

低調さは残るものの、薄日も差し始めた国内景気

～ 日本銀行はターゲットの軸足を「量」から「金利」へ移行 ～

南 武志

要旨

1 ヶ月半にわたって金融市場の大きな関心事であった日本銀行による「総括的検証」の結果、金融政策運営の新たな枠組みとして「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入が決定された。先行き、円高が過度に進行するなど、経済・物価のモメンタムが失われそうになった場合、短期政策金利のマイナス幅拡大などが検討される可能性がある。

さて、国内景気は消費税増税後の落ち込みからなかなか立ち直れずにいたが、最近では消費に持ち直しの兆しも見え始めたほか、年初にかけて調整した民間設備投資も回復の動きが見て取れる。ただし、世界経済全体の低成長・低インフレが長期化する様相のなか、輸出が増勢を強めていく姿は想定できず、かつ円高圧力も根強いことから、今しばらくは景気回復感の乏しい展開が続くだろう。しかし、家計所得の増加を受けて、今後とも民間消費の持ち直しが続くと思われ、大型経済対策の効果が出てくる年度末にかけて国内景気は徐々に回復が進むと予想する。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目	2016年		2017年		
	9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.050	-0.2 ~ 0.0	-0.2 ~ 0.0	-0.2 ~ 0.0	-0.2 ~ 0.0
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0560	0.00 ~ 0.06	0.00 ~ 0.06	0.00 ~ 0.06	0.00 ~ 0.06
国債利回り	10年債 (%)	-0.060	-0.10 ~ 0.10	-0.15 ~ 0.10	-0.15 ~ 0.10
	5年債 (%)	-0.195	-0.25 ~ -0.05	-0.30 ~ -0.10	-0.30 ~ -0.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	100.6	95 ~ 110	100 ~ 115	100 ~ 115
	対ユーロ (円/ユーロ)	113.0	105 ~ 125	105 ~ 125	105 ~ 125
日経平均株価 (円)	16,544	17,000 ± 1,000	17,250 ± 1,500	17,500 ± 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9月26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。

世界経済：低成長・低インフレ状態は長期化の様相

経済協力開発機構(OECD)は2016年入り後の世界貿易の収縮や金融リスクの高まりが世界経済の停滞につながるとの見方から、6月に公表した世界経済の成長率見通しを小幅ながらも引き下げた。OECDは、低金利やマイナス金利による借入コストの低下で享受できる財政余地を用いて、人的資本やインフラ整備など質の高い投資を積極化させるほか、構造改革を推進して、金融政策への過度の依存を減らすべきと提言している。

なお、年初に見られたような世界経済の失速懸念は最近では沈静化しているが、低成長・低インフレ状態から抜け出せずに金融

政策の正常化がなかなか進まない米国経済、英国の EU 離脱（BREXIT）問題を抱える欧州経済、痛みの伴う構造改革を進めざるを得ない中国経済など、下振れリスクは払拭できずにいる。

原油価格：上値が重い展開

さて、代表的な下振れリスクの一つである原油価格については、2月中旬以降は持ち直しに転じ、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。27～28日にアルジェで開催するOPEC加盟国とロシアとの会合で懸案だった生産枠調整が進展すると期待する向きもあるが、イラン・イラクの増産意欲が依然強いこともあり、合意形成までには至らない可能性は濃厚だ。しかし、最大輸出国のサウジアラビアは、11月のOPEC総会に向けて、石油市場の安定化に取り組む意向を示しており、その動向が注目される。なお、一部産油国での生産障害が残っていることやインド・中国からの需要の堅調さは原油価格の押上げ要因ではあるが、将来的な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、今後の価格上昇のテンポは非常に緩やかと想定される。



米利上げ：後ずれかつペースも一段と緩慢に

また、米連邦準備制度（FRB）がいつ追加利上げを決断するかにも引き続き注目が集まっている。イエレン FRB 議長は 8 月のジャクソンホールでの講演で、利上げの条件が整いつつあることを示していたが、8 月の雇用統計がやや期待外れだったほか、物価上

