

情勢判断

国内経済金融

持ち直してはいるが、勢いに乏しい国内経済

～徐々に高まる保護主義への懸念～

南 武志

要旨

4、5月の主要経済指標は全般的には持ち直してはいるものの、消費を中心にその勢いは力強さに欠けるものであった。ただし、企業の設備投資意欲は堅調であり、18年度中は国内経済の改善傾向は維持されるだろう。とはいえ、米国の保護主義的な通商政策とそれに対する貿易相手国の報復措置などが今後の内外経済に与える影響については十分な注意が必要だ。

一方、物価が鈍い動きを続ける中、日本銀行は現行の「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いる。こうした中、日銀は近く長期金利の操作目標の柔軟化を検討するとの報道も浮上し、それに関する思惑が金融市場にも影響を及ぼしている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2018年			2019年		
	7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.069	-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 (%)	0.065	0.00~0.20	0.00~0.20	0.00~0.25	0.00~0.25
	5年債 (%)	-0.105	-0.15~0.00	-0.15~0.00	-0.10~0.10	-0.10~0.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	111.3	103~118	100~118	100~115	100~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	130.1	120~140	120~140	120~140	120~140
日経平均株価 (円)	22,614	22,750±1,000	23,250±1,500	23,750±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)

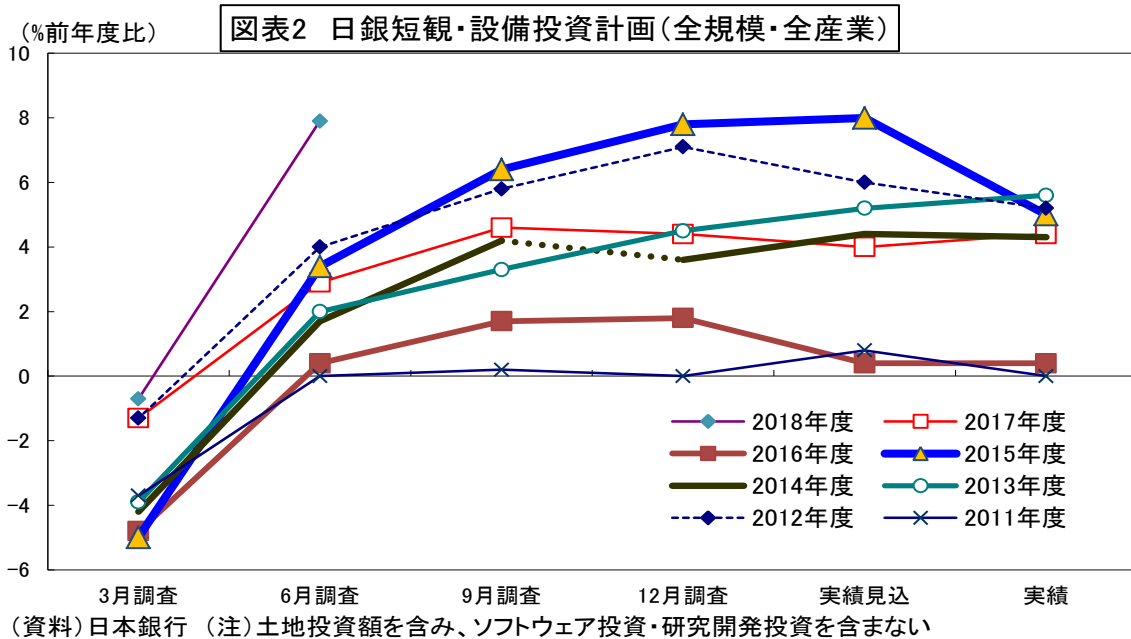
(注)実績は2018年7月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

成長の足並みが乱れ 始める世界経済

国際通貨基金 (IMF) は7月16日、最近の経済見通し (World Economic Outlook Update) を公表した。これによると、世界経済は2019年にかけて緩やかな成長が継続するとの従来の見通しを踏襲したものの、日本を含めた主要経済国はすでに成長率がピークに達し、成長の足並みが乱れ始めるなど、成長の同期性が薄れていく可能性を指摘している。

