情勢判断

国内経済金融

先行き悪化懸念が強まる日本経済

～18 年を通じて経済指標の多くは冴えない展開～

南　武志

要旨

米国での逆イールド発生、中国の消費鈍化など、世界経済の先行き懸念が広がっている。国内経済も、自然災害によるサプライチェーン障害などで年率▲2.5%の大幅マイナス成長となった 7～9 月期からの持ち直しが散見されるが、景気改善の起点となる輸出の伸び悩みが明確となり、生産活動も頭打ちとなるなど、18 年を通じて冴えない展開が続いた。19 年には景気の転換点を迎える可能性があるだろう。

金融市場では「株安・金利低下」といったリスクオフの流れが強まり、10 月には一時 0.155%まで上昇した長期金利も、直近はゼロ%近くに低下している。

19 年には米中貿易摩擦の悪影響が顕在化してくる可能性もあるため、政府の手厚い消費税対策にもかかわらず、年度下期以降は景気悪化が予想される。その際の日本銀行の対応にも注目が集まる。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2018年	2019年			
			12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		(%)	−0.071	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0500	0.05～0.10	0.05～0.10	0.05～0.10	0.05～0.10
国債利回り	20年債	(%)	0.510	0.45～0.65	0.45～0.65	0.45～0.70	0.45～0.65
	10年債	(%)	0.025	−0.05～0.12	−0.05～0.12	−0.05～0.15	−0.05～0.12
	5年債	(%)	−0.140	−0.18～−0.05	−0.18～−0.05	−0.18～0.00	−0.20～−0.05
為替レート	対ドル		111.9	105～120	105～120	105～120	100～115
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	127.7	120～130	120～140	120～140	120～140
日経平均株価		(円)	20,392	21,500±1,500	22,000±1,500	21,000±1,500	20,000±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12月20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。

