

消費低迷や輸出減速で国内景気に一服感

～ただし、内外景気の改善基調は保たれている～

南 武志

要旨

1～3 月期にかけて輸出・生産、消費など主要経済指標は悪化を示すものが散見された。5 月中旬に発表予定の GDP はゼロ成長に鈍化した可能性が高い。ただし、内外経済の改善基調そのものは保たれており、この成長鈍化は一時的なもので、2018 年度入り後の成長率は再び高まると思われる。とはいえ、政局リスクが徐々に意識されているほか、中間選挙を控えて米トランプ政権が保護主義的な姿勢を強めており、米中貿易摩擦が激化した場合には下振れリスクが高まる可能性もあるなど、引き続き注意が必要だ。

こうした中、黒田総裁 2 期目に入った日本銀行は、目標とする 2% の物価上昇までは距離があるなか、現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く続ける姿勢を表明している。円高圧力が根強いものの、大規模緩和策の長期化に伴う副作用も意識されつつあり、今後物価次第では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

年／月 項 目		2018年				2019年
		4月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.072	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0850	0.08～0.11	0.08～0.11	0.08～0.13	0.10～0.15
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 (%)	-0.100	-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)	108.9	100～115	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	132.8	125～145	125～145	125～145	125～145
日経平均株価 (円)		22,278	22,750±1,500	23,250±1,500	23,500±1,500	23,500±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)

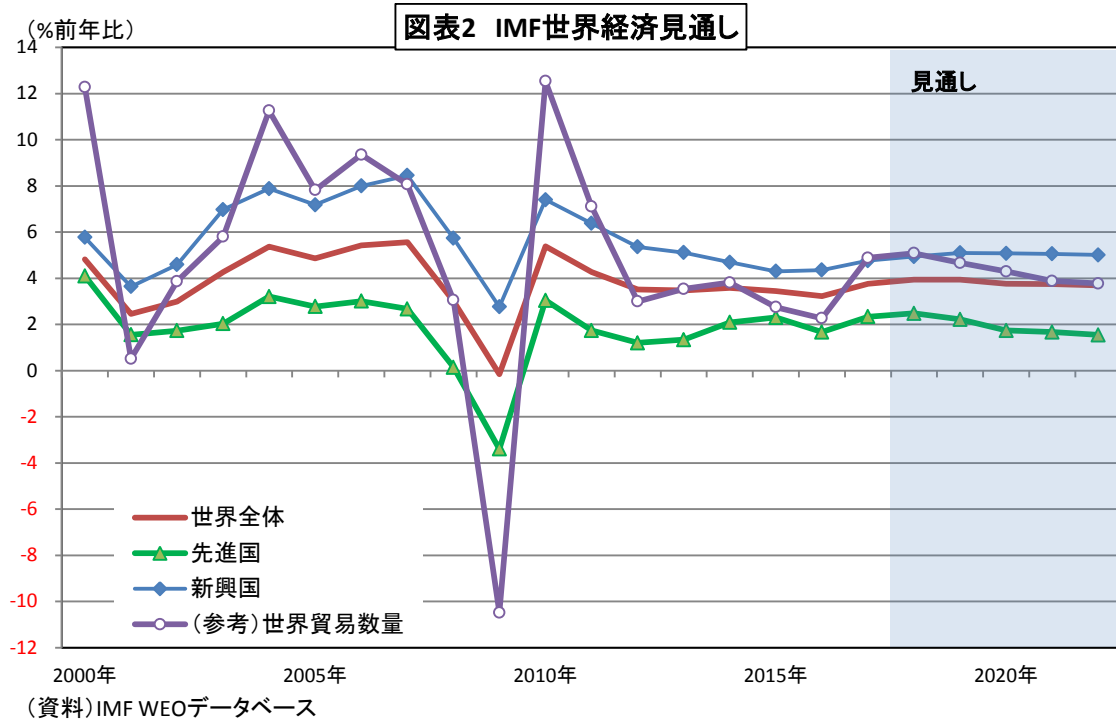
(注) 実績は2018年4月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

政治混迷で重要法案の成立を危ぶむ声も

シリア情勢の緊迫化や米中の貿易摩擦の激化への懸念が意識される中、国内政治は一段と混迷を強めている。一連の森友・加計問題、自衛隊日報問題、東京労働局長の「是正勧告」発言問題など、大部分は官僚もしくは官僚組織によって引き起こされたようにも見えるが、「行政府の長」である安倍首相に対する逆風は日増しに強まりこそすれ、止む様子は見えない。