**日本銀行：緩和強化
に向けた新たな枠
組みを導入**

昇圧力も鈍いままだったこともあり、9月の連邦公開市場委員会（FOMC）では追加利上げを見送った。FRBの想定通りに経済が改善していることを裏付ける証拠がまだ足りないとのことであるが、これに従って先々の政策金利（FFレート）の予想も下方修正を余儀なくされている。内外の金融市場では、ドル還流や債務懸念などの新興国リスクの顕在化が避けられたことなども含め、こうした判断を好感する向きもあるが、裏返せば米国経済はまだ利上げへの耐性が十分ではない可能性を示唆している。

一方、日本銀行は今後の金融緩和の強化に向けて新たな政策運営の枠組みの導入を決定した。「量的・質的金融緩和（QQE）」の導入から3年半、さらに「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入から7ヶ月が経過、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。QQEの導入当初は、為替レートの円安進行や株高などを促すなど、日本経済の先行き回復期待を高めることに貢献した。加えて、日銀が2%の物価上昇を実現するまでは徹底的に緩和策を続ける意欲を見せたことで、根雪のようなデフレイマインドを融解させるなど、予想物価上昇率の引上げにも成功したかに見えた。しかし、14年夏以降の原油安や新興・資源国経済の低迷などを背景に、世界経済の失速リスクが意識され始めると緩和効果は薄れ、16年入り後には為替レートが円高方向に振れ始めた。また、14年4月の消費税増税後に大きく落ち込んだ国内消費がなかなか持ち直しを見せなかったことも加え、物価上昇率は再び下落に転じ、その影響もあり、予想物価上昇率も鈍化が進んでいた。

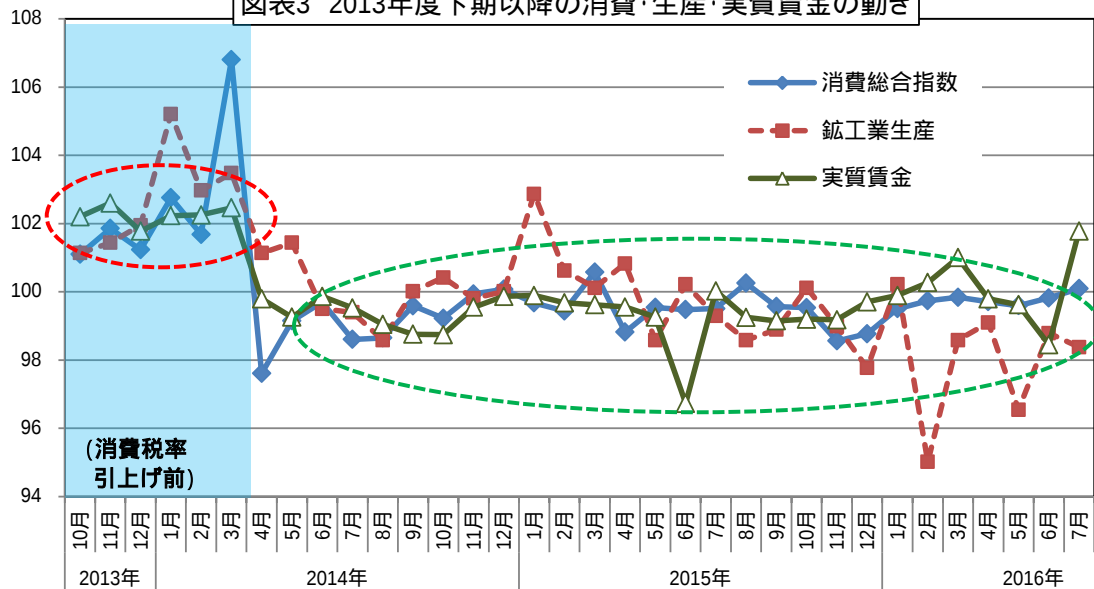
こうした中、7月に開催された金融政策決定会合ではETFの年間買入れ額の倍増などを中心に、政府が取りまとめ作業中にあった大型経済対策との相乗効果を狙った追加緩和を決定した。同時に、これまでの金融緩和策に関する総括的な検証を行うことを表明したが、それ意味するものを巡って金融市場では憶測が交錯するなど、大きな関心を集めた。その9月の金融政策決定会合では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入が決定された。

