

## 「総括的検証」を巡って憶測が飛び交う債券市場

～政府と日本銀行の追加対策で国内景気は持ち直しへ～

南 武志

### 要旨

2016年4～6月期はほぼゼロ成長であったが、閏年効果で嵩上げされた1～3月期と均せば年率1%程度となるなど、決して悪くはない。世界経済の低成長が長引いていることや年初来の円高進行などで、企業設備投資や輸出が弱含むなど、不安を抱えていることも確かであるが、一方で景況感の悪化に歯止めがかかり、雇用改善を受けて家計所得も増加していることは今後の景気展開にとっては好材料である。

なお、政府は参院選での連立与党の勝利を受けて、大型の経済対策を取りまとめたほか、同時に日本銀行も7月の金融政策決定会合でETFの年間買入れ額を倍増することを柱とする追加緩和策を決定した。この政府・日銀によるポリシー・ミックスにより、17年入り後には成長率の押上げが見られるだろう。なお、日銀は次回9月会合においてこれまでの緩和策の総括的検証をする方針を示したことで、その意味する内容を巡って債券市場を中心に憶測が飛び交っており、1月末以降急低下した長期金利は水準を切り上げた。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2016年			2017年		
	8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 (%)	-0.047	-0.1～0.0	-0.2～0.0	-0.2～0.0	-0.2～0.0	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0580	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06	
国債利回り	10年債 (%)	-0.080	-0.20～0.00	-0.30～-0.05	-0.35～-0.05	-0.35～-0.05
	5年債 (%)	-0.170	-0.30～-0.10	-0.40～-0.15	-0.45～-0.15	-0.45～-0.15
為替レート	対ドル (円/ドル)	100.3	95～110	95～110	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	113.3	105～130	105～130	105～130	105～130
日経平均株価 (円)	16,544	16,750±1,500	16,750±1,500	17,250±1,500	17,500±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2016年8月24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: 目先の下振れリスクは後退

年初に一段と下落した原油価格などによって意識された世界経済の失速懸念は、その後、英国のEU離脱(ブレグジット)問題といった新たな下振れリスクの登場もあったものの、足元では沈静化している。全般的に先進国経済は緩やかとはいえ、回復基調をたどっている半面、新興・資源国経済には弱さが残るなど、これまでの基調に大きな変化は見られない。

さて、世界経済のリスクとして注目が続く原油価格については、2月中旬以降持ち直しに転じ、6月上旬に一時50ドル/バレル台を回復した後は、概ね40ドル台での推移が続いている。一部産油国での生産障害が残っていること、インド・中国からの需要の堅調さ、さらには9月のOPEC(石油輸出国機構)の臨時会合で増産凍結に向けた協議が再開するとの期待感が相場を底堅くしている面もあるが、

生産障害の解消や北米シェールオイルのリグ再稼働などを考慮すると価格上昇テンポは緩やかである可能性もある。

米連邦準備制度 (FRB) が年内に追加利上げを決断するかどうかにも注目が集まっている。先般公表された前回 7 月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) の議事要旨によれば、複数の地区連銀

総裁が利上げに賛意を示したことが見て取れるが、最近では中間派とされるフィッシャーFRB 副議長は雇用・物価が FRB の掲げる目標に近づいていることを示したほか、ハト派とされるダドリーNY 連銀総裁も 9 月利上げの可能性を示唆する発言をするなど、利上げに向けた地均しが始まったと受け止める向きもある。この利上げが新興国からの資金流出や債務懸念を再燃させることにつながらないのか、注意が必要である。