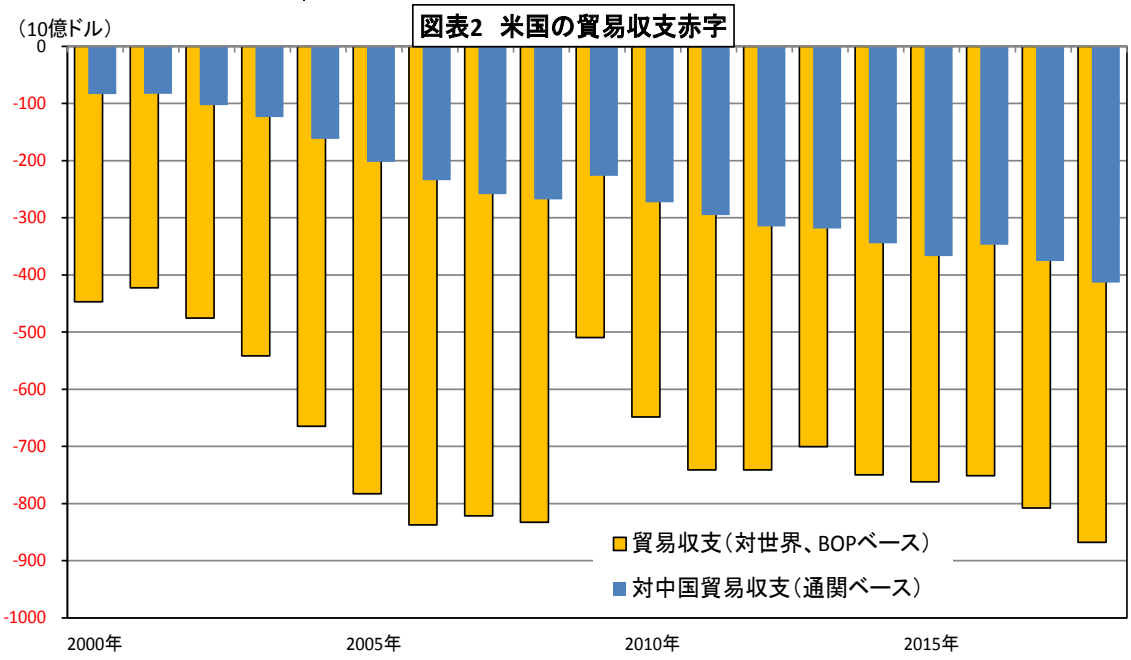
米中首脳会談で米中貿易摩擦は 90 日間の休戦に

12 月初めに開催された米中首脳会談では、19 年 1 月から予定していた 2,000 億ドル相当の中国製品に対する追加関税率の引上げ（現行 10%を 25%へ）に対して 90 日間の猶予期間が設けられ、かつ中国が米国製自動車に課している 25%の追加関税などの撤廃に合意したことが報じられ、一旦は摩擦の緩和期待が広がった。しかし、3 月 1 日までに技術の強制移転、知的財産権保護などの諸問題について協議を行い、米国が納得するような結論を出さなくてはいけないこと、さらに米国の対イラン制裁に違反した容疑で中国通信機器大手である華為技術（Huawei）の孟晩舟・副会長兼 CFO がカナダで身柄を拘束（そ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

の後、保釈）されたこと等を受けて、懸念が再び高まるなど、事態の収拾は容易ではないことが改めて確認された。

図表2 米国の貿易収支赤字



（資料）米国商務省経済分析局　（注）2018年の数値は既発表分の年率換算値。

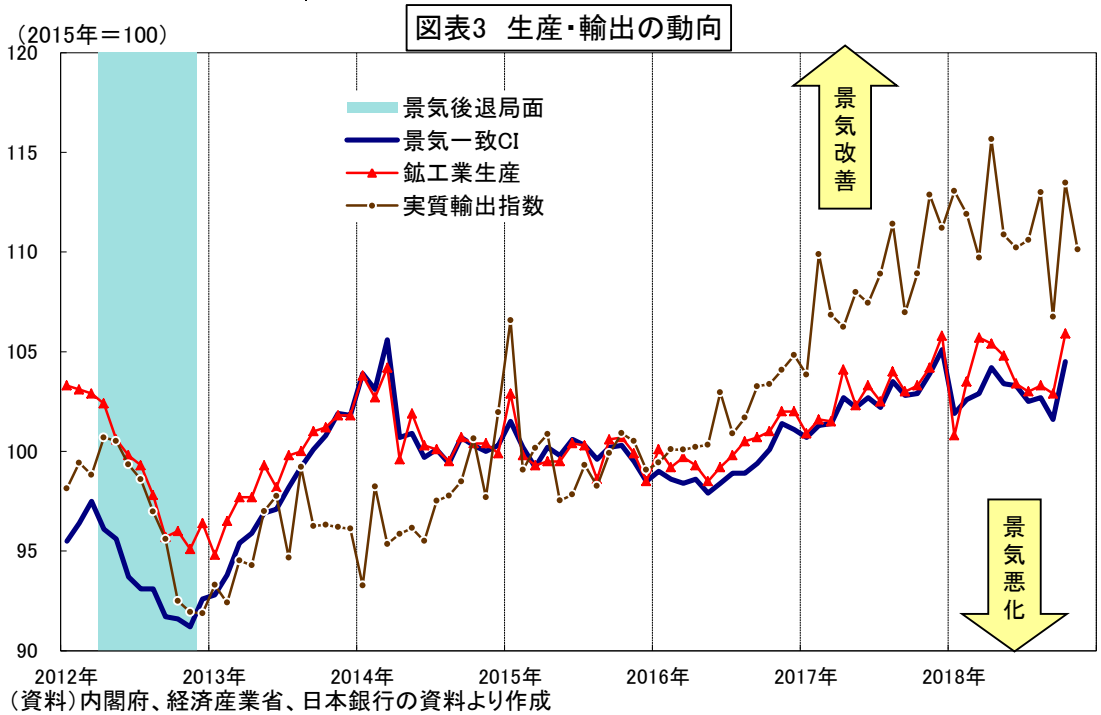
米中の覇権争いが進行

米中貿易摩擦は、もはや両国間の貿易不均衡の是正を目指すというより、覇権争いという性格が強まっている。背景には、15年5月に発表された『中国製造2025』で示された、建国100周年を迎える49年までに世界の製造強国の先頭グループ入りするという国家目標に対して、米国が強い警戒感を抱いていることがある。トランプ政権は発足以降、中国に対して、国内ハイテク産業に多額の補助金を投じる政策を問題視してきた。また、18年8月13日に発効した19会計年度の国防権限法（National Defense Authorization Act ：NDAA2019）では、国家安全保障上の観点から米政府機関およびその取引企業がHuawei、中興通訊（ZTE）、杭州海康威視数字技術（Hangzhou Hikvision Digital Technology）、海能達通信（Hytera Communications）、浙江大華技術（Zhejiang Dahua Technology）といった中国5企業およびその子会社・関連会社の販売する製品や提供するサービスを使用することを禁じた。HuaweiのCFO身柄拘束等を受けて、日本を含めた主要国は安全保障上の理由からHuaweiなどの製品などを排除する動きも見られるが、当該製品には日本製の部品も使用されている等、日本経済にも影響が及ぶのは避けられないだろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

