

エグゼクティブ・サマリー

2018年7月

日本経済

- ◆ 日本経済は、潜在成長率を幾分上回る成長軌道に戻ったと見られますが、内外需ともに成長率を押し下げる要因が頭をもたげており下振れリスクは残るでしょう。
- ◆ 消費者物価は、エネルギー価格の前年比効果がプラスに寄与するものの、少なくとも年度内は1%を安定的に上回ることは困難と予想しています。

国内債券・為替市場

- ◆ 足元でのインフレ率の鈍化を背景に日銀の政策調整期待が更に遠退いたことで、長期金利は取引レンジを一段と狭めて推移するでしょう。
- ◆ イールドカーブは、現行の金融政策が長期化するとの見通しの下では、引き続き期待リターンの大きな20年ゾーンに投資需要が集まると考えています。
- ◆ ドル・円相場は、徐々に上値が重くなり、108～112円を中心とするレンジ相場が続くと見込まれます。

日本経済見通し

- 1-3月期の一時的なマイナス成長後、日本経済は外需と設備投資に牽引されそれまでの回復軌道に戻っています。ただ、保護主義的な傾向の強まりによって世界貿易が停滞すれば我が国の輸出に悪影響が出得ること、また家計の生活防衛の意識は根強く所得の上昇が消費の拡大に結びついていない点を踏まえると、リスクはダウンサイドに傾いているでしょう。
- サービス価格にコスト上昇分を転嫁する動きが思うように進んでいない、また人手不足が深刻になる中であっても外国人労働者の急増等を背景にこれまでの領域を越える賃金上昇が生じていない、という現状を鑑みると、当面は2%の物価安定目標はおろか消費者物価上昇率が安定的に1%を上回ることすら困難と考えています。

2018年4-6月期の国内経済成長は回復へ

日本経済は、2018年1-3月期に実質GDP成長率（前期比年率換算、2次速報ベース）がマイナス0.6%と9四半期振りにマイナス圏へ陥りました。外需や企業の設備投資は成長率にプラス寄与しましたが、GDPの6割弱を占める消費活動が悪天候の影響等で振るわなかしたことや在庫投資の寄与度がマイナスに転じたことがその主因でした。4-6月期については、本稿執筆時点（6月22日時点）で公表されている月次の経済指標に基づけば、1-3月期の不振は一時的なもので、実質GDP成長率は1～2%のプラス成長へと回帰する可能性が高く、日本経済は潜在成長率（トレンド成長率、直近の内閣府推計で1.0%程度、日銀推計で0.88%程度）を上回るこれまでの回復軌道に戻ったのではないかと考えられます。ただ以下で指摘の通り、内需と外需の両面において、日本経済には依然としてダウンサイド・リスクが残ると見ています。

外需は回復基調だが、貿易摩擦の影響が懸念される

成長を牽引している外需については、単月での振れが大きいものの、均してみると欧米や中国向けを中心に増加基調が継続しています。日本の主な貿易相手国の経済成長率は目前も回復傾向が予想され、特に米国では足元で個人消費を中心に成長率の加速が見られていることを踏まえれば、7-9月期以降も我が国の輸出の回復傾向は継続することでしょう。ただし、関税措置の発動とその報復措置の発動といった保護主義の帰趨によっては、世界の貿易が停滞するリスクが高まります。6月中旬に米国が中国製品に追加関税を課す制裁を決定し、その報復措置として中国は即座に米国側と同額の輸入品に関税を上乗せすることを決めました。中国国営メディアは米国の措置に対して強い批判を展開しつつも、一部には対話や交渉の余地に言及する論説も見られており、また米国側でも中国の報復により農業や産業界が受ける影響を憂慮する声も目立っていること、更には北朝鮮の非核化に向けて両国が協調する必要がある点に鑑みれば、米中が経済や通商面で本格的な対立に陥ることは避け、最終的にはトランプ米大統領が得意とする2国間での交渉・取引で現実的な決着、妥協点を見出すシナリオが有力だろうと考えられます。ただ、11月に控える米国での中間選挙を前に米国と中国や、米国とEU等との間での貿易摩擦が深刻化し、それが翻って日本の輸出動向に悪影響を及ぼすことへの懸念は残るでしょう。