また、構造調整を進める中国経済は足元弱い動きが散見されている。しかし、来年開催予定の共産党大会を前に、各種のテコ入れ策が打たれる可能性が高く、

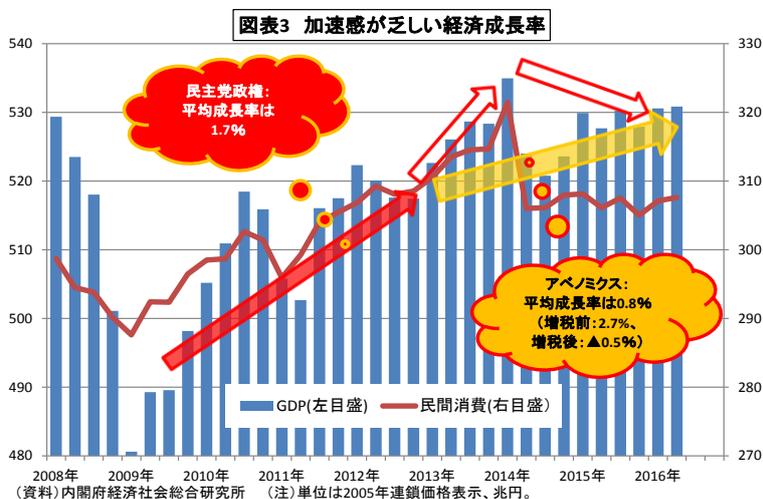


年末にかけては景気がやや持ち直すとの見方は少なくない。

### 大規模な経済対策が策定

国内に目を向けると、参院選での連立与党の大勝により、アベノミクス路線の継続が決まったが、目標とする「名目 3%、実質 2%の経済成長、2%の物価上昇」の達成には程遠い状況となっている。実際、この 1 年半あまりの実質成長率や物価上昇率はほぼゼロという有り様である。アベノミクス始動前と比較すれば雇用改善などが図られたものの、現状は成長のモメンタムが失われている。

こうした中、政府は 17 年 4 月に予定し



ていた消費税率 10%への引上げをさらに 2 年半先送りする決断を下すとともに、事業規模 28.1 兆円にも上る経済対策を策定、「デフレ脱却」や「成長促進」に向けた動きを復活させようとしている。9 月召集の臨時国会では、この経済対策を盛り込んだ第 2 次補正予算案の審議が予定されているが、8

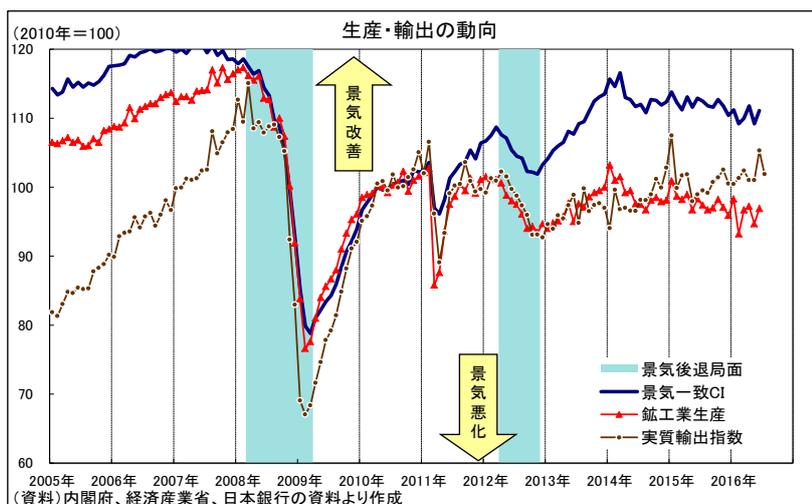
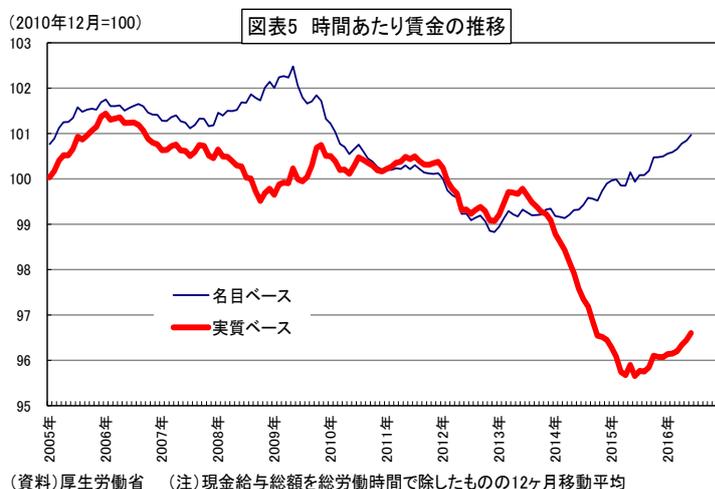
月 24 日に閣議決定された補正予算案には 3 兆 9,871 億円の経済対策が盛り込まれた(補正予算規模は国債費の減額や予備費取り崩しなどの歳出の減額もあり 3 兆 2,869 億円)。なお、この数年は前年度剰余金や税収上振れを活用することで、国債追加発行に依存しない補正予算編成が可能であったが、今回は前年度剰余金を 2,525 億円受け入れただけでとどまり、建設国債を 2 兆 7,500 億円追加発行することに踏み切らざるを得なかった。

