情勢判断

国内経済金融

海外経済の減速を受けて足踏みが続く国内景気

～長期金利は再びゼロ近傍で推移～

南　武志

要旨

2016 年後半以降拡大に転じた世界経済・貿易が減速し始めており、輸出増を起因とする景気改善プロセスが機能しなくなりつつある。先行き、米中貿易摩擦の悪影響が顕在化してくる可能性もあるほか、企業設備投資の五輪特需も一巡し始めることから、政府の手厚い消費税対策にもかかわらず、19 年度下期以降は景気の調整圧力が高まることが予想される。年内にも景気の転換点を迎える可能性があるだろう。物価についても原油安や円高進行、さらには携帯電話通話料の引き下げや教育無償化の影響も想定され、鈍化傾向が続くものと思われる。

また、7 月の金融政策の運営柔軟化を受けて、10 月には一時 0.155%まで上昇した長期金利であったが、足元では再びマイナスになるなどゼロ近傍での展開となっている。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2019年 1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		(%)	−0.068	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0300	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06
国債利回り	20年債	(%)	0.465	0.45～0.65	0.45～0.65	0.45～0.70	0.45～0.65
	10年債	(%)	0.005	−0.05～0.10	−0.05～0.12	−0.05～0.15	−0.05～0.12
	5年債	(%)	−0.155	−0.19～−0.08	−0.18～−0.05	−0.18～0.00	−0.20～−0.05
為替レート	対ドル		109.7	103～115	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ	(円/ユーロ)	124.8	118～130	115～135	115～130	115～130
日経平均株価		(円)	20,574	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2019年1月24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。

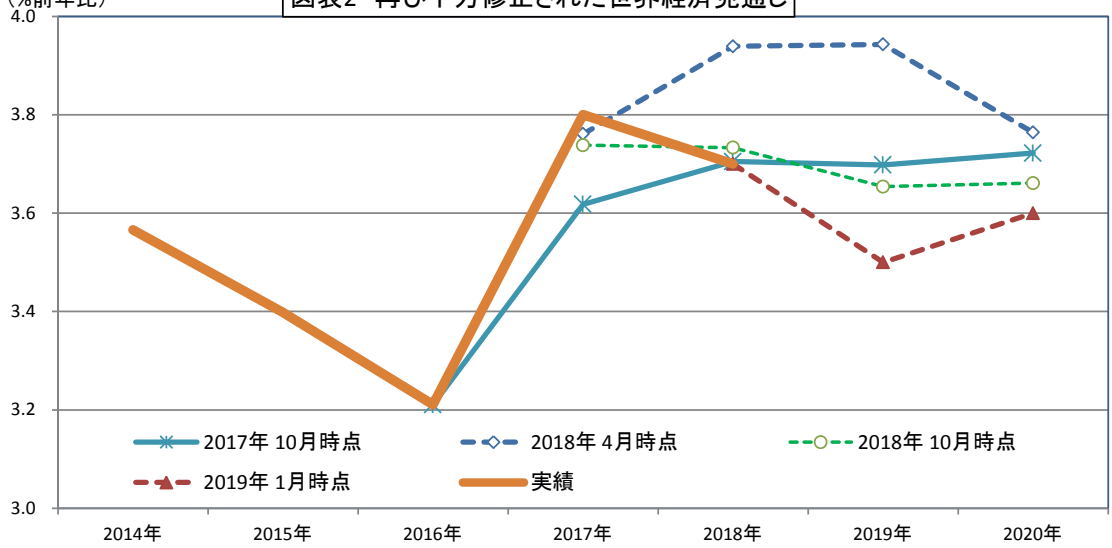
世界経済の減速が鮮明に

1 月 21 日に国際通貨基金（IMF）は世界経済見通しを公表した。副題を‘A Weakening Global Expansion（邦訳：成長の力強さを失う世界経済）’としており、2018 年（実績見込み）の世界経済全体の成長率は前年比 3.7%（17 年実績：3.8%）へ減速したとの見込みを示したほか、19 年も同 3.5%へ鈍化が続くとした。前回 18 年 10 月時点（同 3.7%）から下方修正であり、かつ下方修正は 2 回連続である。