なお、中国政府は『中国製造 2025』の目標達成時期の一部先送りなどの見直しを検討しているとも報じられるが、根底に横たわる問題の解決につながる可能性は薄く、19 年も対中問題を中心に、米国の保護主義的な姿勢に注目が集まるだろう。

図表3　生産・輸出の動向



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

景気の現状：足踏み

国内経済に目を転じよう。日銀短観（12 月調査）によれば、代表的な大企業・製造業の業況判断 DI（「良い」－「悪い」、%ポイント）は 19 と、前回 9 月から横ばいだった（同・非製造業の DI は 24 と 2 期ぶりの改善）。戦後最長の景気拡張期間に並ぼうとしていることもあり、DI は 23 期連続のプラス（＝「良い」超）と、統計開始以来の長さを更新するなど、景況感自体は企業規模や業種を問わず、決して悪くない。

しかし、17 年 12 月（26）をピークに DI 自体は低下しており、自然災害からの復旧効果によって 4 期連続の悪化を免れたに過ぎないこともまた事実だ。事前予想を上回った景況感、前年度比 8.9%へとさらに上方修正された 18 年度設備投資計画調査（全産業＋金融業、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除く）にもかかわらず、短観発表後の金融市場は設備投資関連業種の先行き DI の悪化を悲観視する動きが散見された。

10 月の経済指標の堅調さはあくまで一時的

それ以外の主要指標を確認すると、10 月はいずれも大きく落ち込んだ 9 月分からの持ち直しが確認できた。例えば、10 月の実質輸出指数は前月比 6.2%と 4 月に次ぐ水準まで戻った。11

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

月分は再び低下したものの、10～11 月を均すと、7～9 月平均を上回っている。また、鉱工業生産も同 2.9%と直近ピークだった 17 年 12 月の水準を更新、第 3 次産業活動指数は統計開始以来の最高である 08 年 3 月の水準を回復した。

それ以外でも、消費総合指数も同 0.3%、コア機械受注（船舶・電力を除く民需）も同 7.6%と、民間需要も堅調であった。しかし、10 月分の指標には自然災害の影響で下押しされた分のリバウンドが含まれていることを踏まえれば、一時的な上振れに過ぎず、継続性のある動きとの評価は難しい。

景気見通し：趨勢的に減速していく

先行きについては、米国の逆イールド発生、中国の消費減速など、主要国で景気鈍化のシグナルが点灯するなど、世界貿易の拡大テンポは今後も弱まると思われるほか、冒頭でも触れた米中貿易摩擦の影響が徐々に出始める可能性があり、輸出環境はさらに厳しくなるだろう。また、19 年度には五輪特需が一巡するなど、民間設備投資もピークアウトする可能性が高い。さらに、人手不足感の強まりに伴い、供給制約が一段と意識されていくこと等から、19 年入り後の日本経済はソフトランディングに向けた動きが強まるだろう。それでも、19 年度前半は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の発生、新天皇即位や改元などの祝賀ムードもあり、表面的には景気は底堅く推移するが、年度下期には一気に調整色が強まる可能性があるだろう。

当総研では、経済成長率が前期比年率▲2.5%（第 1 次速報では同▲1.2%）に下方修正された GDP 第 2 次速報の発表を受けて、11 月に取りまとめた「2018～19 年度改訂経済見通し」の見直しを行った。10～12 月期にはリバウンドによりプラス成長に戻るものの、18 年度は 0.6%成長にとどまるほか、19 年度は景気がピークアウトすることを想定し、0.3%成長へさらに鈍化すると予測した。