こうした中、3 月に辞任した佐川国税庁長官に続き、週刊誌でセクハラ疑惑が報じられた福田財務事務次官が、疑惑を否定しつつも、事実上の更迭に追い込まれ、安倍首相の立場を一段と危うくしている。内閣支持率の急落を受けて、与党内でもポスト安倍を睨んだ動きも散見されつつある。

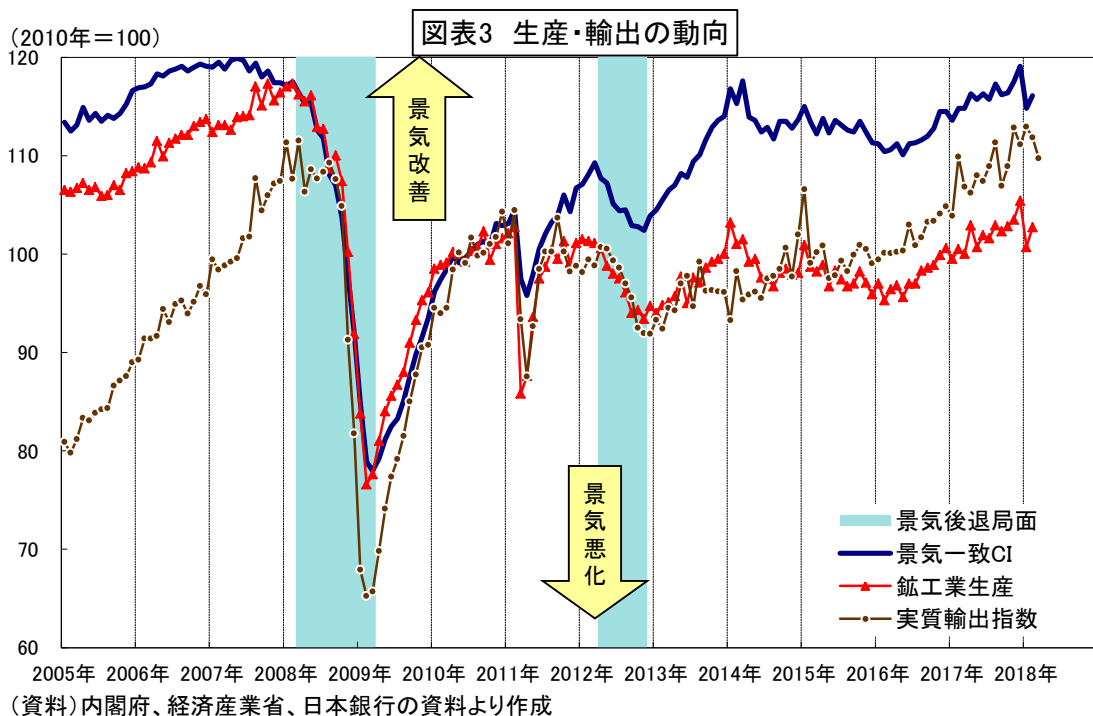
また、今国会の目玉と目されていた「働き方改革」関連法案については、審議入りが先延ばしされており、成立自体が危ぶまれている。一部には、佐藤政権当時の黒い霧解散（1966 年 12 月）に倣い、起死回生の解散・総選挙に打って出るべきとの意見も浮上しており、今後、政局リスクが一気に高まる可能性もあるだろう。



国際通貨基金は 1～2 年先まで景気拡大継続を予想

4 月 17 日に国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しが発表されたが、16 年半ばに始まった世界経済の回復基調は、その範囲が拡大するとともに、力強さも見せているとの現状認識を示した。17 年の世界経済全体の成長率は 3.8%と、11 年以降では最も高い伸びとなったが、18、19 年と若干加速し、ともに 3.9% 成長になるとの見通しである。ただし、良好な状態はいずれ終焉するのは避けられず、20 年以降は成長ペースが若干低下していくと予測しており、その前に次の景気後退に備え、中期的な課題の解決を進めるのが望ましいと提言している。

