情勢判断

国内経済金融

安倍首相続投で成長重視のアベノミクス路線は継続

～輸出・生産が伸び悩む一方、企業業績・設備投資は堅調～

南　武志

要旨

足元の生産・輸出は伸び悩んでいるが、好調な企業業績などを背景に設備投資は増加傾向をたどっている。また、「企業から家計へ」の所得還流も徐々に強まっており、消費が先行き本格的に持ち直すことへの期待も強い。ただし、日本列島を襲った多くの自然災害や酷暑が今後の景気下押しにつながるリスクもあり、その動向を慎重に見極める必要がある。また、激しさを増す米中貿易摩擦、今後予定される保護主義的な姿勢を強める日米通商協議（FFR）の行方にも注意すべきであろう。

一方、依然として物価上昇率が鈍い中、日本銀行は現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続を決定した。7 月会合では長期金利の変動許容幅は±0.2%に拡大したが、その後の長期金利は 0.1%前後での推移が続いている。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2018年		2019年		
			9月（実績）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	-0.064	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0500	0.05～0.11	0.08～0.13	0.10～0.15	0.10～0.15
国債利回り	10年債	(%)	0.115	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.25	0.00～0.25
	5年債	(%)	-0.065	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.10～0.05	-0.10～0.05
為替レート	対ドル		112.2	100～118	100～118	100～115	100～115
	対ユーロ	(円/ユーロ)	131.3	115～135	115～135	120～140	120～140
日経平均株価		(円)	23,674	23,750±1,500	24,000±1,500	24,000±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9月20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。

超長期政権が可能となった安倍首相

安倍晋三首相の自由民主党総裁としての任期満了に伴う総裁選が 9 月 7 日公示、20 日投開票の日程で実施され、安倍総裁と石破茂・自民党元幹事長の 2 名が立候補、一騎打ちとなった。森友学園・加計学園問題を巡る国会紛糾などもあり、一時は総裁三選が危ぶまれた安倍首相であったが、810 票中、553 票（国会議員票 329 票、地方票 224 票）を獲得し、大方の予想通り、再選を果たした。一方の石破候補は 254 票（国会議員票 73 票、地方票 181 票）と善戦するも、6 年前の雪辱は晴らせなかった。

与党第 1 党である自民党の総裁は内閣総理大臣に選出されることが確実である。その後も無難な政権運営ができれば、安倍首相は現在の衆議院議員の任期満了とほぼ重なる 21 年秋まで政権を担当することが可能な状況となった（19 年中には吉田

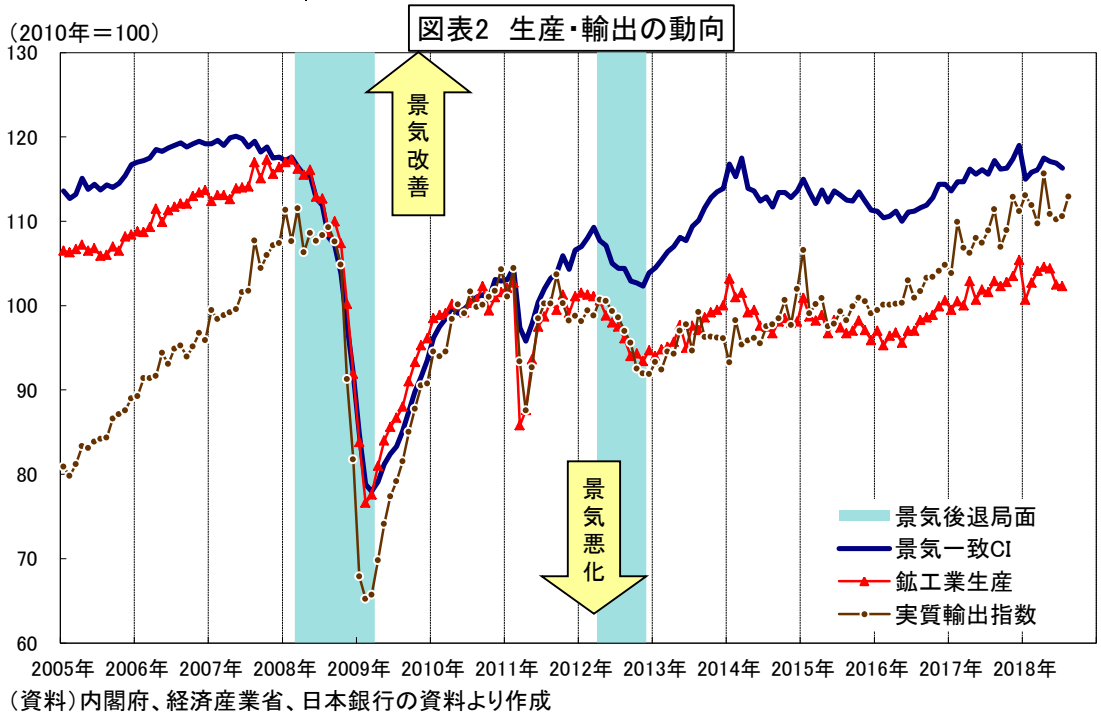
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

