

## 日本経済ウォッチ (2016年12月号)

調査部 小林真一郎、土志田るり子

## 【目次】

1. 今月のグラフ ..... p.1  
    ~ 「たんす預金」の増加とその背景にあるもの
2. 景気概況 ..... p.2  
    ~ 景気は横ばい圏で推移しているが、一部に持ち直しの動きが見られる
3. 今月のトピック: トランプ大統領誕生が国内経済に及ぼす影響 ..... p.3~8
  - (1) 大統領選後の金融市場の動向
  - (2) 金融市場の変動を通じた日本経済への影響

## 1. 今月のグラフ ～ 「たんす預金」の増加とその背景にあるもの

日本銀行券発行残高が11月末時点で97.4兆円（前年比+4.6%）に達した。年末に急増する傾向があるため、2016年末には初めて100兆円を突破すると見込まれる。現金の8割以上は家計が保有しており、増加の大部分も家計の需要によるものである。家計の保有する現金の総額は、3四半期連続で前年差+4兆円を超える高いペースで増加している（図表1）。

最近の家計部門の動向をみると、雇用者が増加し、所得の総額である雇用者報酬は増えているが、足元で消費性向は低下しており、家計は消費を抑えて貯蓄を増やす傾向を強めている。雇用者の賃金所得は通常、預金口座に振り込まれるため、使わないお金が貯まっていけば現金・預金に占める預金の比率が高まっていくと考えられるが、実際には現金での保有比率が高まっている（図表2）。消費者が敢えて生活に必要とされる以上に自宅等に現金を保管しているためと考えられ、いわゆる「たんす預金」が増えている可能性がある。こうした消費者の現金保有志向の高まりは、どのような理由によるものなのだろうか。

過去に現金の保有比率が高まった2010～2011年ごろは、リーマン・ショック後の世界経済の悪化や東日本大震災の発生の時期と重なる。このときは社会不安の高まりが現金の保有を促したと考えられる。

しかし、最近では当時ほど社会不安が高まるような出来事は起きていない。一方で、金融の制度的・政策的な変化がいくつか起きており、これらが背景にあるとみられる。1つは、マイナンバー制度の導入である。預金残高を把握されたくないの、預金を減らして現金で保有したいというニーズが強まったとの指摘がある。さらに、金利低下によりお金を預ける動機が後退したうえ、今年に入ってからマイナス金利政策が導入され、一時は預金金利もマイナス化するとの懸念も出た。これにより、預金の目減りを回避しようとする行動がとられた可能性がある。

実際には預金金利はプラスが維持されているものの、水準は非常に低い。また、一定の条件下では預金の引き出しに手数料がかかることから、預金の魅力は過去と比べて薄れており、当面はたんす預金の増加が続く可能性がある。（土志田 るり子）

図表1: 家計の保有現金



図表2: 現金・預金に占める現金の割合



## 2. 景気概況～景気は横ばい圏で推移しているが、一部に持ち直しの動きが見られる

景気は横ばい圏で推移しているが、一部に持ち直しの動きが見られる。

10月の鉱工業生産指数(確報値)は前月比横ばいにとどまったが、均してみれば持ち直しに持続性がみられる、出荷は同+2.0%と堅調に増加しており需要は弱くない、在庫が同-2.1%と2014年4月以来の水準にまで低下し、生産調整圧力が後退している、11月の生産予測調査では同+4.5%と大幅な増加が見込まれている(12月は同-0.6%)、など持ち直しの動きが続いていると判断され、10~12月期は前期比では3四半期連続で増加する可能性が高まっている。中でも、自動車や電子部品・デバイスの増産が全体を押し上げている。

11月の実質輸出についても前月比+3.4%と堅調に増加した。これで4カ月連続での増加であり、水準もリーマン・ショック直前の2008年8月以来の高さまで持ち直してきた。生産と同様、自動車やスマートフォン関連部品の電子部品・デバイスが好調である。

