

原油安や世界経済の低成長リスクに抗う日本銀行

～高まる国際政策協調への期待～

南 武志

要旨

引き続き、世界経済の下振れリスクに対する強い警戒感が強く、内外の金融資本市場は不安定な状態となっている。注目された15年10～12月期のGDPは、消費や輸出等が再び悪化したことを受けて、2四半期ぶりのマイナス成長となるなど、景気停滞感は強い。輸出増が期待できないうえ、今後の国内景気や物価動向の鍵を握るとみられる16年の春季賃金交渉についても15年実績を下回るとみられ、国内景気は持ち直しが強まりそうもない。

また、原油の一段安や円高進行などにより、物価を取り巻く環境は厳しくなっている。日本銀行は「物価の基調は改善」しているとの基本認識を変更するには至っていないが、1月の金融政策決定会合では、従来の「量的・質的金融緩和」に加えて、日銀当座預金の一部にマイナス金利を適用する政策の導入を決定した。しかし、世界経済の低成長リスクに対して一国の中央銀行にできることには限界があり、国際政策協調への期待も高まっている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2016年					
	2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.001	-0.1～0.05	-0.1～0.05	-0.2～0.05	-0.2～0.05	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0990	0.05～0.10	0.05～0.10	0.00～0.08	0.00～0.08	
国債利回り	10年債 (%)	-0.005	-0.15～0.15	-0.15～0.15	-0.25～0.10	-0.25～0.10
	5年債 (%)	-0.170	-0.30～0.05	-0.30～0.05	-0.40～0.05	-0.40～0.05
為替レート	対ドル (円/ドル)	112.1	108～117	110～120	112～122	112～125
	対ユーロ (円/ユーロ)	123.8	115～135	115～135	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	16,052	17,000±1,000	17,500±1,000	18,000±1,000	18,000±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2月23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

世界経済は先行き不透明感が強い状況が続いている。16年に入ってから公表されたIMF(国際通貨基金)やOECD(経済協力開発機構)の世界経済見通しでは、いずれも前回見通しから一段と下方修正するなど、想定している成長経路を下振れて推移する傾向が依然として続いている。この数ヶ月の間で、特段新しい景気下押し要因が浮上しているわけではないが、これまで指摘されていた下振れリス

クが徐々に顕在化しつつある。

特に、14年夏以降、下落傾向にある原油価格になかなか下げ止まる様相が見えないことへの警戒が根強い。主要な産油国はようやく増産凍結に向けた動きを始めたが、市場が期待する実効性のある減産合意には程遠く、しばらくは安値圏で推移する可能性が高い。

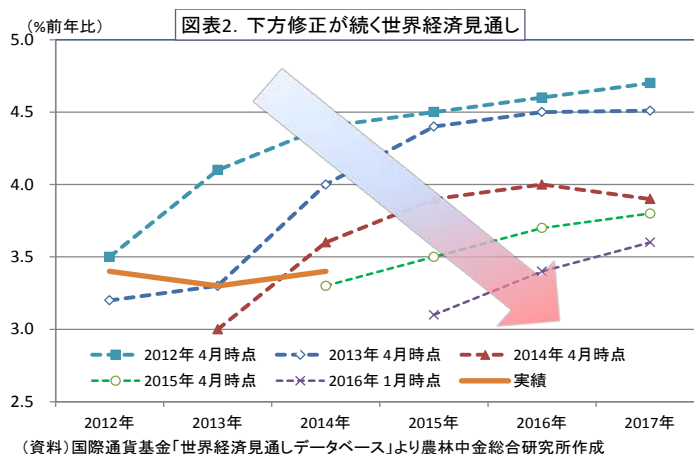
また、中国経済への先行き懸念も根強い。生産年齢人口の減少もあり、中国経済は表面的には緩やかな減速を続けてい

るが、日本を含む周辺国の対中国向け輸出が大きく減少するなど、成長率の数字以上の衝撃を世界経済全体に与えている。中国の直面する過剰設備・過剰生産問題は、国内外にデフレを撒き散らしているとの批判も強く、産業構造の転換が喫緊の課題だが、それらに伴う「痛み」への対応も

