

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 1～3 月期は高成長だが、依然回復力が乏しい国内景気

### ～注目を集める消費税増税の判断～

南 武志

#### 要旨

世界経済の下振れリスクの代表格の「原油価格」がこのところ持ち直していることもあり、世界経済の先行き悪化懸念は引き続き解消方向にあるが、中国経済の減速傾向はなかなか止まらず、また米国で早期利上げ観測が浮上するなど、下振れリスクは残っている。また、協調的な財政出動も先進国間で足並みがそろわず、牽引役も不在なままだ。

国内景気も依然として足踏み状態にある。1～3 月期の実質成長率は閏年効果で上振れたが、4～6 月期にはその反動や熊本地震の影響から再びマイナス成長となる可能性が高い。ただし、家計の所得環境に改善の動きが見られるなど、消費持ち直しの素地が整いつつある。17 年 4 月に予定される消費税増税前には駆け込み需要が発生すると見られ、年度後半にかけて成長率は一旦高まるだろう。

日本銀行は1月に決定した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続しており、金利水準は大幅に低下した。しかし、足元の物価は原油安で物価下落に転じており、物価安定目標の達成が見通せないことから、追加緩和観測は根強い。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2016年				2017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 (%)	-0.055	-0.1～0.0	-0.1～0.0	-0.1～0.0	-0.1～0.0	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0600	0.04～0.07	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06	
国債利回り	10年債 (%)	-0.100	-0.20～-0.05	-0.25～-0.05	-0.30～0.00	-0.30～0.00
	5年債 (%)	-0.220	-0.30～-0.15	-0.35～-0.15	-0.40～-0.15	-0.40～-0.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	110.0	105～120	110～120	110～120	110～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	122.6	115～135	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	16,757	17,000±1,000	18,000±1,000	18,000±1,000	17,500±1,000	

(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2016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。

#### 概況

先進国経済は緩やかとはいえ、総じて回復基調をたどっているものの、中国をはじめとする新興国経済は停滞から脱し切れておらず、全体としては低調さが拭い切れていない。ただし、年初に見られたような下振れリスクが顕在化するかどうかのような状況とは異なり、金融資本市場は落ち着きを取り戻しつつある。もちろん、

下振れリスクは今なお存在しており、今後とも警戒は必要である。

さて、下振れリスクの代表格である「原油価格」については、主要産油国の間での増産凍結の合意は得られなかった。しかし、一部産油国での供給に支障が発生したことや北米のシェールオイル生産が減少したこと、一方でインドや中国の需要が強いこと、さらに国際エネルギー機

関が早ければ 16 年後半にも需給が均衡するとの見通しを示したこともあり、イランが「順調に」増産を続ける中、原油価格は持ち直しを続け、5 月下旬には WTI 先物が 50 ドル/バレル弱まで上昇し、世界経済の下振れリスク後退に一役買った。

一方で、中国経済の減速懸念は「健在」であるほか、ドル高進行や新興国の資金流出懸念を招きかねない米国利上げに対する思惑が再び高まっており、足元の内外金融市場は比較的落ち着いているとはいえ、先行き波乱となる可能性も浮上している。最近では、先進国経済の底堅さもあり、不振にあえぐ新興国が含まれる G20 から再び「主役」の座を奪った感もある G7 でも、協調的な財政出動に向けたハードルの高さが改めて認識される結果となるなど、世界経済にとっては牽引役が不在な状況が続く可能性が高い。

国内に目を転じると、17 年 4 月に予定される消費税率の引上げに関する注目が高まっている。現時点で安倍首相は予定通りの増税方針を繰り返しているが、追加の財政政策の可能性と合わせて、最終判断は今後の景気動向に大きく影響を与えるだろう。