茂、伊藤博文、佐藤栄作、桂太郎の各首相在職記録を抜いて歴代1位となる公算）。

さて、アベノミクスは2012年12月の始動から6年近くが経過し、GDP（名目で60兆円増、実質で40兆円増）、雇用（就業者は370万人増加、失業率は約2ポイント低下）などの分野で着実な改善をもたらすなど、一定の成果を上げたと評価できる。一方、こうした成長の恩恵は依然として一部にとどまり、特に14年4月の消費税率引上げ以降の消費の足取りは重い。また、物価上昇が鈍いこともあり、「3本の矢」の一つである大胆な金融緩和からの転換が見通せず、超低金利状態が長期化することに伴う弊害も意識されるなど、課題は少なくない。さらに、景気は拡張期にあるにもかかわらず、裁量的な歳出の増加圧力は根強く、健全化目標の達成が後ズレしつつある。

安倍首相は今後3年間で全世代が安心できる社会保障制度への改革を断行する方針を明らかにしたが、石破候補が訴えた地域経済や中小企業など出遅れ感の強い分野の底上げについても真摯に取り組むことが求められる。

図表2　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：輸出・生産は弱いが、設備投資は好調を維持

さて、国内経済に目を転じると、輸出・生産の勢いが乏しい半面、企業業績は堅調に推移しており、設備投資は増加基調をたどっている。8月の実質輸出指数（日銀試算）は前月比2.1%と2ヶ月連続で上昇したが、7～8月平均は4～6月平均を依然

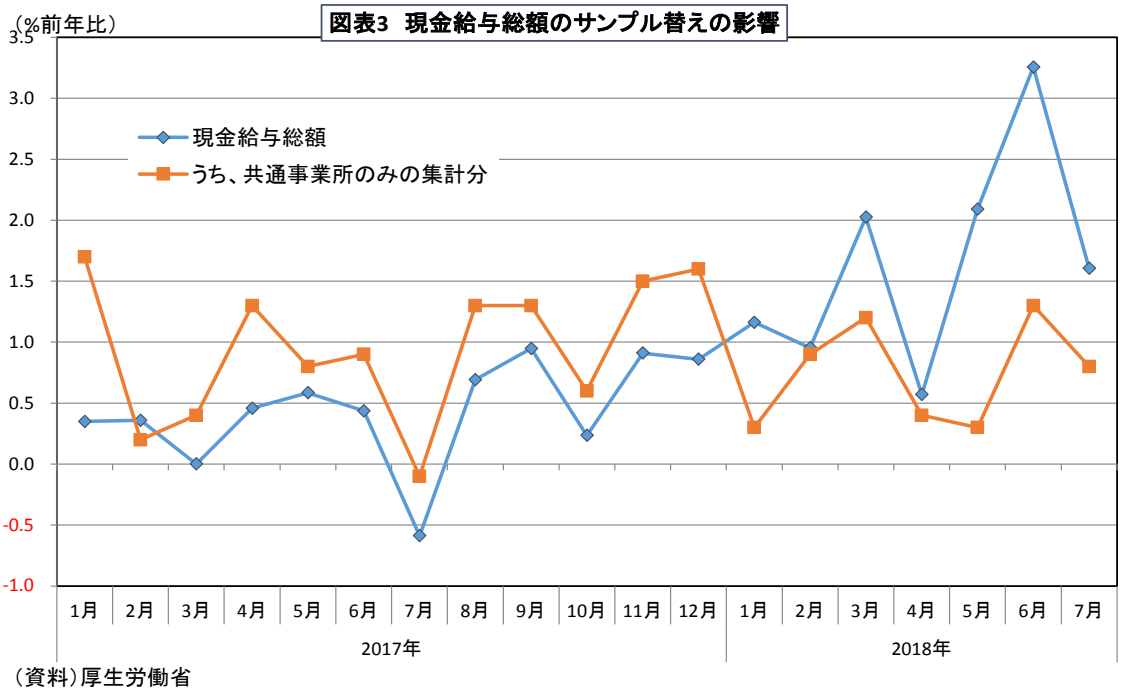
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

