

情勢判断

国内経済金融

10月以降、民間消費に大きな反動減が発生

～マーケットは米中摩擦の緩和に強い期待感～

南 武志

要旨

消費平準化を促した政府の消費税対策にもかかわらず、9月の消費に駆け込み需要が発生した関係で、10月以降にその反動減が出ている。また、底堅かった非製造業の設備投資にも鈍い動きが散見される。12月には米中通商協議で一定の成果が出たほか、最近は輸出の一部に持ち直しも見られるなど明るい材料もあるが、世界経済・貿易全体の減速基調に歯止めがかかっておらず、2019年度下期は2四半期連続のマイナス成長となるだろう。

一方、政府は大型の経済対策を策定したが、日本銀行は追加緩和に前向きな姿勢を続けつつも、政策効果を注視する段階に入っていると思われる。こうした中、世界的にリスクオフの流れが強まっており、長期金利は操作目標近傍での展開が見込まれる。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2019年	2020年				
	12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 (%)	-0.061	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.20~0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0180	0.00~0.05	0.00~0.05	0.00~0.06	0.00~0.06	
国債利回り	20年債 (%)	0.290	0.15~0.35	0.15~0.35	0.15~0.35	0.10~0.35
	10年債 (%)	-0.005	-0.15~0.05	-0.15~0.05	-0.15~0.05	-0.20~0.00
	5年債 (%)	-0.095	-0.25~-0.05	-0.25~-0.05	-0.25~-0.05	-0.30~-0.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	109.6	100~112	100~112	100~112	100~112
	対ユーロ (円/ユーロ)	121.9	113~128	113~128	113~128	113~128
日経平均株価 (円)	23,864	24,000±1,500	24,500±2,000	23,750±2,000	23,000±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12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。

米中貿易戦争は一 時休戦へ

世界経済にとって最大の下振れリスクとして意識されてきた米中貿易摩擦であったが、20ヶ月に及ぶ紆余曲折を経て、12月13日にようやく第1段階の合意に達した。米通商代表部(USTR)によると、中国は今後2年間で農産物、エネルギー、医薬品などの輸入拡大(2年で2,000億ドル以上)や知的財産権の保護、技術移転の強要防止などにコミットしたとされる。

この結果、米国による対中国追加関税措置第4弾のうち、9月に発動した1,200億ドル相当の中国製品に対する追加関税を7.5%に半減するほか、残りの1,600億ドル相当に対する追加関税は見送られることとなった(第1~3弾の2,500億ドル相当に対する追加関税25%は継続)。中国も一部の米国製品に対する追加関税の発動を見送ることを決定している。

事業規模 26 兆円の 経済対策を策定

とはいえ、今回の合意には米国が問題視してきた中国の産業補助金の問題は手付かずで、第 2 段階の合意に向けた協議は難航も予想される。しかしながら、一時休戦となったことは先行き不透明感を解消方向に向かわせる可能性は高い。

一方、政府は、夏から秋にかけて多発した台風など自然災害からの復旧・復興、米中摩擦など海外発の下振れリスクへの対応、さらには 20 年の五輪パラ後の経済活力維持を名目に、3 年ぶりの経済対策を取りまとめた。事業規模は 26.0 兆円（うち財政措置 13.2 兆円）で、前回 16 年（事業規模 28 兆円、財政措置 13.5 兆円）に迫る大きさとなっている。このうち国・地方の歳出増は 9.4 兆円（うち、国は 7.6 兆円）となった。

これを受けて、政府は 2019 年度補正予算案を編成、4 兆 4,722 億円（災害復旧・復興や防災・減災対策に 2 兆 3,086 億円、中小企業・農業支援策に 9,173 億円、東京五輪後の景気下支え策に 1 兆 711 億円など）の追加歳出を計上する一方で、企業業績悪化の影響から税収見込みを割り込む見込み（当初比で▲2 兆 3,150 億円）であることから、建設国債を 2 兆 1,917 億円、赤字国債を 2 兆 2,297 億円、それぞれ追加発行することになった（なお、前倒し発行の取り崩しなどで対応するため、カレンダーベースの市中発行額は据え置かれる方針）。

なお、政府は 21 年度にかけて GDP を 1.4%押し上げる効果があるとしているが、足元の公共事業は既に高水準であるなど、追加的な景気浮揚効果は乏しいと思われる。

