

1～3月期は9四半期ぶりのマイナス成長

～4月以降は持ち直しも見られ、景気拡大基調は維持～

南 武志

要旨

2018年1～3月期の経済成長率は年率▲0.6%と9四半期ぶりのマイナスとなるなど、国内景気の足踏みが意識された。しかし、成長鈍化は一時的なものと判断している。4月以降は輸出に勢いが戻ったほか、消費にも持ち直しの動きがみられる。内外経済の改善基調そのものは保たれており、4～6月期の成長率はプラスに戻るだろう。とはいえ、政局リスクが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るなど、下振れリスクが高い点には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、現行「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見せている。一方で、大規模金融緩和の長期化に伴う弊害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
	5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 (%)	-0.071	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0970	0.08～0.11	0.08～0.11	0.08～0.13	0.10～0.15
国債利回り	10年債 (%)	0.040	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15
	5年債 (%)	-0.115	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.15～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	109.4	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	127.8	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	22,450	23,000±1,500	23,500±1,500	24,000±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2018年5月25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。

核開発を巡る北朝鮮・イランと米国の対応

2017年を通じて緊張状態が続いていた北朝鮮情勢であったが、18年入り後に平昌五輪の開催を契機に急速に北朝鮮側の態度が軟化し、4月27日には11年ぶりに南北首脳会談が板門店で開催された。両首脳は手を取り合って軍事境界線を互いに越えるなど、終始和やかな雰囲気で会談が進行、「朝鮮半島の完全な非核化」を盛り込んだ板門店宣言に署名した。金正恩・朝鮮労働党委員長は豊溪里の核実験場の廃棄を5月中に閉鎖し、その過程を外国メディアなどに公開する意向を示すなど、非核化への行動をアピールしてきた。しかし、16日に予定されていた南北閣僚級会談を直前になって中止通告、6月12日に予定する米朝首脳会談(シンガポール)も中止を示唆、さらには核実験場の廃棄取材について韓国記者団の受入れを一時拒否する

など、態度を急変させた。表向きは 11 日から始まった米韓合同軍事演習への反発を理由としているが、実情はボルトン米大統領補佐官が求める、核放棄を果たした後に見返りを与える「リビア方式」での非核化に反発した北朝鮮側の揺さぶりと見られる。24 日にはトランプ米大統領は首脳会談の中止を発表したもの、その後も開催に向けての交渉は継続しているようである。しかしながら、「完全かつ検証可能で不可逆的な非核化 (CVID: Complete, Verifiable, Irreversible Dismantlement)」の確約が開催の条件であることは確かである。しばらくは糺余曲折が見込まれる。

一方、米国は 5 月 8 日にイラン核合意（イランが核開発を制限する代わりに、欧米諸国などが経済政策を解除する枠組みで、15 年 7 月に米英仏ロ中独の 6 ヶ国 (P5+1) とイランが最終合意）からの離脱を表明、中東情勢は一段と緊張感が高まった。この決定について米国ではイランが合意内容を破ってきたことを理由に挙げており、イスラエルの他、サウジアラビアなど湾岸諸国もこれを歓迎する半面、合意に参加した他の国々では核合意の枠組みは維持すべきとしている。なお、21 日にはポンペオ国務長官が新たなイラン戦略を発表、弾道ミサイルの開発やテロ組織への支援の中止、重水炉閉鎖などに応じなければ、史上最強の制裁を科すとするなど、中東情勢の地政学的リスクが意識される状態は長引きそうだ。

