

弱い輸出・生産や相次ぐ自然災害で景況感は頭打ち

～2019年10月に消費税率引上げは予定通り実施の公算～

南 武志

要旨

足元の生産・輸出は伸び悩んでいるほか、相次いだ自然災害の発生もあり、企業・家計の景況感は弱含んでおり、特に9月の消費に悪影響が出ている可能性がある。ただし、労働需給の引き締まりを受けて「企業から家計へ」の所得還流が徐々に強まっているほか、好調な企業業績などを背景に企業設備投資は増加基調を維持しており、復旧・復興が進めば、再び景気は元の成長経路に向けた動きもみられるだろう。ただし、激しさを増す米中貿易摩擦や日米の貿易協議(TAG)、さらには新興国リスクなどには注意が必要だ。

一方、依然として物価上昇率が鈍い中、日本銀行は7月に現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を高める措置を講じた。具体的に長期金利の変動許容幅は±0.2%に拡大したが、直近の長期金利は0.1%台での推移が続いている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2018年		2019年			
	10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 (%)	-0.069	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0500	0.05～0.11	0.08～0.13	0.10～0.15	0.10～0.15	
国債利回り	20年債 (%)	0.635	0.55～0.75	0.55～0.75	0.60～0.80	0.60～0.80
	10年債 (%)	0.110	0.05～0.18	0.05～0.20	0.08～0.20	0.08～0.25
	5年債 (%)	-0.075	-0.12～-0.02	-0.12～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.05
為替レート	対ドル	112.3	105～118	105～120	100～120	100～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	128.0	115～135	115～135	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	21,204	23,000±1,500	23,500±1,500	24,250±1,500	24,000±1,500	

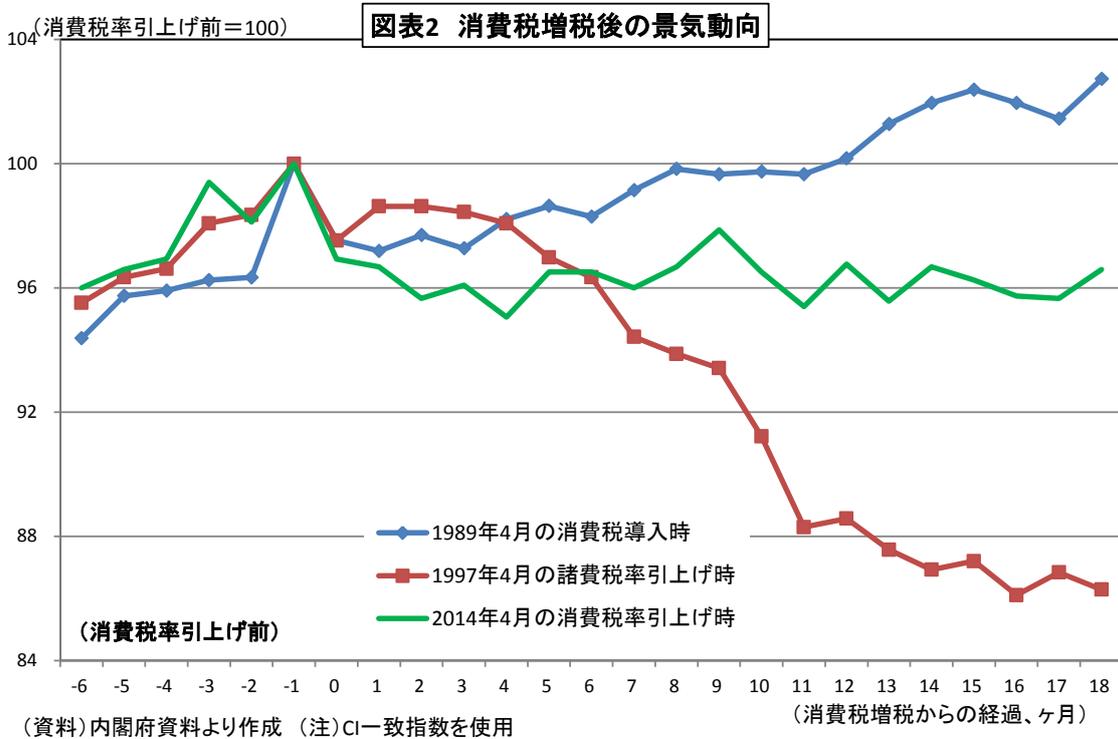
(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2018年10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。

