

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 再び赤信号が点灯した国内景気

### ～追加緩和を温存する日本銀行～

南 武志

#### 要旨

世界経済・貿易の減速が続く中、国内景気は非製造業の底堅さによって、これまでのところ明確な悪化は避けられているが、景気動向指数の基調判断は再び「悪化」となるなど、既に景気後退が進行している可能性も否めない。消費税率引上げ後の2019年度下期は景気の下支え役が一時的に不在となり、調整色が強まるとみられる。

また、物価鈍化に加え、主要国の中央銀行は金融緩和に向かっており、日本銀行も追加緩和に含みを持たせる運営を行っている。イールドカーブの過度のフラット化を回避するためにはマイナス金利の深掘りが有力との見方もあるが、マネタリーベース拡大方針に抵触する可能性や金融機関経営などへの悪影響などの副作用も懸念される。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2019年		2020年			
	10月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.014	-0.20~0.00	-0.20~0.00	-0.20~0.00	-0.20~0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0090	0.00~0.05	0.00~0.05	0.00~0.05	0.00~0.06	
国債利回り	20年債 (%)	0.245	0.10~0.35	0.10~0.35	0.10~0.35	0.10~0.40
	10年債 (%)	-0.150	-0.30~-0.10	-0.25~-0.05	-0.20~0.00	-0.15~0.05
	5年債 (%)	-0.265	-0.40~-0.20	-0.40~-0.15	-0.30~-0.10	-0.20~-0.05
為替レート	対ドル (円/ドル)	108.6	100~112	100~112	100~112	100~112
	対ユーロ (円/ユーロ)	120.7	113~128	113~128	113~128	113~128
日経平均株価 (円)	22,799	21,500±1,500	22,000±1,500	22,500±2,000	22,500±2,000	

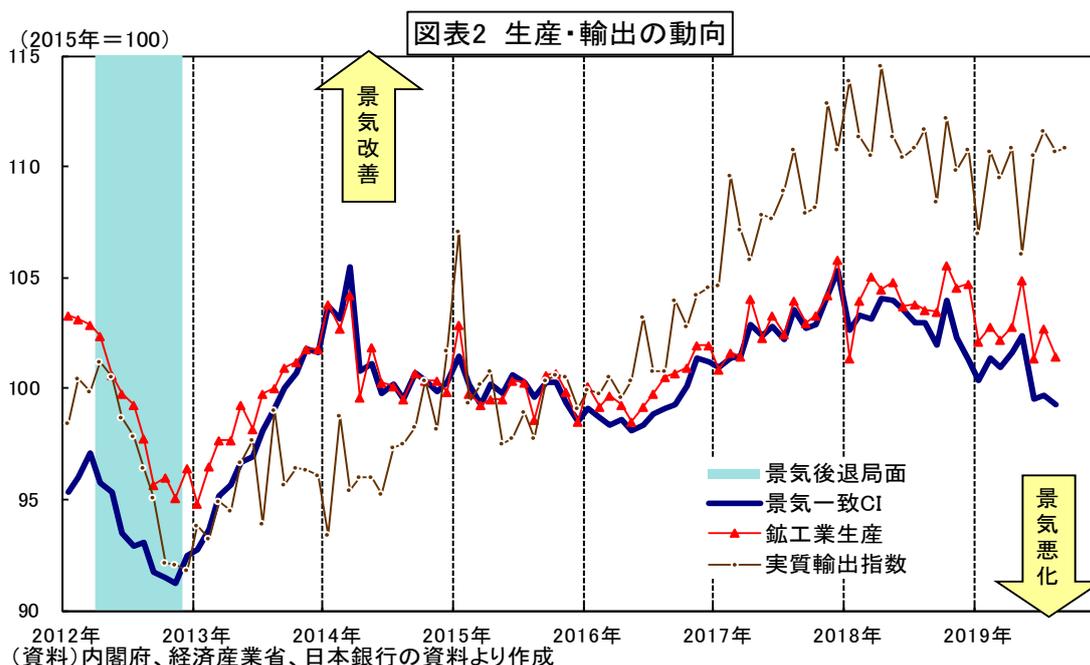
(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2019年10月25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。