2 月の世界同時株安を受けて、これまでの世界経済を取り巻いてきた「ぬるま湯」的と評される金融環境が変貌していくことへの警戒もないわけではないが、今後 1～2 年は潜在成長率を超えるペースでの経済成長が続くとの見通しは、日本の輸出環境にとっては好材料といえる。



景気の現状：足元減速したが、改善基調は維持

日本経済は、第2次安倍内閣が誕生した12年12月から景気改善を続けており、足元では5年以上にわたる拡大を続けている。途中、消費税率の引上げという政策判断ミスがあり、景気の停滞感が一時強まる場面もあったが、世界経済が再び回復傾向を強めた16年半ば以降は、輸出主導での景気持ち直しが再開し、生産・設備投資が活性化するなど、現在に至っている。

なお、足元の景気情勢については改善一服感もみられる。原因として、国内景気を牽引してきた輸出の増勢がやや弱まったことが挙げられる。1～3月期の実質輸出指数（日本銀行試算）は前期比0.5%と8四半期連続の上昇となったが、17年下期（同1.7%）から減速した。その影響は、国内需要の減速にもつながっているようで、実質輸入指数も同0.5%に鈍化している。

さらに、1、2月の鉱工業生産は10～12月期に比べて水準を落としている。前月比0.9%の上昇を見込む3月の製造工業生産予測指数の伸びを考慮しても、1～3月期は8四半期ぶりとなる前期比マイナスの可能性が高まっている。また、設備投資の一致指標と目される資本財出荷についても1、2月と2ヶ月連続で低下するなど、足踏みがみられる。

14年4月の消費税率引上げ後の持ち直しのペースがなかなか強まらない消費も、年末年始にかけての生鮮食品の高騰の影響が出ているようだ。2月の消費総合指数（内閣府が試算）は前

**企業の景況感は悪化した
が、投資意欲は堅調**

月比 0.5%と 3 ヶ月ぶりの上昇であったが、1～2 月平均は 10～12 月平均をやや割り込んでいる。

こうしたなか、4 月 2 日には日銀短観（3 月調査）が公表されたが、代表的な大企業・製造業の景況感が 8 期ぶりに低下した。年明け以降、為替レートが円高気味に推移してきたことに加え、かねてから保護主義的な言動が警戒されてきた米トランプ大統領が今秋の中間選挙を睨み、鉄鋼・アルミニウムへの追加関税など輸入規制措置に乗り出すなど、貿易戦争への懸念が景況感悪化につながったとみられる。

とはいえ、業況判断 DI 自体は 24 と、好況だったリーマン・ショック前と遜色ない水準であるほか、雇用人員や資本設備の不足感はバブル期並みの強さであることも確かである。また、18 年度の設備投資計画調査は、GDP 統計の民間企業設備投資に近い「ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く」の「全産業＋金融機関」ベースでは前年度比 2.0%と、17 年度当初計画並みの増加率となるなど、企業の投資意欲は堅調さを維持している。

**景気見通し：18 年度も
改善継続**

以上から、5 月 16 日に公表される 1～3 月期の GDP 第 1 次速報では、消費や輸出の勢いが鈍ったこともあり、経済成長率がゼロ前後に落ち込んだ可能性が高い。ただし、足踏みは一時的で、4～6 月期以降は、底堅く推移する世界経済を背景とした輸出増、良好な環境の下で自律的拡大局面をたどる設備投資を牽引役に、景気改善ペースは再び強まると予想される。また、米中貿易摩擦が全面的な貿易戦争に発展すれば、世界経済全体が失速するとみられるが、その可能性は高くないと想定している。出遅れ感の強い消費についても、労働需給の逼迫を背景に 18 年度春闘は 3 年ぶりに前年度実績を上回ったとみられ（連合集計（17 日時点）で 18 年度は 2.10%）、増加が見込まれる夏季賞与と合わせて、底上げが図られるとの期待も強い。