19 年度は財政支出が拡大

なお、政府は災害復旧費などを計上した第 1 次補正予算に続き、全国の重要インフラの点検結果を踏まえた防災対策や、環太平洋連携協定（TPP11）発効に備えた農業強化策等を盛り込んだ第 2 次補正予算案（追加の歳出は約 3 兆円）の編成を進めている。

同時に、19 年度一般会計予算案の編成作業も大詰めを迎えている。19 年 10 月に予定する消費税率 10%への引上げを乗り切るため、万全の対策を講じる方針であり、そうした消費税対策

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

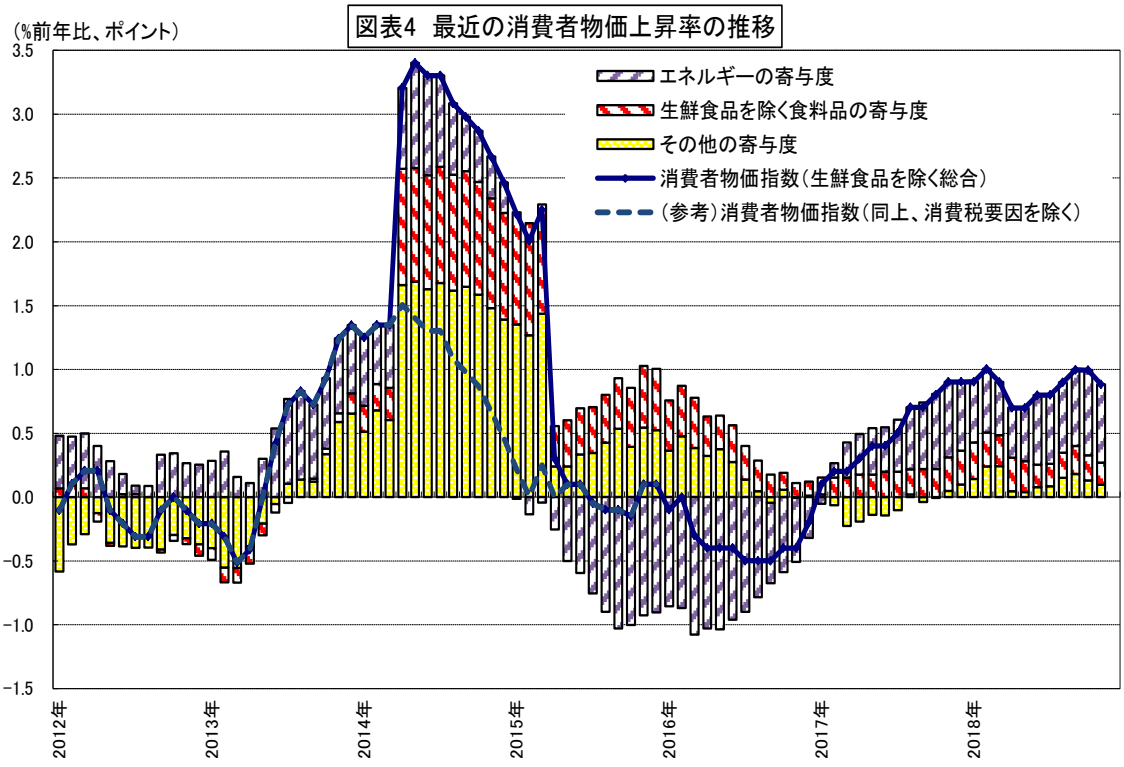
を予算計上する結果、歳出規模は初の 100 兆円超となる見込みである。19 年度にかけて積極的な財政政策が展開されることになる。

物価動向：エネルギー要因で先行き再び鈍化の見込み

11 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 0.9%と、9、10 月分（同 1.0%）から鈍化した。また、「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」も同 0.2%と、8～10 月分（同 0.3%）から上昇率が縮小するなど、夏場以降の上昇率持ち直しの動きは途絶えてしまった。需給改善に伴う物価押上げ効果が依然として鈍いことに加え、エネルギーの押上げ効果も一巡していることが確認できる。

先行きについては、継続的な賃金上昇や堅調とされる冬季賞与などによる家計所得の改善自体は消費持ち直しを下支えし、需給改善効果を高めることが期待される。一方で、10 月以降の原油下落に伴って、エネルギーによる物価押上げ効果が剥落することが想定される。エネルギー安は家計の実質購買力を高めるものの、物価に対しては短期的には押下げに働くことから、コア指数は再び鈍化し始める可能性が高いだろう。