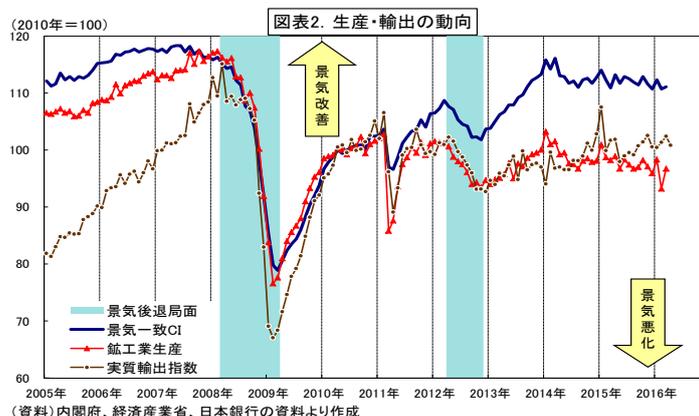
## 国内景気：現状と展望

1～3 月期の GDP 第 1 次速報によれば、経済成長率は前期比年率 1.7%と 2 四半期ぶりのプラス、かつ表向きは高成長が達成できた。ただし、閏年によって民間消費が嵩上げされており、実態はゼロ成長に近いものであったとみられる。加えて、これまで堅調に推移してきた民間設備投資が悪化に転じて

おり、景気の鈍さが再認識させられる内容であった。

こうした景気の鈍さ、さらには熊本地震の影響などを受けて、景況感は悪化が目立ち始めている。5 月の PMI 製造業景況感指数は 5 ヶ月連続で低下（3 ヶ月連続で判断基準である 50 割れ）、アベノミクス始動時（12 年 12 月）以来の低水準となった。消費者マインドについても、増税直後ほどの悪化ではないが、この数ヶ月は悪化傾向をたどっている。

一方、家計の所得環境は緩やかな改善が進んでいるのも見て取れる。3 月の現金給与総額は前年比 1.5%、実質賃金も同 1.6%と、ともに 2 ヶ月連続の増加となった。「特別に支払われた給与」で牽引された面は否めないが、家計所得にプラスであることは間違いない。また、景気が足踏み状態である一方で、雇用者数は増加傾向をたどっており、雇用者報酬は過去最高水準を達成している。消費者マインドの悪化が止まり、改善に転じさえすれば、民間消費の持ち直しが始まる可能性は秘めている。16 年春季賃金交渉は、15 年実績を 0.3 ポイントほど下回った可能性があるが、エネルギー安を主因とする物価沈静化は家計には依然として恩恵を与えるものであり、今後想定される残業時間の回復（＝残業代の増加）とともに



に、消費回復のカギを握るだろう。とはいえ、「消費税増税に耐えうる経済」や「2%の物価安定目標の達成」には力不足と思われる。

また、世界経済の低調さを反映して、輸出は軟調なままである。4月の実質輸出指数は前月比▲1.6%と3ヶ月ぶりの低下となり、前期比マイナスであった1~3月平均をさらに0.6ポイントも下回った。この低下には、熊本地震の影響によって対米自動車輸出が減少した分も含まれており、サプライチェーン障害が解消すれば、元に戻る可能性があるとはいえ、足元4~6月期の成長にとっては下押し要因となるだろう。

さて、先行きについては、設備不足感が根強いことから、民間設備投資の減少は一時的と思われる。実際、企業の設備投資計画は依然底堅く、受注も良好であり、増加基調をたどっているとの見方は変える必要はない。しかし、輸出が引き続き伸び悩むほか、4~6月期の民間消費は閏年効果の剥落や熊本地震の影響もあり、減少すると思われ、成長率も再びマイナスとなることが予想される。ただし、その後は徐々に消費が持ち直していくほか、年度下期にかけては消費税増税を控えた駆け込み需要も発生し、成長率は一旦高まるだろう（詳細は後掲レポート『2016~17年度改訂経済見通し』を参照のこと）。

