情勢判断

国内経済金融

輸出が伸び悩む中、消費・設備投資が景気を牽引

～一方で、今夏の酷暑・豪雨が消費マインドを悪化～

南　武志

要旨

4～6月期の経済成長率は民間消費の持ち直しや民間設備投資の堅調さが主導して再びプラスに戻った。足元の生産・輸出は伸び悩んでいるが、家計所得は増加傾向を強めており、先行き消費の本格的な回復に貢献する可能性が高い。ただし、酷暑や豪雨などが消費マインドを冷やしており、その動向を慎重に見極める必要がある。さらに、米国の保護主義的な通商政策やトルコ・リラ急落で顕在化した新興国リスクについても注意すべきであろう。

一方、物価が鈍い動きを続ける中、日本銀行は現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を維持した上で、持続可能性を高めるために運営の柔軟化を決めた。これにより、長期金利の変動許容幅は±0.2%に拡大したが、長期金利の上昇余地は決して大きくない。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2018年 8月（実績）	2018年 9月（予想）	2018年 12月（予想）	2019年 3月（予想）	2019年 6月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	-0.055	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0910	0.07～0.10	0.08～0.11	0.08～0.13	0.10～0.15
国債利回り	10年債	(%)	0.095	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.25
	5年債	(%)	-0.085	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.10～0.05
為替レート	対ドル		110.8	105～115	100～118	100～118	100～115
	対ユーロ	(円/ユーロ)	128.2	115～135	115～135	115～135	120～140
日経平均株価		(円)	22,410	22,750±1,000	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8月23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。