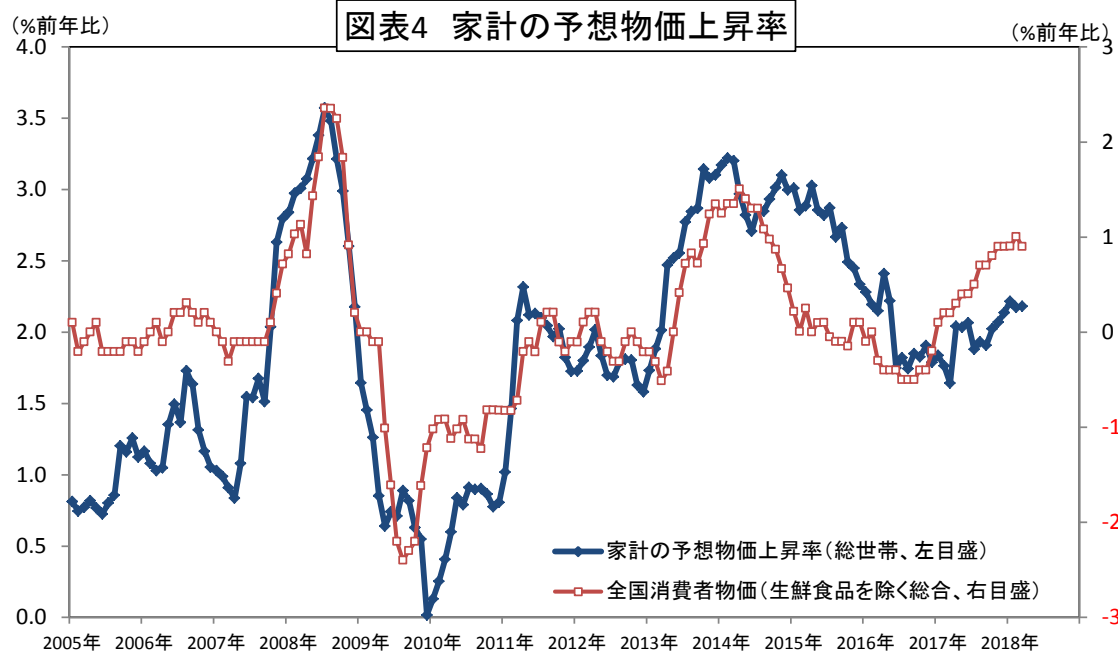
物価動向：上昇ペースは緩やか

3 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（コア）」は前年比 0.9%と、3 年半ぶりの 1%台だった 2 月から小幅ながらも鈍化した。一方、「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同 0.5%と、2 月の伸び率を維持した。前述の通り、今冬の生鮮野菜高騰などで消費マインドが悪化するなど、消費の持ち直しテンポは鈍いが、景気改善やそれに伴う

労働需給の引き締めにより、趨勢的に物価上昇圧力は高まっている。

しかし、家計の所得増がなかなか進まない中、大手スーパーでは自主企画商品（PB）の継続的な値下げなどで好業績を達成するなど、値上げが進まない状況も残っている。こうした事例は企業・家計とも先行きの物価は高まっていくとの予想が十分浸透していない証左といえる。

先行きについては、これまで円高進行によって、輸入消費財価格が下落していることに加え、エネルギー高による物価押し上げ効果も一巡しており、年央にかけて物価が一旦は鈍化するとみられる。半面、コスト高や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動きも徐々にではあるが進むと思われる。それゆえ、18年度上期に物価は一旦弱含むものの、18年度下期以降は全国コアの1%台が定着し始めると予想する。