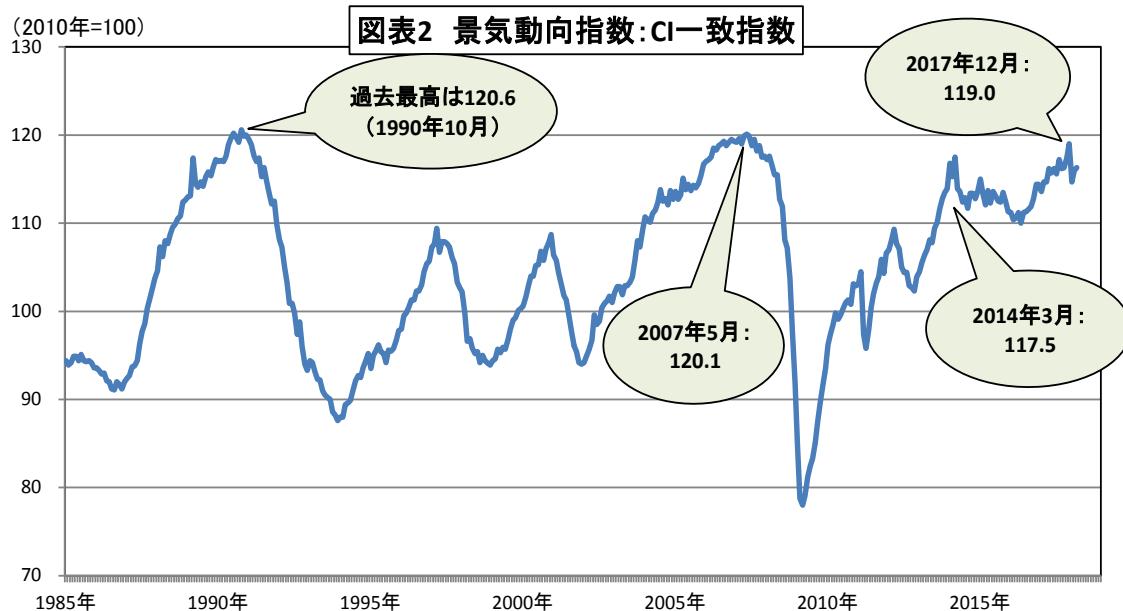
景気の現状：1～3 月期は 9 四半期ぶりのマイナス成長

さて、日本経済に目を転じると、1～3 月期の実質 GDP は前期比▲0.2%（同年率▲0.6%）と 9 四半期ぶりのマイナスとなつた。これまで国内景気を牽引してきた輸出は同 0.6% と 3 四半期連続のプラスながらも、17 年後半の同 2% 増のペースから大きく鈍化した。米国・中国といった二大輸出相手向けの輸出数量の減少が響いた。なお、後述の通り、民間最終需要が同▲0.1% と 2 四半期ぶりに減少したこともあり、輸入の勢いも弱かつたため（10～12 月期の同 3.1% から同 0.3% へ鈍化）、前期比成長率に対する外需寄与度は 0.1 ポイントと 2 四半期ぶりのプラスであった。

民間消費は、天候要因による生鮮食品の価格高騰のしわ寄せもあり、同▲0.0% と微減ながらも 2 四半期ぶりのマイナスとなるなど、持ち直し基調はなかなか強まっていない。また、自

律的な拡大局面に入っていると見做されていた民間企業設備投資も同▲0.1%と6四半期ぶりの減少であった。さらに、住宅投資は3四半期連続の減少、民間在庫変動も3四半期ぶりのマイナス寄与（対前期比成長率）であった。

そのほか、鉱工業生産も1~3月期は前期比▲1.3%と8四半期ぶりの低下、景気動向指数・CI一致指数も17年12月（119.0）を直近ピークに後ずさりした（3月：116.4）ほか、同・DI一致指数も6.3に低下、2ヶ月連続で判断基準（50）を下回った。



（資料）内閣府

4~6月期以降は再びプラス成長へ

ただし、マイナス成長は一時的な現象であり、景気の拡大基調は保たれていると判断している。その理由としては、まず、労働需給の逼迫を背景に賃金上昇率が高まりつつあることが挙げられる。1~3月期の失業率は2.5%まで低下、雇用者数も前年比2%で増加するなど、生産年齢人口が減少する中、人手不足感が高まっている。こうした中、雇用者報酬は名目で前年比3.2%、実質で同2.0%と伸びが高まっている。注目された18年春闘の結果も、経団連による第1回集計（4月25日発表）によれば、前年比2.54%と、17年を上回っている。消費者マインドの悪化はなんとか食い止められていることから、4~6月期以降の消費持ち直しに期待がかかる。

また、人手不足に伴う省人化投資のニーズも根強く、設備投資の拡大基調も継続するとみられる。機械受注統計からも、代表的な「船舶・電力を除く民需」は1~3月期の前期比3.3%に