内閣府では経済対策による GDP 押し上げ効果は 1.3%としているが、人手不足・資材値上がりなどに直面する建設業界が担うインフラ整備が事業の柱であるため、その効果が一部目減りする可能性もあるほか、受注残もそれなりに水準が高いことから、効果が出るまでにはある程度時間がかかるとみられる。

内閣府では経済対策による GDP 押し上げ効果は 1.3%としているが、人手不足・資材値上がりなどに直面する建設業界が担うインフラ整備が事業の柱であるため、その効果が一部目減りする可能性もあるほか、受注残もそれなりに水準が高いことから、効果が出るまでにはある程度時間がかかるとみられる。

## 国内景気:現状と展望

さて、国内景気は依然足踏みが続いて



いるように見えるが、一方でそこからの脱出を画策する動きも散見されつつある。4～6 月期の経済成長率は前期比年率 0.2%と、ほぼゼロ成長にとどまったが、閏年効果で嵩上げされた 1～3 月期と均せば年率 1%前後と潜在成長率(同 0%台半ばと想定)を上回る成長となるなど、数字的に決して悪くはなかった。ただし、円高進行や低成長状態に陥っている内外経済の影響から民間設備投資や輸出が減少するなど、先行き不安を残す内容でもあったことは否定できない。

GDP 以外の経済指標を眺めてみても、多くはまだ足踏み気味であるが、一部に持ち直しも見られる。例えば、悪化傾向が続いていた企業・家計の景況感もよう

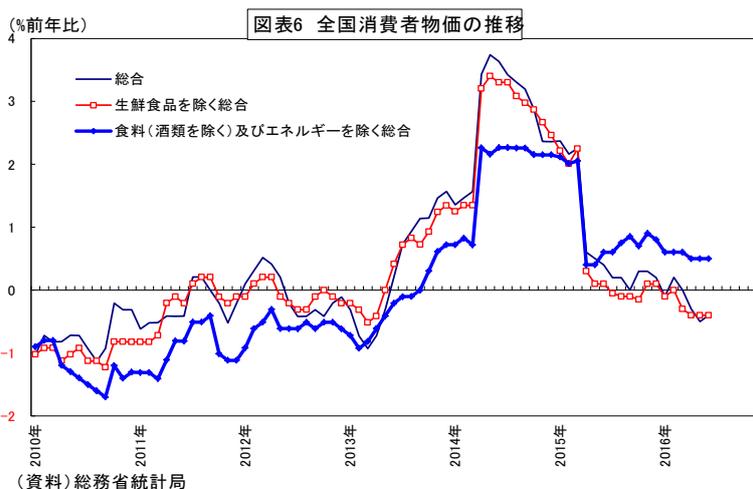
やく改善に向かっている。7 月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断 DI は家計動向、企業動向ともに 4 ヶ月ぶりに改善している。また、8 月の製造業購買担当者指数 (PMI) も 49.6 と判断基準となる 50 を 7 ヶ月連続で下回っているが、4 ヶ月連続で改善し、50 に接近してきた。さらに失業率 (6 月 : 3.1%) や有

