情勢判断

国内経済金融

米中摩擦再燃で強まる内外の金融緩和観測

～政府・与党は予定通り10月に消費税率を引上げる方針～

南　武志

要旨

「年後半の世界経済回復シナリオ」は米中摩擦の再燃によって大きく後退するなど、内外景気の先行き懸念が高まっている。これまで政策正常化を進めてきた欧米の中央銀行もそれを中断し、再び緩和措置に乗り出す可能性を示唆している。こうした状況下で、日銀もまた追加緩和を余儀なくされるとの見方から、金利全体に低下圧力が加わっている。こうした中、政府・与党は予定通り10月に消費税率を引上げる方針を維持している。

景気の先行きを見通すと、19年度上期は増税を控えた駆け込み需要の発生なども想定され、消費など国内需要に目立った悪化は見られないものの、下期に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状態が続いているが、年度下期には教育無償化政策などによって上昇率は大幅に鈍化するだろう。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2019年			2020年	
			6月（実績）	9月（予想）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	−0.067	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0290	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.05
国債利回り	20年債	(%)	0.215	0.13～0.35	0.10～0.35	0.10～0.35	0.15～0.40
	10年債	(%)	−0.170	−0.23～−0.05	−0.25～−0.05	−0.20～0.00	−0.15～0.05
	5年債	(%)	−0.270	−0.30～−0.15	−0.33～−0.15	−0.28～−0.10	−0.25～−0.05
為替レート	対ドル	(円/ドル)	107.5	100～115	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ	(円/ユーロ)	121.6	115～130	115～130	115～130	115～130
日経平均株価		(円)	21,258	20,000±1,500	19,500±1,500	19,500±1,500	20,500±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6月21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。

景気不安が広がる中、消費税率は予定通り引上げる方針

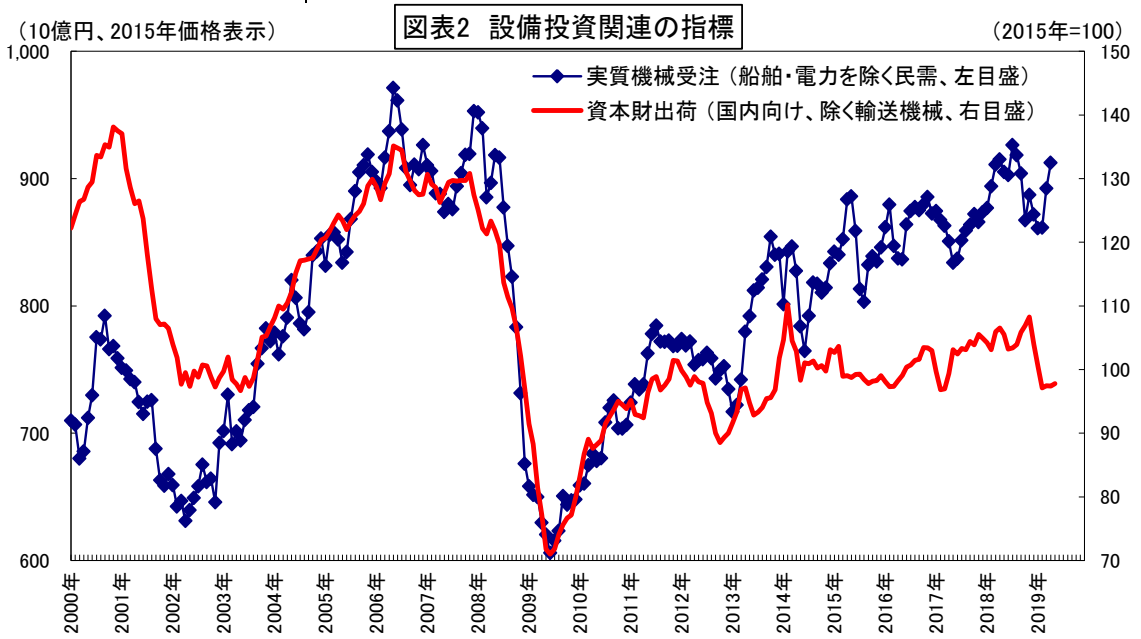
かねてから安倍首相はリーマン・ショックのような出来事でも起こらない限り、消費税率は2019年10月に引き上げると表明してきた。こうした中、6月7日に自民党は今夏の参院選に向けた公約（政策BANK）を公表し、「全世代型社会保障の構築や財政健全化に向け、本年10月に消費税率を10%に引き上げます」と明記した。また、21日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2019」においても、消費税率の引き上げを明記するとともに、25年度に国・地方の基礎的財政収支を黒字にする方針を踏襲した。既に政府は総額100兆円規模となった19年度一般会計予算に手厚い対策を盛り込んでいるが、万一の際には機動的なマクロ経済政策を躊躇なく実行することで、増