0.4%下回るなど、頭打ち気味の推移が続いている。鉱工業生産も 7 月分は同▲0.2%と 3 ヶ月連続の低下であり、直近ピークの 17 年 12 月の水準を下回っての推移が続いている。

一方で、法人企業統計季報によると、4～6 月期の企業業績（金融業・保険業を除く）は堅調であり、経常利益（季節調整値）は前期比 16.9%と過去最高益を 2 四半期連続で更新、設備投資額（ソフトウェアを除く）も同 6.9%と高い伸びとなり、GDP 第 2 次速報（2 次 QE）の大幅上方改訂につながった。

雇用環境も引き続き良好であり、18 年入り後の就業者数は前年比 2%超の増加ペースへ加速している（16、17 年はともに同 1.0%）。同じく現金給与総額も前年比 1.8%のペースへ加速するなど（17 年：同 0.4%）、労働需給の逼迫が賃上げを促し始めた可能性もある。こうした家計所得の改善は出遅れていた消費の本格的な持ち直しにつながるとの期待は強い。

図表3　現金給与総額のサンプル替えの影響



（資料）厚生労働省

賃金は見掛けほど強くないとの意見も

こうしたなか、賃金統計の信憑性を疑う意見も浮上している。賃金・給与の統計として代表的な厚生労働省『毎月勤労統計』では定期的にサンプル替えを実施しているが、18 年 1 月分からサンプル替えの方法を一部変更した。従来、第一種事業所（常用労働者 30 人以上）は 3 年毎に総入れ替えを実施、第二種事業所（同 5～29 人）は半年毎に全体の 3 分の 1 を入れ替え（部分入れ替え）、このうち第一種事業所については総入れ替

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

えの際に発生する旧統計との段差の調整を遡及して行ってきた。これに対し、新方式では第一種事業所について年1回の部分入れ替え（18、19年は経過措置で全体の2分の1、20年以降は3分の1）とし、段差の調整を行わないことになった。

厚労省では参考資料として、部分入れ替え前後の共通事業所による前年比を公表しているが、18年入り後は全体の伸びが共通事業所のそれを大きく上回るなど、サンプル替えによって給与の伸びが高い事業所が多くなった可能性が高い。ちなみに、15 年の総入れ替え時にはギャップ調整に伴う遡及改訂で賃金指数が下方修正されるなど、今回入れ替わった事業所の給与は水準・伸びともに低かった可能性もあるため、真相は藪の中というのが実際のところである。

景気見通し：7～9月期は減速の可能性

足元 7～9 月期については、日本列島を襲った多くの自然災害（含む酷暑）の悪影響が経済活動を抑制した可能性があるほか、年率3.0%成長と9四半期ぶりの高成長を実現した4～6月期からの反動減が想定されることもあり、成長率が鈍化するのは不可避であろう。ただし、景気の腰折れには至らず、被災地域の復旧・復興が進むにつれて、民間需要に堅調さが戻り、元の成長経路に戻ると思われる。

一方、労働需給の逼迫度は一段と高まると思われ、いずれはボトルネックが発生する可能性は高い。そのため、19年入り後は、ソフトランディングに向けた動きが始まってくるものとみられる。また、激しさを増す米中貿易摩擦の行方、さらには日米の新たな通商協議（FFR）の趨勢にも注意が必要であろう。