図表4　最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

金融政策：現行緩和策の継続を決定

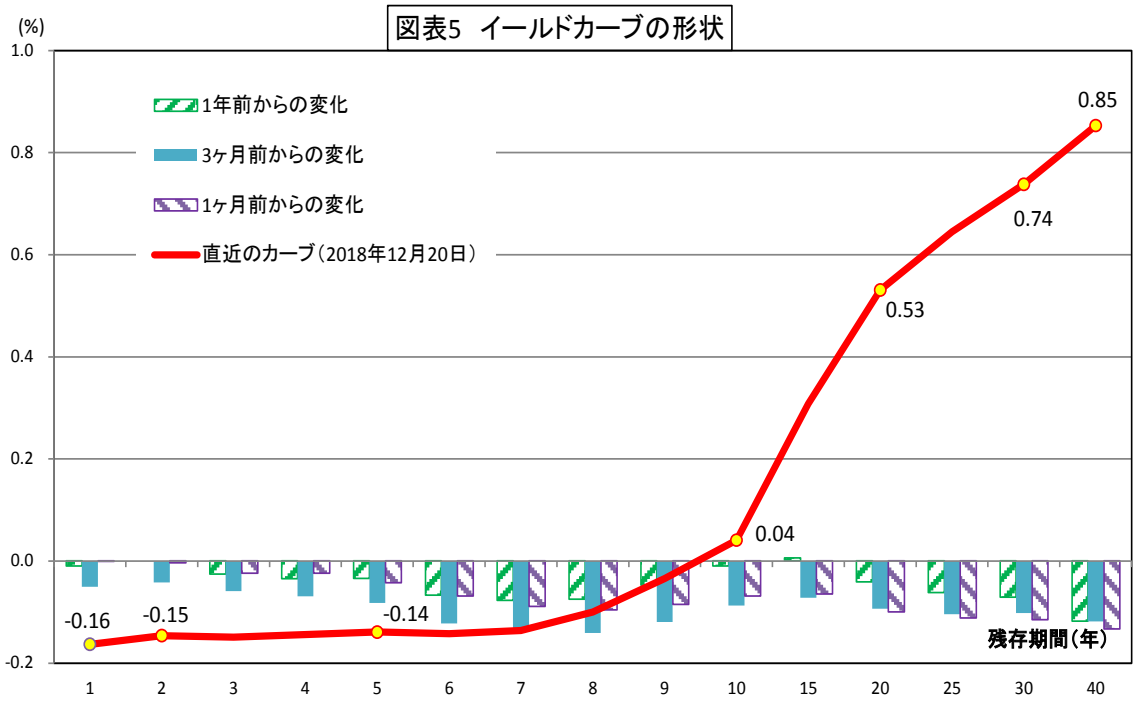
12月19～20日に開催された日銀の金融政策決定会合では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続が決定された。全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比 1%程度まで上昇率を回復させたが、エネルギー価格がこのまま鈍化・下落すれば先行き足踏みする可能性があること、加えて日銀が黒田総裁を筆頭に物価上昇率が 2%に達成するまで緩和政策を粘り強く継続すると繰り返していることを考慮すると、妥当な内容といえるだろう。

来るべき景気悪化時への対応

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%を上回るまでは現在の金融政策の枠組み（長短金利操作や資産買入れ方針）は粘り強く継続されるだろう。加えて、景気動向への配慮も必要となってくる可能性もある。

10 月の展望レポートでは物価見通しがさらに下方修正されたが、最近の原油価格を考慮すると、一段の下方修正もありうるほか、内外経済の減速感が強まれば、「外需にも支えられて、景気の拡大基調が続く」との見通しも修正を迫られることになる。万一、景気がピークアウトした場合、金融政策にも何らかの対応が求められることもありうるが、国債や ETF の買入れ増額などが検討されるだろう。

図表5 イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

金融市場：現状・見通し・注目点

10月には米国金利の急上昇への警戒が高まり、世界同時株安となったが、最近では世界経済の先行きに対する悲観論も浮上、リスクオフの流れから「株安・金利低下」が進んでいる。