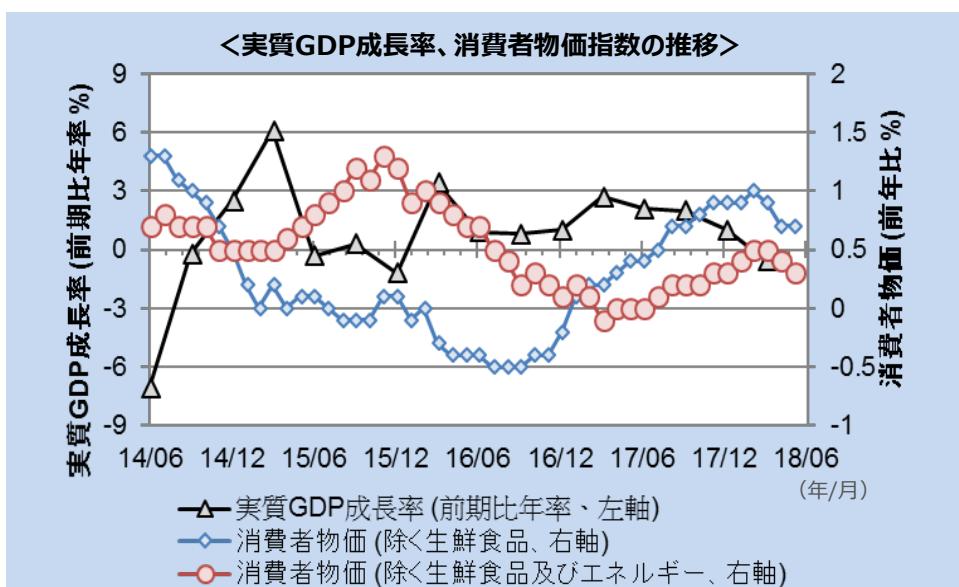
内需は設備投資がけん引、個人消費には下振れ懸念が残る

内需については、企業の設備投資は良好さを維持すると予想されるものの、個人消費の戻りは鈍く消費者センチメントも低迷を続けており、GDPの60%弱を占める消費に下振れ懸念が残ると見ています。企業の設備投資は好調で、特に製造業による投資が上向きの基調を維持する中、6月12日に公表された法人企業景気予測調査では、大企業や中堅企業の製造業で例年よりも設備投資への強い意欲が確認されています。投資の多くは、更新投資や人手不足の深刻化による省力化投資が中心と見られますが、一部には能力増強のための投資に踏み出す企業も散見されています。足元では、製造業の多くが想定するレートよりもドル・円は円安方向で推移しており、これが企業業績にプラスとなることも手伝って、投資拡大のモメンタムは目先も継続することでしょう。

一方、個人消費は1-3月期の落ち込みからの回復が鈍く、消費者心理も低迷した状況が続いています。家計調査によると、雇用・所得環境の改善という追い風がありつつも、勤労者世帯の黒字率（貯蓄性向）は足元で伸びを高めています。食料品や光熱費等の必需性が強い基礎的支出の物価指数がコアCPIよりも高く推移していることに見られるように、多くの家計では生活防衛の意識が根強く、所得の上昇が消費の拡大には結びついていないと考えられます。多くの勤労者世帯への今年度の賃上げ効果は6月頃から顕在化し実質ベースでの賃金も上昇へ転じると見込まれますが、このような生活防衛姿勢の強まりを踏まえると、家計消費が目立った回復を示す可能性は低いと言わざるを得ず、実質GDP成長率としては下振れリスクの方が強い状況にあると考えています。

消費者物価の上昇は限定的、目標の2%は達成困難

消費者物価（除く生鮮食品、いわゆるコアCPI、前年同月比ベース）は、2月分で1%に乗せた後、日銀を含む大方の市場参加者の予想に反して、6月22日に公表された5月分で0.7%と伸び率が鈍化しています。例年、4月は企業が価格改定に動くため物価が上昇しやすい季節性が見られており、実際に今年も食料品や酒類等で値上げの動きが起こりましたが、コアCPIの上昇率はこうした動きと逆行するようにむしろ上げ幅を縮めています。この動きの要因の一つとして、サービス価格へのコストの転嫁が思うように進んでいないという点が挙げられます。運送業等のサービス業の一部では賃金上昇分を価格に反映させる動きを見せていましたが、他方では24時間営業の廃止といったようにサービスの質を低下させることでコスト上昇分を価格に転嫁させないように努める企業も多く見られます。消費者物価を財とサービス毎に分類すると、全体の50.3%程度を占めるサービス価格のゼロ・インフレ定着が粘着的に続いていること、これが消費者物価全体の下振れ要因になっています。また別の要因としては、雇用・労働環境の大幅な改善が進み人手不足が深刻になる中であっても、外国人労働者の急増等を背景に、これまでの領域を越えるような賃金の上昇が生じていない点も挙げられるでしょう。政府は6月15日に閣議決定した今年の経済財政運営と改革の基本方針（骨太の方針）の中で、就労を目的とした新たな在留資格を創設し外国人労働者の受け入れを拡大する方針を打ち出しました。生産年齢人口の減少が進む我が国では、外国人労働者の受け入れ拡大が人手不足を緩和し持続的な経済成長に資すると考えられますが、当面の間、相対的に賃金の低い外国人材の流入拡大は全体として賃金上昇率を抑制する方向に働くと見込まれます。目先は、エネルギー価格上昇に伴う前年比効果が消費者物価の押し上げに寄与すると見ていますが、上記の要因を踏まえると、少なくとも年度内は2%の物価安定目標はおろか1%を安定的に上回ることすら困難と考えています。