見通しに対するリスク評価としては、下振れリスクが優勢としており、主なものとして貿易摩擦やタイト化する先進国の金融環境に加え、米国で長期化する様相を見せる政府機関閉鎖、中東・東アジアの地政学的緊張などを挙げている。

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

図表2　再び下方修正された世界経済見通し



（資料）IMF「世界経済見通しデータベース」より農林中金総合研究所作成

厚生労働省「毎月勤労統計」の不正問題

18 年にサンプル入れ替えを行った際、旧統計と新統計との段差の調整を行わなくなったため、「正しい賃金上昇率」をどう捉えればよいのか等の混乱を招いた厚生労働省「毎月勤労統計」であったが、19 年に入って長年、統計作成自体に不正があったことが発覚し、一旦閣議決定された 19 年度予算案の修正を余儀なくされた。

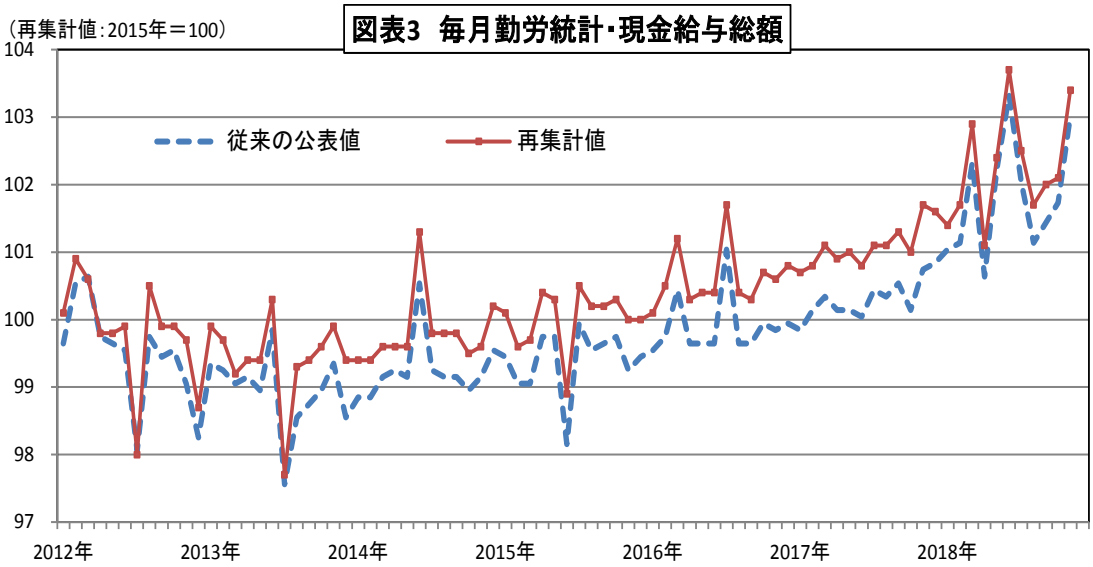
厚労省は、①少なくとも 1996 年以降、調査対象事業所数が公表資料よりも 1 割程度少なかった、①2004 年 1 月調査以降、東京都の「500 人以上規模の事業所」について抽出調査（約 3 分の 1 の事業所）をしていたが、調査年報には「全数調査」と記載していたほか、17 年の調査方法の変更承認以降は、調査計画（全数調査）に違反、③04 年以降、東京都とその他の道府県とで異なる抽出率となっていたが、集計上必要な復元処理が行われなかった、等との内容を公表している。これに伴って、04 年以降、雇用保険、労災保険、船員保険の給付の一部受給者と雇用調整助成金などを受けた一部事業者に対して追加給付が必要となった。厚労省では、「きまって支給する給与」について遡及可能な 12～17 年の再集計値と公表値との乖離幅の平均を 0.6%（18 年は 0.3%強）としているが、それを基にすると約 795 億円の追加給付（対象者は延べ 2,015 万人）が必要となり、そのための経費として一般会計予算案に 6.5 億円が追加計上される異例の事態となった（財源は赤字国債の増発）。