当総研では2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、19年度は0.7%と、先行きの成長鈍化を予測している。

物価動向：足元鈍い動き

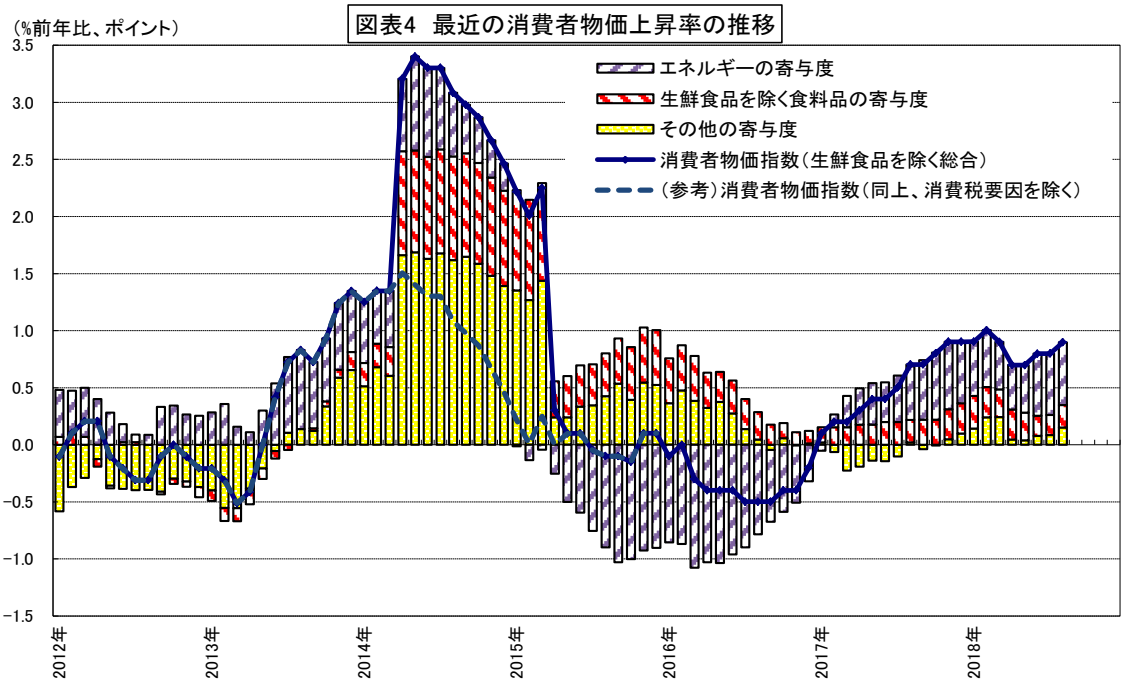
8 月の全国消費者物価指数によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比 0.9%と、6、7 月分（同 0.8%）から上昇率を拡大させた。また、「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」も同 0.4%と、2 ヶ月連続で上昇率が高まった。家計所得環境の好転などによって、18年入り後は消費が持ち直しており、需給改善に伴う物価上昇圧力も回復しつつある。とはいえ、まだ物価を大きく押し上げるほどの勢いでは

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

ないことも確かである。

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再び悪化させれば、今秋の消費行動は抑制され、コアは頭打ちになりかねない。一方で、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、こうした効果が一巡すれば、コアで 1%台の上昇率の定着を目指す動きが強まるだろう。