**国内景気：薄日
が差し始めた**

さて、国内経済に目を転じると、停滞感は依然残るものの、薄日が差し込みつつあるようにも見受けられる。世界経済・貿易の低迷を受けて、輸出やそれに関連した生産も低調だが、消費税増

税後に大きく落ち込んだ状態が続いていた民間消費に持ち直しの兆しがあるほか、年前半にかけて調整した民間設備投資にも回復の動きが見られる。

図表3 2013年度下期以降の消費・生産・実質賃金の動き



(資料)内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計より農林中金総合研究所作成
(注)2013年10月～直近=100。

企業の景況感は回復へ

また、企業の景況感にも改善の動きが見て取れる。7～9月期の法人企業景気予測調査によれば、代表的な大企業製造業の景況感は4期ぶりに改善、3期ぶりの「上昇」超となった。また、同統計での16年度設備投資計画調査では、下期へ先送りする動きも散見されたものの、全体として上方修正されている（全産業ベース（ソフトウェア投資を含む、土地購入額を除く）で前年度比4.9%）さらに、8月の景気ウォッチャー調査からも企業部門は現状・先行きとも2ヶ月連続での改善であった。

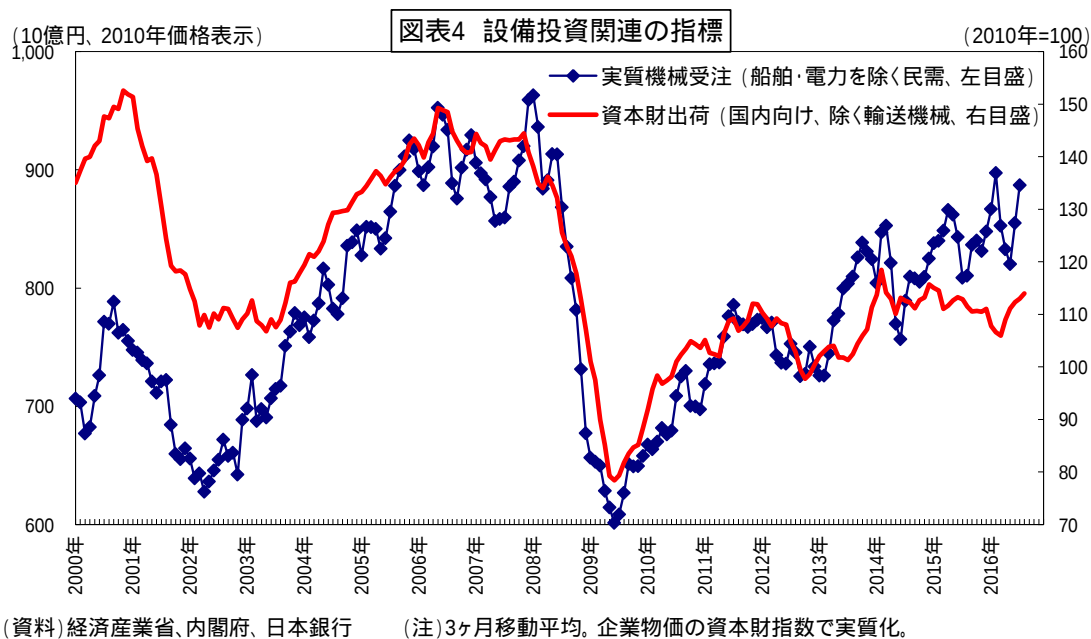
家計所得も改善

家計部門については、雇用環境の改善もあり、所得増が続いている。8月の毎月勤労統計によれば、夏季賞与の堅調さなどから賃金は前年比1.8%と高い伸びとなっている。依然低調な所定外労働時間の減少が底入れすれば、賃金上昇の底堅さが増し、消費の下支えに貢献するだろう。

景気の先行き：当面は回復感乏しいが、年明け以降は徐々に改善へ

なお、先行きの景気動向については、海外経済の低成長状態が長引いていることや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っていくことはあまり期待できず、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