「3度目の正直」となった消費税率10%への引上げ

10月15日の臨時閣議で、安倍首相は2019年10月に予定している消費税率10%への引上げを実施する考えを表明した。野田政権下での三党合意に基づき、14年4月には消費税率を8%へ引き上げたが、8兆円の国民負担増に耐えうる体力がつく前の措置だったことで、増税後の景気停滞が長引き、15年10月、17年4月と2度にわたり、追加的な税率引上げが見送られた。結果的に財政健全化そのものが遅れたことから、政府は同時に景気対策を策定することとなった。また、これまでは増税前の便乗値上げを阻止するとともに増税後の価格転嫁を促すことを求めてきたが、今回は価格設定の柔軟化を容認することで駆け込み需要とその反動減を平滑化させる工夫も検討される。

なお、日本銀行「経済・物価情勢の展望（18年4月）」では、次回増税によって発生する国民負担は年2.2兆円と、97年4月（同8.5兆円）、14年4月（同8.0兆円）と比べて大きく軽減されるとの試算が掲載されている。また、この増税によって19年10月から20年9月にかけて物価上昇率は1ポイントほど押し上げられることが見込まれているが、19年春闘が18年を上回る成果が得られれば、増税による悪影響はある程度吸収できるだろう。ただし、万一、景気が増税前にピークアウトした場合には、景気落ち込みが深刻になる可能性もある点には留意したい。



相次ぐ自然災害の被害に対応した補正予算を編成

こうした中、政府は相次ぐ自然災害の復旧・復興費などを盛り込んだ第1次補正予算案を策定した。追加の歳出規模を9,356億円で、内訳は災害からの復旧・復興に7,275億円（うち、西日本豪雨：5,034億円、北海道胆振東部地震：1,188億円、台風21号・大阪北部地震等：1,053億円）、全国の公立小中学校のエアコン設置に822億円、ブロック塀増強に259億円、予備費追加が1,000億円となっている。財源には建設国債の追加発行で6,950億円、17年度決算の剰余金で2,364億円、税外収入で42億円を充てる方針。この予算案は10月24日からの臨時国会に提出され、11月上旬までの成立を目指している。さらに

2年ぶりの下方修正となった IMF 世界経済見通し

政府は、年末までに防災対策のインフラ整備を柱とする第2次補正予算案を編成し、19年1月に召集される通常国会に提出する方針である。

毎年秋には世界銀行・国際通貨基金（IMF）の年次総会が開催される。それに合わせてG20財務大臣・中央銀行総裁会合などが開催されるほか、IMFは世界経済見通しや国際金融安定性報告書を公表している。

最新のIMF世界経済見通し（10月9日発表）によれば、世界経済全体の成長率や世界貿易数量の伸びは前回7月時点から概ね下方修正されたが、下方修正は2年ぶりである。具体的には、世界経済全体の成長率は2018、19年とも3.7%（いずれも前回から▲0.2ポイント、17年実績は3.7%）、世界貿易数量の伸びも18年：4.2%、19年：4.0%（それぞれ▲0.6ポイント、▲0.5ポイントの引下げ、17年実績は5.2%）とされた。また、貿易摩擦が一段と激化した場合の影響についての試算も示しており、自動車関税が導入されれば将来的に世界経済の成長率を▲0.4ポイント押し下げるなどとした。さらに、国際金融安定性報告書には中国を除く新興国で対内債券投資が1年間で1,000億ドル（07～08年の国際金融危機時の資本流出に相当）以上引き揚げられる可能性が5%程度あるとの見方も示されている。