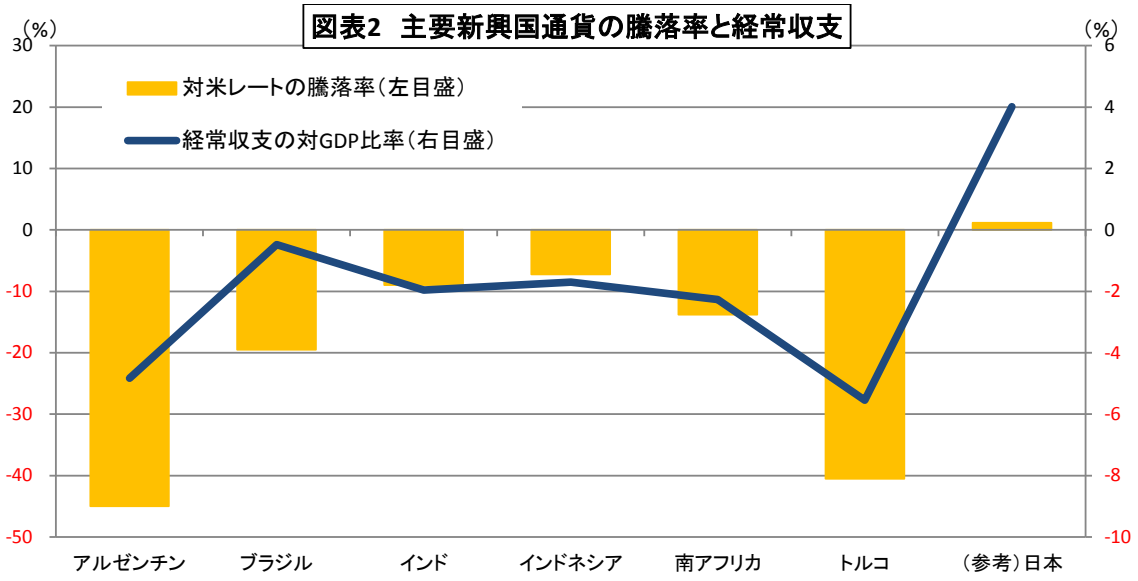
トルコ・リラ急落とテーパー・タントラム2.0への警戒

経済・物価情勢の改善を受けて、非常時対応を続けてきた欧米の中央銀行が政策正常化に向けて動くなか、新興国経済に流れ込んだ緩和マネーの逆流が懸念されてきた。特に、18年春には、米国の利上げペースが想定以上のものとなるとの思惑が広がり、一部の新興国で通貨安が強まった。なかでも幾度かデフォルトを経験したアルゼンチン・ペソの下げがきつく、アルゼンチン中銀は4～5月にかけて為替介入を行ったほか、3度にわたって計1,275bpの利上げを実施（5月4日時点の政策金利は40%）、さらには国際通貨基金（IMF）に支援を求めた。6月にIMFは500億ドルの金融支援を実施することを承認したが、コンディショナリティが課されているため、今後アルゼンチン政府は緊縮財政やインフレ抑制に注力しなくてはならない。ただし、今春の時点ではこうした動きは限定的であった。

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

しかし、8 月 10 日には、拘束されている米国人牧師の釈放を巡って米国との関係が悪化したトルコの通貨リラが前日比▲16%（対米ドル）と急落、それが世界中の金融市場に波及するなどテーパー・タントラム 2.0 への警戒が一気に高まった。今回のトルコ・リラ急落は、直接的にはトルコ政府が釈放を拒絶したことへの報復の一環として、トランプ米大統領がトルコからの鉄鋼・アルミニウム輸入に対して追加関税（それぞれ 50%、20%）を課すとツイートしたことを契機に起きたが、その底流には前述したテーパー・タントラム 2.0 への警戒、トルコのエルドアン大統領が政策金利の引上げを認めないこと、さらに同大統領の強権的とされる政治姿勢への警戒などがあるとされる。また、拘束されている牧師はペンス副大統領と同じキリスト教福音派に属しており、11 月の中間選挙を前に支持基盤を固めるためのアピールとも言われている。なお、トルコも対米報復関税を導入するなど強硬姿勢を示しているが、新興国リスクが顕在化したことで、米中貿易摩擦などと合わせて世界経済全体の下振れリスクとして意識せざるを得なくなった。

図表2　主要新興国通貨の騰落率と経常収支



（資料）Bloomberg、国際通貨基金　（注）通貨の騰落率は2017年末から直近データを比較。経常収支は17年のデータ。

景気の現状：4～6月期は2四半期ぶりのプラス成長

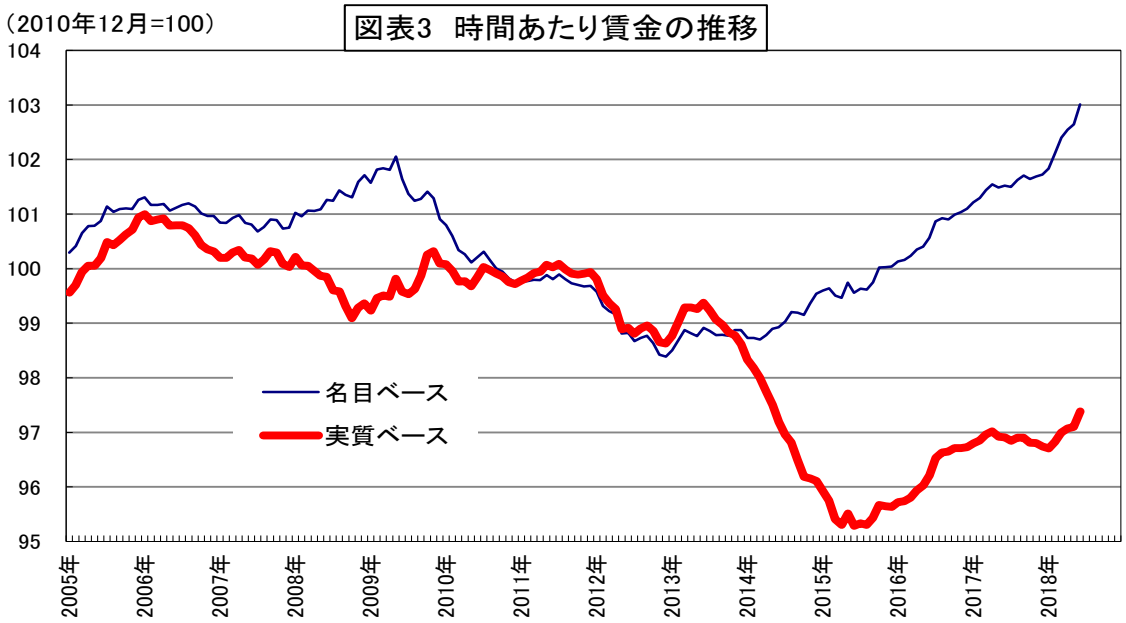
さて、日本経済に目を転じると、4～6 月期の実質 GDP は前期比 0.5%（同年率 1.9%）と、9 四半期ぶりのマイナス成長となった 1～3 月期から一転、プラス成長に戻った。ただし、前年比では 1.0%と潜在成長率（1%弱と想定）を辛うじて上回ったに過ぎず、18 年上期としても年率 0.2%成長にとどまるなど足踏み感も否めない。

