

輸出に加え、企業設備投資も国内景気の牽引役に

～今後の景気・物価動向の鍵を握る 18 年春闘～

南 武志

要旨

世界経済が回復していることで輸出が増加傾向をたどっているほか、企業設備投資も堅調に推移するなど、国内景気は改善が続いている。2017 年夏場に悪化した民間消費は、その後の回復は鈍いものの、労働需給の引き締まりを背景に「企業から家計へ」の所得還流が強まりつつあること、消費者マインドがしっかりしていること、さらに政府による賃上げ支援策もあり、いずれ持ち直しを再開するとみられる。18 年も潜在成長率を上回る成長が続くと予想する。

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。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2017年	2018年			
	12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)	-0.047	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0630	0.05～0.07	0.05～0.08	0.05～0.08	0.05～0.08
国債利回り	10年債 (%)	0.055	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15
	5年債 (%)	-0.105	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.15～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	113.1	105～118	105～118	105～118
	対ユーロ (円/ユーロ)	114.0	125～140	125～140	125～140
日経平均株価 (円)	22,891	23,250±1,500	23,250±1,500	23,500±1,500	24,000±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2017年12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。

世界経済の持ち直し継続

11 月 28 日に公表された経済協力開発機構の経済見通し (OECD Economic Outlook) によれば、2017 年の世界経済全体は 3.6% 成長と 9 月時点の 3.5% 成長から上方修正、18 年については 3.7% 成長で据え置き、今回から公表を始めた 19 年は 3.6% への小幅減速との予想であった。日本以外の G7 中央銀行では非伝統的な金融政策から転換しつつあるとはいえ、緩和的な金融環境は当面継続されることや 18 年内にも想定される米国の法人税・所得税の減税措置が一定の景気下支え効果を発揮すると見込まれている。

OECD の見通しの数字自体は 10 月に公表された国際通貨基金 (IMF) の世界経済見通しと同じであり、地政学的リスクや米国の通商政策の行方など不透明要因は少なくないとはいえ、加速感に

は欠けるものの、世界経済は総じて緩やかな成長経路をたどるとの見方で一致している。



原油の協調減産は 18 年末まで継続

石油輸出国機構 (OPEC) と OPEC 非加盟の主要 10 産油国は、低迷する原油価格を回復させるべく、17 年 1 月から日量 175.8 万バレル (世界全体の供給量の 2% 程度) の協調減産を開始した。その後、5 月の OPEC 総会 (およびその直後の非加盟主要産油国との閣僚会合) にて、同様の減産措置を 18 年 3 月まで延長することで合意、さらに 11 月 30 日の OPEC 総会等では 18 年末まで延長することを決定した。

当初懸念されていた抜け駆け行為はこれまでのところ見られておらず、減産順守率も比較的高めに推移してきたため、協調減産措置には過剰在庫の解消や原油価格持ち直しには一定の効果があつたと評価できるだろう。しかし、原油の需給バランスは依然として崩れているうえ、協調減産に参加していない国での原油生産は増加傾向にあるなど、需給均衡化に向けた道筋はなおも厳しいのが現実である。とはいえ、原油価格の一定水準への回復そのものは、原油価格下落で景気低迷や財政悪化に喘いでいた産油国経済の持ち直しを通じて、世界経済全体にとっても大きなメリットがあつたことは確かであろう。

