

輸出減の影響が消費・設備投資にも徐々に波及

～大型連休の経済効果への期待と懸念～

南 武志

要旨

IMF 世界経済見通しが 3 回連続で下方修正されるなど、世界経済・貿易の先行き減速懸念は根強い。輸出頼みの景気拡大を続けてきた日本経済でも、ここに来て 18 年度入り後の輸出減の影響が設備投資や消費に波及し始めており、景気への警戒感が高まっている。4 月後半からの大型連休や改元に対する期待も一部でみられるが、家計所得の増加ペースは依然鈍く、消費の底上げ効果は乏しいだろう。消費税率が引き上げられる 19 年度下期以降は景気悪化が一段と高まると予想される。また、物価についても、需給改善による押上げ効果が乏しいなか、先行きは携帯電話通話料の引き下げや教育無償化政策の影響も想定され、しばらくは低調な動きが予想される。

こうしたなか、2 月以降、長期金利は概ねマイナス圏での推移が続いている。大規模な緩和策の開始から 7 年目に入った日本銀行は粘り強く現行政策を継続する方針であるが、状況次第では追加緩和の検討を迫られかねない。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2019年				2020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 (%)	-0.072	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0500	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06	
国債利回り	20年債 (%)	0.385	0.20～0.50	0.15～0.45	0.10～0.45	0.20～0.50
	10年債 (%)	-0.030	-0.15～0.05	-0.15～0.05	-0.20～0.00	-0.15～0.05
	5年債 (%)	-0.155	-0.20～-0.10	-0.20～-0.10	-0.25～-0.10	-0.20～-0.08
為替レート	対ドル	111.9	100～115	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	125.9	115～135	115～130	115～130	115～130
日経平均株価 (円)	22,200	22,000±1,500	20,500±1,500	19,500±1,500	19,500±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)

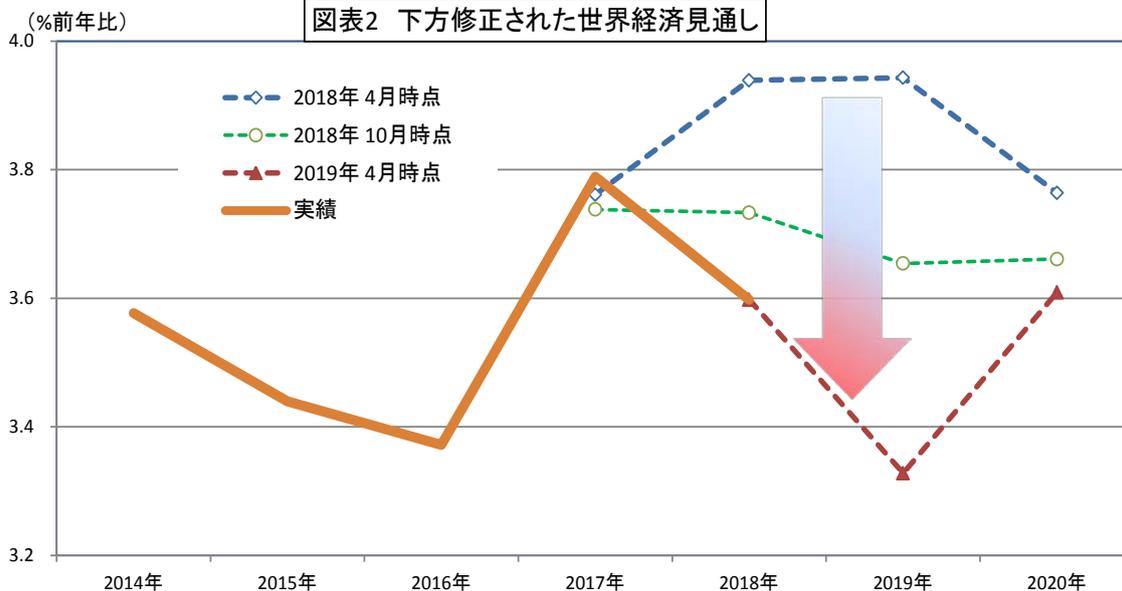
(注)実績は2019年4月19日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