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

内容的には、これまで国内景気を牽引してきた財・サービスの輸出は 8 四半期連続のプラスながらも、1～3 月期（前期比 0.6%）に続き、同 0.2%と 17 年後半の同 2%台の増加ペースから鈍化した状態が確認できた。世界経済は引き続き緩やかな成長が続いているものの、サービス輸出（特に海上輸送貨物）を中心に弱い動きとなっている。

一方で、民間需要は底堅く推移した。17 年度中を通じて足踏みが続いた民間消費は 2 四半期ぶりに増加（同 0.7%）、前回の消費税率引上げ以降の最高値を 1 年ぶりに更新した。また、自律的な拡大局面をたどる民間企業設備投資も同 1.3%と 7 四半期連続で増加、経済成長を牽引した。

図表3　時間あたり賃金の推移



（資料）厚生労働省　（注）現金給与総額を総労働時間で除したものの12ヶ月移動平均。

生産・輸出は鈍いが、賃金上昇率は高まっており、今後の消費回復を下支え

月次の経済指標からも国内景気の現状を確認してみたい。GDP 統計でも鈍さが確認できた輸出であるが、貿易統計から日銀が推計した実質輸出指数については、7 月分は前月比 0.3%と 3 ヶ月ぶりの上昇となった。しかし、4～6 月平均を 1.5%下回るなど、頭打ち感が出ている。国際収支統計のサービス収支・受取も 4～6 月期は前期比▲1.8%と 2 四半期連続の減少であった。こうした動き等が影響して、鉱工業生産も鈍い動きとなっており、6 月分は直近ピークの 17 年 12 月の水準を 2.8%下回っている。このように輸出・生産が頭打ち気味に推移していることから、景況感などにも足踏みがみられた。

一方、労働需給の逼迫度は徐々に強まっており、これまで鈍

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

かった賃金上昇率も足元で高まってきた。5 年目となった官製春闘では 3 年ぶりに前年を上回った（前年比 2.26%、厚生労働省調べ）ほか、好業績を反映して夏季賞与も高い伸びとなっている（経団連調べ：大企業は前年比 8.62%）。雇用者数も 18 年上期は前年比 2%超のペースで増加しており、雇用者報酬も堅調に推移している。こうした家計所得の増加によって、消費の本格的な回復が促されることが期待されるが、今夏の酷暑・豪雨などの天候要因が消費マインドを悪化させたとの見方もあり、慎重に見極める必要がある。