に消費持ち直しが進むことが期待される。さらに、17 年入り後には秋の臨時国会で成立が見込まれる第 2 次補正予算案に盛り込まれた経済対策の効果がじわりと浸み出してくると思われ、景況感の改善が明確となるだろう（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）。



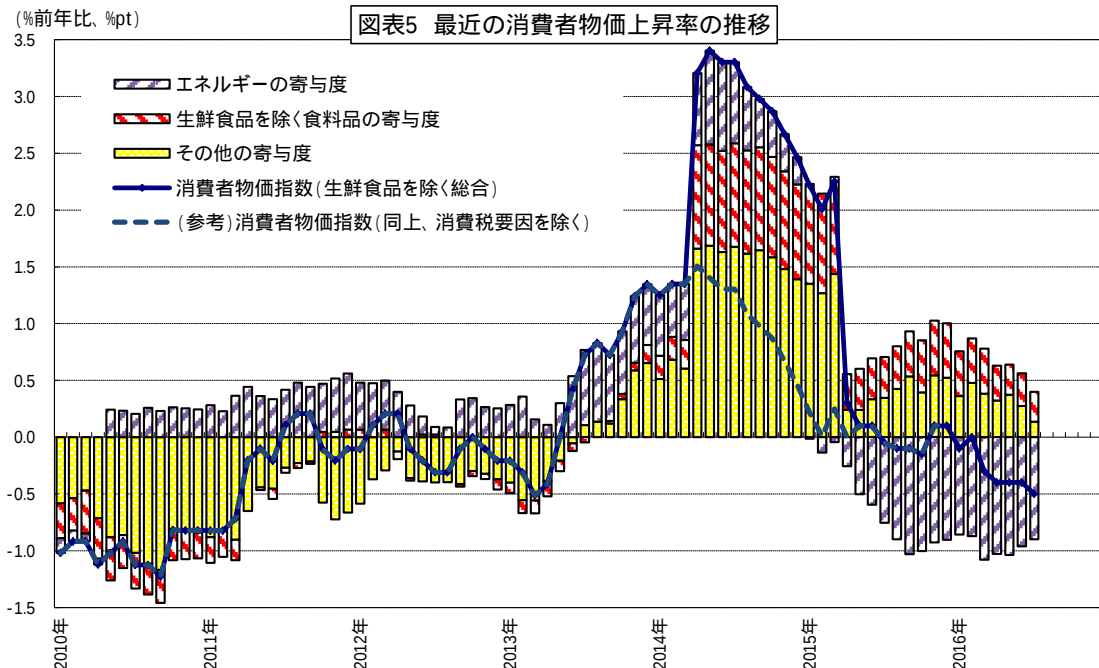
物価動向：年内は下落継続

エネルギーは引き続き物価押下げの主因であるが、最近はその影響が弱まってきた。半面、年初来の円高進行が輸入品価格の下落を通じて、物価押下げに働き始めている。

7 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 ▲0.5%と 5 ヶ月連続の下落で、下落率は徐々に拡大しつつある。一方、「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 0.3%、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 0.5%と、いずれも前年比プラスを維持してはいるが、いずれもこの 1 年間は鈍化傾向にある。日銀は「物価の基調」は改善していると繰り返してきたが、状況はかなり厳しくなっている。

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・年初あたり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、17 年度内でもせいぜい 1%程度までしか上

昇率が高まらないだろう。物価安定目標である前年比 2%の達成は見通せる状況にはない。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

金融政策：操作 目標を「金利」 へ変更

前述の通り、日銀は9月20～21日に開催した金融政策決定会合で、これまで3年半にわたり実施してきた金融緩和政策について総括的な検証を行い、それを踏まえた「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という、今後の緩和強化のための新しい枠組みの導入を決定した。