(資料)内閣府「消費動向調査」、総務省統計局「消費者物価指数」

(注)家計の予想物価上昇率は「物価の見通しの推移(総世帯)」より農林中金総合研究所が試算。

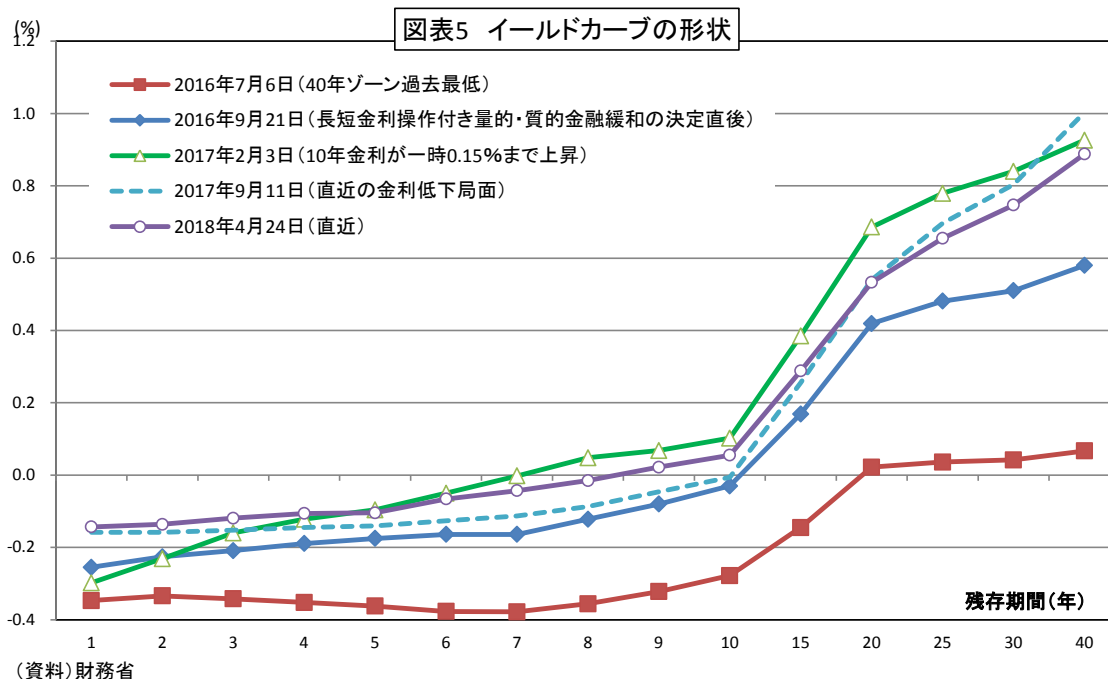
金融政策：当面は 現行の大規模緩和 を継続

4月9日に日本銀行総裁として黒田東彦氏が再任されたことで、3月20日に就任した雨宮・若田部の両副総裁とともに新体制が名実ともにスタートした。

日銀は、16年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入し、それを1年半にわたり、継続してきた。この政策の

大まかな枠組みは、短期政策金利を▲0.1%に設定し、かつ 10 年物国債利回りをゼロ%に誘導するという「イールドカーブ・コントロール」と、長期国債など金融資産の大量買入れを組み合わせたものである（さらに、全国消費者物価指数（コア）の前年比上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続するという「オーバーシュート型コミットメント」も盛り込まれている）。これらによって実質金利を自然利子率以下に引き下げ、経済・物価に対して好影響を及ぼしていこうというものである。

前述の通り、このところ消費者物価は上昇率を高めつつあるが、物価安定目標で設定された 2%にはまだかなりの距離がある一方で、長短金利差が大幅に縮小したことで金融機関経営などに悪影響を及ぼしつつあるなど、副作用が意識されている。



18 年度には金融政策修正の可能性も

こうした状況に対し、日銀は現行緩和策の（微）調整に乗り出すのか、どういう状況になれば検討の俎上に乗るのか、などについて市場関係者の注目を集めている。18 年に入って以降、為替レートの高進行為見られており、今後ともリスクオフの流れが強まると円高圧力が高まることも予想されるが、緩和縮小は通貨高を連想しやすく、その通貨高は経済・物価にマイナスの影響が出ることを踏まえると、緩和縮小に踏み切るタイミングを見極めるのは難しいのは確かである。また、黒田総裁が

金融市場：現状・見通し・注目点

長期金利は小幅プラスで推移

述べたとおり、緩和縮小がデフレマインドの転換を遅らせるリスクもないわけではない。それゆえ、現時点では長期金利の操作目標の引上げ等といった政策の枠組み修正は難しいように見えるが、実際に 18 年度下期にかけて物価上昇率が高まっていけば、検討される可能性を念頭に入れておきたい。

3 月下旬にかけて、米国の保護主義的な措置によって貿易戦争が引き起こされ、世界経済・貿易が収縮してしまうとの懸念が浮上したほか、国内の政治混迷が長期化リスクへの警戒から金融市場ではリスクオフの流れが強まった。しかし、その後は世界経済の底堅さが見直され、じわじわと株高・円安が進行している。

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

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、12 月末時点で日銀の国債保有シェアは 43.2%に達したほか、営業毎旬報告（4 月 20 日時点）から日銀の国債保有残高は 432 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プラス圏に浮上、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散見される。ただし、日銀は「10 年 0%程度」と設定した長期金利操作目標を死守してきた。18 年入り後は、1 月には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、2 月には米国長期金利の上昇につられて約 6 か月半ぶりに 0.095%まで上昇する場面もあった。こうした状況を受けて、日銀は買入れオペの増額や 7 ヶ月ぶりの指値オペなどで金利上昇を抑制してきた。また、3 月初旬には黒田日銀総裁が出口戦略の検討時期を初めて言及したことで長期金利が再び急騰する場面もあったが、時間経過とともに従来の方針と変化