なお、再集計後の指数を確認する限り、従来統計と明確な違

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

いはなく、景気判断などに特段の影響はないと思われる。

図表3　毎月勤労統計・現金給与総額



（資料）厚生労働省　（注）季節調整値。水準を比較するため、従来の公表値は2015年=99.348という指数に変換。

景気の現状：足踏み、まだら模様

さて、国内経済については足踏み感の強い展開が続いている。11 月の景気動向指数・CI 一致系列は前月から▲1.9 ポイントと 2 ヶ月ぶりに低下した。鉱工業生産・出荷統計や商業動態統計が弱かったことが原因である。これに基づく基調判断は 3 ヶ月連続の「足踏み」であった。

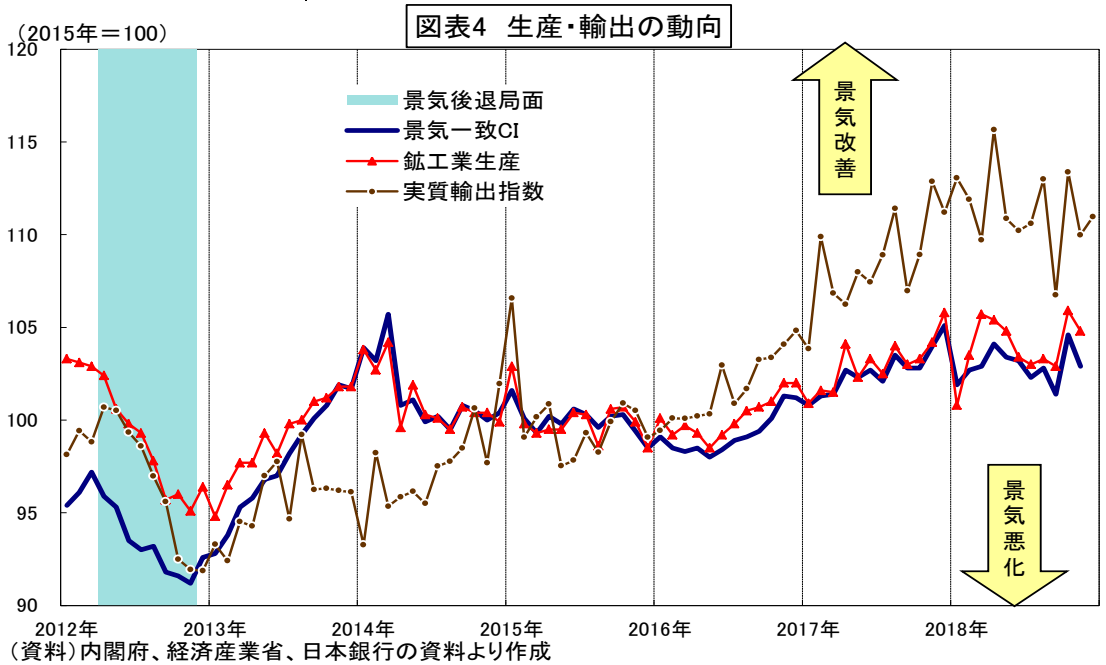
輸出については、冒頭で触れたような世界経済・貿易状況の下、停滞気味に推移している。特に、最近は中国を含むアジア向けの落ち込みが大きい。12 月の実質輸出指数は前月比 0.9%と 2 ヶ月ぶりの上昇で、10～12 月期としても前期比 1.2%と 2 四半期ぶりの上昇であった。ただし、7～9 月期（同▲1.9%）の落ち込み分は取り戻せず、総じて足踏み状態となっている。一方、11 月の鉱工業生産は同▲1.0%と、10 ヶ月ぶりに直近ピークを更新した 10 月分から再び低下、先行き 12 月の製造工業生産予測指数（経済産業省が試算した予測誤差修正ベース）も同▲0.7%（最頻値）と、引き続き低下する可能性が高い。以上のように、輸出増を起点とする景気改善メカニズムが機能しなくなりつつある。

一方、民間需要は総じて堅調といえる。日銀短観などの 18 年度設備投資計画調査は年度末が近付く中でも高い伸び率を維持しているほか、資本財出荷も増加傾向にある（10～11 月平均は 7～9 月平均を 3.1%上回っている）。消費関連の指標もこのところ持ち直しの動きが続いている。消費総合指数（内閣