### 物価動向:現状と見通し

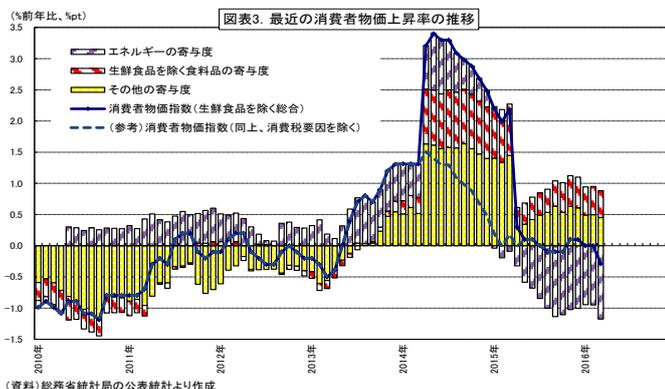
3月の全国消費者物価は、年初の原油安による下押し圧力が高まった結果、代表的な「生鮮食品を除く総合（全国コア）」は前年比▲0.3%と5ヶ月ぶりの下落

となった。一方で、原油安の直接的影響は受けない「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合（全国コア）」は同0.7%、日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合（日銀コア）」も同1.1%と、物価のベース部分には依然として一定の上昇圧力が存在していることも見て取れる。

当面、全国コアは前年比で小幅マイナスでの推移が予想されるが、現状程度の原油価格で推移すれば、原油安要因が年後半以降は徐々に弱まることから、全国コアは現状1%程度で推移する日銀コアに向けて徐々に上昇率を高めていくと見られる。ただし、円高の影響を考慮すると、日銀コアも早晩1%を割り込むことも予想され、その場合には全国コアもまた1%までは上昇率が高まらないと考えられる。

### 金融政策:現状・見通し

日本銀行は、1月28~29日の金融政策決定会合で、13年4月から実施（14年10月に強化）してきた「量的・質的金融緩和」に加えて、一部の日銀当座預金に対してマイナス金利を適用することを決定、2月中旬から本格的に導入された。マイナス金利政策の決定直後から国債利回りが急低下するなど、影響は広範囲に及んでいる。米利



上げ開始が意識された15年秋以降、残存3年までの国債利回りはすでにマイナス状態となっていたが、2月入り後はマイナスになる年限の国債が徐々に増えていった。

この影響を受けて、企業の借入金利も大きく低下した。信用度の高い高格付け企業ではマイナス金利での資金調達も可能となっている。さらに、金融機関は預貯金金利や住宅ローン金利なども引き下げているが、預貯金金利は現時点ではマイナスにはなっていない。

マイナス金利政策の効果については、名目金利を押し下げ、予想物価上昇率を押し上げることで、実質金利水準を低下させ、投資行動を活性化させることを狙ったものといえる。また、金融機関の代表的な余資運用手段であった長期国債の利回りがマイナスとなったことで、他の運用手段、例えば株式や外国債券などリスク性資産に振り向けたり、企業・家計などへの貸出を増やしたりすることが期待される。さらに、一定の内外金利差を確保することで、為替レートの円高傾向に歯止めをかけて、輸出を刺激したり、物価を押し上げたりする効果も期待される。

しかし、今回のマイナス金利政策については、金融機関を中心に評判が芳しくないのも確かである。10～30兆円で運営される「政策金利残高」へのマイナス金利適用や「マクロ加算残高」へのゼロ金利適用などに伴う直接的な影響もさることながら、主たる収益源である利鞘の縮小や一段の運用難などは金融機関に押し掛かっていくものと思われる。リーマン・ショックを契機に発生した世界的な金融危機を受けて、金融機関は極力リスクをとらないよう厳しい規制がかけられているため、金融機関がリスク性資産の購入を大幅に増やしたり、貸出

を大きく増やしたりすることが難しいのは言うまでもない。「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の効果が顕在化せず、同政策が長期間続けられ、かつマイナス金利幅が拡大されることになれば、金融機関経営や金融システムへの不安が高まるリスクも否定できない。