加えて、保護主義色を強めている米国の通商政策に対して、貿易相手国が報復措置を実施している点も中期的に成長抑制要因になりうるとの懸念が示されている。18日にIMFは21~22日開催の主要20ヶ国・地域 (G20) 財務大臣・中央銀行総裁会合を前に「G20 サーベイランスノート」を公表したが、その補論で貿易摩擦の激化が世界経済全体、主要国経済に与える影

響度についての試算結果を示した。これによると、現時点での貿易制限措置（追加関税とそれに対する報復措置）に加えて、今後の追加的措置、自動車・同部品への追加関税、さらには金融市場を通じた影響をすべて考慮した場合、世界全体の GDP を1年後に0.4%、2年後に0.5%押し下げる、としている。結局のところ、米国への悪影響がかなり大きい（1～2年後の GDP が0.7～0.8%ほど押し下げられる）わけだが、日本についても2～4年後にかけて GDP が0.6%弱ほど押し下げられる可能性が示されており、警戒が必要である。



**企業の景況感は2期連続で悪化した
が、設備投資意欲は堅調**

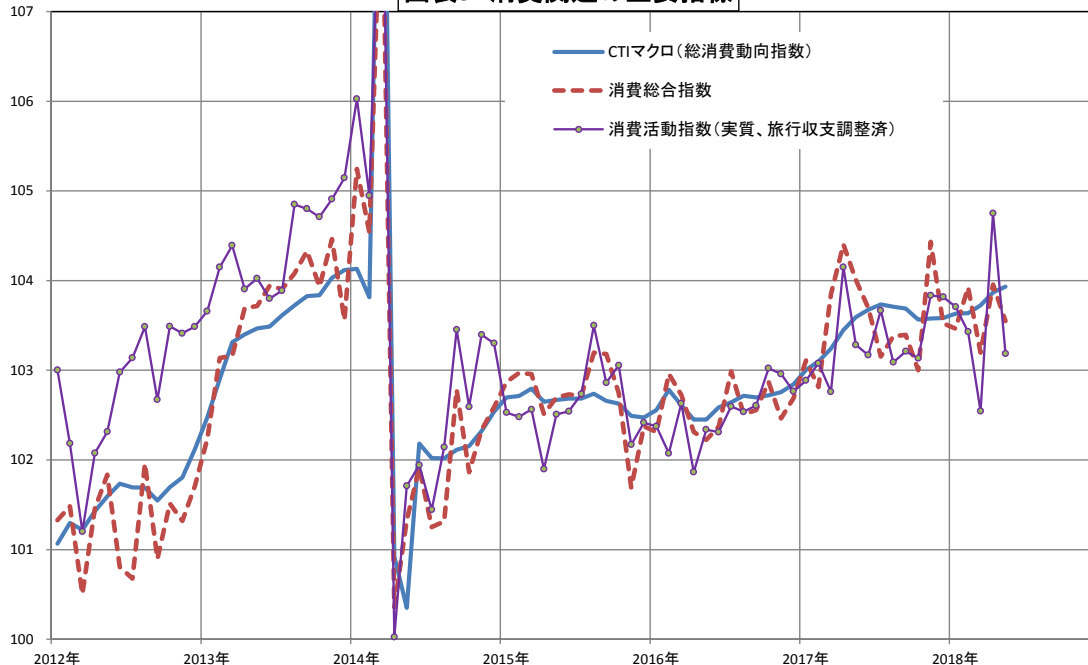
さて、7月2日に公表された日銀短観（6月調査）によれば、代表的な大企業・製造業の業況判断DIこそ2期連続で悪化（5年半ぶり）したものの、水準（21）は依然高く、かつ「良い」超は21期連続で、統計開始以来の長さとなった。また、「良い」超である場合、先行きDIは悪化予想となる傾向があるものの、今回は横ばい予想であった。さらに、18年度設備投資計画は前年度比7.9%へと大幅に上方修正され、6月調査時としては統計開始以来最も高い伸びとなった（全産業（除く金融業・保険業）、土地投資額を含み、ソフトウェア投資額・研究開発投資額は含まない）。