求められている。さらに、これまでの高成長を支えた海外資本の流出懸念も強く、中国の金融当局はその対応に苦慮しており、外貨準備高を大量に取り崩している。

また、相対的に見れば先進国経済は底堅いが、実態は決して楽観視できる状況にない。雇用統計などは堅調とされる米国経済ではあるが、ドル高・原油安の影響もあり、鉱業・製造業は不振である。世界的にリスクオフの流れが強まっているため、15年末に開始した利上げの影響は長期金利などには十分波及していないが、リスクオンに流れが変わった際の金利上昇リスクには注意が必要であろう。

こうした中、世界的な低成長リスクの克服に向けて、国際協調的な金融財政政策の発動への期待が高まっている。

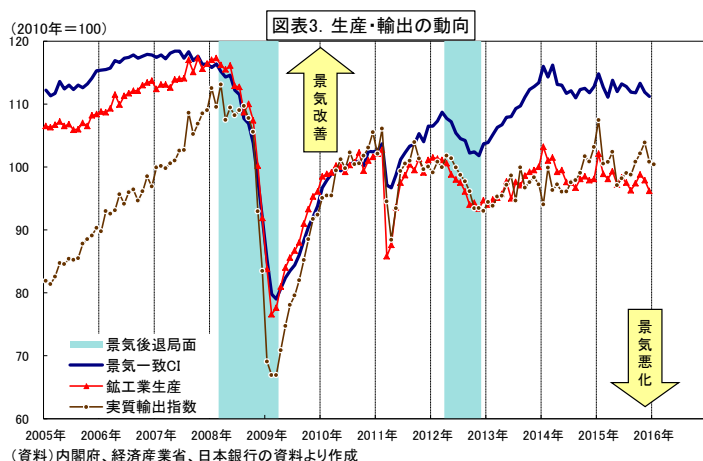


国内景気: 現状と展望

繰り返しになるが、世界経済には下振れリスクが顕在化しつつあり、それに日本経済も翻弄されている。10～12月期のGDP第1次速報(1次QE)によれば、経済成長率は前期比年率▲1.4%と2四半期ぶりのマイナスであった。民間消費が前期比▲0.8%の大幅減となったことが主因だが、輸出等も同▲0.9%と減少した点も大きかった。1月の実質輸出指数(日本銀行試算)は10～12月平均を1.9%下回るなど、世界的な需要不足状態が色濃く反映された格好となっている。インバウンド需要がある程度は穴埋めするものと思われるが、牽引役としての期待は難しい。

また、前述の通り、民間消費は不振であるが、その理由としては、耐久消費財

に14年の消費税増税の影響が残っていること、残業時間の減少などもあり、伸び悩んだ賃金所得、1月前半までの記録的な暖冬による季節商品の売れ行き不振などが指摘されている。こうした中、16年の春季賃金交渉がスタートしているが、「企業から家計へ」の所得



還流が強まることで、景気・物価への好影響を期待する政府や日銀などの思惑とは裏腹に、経営者サイドは依然として固定費膨張につながる賃上げには慎重姿勢を崩していない。さらに、労働組合の要求額もまた、急速に厳しくなりつつある企業の経営環境を気遣ってか、控えめなものが多く、妥結額は15年実績（厚生労働省調べ：前年比2.38%）を割り込む公算が強い。消費水準はアベノミクス開始以前まで落ち込んでいるが、そこからの持ち直しはなかなか強まりそうもない。

さて、景気の先行きについては、原油安や中国懸念、ドル還流など、世界経済の不安定要素がすぐには解消しないと見られ、世界経済全体を低成長リスクが蔓延した状況は長引くだろう。それゆえ、輸出は伸び悩む状況から抜け出せないほか、暖冬の影響は弱まったとしても民間消費も鈍い状況が続くと思われる。こうした状況を受けて、足元は堅調な設備投資（1次QEでは前期比1.4%と2四半期連続の増加）も慎重姿勢が強まるものと思われる。以上から、16年前半にかけて景気足踏み感が残るだろう。しかし、徐々に強まる人手不足感や今後想定される労働時間の下げ止まり・増加を考慮すれば、家計の所得環境は少しずつ改善が進むも