また、企業業績にも改善の動きが出てきた。7~9月期の法人企業統計の経常利益は前期比+7.9%と増加が続いた。純粋持株会社の受取利息等の大幅増加という特殊要因があったが、売上高が7四半期ぶりに前期比で増加し、製造業の利益も前期比で増加が続くなど改善傾向にあり、企業業績は最悪期を脱したとみられる。ただし、設備投資(名目値)は同+0.4%と引き続き横ばい圏で推移している。

こうした中、10月の景気動向指数におけるCI一致指数の結果を踏まえて、内閣府は景気の基調判断を「足踏み」から「改善」に上方修正した。基調判断の引き上げは22カ月ぶりである。

家計部門では、10月の失業率は3.0%と低水準であり、同月の有効求人倍率が1.40倍に達するなど雇用情勢の良好な状態が維持されている。10月の1人あたりの現金給与総額(速報値)は前年比+0.1%と小幅増加だったが、所定内給与が同+0.3%と3カ月連続で増加しており持ち直しの動きが見られる。

しかし、個人消費は10月家計調査の実質消費支出(二人以上世帯、季節調整値)が前月比-1.0%とマイナスに転じるなど、均してみると依然として横ばい圏にある。雇用者の増加を背景に家計の所得の改善は続き、消費を取り巻く環境は悪くはないが、10月は夏場の天候不順の影響で生鮮野菜を中心に食品価格が上昇し、実質消費を下押ししたようだ。なお、11月の新車登録台数(乗用車、除く軽)が、ニューモデルの投入効果などもあって前年比+16.2%と堅調に増加するなどの明るい動きもある。

11月8日の米大統領選後も、米国景気の拡大期待感が維持されており、金融市場では米国株価の上昇、ドル高、金利上昇のいわゆるトランプ相場が続いている。一方で、ドル高に伴って新興国の通貨が下落し、通貨防衛のための利上げを余儀なくされている国もあり、世界経済が減速するリスクもはらんでいる。また、トランプ新大統領の言動を巡って再び金融市場が混乱し、世界経済への期待が一気に剥落することへの警戒感は依然として根強い。現時点でトランプ新大統領の下で米国の景気が順調に拡大し、世界経済をけん引していくと過度に期待することはできない。

今後は、個人消費の弱さが続く可能性はあるものの、世界経済の回復を受けて輸出が徐々に増加するほか、2016年度補正予算の執行による押し上げ効果も年度末にかけて徐々に強まると見込まれ、景気は緩やかに持ち直していくと予想される。しかし、足元で生産を押し上げてきた自動車の挽回生産やスマートフォン関連財の輸出増加による効果は年内には一巡する可能性があり、持ち直しテンポが急速に高まることも難しい。さらに、金融市場で混乱が発生して世界経済の悪化懸念が高まり、景気が下振れするリスクは残る。

(小林 真一郎)

### 3. 今月のトピック：トランプ大統領誕生が国内経済に及ぼす影響

トランプ氏の公約である大規模な法人税減税、規制緩和の推進、インフラ投資の拡大などによって米国企業の業績改善が進み、米国景気の拡大期待が強まったことから、大統領選後、株高、ドル高、金利上昇という、いわゆるトランプ相場が続いている。いずれ期待感が剥落し、株安、ドル安、金利低下が進むとの見方も根強いが、さすがにこうした状況が1ヶ月以上にわたって続けば、金融市場の動きが实体经济に波及してくる可能性がある。

今月は、トランプ大統領誕生が国内経済に及ぼす影響について検討した。

#### (1) 大統領選後の金融市場の動向

足元の米国景気の動向をみると、7~9月期の実質GDP（改定値）が前期比年率換算値で+3.2%となるなど、そもそも大統領選前から底堅く推移しており、12月のFOMC（連邦公開市場委員会）でも金融引き締めが実施された。雇用情勢をみても着実に改善しており、失業率も11月には4.6%まで低下した。現在の金融市場では、こうした景気の底堅さにトランプ新大統領の政策への期待感が加わったため、株高、ドル高、金利上昇が進んでいる（図表1）。トランプ相場が続けば、米国でのクリスマス商戦も好調となり、短期的に景気が押し上げられる可能性がある。