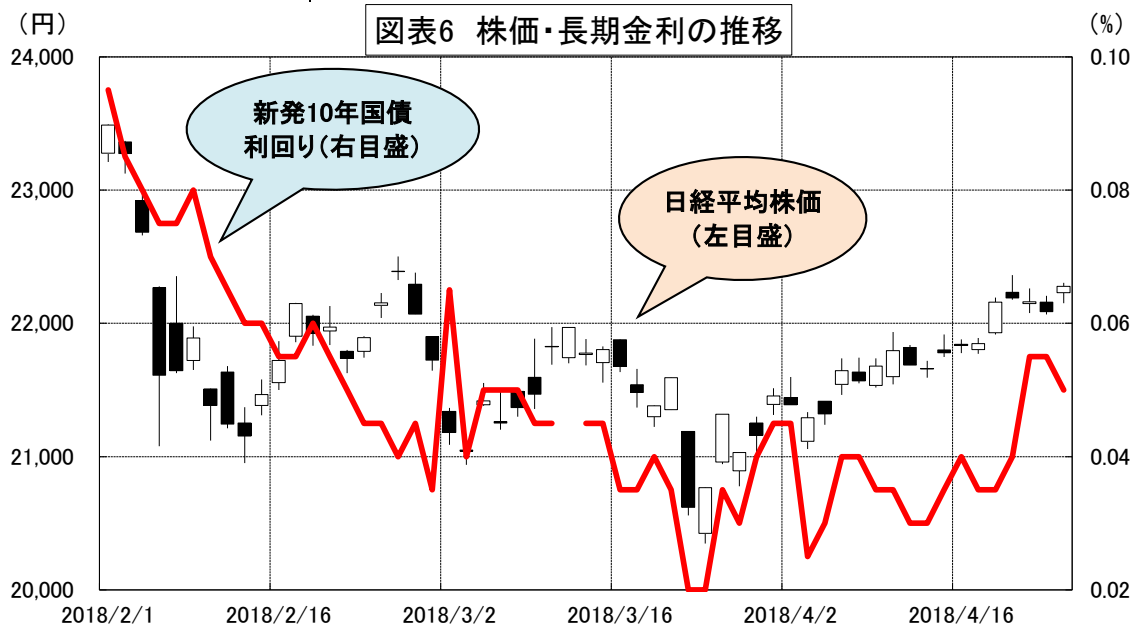
長期金利は当面ゼロ%近傍で推移

がないとの評価が強まり、長期金利は再び低下。3月下旬以降は概ね0.02～0.05%のレンジ内で推移している。

先行きについては、欧米での金融政策正常化の動き、国内経済の改善などで一定の上昇圧力が発生するとみられる一方で、円高リスクも根強く、金利上昇を抑える可能性がある。基本的には「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、長期金利がそのレンジを大きく外れる可能性は低いだろう。しばらくは「0～0.1%」での推移が続くとみられる。

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（例えば、安定的に1%台を確保し、かつ先行きも上昇する可能性が高いとの認識が強まれば）、緩和縮小の検討に入る可能性もある。その場合は、長期金利の操作目標が小幅引き上げられるとみられる（それに伴い長期金利もやや上昇するだろう）*cv*。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)3月13日の新発10年国債は出合いなし。

株価は徐々に持ち直しを強める

② 株式市場

17年9月以降、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を受けたアベノミクスの加速期待から株価はほぼ

リスクオンで円高 圧力がやや緩和

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。しかし、2月に入ると、「適温相場」終焉を意識した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円を割り込んだ。3月下旬にかけても国内政治情勢や貿易戦争への懸念から再び下落圧力が高まった。しかし、その後は好調な企業決算を受けた米国株の上昇や北朝鮮情勢の緊張緩和などに牽引される格好で、国内株価も持ち直し、4月中旬には1ヶ月半ぶりに22,000円台を回復した。