景気見通し：徐々にソフトランディングに向けた動きも

以上から、足元 7～9 月期も民間需要の堅調さに牽引された経済成長がしばらく続くものと予想する。年末まで景気改善が続けば拡張期間としては戦後最長の 73 ヶ月に並ぶことになるが、それを上回る可能性は十分あるだろう。当総研では 4～6 月期の 1 次 QE 発表を受けて、「2018～19 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、18 年度は 1.2%成長と 17 年度（1.6%）から減速するものの、引き続き潜在成長率を上回る成長になると予測している。

ただし、労働需給が逼迫する中、生産性の低い分野から高い分野への労働力シフトが本格的に起きているわけでもない。成長余力は残り少なくなり、いずれボトルネックが発生する可能性は高いように思われる。それゆえ、ソフトランディングに向けた動きが始まってくるだろう。

物価動向：足元鈍い動き

7 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 0.8%と、6 月分の上昇率と変わらずであった。これまで国際原油市況の高騰に伴ってエネルギー価格が上昇してきたが、それが一服したことが背景にある。一方で「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」は同 0.3%と、5 ヶ月ぶりに上昇率が高まった。家計所得環境の好転などによって消費が持ち直しつつあることもあり、物価鈍化に歯止めがかかったといえる。とはいえ、まだ物価を大きく押し上げるほどの勢いはない。

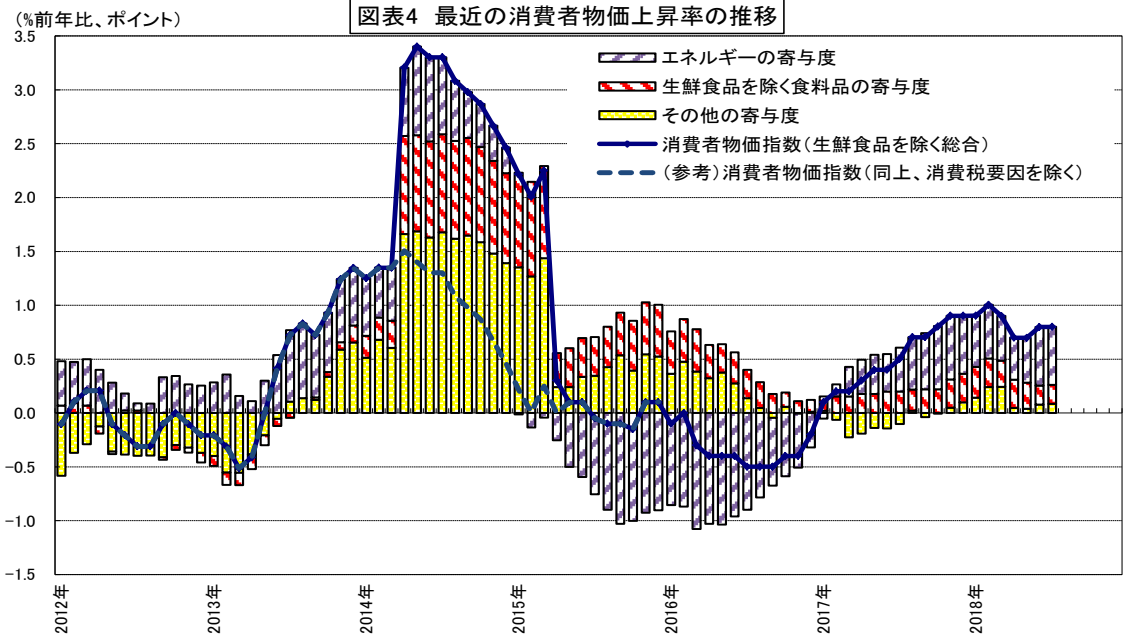
さて、物価の先行きについては、エネルギー要因はしばらく物価を下支えするとみられるほか、西日本豪雨や猛暑などに伴って足元で生鮮野菜が値上がりしており、物価指数を押し上げるだろう。ただし、それらが消費マインドを悪化させれば、消

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

費行動は抑制され、コアは伸び悩みかねない。ただし、前述の通り、足元では労働需給の引き締まりが賃上げを通じて家計の所得環境の改善につながりつつあることから、年度下期にかけてはコアで1%の上昇を目指す動きが強まるものと予想する。

