

円高圧力に晒される国内経済・物価

～熊本地震の及ぼす影響への懸念も浮上～

南 武志

要旨

世界経済の先行き悲観論はやや後退した感もあるが、国際通貨基金「世界経済見通し」は中国を除き、総じて下方修正されるなど、下振れリスクそのものはいまだ「健在」であり、牽引役が不在である。しばらくは原油価格動向、米国の利上げ動向、中国経済の行方などに注意する必要がある。

また、国内景気も依然として足踏み状態を続けている。非製造業を中心に設備投資は底堅いが、消費や輸出に明確な持ち直しが見えてこない。16年の春季賃金交渉も期待外れの結果になりそうであり、17年4月に予定される消費税増税前までに景気の足腰を強くし、物価安定目標の達成が見えてくる可能性は薄い。また、円高状態が続けば、景気・物価に悪影響が出てくるだろう。

こうした中、日本銀行は1月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入を決定、イーロドカーブ全体が大きく押し下げられたが、一段の緩和を予想する意見もなお多い。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2016年				2017年
		4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	(%)	-0.081	-0.1～0.0	-0.2～0.0	-0.2～0.0	-0.2～0.0
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.0700	0.04～0.07	0.00～0.07	0.00～0.06	0.00～0.06
国債利回り	10年債	(%)	-0.120	-0.20～0.10	-0.25～0.10	-0.30～0.10
	5年債	(%)	-0.240	-0.30～0.05	-0.40～0.05	-0.40～0.05
為替レート	対ドル	(円/ドル)	109.7	105～120	110～120	112～125
	対ユーロ	(円/ユーロ)	123.8	115～135	120～140	120～140
日経平均株価	(円)	17,363	17,500±1,000	18,000±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4月21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

2016年入りに強まった世界経済の先行き悲観論は、2月のG20財務大臣・中央銀行総裁会議(中国・上海)で政策総動員を盛り込んだ共同声明、原油の増産凍結に向けて主要産油国での協議進展への期待、米国の今後の利上げペースの下方修正、欧州中央銀行(ECB)による量的緩和の強化や利下げなどを好感して、最近はやや和らぐ方向にある。

しかし、下振れリスクそのものはいまだ「健在」であり、内外景気の牽引役が不在という状況にも変わりはない。下振れリスクの代表格である原油価格については、主要産油国の間で生産調整(1月の水準での生産量凍結)の合意が見送られ、再下落の恐れがある。実際、国際エネルギー機関(IEA)によれば、仮に増産凍結で合意したとしても、16年内は原油の過剰供給状態は残るとの見通しを示す

など、下値不安は払拭できない。

また、新興国の資金流出に影響を与える米国利上げ動向についても、今後の状況次第では「16年の利上げ幅は0.5%」へ下方修正された現状の見通しが、再び引上げられる可能性もないわけではない。代表的なインフレ指標である個人消費デフレーター（2月）は、ヘッドラインこそ前年比1.0%の上昇にとどまっているが、コア（食料・エネルギー除く）は同1.7%まで高まっている。消費は堅調さを維持しており、先行き労働需給が逼迫、もしくはドル高修正が強まってくれば、物価目標の2%が視野に入ってくると見られ、政策金利見通しは再調整されるだろう。そうなれば、新興国のドル還流への懸念が再浮上し、リスクオフが強まることもありうる。