出所：内閣府、総務省、日銀 ※実質GDP成長率は2014年4-6月期～2018年1-3月期（四半期）、消費者物価指数は2014年6月～2018年5月（月次）、消費増税の影響を除いたもの。

国内債券・為替市場見通し

- 物価の上昇が思うように進まない中、黒田日銀総裁は7月の会合で改めて先行きの物価見通しについて議論すると述べつつ、2%の物価安定目標に向けた物価の基調は維持されているとも述べています。現行政策の長期化見通しが一層強まると判断され、国内債券市場はイールドカーブ・コントロール政策の下で更に膠着感を強めることでしょう。
- 狹いレンジ取引が続き値動きも乏しくなる中、時間の経過とともに得られるキャリー収益の確保に着目した取引に一層重きが置かれ、イールドカーブ上では引き続き20年ゾーンが選好されると見えています。金利先高観が後退する中、生保勢は淡々と超長期国債投資を続けており、現在の需給構造を前提とするとステイピープ化傾向は長続きし難いと見込まれます。
- これまでのドル高によって米国の利上げペースの加速は既に市場に織り込まれつつあると考えられます。中間選挙を控えて米政権が保護主義への傾斜を強めることになれば、リスク回避的な動きから円買いが強まる予想されます。ただ、日米金利差の更なる拡大に着目すれば円買いドル売りの持続力も高まり難く、結局はレンジ相場の域を脱しないでしょう。

日銀は2019年度も現行の政策を継続と予想

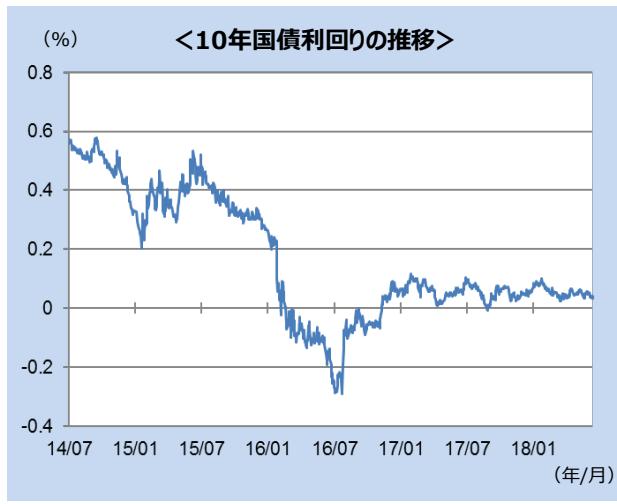
長期金利は、狭いレンジの中で値動きに乏しい推移を続けていますが、日銀の政策調整期待が更に遠退いたことで、取引レンジを一段と狭めて推移することでしょう。前回の当レポートでは、メイン・シナリオとして、『日銀は2018年度中も現行の政策を継続し、2019年度についても消費増税による経済への影響を見極めるため現行政策を維持する』との見方を提示しましたが、この見方は今でも維持しており、むしろ足元のインフレ率の鈍化傾向を受け、このシナリオの蓋然性が一層高まると判断しています。なお、いずれも生起確率は低いと見えていますが、サブ・シナリオは、『2%の物価安定目標達成のため、更なる金融緩和の実施』、リスク・シナリオとしては、『金融機関経営への副作用を懸念し、2018年度中に長期金利誘導目標水準の見直しを含む現行政策の調整』、を想定しており、これらも従前の見通しから変更はありません。

物価の上昇が思うように進まない中、黒田日銀総裁は、「展望レポートを取りまとめる7月の金融政策決定会合で、先行きの物価見通しについて、改めて政策委員の間で十分に議論する」と述べました。足元での物価の伸び率鈍化を受けて、今年度を中心に日銀は物価見通しを下方修正すると予想されます。ただし、それと同時に、「マクロ需給ギャップの改善を背景に企業の価格設定スタンスは積極化する方向にあり、2%の物価安定目標に向けたモメンタムは維持されている」とも述べており、2016年9月に行ったような「総括的な検証」の必要性を否定しています。