実質金利低下は 有効と総括

注目の「総括的な検証」については、この3年の経済・物価動向と政策効果、マイナス金利政策の効果と影響、という観点から検証を行っている。結論的には、実質金利の押下げは経済・物価にかなりのプラス効果をもたらしたが、「物価安定の目標」は未だに達成できておらず、足元の物価変動率に強く影響を受ける予想物価上昇率を高めていくための強力な仕掛けが必要であること、また、実質金利を自然利子率以下にする上で国債買入れとともにマイナス金利政策は有効であるが、イールドカーブの形状の経済への影響にも配慮する必要がある（例えば、短中期ゾーンの効果が相対的に大きい、カーブの過度な低下や平坦化には悪影響もありうる等）こと、を指摘しており、それが今回の新たな枠組みの導入につながっている。この新たな枠組みについて、日銀は、長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」、消費者

物価上昇率の実績値が安定的に 2%の「物価安定の目標」を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」、と整理している。

以下、新しい枠組みについて概説すると、「イールドカーブ・コントロール」については、短期政策金利（日銀当座預金のうち政策金利残高に適用する金利）は現状通り▲0.1%とし、新たに長期金利ターゲットを設定、10年物国債利回りが概ね現状（ゼロ%）程度で推移するよう、長期国債買入れを行うこととした。その際、保有残高の年間増加額は現状の 80 兆円をめどとしつつ、上述の金利操作方針を実現できるよう弾力的に運営、買入対象は引き続き幅広い銘柄とするが、平均残存期間の定め廃止（従来は 7～12 年程度）することとなった。さらに、長短金利操作のための新型オペ（指値オペ）を導入するほか、固定金利の資金供給オペの期間を 10 年に延長（現在は 1 年）した。

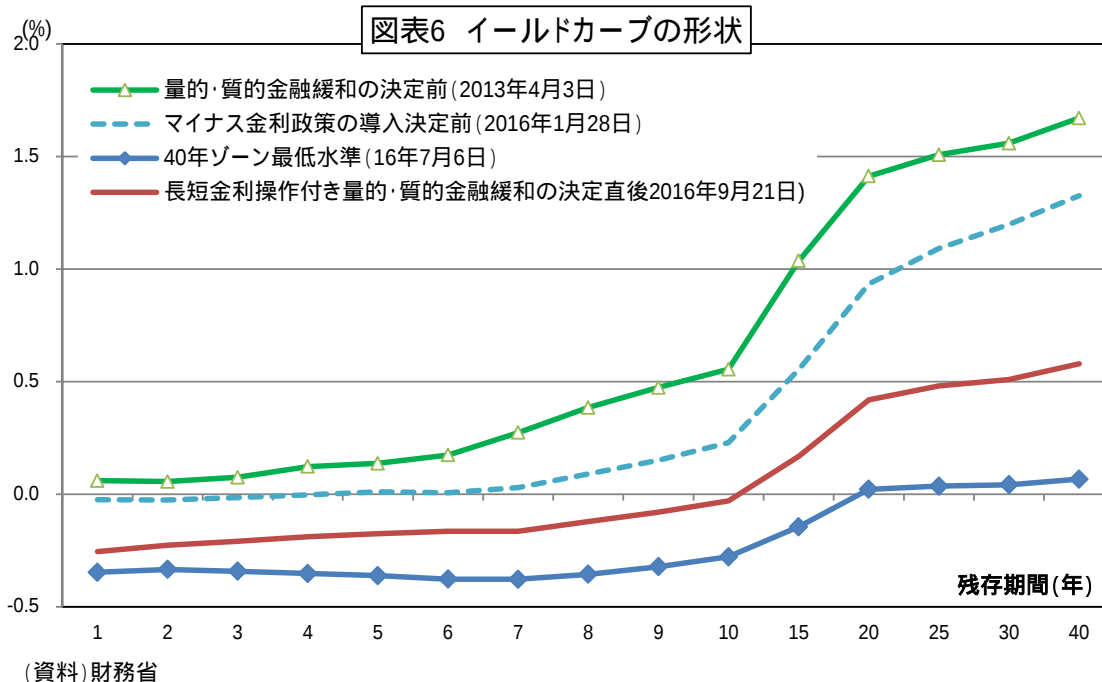
次に、資産買入れ方針については、ETF、J-REIT については保有残高がそれぞれ年間約 6 兆円、同 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを実施、CP 等、社債等についてはそれぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高維持、としており、基本的に量の面では現状維持である。なお、ETF 買入れについては銘柄別の買入れ限度を見直した。