以上のように、今後の世界経済動向に警鐘が鳴らされたといえるだろう。

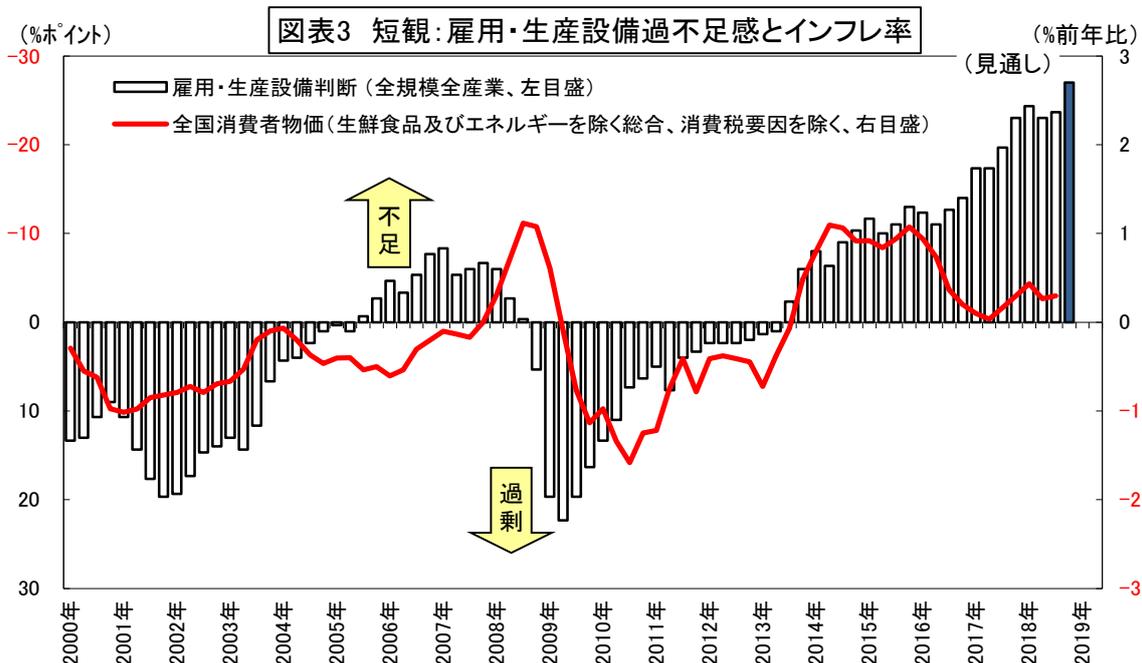
景気の現状：輸出・生産は弱い、設備投資は好調を維持

国内経済に目を転じると、一部に足踏みがみられる。日銀短観9月調査によれば、代表的な大企業・製造業の業況判断DIは19（前回6月時点から▲2ポイント）と3期連続での悪化となった。足元の業績は堅調であるが、18年度入り後に輸出数量や生産が頭打ち気味の推移となっていることが影響したとみられる。雇用・資本設備の不足感は根強いが、解消方向に向かった6月時点とほぼ同水準であった。

一方、18年度設備投資計画調査（全産業＋金融機関、ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額は除く）は堅調で、前年度比8.7%と、小幅ながらも6月時点から上方修正された。9月時点としては、バブル期（1989、90年度）に次ぐ増加率とな

っている。機械受注統計（8月）からも企業の設備投資意欲の高さが見て取れる。

また、雇用環境も引き続き良好で、労働需給の逼迫が賃上げを促し始めているように見受けられる。夏場に相次いだ自然災害（7月の西日本豪雨、9月の北海道胆振東部地震など）によって被災地域の景況感は企業・家計ともに大きく悪化したことから、秋口にかけて消費は弱含んでいる可能性があるものの、家計所得の改善は出遅れ感のあった消費の本格的な持ち直しにつながるとの期待は強い。