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

府）、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）、総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）の 11 月分はいずれも低下したが、10～11 月平均は 7～9 月平均をそれぞれ 0.8%、0.7%、0.4%上回るなど、底堅さがある。労働需給の引き締まりを背景とした「企業から家計への所得還流」が続いていることが消費を下支えしている。

図表4　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

景気見通し：19 年度下期以降、調整色が強まる

先行きについては、19 年は米国を含めて主要国の成長減速が見込まれ、世界貿易の拡大テンポも鈍化が続くと思われるほか、米中貿易摩擦などの影響が徐々に出始めることも予想され、輸出環境はさらに厳しくなるだろう。

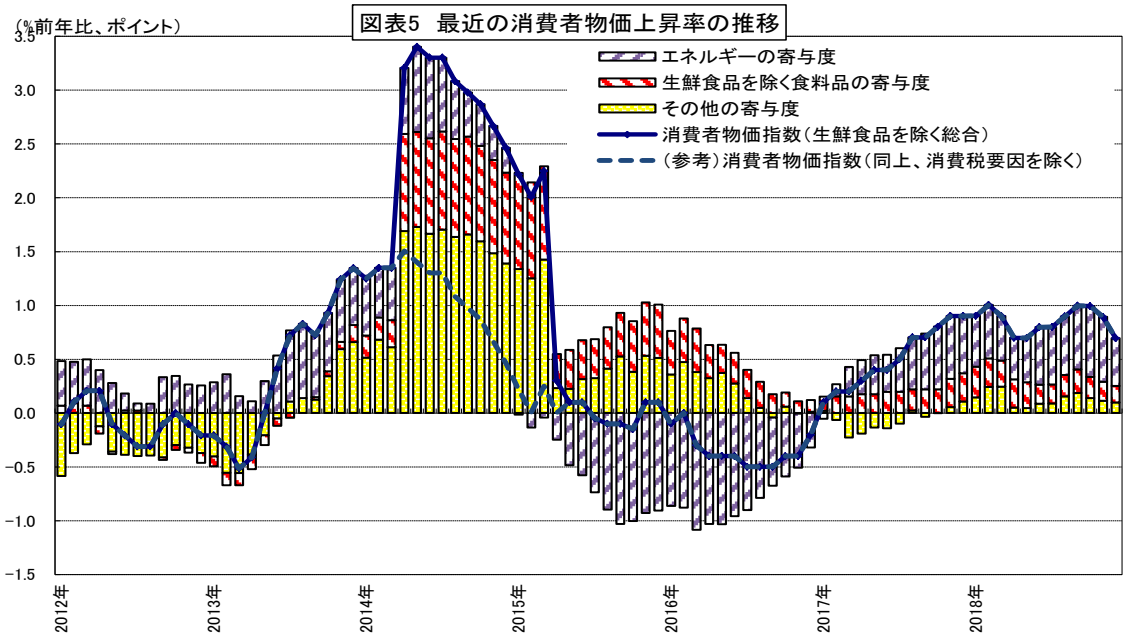
また、19 年度には五輪特需が一巡するなど、足元堅調な民間設備投資も減速する可能性が高い。さらに、人手不足感の強まりに伴い、供給制約が一段と意識されていくこと等から、19 年入り後の日本経済はソフトランディングに向けた動きが強まるだろう。それでも、19 年度前半は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の発生、新天皇即位や改元などの祝賀ムードや GW10 連休によるレジャー需要なども期待され、表面的には景気は底堅く推移するが、年度下期には一気に調整色が強まる可能性があるだろう。

なお、政府は消費税率引き上げの影響を軽減するため、18 年度第 2 次補正予算案や 19 年度当初予算案に手厚い消費税対策を準備している。税率引き上げ等により、5.2 兆円の負担増と

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

なるが、幼児教育の無償化や社会保障の充実などの支援で 3.2 兆円の受益増となるため、ネットの国民負担は 2 兆円程度に軽減されると試算されているが、加えて 2.3 兆円程度の措置を講じることで十二分に乗り越えられるとしている（今月の焦点「日本の財政⑨：2019 年度一般会計予算案」を参照）。とはいえ、外需が期待できない中、増税後の景気悪化は避けられないと思われる。