3 回連続で下方修正された世界経済見通し

世界銀行との合同総会や G20 財務大臣・中央銀行総裁会合を前に、国際通貨基金 (IMF) は 9 日、世界経済見通しを公表した。副題は ‘Growth Slowdown, Precarious Recovery (邦訳：減速する経済成長、再加速は不確実)’ であり、総論としては 2018 年後半から続く世界経済の伸び悩みは 19 年前半にかけて継続するとの見通しを示した。また、19 年の世界経済全体の成長率は 3.3% と、スロートレードの影響で低成長となった 15～16 年 (ともに 3.4% 成長) を下回る見通しとなるなど、前回 19 年 1 月時点 (同 3.5%) から下方修正された (下方修正は 3 回

連続)。一方、19 年後半には改善が期待されており、20 年は 3.6%に持ち直すとしている。とはいえ、貿易摩擦、中国経済、ブレグジット、イタリアなどの懸念が指摘されるなど、下振れリスクは少なくない。

図表2 下方修正された世界経済見通し



(資料)国際通貨基金「世界経済見通しデータベース」

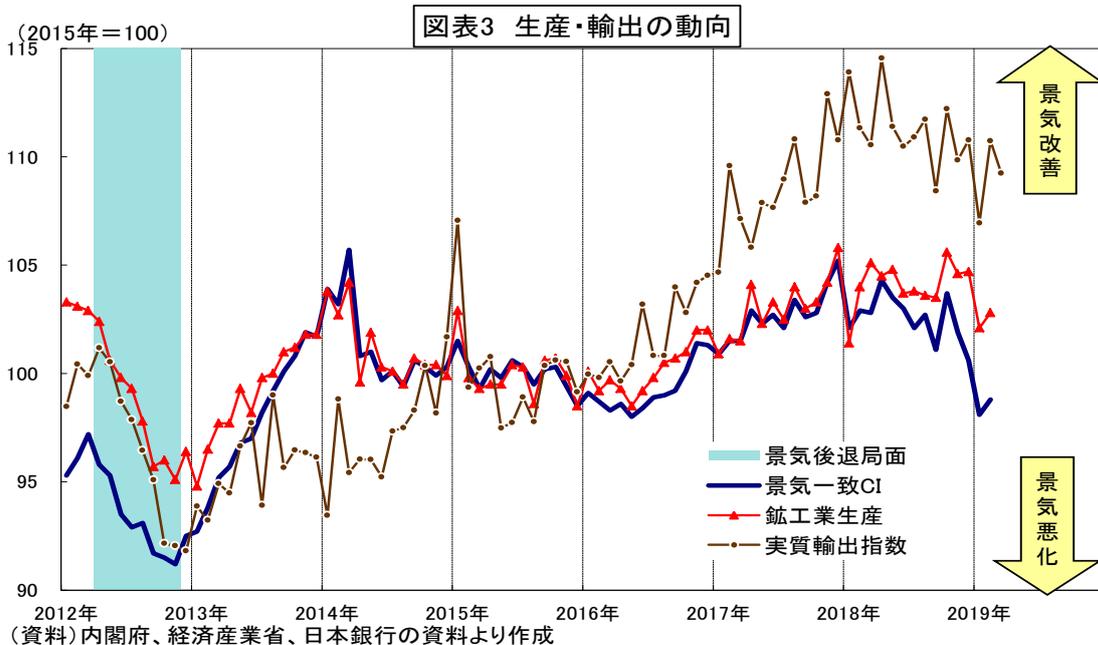
日米貿易協議がキックオフ

さて、米中通商協議が大詰めを迎えようとするなか、4月15、16日(現地時間)に日米間での新たな貿易協定締結に向けた初の閣僚級会合が開かれた。米トランプ大統領は来年秋の大統領選での再選を目指し、公約を着実に果たす方針である。しかし、連邦議会にねじれ現象が生じているため、強い権限が与えられている外交政策(安全保障、通商を含む)に比重を置いたスタンスをとっている。安倍首相との良好な関係から、日本はこれまでディール外交の対象にはならずに来たが、大統領選当時から「貿易赤字で海外に雇用機会が流出している」との主張は変わっておらず、カナダ・メキシコ、中国の次の交渉相手として、日本やEU(特にドイツ)が浮上していた。

貿易交渉での主な対象は自動車(主に日本の輸出)や農産物(主に日本の輸入)とされ、既に交渉が本格化した模様だが、Eコマース、データ取引などのデジタル分野も加わることとなった。日米間の貿易動向をみると、対米貿易黒字(18年度:6.5兆円)と対米自動車輸出(同:5.5兆円、含む自動車部品)は連動して動く傾向にあり、(他の条件が一定という前提の下)仮に対米自動車輸出を全て現地生産に切り替えた場合、日本の

対米貿易黒字は大幅に縮小するほか、米国の雇用増にも好影響が及ぶとみられる。また、環太平洋パートナーシップ協定（TPP）や日 EU 経済連携協定（EPA）の発効で、TPP から離脱した米国産の農産物是对日輸出環境が悪化したため、米国は競争条件の公平化を求めており、農産物関税の引き下げ限度を TPP 水準とすることで一致したと報じられている。

一方、米国は輸出を有利にするように通貨安を誘導する為替操作を禁じる「為替条項」を協定に入れることを求めているとされる。同様の条項は、18年11月末に3ヶ国の首脳で署名された USMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）にも盛り込まれている。日本銀行は非常に強力な金融緩和を継続しているが、状況次第では金融政策運営の柔軟性を阻害しかねないだけに、日米財務相会談など今後の交渉内容が注目される。



景気の現状：輸出の弱さが内需にも波及

冒頭で紹介した IMF 世界経済見通しでは、日本の成長率見通しも下方修正されたが、最近発表された国内の主要経済指標からも軟調に推移していることが確認できる。3月の実質輸出指数は前月比▲1.4%と2ヶ月ぶりの低下で、1～3月期としても前期比▲1.8%と2四半期ぶりのマイナスとなった。また、鉱工業生産も1～2月分は10～12月平均を▲2.4%も下回っており、軟調な展開となっている。日銀短観（3月調査）からは、代表的な大企業製造業の景況感が大きく悪化したことが見て取れる。

**経済見通し：低調
続き、19年度下期
以降は調整色強ま
る**

**注目が集まる大型
連休の経済効果**

また、堅調だった設備投資関連の指標も最近は陰りが見える。2月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比1.8%と4ヶ月ぶりの増加だったが、1～3月期は2四半期連続の減少となる公算で、18年半ばをピークに調整局面に入った可能性は否めない。日銀短観の19年度設備投資計画調査は過去2年と比べて凡庸な内容で、企業の設備投資意欲は慎重化している。

さらに、これまでのところ、19年春闘はほぼ前年並みの妥結内容であり、緩やかな持ち直しにとどまっている消費の本格回復も期待できる内容ではない。政府は今秋予定する消費税率引き上げに向けて万全の態勢を整えたが、消費者の先行き不安解消には至っていない。

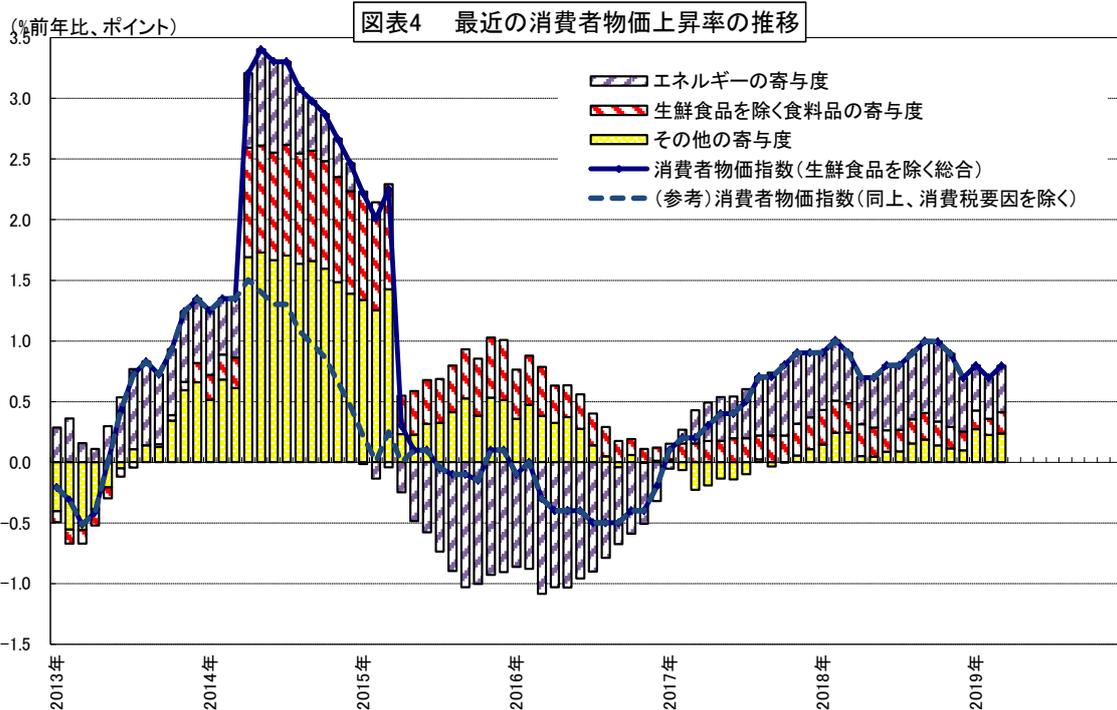
先行きについては、冒頭のIMF世界経済見通しやOECD景気先行指数、WTO世界貿易予測指数（WTOI）などを踏まえると、当面は世界経済・貿易の低調さが残ると予想される。最近では政策発動によって中国経済の底入れ期待も浮上しているが、米国による対中国追加関税措置は継続される可能性があるほか、中国自身が調和のとれた中成長への移行を重視していることもあり、かつてのような成長加速は想定されず、輸出環境の好転は遅れるものと思われる。こうした動きは、企業設備投資の減速につながるほか、「企業から家計へ」の所得還流を弱め、消費の抑制にもなりかねない。

当総研が3月に公表した「2018～20年度改訂経済見通し」では、日本経済は18年秋以降、マイルドな景気後退局面に入った可能性が高く、しばらくその低調さが残るとの見通しを示している。特に、消費税率引上げ後の19年度下期は調整色が一段と強まる可能性が高いだろう。

さて、皇位継承に伴い、即位の日である5月1日を今年に限って国民の祝日としたことによって、4月27日から5月6日にかけては暦の上では10連休となる。こうした大型連休はレジャー消費などを刺激すると考えられ、その呼び水効果が期待されている。また、一世一元となった明治以前は凶事の影響を断ち切るための改元もされた経緯があったが、新元号「令和」になることで、停滞気味だった「平成」からのリセット効果を見込む意見もある。最近では改元に着目した商品・サービスの提供も散見され、一定の消費喚起も想定される。

一方、金融資本市場が長期にわたった休場となることで、万

一の際の対応にも警戒感が高い。また、休業日の増加によって製造業などでの生産活動が落ち込むのは不可避であるほか、収入が減少する労働者も少なからず発生するとみられる。そもそも所得の増加テンポが鈍く、最近では消費マインドも悪化傾向にあることから、連休後の消費に反動減がでる可能性も否定できない。大型連休・改元・新天皇ご即位などに関連して消費が盛り上がったとしても、その効果の持続性はそれほどないのではなかろうか。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：先行き鈍化の見込み

3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0.8%と、再び上昇率の持ち直しが見られた。ただし、その主因は国際原油市況の持ち直しや円安などによってガソリン価格が再び上昇に転じたことによるものであり、消費の活性化によって需給が引き締まり、値上げが起きたわけではない。実際、「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」は同0.4%と、1、2月と変わらなかった。

先行きについては、上述の通り、改元や新天皇ご即位に伴う祝賀ムードも消費を盛り上げる可能性がある。さらに、消費税率の引上げを10月に控え、19年度上期は一定の駆け込み需要が発生することも見込まれる。

一方、エネルギー価格は19年後半には物価押下げ要因に転

金融政策：7年目に入 った量的・質的 金融緩和

じる可能性があるほか、自由貿易協定の発効による輸入関税の引き下げもまた輸入品の値下げにつながると思われる。さらに、携帯電話通話料の引下げや教育無償化政策など、物価指数にとっては押下げ要因は少なくない。19年度も物価は低調に推移すると思われる。

2013年4月4日に導入された「量的・質的金融緩和（以下、QQE）」は7年目に突入した。全国消費者物価で前年比2%と設定された物価安定目標の早期達成を目指すという日本銀行の強い意志とともに、それを実現するため、前代未聞の規模での国債やリスク性資産の買入れといった大規模な緩和措置を導入することで、根雪のように凍りついたデフレマインドを払拭させようという試みであったが、現時点では1%の物価上昇率すら安定的に達成できてない。もちろん、効果は全くなかったわけではなく、こうした極めて緩和的な政策の下、1ドル=70円台という超円高状態から解放され、非常に緩やかではあったものの、国内景気は比較的良好な状態が長期間維持された。

しかし、大胆な金融緩和を続けても経済・物価に「劇的な」改善がもたらされなかったか、について、日本銀行は16年9月の「総括的検証」で「①原油価格の下落、②消費税率引き上げ後の需要の弱さ、③新興国経済の減速とそのもとの国際金融市場の不安定な動きといった外的な要因が発生し、実際の物価上昇率が低下したこと、その中で、もともと適合的な期待形成の要素が強い予想物価上昇率が横ばいから弱含みに転じたこと」を主な要因として挙げている。その検証を踏まえ、日銀は「マイナス金利付きQQE」を「長短金利操作付きQQE」へと衣替えをし、18年7月には緩和策の持続性を高めるための補強（運営の柔軟化）とフォワードガイダンスの導入を決定し、現在に至っている。

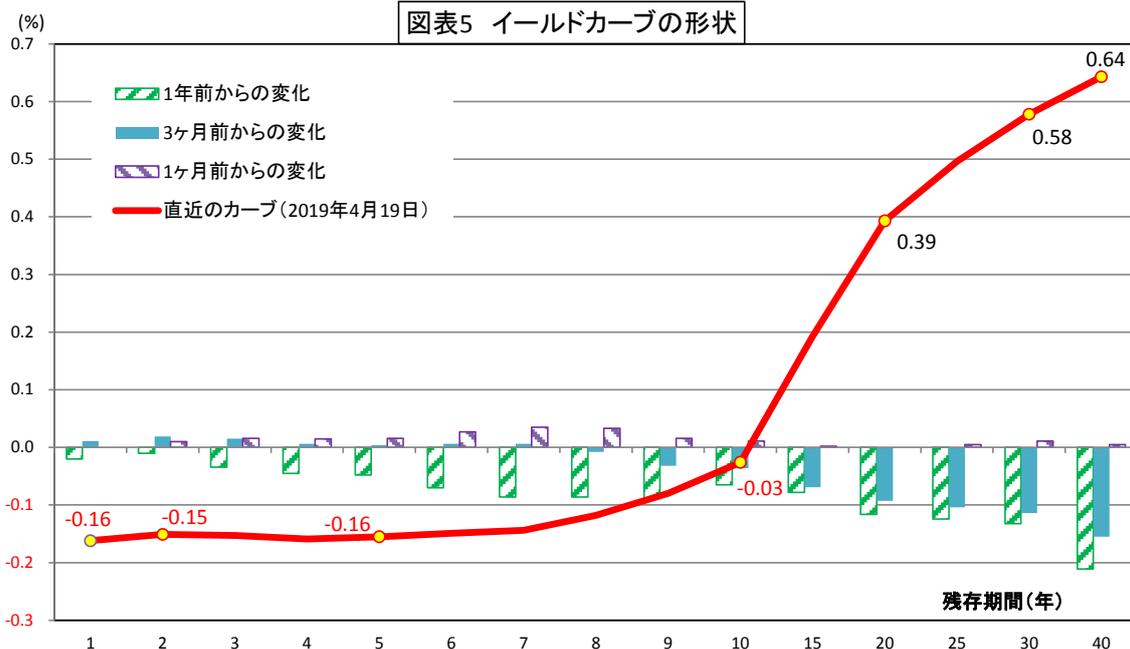
追加緩和の可能性 も

今後の政策運営については、「景気は緩やかに拡大」との景気認識と「拡大を続ける」との見通し、また物価も「2%に向けて徐々に上昇を高めていく」との見通しを踏まえると、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けるというスタンスを維持することが現時点では可能性が高い。

しかし、今後は景気への配慮も必要となってくるとみられる。当総研の見通しのように、10月に予定する消費税率の引上

げを機に景気悪化が明確となった場合、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可能性は十分あるだろう。黒田総裁は国会答弁の中で、追加緩和の手段として長短金利目標の引き下げ、資産買入れの拡大、マネタリーベース拡大ペースの加速を挙げているが、それらが物価押し上げに対してどれほどの効果があるかについて市場参加者が疑問視しているのは否定できない。

図表5 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

金融市場：現状・見通し・注目点

繰り返し述べたように内外経済の先行き不透明感は根強いが、主要各国で最近発表されている経済指標は事前予想を上振れるものも少なくなく、市場では景気悪化懸念が後退する場面が見られた。そのため、内外金融資本市場はリスクオンの流れが継続、「株高・円安・金利上昇」となっている。

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

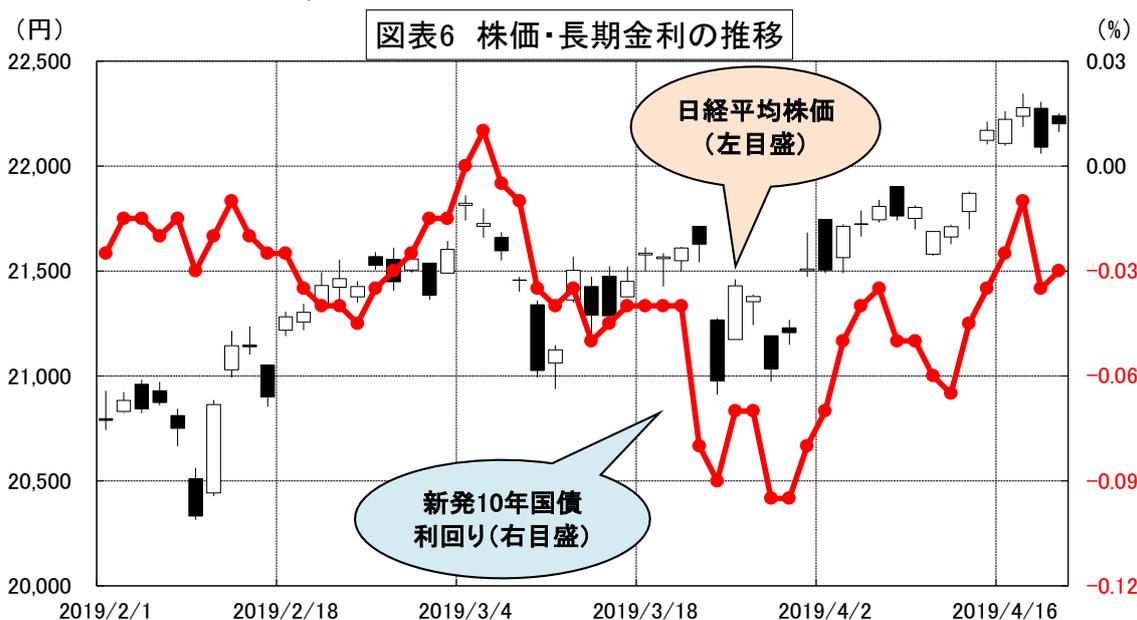
金利のマイナス幅が縮小

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。さらに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、内外景気の改善傾向や米長期金利の上昇、さらには日銀が長期金利の誘導目標を徐々に引き上げていくとの思惑を受けて、金利水準は上昇、10月半ばにかけての長期金利は0.1%台半ばでの推移となった。

しかし、その後は内外景気の先行き懸念が急浮上し、リスクオフの流れとなったことから、金利水準は再び低下、同時にイールドカーブのフラット化も進んだ。2月以降、長期金利は概ねマイナス圏で推移しているが、年度末にかけては米政策金利が年内据え置き公算が高まったほか、世界経済への懸念も強く、長期金利は一時2年7ヶ月ぶりに▲0.1%まで低下した。

しかし、4月に入ると、米経済指標の好転なども手伝って、先行き懸念が解消に向かっており、金利のマイナス幅は徐々に縮小する方向にある。



当面ゼロ近傍での展開

ただし、先行きについては、内外景気の減速懸念は払拭できないほか、物価も低調に推移すると思われることから、追加緩和の思惑は燻り続け、一定の金利低下圧力は残るとされる。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て動く可能性は低いが、しばらくはマイナス寄りのゼロ近傍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」

年初来の高値圏で推移

ドル円は 112 円前後まで円安進行

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

日経平均株価は、18年10月上旬に24,448円とバブル崩壊後の最高値を更新したが、直後から米国長期金利の上昇への警戒、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。世界経済の先行き懸念が漂うなか、年末にかけて国内企業業績も下り坂との思惑も浮上、日経平均株価は一時19,000円を割るなど、軟調な地合いが続いた。19年初も、アップル・ショックによる米株価急落を受けて、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たほか、米国の利上げ打ち止め観測がリスクオンの流れにつながり、株価の持ち直しが続いている。直近は4ヶ月ぶりに22,000円台を回復、かつ年初来高値を更新するなど、底堅く推移している。

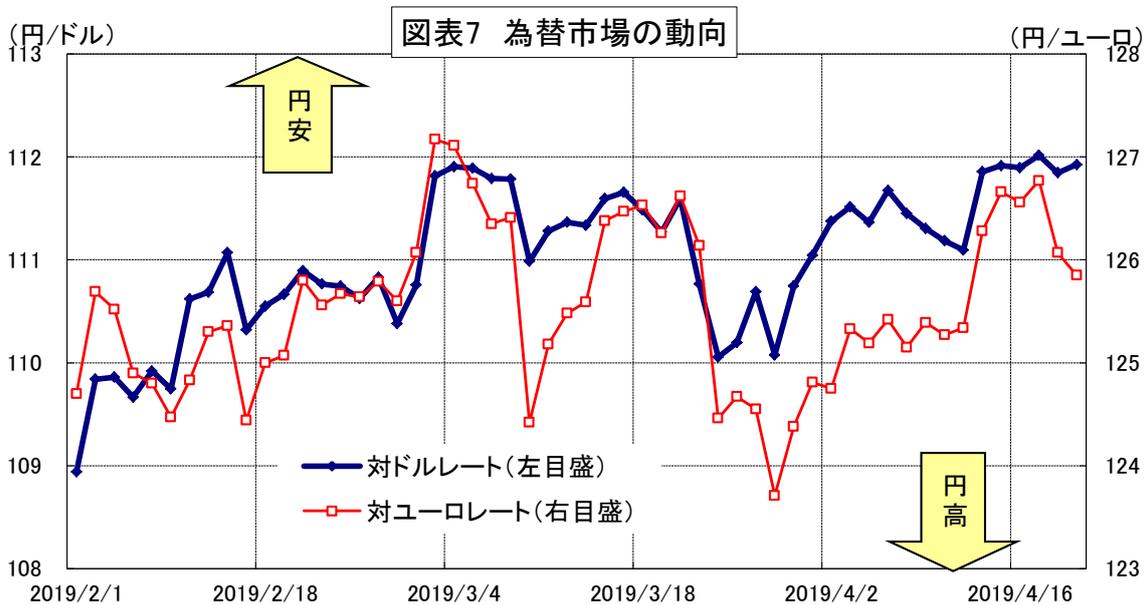
ただし、先行きは内外景気の減速や輸出製造業を中心に業績悪化も意識されることから、徐々に上値の重い展開になっていくと予想される。特に19年度半ば以降は調整色が強まるものと思われる。

③ 外国為替市場

対ドルレートは、18年下期にかけて概ね1ドル=110円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。一方、18年末にかけて、市場参加者から米国の利上げ停止、さらには20年の利下げ予想も浮上したことから、円高ドル安の流れが強まり、年初にはアップル・ショックも加わり、一時104円台まで急伸する場面もあった。しかし、それ以降は過度な悲観論が後退したほか、米FRB関係者のハト派寄りの発言が好感されたことでリスクオンの流れが続いた。さらに3月FOMCではハト派色の強い内容となったこと、さらに世界景気の悪化懸念の後退等を受けて、円安気味に推移しており、直近は112円前半と4ヶ月ぶりの水準となっている。

一方、最近では欧米中銀が正常化に向けた動きを一旦中断するなど、これまでの円安を支えてきた環境に変化もみられる。労働需給の逼迫状態が続く米国において利上げ再開を正当化させるほど物価・賃金の上昇圧力が高まらない限り、一方的に円安が進行すると想定するには無理がある。また、持続的な円安進行に対しては米トランプ政権から風当たりが強まることも

予想される。それゆえ、当面の対ドルレートは概ね 110～113 円のレンジでの展開になるだろう。



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

対ユーロレートは 120 円台後半で推移

また、対ユーロレートについては、19年初には一時 118 円台と 1 年 9 ヶ月ぶりに円高ユーロ安となったが、その後は過度な警戒感が後退、世界的なリスクオンの流れから、120 円台半ばを中心としたレンジ相場となっている。当初 3 月末とされたブレグジットの交渉期限が 10 月末に先送りされ、「合意なきブレグジット」への警戒が後退したことも好感された。

ただし、政治リスクや「合意なきブレグジット」への警戒は残っていることから、持続的なユーロ高となる可能性は薄いだろう。

(19. 4. 19 現在)