基本的に内外経済は改善基調にあり、かつ日銀が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から、株価は徐々に持ち直しの動きを強めていくと思われる。ただし、政局リスクが意識されるほか、今後の世界経済に影響を与えかねない米中貿易摩擦の行方には注意が必要だ。

③ 外国為替市場

17年を通じ、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が、18年入り後は、日銀の緩和縮小観測が高まったほか、ムニューシン財務長官のドル安容認発言などもあり、一転して円高圧力が高まり、1月下旬に110円を割った。2月には世界株安に伴うリスクオフの流れで一段と円高が進行したほか、3月下旬にかけては米国の保護主義的な姿勢が懸念されて105円前後まで円高が進んだ。ただし、その後はリスクオンの流れとなり、さらに米国金利の上昇につられて、直近はだいぶ円安方向に戻ってきた。

年3回程度のペースで利上げを行い、かつバランスシートの漸次縮小を進める米国の金融政策の動きは円安材料であることは間違いない。また、米国での税制改革の実施や高率関税適用による輸入物価上昇などを受けて物価上昇率が高まれば、利上げペースは市場の想定よりも速まる可能性もあり、一段とドル高が進む場面もあるだろう。一方で、冒頭で触れたとおり、今秋に中間選挙を控えたトランプ政権が「米国第一」の姿勢を強め、日本を含めた世界経済全体にとって悪影響が及ぶような政策を発動したり、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たりすれば、円安が進まない可能性もある。

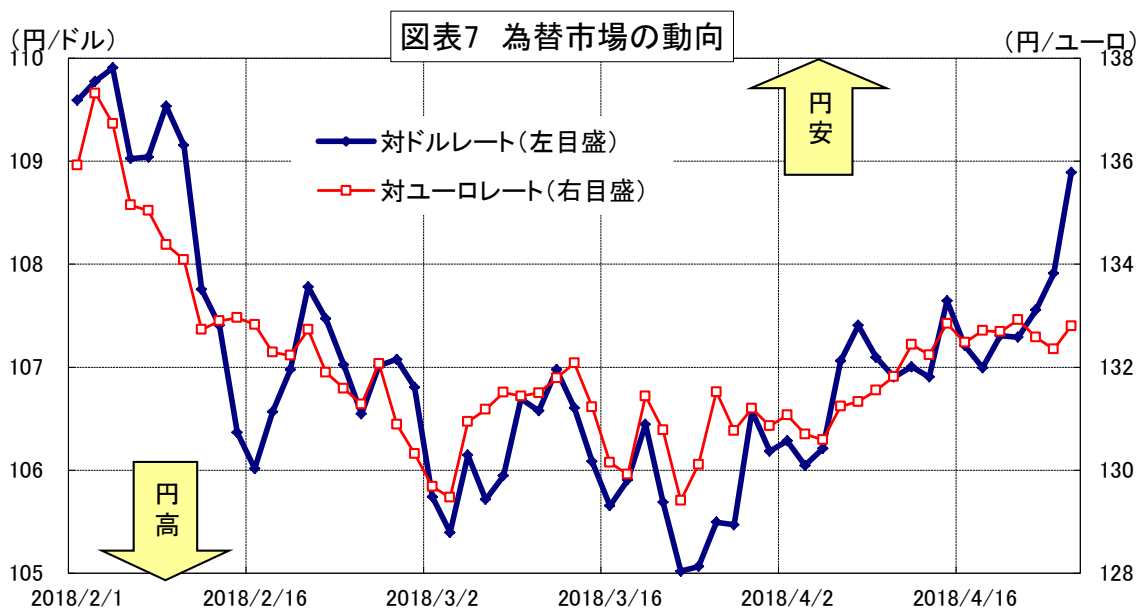
以上から、基調としては105～110円を中心レンジとした展開が続くとみる。これまで同様、世界的に何かしらのリスクが

円高ユーロ安が一服

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だろう。

一方、17 年を通じて欧州中央銀行（ECB）による量的緩和縮小への思惑などから、円安ユーロ高の展開が続いた対ユーロレートは、年明け以降もユーロ高が一段と進行し、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。しかし、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、イタリアの政治不安やドラギ ECB 総裁の「出口」に向けての慎重姿勢もあり、3 月下旬にかけて 130 円前後まで円高ユーロ安が進んだ。なお、4 月中旬以降はリスク回避的な行動が収まり、直近は 132 円台で推移している。

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。



(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. 4. 24 現在)