さて、4月27～28日に開催された金融政策決定会合では、1月に導入した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の継続を決定した。決定会合を控えて、金融市場では追加緩和の可能性を織り込む動きが強まったが、経済・物価見通しの下方修正や物価安定目標のさらなる先送りをした一方で、政策については「ゼロ回答」だったことで、市場は一気に失望感が広がり、円高・株安が進む場面もあった。

一方、黒田総裁ら日銀幹部は、マイナス金利政策の有効性について繰り返し説明してきたが、これまでの緩和策（量的・質的金融緩和（13年4月）やその強化（14年10月））とは異なり、期待された円高是正や株価回復が進まないこともあり、評価されていない面は否めない。特に、マネタリーベース（＝銀行券＋日銀当座預金）を年間80兆円増額させるという政策目標の達成に協力してきた金融機関からは批判が噴出している。今回のマイナス金利政策によって金利水準は大幅に低下したが、金融機関の収益の源泉である「長短金利差」も縮小しており、金融緩和効果を波及させるパスとしての金融仲介機能は十分機能しない可能性は高い。また、リスクマネーの供給を促すポートフォリオ・リバランス効果にしても、上述の通り、期待薄とみられる。

さて、今後の金融政策運営については、上述の物価見通しの通り、しばらく消費者物価は低調なまま推移すると見られるため、

市場参加者の多くは近々追加緩和があるとの観測を抱いた状態は続くだろう。最近では、企業・家計の予想物価上昇率が鈍化しつつあるほか、消費税増税後のマイナス成長によって、需給ギャップも拡大するなど、「物価の基調」が改善傾向にあるとはいい難くなっている。政府・日銀が期待していた16年春季賃金交渉も期待外れの結果が見込まれており、17年度中に2%の物価上昇率が達成するほどの力強さは感じられない。

そのため、日銀はいずれ追加緩和に踏み切らざるを得ないだろう。手段としては、「量（国債買入れの規模等）」、「質（信用リスクのある金融資産の買入れ等）」、「金利（マイナス金利の強化）」のいずれか（もしくは全て）の強化ということになるだろうが、当面はマイナス金利政策の効果を見極めると思われるため、「質」の強化を中心としたものが有力と思われる。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

米連邦準備制度（FRB）のイエレン議長が利上げに慎重な姿勢を強調したことを受けて、ドル高是正が進み、4月中旬にかけて国内金融市場は「円高・株安」傾向が強まった。一方、金利水準はマイナス金利政策の浸透もあり、全般的に低下圧力の高い状態が続いている。

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

日銀は「量的・質的金融緩和（2月からは「マイナス金利付き量的・質的金融緩和）」の導入以降、年間の国債発行額に匹敵する規模で国債買入

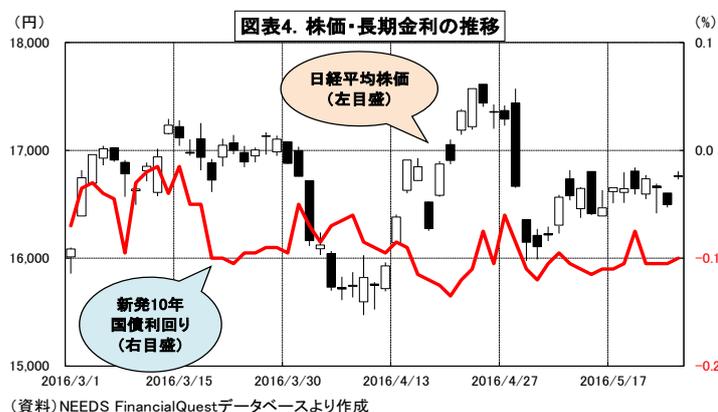
れを行っており、13年夏場以降、長期金利は低下傾向をたどってきた。また、世界経済の低成長リスクが常に意識される中、当面の国内景気・物価は低調なままといった市場参加者の見通しも、長期金利の低下につながってきた。加えて、1月末には日銀がマイナス金利政策の導入を決定、4月にかけてイールドカーブ全体が押し潰された。