もっともトランプ相場が続いた場合のリスクもある。まず、メキシコ、トルコ、ブラジルなどの新興国通貨は、米国金利上昇を受けて、投資資金が引き揚げられるとの懸念から軒並み下落しており（図表2）、通貨防衛を余儀なくされている国も出ており、トルコやメキシコでは利上げが、インドネシア、ブラジル、マレーシア、中国などでは自国通貨買いの為替介入が行われている。また、こうした国々では株価も下落しており、景気の悪化懸念が強まっている（図表3）。

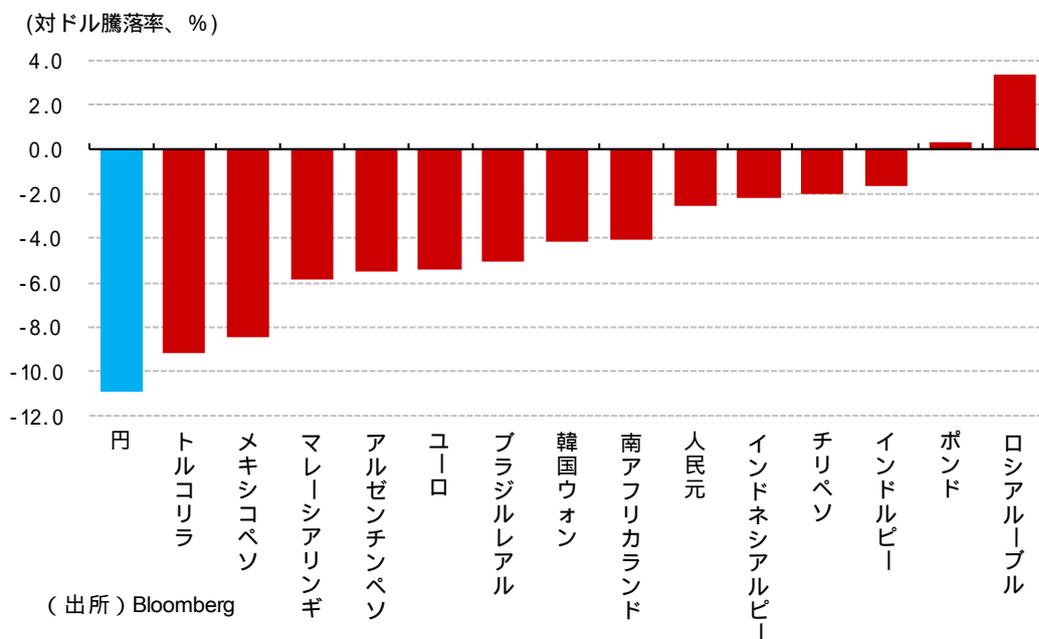
こうした中で日本の状況を見ると、円はリスクオフの巻き戻しの動きもあって新興国を上回る下落幅を記録しており、売られ過ぎている可能性がある。いずれトランプ新大統領が円安の動きをけん制することも考えられ、その場合には急速な円高が進むことになりかねない。