効求人倍率(同:1.37倍)は一段と労働需給が引き締まっていることを示す数字となり、毎月勤労統計から計算される時間当たり賃金(同:前年比1.6%)も徐々に上昇率を高めるなど、家計の所得改善も進んでいる。

先行きの景気動向については、しばらくは海外経済の低成長状態が続くことや1ドル=100円近くの円高状態が続いていることもあり、輸出や企業設備投資の増勢が強まることはあまり期待できない。景気回復感の乏しい展開が続くと予想する。しかし、上述のように家計の所得環境は改善傾向にあるため、徐々に消費持ち直しにつながっていくことが期待されるほか、17年入り後には大型経済対策の効果がじわりと浸み出してくると思われ、成長押上げに貢献するだろう(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

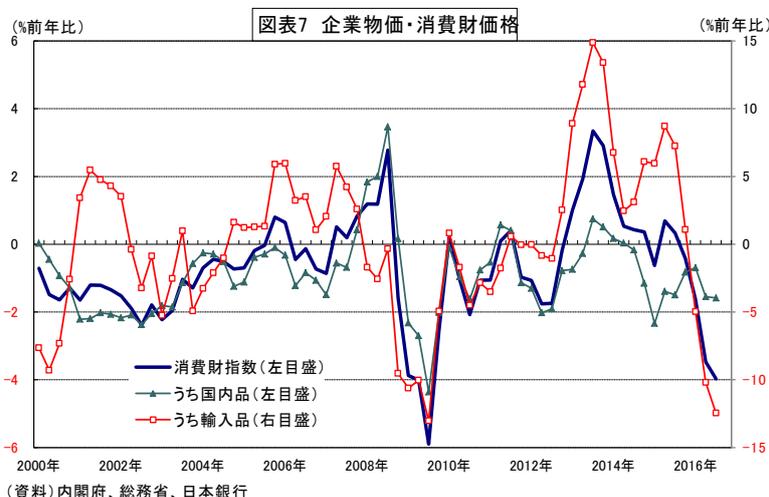
エネルギーの大幅下落により、14年秋



以降の消費者物価は押下げられてきたが、最近はその影響がやや弱まっている。一方で、年初来の円高進行によって輸入品価格が下落率を拡大させており、それが消費物価を下押ししつつある。

6月の全国消費者物価によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合(全国コア)」は前年比▲0.4%と4ヶ月連続の下落で、「量的・質的金融緩和(QQE1)」が導入された13年4月前後の水準まで戻った。ただし、「食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合(全国コアコア)」は同0.5%、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)」は同0.7%と、いずれも前年比プラスを維持するなど、一定の物価上昇圧力は保ってはいるが、状況は依然厳しい。

先行きについては、原油安要因(物価押下げ)が徐々に小さくなる半面、円高要因(物価押下げ)が逆に強まっていくため、物価全体としてはさほど上昇率が高まらない可能性が高い。年末までには全国コアは前年比プラスに転じ、その後は小幅な



プラス状態となるが、前年比 2%の達成はなかなか見通せないだろう。

なお、7月分の全国消費者物価指数から、従来の2010年基準から15年基準に切り替えられる。総務省統計局の資料によれば、過去の基準改定と両基準間での前年比の違いは小さい（ほぼゼロ）ことから、金融政策への影響は軽微だろう。