図表5　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

物価動向：エネルギー要因で先行き再び鈍化の見込み

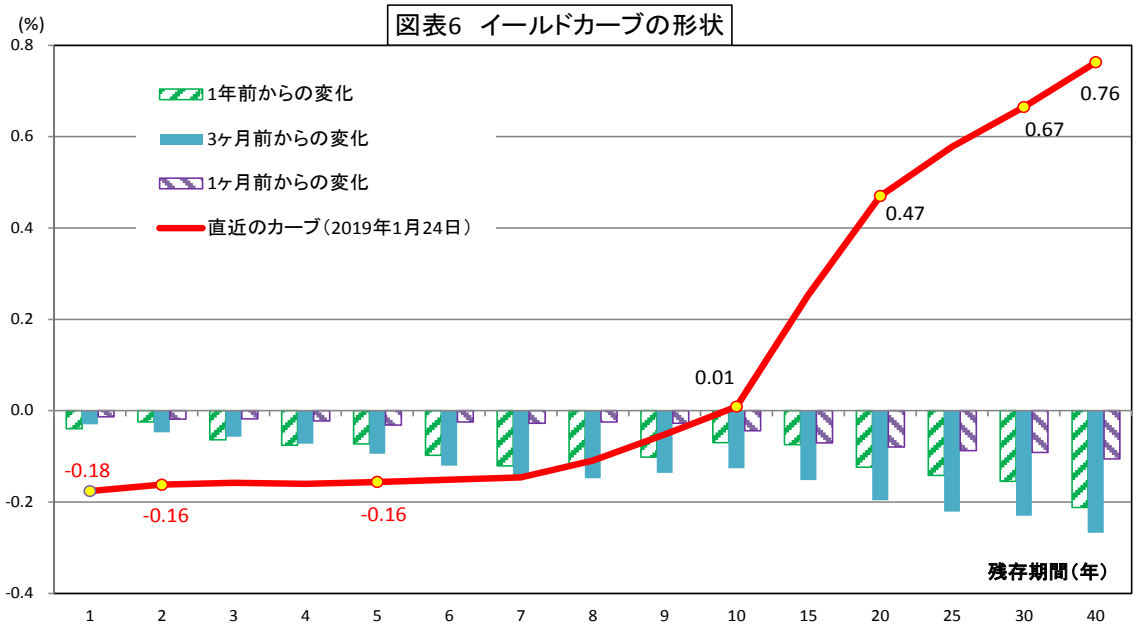
12 月の全国消費者物価指数によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比 0.7%と、上昇率は 2 ヶ月連続で鈍化した。国際原油市況の下落に伴い、石油製品の上昇率が大幅に鈍化したことが主因であり、「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」では同 0.3%と、11 月分と変わらずであった。とはいえ、需給改善に伴う物価押上げ効果が依然として鈍いことも改めて認識させられる数字である。

先行きについては、堅調な雇用環境を背景とした継続的な賃金上昇など家計所得の改善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 月以降の原油下落状態が長期化すれば、19 年度上期にかけてエネルギーの物価押下げ圧力が高まることが想定される。さらに、世界的にリスクオフが強まり、円高圧力が高まれば、国内物価をさらに押し下げるだろう。これ以外にも、菅官房長官の「現行から 4 割程度下げる余地がある」との発言がきっかけとなった携帯電話通

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

話料の引き下げや消費税率引き上げに合わせた教育無償化など、物価指数にとっては押下げ要因は少なくない。19 年度にかけて物価鈍化が続くものと思われる。

図表6　イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

金融政策：現行緩和策の継続を決定

1 月 22～23 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。物価上昇率が再び鈍化を始めるなか、日銀としては従来から物価上昇率が 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きたことを考慮すると、妥当な内容といえるだろう。

物価見通しを大幅下方修正した展望レポート

また、同時に公表された「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、経済見通しは概ね前回と同じであったが、物価見通しの大幅下方修正がされた。

経済見通しに関しては、「海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとで、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、2020 年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続く」との基本シナリオが維持された。