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

長期金利は再び低下

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44.6%を保有するに至っている（18年6月末、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1月に導入が決定されたマイナス金利政策を受けて、長期金利（新発10年国債利回り）はマイナスが常態化したが、その後同年9月から開始されたイールドカーブ・コントロール政策に「長期金利の操作目標（10年0%程度）」が組み込まれたことで、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た。日銀は操作目標から外れないよう、金利上昇圧力が高い際には指し値オペや買入れ額増額で、低下圧力が高い際には買入れ額を減額し、巧みに調整してきた。

こうした中、日銀は7月の金融政策決定会合で「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」と称して長期金利の操作目標の柔軟運用を決定したため、10月半ばにかけて長期金利は0.1%台半ばでの推移となった。しかし、最近は株価の調整が続くなど、内外景気の先行きに対する不透明感が強まったことから、再び0%近くまで低下している。

長期金利はしばらく 0%台前半での展開を予想

なお、最近の世界経済の先行き懸念は悲観的過ぎるように思われ、それが修正される過程では金利水準が多少上昇する場面はあるだろう。特に、米国では労働市場での需給逼迫が続いており、賃金・物価の上昇圧力が高まる可能性はある。一方、国内景気に関してはソフトランディングに向かうほか、物価も鈍い状態が続くと想定されるため、金利上昇圧力は乏しい状況が続くものと思われる。

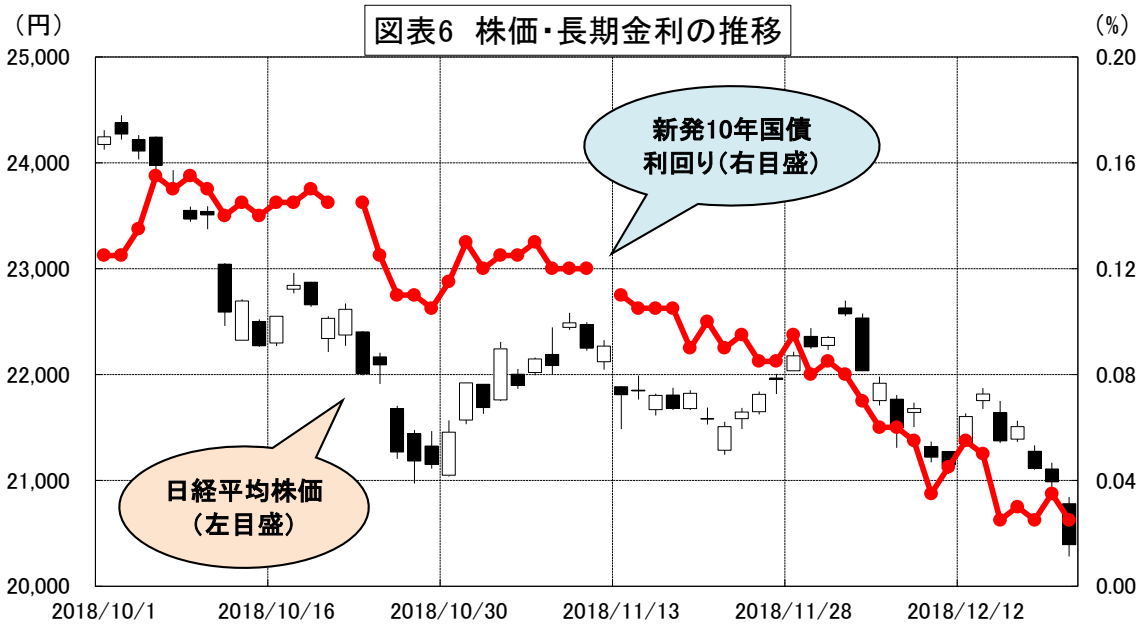
基本的に長期金利の操作目標が「10年0%程度」と設定され、変動許容幅を±0.2%としている以上、長期金利がそのレンジを外れる可能性は低く、しばらくは 0%台前半での推移となる

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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」での各年限ゾーンの買入れペースの動向が注目されるだろう。

図表6　株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成　（注）10/22、11/12の新発10年国債は出合いなし。

軟調な展開が続く

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。4 月に入ると米国株の上昇や地政学的リスクの緩和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や新興国リスクへの警戒もあり、夏場にかけて上値の重い展開が続いた。しかし、9 月には米国が中国への新たな追加関税措置を公表したが、市場で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 月上旬には一時は 24,448 円と、バブル崩壊後の最高値を再び更新した。