なお、日本銀行は7月末に公表した展望レポートで物価見通しを下方修正したが、「経済・雇用情勢の改善に比べて、物価や予想物価上昇率の改善ペースは緩慢なものにとどまっている」ことを認め、その原因を「低成長やデフレの経験が生産性向上余地の大きさなどと相俟って、わが国では、物価のマクロ的な需給ギャップへの感応度が高まりにくく、適合的な期待形成の力が強い予想物価上昇率も上がりにくい状況が、想定以上の期間にわたって、続いている」ためと分析している。

図表4　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

金融政策：強力な金融緩和継続のための枠組み強化

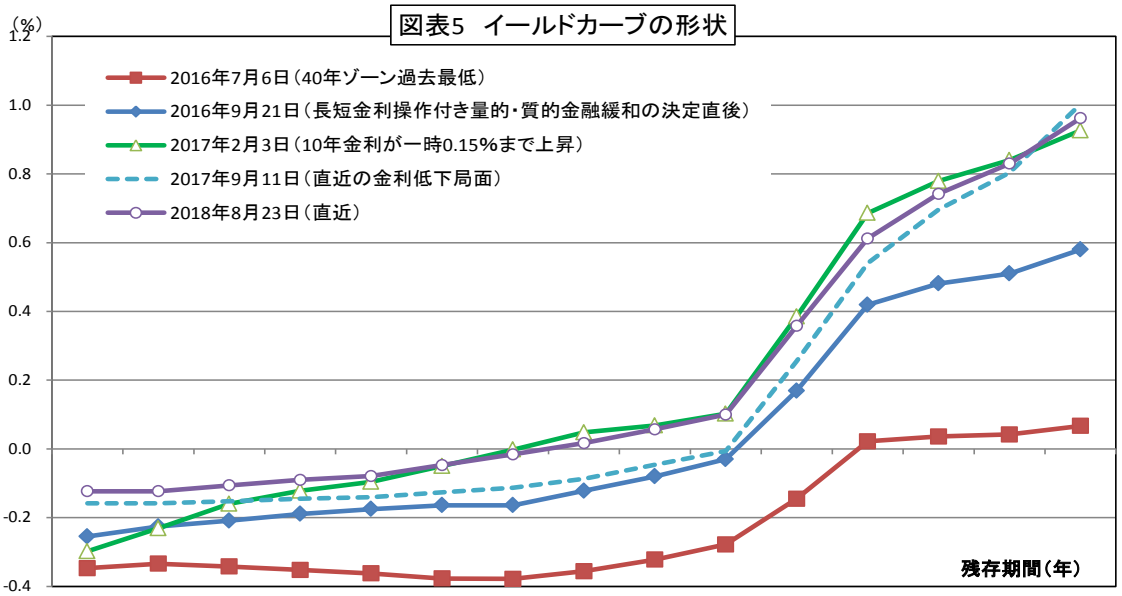
冒頭でも触れたように欧米の中央銀行が政策正常化に向けて動く中、2%の物価上昇と定めた「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現すべく、日銀は16年9月に導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続する姿勢を続けてきた。ただし、前述の通り、物価上昇率は十分高まっておらず、また2%達成も見通せる状況にはないため、大規模な金融緩和策がしばらく続くとの見方が定着しつつあった。

こうした中、7月30～31日に開催された金融政策決定会合を前に、日銀が金融緩和策の持続可能性を高める方策を検討するとの報道が浮上した。具体的には、長期金利の操作目標やETF