また、地域金融機関経営への影響を中心に現行の金融政策が金融システムに与える副作用については、「現時点では金融仲介機能への大きな問題は生じていない」との見方を続けています。一方で日銀は、物価が上昇し難い要因として、グローバル化やインターネット通販の普及（いわゆるアマゾン効果）を挙げており、同効果の消費者物価（総合除く生鮮食品・エネルギー）への押し下げ圧力は0.1～0.2%程度との試算をまとめています。こうした見方を示すことにより、今の物価上昇率の鈍化が国内

の需要不足を背景に起きているのではないことを主張しているのだと考えられ、言い換えれば、日銀はインフレの足踏みから来る追加緩和の議論を先んじて牽制しているとも受け止められます。これらの日銀からの一連の情報発信を考慮すると、日銀は2%の物価安定目標達成のため、あくまで長期金利の誘導目標をゼロ%程度とする現行のイールドカーブ・コントロール政策を粘り強く続けていく方針を堅持すると予想されます。

国内の政治情勢に目を移すと、注目点は9月の自民党総裁選です。6月10日に行われた新潟県知事選で与党系候補が勝利したことや直近の各報道機関による世論調査で内閣支持率が上向いてきていることに鑑みると、現時点では安倍首相の3選の可能性が高まっているように思われます。安倍首相の続投となればアベノミクスの枠組みが継続することを意味し、2%の物価安定目標の達成が視野に入らない中では大胆な金融緩和の推進が維持されると見られるため、市場では日銀による政策調整の余地は狭まり現行政策が長期化するとの見方が支配的となるでしょう。



出所：Bloomberg ※2014年7月1日～2018年6月22日（日次）

キャリー収益が見込める20年ゾーンに投資需要

イールドカーブは、現行の金融政策が長期化するとの見通しの下では、引き続き期待リターン（キャリー・ロールダウン効果）の大きい20年ゾーンに投資需要が集まると考えています。狭いレンジ取引が続き値動きも乏しくなる中、時間の経過とともに得られるキャリー収益の確保に着目した取引に一層重きが置かれることでしょう。なお、超長期セクターでは引き続き生命保険会社（生保）の投資行動に市場の注目が集まります。例年、生保の超長期国債投資は年度の前半よりも後半に増加する季節性がありますが、今年度はこれまでのところ、加速感は見られないものの昨年秋以降の買い越しペースが保たれています。超長期債利回りが低下傾向にあっても、金利先高観が後退しているため、淡々と超長期国債の購入を続けているのだと推察されます。現在の需給構造を前提とすると、イールドカーブのステープル化傾向は長続きし難く、特に金利が低下する局面ではフラット化圧力が強まる展開を引き続き予想しています。

ドル・円はレンジ相場の見通し

7-9月期の為替相場（ドル円相場）は、徐々に上値が重くなり、108～112円を中心とするレンジ相場が続くと見込まれます。4-6月期は、1-3月期に一時105円割れとなった円高ドル安の動きから反発し、111円台まで反発する動きを見せました。米国での利上げペースの加速を受けドル高が進んだことがその主な要因と考えられます。6月に行われた米連邦公開市場委員会（FOMC）で示されたFOMCメンバーの政策金利見通し（ドット・プロット）は、2018年の利上げ回数（中央値）が3回から4回に切り上がりました。これを受けてドルは特に対新興国通貨での上昇幅を拡大し、ドル指数は昨年7月以来の水準へと達しました。もっとも、こうした米国の利上げペースの加速は既に為替市場に織り込まれつつあると考えられるため、こ

れを理由にドル高が一段と進むとは想定し難いでしょう。また、上記の日本経済見通しのパートでも述べているように、トランプ米政権は保護主義的な姿勢を強めており、今年11月に予定される米国の中間選挙を控えて一層の强硬策を打ち出す可能性も否定できません。保護主義への傾斜が進むことになれば、企業や消費者のセンチメントが悪化して経済活動が弱まることが想定されるため、市場ではリスク回避（リスクオフ）の動きが強まります。こうした場面では、為替市場では円買いの動きが活発化し、ドル円相場には円高ドル安バイアスが強く加わると予想されます。ただ一方で、日米の金利差が拡大を続ける中、金利差に着目したキャリー・トレードへの魅力は更に増している状況です。したがって、リスクオフの局面で進む円高ドル安は一時的なものとなりやすく、リスクオフが沈静化すれば円安ドル高方向へと戻ることでしょう。結局は、ドル円相場はレンジ推移の域を脱しない展開を想定しています。



出所：Bloomberg ※2014年7月1日～2018年6月22日（日次）

本資料はPGIMジャパン株式会社の債券運用部が執筆したものです。

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよび“ロックシンボル（The Rock）”は、ブルデンシャル・ファイナンシャル（本社：米国ニュージャージー州ニューアーク）およびその関連会社のサービスマークです。英国ブルーデンシャル社とはなんら関係はありません。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号

加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

PGIMJ201807020710