図表1. 大統領選後の米国金融市場の動向

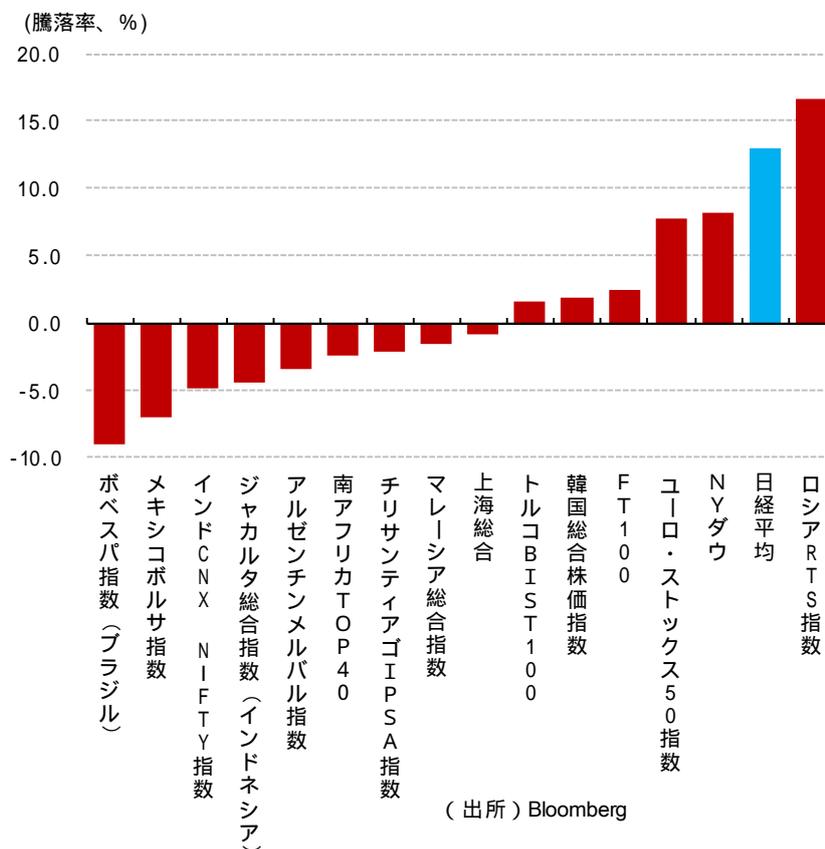


また、日本の株価は本国の米国以上に買われている。米国株につれ高となるだけでなく、円安が企業業績を改善させるとの観測が買い材料として加わっていることが原因と考えられる。このため、円安が反転した場合には大きく調整が入る可能性がある。

図表 2 . 各国通貨の対ドル騰落率 (11/8 から 12/16 まで)



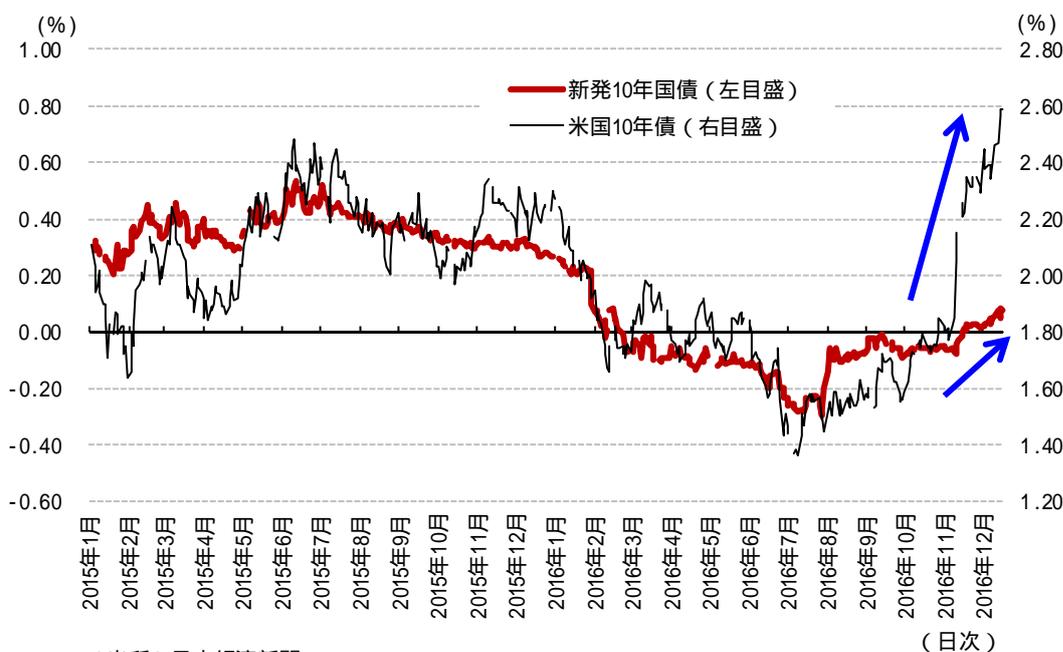
図表 3 . 各国株価の騰落率 (11/8 から 12/16 まで)