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

など資産買入れ手法を柔軟化するとのことであり、それらを巡って金融市場では思惑が交錯した。実際、同会合では現行政策の枠組みそのものは継続が決定されたが、経済・物価情勢等に応じて長期金利の変動幅をこれまでの倍程度（±0.2%）許容することとなった（加えて、ETF・J-REIT の年間買入れ額の変動も容認）。同時に、19 年 10 月に予定される消費税率引上げなど不確実性を踏まえ、当面は現在の極めて低い長短金利の水準を維持するとのフォワードガイダンスも付け加えられており、展望レポートで下方修正された物価見通しとともに、政策金利の引上げは当面なさそうとの観測も強まった。

図表5　イールドカーブの形状



（資料）財務省

長期金利の操作目標の引上げはしばらく封印

今回の措置についての解釈は人によって異なるなど、固まっていないが、副作用を懸念する意見と早期の物価安定目標の達成を目指す意見（リフレ派）との妥協の産物と思われる。確かに 7 月中旬までと比べて、長期金利水準は切り上がったが、それを以て「出口に向けた一歩」を踏み出したとの解釈が妥当であるかについては議論の余地があるだろう。

今回は、機能不全に陥りつつあった債券市場や本業が赤字に転じつつある地域金融機関への対応という側面に加え、日銀が説明する通り、緩和策の持続可能性を高めるという理由もあることは確かであろう。そもそも現在の黒田総裁体制下での出口政策はオーバーシュート型コミットメントの存在により、物価が 2%超とならない限り開始されないことになっている。今回

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

の措置が物価上昇率を誘発させるわけではなく、金融緩和状態の長期化は避けられない状況である。万一、物価安定目標を達成する前に景気が後退局入りした際には長期金利を再び低め誘導することもないわけではない。

改めて、日銀の政策スタンスは大規模緩和を粘り強く続けてGDP ギャップを需要超過気味に誘導し、物価上昇の機運を高めていく、というものであることが確認できたといえなくもない。既に国債買入れペースは鈍化しているが、長期金利の操作目標などを引き上げるには、需給改善を伴った物価上昇圧力が明確になり、かつ 2%達成が見通せる状況になる必要があると思われるが、そこに至るにはまだ時間がかかりそうだ。

金融市場：現状・見通し・注目点

内外の企業業績は良好さを維持する半面、米国の保護主義的な通商政策への警戒も根強く、かつ 8 月 10 日のトルコ・リラ急落の影響が新興国リスクを意識させて世界の金融市場に伝播するなど、8 月中旬以降はリスクオフが強まった。

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。

① 債券市場

金融政策の「柔軟化」で水準上昇

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を実施しており、すでに日銀は発行残高の半数近く保有するに至っている（18 年 3 月末で 43.9%）。その結果、国債需給は基本的に引き締まっており、長期金利のコントロールがある程度可能な状態が作り出されている。

16 年 9 月に開始された「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」では「長期金利の操作目標（10 年 0%程度）」が組み込まれ、それ以降の長期金利は概ね 0%を中心とする狭いレンジ内での展開となっていた。

18 年入り以降、日銀の緩和縮小や米国の利上げ加速などの思惑が高まるたびに国内金利に上昇圧力が掛かる場面はあったが、物価上昇圧力の緩和などもあり、そうした状態は長続きせず、長期金利は概ね「0～0.1%」のレンジ内で推移してきた。同時に流動性が枯渇するなど、債券市場の機能不全への懸念が高まっていた。

こうした中、7 月末の金融政策決定会合を控え、日銀が長期金利の操作目標の柔軟化などを検討するとの報道を受けて金

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

利に上昇圧力が加わった。前述の通り、同会合では長期金利の変動幅を拡大することなどを決定したが、それ以降は 0.1%前後での推移が続いている。

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
（注）6/11、6/13、7/4の新発10年国債は出合いなし。

長期金利の上昇余地は大きくない

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が想定され、一定の上昇圧力が発生するとみられる。一方で、世界的にリスク回避的な行動が強まれば、円高傾向が強まり、金利低下圧力が高まることは十分考えられる。基本的に長期金利の操作目標が「10 年 0%程度」と設定され、変動許容幅を±0.2%としている限り、長期金利がそのレンジを外れる可能性は高くない（上振れた際には指値オペ、固定金利オペや買入れオペの増額などを駆使、下振れた際には買入れオペの減額をするとみられる）。