#### 低調な世界貿易

世界経済の減速懸念が強まる中、10月15日に公表された国際通貨基金(IMF)の世界経済見通しによると、2019、20年の世界経済の成長率をそれぞれ3.0%、3.4%と、7月時点の見通し(3.2%、3.5%)から下方修正した。これで5回連続の下方修正となったが、状況はまさに‘Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers(邦訳:世界的に沈滞する製造業と高まる貿易障壁)’という副題の通りである。

さらに、19年の世界貿易数量も前年比1.1%へ下方修正、スロートレードの懸念が高まった16年(同2.3%)の伸びを大きく下回る見込みである。なお、米中貿易摩擦は20年のGDP水準を累積で0.8%引き下げると推計しているほか、想定する20年の成長回復も実際のところ心もとない、としている。



### 景気の現状：景気動向指数の基調判断は再び「悪化」

こうした中、国内の主要な経済指標を眺めてみると、総じて弱い動きが続いている。3～4月にかけて景気後退を示す「悪化」という基調判断であった景気動向指数・CI一致指数は、その後5月に「下げ止まり」に上方修正された。しかし、8月には再び「悪化」となるなど、国内景気は既に後退しているとの観測は根強い。景気動向指数の基調判断は一定の基準の下で機械的に判定されるものであるが、「悪化」となったケースのほとんどで実際に景気は後退局面であったことは念頭に入れておくべきであろう。

また、前述の世界経済の減速を背景に、輸出・生産は相変わらず頭打ちの展開が続いている。足元では下げ止まり感も出ているものの、製造業の設備投資は調整局面をたどってきた。

一方、非製造業に関しては底堅さが残っている。8月の第3次産業活動指数は前月比0.4%と2ヶ月連続の上昇で、指数(107.3、2010年=100)も過去最高を更新した。また、日銀短観9月調査によれば、製造業の業況判断DIは全規模で▲1(大企業は5)と6年ぶりの「悪化」超になった半面、非製造業では前回6月と変わらずの14(大企業は21)と、依然として高い水準を維持している。決して強いわけではないが、消費などが緩やかに増加してきたほか、人手不足に伴う省人化・省力化ニーズを背景に非製造業部門の設備投資も堅調に推移してきた。ただし、足元の労働需給は若干とはいえ逼迫度が緩和して

**経済見通し：19年度下期は景気下支え役が不在となる可能性**

おり、消費税率引上げ後の消費動向などを慎重に見極める必要はあるだろう。

先行きについては、米中摩擦が緩和方向に向かう兆しもみられるが、世界経済・貿易の底入れは20年入り後までずれ込むとみられ、輸出の減少傾向はしばらく続くだろう。

一方、政府は今回の消費税率引上げに際し、需要の平準化に向けた対策などを打ったこともあり、実際に前回（14年3月以前）ほどの駆け込み需要の盛り上がりは見られなかった。とはいえ、物価が追加的に1%ほど上昇することに伴う実質購買力の目減りは相殺できず、悪影響が出ることは避けられないだろう。仮にそうなった場合、足元は底堅い非製造業の設備投資なども調整は不可避と思われる。

当総研が取りまとめた「2019～20年度改訂経済見通し」では19年度の経済成長率を0.6%としているが、4～6月期が終了した時点で（それ以降の3四半期はゼロ成長との前提の下）すでに0.8%の経済成長を達成していることを踏まえると、19年度下期にはマイナス成長に陥ることが織り込まれたものといえる。消費税率の引上げとともに、幼児教育無償化やキャッシュレス決済時のポイント還元などが導入されたことで、消費の大幅な落ち込みは回避されるが、家計所得の改善ペースが鈍っていることもあり、消費行動が慎重化するリスクは否定できない。年度下期には景気下支え役が不在になり、調整色は一段と強まるだろう。