### 金融政策：評価と見通し

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入から半年が経過、その間、金利水準は大幅に低下し、かつイールドカーブのフラット化も進行したが、為替レートはほぼ一貫して円高方向に進むなど、経済・物価への下押し圧力が懸念されていた。また、原油安の影響が大きいとはいえ、消費者物価が下落状態を続けるなど、一連の異次元緩和を開始する以前に後戻りしたような状況となるなど、金融政策の限界論が強まる半面、ヘリコプター・マネー政策などの別次元の緩和策を期待する意見も浮上するなど、この数ヶ

図表8 マネタリーベースの目標とバランスシートの見通し

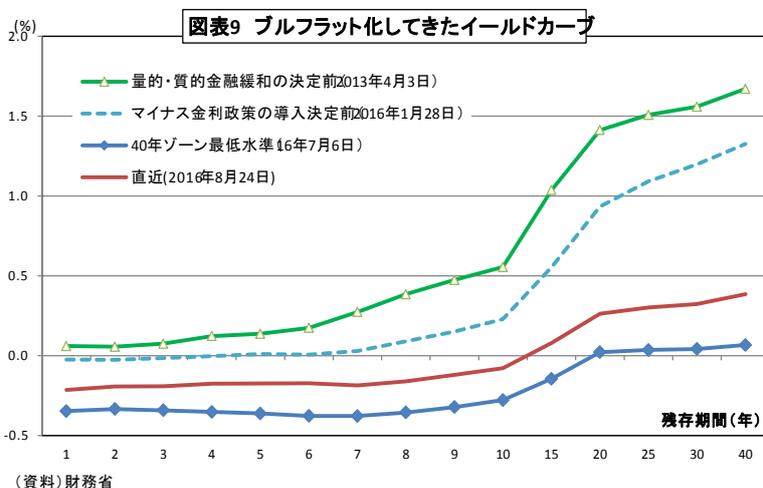
	(兆円)					今後の年
	2012年末 (実績)	13年末 (実績)	14年末 (実績)	15年末 (実績)	16年7月末 (実績)	増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	404	+約80兆円
(バランスシート項目の内訳)						
長期国債	89	142	202	282	332	+約80兆円
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	8.7	+約6兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.32	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	33	-
その他も資産計	158	224	300	383	443	
銀行券	87	90	93	98	96	
当座預金	47	107	178	253	303	
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	443	

(資料)日本銀行 (注)長期国債の平均買入れ期間は7~12年程度。

月は金融政策を巡る思惑が交錯していた。しかし、日本銀行は1月にマイナス金利政策を導入して以降はその効果を慎重に見極める姿勢を続けており、金融政策決定会合の度に追加緩和の可能性を織り込む金融市場は、「現状維持」との発表直後に株安・円高が進むなど、市場が大きく揺れ動く場面が散見された。

こうした中で開催された7月28~29日の金融政策決定会合でも、事前にヘリコプター・マネー政策の可能性が取り沙汰されるなど、市場は追加緩和を強く意識していた。また、参院選において、消去法的ではあるがアベノミクス路線の継続という民意を得た政府がデフレ脱却に向けた大型経済対策を取りまとめるという

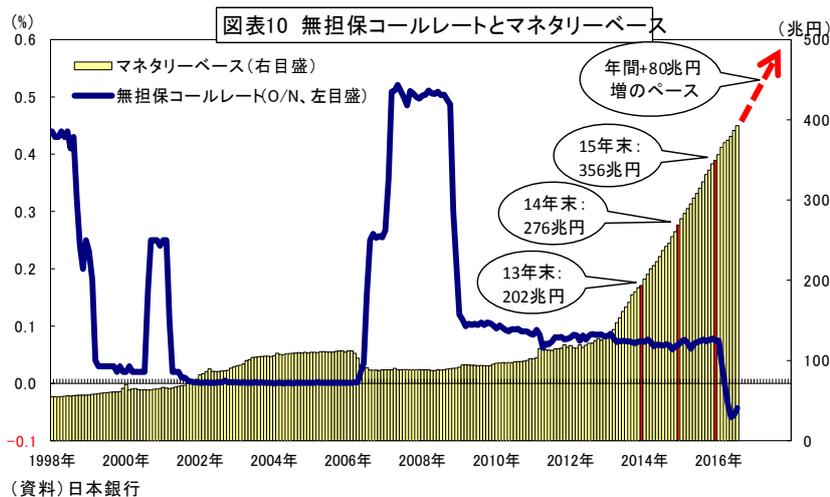
タイミングだったこともあり、それとの一体感を伴わせるため日銀は何かしら「お付き合い」をする、との見方も強かった。このように「外堀」を埋められた感の強い日銀は、①ETF買入れ額の増額(年間3.3兆円→同6兆円)、②企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定