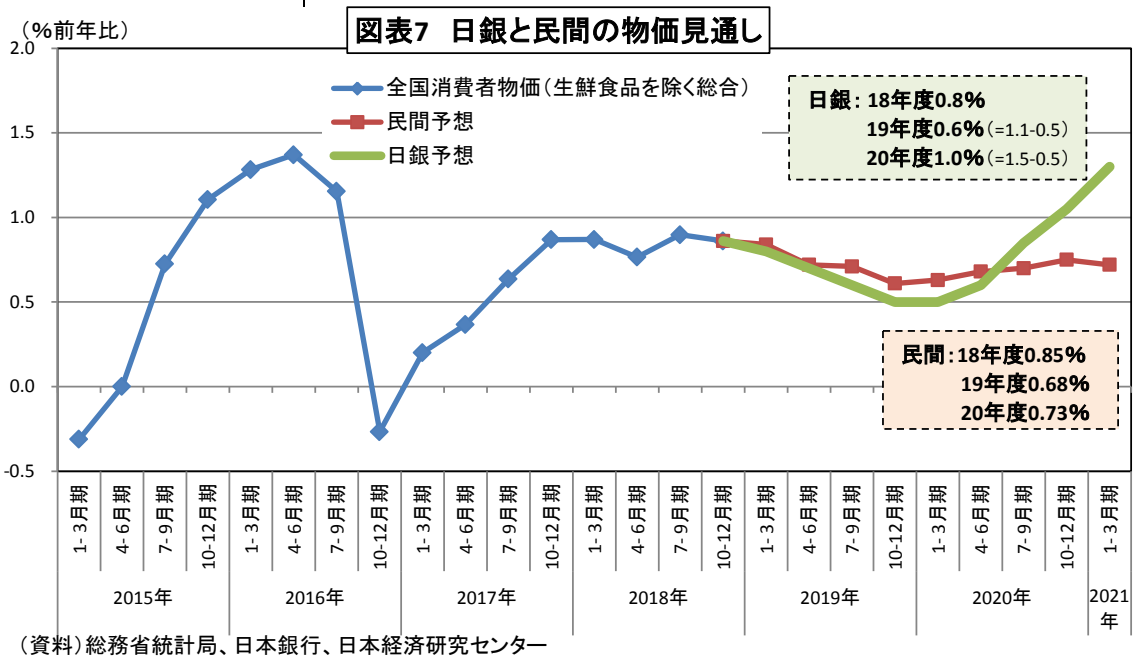
一方、物価見通しについては、「マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていく」との見方自体は不変であるが、大幅に引き下げられた。全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、消費税要因だけを除くベースを当総研が試算）では 19 年度が前年度比 0.6%、20 年度

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

が同 1.0%（消費税率引き上げの消費者物価への直接的な影響を+0.5 ポイントと想定）と、前回（それぞれ同 1.4%、同 1.5%）から大きく下方修正されている。教育無償化の影響で、19、20 年度の物価に対してそれぞれ▲0.3 ポイント、▲0.4 ポイントの押下げ効果が考慮されたほか、足元の原油安で 19 年度上期の物価上昇率に下振れ圧力がかかることが考慮されたと思われる。

改めて、2%の物価安定目標の達成がしばらく見通せる状況にないことが確認できたといえる。

図表7　日銀と民間の物価見通し



（資料）総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センター
（注）消費税率の変化を含まず、教育無償化の影響を含む。民間予想はESPフォーキャスト調査（1月）を使用、日銀予想は展望レポート（1月）をベースに農林中金総合研究所が作成。

追加緩和観測も一部で浮上

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。

ただし、先行きは景気動向への配慮も必要となってくるとみられる。万一、近い将来に景気が悪化し始めた場合、既に財政政策が手厚い消費税対策を盛り込んでいる手前、金融政策にも何らかの対応が求められることもあるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