(資料) 日本銀行、総務省統計局の統計資料より作成 (注) 雇用・生産設備判断DIを2:1で加重平均

景気見通し：7～9月期 は減速の可能性

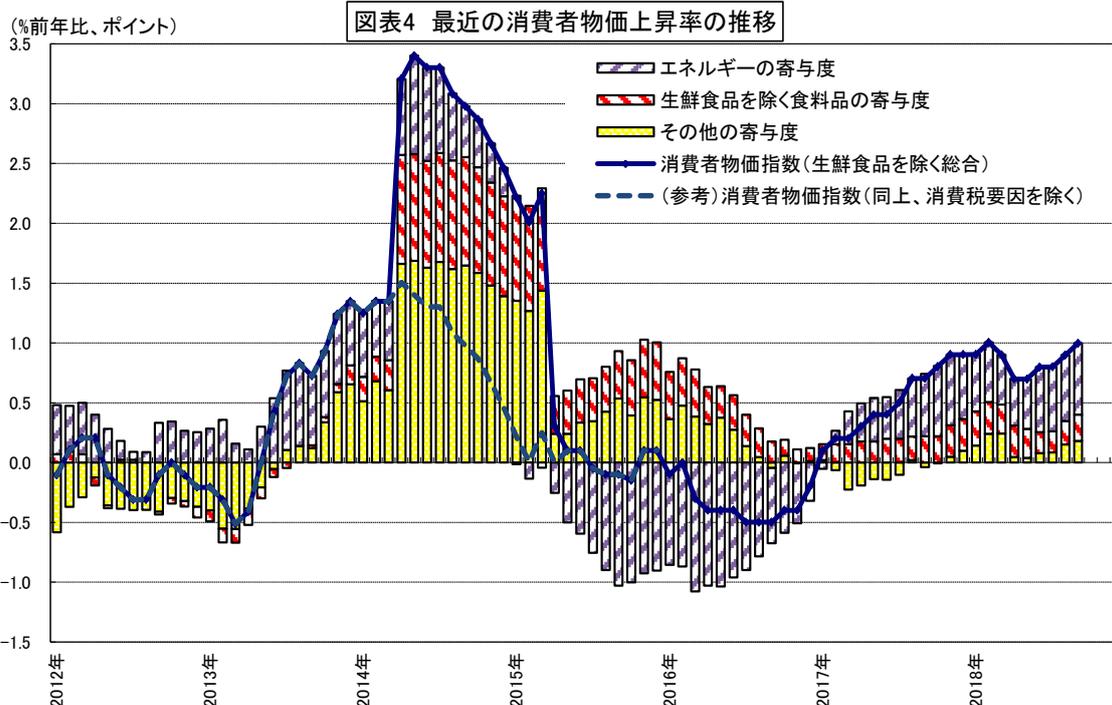
なお、7～9月期については、上述の自然災害などのほか、年率3.0%成長と9四半期ぶりの高成長を実現した4～6月期からの反動減が想定されることもあり、成長率が鈍化するのは不可避であろう。ただし、景気の腰折れには至らず、被災地域の復旧・復興が進めば、民間需要に堅調さが戻ってくると思われる。

一方、労働需給の逼迫度は一段と高まれば、いずれボトルネックが発生し、潜在成長力を上回る成長は維持できなくなる。そのため、19年入り後は、ソフトランディングに向けた動きが始まってくるものとみられる。また、激しさを増す米中貿易摩擦の行方、さらには日米物品貿易協定（TAG）の交渉にも注意が必要だ。

物価動向：コアで1%回復したが、総じて鈍い

9月の全国消費者物価指数によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比1.0%と、約3年半ぶりの高い伸びであった18年2月以来の上昇率に回復した。一方、「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」は同0.4%で8月分と変わらずと、物価押上げの主因は最近の原油高によるエネルギー高騰であり、9月に相次いだ自然災害の影響で消費持ち直しに伴う需給改善効果が一旦弱まった可能性が示唆される内容であった。

物価の先行きについては、足元でガソリンなどエネルギーが値上がりしているとはいえ、年末にかけてその押上げ効果が一巡することから、全般的に足踏みすると思われるが、家計所得環境の改善傾向には変わりはないことから、19年入り後は再び上昇率が高まり、コアで1%台の定着を模索するだろう。



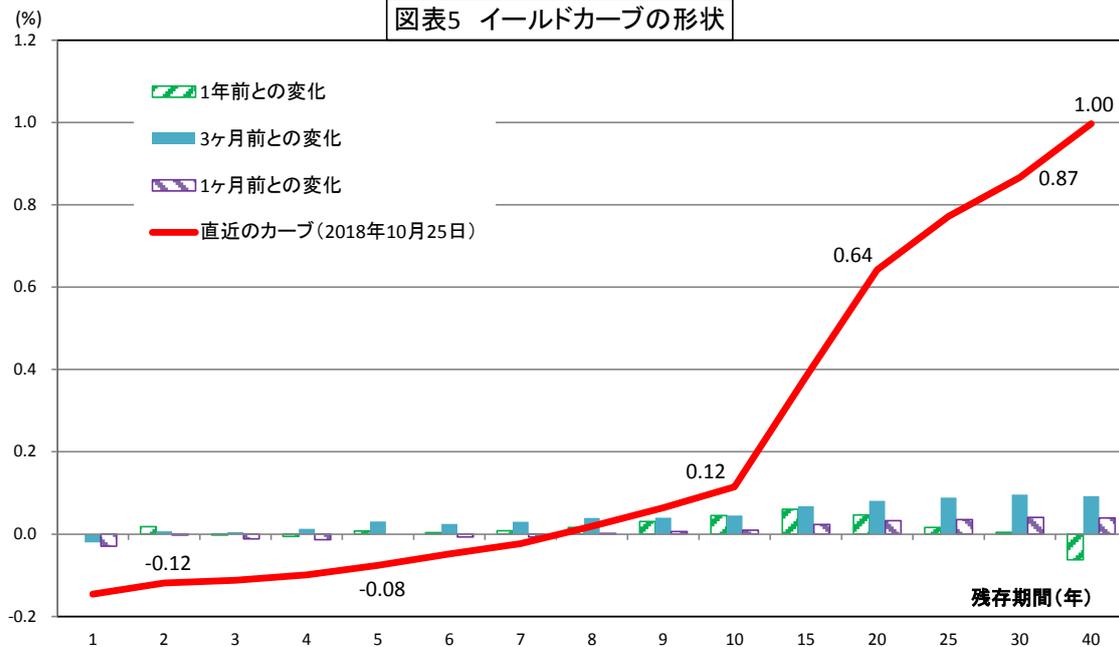
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