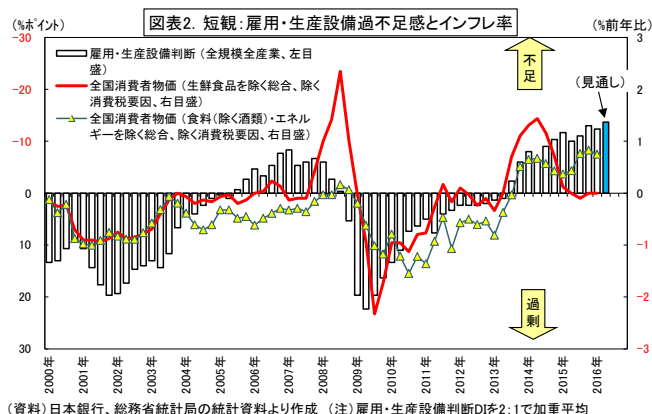
一方、長らく失速懸念が付きまどってきた中国経済については、最近では過度な悲観論は鳴りを潜めている。1～3月期の経済成長率は前年比6.7%（前期比1.1%）へ減速が続いているが、3月分の月次経済指標の多くは持ち直しの兆しを見せるなど、これまでの政策効果が奏功して底入れしたとの見方も一部で広がっている。これに同調するように、4月12日に公表された国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しでは、全般的に下方修正が相次ぐなど悲観的なものであったが、中国の見通しだけは上方修正された。とはいえ、16年の5大任務として鉄鋼・石炭業での過剰生産能力の解消など構造調整を進めることが掲げられており、それに伴う大量の失業発生といった「痛み」が出てくることも予想される。政府はそれを和らげるための対策も同時

に打つなど、あくまで安定成長を確保する意向を示唆しているが、IMF見通しでも中国経済の減速が継続すると見ていることには変わりはない。

国内景気：現状と展望

このように、幾分和らいだとはいえ、世界経済に対する下方リスクは残っており、日本の輸出に対する下押し圧力を発生させている。特に、中国を含むアジア諸国向けの輸出は大幅な減少が続いている。3月の実質輸出指数は前月比1.1%と2ヶ月連続の増加であったが、1～3月期を通じては前期比▲0.1%と3四半期ぶりの減少となった。同じく1～3月期の実質輸入指数が同0.7%の増加だったことを踏まえると、財部門の純輸出は同時期の経済成長率の押下げ要因になったものと推察される。

さて、4月1日に公表された日銀短観（3月調査）によれば、代表的な指標である大企業製造業の業況判断DIは6と、前回12月時点（12）から▲6ポイントの悪化（2期ぶり）となり、先行きもまた悪化が続くとの見通しであった。前述したように、世界経済の低成長リスクや円高気味の為替レートに影響されたものと思われる。なお、想定為替レートは足元水準よりも10円前後の円安（16年度：



117.46 円) となっており、現状程度の為替レートが続けば、先行き収益の下方修正が相次ぐと見られる。また、内外需の不振を受けて、雇用人員や資本設備に対する不足感も弱まった(3期ぶり)。

一方、設備投資計画調査は相変わらず底堅い。15年度分は中小企業に牽引されて上方修正となった(土地投資額を含み、ソフトウェア投資額を含まないベースで前年度比8.0%)。こうした投資マインドの底堅さは、実際の設備投資関連の指標にも反映されている。2月の機械受注統計によれば、代表的な「船舶・電力を除く民需」については、製造業が1月に鉄鋼業が激増した影響の剥落により、前月比▲30.6%であったが、設備不足感が強い非製造業(除く船舶・電力)が同10.2%と3ヶ月連続で増加したこともあり、全体で同▲9.2%と反動減は限定的であり、持ち直し基調にあると評価できる。

しかし、民間消費は相変わらず不調である。2月の消費総合指数は前月比▲0.2%と3ヶ月ぶりの低下であった。閏年効果による底上げ効果も期待されたが、内外金融市場の混乱などもあり、消費マインドが悪化したほか、賃金など所得の伸び悩みが影響したものと思われる。3月には消費マインドがやや持ち直したとはいえ、百貨店売上高(前年比▲2.9%と2ヶ月ぶりの減少)、乗用車販売台数(含む軽、同▲9.3%と15ヶ月連続の減少)などの販売統計は不振で、実際の購買行動には必ずしも結びついてない。

こうした状況の下、16年度の所得動向にとって重要とみられる春季賃金交渉の行方が注目されていたが、経団連の集計では前年比2.19%(15年実績:同2.51%)、連合の集計結果(14日時点)によれば、

定期昇給込みの賃上げ額(平均賃金方式)は同2.06%(15年同時期の集計:2.24%)と、いずれも前年から賃上げ圧力が弱まったことが見て取れる。後述の通り、16年度上期の物価上昇率は前年比ゼロ近傍で推移するものと予想されることから、実質所得が目減りする事態は回避できるだろうが、消費を本格的な回復軌道に乗せるには不十分であろう。