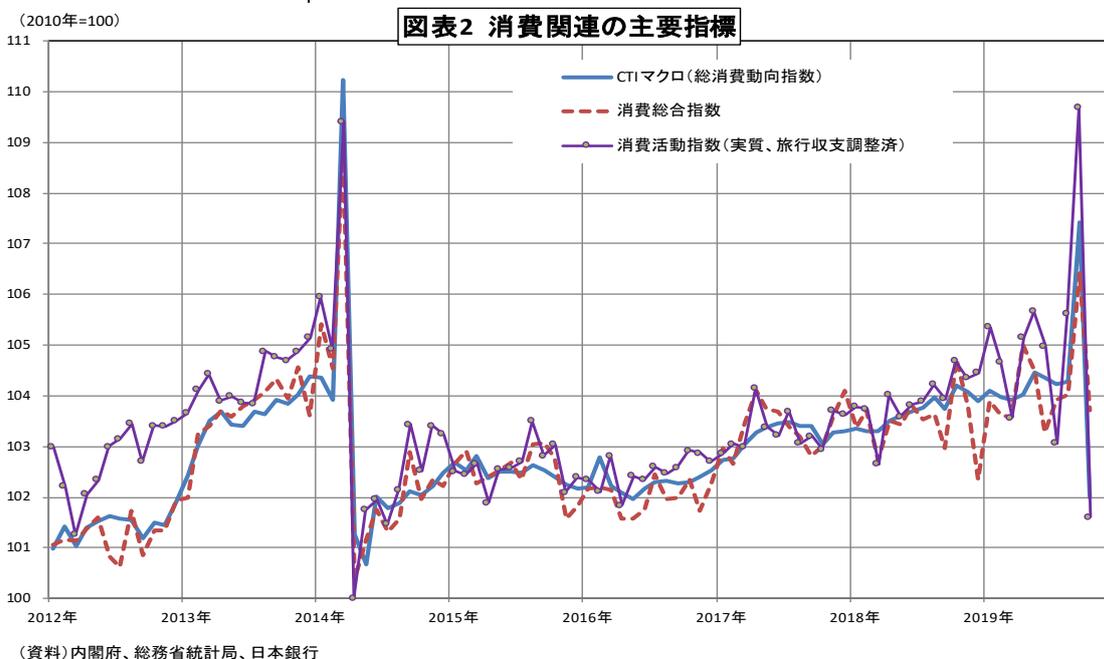
消費に大きな反動 減

国内経済に目を転じると、底堅い動きが続いた 19 年度上期から一転、10 月以降の経済指標は弱さが目立っている。産業活動については、鉱工業生産は前月比▲4.5%、第 3 次産業活動指数は同▲4.6%と、いずれも大幅に悪化している。

世界的な半導体需要の底入れもあり、最近ではアジア向けを中心に電子部品・デバイスなどの輸出が持ち直しているとはいえ、輸出全体を見ると相変わらず軟調である。実際、11 月の実質輸出指数は前月比▲1.7%と 2 ヶ月連続で低下するなど、底入れはまだ見えない。

需要サイドを見ると、特に消費関連指標の落ち込みが著しい。消費総合指数（内閣府）は、9 月の前月比 2.3%の後、10 月は同▲2.6%であった。また、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日銀）は 9 月分が同 3.8%、10 月分が同▲7.4%、実

質総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）も9月分は同3.0%、10月分は同▲5.1%と、いずれも大きな反動減が発生した。機械受注についても、堅調だった非製造業にも鈍さが見られるなど、企業設備投資も先行き調整する可能性もある。



企業経営者の景況感も総じて悪化

また、日銀短観12月調査によれば、代表的な大企業製造業の業況判断DIは0と、前回9月から▲5ポイント（4期連続の悪化）で、過去最長を更新していた「良い」超は26期連続で途絶えたことが判明した。一方で大企業・非製造業の業況判断DIは前回から▲1ポイントの悪化にとどまり、水準も20と引き続き高い水準を保つなど、「製造業は悪いが、非製造業は底堅い」という状態はとりあえず維持した。なお、先行きは大企業・製造業は今回と変わらずだが、それ以外は悪化予想であり、全規模・全産業ベースでもDIは0になる見込みである。また、19年度の設備投資計画（全産業＋金融機関、土地投資額を除く、ソフトウェア・研究開発を含む）は前年度比5.5%へ2期連続で下方修正されている。雇用人員や資本設備の不足感についても、この1年は僅かとはいえ、弱まる傾向にある。