のための措置(成長支援資金供給・米ドル特則の拡大、米ドル資金供給オペの担保となる国債の貸付制度の新設)を決定した。今回の措置により、政府の大型経済対策との相乗効果が発揮されるとの認識を示している。

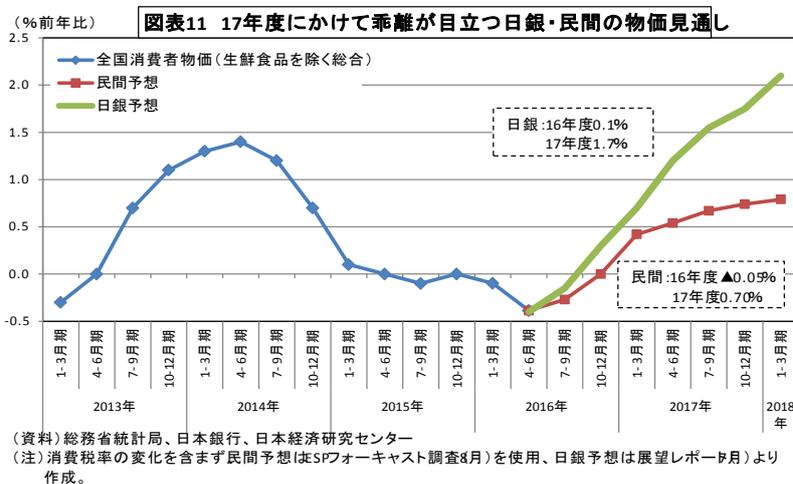
さて、今後の金融政策運営については、上述の通り、消費者物価が前年比2%の物価安定目標の達成を見通せる状況にはないことから、今後も一段の追加緩和があるとの観測は今なお根強い。一方で、7月の金融政策決定会合後に、次回9月の会合でこれまでの緩和策の総括的検証を行う方針が示されたことから、それが示唆する今後の政策運営を巡って市場の憶測が交錯し、イールドカーブ全体が大きく上昇している。

さて、総括的検証の意味するものについてであるが、基本的には黒田総裁や岩田副総裁らが述べたように、2%の物価安定目標を早期達成するために何が必要か、という観点からの検証であるとみるのが



順当だが、これまでの緩和策をどう評価するかがポイントの一つになる。しかし、マイナス金利政策の導入を決定して以降、日銀は必要な場合には「量」・「質」・「金利」の3つの次元で追加策を講じると明言し続けてきた手前、現行の緩和策は有効との前向きな評価をする可能性は高いだろう。実際、15年5月に公表された「量的・質的金融緩和」:2年間の効果の検証」(日銀レビュー2015-J-8)というレポートでは、量的・質的金融緩和は実質金利を▲1%ポイント弱押し下げ、経済・物価は事前に想定したメカニズムに沿った動きを示している、と評価している。今回の総括的検証においても、各方面からの評判が悪いマイナス金利政策をあえて前向きに評価することで、先行きマイナス金利政策を強化していくための布石を打つ可能性があるだろう。