次に米国の金利推移をみると、大統領選後に急上昇に転じており、1ヶ月強の間に約0.8%上昇している(図表4)。ここまでの金利上昇は、景気拡大を先取りした良い金利上昇であると考えられるが、景気拡大の原因が財政刺激策にあるとすれば、いずれ財政悪化を懸念する悪い金利上昇に転じる可能性もあり、そうなれば金利の上昇が景気の拡大を抑制する懸念がある。

日本の長期金利は、米国の長期金利との連動性が高く、日本の長期金利にも足元で上昇圧力がかかっている(図表4)。それでも、日本銀行が長短金利操作付き量的・質的金融緩和の下で長期国債の買い入れを続け、足元の金利上昇をけん制する姿勢を示しているため、上昇は小幅にとどまっている。もし、米国の金利が財政悪化を理由としてさらに上昇した場合、米国よりも財政状況が悪い日本の金利にも上昇圧力が強まる懸念がある。その場合、日本銀行は10年物国債利回りをターゲットのゼロ%程度に抑え込むために、指値オペなどの手段を使って大量の国債を購入せざるを得ない状況に追い込まれかねない。

図表4 . 日米の長期金利推移



(出所)日本経済新聞

(日次)

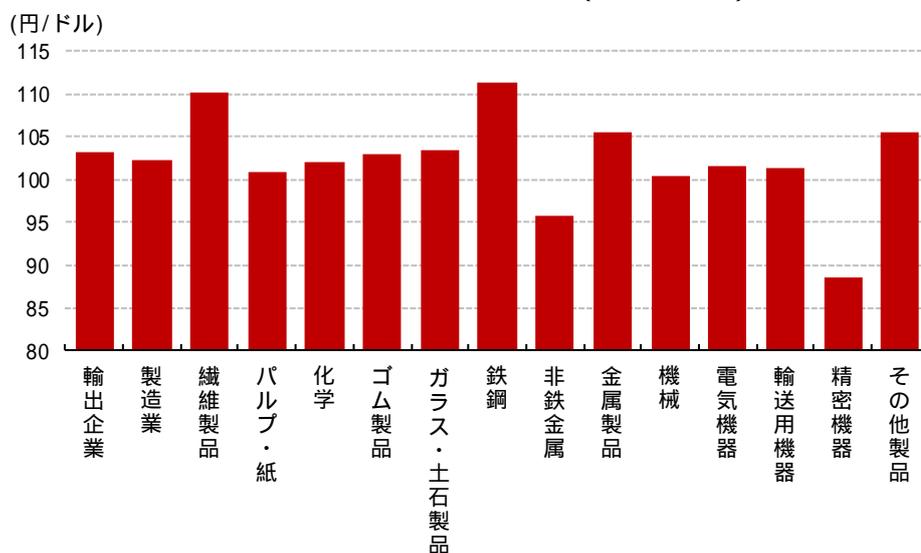
## (2) 金融市場の変動を通じた日本経済への影響

トランプ新大統領誕生およびその後の政策運営が日本経済に及ぼす影響については、短期のものと中期のものに分けられる。

短期的な影響には、金融市場の変動を通じて生じるものの他、減税やインフラ投資などの財政政策によるもの（たとえば米国景気が急拡大し、米国向け輸出が増えるなどの影響）が挙げられる。ただし、財政刺激策が具体化するとしても2017年10月の新会計年度以降であり、短期的な景気の押し上げ効果は望めない。一方、中期的な影響は、通商政策、外交政策などを通じたものであり、トランプ氏の主張がどれだけ実施に移されるかが明らかになるためには一定の時間が必要である。このため、短期間のうちに日本が受ける影響は、専ら金融市場の変動を通じたものとなるであろう。

いずれトランプ相場が終焉を迎えるとしても、1ドル=110円を大きく上回る水準での円安が1か月以上にわたって続いていることは、少なくとも当面の日本の輸出企業の業績を改善させることになる。円は売られ過ぎの状態にあり、いずれ修正の動きが入る可能性があるものの、輸出企業がかなり先まで為替予約を入れることなどリスク回避の動きを講じておけば、いずれ円高が進んだとしても円安のメリットは十分に享受できるであろう。輸出企業にとって1ドル=110円を越える円高は輸出採算レートや日銀短観の前提レートと比べても随分円安水準である（図表5）。