のと思われ、徐々に景気下押し圧力は弱まっていくだろう（詳細は後掲レポート『2015～17年度改訂経済見通し』を参照のこと）。

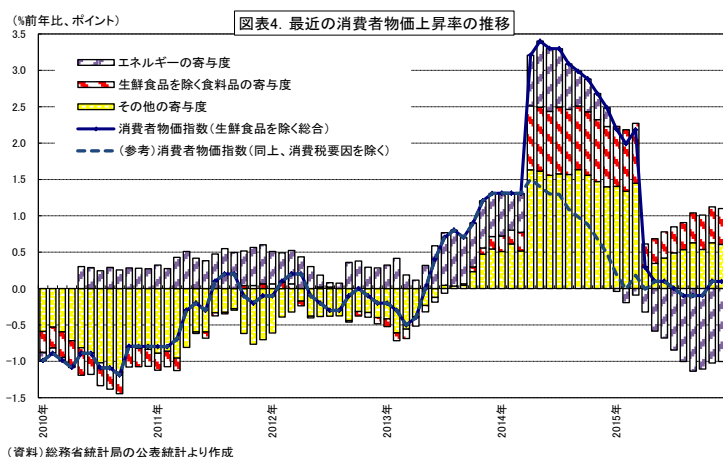
物価動向：現状と見通し

内外景気の鈍さや原油安などの影響を受けて、国内物価は低調に推移している。加えて、円安による輸入物価押し上げ効果が一巡しつつあることも、物価低迷につながっている。消費者物価の「財」の上流に位置する企業物価の消費財（うち輸入品）は15年6月をピークに下落に転じており、前年比でも▲3.0%（1月）と2ヶ月連続のマイナスとなっている。

一方で、エネルギーの前年比下落率は9月をボトムに縮小しており、12月の全国消費者物価の代表的な「生鮮食品を除く総合（以下、全国コアCPI）」は前年比0.1%と、小幅とはいえ2ヶ月連続の上昇となった。一方で日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同1.3%とやや上昇率を高めるなど、全国コアCPIよりも高い上昇率を続けている。ただし、やや長い目で見ると頭打ち気味になりつつあることも確かである。

物価の先行きは、年初からの原油一段安によって、ほんの少し前までは徐々に

和らぐと見られていたエネルギーの物価押し下げ圧力が16年内はあまり解消せずに残ってしまう可能性が高まったうえ、円高気味の為替レートによる物価抑制効果が今後強まることが想定される。消費の持ち直しが鈍いこともあり、しばらく物価上昇圧力が高まらないま



ま推移するものと思われる。

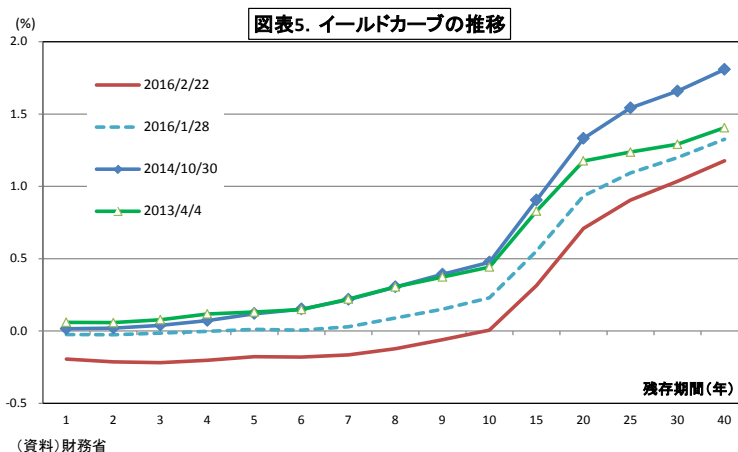
金融政策:現状・見通し

展望レポート（経済・物価情勢の展望）などで示された「内外景気の回復シナリオ」とは裏腹に、実際の景気はそれを大きく下振れて推移したこともあり、国内景気の持ち直しや物価上昇の高まりは見られないままの状態が続いた。さらに、16年入り後には世界的なリスクオフの流れが強まるとともに、原油安・円高傾向が強まったほか、量的・質的金融緩和の導入後に急速に高まった予想物価上昇率もこのところ鈍化が目立っており、「物価の基調は改善」していると主張してきた日銀にとっても厳しい状況となっていたのは確かであり、それを打破するため、1月の金融政策決定会合ではこれまでの量的・質的金融緩和に付加する格好でマイナス金利政策の導入に踏み切ったとみられる。政策金利のマイナス金利の適用は、既に欧州（ユーロ圏、スイス、スウェーデン、デンマーク）では実行に移されていたが、日本では初の試みである。