**追加経済対策の可能性**

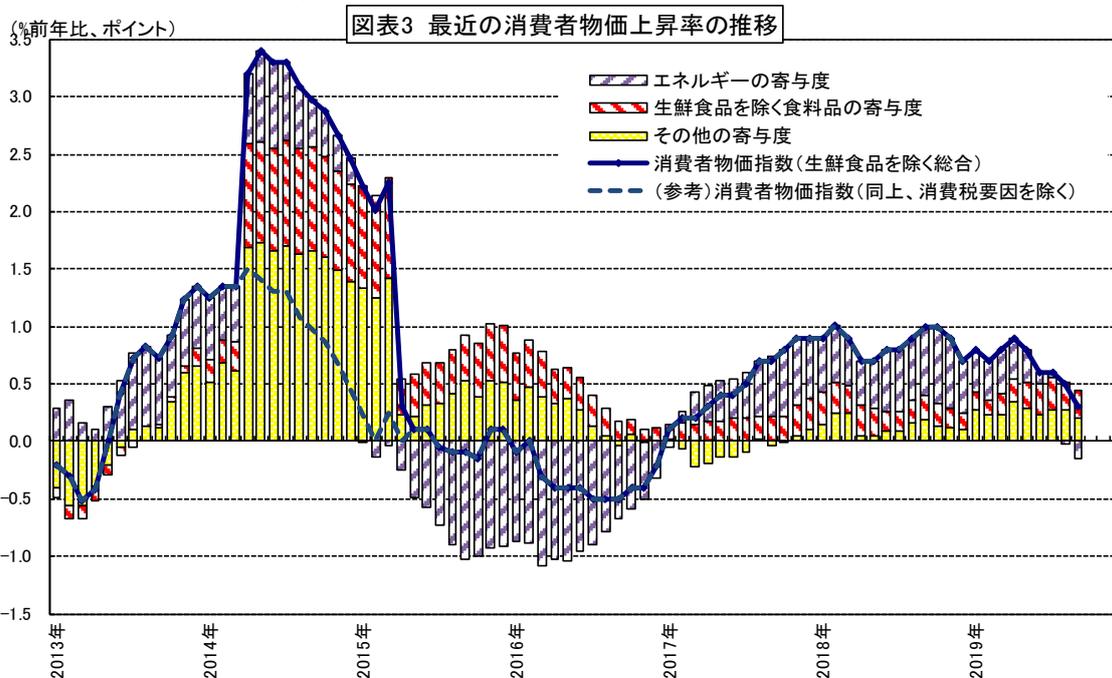
こうした状況が現実となれば、政府は追加の経済対策に乗り出す可能性が高いだろう。20年6月末までの消費税対策の拡充や延長などが候補に入る可能性がある。

加えて、19年度もまた、9月の台風15号、10月の同19号をはじめ、多くの自然災害に見舞われたことから、復旧・復興費の手当てが必要な状況である。政府は当面の災害復旧費として予備費（5,000億円）を投入するほか、年末までに補正予算案の編成をする方針である。ちなみに、九州北部豪雨などに見舞われた17年度は第1次補正で1兆2,567億円、西日本豪雨、北海道胆振東部地震、台風21号、大阪北部地震等に見舞われた18年度は第1次補正で7,275億円、第2次補正で2,136億円の災害復旧・復興費が計上されたが、今回は台風被害が広範囲かつ甚大なだけに、かなりの予算規模になるとみられる。

### 物価動向：先行きは一段と鈍化する見込み

このところ物価は軟調な推移を続けている。9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0.3%と、2ヶ月連続で鈍化した。為替レートが円高気味であること、エネルギーの下落幅が拡大したことに加え、春先に強まったこれまでのコスト高を販売価格に転嫁する動きも鈍っている。実際、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」でも上昇率の鈍化がみられている。

10月以降は消費税率の引上げによって物価上昇率が1ポイントほど押し上げられるとみられるが、それ自体が消費行動を抑制させる可能性がある。さらに、電気・ガス代などエネルギーの値下がりが本格化するほか、教育無償化政策の始動も加わり、物価は一段と鈍化するとみられる。