先行き、マイナス金利を深掘りしていくにあたっては、いくつかの問題点を解決する必要もある。例えば、相性の悪さが指摘される



マネタリー・ベース目標を存続し続けるべきか、先行き増加が想定される民間部門の現金需要にどう対処すべきか、さらにはマイナス金利政策によってフラット化したイールドカーブが金融機関の収益・経営や金融仲介機能などに与える影響をどうみるか、などが挙げられる。9月の総括的検証でこれらの問題点にすべて道筋をつけることは困難であろうが、これを機にいよいよマイナス金利の深掘りが着手されていくと思われる。

## 金融市場:現状・見通し・注目点

ブレグジット決定直後、内外金融市場は大きく動揺し、円高・株安・金利低下が進行した。しかし、その後は米国経済指標の堅調さやブレグジットを巡る不安感の緩和などで、米国株式市場が活況となるなどリスクオンの流れが出始めている。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

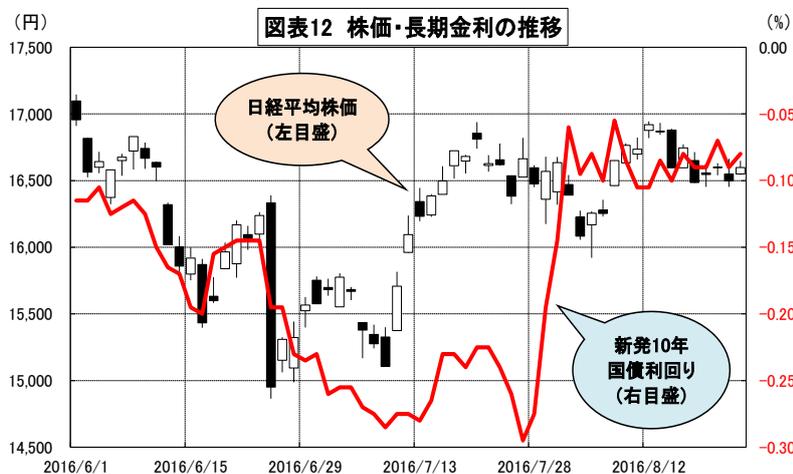
「量的・質的金融緩和」の下、日銀は毎月11兆円台のペース(=年間の国債市中消化額(16年度当初ペースで152兆円)に迫る規模)での国債買入れを行っていることもあり、長期金利は低下傾向をたどっている。加えて、日銀がマイナス金利政策の導入を決定して以降、金利水準は低下傾向をたどっており、長期金利の指標である新発10年物国債利回りは2月中旬にマイナス圏に突入、7月上旬には一時▲0.3%まで低下した。その後も7月末の金融政

策決定会合を控えて追加緩和の可能性を織り込む動きが続いたが、追加緩和の内容が「質」の拡充を柱とするものであり、かつ9月会合で実施を明言した「総括的検証」の意味するところを巡って市場の憶測を呼び、8月に入り長期金利は▲0.10～▲0.05%あたりまで水準を高めた。

先行きについては、大型経済対策で国債が追加発行されるとはいえ、日銀による強力な金融緩和策は当面継続されるほか、日銀総裁らが「総括的検証」は緩和と縮小につながらないと言及したこと、さらに年内は国内経済・物価の低調さが続く見込みであることから、長期金利は再び低下圧力を強めていくと予想する。

### ② 株式市場

6月初旬にかけて、米国の早期利上げ観測を背景に円安傾向が強まったことが好感され、日経平均株価は一旦17,000円を回復した。しかし、その直後の5月の米雇用統計が弱い内容だったことに加え、英国民投票を控えてリスクオフが強まったことから、株価は調整色を強めた。ブレグジット決定直後には一時4ヶ月ぶりの15,000円割れの年初来安値(ザラ場ベース)を更新する場面もあったが、7月中旬以降は米国経済の堅調さや大型経済