一方で、国内の労働市場は人口要因による供給制約が徐々に強まっていることも注目すべきであろう。パートタイム労働者の時間当たり賃金が上昇傾向を強めており、全体としても賃金水準は緩やかな改善が見られている。先行き残業時間の回復傾向が明確化すれば、賃上げ圧力は高まっていくことが期待される。もちろん、それだけで消費税増税にも耐えうるほど景気を強くし、物価安定目標を達成させるほどの力はないだろう。

景気の先行きについては、設備不足感の根強い非製造業を中心に民間設備投資は底堅く推移すると見られる半面、輸出が引き続き伸び悩むほか、民間消費の回復力も鈍い状態が続くと思われる。足元1~3月期も10~12月期(前期比年率▲1.1%)に続き、マイナス成長となる可能性もあるだろう。

なお、4月14日に発生した熊本地震の国内景気への影響も懸念されるところだ。農業・畜産などが大きく被害を受けているほか、製造業のサプライチェーン障害も発生している。小売業や観光業など幅広い業種に多大な影響を与えることになりそうだ。最近の建設業の人材難・資材高騰などを受けて、復旧・復興事業が遅れるリスクは否定できない。4~6月期にかけて国内景気は一段と下押しされると

思われる。

こうした状況も受けて、復旧・復興事業などを盛り込んだ補正予算の編成が想定されるが、麻生財務相は当面は予備費（3,500 億円）で対応し、今夏の参院選後に補正編成を行う見通しを示している。なお、安倍首相は焦点の消費税増税については、現時点で予定通り実施する方針を示しているが、再度の先送りは避けられないとの意見も強まりつつある。

物価動向：現状と見通し

2 月の全国消費者物価は、ヘッドライン（総合）こそ前年比 0.3%と 2 ヶ月ぶりの上昇であったが、代表的な「生鮮食品を除く総合（全国コア）」は 2 ヶ月連続で同横ばいとなるなど、一時は 1%台半ばまで高まった物価上昇圧力が解消してしまった状態であることが確認できた。もちろん、より需給環境を反映するとされる「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）」では同 0.8%、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、エネルギー要因を除外すれば一定の上昇圧力が今なお存在していることが見て取れるが、いずれも最近では足踏み状態での推移となっている。

これまでも指摘してきた通り、加工食品や日用品などの価格が上昇傾向にあるが、それらはアベノミクス後の円安進行が背景にあったと見られる。しかし、円安効果は剥落しつつあり、むしろ最近では為替レートが円高気味に推移、輸入物価の下落傾向が強まっている。このまま円高圧力が強い状態が続けば、再び物価が下落に転じる可能

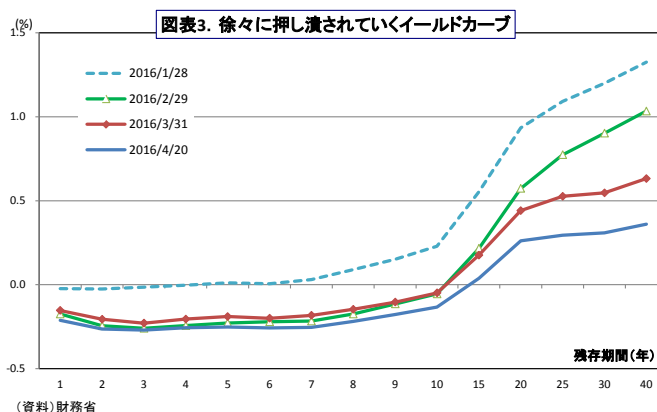
性もある。

また、目先は原油安によってエネルギーの物価押下げ圧力が強い状態が続くこと、さらに 16 年の春闘賃上げ率の鈍さなどもあり、16 年夏場までゼロインフレが続くものと予想される。

金融政策：現状・見通し

3 月 14～15 日に開催された金融政策決定会合では、前回 1 月に導入された「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の継続が決定された。黒田日銀総裁ら日銀幹部は、マイナス金利政策の有効性について繰り返し説明しているが、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手伝って、あまり評価されていない面は否めない。特に、銀行券と日銀当座預金の合計であるマネタリーベースを大幅に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も異論が噴出している。