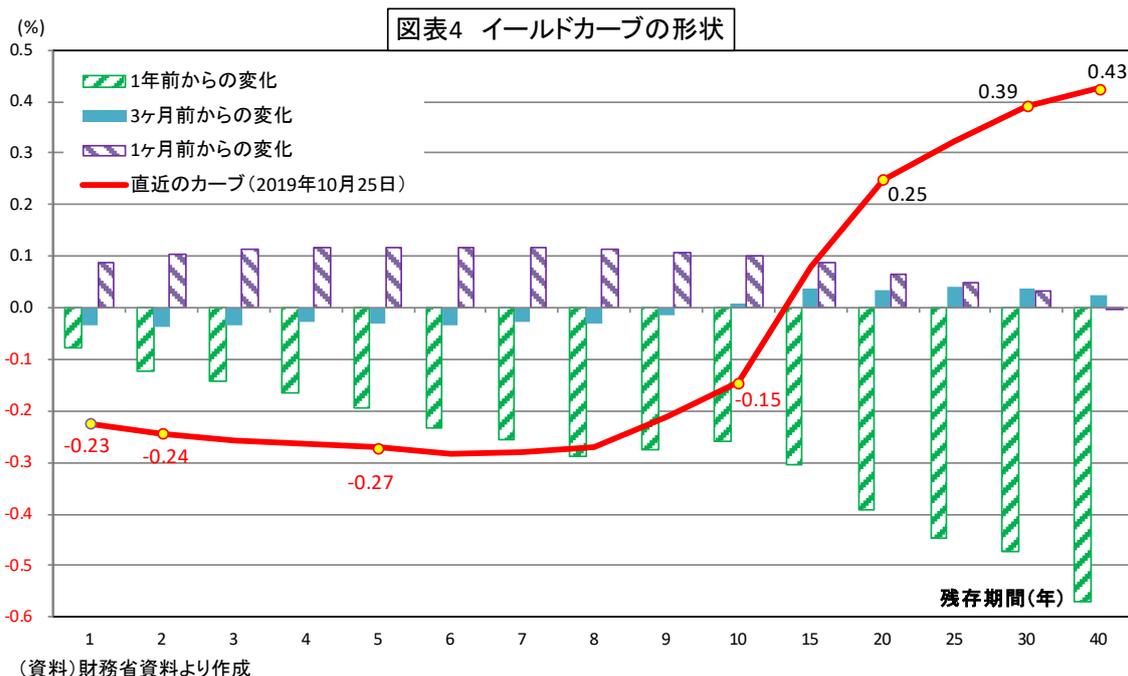
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

### 日本銀行は追加緩和策を温存

前述した経済・物価情勢に加え、政策の正常化を進めてきた主要国の中央銀行が再び緩和に向かっていることもあり、日本銀行も追加緩和に踏み切ると予想する向きは少なくない。これまで日銀は国債買入れのペースを漸次縮小するなど、実態的には緩和姿勢を緩めてきた（9月末の長期国債保有残高は年間22兆円増まで鈍化）。一方、フォワードガイダンスの明確化（少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持）や、予防的な緩和の示唆（先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、

躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる) などを通じて、市場に追加緩和観測を残し、懸念される円高進行などを食い止め、結果的に「虎の子」の緩和策を温存することができた。

最近、黒田総裁は物価のモメンタムが損なわれるリスクへの警戒はより必要な情勢になりつつあるとの見解を繰り返し述べており、展望レポートを取りまとめる10月会合で経済・物価動向について改めて点検するとしている。



### 「次の一手」はマイナス金利の深掘りが有力か

とはいえ、実際のところ「次の一手」を巡っての判断は悩ましい。黒田総裁は追加緩和の余地はなお存在すると繰り返し述べている。かねてから日銀は追加緩和のオプションとして、①短期政策金利の引下げ、②長期金利操作目標の引下げ、③資産買入れの拡大、④マネタリーベースの拡大ペースの加速、の4つの手段を挙げ、それらの組み合わせや応用などでいろいろな選択ができ、かつ緩和余地も十分あるとの考えを示してきた。

一方、16年9月に示された「総括的検証」では、大規模な国債買入れ(量的緩和)とマイナス金利政策の組み合わせによって実質金利を自然利子率以下まで引き下げることが可能になったと評価する半面、イールドカーブの過度な低下、フラット化は経済活動に悪影響を及ぼす可能性があるとの弊害に言及している。さらに、17年11月に黒田総裁は、低すぎる金利水準がかえって経済活動に悪影響を与えると言われる「リバーサ

**金融市場：現状・見通し・注目点**

**長期化するマイナス金利状態**

ル・レート」について言及している。

最近、黒田総裁はイールドカーブはもう少し立ったほうが好ましいとの見解を示しているほか、実際の国債買入れオペでも短期ゾーンは増額、中期～超長期ゾーンは減額、という操作がされており、カーブのステイプ化を促している。これらを勘案すると、「次の一手」はマイナス金利の深掘りが有力になるが、近い将来マネタリーベース拡大方針に抵触する可能性や地域金融機関の経営体力の低下など副作用を懸念する声もあり、議論の行方が注目される。なお、政府の経済対策の策定に伴い、国債が増発されることになれば、歩調を合わせて長期国債の買入れ額を再び増やすこともありうるだろう。