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:9月会合でも現行緩和策の継続を決定

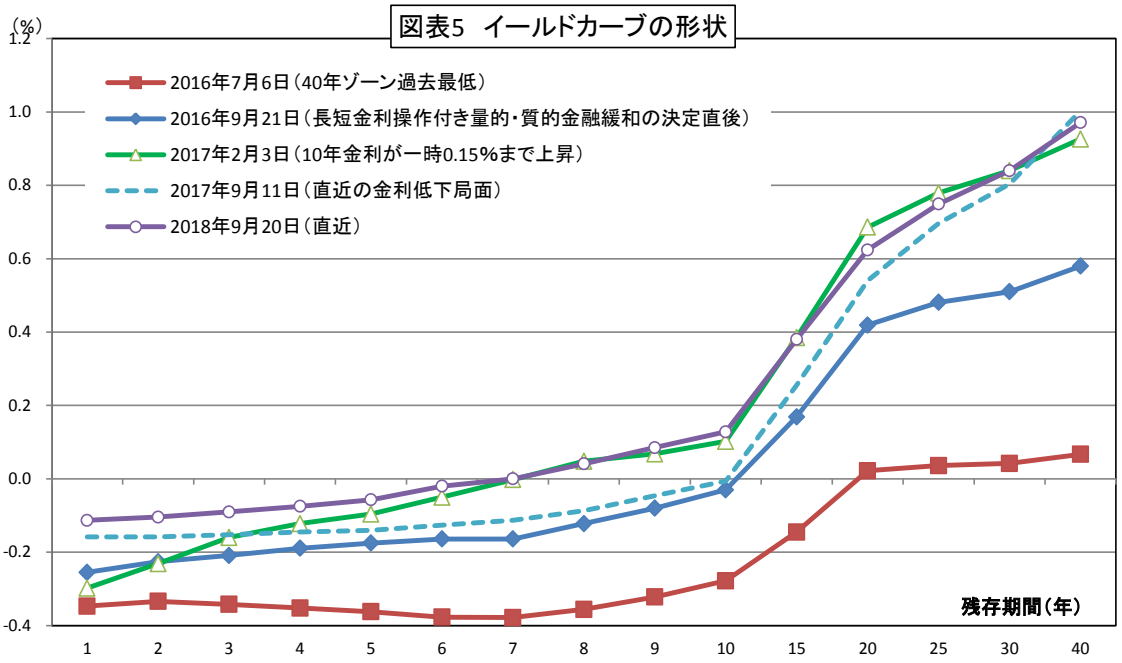
9月18～19日に開催された日本銀行・金融政策決定会合では、前回会合で運営手段の柔軟化が施された「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）」の継続が決定された。前回 7月 30～31 日開催の金融政策決定会合では、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」と称して、新たに政策金利のフォワードガイダンス（19 年 10 月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定）を導入することによって「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、QQE+YCC の持続性を強化する措置（経済・物価情勢等に応じて長期金利の変動をある程度（±

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

0.2%程度）許容するとともに、ETF・J-REITの年間買入れ額の変動も容認）を決定した。

7月会合後に公表された展望レポートでは、物価見通しを大幅に下方修正し、見通し期間（18～20年度）中には物価安定目標（全国消費者物価で前年比2%の上昇）の達成が困難であることを示したが、それによって政策金利などの引上げは当面ないとの観測も強まっていた。また、長期金利については一定の変動を許容されたが、この1ヶ月半は0.1%を中心とした狭いレンジで推移するなど、上限とされる0.2%には届かなかった。

図表5　イールドカーブの形状



（資料）財務省

物価動向を見極めつつ、現行政策を粘り強く継続する方針

今後の政策運営について展望すると、現行金融政策の最優先課題が物価安定目標を早期に実現することであることを踏まえると、ある程度まで物価上昇率が高まらない限り（しかも、資源高や円安などに依らず、需給改善を伴った格好で）、基本的な金融政策の枠組み（短期政策金利や長期金利の操作目標）に手を加えることは困難と思われる。つまりは、大規模な金融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従来の姿勢はしばらく続けることになるだろう。

一方で、家計所得の改善により、消費が本格的に持ち直し、それが物価上昇率を着実に押し上げていく姿が確認できれば、長期金利の変動許容幅を徐々に拡大し、長期金利の高め誘導に

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

乗り出す可能性もあるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

新興国リスクが依然として燻っているほか、米中間の貿易摩擦が激しさを増しつつある一方で、内外の企業業績は良好さを維持していることから、9 月にかけて内外の金融市場はリスクオンの展開となっている。

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

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 6 月末で 44.6%、国庫短期証券は含まず）。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）」が組み込まれたことから、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。

一方、景気改善が続いたことで、18 年入り以降は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、7 月中旬まで長期金利は概ね「0～0.1%」のレンジ内で推移した。また、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ため、直近 2 ヶ月間は 0.1%前後での推移が続いている。