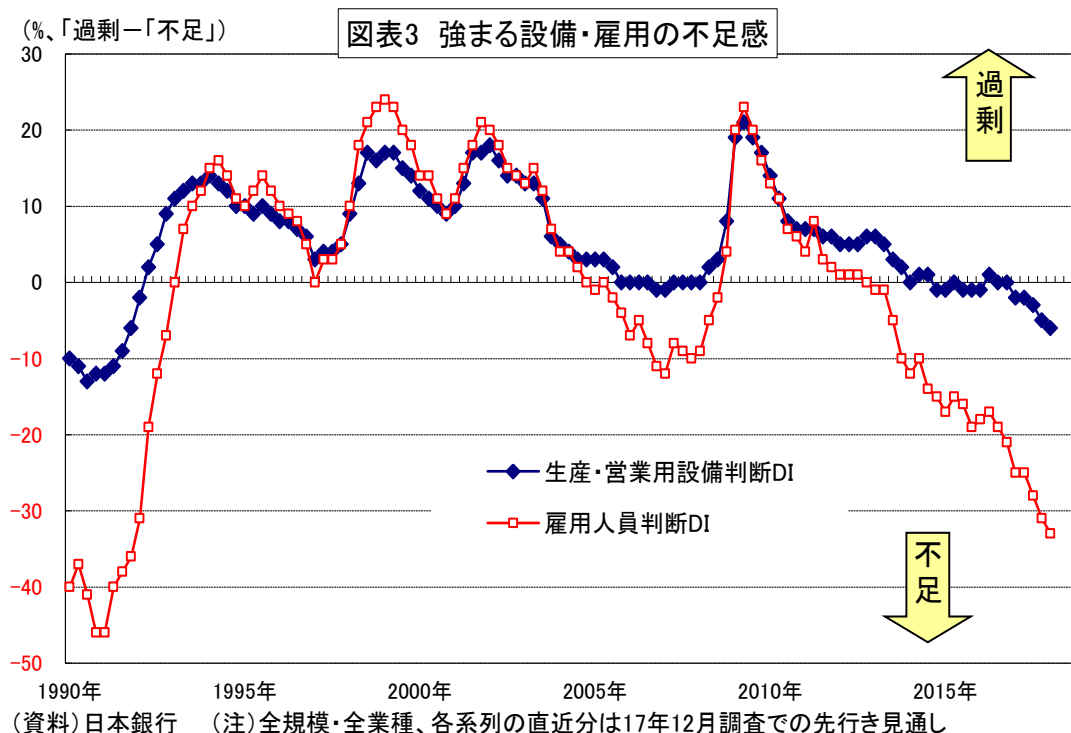
景気の現状：緩やかな改善基調

以下、国内景気に目を転じてみよう。17 年夏場の消費悪化からの持ち直しが鈍いものの、世界経済の回復を受けて輸出が増加傾

が 継 続

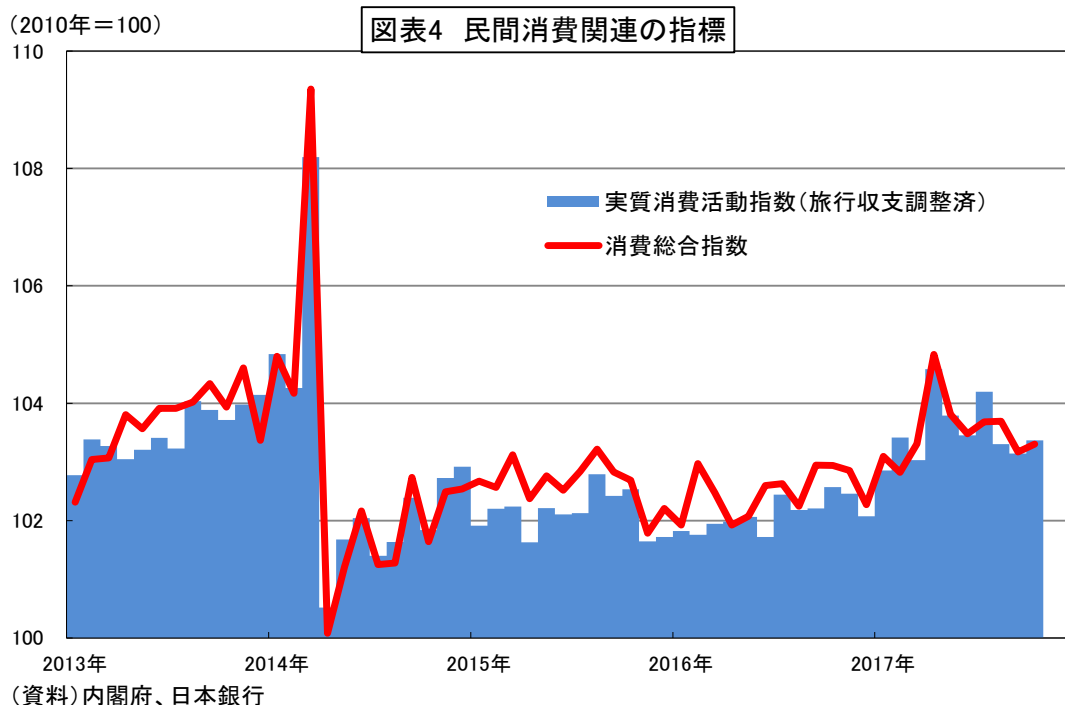
向をたどっているほか、企業設備投資も自律的な拡大局面にあるとみられ、企業部門が牽引する格好で国内景気は堅調に推移している。

実際、7～9 月期の法人企業統計季報によれば、全規模・全産業（除く金融業、保険業）の売上高は前期比 0.2%と微増とはいえ、増加した半面、4～6 月期に過去最高益を更新した経常利益は同▲1.5%と減少に転じた。内容的には人件費などの固定費の高まりが利益圧迫となっているものの、利益水準は歴史的な高水準であることには変わりはない。



また、日銀短観（12 月調査）によると、代表的な大企業・製造業の業況判断 DI（良い－悪い、%）は前回 9 月時点から+3 ポイントの 25 と、11 年ぶりの水準まで回復した。ただし、同・非製造業は消費の鈍さなどもあり、前回、前々回と変わらずの 23 であった。なお、雇用人員判断 DI、生産・営業用設備判断 DI とともに不足超の幅が拡大、バブル期並みとなっており、先行きはさらに不足感が高まる見通しである。さらに 17 年度設備投資計画については、大企業・製造業では下方修正されたものの、全体では前年度比 7.5%（GDP 統計に近い、ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く、金融機関を含む）へ上方修正されるなど、底堅さを維持している。

このように、企業部門が牽引する格好で、国内景気は改善が続いていると判断できる。こうした中、12月8日には7～9月期のGDP第2次速報（2次QE）が公表され、経済成長率は前期比年率2.5%と1次QE（同1.4%）から上方修正された。民間企業設備投資が前期比1.0%へ大きく上方修正され、かつ年次改訂によって15年以降の水準が嵩上げされた半面、民間消費は同▲0.5%と修正はなく、夏場の民間消費が弱かったことが改めて確認された。さらに、GDP上の民間消費に近い消費総合指数によると、10月は前月比0.1%と2ヶ月ぶりの上昇であったが、水準としては7～9月平均を0.2%下回るなど、持ち直しの勢いは鈍い。日本銀行が作成する実質消費活動指数もほぼ同様の動きである。



消費はいずれ持ち直しを強めると予想

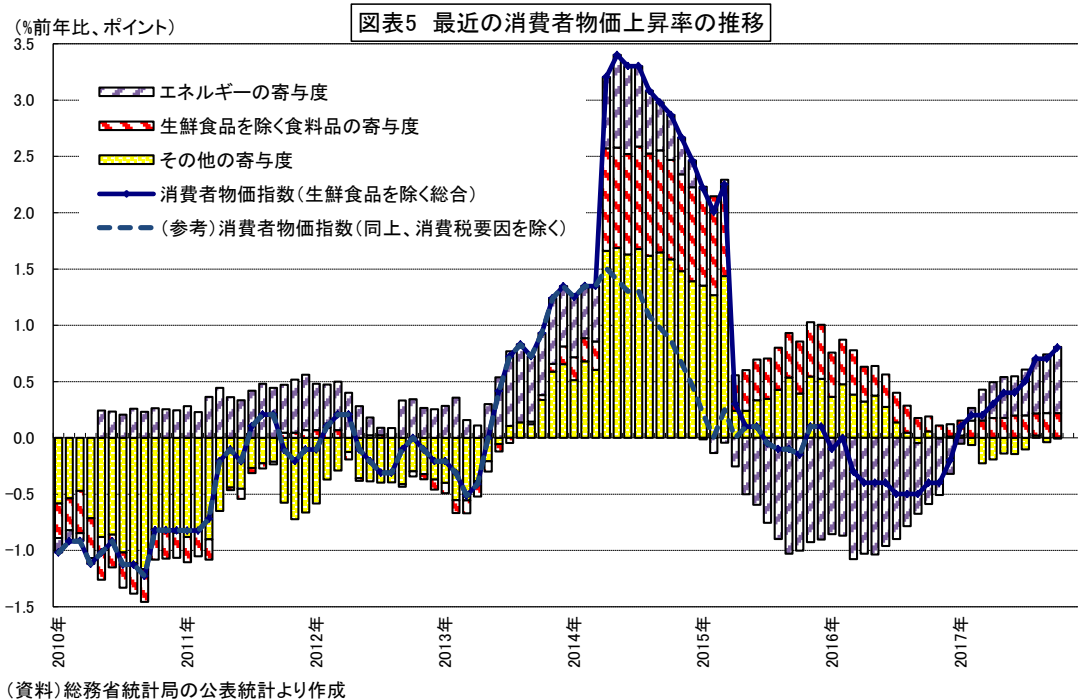
とはいえ、民間消費は決して腰折れしたわけではないと思われる。その理由としては、まず、労働需給は逼迫方向にあり、雇用者報酬は増加傾向をたどっている点である。また、消費者マインドが決して悪化していないことも指摘できる。16年4～6月期に民間消費が減少した際には消費者マインドの大幅悪化が見られたが、17年夏から秋にかけて消費者マインドは堅調に推移した。

政府は「働き方改革」や「生産性革命」、「人づくり革命」などを通じて、賃上げの原資となる労働生産性の向上を促しているほか、経営者に積極的な賃上げを強く要請し続けている。さらに、法人税率を20%程度まで引き下げようとする米国に合わせ、賃上

景気の先行き： 改善傾向は継続

げや設備投資に積極的な企業の税負担軽減を検討するなど、経済の好循環実現に向けて画策している。こうした支援策などによって民間消費はいずれ持ち直しを強められると思われる。

先行きについても、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。当総研では7～9月期の2次QE発表を受けて、経済見通しの改訂を行った。17年度下期は年率2%台後半の高い成長となった上期からは幾分減速するものの、民間最終需要の勢いは徐々に強まっていき、17、18年度とも潜在成長力を上回る成長が続くと予想している（後掲の「2017～18年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）」を参照のこと）。



物価動向：上昇 ペースは依然緩 やか

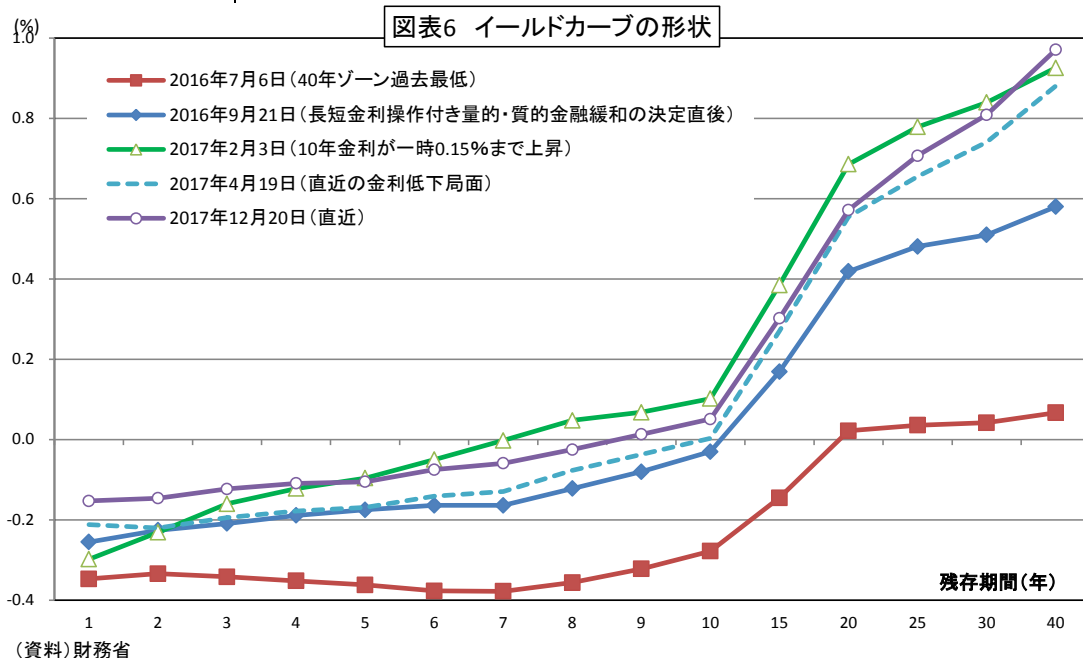
10月の全国消費者物価によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合」は前年比0.8%と、17年入り後に再び浮上した物価上昇率は着実に高まりつつあるように見える。しかし、「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同0.2%、「食料（酒類を除く）・エネルギーを除く総合」も同0.0%と、エネルギー高や円安に伴う値上げがもたらした物価上昇の牽引役であることもまた確かである。こうしたエネルギー・円安による物価押し上げ効果はいずれ一巡するはずであるが、その際に消費持ち直しに伴う需給改善が物価上昇率を高めていけるかが焦点といえる。その鍵を握るのは賃上げ動向であろう。最近の一部の企業でコスト高を価格転嫁する動きが散見されるが、これが受け入れられるためには家計所得が増加傾

金融政策：現行 政策を粘り強く 継続

向にあることが必要である。その意味で、18年春闘の行方は非常に重要となっている。

12月20～21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。前回、前々回に続き、片岡審議委員は現状維持の議長提案に対して反対したが、会合終了直後に公表された声明文には「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たことも見て取れる。

ただし、片岡審議委員と同様、リフレ派とされる他の政策委員は片岡審議委員の考えとは異なっている。例えば、原田審議委員は、現在の金融政策は2%の「物価安定の目標」に向けて十分な効果をもたらしているとの評価を示している。



超低金利状態の 長期化への懸念 表明も

さて、日本経済が息の長い景気拡大を続け、GDPギャップが需要超過（あくまで過去の趨勢的なGDPに対して、であるが）状態となり、今後もその度合いを強めていくとの見方が多い中、強力

**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**

な金融緩和策が長期化することに対するリスクも意識されつつある。黒田総裁の「リバーサル・レート」への言及も、過度の金利低下やイールドカーブのフラット化が長期化することが却って金融システムを不安定化させるとの趣旨であるほか、前述のように追加緩和を提案する片岡審議委員もまた、金融緩和の長期化リスクを念頭に 2%の物価上昇率を早期達成することを目的とした政策立案をしようとしている。

一方、市場の物価見通しは依然として悲観的であり、18年度末でも物価上昇率は 1%に到達しないというのが平均的な予想である。現実問題として 18年度入り後も物価上昇率が高まりを見せないような事態に陥った場合、日銀がどのような対応をするのか、注意しておきたい。

先進国・地域の中央銀行が政策転換に乗り出しつつあるが、あくまで緩やかな政策正常化であることが強調されていることもあり、現時点では経済環境の好転を反映したものと前向きな評価も多い。実際、世界経済は緩やかながらも持ち直しの機運が強まっているが、取り立てて景気後退に直結するようなリスクも見当たらず、内外企業の業績見通しも良好さを保っている。こうした中、トランプ政権が目指してきた税制改革の実現性が高まっており、景気・物価などに対する影響への注目が集まっている。

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

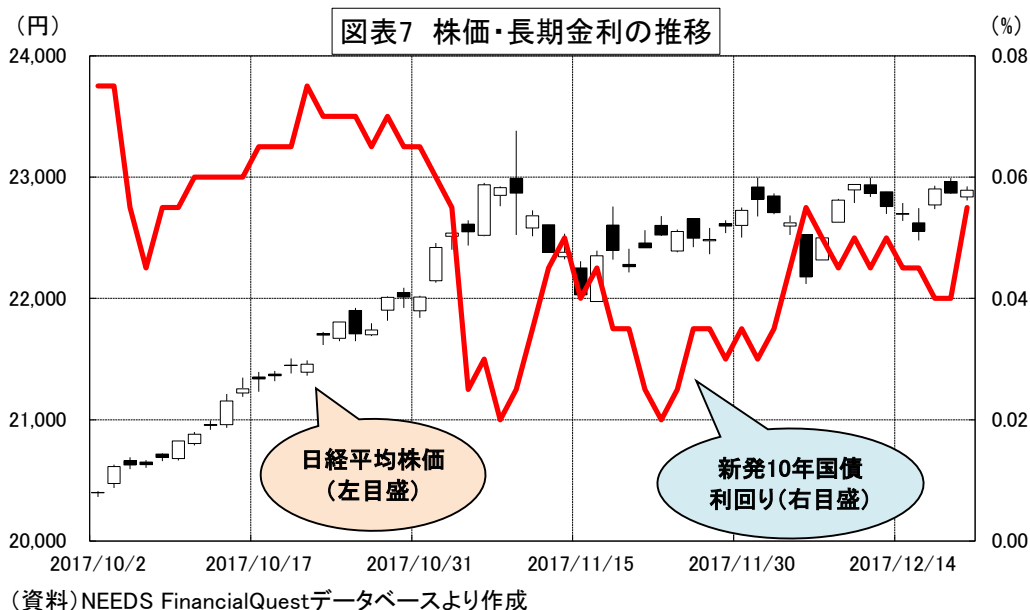
13年4月の量的・質的金融緩和の導入以降、日銀は大量の国債買入れ（当初は保有残高が年間 50 兆円増のペース、その後は同 80 兆円増のペース（現在「80 兆円」は目標ではなく、「めど」としている））を実施してきた。資金循環統計によれば、9月末時点で日銀の国債保有シェアは 42.2%に達したほか、営業毎旬報告（12月10日時点）からは、直近の日銀の国債保有残高は 421 兆円まで積み上がったことが確認できる。その結果、国債需給は基本的に引き締まっており、ある程度の長期金利コントロールが可能な状況が作り出されている。

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

長期金利は当面 ゼロ%近傍で推移

(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抑制に努めてきた。直近は0.05%前後でのみ合いとなっている。

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・物価の改善などにより、一定の上昇圧力が働くと思われる。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いて」での買入れペースの動向が注目される。



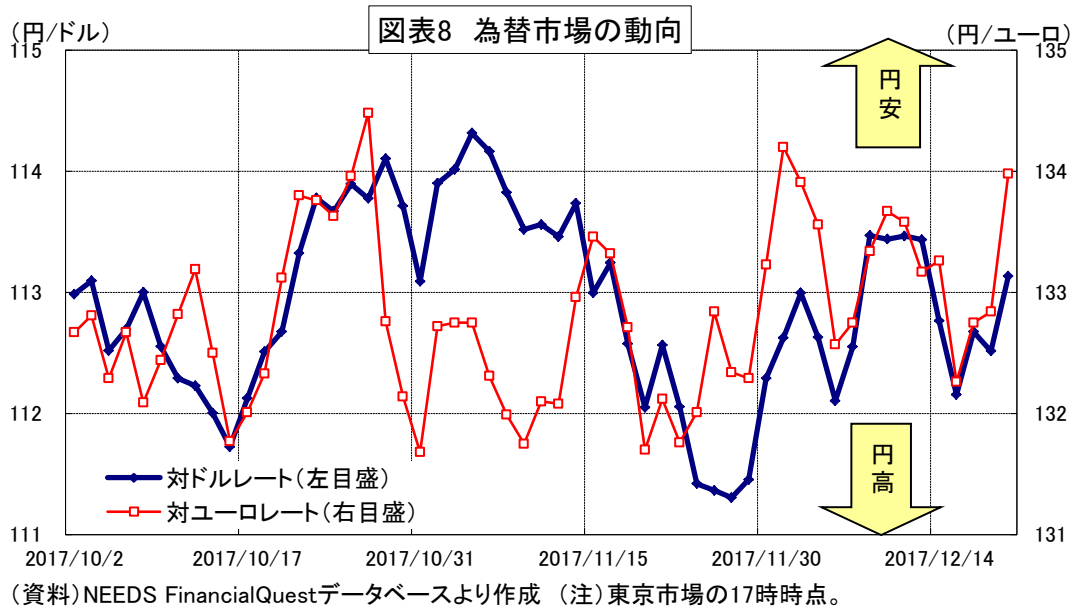
株価は堅調推移

② 株式市場

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、スピード調整的な展開となり、概ね 22,000 円台で推移しているが、相場の地合いは強い。

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、株価は再び上値を追う展開になると予想する。



円安ドル高の材料は決して少ないが…

③ 外国為替市場

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 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。直近では、米国の年内利上げを織り込む半面、トランプ政権が推進する税制改革の進展に対する思惑によって為替レートが変動する場面も見られた。

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、ドル高圧力が一段と高まることもありうるだろう。一方で、米国第一を標榜するトランプ政権は、対米貿易黒字国である日本の通貨がさらに減価することに難色を示し、口先介入を始める可能性がある。

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

**対ユーロレート
は方向感乏しい
展開**

としては 110 円台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면을想定しておく必要がある。

一方、対ユーロは、17 年を通じて円安ユーロ高に展開であった。春の仏大統領選挙を前にユーロ安が進む場面もあったとはいえ、その後はマクロン氏の大統領選勝利が好感されたほか、欧州中央銀行（ECB）が 17 年秋には量的緩和縮小を決定するとの思惑から 9 月にかけてユーロ高の展開が強まった。注目の 10 月開催の ECB 政策理事会では、18 年 1 月からの資産買入れ額を月 300 億ユーロに半減することを決定したが、ドラギ総裁が見通し悪化の場合には買入れを延長するとの姿勢を示したことなどから早期の利上げ観測が後退し、ユーロ高の進行は沈静化した。この 2 ヶ月ほどは 1 ユーロ＝130 円台前半で推移している。

今後とも、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ながら、来秋以降の金融政策を見極める展開が見込まれる。

（17. 12. 20 現在）