世界経済の減速懸念が一段と強まり、主要国中銀は金融緩和に向かっているが、米中摩擦が緩和に向かう兆しもみられたこと、10月末のEU離脱（ブレグジット）が回避される公算が高まったこともあり、9月中旬以降は世界的にリスクオンが強まった。10月上旬には、米国が対EU報復関税の発動を決定したほか、米国経済指標の悪化（製造業ISM指数の50割れ継続など）などから一旦リスクオフとなったが、その後は米中通商協議が部分合意に達したことが好感され、再び「株高・金利上昇・円安」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**

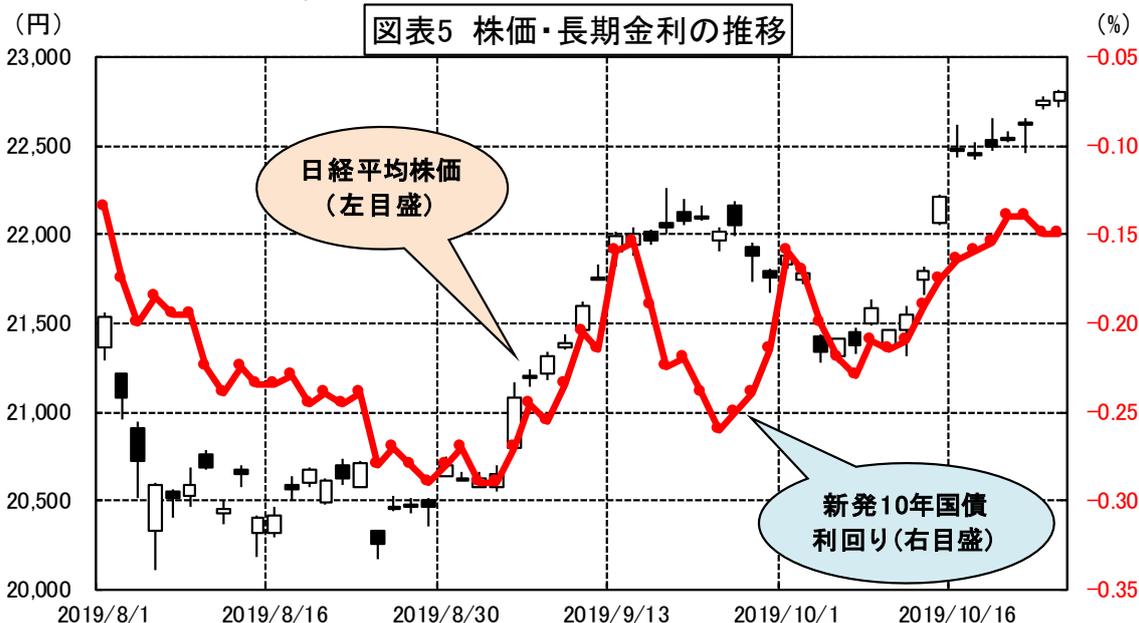
内外景気の悪化懸念を背景に、長期金利は19年2月以降、再びマイナス圏に突入、徐々にマイナス幅を拡大させた。さらに、5月下旬以降は日銀の追加緩和観測が強まり、一段と金利低下圧力が高まった。8月に入ると、日銀がオペの買入れ額を漸次減額する中、誘導目標の下限と目されている▲0.2%を割り込んだの推移となった。その後、9月に入り後は、世界的なリスクオンの流れに伴い、金利のマイナス幅は縮小に転じ、直近は▲0.1%台の展開が続いている。

なお、日銀が毎月末公表する「当面の長期国債等の買入れの運営について」によれば、最近に残存3年未満の短期ゾーンの買入れ額を増やす一方で、残存3年超の国債については漸次減額をしており、日銀がイールドカーブのステイプ化を促し

**金利低下圧力が高い状態が続く**

ている姿勢が見て取れる。

先行きについては、内外景気の悪化懸念が残るほか、物価も低調に推移すると思われ、追加緩和の思惑は燻り続け、金利低下圧力が高い状態が続くだろう。ただし、日銀はイーールドカーブの過度のフラット化は避けたいと考えており、長期金利の操作目標「10年0%程度±0.2%」の下限を割り込んだ状態が定着しないよう、国債買入れオペの調整を続けるものと思われる。当面は下限近傍での推移が続くと思われる。