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

対策などへの期待から、再び株価は持ち直しを見せた。過去最高値を更新する米国の株価指数やETF買入れ額の倍増を決定した日銀の追加緩和を好感し、株価は17,000円近くまで戻す場面もあったが、円高懸念も根強く、その後は頭打ち気味の展開となっている。

世界経済の下振れリスクが根強い中、今後とも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と思われる。そのため、一本調子での上昇は見込みがたく、しばらくは上値が重い展開が続くとみる。ただし、米利上げが意識され円高圧力から多少なりとも解放され、かつ経済対策の効果が浸み出してくれば持ち直し基調が強まるだろう。

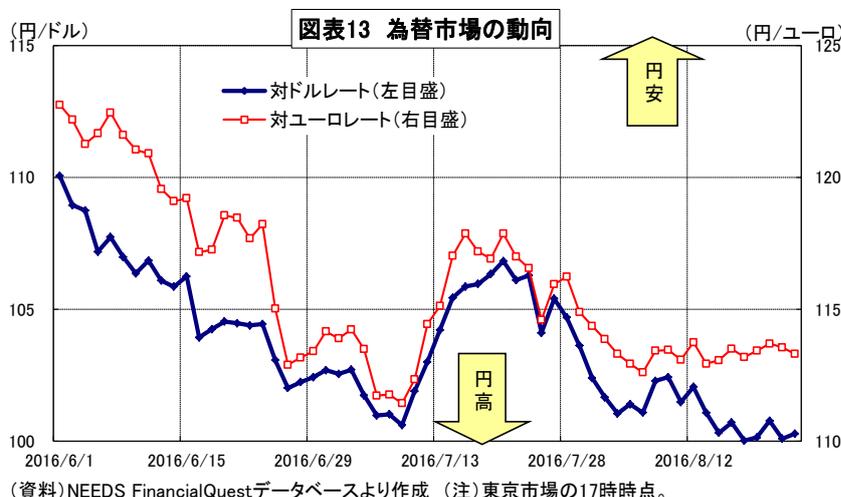
### ③ 外国為替市場

15年を通じて概ね1ドル=120円前後で推移してきた対ドルレートであったが、16年入り直後に世界経済の失速懸念が意識され、為替レートには円高圧力がかかり始めた。その後、その失速懸念は後退したが、同時に米国の利上げペースも緩慢なものに下方修正されたことから、円高圧力はなかなか払拭できずにいる。6月にはブレグジットの可能性が意識される中で円高が進行、ブレグジットが決定

した直後には一時2年7ヶ月ぶりに100円台を割り込んだ。その後、6月の米雇用統計が良好な内容となり、かつ政府の大型経済対策や日銀の追加緩和（特にマイナス金利の深掘り）に対する期待感が強まる中、為替レートは一旦100円台後半まで円安方向に戻した。しかし、日銀の追加緩和発表後には、その内容が失望を生み、再び円高圧力が高まったほか、期待外れの米経済指標の発表を受けて、米国の早期利上げ観測が後退したから、8月中旬以降は100円前後で推移している。

国内では依然として追加緩和策への期待が根強い一方、米国は非常に緩やかとはいえ利上げする方向にあるなど、日米の金融政策は方向性が真逆であり、それ自体は円安要因であるといえる。なお、世界経済の下振れリスクは後退したとはいえ、消滅したわけではなく、リスクオフに振れる場面では円高圧力が再び高まるだろう。ただし、米国内で利上げが現実味を帯びれば円安が多少は進行するものとみられる。

また、対ユーロレートでも年初来、円高が進行した。6月にはブレグジットが意識されて英ポンドが急落、それにつられてユーロ安も進行し、国民投票後には



一時的ながらも110円台を3年半ぶりに割った。その後は対ドルレートと同様、円安方向に一旦戻ったが、直近は再び110円台前半で推移しているが、しばらくは円高圧力が強い状況が続くだろう。

(16. 8. 24 現在)