言もあり、円高圧力が高まり、1 月下旬には 110 円を割り込んだ。2 月に入ると、世界株安に伴うリスクオフの流れで円高が進行、16 日には 1 年 3 ヶ月ぶりの 105 円台となった。なお、米国では国債増発懸念から金利上昇圧力が高まったが、日銀の緩和縮小観測も燻っていることもあり、これまでのところ円安進行にはつながっていない。

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、今秋に中間選挙を控えていることもあり、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対して難色を示し、円安進行時には口先介入をする可能性がある。

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 円を挟んだレンジ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。

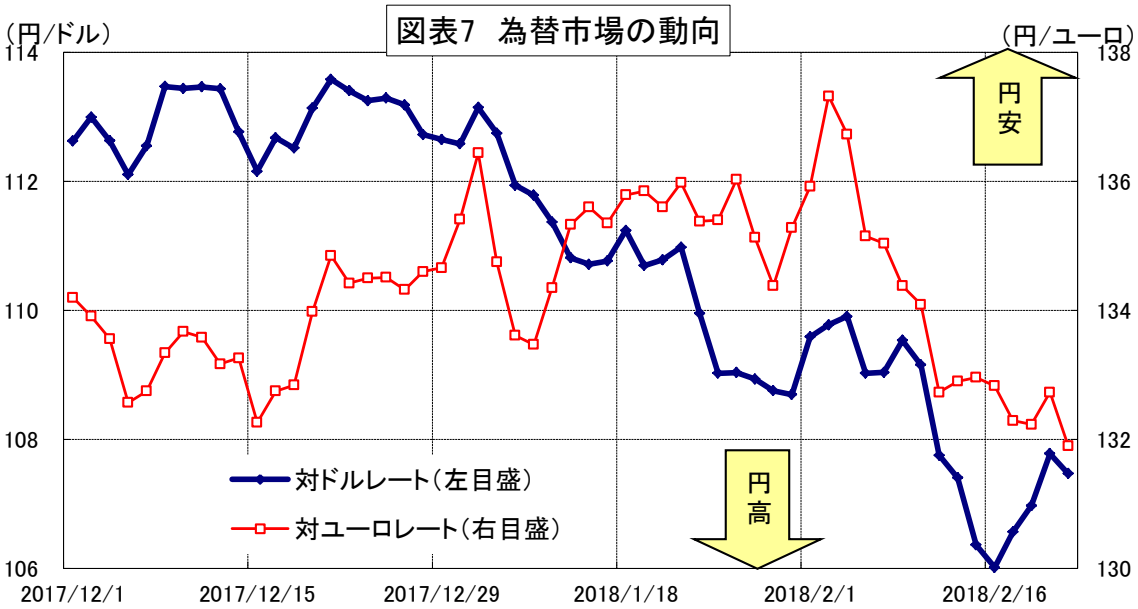
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

2月に入り、円高ユーロ安の展開

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。1月には日銀の緩和縮小観測の影響を一旦受けたものの、欧州中央銀行（ECB）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との観測が高まったほか、ドイツでの大連立に向けた合意、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につながり、2月上旬には1ユーロ＝137円台と2年5ヶ月ぶりの水準となった。その後は米国発の世界同時株安を受けてリスク回避的な円買いが強まったほか、ドイツの大連立協議の不調などもあり、直近は132円前後に戻している。

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。

図表7　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。

（18.2.23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