景気見通し:18年度も潜在成長力を上回る成長に

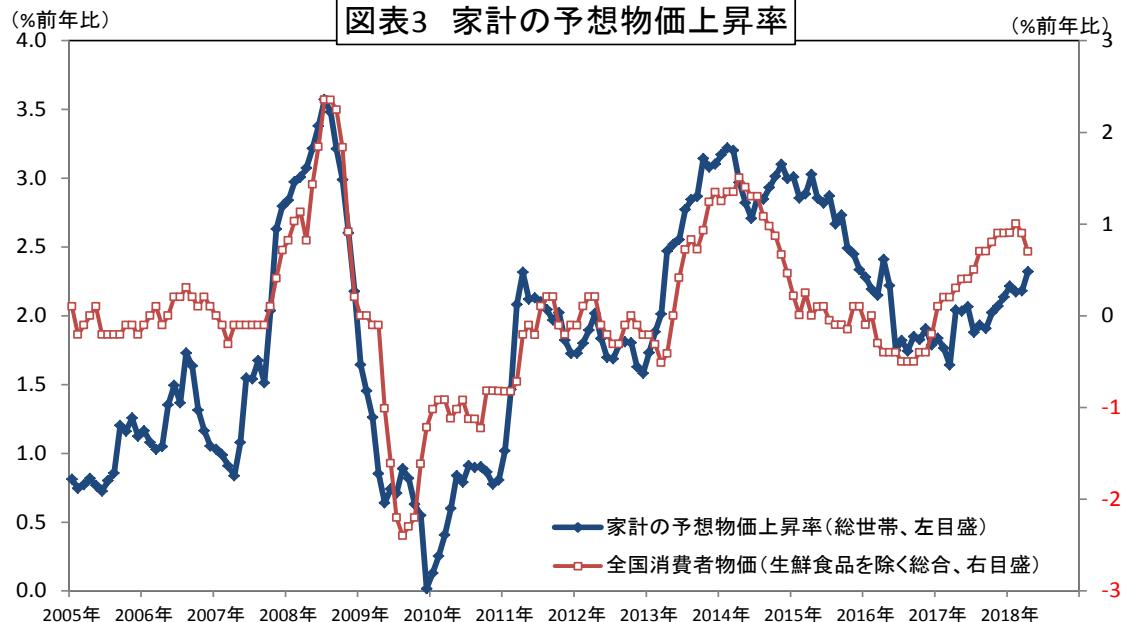
続き、4~6月期見通し（内閣府集計）は同7.1%と堅調な内容である。日銀短観からも企業の投資意欲が底堅さを維持している様子が見てとれる。

さらに、4月の実質輸出指数（日銀試算）は1~3月平均を上回り、過去最高を更新するなど、牽引力の回復も見られる。

以上から、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。当総研では1~3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（1.5%）からはやや減速するものの、引き続き潜在成長力を上回る成長になると予測している。ただし、18年度末あたりにはいわゆる「景気の天井」に接近し、ソフトランディングに向けた動きも始まつてくると思われるが、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。

なお、景気への下振れリスクとしては、米国の保護主義的な通商政策が挙げられる。5月17~18日に開催された米中経済協議では一定の合意が得られるなど、全面的な貿易戦争に発展するとの懸念は一旦後退したが、その後、輸入自動車への追加関税の検討を米商務省に指示するなど、不透明感は強い。

図表3 家計の予想物価上昇率



(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。

物価動向：足元鈍化、年度下期に再び上昇率を高める

4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0.7%と、17年1月以降のプラス基調は維持したものの、上昇率は2ヶ月連続で鈍化した。また、「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」も同0.4%へ鈍化。円高進行に伴う輸入品価格の上昇一服などもあったが、基本的には1~3月期にかけての消費停滞が影響したと考えられる。

先行きについては、消費の勢いがまだ鈍い上、3月までの円高によって、輸入消費財価格の上昇が一旦途絶えたこともあり、夏場にかけて物価上昇率は足踏みする展開が予想される。一方、コスト高や人件費増加分の価格転嫁が進み、かつ賃上げが消費持ち直しを促せば、需給改善効果が高まり、物価上昇圧力を徐々に高めていく動きも徐々に進むと思われる。一旦弱含んだ家計の予想物価上昇率も最近は上昇傾向となっている。それゆえ、18年度上期にかけて物価は弱含むものの、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。