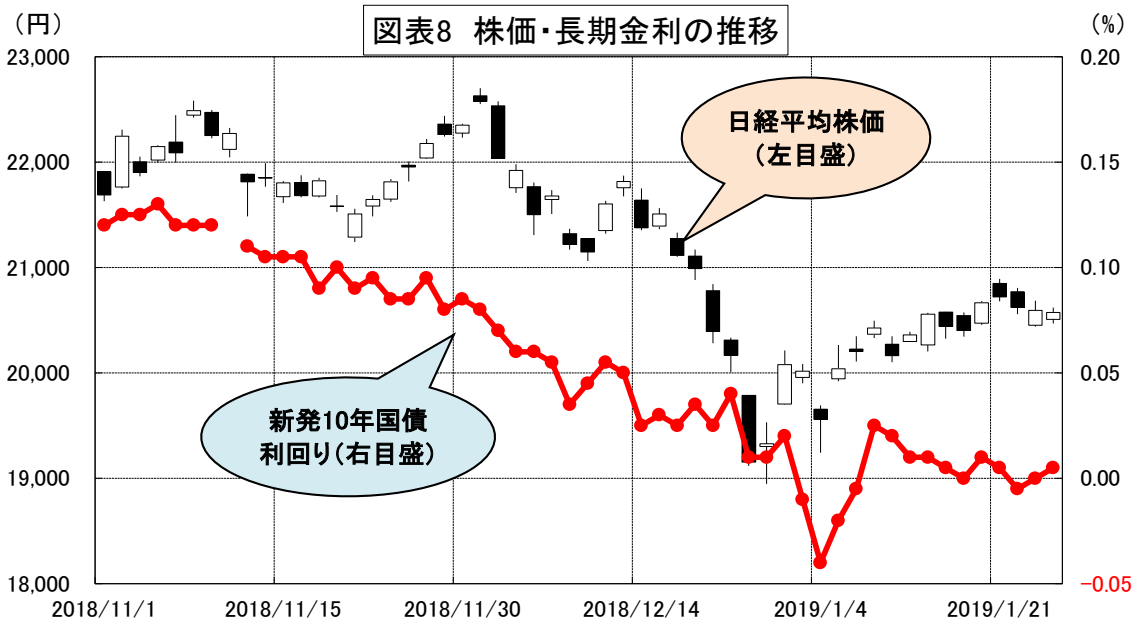
2019 年の内外金融市場は、リスクオフが強まった 18 年末にかけての流れを受け継ぎ、波乱の幕開けとなった。年末年始にかけて長期金利は水面下に沈んだほか、一時 104 円台と 10 ヶ

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

月ぶりの円高が進む中、大発会としては戦後３番目の下げ幅を記録した。その後、相場は持ち直しつつあるが、戻りは鈍い。

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。

図表8　株価・長期金利の推移



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

長期金利はゼロ近傍で推移

① 債券市場

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」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、それ以降の長期金利は概ね 0%を中心とする狭いレンジ内での展開が続いている。18年７月の金融政策決定会合では「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、長期金利の変動幅をそれまでの倍程度（±0.2%）まで許容したが、折からの内外景気の改善基調や米長期金利の上昇等を受け、金利上昇圧力が掛かり、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、年末にかけては世界的に株価の調整圧力が高まり、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、金利水準は低下し、イールドカーブ全体もフラット化が進んだ。1月４日には一時２年２ヶ月ぶりに▲0.05%まで低下した。その後はゼロ近傍での推移となっている。

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きたことから、発行残高の45.7%を保有するに至っている（18年９月末、国庫短期証券は含まず）。その

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

結果、国債需給は引き締まっており、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た。最近は国債買入れ額が縮小しており、18 年の国債保有残高の増加額は 38 兆円にとどまったが、そうした状態に変わりはない。

長期金利はしばらく 0%台前半での展開を予想

先行き、内外景気の減速が予想されており、物価も鈍化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。

② 株式市場

軟調な展開が続く

10 月上旬には一時 24,448 円と、バブル崩壊後の最高値を再び更新した日経平均株価であったが、その直後に、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。年末年始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、日経平均は 12 月 25 日には 20,000 円を割り、翌 26 日には一時 19,000 円割れとなるなど、年初来安値を更新、軟調な地合いが続いた。19 年初も、米アップル社の業績下方修正を嫌気して米株価が急落したことを受けて、2 万円割れでのスタートとなったが、その後は過度な悲観論が払拭され、緩やかに持ち直す動きも散見されている。