今回のマイナス金利政策によって、国債利回りが大幅に低下したが、それは金融機関の収益の源泉ともいえる「長短金利差」を押し潰したということである。ポートフォリオ・リバランスにしても、金融機関には一定以上のリスクテイクに制約がかかっており、国債の代替として株式などのリス



ク資産や貸出を大幅に増やすことは難しい。

さて、今後の金融政策運営についてであるが、上述の通り、しばらくはヘッドライン、全国コアとも消費者物価の低迷が続くと見られることから、一定程度の追加緩和観測が存在したままでの推移が続くだろう。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、消費税増税後に頻発したマイナス成長により、需給ギャップも拡大するなど、「物価の基調」は改善しているとは言い難い状況だ。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となりそうで、17年度前半頃に2%の物価上昇率が達成するほどの力強さはない。

それゆえ、日銀は3ヶ月毎の「展望レポート」発表に合わせて、いずれ物価安定目標の達成時期をさらに先送りすることは不可避とみられるほか、早期のデフレ完全脱却に向けて「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)の強化を迫られることになるだろう。ただし、当面はマイナス金利政策の効果を見極めざるを得ないと思われるため、早期に追加緩和する際には、「量」か「質」の強化にとどめることになるだろう。一方、マイナス金利政策を長期間続けることは金融機関経営や金融システムに負担をかけることになるため、一定期

間、例えば導入後1年経過しても目立った効果が出ないようであれば、滞留し続けるインターバンクマネーが動き出さざるを得ないほどの衝撃を与える別の手立てを検討しなくてはならないだろう。

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、全般的に低下傾向が続いている。

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・質的金融緩和により、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、世界経済の下振れリスクが強く、当面は景気・物価とも低調との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。さらに、1月末には日銀がマイナス金利政策の導入を決定、15年秋以降は既に残存期間3年までの国債利回りはマイナス状態であったが、その状態が徐々に長めの年限の国債利回りに波及していくなど、イールドカーブ全体が押し潰された。2月下旬以降は長期金利の指標である新発10年国債利回りもマイナスとなり、3月18日には一時▲0.135%の過去最低を更新した。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、4月20日には40年債の利回りは0.29%まで低下した。



最近では無担保コールレート(0/N)の水準が切り下がるなど、マイナス金利政策の効果が一段と浸透していること、国内経済・物価情勢はしばらく低調とみられること、それを受けて追加緩和観測が根強いこともあり、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

12月上旬にかけて20,000円前後で推移していた日経平均株価は、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円まで下落する場面もあった。日銀のマイナス金利政策の導入発表直後には18,000円近くまで反発したものの、ほぼ同時期に原油価格が大きく低下するなど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円を割り込んだ。その後は、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月に入り、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。

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。そのため、円安シフトが起きない限り、上値は重い展開が続くだろう。

③ 外国為替市場

1月末に日銀がマイナス金利政策の導入を決定した直後こそ、1ドル=120円台まで円安方向に戻る場面もあったが、年初から続くリスクオフの流れの中で持続的な円高基調には歯止めがかからなか

った。また16年内の米利上げペースが当初の想定よりも緩やかになることが示されたほか、イエレンFRB議長が早期利上げに慎重な発言をしたこともあり、4月には1年半ぶりに110円割れとなった。

しかし、世界的なリスクオフの流れが収束する方向に向かう、もしくは米国の次回利上げが現実味を帯びてくれば、日米の金融政策の方向性が真逆であることへの認識で円高状態は修正されると思われる。当面、円高圧力は強いものの、いずれ円安方向に戻るだろう。

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、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・限定的であった。加えて、ECBの追加緩和観測が強まり、3月上旬にかけて120円台前半までユーロ安が進んだものの、追加緩和打ち止め感が浮上したことや、世界的なリスクオフの流れが和らいだこともあり、直近は概ね120円台半ばで推移している。

先行きは、欧州経済は緩やかに回復しているものの、地政学リスクが根強く、英国のEU離脱を巡る思惑も浮上している等から、一時的にユーロ安方向に振れる場面もあるだろう。(16.4.21現在)