今回の短観を巡って「すでに景況感は下り坂に入った」や「米国の通商政策に対する警戒感が景況感を悪化させた」などという見方もあるが、一方で企業の設備投資意欲の底堅さも垣間見

することもできるなど、決して悲観するような内容ではなかったと評価している。

(2010年=100)

図表3 消費関連の主要指標



(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行

景気の現状：持ち直してはいるが、勢いに欠ける

さて、1～3月期には9四半期ぶりのマイナス成長に陥った日本経済であるが、4、5月分の経済指標は総じて持ち直しの動きを示している。ただし、設備投資関連の指標を除けば、全般的に勢いに欠け、特に民間消費の弱さが目に付く。

4月には堅調な伸びが観察された消費総合指数（内閣府）、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）であったが、5月は前月比でそれぞれ▲0.4%、▲1.5%と反動減がみられるなど、本格的に回復しているとは言い難い。一方、賃上げ率は徐々に高まりつつある。5月の現金給与総額は前年比2.1%と10ヶ月連続の上昇で、かつ21年ぶりの高い伸びとなった。経団連の集計によれば、大企業の春闘賃上げ率は2.53%と、前年を0.19ポイント上回る20年ぶりの高い伸びとなったが、そうした動きを受けて所定内賃金の伸びは1%前後まで高まっている。こうした所得改善が期待されるほか、連日の猛暑によってエアコンなど季節商品の需要が高まっている面もあるが、一方で最近のエネルギー価格上昇や西日本豪雨の影響で予想される生鮮野菜の高騰などが消費マインドを抑制する可能性もあり、注意が必要だ。

**景気見通し：18年度も
潜在成長率を上回る
成長を継続**

また、輸出もさほど勢いがあるわけでもない。実質輸出指数は4月に過去最高を更新した後、5、6月と2ヶ月連続で低下しており、4～6月期を通じては前期比0.5%と、1～3月期と変わらない伸びにとどまった。そうした影響もあり、鉱工業生産指数も直近ピークである17年12月の水準を下回った状態が続いており、在庫率指数も高めでの推移となっている。

こうした中、設備投資関連の指標は堅調である。4～5月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は1～3月平均を6.0%上回っているほか、同様に鉱工業統計の資本財出荷（除く輸送機械）も1.7%上回るなど、企業の投資意欲は堅調だ。

以上から、足元4～6月期については、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、プラス成長に戻ると思われるが、その勢いはリバウンドとしては弱いものにとどまる可能性がある。ただし、世界経済の成長が継続していること、設備投資が自律的拡大局面をたどっていること、さらにはエネルギー・生鮮野菜価格の影響の一巡後には所得環境の改善を受けて民間消費が持ち直しを強める可能性があることなどにより、18年度中は景気改善が継続すると予想する。