**内外経済への懸念で上値は重い**

**② 株式市場**

4月には一時22,300円台まで上昇した日経平均株価であったが、その後は内外の金融緩和観測の高まりが下支えしたものの、米中摩擦の激化への懸念などから上値の重い展開が続いた。8月には米中摩擦が一段と激化したことから一時20,173円まで下げる場面もあったが、9月に入ると米中摩擦の緩和や「合意なきブレグジット」回避への動き、さらには底堅い米国経済指標などで、リスクオンが強まった。10月上旬にかけて一旦はリスクオフの流れとなったが、米中摩擦の緩和に向けた動きが評価され、直近は年初来高値水準となる22,000円後半まで回復している。

とはいえ、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。消費税率引上げ後と

なる 19 年度下期には調整色が強まる場面もあるだろう。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、底割れするような事態は避けられると思われる。

### ③ 外国為替市場

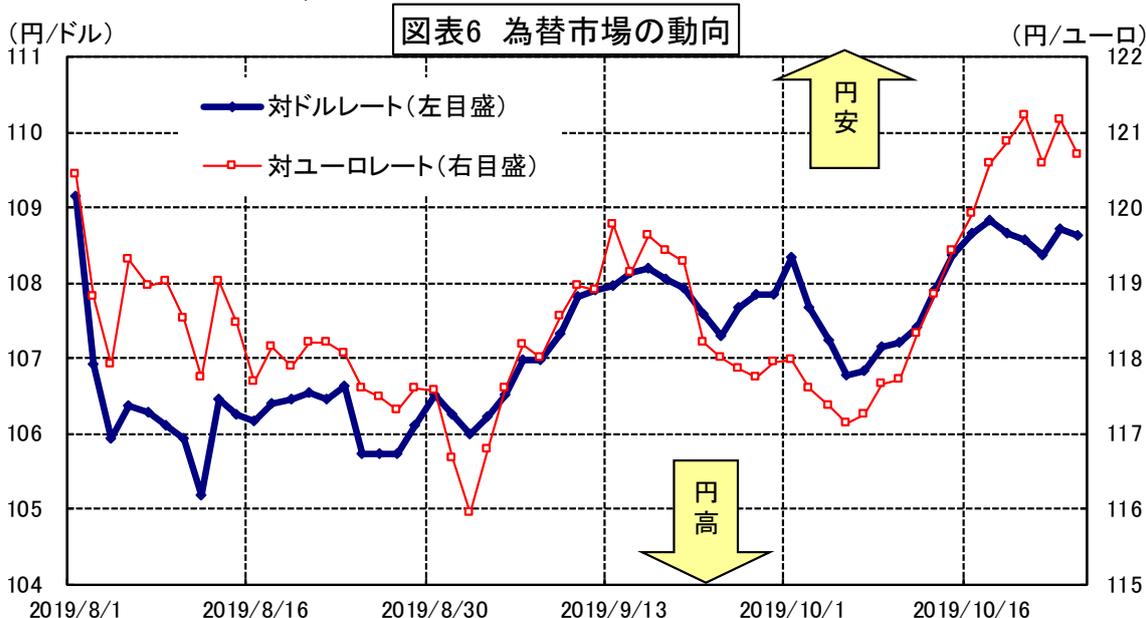
#### 円安気味の展開

5 月以降、世界経済の減速が意識され、主要国中銀が金融緩和に転じるとの思惑を背景に、対ドルレートは円高気味に推移してきたが、8 月に入ると米中摩擦がさらに激化、一時 1 ドル = 105 円に迫るなど一段と円高が進んだほか、10 月上旬にかけても一時 106 円台となる場面もあったが、9 月以降の為替レートは基本的には円安気味の展開となり、直近は 108 円台で推移している。

既に 2 度の利下げを行った米国にはまだ緩和余地が大きく残っているのに対し、市場では日銀が打てる手段は限られているとの思惑が強く、このまま一方的に円安が進む可能性は小さいだろう。再び円高圧力が高まるリスクには注意が必要だ。

#### ユーロ安が修正

対ユーロレートについても、9 月初めにかけて一時 1 ユーロ = 115 円台までユーロ安が進んだが、その後はユーロ高方向に戻っており、直近は 121 円前後での展開となっている。日欧の中銀ともに追加的な金融緩和の余地は大きくないこと、さらに最近のユーロの戻りが急ピッチであったことから、ブレグジットの行方を見極めつつ、しばらくはもみ合う展開と予想する。



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

(19. 10. 25 現在)