また、新たに導入された「オーバーシュート型コミットメント」については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点までマネタリーベース拡大方針を継続する、というもので、日本の予想物価上昇率が適合的期待に依存する面が大きいことを踏まえての修正である。こうしたなか、従来、年間 80 兆円増としていたマネタリーベース・ターゲットは明示せず、単に拡大方針だけを示す格好になった。

日銀では、この新たな枠組みの下での今後の追加緩和の手段としては、短期政策金利の引き下げ、長期金利操作目標の引き下げ、資産買入れの拡大、であり、状況に応じてマネタリーベース拡大ペースの加速、もありうると説明している。

さて、今回の枠組み変更は、イールドカーブの平坦化が金融仲介機能の不全につながる可能性を意識し、カーブの形状を日銀がコントロールすることを主眼としたものといえる。これにより、経済・物価にどれだけプラス効果が働くかは不明であるが、従来のマイナス金利政策の欠陥をある程度補修し、かつ先行き金利深

掘りを進めていく上では、必要不可欠な対応であったと思われる。



緩和強化に向けての課題は残るが、日銀は金利深掘りを模索すると予想

もちろん、課題はまだ残っている。そもそもイールドカーブのコントロール、特に効果大きいとされる短中期ゾーンのステープ化は日銀オペで可能か、という点である。イールドカーブの平坦化が進んだ背景には、予想物価上昇率の鈍化とマイナス金利政策の強化見通しがあったと思われる。しかし、日本の予想物価上昇率に適合的期待が強く影響しているのであれば、現状の物価下落を踏まえるとイールドカーブを即座に立たせるのはかなり困難である。また、オペのやり方次第では金利が不安定化し、経済・物価に対して悪影響を及ぼす可能性もないわけではないだろう。

加えて、今後想定されるマイナス金利の深掘りにあたり、急増が想定される民間非金融部門の現金需要にどう対処するか、という問題もある。金融機関は口座管理手数料の徴収を開始することも予想されるが、銀行システムからの現金漏出は金融緩和効果を弱めかねない。

また、政策効果についてであるが、昨今の景気低迷や物価低調は、決して金融面での制約で生じたわけではなく、かつ法人企業部門に大幅な資金余剰が発生していることを踏まえれば、企業設備投資にどれだけのプラス効果があるのか、疑問が残る。

さて、今回の枠組み修正が示唆する今後の政策運営については、中短期のイールドカーブを立たせるための「短期政策金利の引き

金 融 市 場 : 現
状・見 通 し・注
目 点

10 年 金 利 は ゼ ロ
近 傍

下げ」が柱になるとみられる。その場合には、中長期国債の買入れ額が調整される可能性もあるだろう。

7月の金融政策決定会合では、ETFの年間買入れ額を倍増させることを柱とする追加緩和が決定されたこともあり、円高と株安とのリンクが弱まった面もある一方で、次回会合で行うとした「総括的検証」の中身を巡って債券市場では様々な憶測が飛び交い、イールドカーブの上昇が見られた。