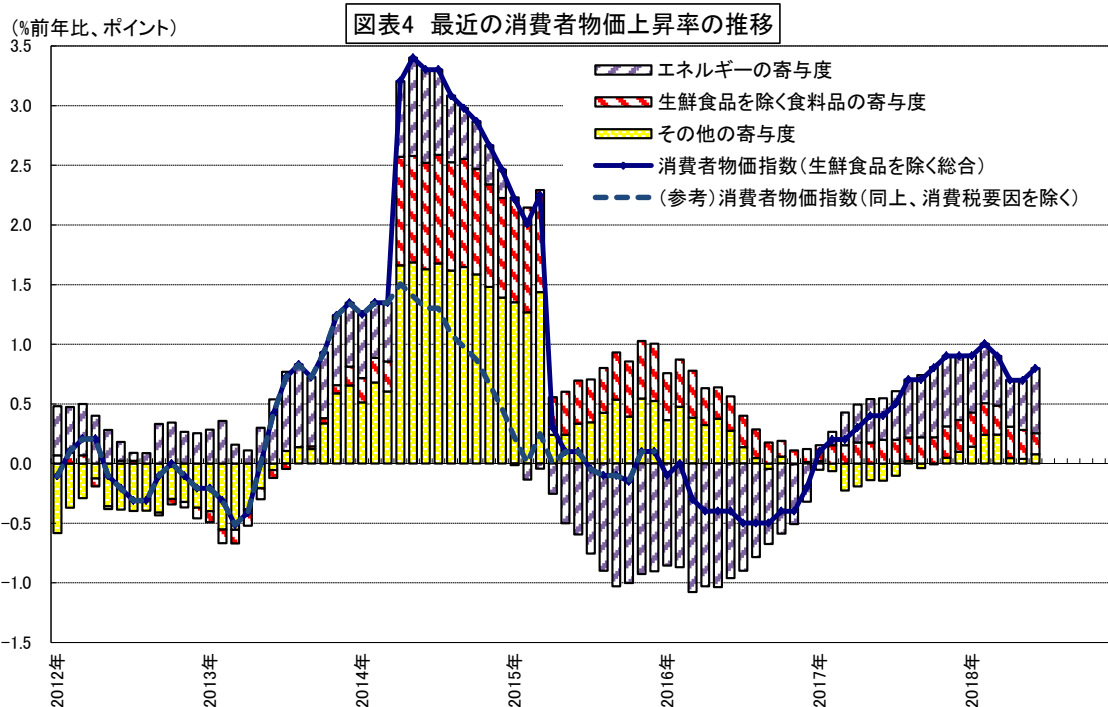
ただし、米国の通商政策の行方、米国の利上げ加速が新興国経済に与える影響など、海外経済から由来する景気下振れリスクには注意が必要であろう。また、日米ともに景気の成熟度が高まっていることに留意すべきであろう。

**物価動向：足元鈍
い動き**

6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4ヶ月ぶりに上昇率を拡大させた。最近の国際原油市況の高騰に伴い、エネルギーの価格上昇が強まっていることが背景にある。一方で「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」は同0.2%と、逆に3ヶ月連続で鈍化した。上述の通り、消費に物価を押し上げるほどの勢いがないことが主因であり、小売サイドではPB商品の値下げなどで消費喚起をする動きが継続している。

先行きについては、エネルギー要因によってコアの上昇率は徐々に高まっていくとみられるが、西日本豪雨や猛暑などに伴って生鮮野菜が再び高騰する可能性がある。それが消費マインドに悪影響を及ぼせば、コアコアはむしろ弱含むことも予想される。それゆえ、今後の物価上昇率が高まる動きは継続的なも

のにはならないだろう。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、年度下期にかけてコアで1%台を定着させる動きが強まるものと予想する。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

金融政策：大規模緩和を粘り強く継続

欧米の中央銀行が政策正常化に向けて動く中、日本銀行は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いる。上述の通り、目標とする「2%の物価上昇」にはかなりの距離があるものの、現行政策は持久戦を意識したものとなっていることから、政策委員の多くは現時点で追加緩和は必要ないと考えており、それが金融市場にも浸透している。