金融政策：現行緩和策の継続を決定

日本銀行は7月30～31日開催の金融政策決定会合において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化するための措置を講じ、9月会合でもその継続を決定している。具体的には、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」と称し、新たに政策金利のフォワードガイダンス（19年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を

維持することを想定)を導入することによって「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強める一方、経済・物価情勢等に応じて長期金利の変動をある程度(±0.2%程度)許容するとともに、ETF・J-REITの年間買入れ額の変動も容認することとした。

図表5 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

物価動向を見極めつつ、現行政策を粘り強く継続する方針

なお、黒田総裁は従来から「出口戦略はあくまで2%の物価上昇を達成してから」という見解を繰り返してきたが、最近では「出口戦略の開始を知らせる準備が整った際は金利目標の変更という形で明らかになる」と述べている。文字通り解釈すると、物価上昇率が目標を達成するまで政策金利は維持すると述べているように読み取れる。

それゆえ、今後の政策運営については、物価安定目標を早期に実現することが最優先課題であることを踏まえると、物価上昇率が安定的に2%を上回るまで、金融政策の枠組み(短期政策金利や長期金利の操作目標)は継続されるだろう。ただし、資源高や円安などに依らずに需給改善を伴った格好で物価上昇率が2%に接近すれば、政策運営をより柔軟化するなどの対応はありうるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

内外の企業業績は良好さを維持しているとみられるが、9月入り後から上昇傾向が強まっていた米国長期金利に対する警

金融政策の「柔軟化」で水準上昇

長期金利はしばらく 0.1% 台での展開を予想

戒感が再燃、10月には米国長期金利の上昇などをうけて再び世界同時株安が起きる等など、金融市場は一気にリスクオフの展開となった。

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

13年4月の量的・質的金融緩和の導入以降、日銀は大量の国債買入れを実施しており、すでに日銀は発行残高の半数近く保有するに至っている（18年6月末で44.6%、国庫短期証券は含まず）。その結果、国債需給は基本的に引き締まり、長期金利のコントロールがある程度可能な状態が作り出されている。16年9月から開始された「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」では「長期金利の操作目標（10年0%程度）」が組み込まれたことから、その後の長期金利は概ね0%を中心とする狭いレンジ内での展開となっていた。

一方、息の長い景気改善の下、日銀の緩和縮小や米国の利上げ加速などの思惑が高まるたびに金利上昇圧力が掛かったが、今春にかけて物価上昇圧力が緩和したこともあり、上昇圧力は一旦解消、7月中旬まで長期金利は概ね「0～0.1%」のレンジ内で推移した。一方で、同時に流動性が枯渇するなど、債券市場の機能不全への懸念が高まった。

こうした中、7月末に開催される金融政策決定会合を前に、日銀が長期金利の操作目標の柔軟化などを検討するとの報道を受けて金利上昇圧力が高まったが、前述の通り、長期金利の変動幅拡大を受けて、この3ヶ月ほどの長期金利は概ね0.1%台で推移している。

先行きについては、欧米での金融政策正常化の動き、国内経済の改善などが想定され、一定の上昇圧力が発生するとみられる。一方で、世界的にリスク回避的な行動が強まれば、円高傾向が強まり、金利低下圧力が高まることは十分考えられる。基本的に長期金利の操作目標が「10年0%程度」と設定され、変動許容幅を±0.2%としている限り、長期金利がそのレンジを外れる可能性は低い。仮に上振れた際には指値オペ、固定金利オペや買入れオペの増額などを駆使し、逆に下振れた際には買入れオペの減額をするだろう。