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。

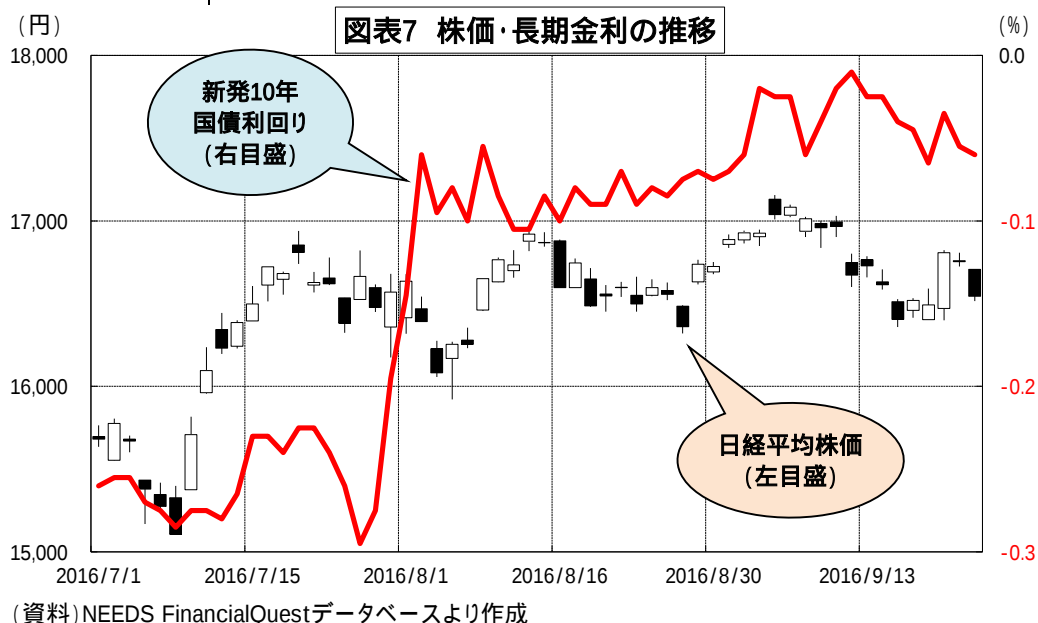
債券市場

「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年度当初ベースで152兆円)に迫る規模)での国債買入れを行ってきたこともあり、13年夏場以降は低金利状態が定着した。加えて、1月にマイナス金利政策の導入を決定してことで金利水準は一段と低下した。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、その後も▲0.2%台で推移した。しかし、7月の金融政策決定会合において、次回会合でこれまでの緩和策について総括的な検証を行うと表明されたことを受け、大量の国債買入れの継続性への懸念が一部で浮上したため、8月に入ると長期金利はマイナス幅を縮小させ、▲0.10～▲0.05%あたりまで水準を高めた。なお、ターゲットを「量」から「金利」への移行し、かつ10年金利をゼロ%前後に誘導することを決定した9月の決定会合後には長期金利は一時0.005%と水面上に浮上したが、その後は再び小幅なマイナス圏で推移している。

先行きについては、金融政策のターゲットであるゼロ%近傍での推移が予想されるが、イールドカーブを立たせるために短期政策金利が近い将来引下げられる可能性があること、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、しばらく長期金利はマイナス気味の展開となると予想する。

なお、日銀による国債保有額の年間増加額80兆円という目標は外されたが、増加額のメドとしては残ることから、仮に短中期ゾーンのイールドカーブを立たせるために中期ゾーンの国債買入れ額を調整することになれば、その一定程度は超長期ゾーンの買入