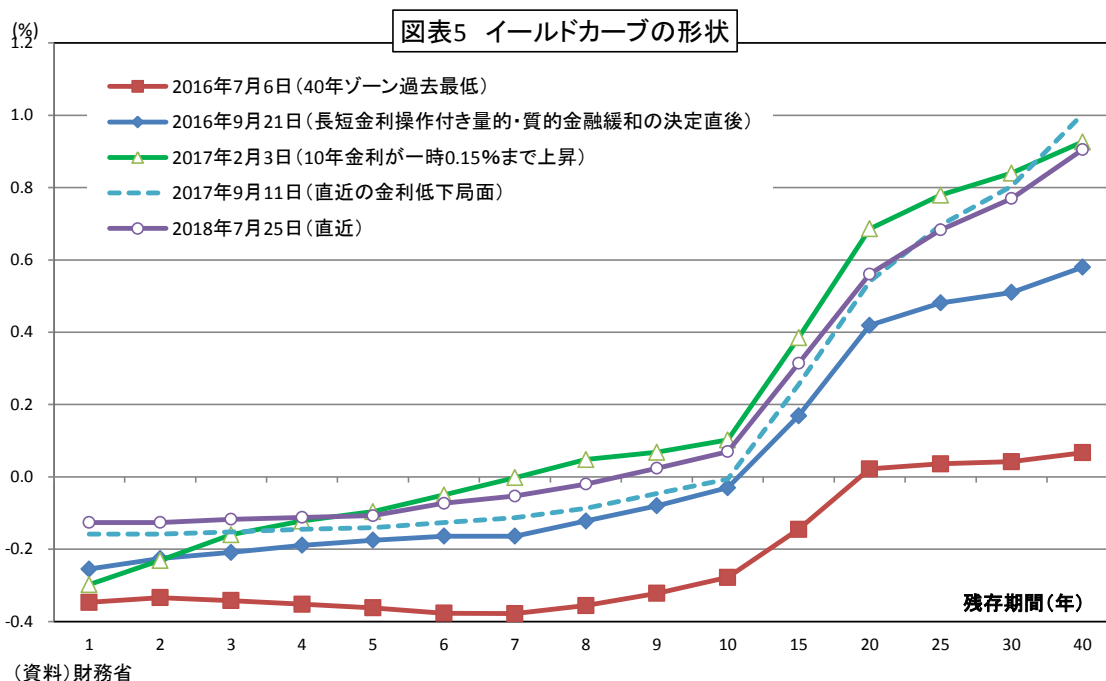
また、出口政策についても、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みには、全国消費者物価指数（コア）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続するという「オーバーシュート型コミットメント」も盛り込まれていることから、その時期はかなり先であるとの見方も定着している。

長期金利の操作目標の「柔軟化」検討との報道

一方で、超低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ている。黒田総裁も記者会見などを通じて、現時点では金融システムの安定性は十分確保でき

ているとの見解を示しているものの、預貸利鞘の縮小が金融機関の収益力低下につながり得ること、さらに低金利環境が長期化すれば、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあることは認めている。こうした中、20日には日銀が金融緩和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など資産買入れ手法を柔軟化することのことであり、それらを巡って金融市場では思惑が交錯している。ただし、物価が鈍い動きをしている間は「柔軟化」も難しいと思われる。

一方で、日銀は需給改善に伴った物価上昇率が確認され、かつ円高進行などで物価が再び下落するようなことはないとの確信が得られるような状況になれば、実質金利のマイナス状態を損なわない範囲内で長期金利の操作目標を引き上げる、等といった政策の枠組み修正の検討に入ると思われる。ただし、その時期は19年度以降になるだろう。



金融市場：現状・見通し・注目点

保護主義色を強める米国の通商政策に対抗して、中国やEUが対抗措置を導入するなど、貿易摩擦は激化する方向にある。これまでのところ、内外経済に目立った悪影響は出ていないが、金融市場は今後の展開を見極める展開となっている。

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。

「柔軟化」報道で
急上昇する場面も

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（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、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。また、5月下旬以降、新発10年国債の業者間取引が成立しない日が5回発生（直近は7月4日）するなど、市場流動性も乏しくなっている。

さて、16年9月の長期金利の操作目標（10年0%程度）導入後も、長期金利はしばらく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、そ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、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、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（5月下旬以降は0.2～0.5%で推移）。なお、23日には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一時0.09%まで金利が上昇したが、日銀は5ヶ月半ぶりとなる指値オペを通知、上昇抑制に動いた。