また、民間エコノミストの想定通り、19 年度にかけても物価上昇率が 1%超とならない際には、逆に金利に低下圧力が掛かる可能性もあるだろう。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

当面は上値の重い展開

日経平均株価は 1 月 23 日には 24,000 円台まで上昇、バブル崩壊後の最高値を更新するなど、年初の株式市場は堅調であったが、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

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

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てはいるが、23,000 円台の定着には至っておらず、全般的には上値の重い展開となっている。企業業績は底堅いほか、米国経済も好調さを維持するなど、市場環境は決して悪くないが、米国の保護主義的な通商政策への警戒が拭えない上、直近は新興国リスクが意識されるなど、先行き不透明感は強い。

先行きについては、基本的に内外経済は依然として改善基調にあることは今後とも株価を下支えすると思われる。とはいえ、米中貿易摩擦や新興国リスクへの警戒も強いため、当面は上値の重い展開が続くだろう。また、日銀は ETF 買入れ額（年間 6 兆円）も柔軟的な運用も決定したが、実際の買入れペースが明らかに鈍れば、株価には一旦抑制的に働くだろう。

③ 外国為替市場

足元は１ドル＝110円台で推移

18 年入り後、対ドルレートは、日銀の緩和縮小観測の浮上やムニューシン米財務長官のドル安容認発言などで円高圧力が高まり、1 月下旬には 4 ヶ月半ぶりの 1 ドル＝110 円割れとなった。2 月には世界同時株安でリスクオフが強まったほか、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円高が進行、一時 105 円前後となった。

しかし、4 月以降はリスクオンの流れとなったほか、米国金利の上昇から円安に転じ、5 月中旬には再び 110 円台に乗せた。5 月下旬には米国の通商政策への懸念や米朝首脳会談の中止発表を巡り、一旦円高に振れたが、その後は徐々に円安が進み、7 月中旬には一時 113 円台と 6 ヶ月ぶりの円安水準となった。直近はトランプ米大統領のドル高牽制や日銀による長期金利の操作目標の柔軟化、新興国リスクの顕在化などを受けて 110～112 円あたりで推移している。

正常化を着実に進める米国の金融政策は円安材料であり、また、労働需給が逼迫する米国における景気刺激的な税制改革、高率関税適用による輸入物価上昇などで物価上昇率が想定以上に高まり、利上げペースが加速すれば、一段とドル高が進む可能性がある。しかし、トランプ米大統領は米 FRB の利上げ姿勢や中国・EU の通貨安を批判するなど、ドル高に対する警戒姿

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

勢を強めていることから、一方的な円安進行も予想しづらい。さらにトルコ・リラ急落が他通貨に伝播するような事態になれば、安全通貨として日本円がより選択されやすくなるだろう。

以上から、基調としては110円台前半を中心レンジ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だろう。

ユーロ安気味の展開

一方、18年入り後もECBによる量的緩和縮小の思惑などからユーロ高が進行、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、2月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も浮上、3月下旬にかけて130円前後まで円高ユーロ安が進んだ。4月にはリスク回避的な行動が収まり、一旦は133円までユーロ高が進んだ。しかし、5～6月にかけては、欧州経済の先行き懸念に加え、伊政治情勢やECBの利上げ時期を巡る思惑などから、ユーロ安気味に推移した。さらに8月に入ると、トルコ・リラ急落を受けて、トルコ向け債権を抱える欧州銀行への懸念が高まり、一時ユーロ安が強まった。

先行きもトルコなど新興国リスクへの警戒が高いほか、19年度予算案を巡る伊・EU間の交渉も難航が予想されることから、ユーロ安気味の展開が続くだろう。

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。

(18.8.23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