引き続き、オペのオファー額や頻度、毎月末に提示される「当

面の長期国債等の買入れの運営について」での買入れペースの動向が注目されるが、最近では超長期ゾーンの買入れ額を減額する傾向にあり、イールドカーブは総じてスティープ化する方向にある。



**悪材料出尽くしで
上抜けたが、当面
の上値は限定的か**

② 株式市場

日経平均株価は1月23日にバブル崩壊後の最高値となる24,129円まで上昇した後、2～3月にかけては米国発の世界同時株安に巻き込まれる格好で大きく下落、一時21,000円を割り込んだ。3月下旬にかけても国内政治情勢や貿易戦争への懸念から再び下落圧力が高まった。4月に入ると好調な企業決算を受けた米国株の上昇や北朝鮮情勢の緊張緩和などに牽引される格好で持ち直しに転じたが、米トランプ政権の保護主義的な通商政策への警戒や新興国リスクが顕在化するなど、先行き不透明感の強い状況が続き、総じて上値の重い展開が続いた。

9月には米国が中国に対する新たな追加関税措置を公表したが、市場参加者はこれを悪材料出尽くしと受け止め、買戻しニーズが強まった。その流れで10月上旬にはバブル崩壊後の最高値を約8ヶ月ぶりに更新、一時は24,400円台まで上昇した。

しかし、その後は上昇を続ける米国長期金利への警戒、米中経済摩擦の悪影響などが意識され、2月と同様、世界的に株価が下落、足元の日経平均株価も21,000円台まで調整、7ヶ月ぶりの安値水準となった。

足元は1ドル=110 円台前半の推移

先行きについては、基本的に内外経済は改善基調にあり、好業績への期待が根強い半面、米中貿易摩擦や新興国リスクへの警戒も払拭できず、株価はある程度持ち直した後はしばらく一進一退で推移すると思われる。

③ 外国為替市場

17年末にかけて1ドル=110円台前半で推移していたドル円レートであったが、2月の世界同時株安や次第に強まる米国の保護主義的な姿勢が嫌気されて、3月下旬には1年4ヶ月ぶりに一時104円台まで円高が進んだ。しかし、4月以降はリスクオンの流れとなったほか、米国金利の上昇から円安に転じ、5月中旬には再び110円台に乗せた。その後も、時折円高に振れる場面もあるものの、趨勢的には緩やかな円安傾向となり、10月初頭には114円台となったが、その後は世界的な株安に伴うリスクオフの流れから直近はやや円高方向に戻し、112円台で推移している。

正常化を着実に進める米国の金融政策は円安材料であり、また、労働需給が逼迫する米国での景気刺激的な財政政策や高率の関税適用に伴う輸入品価格の上昇などで物価上昇率が想定以上に高まり、利上げペースがさらに加速すれば、一段とドル高が進む可能性がある。しかし、トランプ米大統領は米FRBの利上げ姿勢や中国・ドイツ（EUを含む）・日本など対米貿易黒字国の通貨安を批判するなど、ドル高に対する警戒姿勢を強めており、一方的な円安進行も予想しづらい。さらに新興国リスクが世界的な危機に伝播するような事態になれば、安全通貨として日本円がより選択されやすくなるだろう。

以上から、基調としては110円台前半を中心レンジとした展開が続くとみる。また、これまで同様、世界的に何かしらのリスクが強まる場面では、円高に振れる場면을想定しておく必要があるだろう。

ユーロは130円前後 で推移

一方、18年度入り後の対ユーロレートは、欧州中央銀行（ECB）による量的緩和縮小の思惑、イタリアの政治不安、合意なきBrexitに対する懸念、さらにはトルコ・リラ急落など新興国リスクなどを材料に、概ね130円前後での展開が続いている。9月中旬にはドラギ ECB 総裁の楽観的な経済・物価展望等が好感され、ユーロ高が進行し130円台で推移したが、直近では欧州連合（EU）側から規律違反と指摘されている伊予算案や独バイ

エルン州議会選での与党大敗などをを受けてユーロ安が強まっている。

先行きもトルコなど新興国リスクへの警戒が煽るほか、伊予算案の問題、さらには交渉期限が間近に迫る Brexit などへの懸念も根強く、ユーロ相場は不安定な状況が続くだろう。なお、ECBは10月以降、資産買入れをさらに半減（月150億ユーロ）し、12月に終了する予定であるが、次の焦点は「19年夏」までは据え置くとした現行政策金利の引上げ時期に移ることになる。



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注) 東京市場の17時時点。

(18.10.25 現在)