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

税を乗り切る構えである。

こうした判断の背景には、1～3 月期 GDP（第 2 次速報）が年率 2.2%と数字上は堅調さを確保し、消費、企業設備投資といった国内需要は依然底堅いとの認識したことがあるだろう。ただし、後述の通り、国内景気は既に悪化し始めており、そうした状況下で更なる需要減退を引き起こしかねない政策を実行することへの懸念も少なくない。4 月には萩生田自民党幹事長代行は日銀短観（6 月調査）の内容次第では違う展開もありうると、増税延期の可能性に言及したが、その短観の発表を 7 月 1 日に控え、注目が集まっている。

図表2 設備投資関連の指標



（資料）経済産業省、内閣府、日本銀行　（注）3ヶ月移動平均。企業物価の資本財指数で実質化。

景気の現状：企業・家計ともに景況悪化

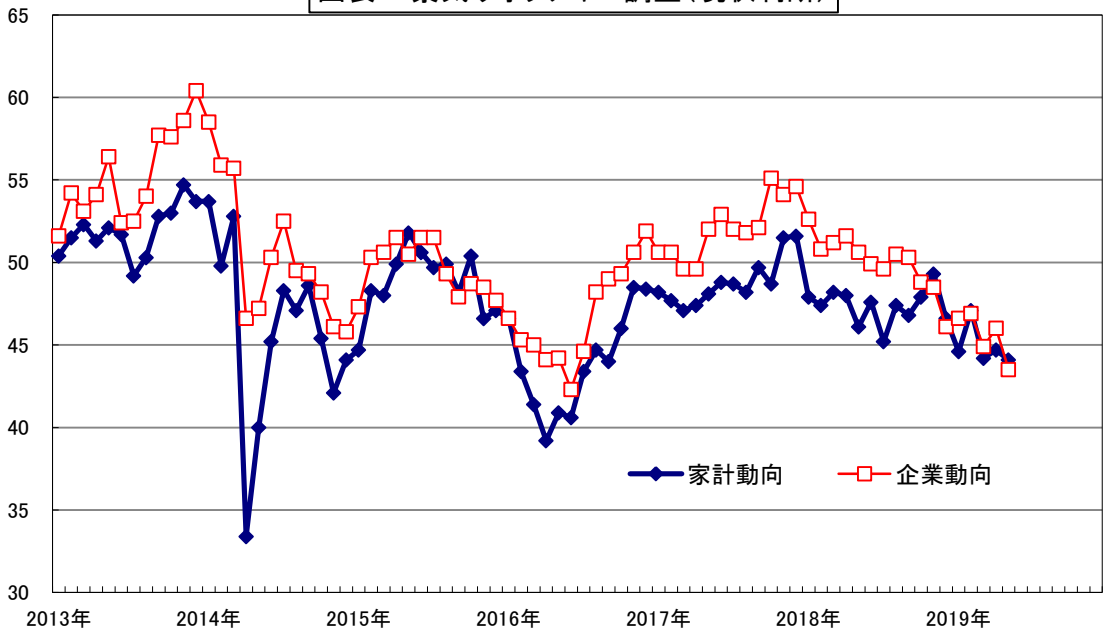
以下、国内経済の現状について簡単にみていきたい。18 年度入り後から軟調に推移してきた輸出・生産であったが、4 月分では持ち直しが散見された（実質輸出指数：前月比 1.4%、鉱工業生産指数：同 0.6%）。また、4 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）も同 5.2%と 3 ヶ月連続の増加となり、4～6 月期見通し（前期比 15.7%、内閣府集計）にほぼ整合的な数字であった。4 月時点では、中国経済の下げ止まりや米中通商摩擦に対する楽観的な見方が強く、年後半には世界経済が回復し始めるとの見方が強かったが、そうした先行き不透明感の払拭が日本経済にも波及した可能性がある。また、大型連休を前に「前倒し」的な動きもあったと考えられる。とはいえ、5 月の実質輸出指数は同▲4.4%と大きく低下しており、決して底入れし

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

たわけではなさそうだ。

一方、景況感といったいわゆる「ソフトデータ」は悪化傾向を強めている。景気ウォッチャー調査（5 月）によれば、景気の現状判断・先行き判断とも約 3 年前の水準まで低下、構成する「家計動向関連」、「企業動向関連」、「雇用関連」がいずれも悪化した。大型連休中の消費（観光・レジャーなども）は良かったが、その後の落ち込みで例年より悪かったとの回答や、人手不足の中で人件費増が経営を圧迫する半面、価格転嫁が容易ではない、さらには米中摩擦の激化で中国向けの出荷に影響が出ているとの指摘が散見された。また、4～6 月期の法人企業景気予測調査（政府短観）からも、企業経営者の景況感の悪化が見て取れる（代表的な大企業・製造業の「貴社の景況判断」BSI（「上昇」－「下降」、%）は▲10.4 と、2 期連続のマイナス）。

図表3　景気ウォッチャー調査（現状判断）



（資料）内閣府

経済見通し：輸出の減少が続く中、19 年度下期には下押し圧力が強まる

先行きについては、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。

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

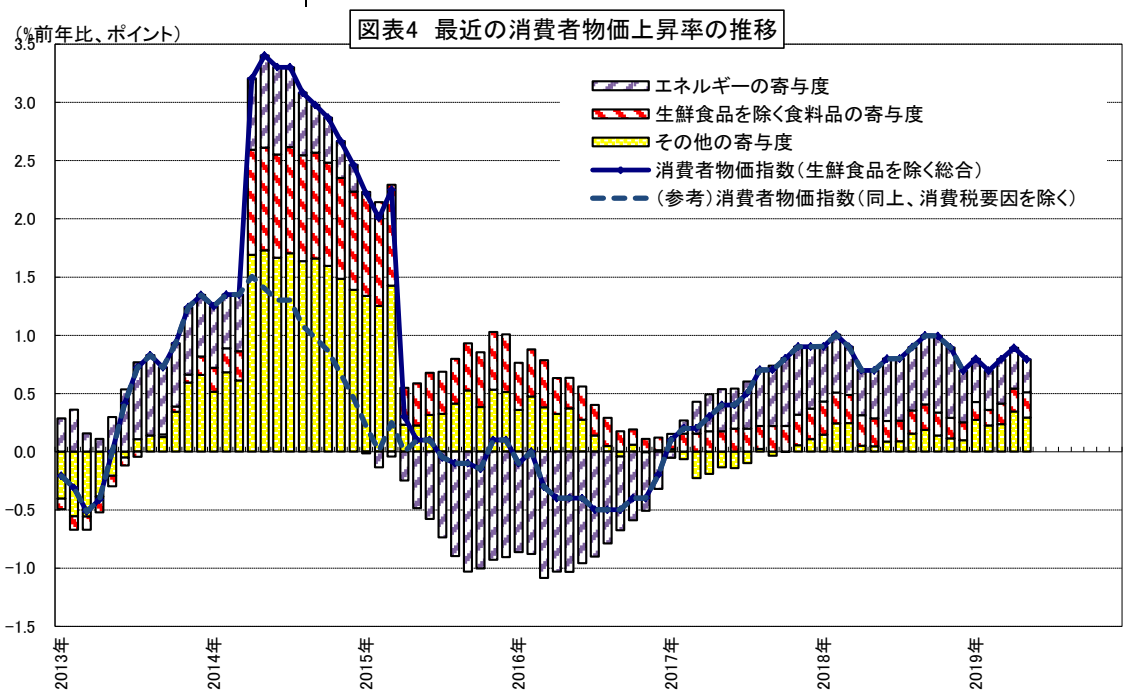
当総研では1～3月期のGDP第2次速報を受けて、5月に取りまとめた「2019～20年度改訂経済見通し」の見直しを行ったが、19年度は0.2%成長、20年度は0.4%成長と、低調な状態が続くと予測している。

物価動向：先行き鈍化の見込み

また、5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、4月（同0.9%）から鈍化した。「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」も同0.5%と、同じく4月（同0.6%）からは鈍化した。年末・年始の原油安・円高が時間差を伴って電気・ガス代の値下がりにつながったほか、大型連休を前に繁忙期料金へ引き上げられていた宿泊料・外国パック旅行費が元の価格に戻ったことが背景にある。

最近は、原材料費・人件費などの高騰を価格転嫁する動きも散見されている。一方、19年春闘は前年並みの伸び率での妥結となったほか、夏季賞与は前年割れの公算と報じられるなど、家計の所得環境には明確な改善は見られていない。それゆえ、値上げ（さらには10月に予定する消費税率引上げ）に対する拒否反応は根強い。消費者マインドが弱含んでいることもあり、値上げが浸透するかは微妙な状況といえる。

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

金融政策：6月会合は現状維持

6月19～20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」の枠組みを維持、か

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

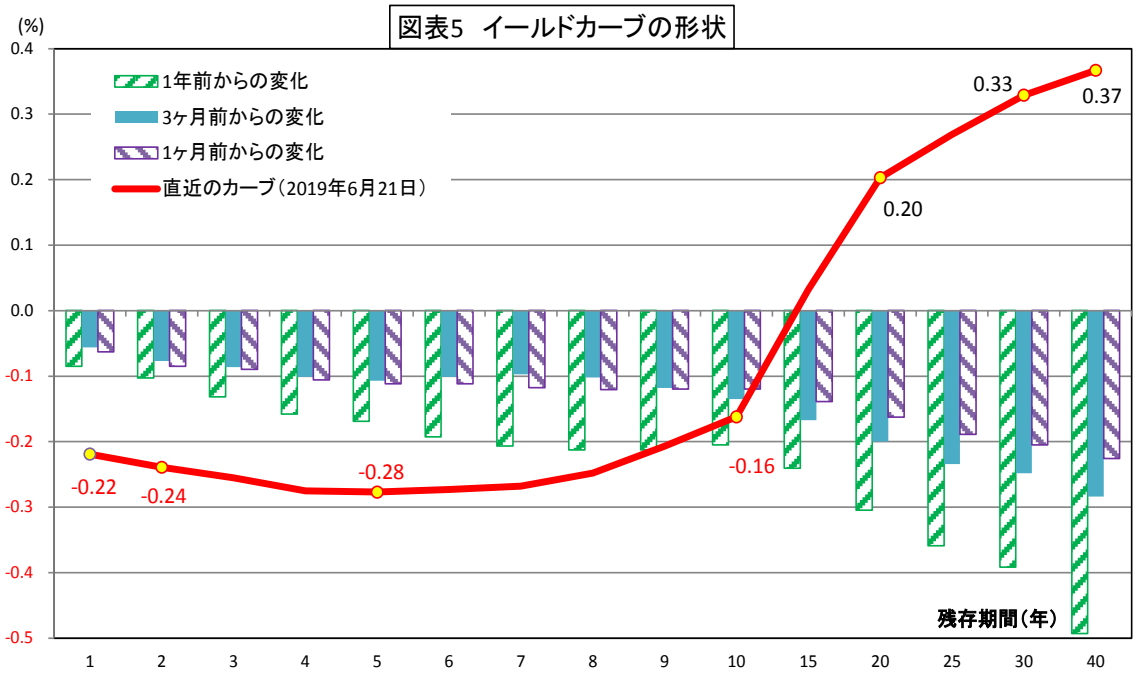
つ前回４月会合で明確化された政策金利に関するフォワードガイダンス（少なくとも 20 年春頃まで現行のイールドカーブコントロールを継続）も据え置かれた。

物価上昇率 2%達成は依然見通せず

今後の政策運営については、「基調としては緩やかに拡大」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く」との見通しを維持していることを踏まえると、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けるという、これまでのスタンスをしばらくは維持する可能性が高いだろう。

最近は日銀の追加緩和観測が浮上しており、金利全体に低下圧力が掛かっている。黒田総裁もまた、2%の物価安定目標に向けた物価のモメンタムが損なわれた場合には躊躇なく追加緩和を検討するとの見解を繰り返している。しかし、日銀は決して打つ手がないわけではないが、即効性の高い政策手段がないのは認めざるを得ない。

図表5 イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

追加緩和観測が強まる可能性も

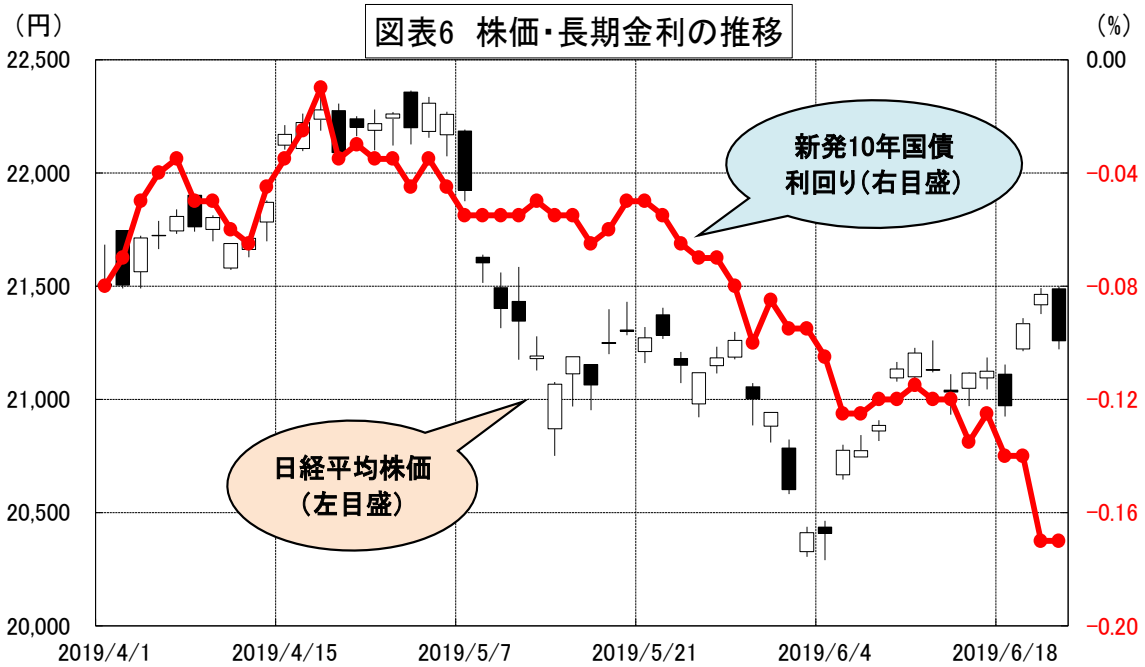
ただし、世界経済の減速傾向や米中摩擦の激化などによって、欧米中央銀行が金融緩和路線に戻ることで円高が想定以上に進行し、国内景気・物価への悪影響が懸念される事態、もしくは消費税率の引上げ後に国内景気が一段と悪化するような状況となれば、金融政策にも何らかの負担が求められる可能性は高いだろう。

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

金融市場：現状・見通し・注目点

5 月の大型連休明け以降、米中摩擦の再燃によって世界的にリスクオフが強まったが、米 FRB が利下げの可能性を示唆したことを契機に、株安・円高に歯止めがかかり、持ち直しの動きが見られた。一方、世界的に金融緩和観測が強まったことで、金利全体に低下圧力が加わっている。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。

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

金利のマイナス幅が拡大

① 債券市場

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

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

しており、かつ最近は日銀の追加緩和観測が強まったことから、一時▲0.195%と約 3 年ぶりの水準まで低下するなど、マイナス幅が一段と拡大した。

日銀の追加緩和観測で高まる金利低下圧力

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、長期にわたって長期金利がそのレンジを外れて動く可能性は低いものの、当面は操作目標の下限に近いところでの展開が続くだろう。

② 株式市場

米国の金融緩和観測が株価下支え

日経平均株価は、18 年秋に 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、年末に日経平均株価が一時 19,000 円を割りこむなど、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一時 20,000 円台に下落した。しかし、6 月に入ると、米国の金融緩和観測が一段と強まり、金融相場入りへの期待が高まったことで内外株価は持ち直し、直近は 21,000 円台前半まで戻した。

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、さらに地政学的リスクへの警戒から、上値の重い展開が続くと予想される。特に消費税率が引き上げられる 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。

③ 外国為替市場

海外の金融緩和観測から円高気味の展開

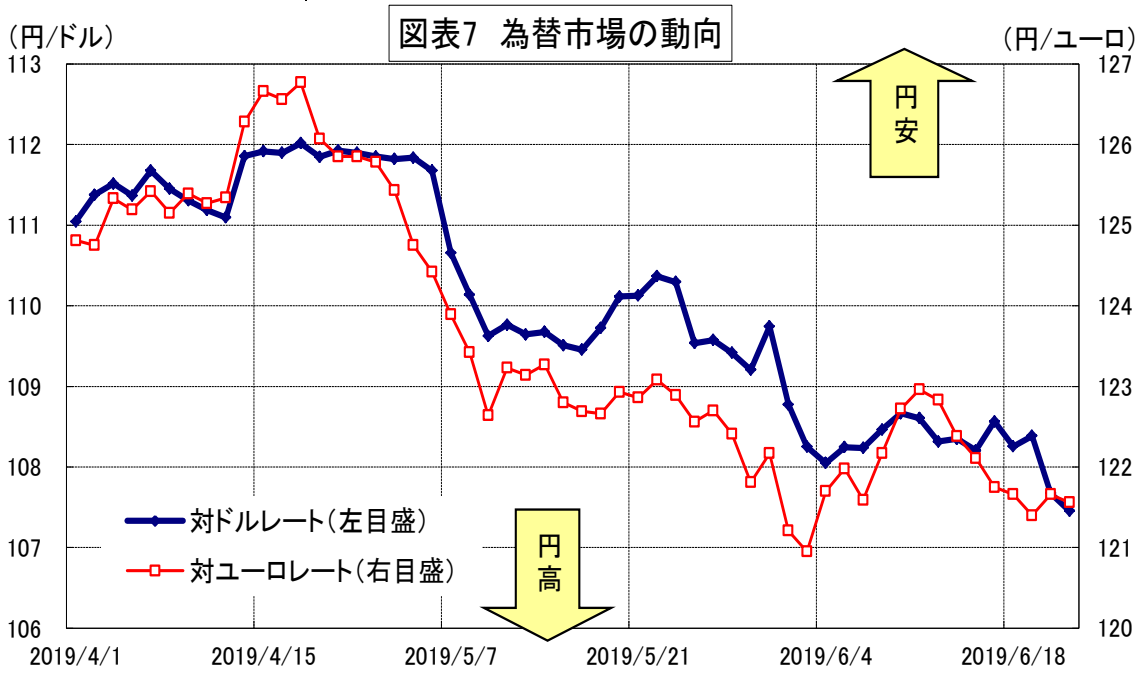
年末年始にかけて、対ドルレートは円高圧力が高まり、一時 1 ドル＝104 円台まで急伸する場面もあったが、それ以降は過度な悲観論が後退したほか、米 FRB がハト派化したことでリスクオンの流れが続いた。4 月は世界景気の悪化懸念の後退等を受けて概ね 111 円台で推移したが、連休明け後は米中摩擦の再

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

燃を背景に円高が進み、一時 107 円台前半となった。

世界経済の減速や米中摩擦の再燃を受けて、政策正常化を進めてきた欧米中央銀行では緩和観測が強まっており、これまでのような円安気味の展開は想定しづらくなっている。一方で、日銀も追加緩和観測が浮上しており、一方的に円高が進行する事態は回避されている。とはいえ、欧米中銀に比べて日銀の金融緩和の糊代は相対的に乏しく、今後とも折に触れて円高に振れやすい展開となるだろう。

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 ヶ月ぶりの円高ユーロ安水準となったが、その後は過度な警戒感が後退、世界的にリスクオンの流れとなり、120 円台半ばを中心としたレンジ相場となった。しかし、5 月に入ると再びリスクオフが強まり、一時 120 円台まで円高ユーロ安が進行する場面もあった。

先行きについては、欧州経済の先行きや「合意なきブレグジット」への警戒がユーロの上値を抑えるほか、18 日にはドラギ総裁が追加緩和の可能性を示唆したことから、しばらくはユーロ安気味の展開となるだろう。

(19. 6. 21 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