一方、1月に公表された最新の展望レポートを見ると、全国コアCPIの見通しは、16年度は前年度比0.8%（10月時点では同1.4%）へ下方修正しており、表面的には今回のマイナス金利導入でも、物価上昇はなかなか高まらないとの予想となっている。しかし、詳細に見ていくと、この下方修正の要因は、あくまで原油価格の想定を下方修正したことによるものであることに気付かされる。具体的には10月時点では年間を通じて▲0.2ポイントとしてきたエネルギー価格下落による物価押下げ効果を

「▲0.7～▲0.8ポイント」へ下げたことが反映されている。逆算してみると、足元で前年比1.3%まで上昇率を高めた日銀コアCPIの上昇率は、16年度中には同1%台後半まで高まると想定していることになり、これ自体は前回10月時点の見通しとの違いはほとんどない。16年度の成長率見通しに修正が見られなかったことを踏まえると、日銀は依然として、「物価の基調」自体は改善傾向が続いており、原油下落の影響さえ一巡すれば、安定的な2%の物価上昇率の達成は十分可能と考えている、ということであろう。つまりは、エネルギー要因を除外すれば、消費税増税前にはデフレ脱却がほぼ達成される可能性が高い、との見方は変わっていないと思われる。

しかし、16年春季賃金交渉は、日銀にとっては不本意な結果に終わる可能性が高く、2%の物価上昇率を許容できるほど賃上げ圧力が高まるとは考えにくい。また、仮に原油価格が反転して上昇傾向をたどった場合、物価上昇率は徐々に高まっていくが、家計の実質購買力は低下し、逆に非エネルギー分野での物価押下げ圧力が強まることも想定される。今後とも、原油価格動向が物価に与える影響を注視する必要があるが、現状のままでは日銀は物価2%の達成時期をさらに先送りすることは不可避と思われる。



るほか、消費税増税前までにある程度物価上昇率を高めるために追加緩和を実施する可能性があるだろう。

ちなみに、今回のマイナス金利導入によって、日銀はそれまでの「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）」に加え、「金利（マイナス金利の強化）」という手段も手に入れた格好になったが、「次の一手」は当然マイナス金利幅の拡大が柱となるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

年初から内外の金融資本市場は不安定な動きが続いている。原油価格の下落が止まらないほか、構造問題を抱える中国経済への警戒感、15年末に実施された米国利上げの影響などがその原因として指摘されているが、いずれも目新しい材料ではない。しかし、市場参加者の多くは、世界経済に蔓延する低成長リスクはしばらく払拭できそうもないと改めて意識させられた。

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。

① 債券市場

量的・質的金融緩和により、月10兆円規模での国債買入れを行う日銀の国債市場でのプレゼンスは高まっており、13年夏場以降、長期金利は概ね低下傾向をたどっている。加えて、年初からの金融資本市場の混乱により、「質への逃避」が強まったほか、昨今の原油下落でディスインフレ傾向が長期化するとの見通しから、追加緩和観測が再浮上し、長期金利は一段と低下した。