長期金利の上昇余地は大きくない

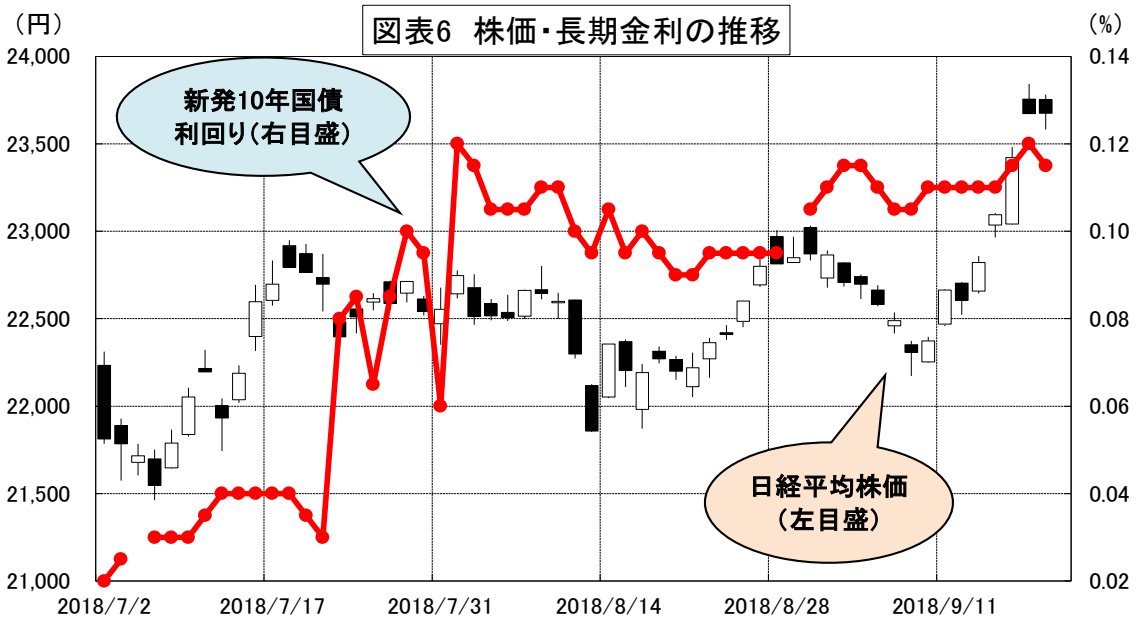
先行きについては、欧米での金融政策正常化の動き、国内経済の改善などが想定され、一定の上昇圧力が発生するとみられる。一方で、世界的にリスク回避的な行動が強まれば、円高傾向が強まり、金利低下圧力が高まることは十分考えられる。基本的に長期金利の操作目標が「10 年 0%程度」と設定され、変動許容幅を±0.2%としている限り、長期金利がそのレンジを外れる可能性は低いだろう（上振れた際には指値オペ、固定金

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）。

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。

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）7/4、8/29の新発10年国債は出合いなし。

悪材料出尽くしで上抜けたが、当面の上値は限定的か

② 株式市場

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 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、全般的に上値の重い展開が続いた。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。こうした中、米国は新たな対中国の追加関税措置を公表したが、悪材料出尽くしで買戻しニーズが強まり、直近は 24,000 円台を窺う動きとなっている。

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一方で、米中貿易摩擦や新興国リスクへの警戒も根強

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

く、年末にかけて株価は一進一退で推移すると思われる。なお、日銀はETF買入れ額（年間6兆円）も柔軟的な運用も決定し、実際8月の買入れ額は2,385億円と少なかったが、今後ペースダウンが明確になれば、株価には一旦下押し圧力が働く可能性もある。

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った。17年末にかけて1ドル＝110円台前半で推移していたドル円レートは、2月の世界同時株安や次第に強まる米国の保護主義的な姿勢が嫌気されて、3月下旬には1年4ヶ月ぶりに一時104円台まで円高が進んだ。

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。その後も、時折円高に振れる場面もあるものの、趨勢的には緩やかな円安傾向となり、直近は112円前後で推移している。