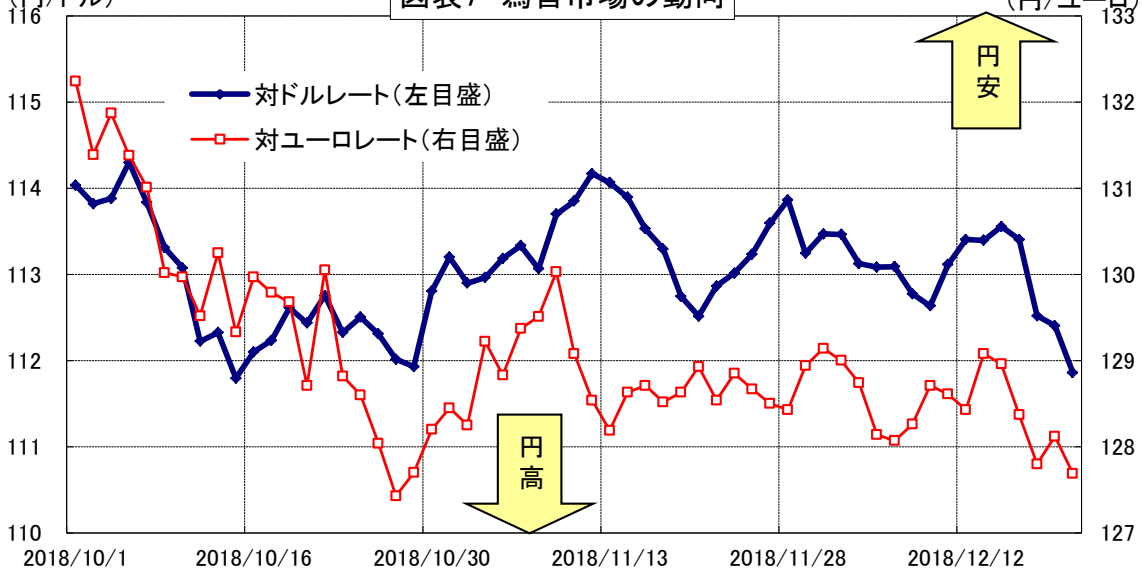
その直後、上昇を続ける米国長期金利への警戒、米中経済摩擦の悪影響などが意識され、世界的に株価が下落した。年末にかけても世界経済の先行き懸念が漂うなか、国内企業業績も下り坂との思惑も浮上、12 月下旬には 20,282 円と年初来安値を更新するなど、軟調な地合いが続いた。

先行きについては、最近の市場を覆っている悲観論はやや行き過ぎと思われ、それが後退する過程では持ち直し傾向が強ま

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ることは十分ありうる。しかし、内外景気が先行き減速する可能性は残ることから、戻りは限定的で、基本的には一進一退で推移するものと思われる。

図表7　為替市場の動向



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

方向感なく、1ドル＝110円台前半の推移

③ 外国為替市場

対ドルレートは、2月の世界同時株安や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、9月中旬以降は概ね113円を挟んだ展開が続いた。なお、足元では米国の利上げペースの鈍化を見込み、やや円高圧力が高まっている。

なお、最近はFRB関係者からハト派的な発言も聞かれるようになったとはいえ、米国であと数回の利上げは実施される公算自体は円安材料であることに変わりはない。しかし、利上げが最終局面に近づいているとの思惑が市場を支配してくれば、円高に振れやすくなることも十分ありうる。また、トランプ米大統領は米FRBの利上げ継続姿勢や中国・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、ドル高への警戒姿勢を強めている。

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、これまでと同様に、世界的に何かしら

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

のリスクが強まる場面では、円高に振れる場面を想定しておく必要があるだろう。

ユーロも 120 円台後半でもみ合い

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。こうしたなかでも、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てユーロ高が進行、一時 133 円台までユーロ高が進んだ。一方、10 月以降は伊予算案や独バイエルン州議会選での与党大敗などを受けてユーロ安となり、直近に至るまで概ね 120 円台後半で推移している。

先行きも伊予算案の問題、さらには交渉期限が迫る 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、資産買入れを終了した ECB は利上げフェーズに移行できるかが焦点となるが、世界的に景気減速が意識される中、当初「19 年夏」までは据え置くとしている期間が長引くとの観測も強まっている。

(18.12.20 現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます