情勢判断

国内経済金融

1～3 月期は高成長だったが、内容はむしろ悪い

～「悪化」と「緩やかな回復」で割れた景気認識～

南　武志

要旨

米国が保留していた追加関税率の引上げを実行に移し、中国側も報復措置を発表するなど米中摩擦が再燃、内外マーケットではリスクオフが強まった。それまで濃厚だった「年後半の世界経済回復シナリオ」が厳しくなったとの見方が強まっており、景気後退局面入りを示唆する経済指標が散見される日本経済にとって厳しい状況になりつつある。

先行きは、輸出の減少基調が続く中、消費税率の引き上げが予定される 19 年 10 月までは消費など国内需要に目立った悪化は避けられるとみられるが、下期以降は景気調整圧力が一段と高まると予想される。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、年度下期以降は大きく鈍化するだろう。

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。4 月の金融政策決定会合で日本銀行はフォワードガイダンスの明確化に加え、強力な緩和策継続のための措置を講じる決定をしたが、今後の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

項目 ＼ 年／月			2019年 5月（実績）	2019年 6月（予想）	2019年 9月（予想）	2019年 12月（予想）	2020年 3月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	−0.042	−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	(%)	0.320	0.20～0.45	0.15～0.45	0.10～0.45	0.20～0.50
	10年債	(%)	−0.080	−0.15～0.00	−0.15～0.00	−0.20～0.00	−0.15～0.05
	5年債	(%)	−0.180	−0.20～−0.10	−0.20～−0.10	−0.25～−0.10	−0.20～−0.08
為替レート	対ドル	(円/ドル)	109.4	100～115	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ	(円/ユーロ)	122.4	115～135	115～130	115～130	115～130
日経平均株価		(円)	21,260	21,000±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5月28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。

米中摩擦の再燃で高まる世界経済への懸念

新天皇陛下の即位などもあり、暦の上で 10 連休となった今年の GW であったが、連休最後になってトランプ米大統領が約 2,000 億ドル相当の中国製品に対する追加関税率を 10%から 25%に引き上げる意向を表明したことで米中貿易摩擦が再燃した。15 日には、中国通信機器大手 Huawei を念頭に、国家安全保障上のリスクがある企業の販売する通信機器の調達を禁じる大統領令に署名した。一方の中国も、追加関税発動に対する報復措置を発表するなど、米中摩擦はエスカレートしており、さながら貿易戦争の様相を見せている。

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

この結果、5 月初頭まで根強かった「年後半の世界経済回復シナリオ」が危うくなってきた。経済協力開発機構（OECD）が 5 月 21 日に発表した最新の経済見通しでは、激化する米中摩擦により 19 年の世界経済の成長率を下方修正したほか、国際通貨基金（IMF）のチーフエコノミストであるギータ・ゴピナート氏らもこれらの問題が短期的に世界全体の GDP を 0.3%ほど押し下げる可能性があると警告している（IMF はより詳細な分析を 6 月早々にも G-20 Surveillance Note で公表する予定）。

1～3 月期は年率 2.1%の高成長だが、内容はむしろ悪い

米中摩擦の激化や世界経済の減速などが国内景気に与える悪影響が懸念される中、10 月に予定する消費税率引上げの最終判断材料の 1 つと目されていた 1～3 月期の GDP 第 1 次速報が公表された。「マイナス気味のゼロ成長」という事前の市場予想に反し、実質成長率は前期比年率 2.1%と 2 四半期連続のプラス成長となり、見掛け上は高めの成長となった。菅官房長官は「引き上げる方針は変えない」と述べたものの、内容を詳細にみると不安を抱えていることもまた確かである。

実際、消費、企業設備投資、輸出といった主要な需要項目がすべて減少しているほか、成長率を大きく押し上げた輸入減はもとを正せば国内需要の鈍さが背景にあり、状況はむしろ悪いようにみえる。ちなみに 1～3 月期の全産業活動指数は前期比▲0.5%の低下であった。

図表2 実質GDPと全産業活動指数

(資料)内閣府経済社会総合研究所、経済産業省

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

景気の現状：後退の可能性が濃厚に

また、3月の景気動向指数によれば、CI一致指数は前月から▲0.9ポイントと2ヶ月ぶりの下降で、3ヶ月後方移動平均も5ヶ月連続の下降となった。これを受けて、景気の基調判断は後退の可能性が高いことを示す「悪化」へ下方修正された。この判断は13年1月以来であるが、過去の2回の景気後退期ではいずれも「悪化」だったことに留意する必要がある。10月の消費税率引き上げを予定する安倍政権にとっては厳しい状況を迎えたが、政府の公式な景気認識を示す月例経済報告では「生産・輸出の弱さが続いている」と評価を下方修正しつつも、「緩やかな回復」との基本認識は据え置いた。

その他の経済指標を眺めても景気の低調さは隠せない。4月の実質輸出指数は前月比1.4%と2か月ぶりの上昇だが、好調なのは米国向けだけで、それ以外の地域向けは頭打ち感が強い。鉱工業生産（1～3月期：前期比▲2.5%）、資本財出荷（除く輸送機械、同：▲7.4%）など、輸出低迷の悪影響も散見される。さらに、19年春闘はほぼ前年並みの妥結内容で、消費の回復ペース加速を期待できる状況にない。政府は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、消費者の不安感解消には至っていない。

図表3　減速する世界貿易数量

（資料）WTO、CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

経済見通し：低調続き、19年度下期以降は悪化強まる

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。一旦は底

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

入れ期待が強まった中国経済も、米中摩擦の激化によってもう一段の下押し圧力が発生する可能性がある。とはいえ、これ以上の報復措置の応酬は米国経済自体にも悪影響が顕在化する恐れから、大統領選を来年に控え、一時休戦となる可能性もあるだろう。ただし、20 年前半まで世界経済の低調さは残り、日本の輸出回復を遅らせるだろう。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、消費の抑制につながりかねない。

当総研は「2019～20 年度改訂経済見通し」（5 月 23 日公表）を取りまとめたが、19 年度は 0.2%成長、20 年度は 0.4%成長、と低調な状態が続くと予測している。輸出の減少傾向が続く中、19 年度上期はなんとか民間最終需要は持ち堪えるものの、下期は消費税率引き上げ後の悪影響が出ることを見込んでいる。ただし、政府が手厚い対策を講じていることもあり、前回 14 年 4 月の消費税率引上げ後と比べれば景気の落ち込みは軽く、20 年度入り後は世界経済の下げ止まりや東京五輪・パラの効果などから、景気底入れを模索する動きになるだろう。

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

物価動向：先行き鈍化の見込み

4 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、2 ヶ月連続で上昇率が拡大した。「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」は同 0.6%と、約 3 年ぶりの高さとなった。電気・ガス代が値下がりした半面、年初からの国際原油市況の回復や円安によっ

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

て石油製品価格が上昇したほか、大型連休によって宿泊料・外国パック旅行費が繁忙期料金へ引き上げられた影響も出た。さらに、一部では原材料費・人件費などの高騰を価格転嫁する動きも見られる。とはいえ、消費者の値上げに対する拒否反応も根強く、今後とも値上げが浸透するかは微妙といえる。

図表5　イールドカーブの形状

（資料）財務省資料より作成

金融政策：18年7月に続き、現行政策の継続性を高める措置を決定

4月24～25日に開催された日本銀行･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」の枠組みは維持されたが、強力な金融緩和を粘り強く続けていく運営方針をより明確に示すため、政策金利に関するフォワードガイダンスの明確化（少なくとも 20 年春頃まで現行のイールドカーブコントロールを継続）や緩和策の継続に資する措置（適格担保の拡充、成長基盤強化支援資金供給の利便性向上・利用促進、国債補完供給の要件緩和、ETF 貸付制度の導入）の実施を決定した。

物価上昇率 2%達成は依然見通せず

終了後に公表した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、景気の拡大基調は 21 年度にかけて継続するとの楽観的な見通しを示す半面、物価見通しは中央値で 1.6%（最大値でも 1.7%）と、21 年度に安定的な 2%の物価上昇を達成するのは厳しいとした。

なお、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「前年比 0%台後半」の消費者物価も「2%に向けて徐々に上昇を高めてい

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

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。昨今の景気悪化懸念の高まりとともに、追加緩和観測が浮上しているが、即効性の高い手段はすでになく、極めて緩和的な金融環境を長く続けることで、じわりじわりと予想物価上昇率とともに物価を押し上げていく方針に変わりはない。

追加緩和観測が強まる可能性も

しかしながら、米中摩擦の激化、さらには消費税率の引上げなどで国内景気の悪化がより明確化した場合、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負担を求める可能性は否定できない。

金融市場：現状・見通し・注目点

大型連休終盤になって米中摩擦が再燃し、内外の金融資本市場ではそれまでのリスクオンの流れが一転した。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

金利のマイナス幅が緩やかに拡大

16年9月以降、日銀は長期金利の操作目標（10年0%程度）を設定したことで、マイナス金利政策の導入を機にマイナス圏に突入し、かつマイナス幅を拡大させていた長期金利は概ね0%を中心とする狭いレンジ内での展開となった。16年11月中旬以降、長期金利はプラス圏に浮上、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変動許容幅をそれまでの倍程度（±0.2%）まで許容したが、その当時の内外経済の改善基調や米長期金利の上昇、さらに日銀は長期金利の誘導目標を徐々に引き上げるとの思惑を受けて、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、金利は再び低下傾向となり、同時にイールドカーブのフラット化も進んだ。2 月以降の長期金利は概ねマイナス圏で推移しており、直近はマイナス幅を緩やかに拡大させつつある。

当面ゼロ近傍での展開

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思われる。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での推移となるだろう。

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

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

米中摩擦の再燃で連休明けは下落

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た。4 月下旬にかけては 22,000 円台を回復したが、大型連休終盤に米中摩擦が再燃したことで下落、直近は 21,000 円台で推移している。

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。ただし、日銀が年 6 兆円前後のペースで ETF 買入れを継続していることから、大きく下落することはないだろう。

ドル円は 110 円前後の円高へ

③ 外国為替市場

年末年始にかけて、対ドルレートは円高圧力が高まり、一時 1 ドル＝104 円台まで急伸する場面もあったが、それ以降は過度な悲観論が後退したほか、米 FRB がハト派化したことでリス

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

クオンの流れが続いた。4 月は世界景気の悪化懸念の後退等を受けて、概ね 111 円台で推移したが、連休明け後は米中摩擦の激化を背景に円高が進み、足元では 110 円を割っての推移となっている。

欧米で金融政策の正常化が中断されつつあるほか、対米貿易黒字国の通貨安を牽制しているなか、日銀の追加緩和観測が浮上していることから、これまでのところ一方的に円高が進行する事態は回避されている。当面は、日米の景気情勢や金融政策の動きを見極めつつ、110 円前後での展開となるだろう。

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。

ユーロ安気味の展開

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た。しかし、連休明けは 120 円台前半と円高が進行した。先行きについては、ブレグジットに向けた交渉の混迷によりメイ英首相が辞意を表明するなど「合意なきブレグジット」への警戒が続いているほか、イタリアが減税実施に向けて財政規律緩和を求めて欧州委員会との対立が再燃する可能性もあり、ユーロ安気味の展開となるだろう。

（19. 5. 28 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