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での景気刺激的な財政政策や高率の関税適用に伴う輸入品価格の上昇などで物価上昇率が想定以上に高まり、利上げペースがさらに加速すれば、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・ドイツ（EUを含む）・日本など対米貿易黒字国の通貨安を批判するなど、ドル高に対する警戒姿勢を強めており、一方的な円安進行も予想しづらい。さらにトルコ・リラ急落が世界的な危機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。

更なるユーロ高は考えづらい

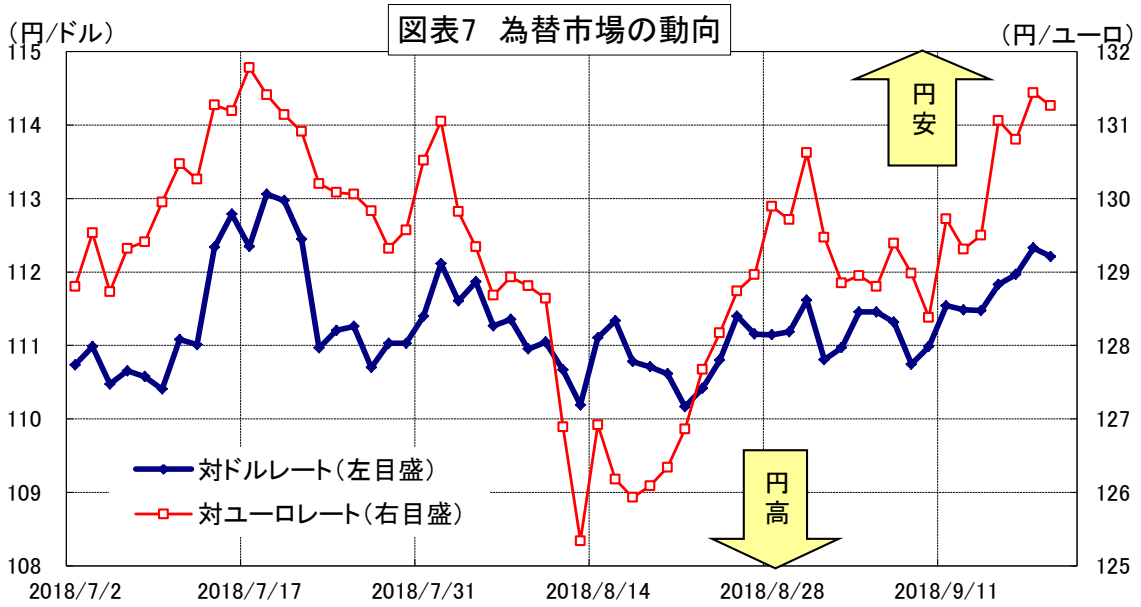
一方、18年入り後もECBによる量的緩和縮小の思惑などからユーロ高が進行、2月上旬には1ユーロ＝137円台と2年5ヶ月ぶりの水準となった。しかし、2月の世界同時株安を受けてリスク回避的な円買いが強まったほか、イタリアの政治不安も浮上、3月下旬にかけて130円前後まで円高ユーロ安が進んだ。4月にはリスク回避的な行動が沈静化し、一旦133円までユー

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

ロ高が進んだ。しかし、5 月以降はイタリア政治情勢の混乱や合意なき Brexit に対する懸念、さらにはトルコ・リラ急落を受けて一部欧州銀行への警戒が高まり、8 月中旬にかけてユーロ安が強まった。しかし、その後はトルコの利上げやドラギ欧州中央銀行（ECB）総裁が示した欧州経済・物価の楽観的な展望等が好感され、急速にユーロ高が進行し、直近は 130 円台に戻している。

なお、ECB は 10 月以降、資産買入れをさらに半減（月 150 億ユーロ）し、12 月に終了する予定であるが、次の焦点は「19 年夏」までは据え置くとした現行政策金利の引上げ時期に移ることになる。とはいえ、先行きもトルコなど新興国リスクへの警戒が燻るほか、政治不安も根強いことから、一方的にユーロ高が進む展開は考えづらい。

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。

（18.9.20 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