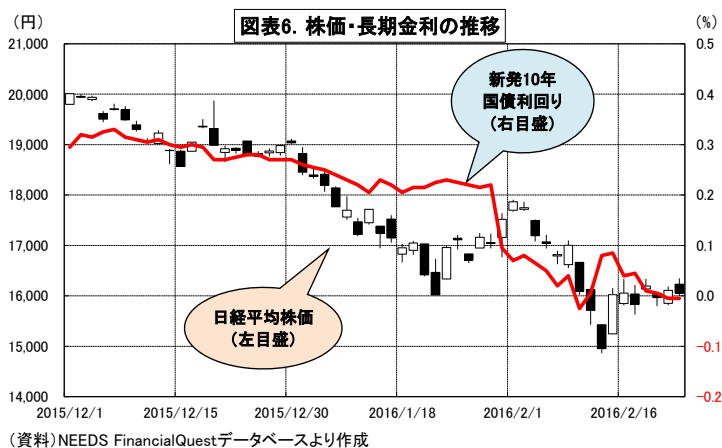
こうした中で開催された 1

月の金融政策決定会合では、上述した通り、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入が決定されたが、実際にマイナス金利の適用が始まる2月の準備預金積み期間（2月16日～3月15日）を待たずに、イールドカーブは大きく低下、2月9日には長期金利（新発10年国債利回り）が初めてマイナスとなり、一時▲0.035%まで低下した。その後は、利益確定の売りから一旦はプラスに戻ったが、金利低下圧力は強い。

当面、内外経済の低調さは続くと思われるほか、短期金融市場でのマイナス金利定着の波及効果、さらには追加緩和策としてマイナス金利政策を一段と強化せざるを得ないとの見方も多く、長期金利がマイナス圏での推移が定着する可能性があるだろう。

② 株式市場

15年8月の「中国ショック」で世界同時株安が発生、それまで20,000円台で推移していた日経平均株価は9月に一時17,000円割れとなるなど、調整色が強まった。その後は米利上げ時期の後ズレ観測や中国経済への過度な悲観論後退などから持ち直しに向かった。さらに、欧州中央銀行（ECB）の追加緩和期待や中国の追加金融緩和が好感されたほか、米国の



年内利上げ観測の再台頭で強まった円安傾向も好感され、12月上旬にかけて株価は一時20,000円台を回復した。しかし、その後は原油安や中国経済への懸念などから調整色が強まり、年初としては戦後初となる6日続落となったほか、1月21日には16,000円割れ寸前まで下落するなど、軟調な地合いが続いた。なお、1月末のマイナス金利政策の導入発表後には一時18,000円近くまで上昇したが、その後は再び世界的にリスクオフの流れが強まり、2月12日には1年4ヶ月ぶりに15,000円を割り込むなど、金融緩和効果は限定的だった。

先行きも世界経済の低成長リスクへの警戒が強く、国内景気の底割れは回避されるとしても当面は低成長が続く可能性は高い。そのため、株価はリバウンドである程度までは戻ったとしても、その後は上値が重くなるだろう。

③ 外国為替市場

夏場にかけて米国の早期利上げ開始が意識されたことから、対ドルレートは13年ぶりに125円台となるなど、円安傾向が一段と強まる場面もあったが、8月下旬には世界同時株安を受けて一時116円台と約7ヶ月ぶりの水準までドル安が進んだほか、10月中旬には米経済指標の弱含みから円高に振れる場面もあったが、概ね120円前後での推移であった。しかし、12月から1月にかけては原油下落や世界的な株価下落を受けてリスクオフが強まり、一時115円台と1年ぶりの円高水準となった。日銀の追加緩和期待やマイナス金利導入の公表を受けて、一旦は120円台

まで円安方向に戻る場面もあったが、その後もリスクオフの流れから円高に転じ、一時、1年4ヶ月ぶりに110円台となるなど、円高圧力が強まっている。

先行き、世界的なリスクオフの流れが一旦収束し、その過程で円安方向に振れる場面もありうるが、しばらくは円高気味での展開が続く可能性が高いだろう。

一方、対ユーロレートは、10月下旬以降、ECBの追加緩和観測が意識されたことから1ユーロ=130円前後までユーロ安傾向が強まったものの、実際に決定されたECBの緩和策が市場の失望感を生んだことから、ユーロ高が進み、10月中旬あたりの水準である133円台まで一気に戻った。しかし、15年末から16年初にかけてはリスク回避的な動きが強まり、再び128円前後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、その後は再び円高ユーロ安気味に推移している。

先行きについては、ドラギ ECB 総裁が次回3月の政策理事会での追加緩和の検討を示唆したことや地政学リスクが根強いこと、さらに英国のEU離脱を巡る思惑も浮上している等から、ユーロ安気味に推移するだろう。(16.2.23現在)