2月下旬以降、長期金利の指標である新発10年国債利回りはマイナスとなり、3月中旬以降は概ね▲0.1%前後での推移が続いている。また、3月以降は「金利」を求めて超長期ゾーンでも利回り低下傾向が強まり、足元では20年国債は0.2%台後半、30年国債は0.3%台半ば、40年債は0.3%台後半での展開となっている。

国債の大量買入れに加え、マイナス金利政策の効果の金利押し下げ効果はかなり強力であること、少なくとも夏場までは国内経済・物価の低調さが残ること、それを受けて市場には追加緩和観測がとどまったままであることなどから、長期金利はマイナス圏での推移が続くだろう。

### ② 株式市場

15年12月上旬までは20,000円前後で推移していた日経平均株価であったが、その後の原油安や中国経済への懸念などから調整色を強め、1月下旬には一時



16,017 円まで下落した。1 月末には日銀のマイナス金利政策の導入を好感し、一旦 18,000 円近くまで反発したが、ほぼ同時に原油価格が大きく下落するなど世界的にリスクオフの流れが強まったことから、2月12日には1年4ヶ月ぶりに15,000 円を割り込んだ。その後、政策総動員を謳った G20 共同声明への一定の評価や原油・資源価格の持ち直しなど、リスク回避的な行動が弱まり、株価も 17,000 円前後まで持ち直したが、4 月に入って円高圧力が強まると、再び下落に転じるなど、不安定な動きを続けている。また、4 月末にかけては日銀の追加緩和期待を織り込む形で上昇する場面もあったが、実際に政策据え置きが発表されると、失望売りが出て下げるなど、不安定な状況が続いている。

先行きも世界経済の下振れリスクが強まる場面では、円高圧力に晒される場面も想定され、業績見通しの下方修正が意識されるだろう。円安シフトが起きない限り、上値は重い展開が続くと見られる。

### ③ 外国為替市場

1 月末のマイナス金利政策の導入決定直後こそ、1 ドル=120 円台まで円安方向に戻る場面もあったが、16 年初から続く世界的なリスクオフの流れの中で、円高圧力は弱まる気配がない。また、米国の年内利上げペースが当初の想定よりも緩やかになることが FRB から示されたほか、イエレン FRB 議長が早期利上げに慎重な発言を繰り返したこともあり、4 月前半には 1 年半ぶりに 110 円を割り込んだ。一方、5 月中旬には、米経済指標の改善や 6 月利上げ観測の浮上か

ら、やや円安気味の展開となっている。なお、この数年の為替レート変動の主要因である日米両国の金融政策を見ると、国内では大幅な緩和が当面継続する一方、米国は次回の利上げ時期を模索する状況であるなど、金融政策の方向性が真逆であり、相対的に金利水準が高い国の通貨は買われやすいこと、さらに世界的なリスクオフの流れが収束する方向に向えば、年後半には円高圧力は弱まってくるものと思われる。

また、対ユーロレートも、15 年末から 16 年初にかけてリスク回避的な動きが強まったことから、1 ユーロ=127 円台までユーロ安が進んだ。その後、日銀の追加緩和を受けて 130 円台に一旦戻ったが、その効果は一時的・限定的で、逆に欧州中央銀行 (ECB) で追加緩和観測が強まると 120 円台前半までユーロ安が進んだ。なお、3 月には ECB が追加緩和を決定したが、緩和打ち止め感が醸成されたこともあり、その後は 120 円台前半から半ばでの展開が続いている。先行きは、欧州がテロや移民問題などを抱えていること、加えて EU 離脱の是非を問う英国の国民投票 (6 月 23 日) を巡って様々な思惑が浮上する可能性もあり、ユーロ安方向に振れる場面もあるだろう。

(16.5.25 現在)