れ額増額につながる可能性もある。新設された指値オペを含め、今後の日銀オペの動向には十分注意しておきたい。



株式市場

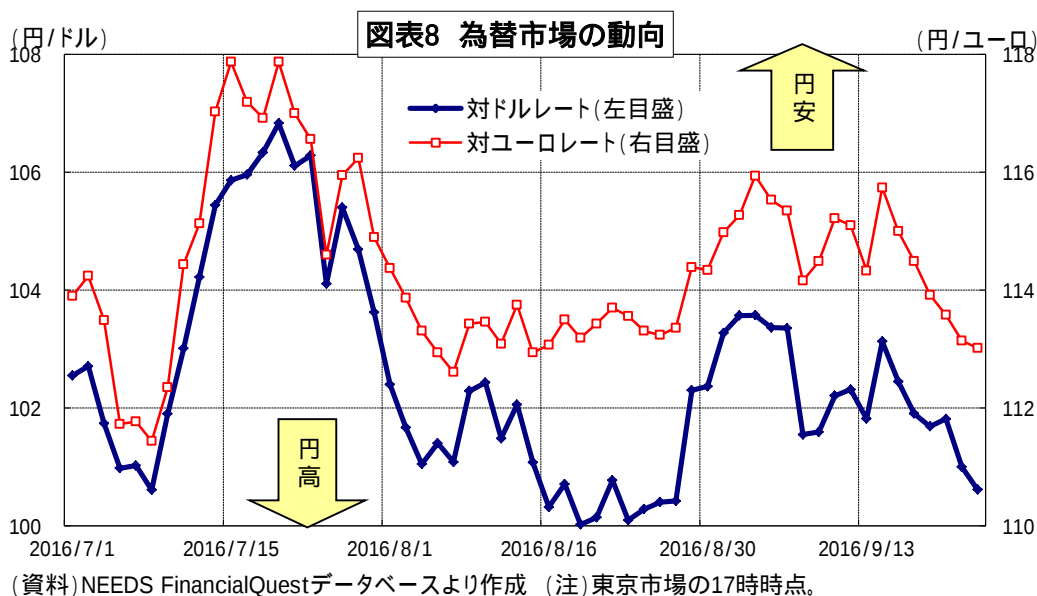
株価の上値は重い

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、6月上旬にかけて日経平均株価は一旦17,000円を回復した。しかし、直後に発表された5月の米雇用統計が弱い内容だったこと、さらに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。BREXITの決定直後には一時4ヶ月ぶりの15,000円割れの年初来安値(ザラ場ベース)を更新するなど、株価は軟調となったが、7月中旬以降は米国経済の堅調さやそれを受けて米国株価が連日のように過去最高値を更新したほか、大型経済対策などへの期待から、再び持ち直した。また、7月末には日銀がETFの年間買入れ額の倍増を決定、円高の株価への影響を一定程度遮断させた。さらに、8月後半以降は、米国の利上げが意識されて為替レートの円高圧力が弱まり、株価は3ヶ月ぶりに17,000円台を回復したが、米国企業マインドの悪化などから再び円高方向に為替レートが振れると、株価も弱含みとなった。直近では9月の金融政策決定会合で、金融機関収益へ配慮する政策枠組みが導入されたこともあり、銀行株を中心に持ち直しも見られるが、実際のところ7月中旬以降は概ね16,000円台でのボックス相場となっている。

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、企業業績見通しが一段と下方修正される可

能性も小さくはない。そのため、しばらくは上値が重い展開が続くとみる。ただし、米利上げが現実味を帯びて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ってくると予想する。

なお、日銀は今回の決定会合で EFT の銘柄別の買入限度を見直した。これまでは 3 指数（TOPIX、日経 225、JPX 日経 400）に連動する ETF を対象に、銘柄毎の時価総額に概ね比例するように設定されていたが、今後は年間買入額 5.7 兆円のうち 3 兆円は従来通りとし、残り 2.7 兆円については TOPIX に連動する ETF を対象に、銘柄毎の時価総額に概ね比例するように買い入れることとした。これにより、高止まりする NT 倍率が修正される可能性があるだろう。



根強い円高圧力

外国為替市場

16 年に入って以降、為替レートには円高圧力がかかり続けている。年初は世界経済の失速懸念が意識され、リスク回避的な円買いが強まった。その後、失速懸念は後退したものの、米国の利上げペースが徐々により緩慢なものへと下方修正されたため、円高圧力は払拭できなかった。また、6 月には BREXIT が意識される中で円高が進行、それが確実なものとなった直後には一時 2 年 7 ヶ月ぶりに 100 円台を割り込んだ。7 月に入ると、米雇用統計の堅調さから米利上げ観測が再び台頭してきたこと、かつ政府の大型経済対策や日銀の追加緩和への期待が強まったことなどで、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、7 月

末の日銀の追加緩和で金利深掘りが見送られたため、失望感から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月下旬にかけては100円前後で推移した。なお、8月下旬にはイエレンFRB議長らが利上げに向けた地均し的な発言をしたことで円安気味に推移したが、その後発表された米経済指標が冴えない内容だったこともあり、9月利上げ観測は後退、円高方向に推移した。

国内では依然として追加緩和策、特にマイナス金利の深掘り予想が根強い一方、米国は年内利上げに向けて模索するなど、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となっているはずである。しかし、世界経済の下振れリスクは払拭されたわけではなく、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、円高が進行してきた。6月にはBREXIT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ており、この2ヶ月は110円台前半から半ばで推移している。とはいえ、イタリアやドイツなどでの銀行危機やBREXIT問題を抱えるユーロ圏経済への警戒もあり、しばらくは円高圧力が強い状況が続くだろう。

(16.9.26 現在)