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

（注）5/28、5/31、6/11、6/13、7/4の新発10年国債は出合いなし。

当面、長期金利は 振れやすい展開に

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」と設定されている限り、長期金利がそれを大きく外れる可能性は低いだろう。ただし、前述の通り、金融政策決定会合において長期金利の操作目標の柔軟化などが検討される可能性が意識されたこともあり、しばらく長期金利が振れやすい展開が続くだろう。また、仮に柔軟化(=変動幅の許容範囲の拡大)されたとすれば、その上限を探る動きが強まることも予想される。

なお、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動きは継続するだろう。引き続き、オペのオフター額や頻度、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

しばらく上値の重 い展開

昨秋からの上昇基調の流れの中、1月23日には日経平均株価は一時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。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ず、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、また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は今後とも株価を下支えしていくと思われる。一方で、保護主義色を強める米国の通商政策への警戒も強く、しばらくは上値の重い展開が続くだろう。

一時 6 ヶ月ぶりの 円安水準に

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、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月下旬には4ヶ月半ぶりに1ドル=110円を割った。2月には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、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、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。しかし、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検討の報道などから、一旦は110円台まで戻している。

正常化を着実に進める米国の金融政策そのものは円安材料であり、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。

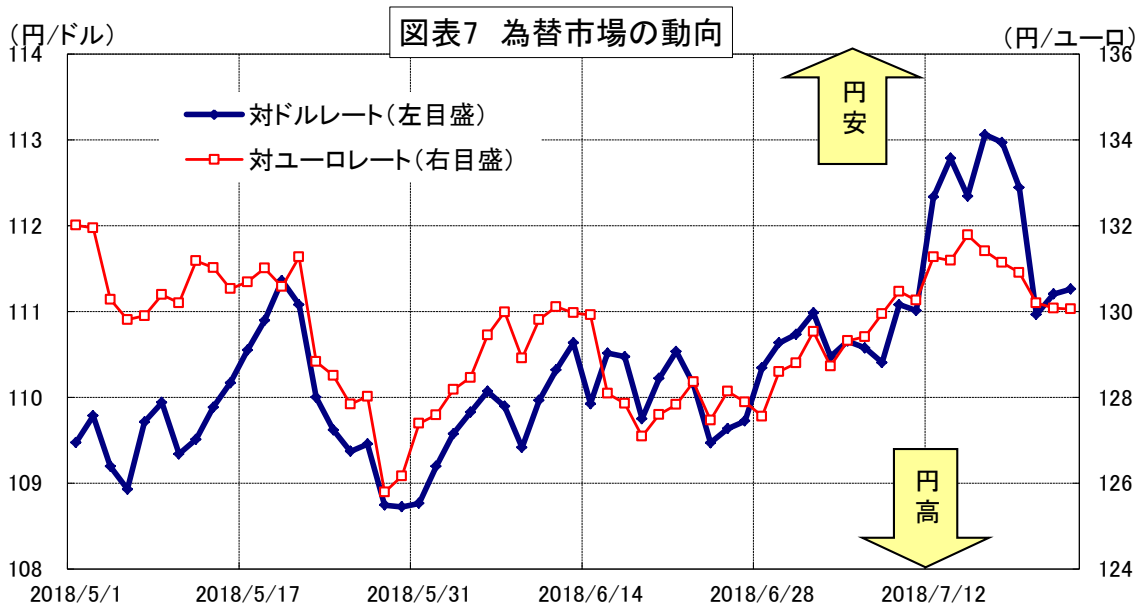
以上から、基調としては110円を中心レンジとした展開が続くとみる。また、これまで同様、世界的に何かしらのリスクが強まる場面では、円高に振れる場面を想定しておく必要があるだろう。

1ユーロ=130円前後での展開継続

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が、伊新政権のトリア財務相がユ

ユーロ離脱の可能性を打ち消す発言を受けて、直近は130円台での展開となっている。

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の利上げ時期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。

(18.7.25 現在)