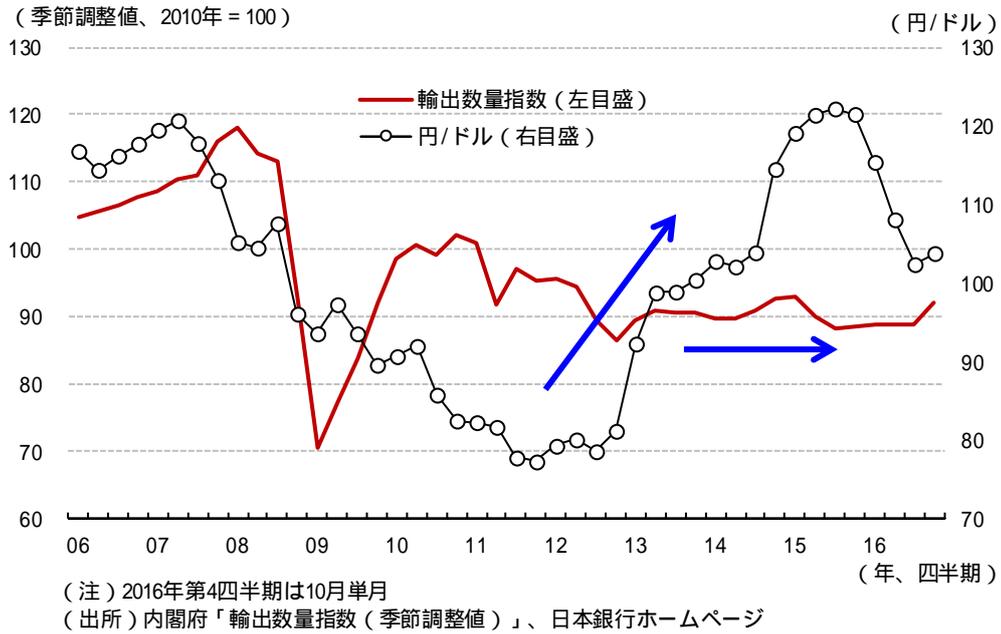
図表5 . 輸出採算レート（2015年度）



(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

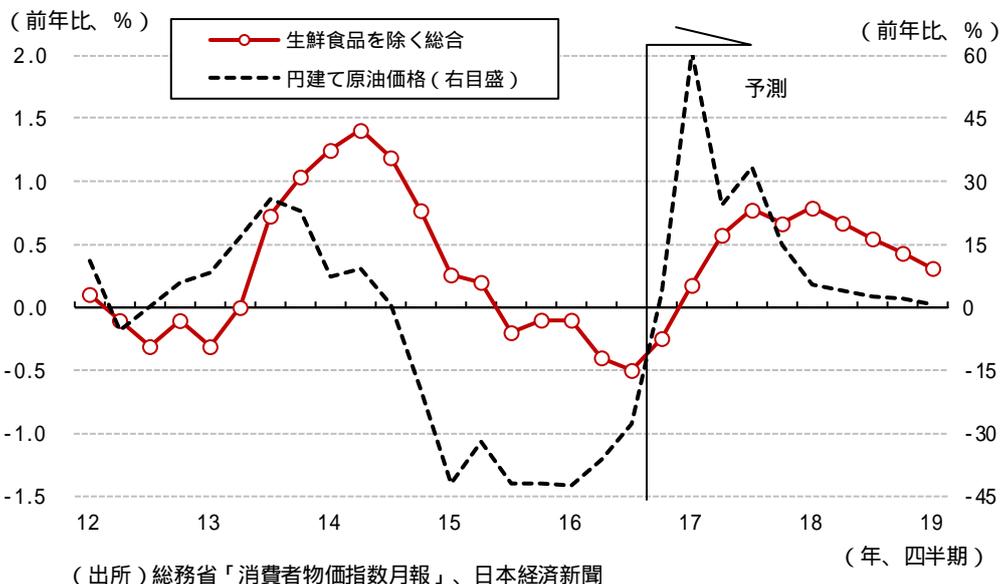
しかし、円安が進んだとしても、短期的には輸出数量が増えないことや（図表5）、業績が改善しても製造業が国内で設備投資を増さないことは、2012年秋以降の円安局面において確認されたことである。このため、円安が国内景気に及ぼすプラス効果は、輸出企業の業績の押し上げにとどまり、これまでと同様、限定的と考えられる。