ただし、先行きは内外景気の減速、さらにはピークアウトが意識されていることから、目先の戻りは限定的で、一進一退での推移が続くものと思われる。

③ 外国為替市場

円高圧力が意識される展開

対ドルレートは、18 年下期にかけて概ね 1 ドル＝110 円台前半での推移が続いたが、米国の着実な利上げペースを織り込む格好で、基調としてはドル高気味の展開であった。

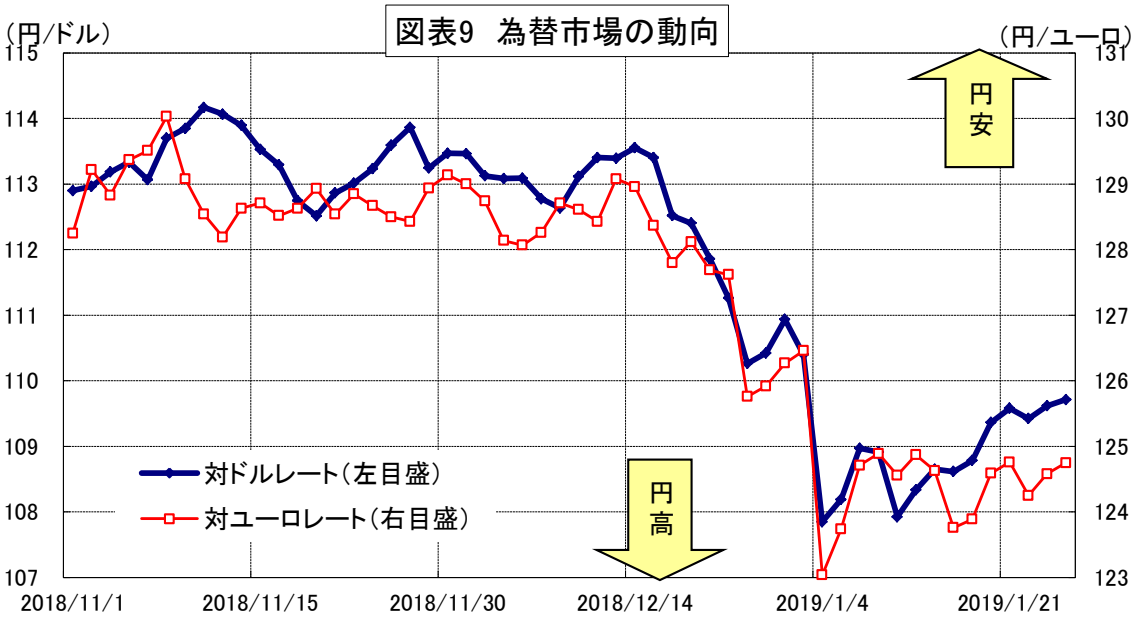
最近は市場参加者から米国の利上げ打ち止め、さらには 20 年の利下げ予想も浮上するなど、FRB が 18 年 12 月に示した「あと 3 回（75bp）の利上げ」予想を疑問視する意見が強い。仮に、現状堅調とされる米国経済の減速を示唆するような指標が出れば、円高圧力が高まることは十分ありうる。さらに、トラン

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

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。

先行き、年末年始にかけて市場に蔓延した過度な悲観論は払拭されつつあり、基調としては 110 円前後を中心レンジとした展開が続くとみる。ただし、これまでと同様に、世界的に何かしらのリスクが強まる場面では、円高に振れる場面を想定しておく必要があるだろう。

図表9　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。

120 円台前半までユーロ安が進行

一方、18 年入り後、対ユーロレートは概ね 130 円前後での展開が続いた。量的緩和の終了やその先の利上げ開始など欧州中央銀行の金融政策に関する思惑や各国の政治情勢、さらには財政赤字幅を巡って欧州委員会と対立したイタリア予算案などが材料視された。一方、12 月中旬以降、世界的にリスクオフが進む中、円買い圧力が強まり、19 年初には 1 年 9 ヶ月ぶりとなる一時 118 円台まで円高ユーロ安が進んだ。その後も、120 円台前半での展開が続いている。

先行きも、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。

（19. 1. 25 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