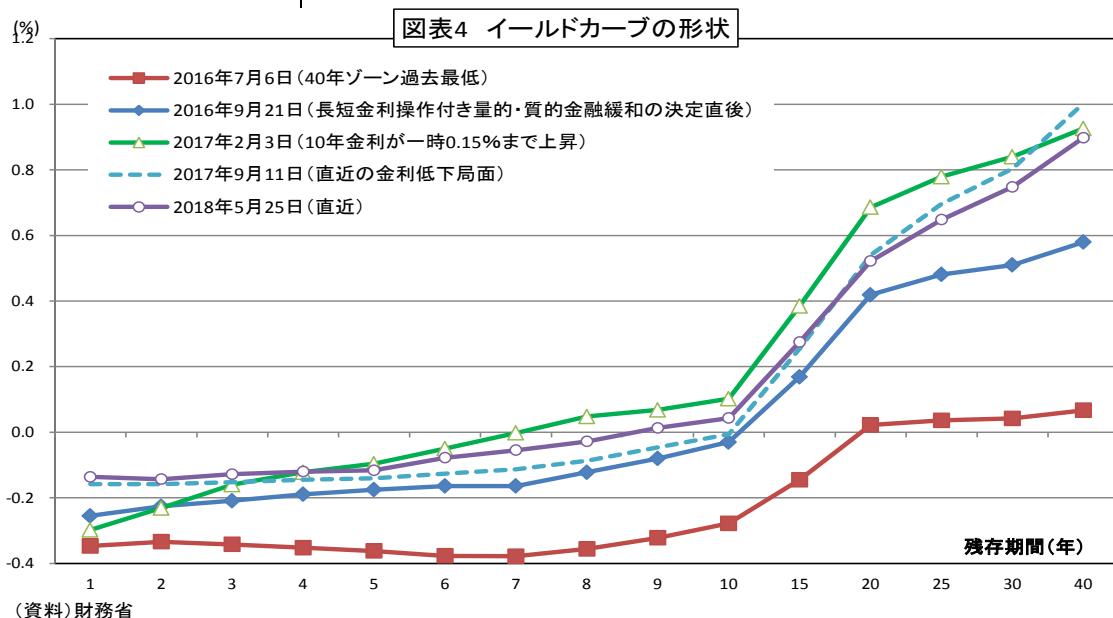
金融政策：当面は現行の大規模緩和を継続

2期目に入った黒田日銀での初会合となった金融政策決定会合が4月26~27日に開催された。会合の結果は、大方の予想通り、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」の継続が賛成多数で決定され、片岡審議委員だけが議長提案（現状維持）に反対という姿は前回までと同様であった。その動向が注目されてきたリフレ派の論客である若田部副総裁は、就任前の「追加緩和すべし」との主張から一転、現状維持に票を投じている。22日の参院財政金融委員会では現時点での追加緩和は必要ないと述べるなど、執行部内の方針不一致はひとまず回避されている。

また、同時に「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」も発表されたが、それまで記載されていた物価安定目標の具体的な到達時期の記載が今回分は見送られた。これに関して、一部からは、20年度まで示された物価見通しが前年比2%に届かない数値である（18年度：1.3%、19、20年度：ともに1.8%、いずれも政策委員見通しの中央値）こともあり、物価安定目標の位置づけや性格を変更したのではないか、との憶測が浮上した。一方、黒田総裁は「日銀が物価安定の目標を2%とし、それをできるだけ早期に実現する」等を盛り込んだ政府との共同

声明（13年4月）は依然として有効であり、日銀はそれに向けて強力な金融緩和を粘り強く進めていく考えを示した。

なお、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みには、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とから、市場では出口政策の開始はかなり先になるとの見方が台頭したほか、緩和縮小観測もだいぶ後退した印象を受ける。



19年には金融政策修正の可能性も

一方で、超金利状態ならびに長短金利差の乏しい状態の長期化がもたらす弊害も意識されつつある。こうした状況に対し、日銀は現行緩和策の調整について、どういう状況になれば検討し始めるのか、市場関係者は注目し続けている。18年に入って以降、為替レートの円高進行が見られており、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見える。

一方で、今秋にも下される19年10月に予定する消費税率引

上げの最終判断の行方も金融政策に影響する可能性もある。過去2回増税が見送られた背景には、前回増税後の景気の足取りがしっかりとせず、かつデフレ的な様相が払拭できていないことがあったが、増税判断をした場合はそれらの状況が好転したことを意味することになる。これはアベノミクスの正当性をアピールする根拠となる可能性もあり、「デフレ脱却宣言」にまで踏み込むこともありうるだろう。そうした場合、日銀の緩和縮小のハードルは下がることになる。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、検討段階に入る可能性は十分意識すべきであろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

18年入り後、当面の内外経済は底堅く推移するとの見方から1月下旬に日経平均株価は一時26年ぶりとなる24,000円台を回復する動きを見せた。しかし、米雇用統計（1月）を契機に、これまでの世界的な株高を支えてきた「適温相場」の前提が崩れるとの懸念が強まり、2~3月にかけて株安・円高・金利低下が進行した。その後、3月中旬以降は、堅調な米経済指標を背景に、再びリスクオンの流れとなっている。とはいえ、中東地域や北朝鮮などの地政学的リスクや米国の保護主義的な通商政策、さらにはドル高・米金利上昇の影響などに警戒は必要である。

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。

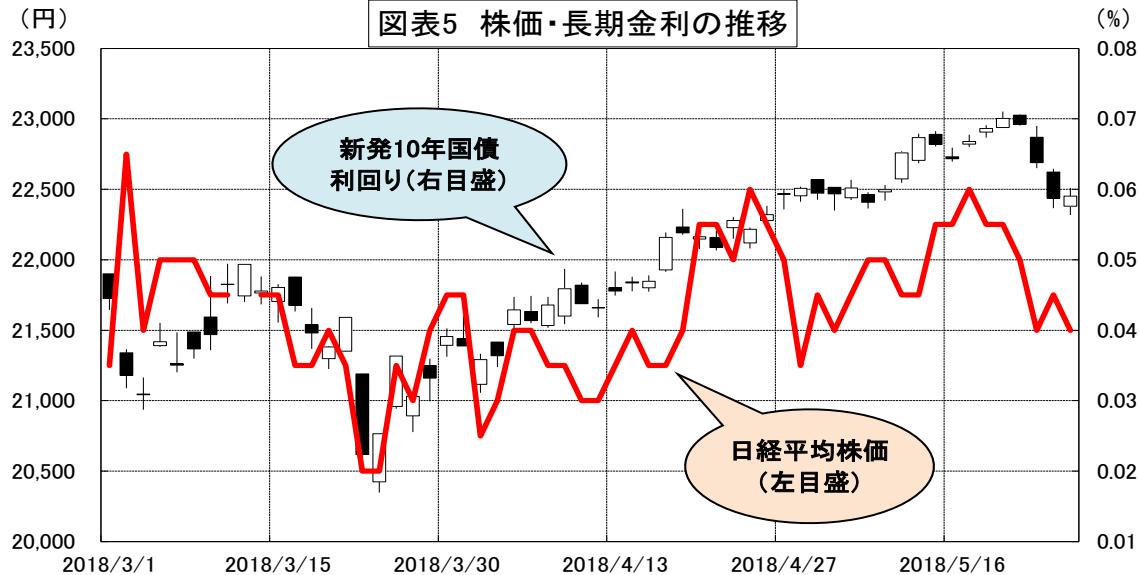
① 債券市場

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（17年12月末で43.2%）。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9月の長期金利の操作目標（10年0%程度）導入後も、しばらく長期金利はマイナス圏で推移したが、16年11月のトランプ相場開始とともにプラス圏に浮上、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、こうした場面では指値オペ、国債買入れの増額などで対応、日銀は操作目標を死守してきた。また、18年に入ってからも、日銀の緩和縮小や米国の利上げ加速などの

長期金利は小幅プラスで推移

思惑が高まるたびに国内金利に上昇圧力が掛かかる場面はあるが、長続きはせず、長期金利は「0~0.1%」のレンジ内で推移してきた。



(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。

長期金利は当面ゼロ%近傍で推移

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、世界的にリスク回避的な行動が強まれば、円高が進行し、金利上昇を抑える可能性がある。基本的には「10年0%程度」との長期金利の操作目標の設定により、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、政府がデフレ脱却宣言を打ち出す、あるいは物価上昇率が再び高まってくれば(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、それに伴い長期金利も小幅上昇するだろう。

② 株式市場

持ち直し基調継続

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

リスクオンで円高圧力がやや緩和

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22,000円台を、5月下旬には3ヶ月ぶりに23,000円台をそれぞれ回復した。ただし、直近は北朝鮮リスクの再燃や米国の輸入自動車への追加関税の検討などから株価は下落している。

基本的に内外経済は改善基調にあり、かつ日銀が大規模金融緩和の一環として年6兆円のペースでETF買入れを継続していることから、株価は引き続き持ち直していくと思われる。ただし、政局リスクが意識されるほか、内外経済に影響を与えるかねない米国の通商政策の動向にも注意が必要だ。

③ 外国為替市場

18年入り後、対ドルレートは、日銀の緩和縮小観測が高まったほか、マ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月下旬には4ヶ月ぶりに1ドル=110円を割った。また、2月の世界同時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一時105円前後まで円高が進んだ。しかし、その後はリスクオンの流れとなったほか、米国金利の上昇もあり、円安方向に転じ、5月中旬には再び110円台に戻った。なお、直近は米国が輸入自動車への追加関税を検討したことや米朝首脳会談の中止を発表したことなどを受けて、円高に振れている。

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、米国内の労働需給逼迫や税制改革実施、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れば、利上げペースは加速する可能性もあり、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、

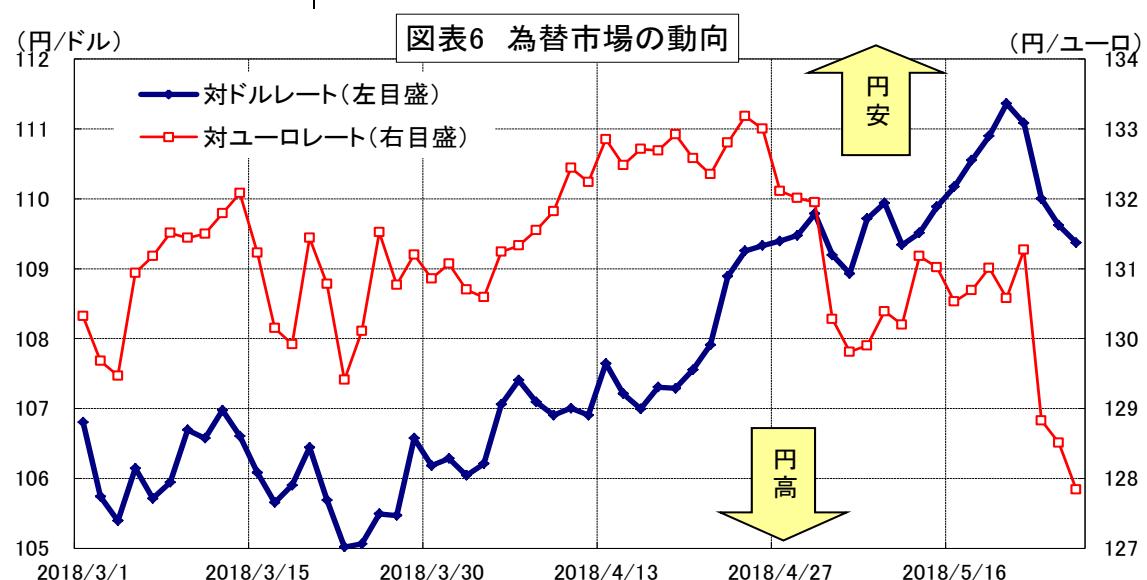
円高ユーロ安が一服

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、対米貿易黒字国の中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110円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。

一方、18年入り後も欧洲中央銀行（ECB）による量的緩和縮小へ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。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む場面もあったが、4月の政策理事会後にドラギECB総裁が出口政策に慎重な姿勢を示したことでユーロ安に転じ、5月は概ね130円台で推移していたが、直近は欧洲経済の先行き懸念からユーロ安が進んだ。

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。

（18.5.27現在）