図表6 . 円/ドルと輸出数量指数の推移



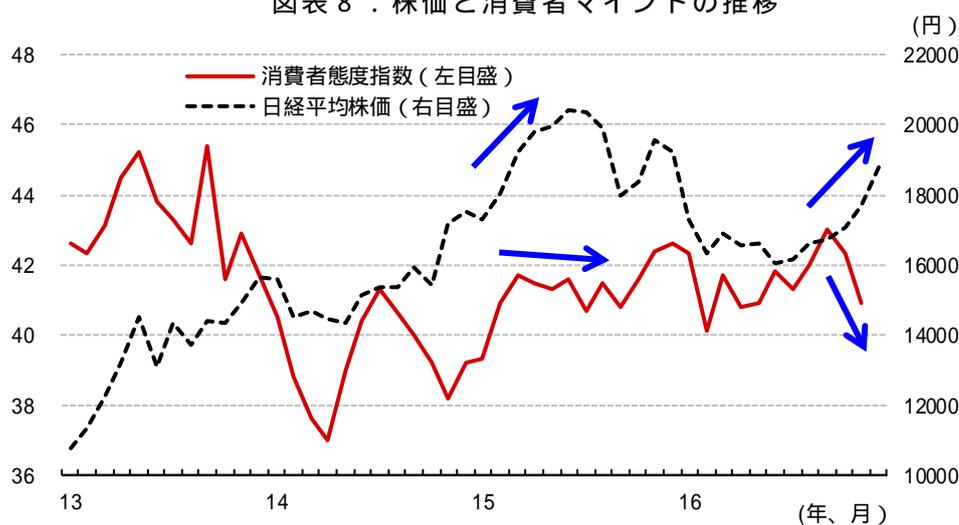
一方、円安は資源価格の持ち直しと合わせて国内物価を押し上げ、企業のコスト負担や、それが消費者物価に転嫁されれば家計の負担となる。円建ての原油価格は足元でマイナス幅が急縮小しており、年内にも前年比でプラスに転じると予想される。その後、タイムラグを置いて、消費者の段階にまで波及していくと考えられ、消費者物価指数 (生鮮食品を除く総合) は、2017年度後半には1%に近づく可能性がある (図表7)。最近の家計は価格の上昇には敏感であり、急速な物価の上昇は消費者のマインドを悪化させ、消費を抑制することにつながる。円安水準で為替相場が定着化するにつれて、こうした円安のデメリットも次第に強まっていこう。

図表7 . 物価の予測



株価の上昇についても、消費者マインドとの押し上げ効果は限定的と思われる。消費者態度指数(調査時期は毎月15日で20日頃までに回収)は、2015年夏場にかけて日経平均株価が2万円を越えたタイミングでは弱含みで推移しており、足元では11月まで2カ月連続で低下している。株価上昇による資産効果は期待できそうにない。

図表8．株価と消費者マインドの推移



(注) 消費者態度指数は季節調整値、株価の直近値は12/1~16の平均  
(出所) 内閣府「消費動向調査」

以上のように、円安による輸出企業の業績改善・株価上昇による景気の押し上げ効果は限定的である、物価上昇によるコスト高が景気にとってマイナスに効く、株高による資産効果には期待できないなど、あまり大きなインパクトはない。むしろ、期待感が剥落した局面で、金融市場の混乱が生じて、世界経済の悪化要因となるリスクまで勘案すると、総合的にみた場合、景気にとってマイナスとなる可能性がある。このため、トランプ新大統領の下で米国の景気が順調に拡大していきだろうと、現時点で過度に期待すべきではないだろう。トランプ新大統領の政策の行方は、2017年の世界経済にとって大きな波乱要因となるリスクをはらんでいる。

(小林 真一郎)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。