経済見通し：19年度下期はマイナス成長へ

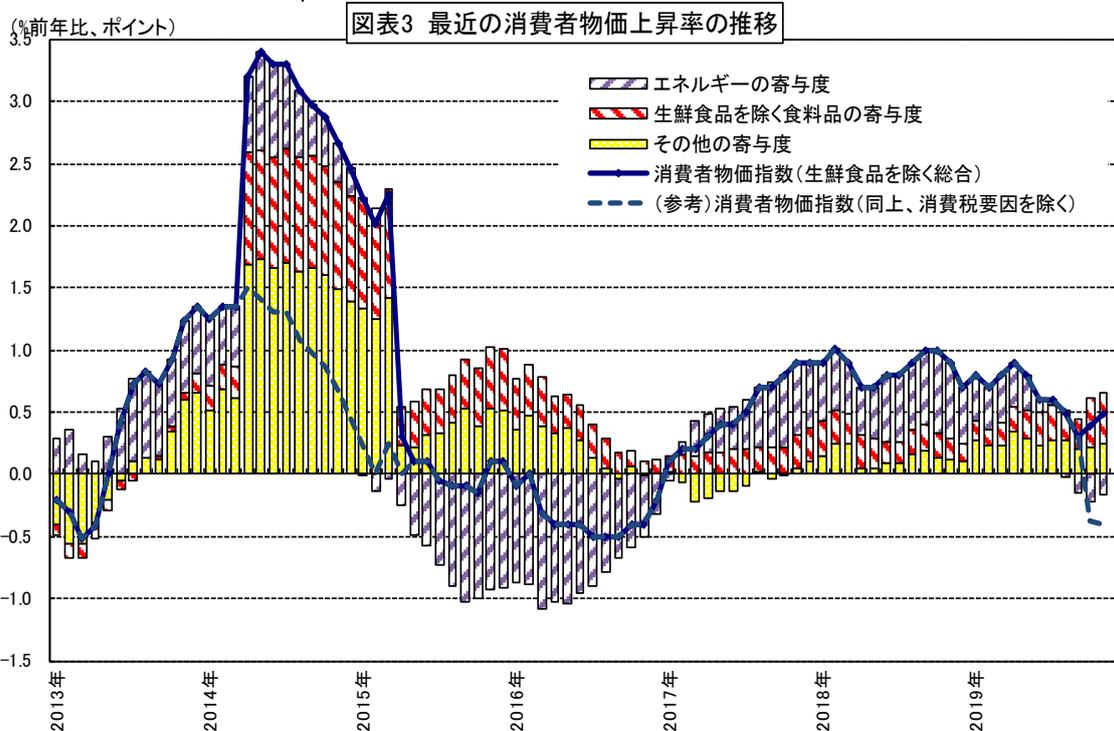
先行きについては、過度な楽観は禁物とはいえ、世界経済の下振れリスクだった米中貿易摩擦がさらに激化する可能性は後退し、小康状態になるとみられるほか、世界的な半導体サイクルの底入れもあり、世界経済・貿易の減速に徐々に歯止めがかかっていくと思われる。また、足元で大きく落ち込んだ民間

**19年度は1.0%成長、
20年度は0.2%成長と
予測**

最終需要も、雇用情勢が底堅いことを背景に、消費税対策の効果などから持ち直しの動きがみられるだろう。

2次QEの公表を受けて、当総研は経済見通しの改定を行ったが、足元のGDPが大きく上方修正されたこともあり、19年度の経済成長率については1.0%へ上方改訂した。19年度上期のGDPは18年度を1.2%上回った状態だが、下期には公的部門以外は不振に陥り、2四半期連続でマイナス成長となるとの見通しに変更はない。年明け後は民間消費、民間企業設備投資も持ち直しが見られるものの、輸出は鈍さが残り、外需寄与度が再びマイナスになる可能性が高い。

一方、20年度に入る頃には世界経済・貿易が底入れし、輸出が回復に転じるほか、東京五輪などの開催などもあり、年度半ばにかけて景気の持ち直しが続くだろう。6月末までの時限措置であるキャッシュレス還元事業などの消費税対策終了を控えた駆け込み需要も発生する可能性もある。しかし、米中両国の20年の経済成長率とともに鈍化が見込まれるなど、世界経済全体の回復ペースは緩やかなものにとどまるほか、一大イベントが終了した後の20年度下期には国内景気の停滞色が強まることを見込まれ、年度を通して0.2%成長にとどまると予想する。

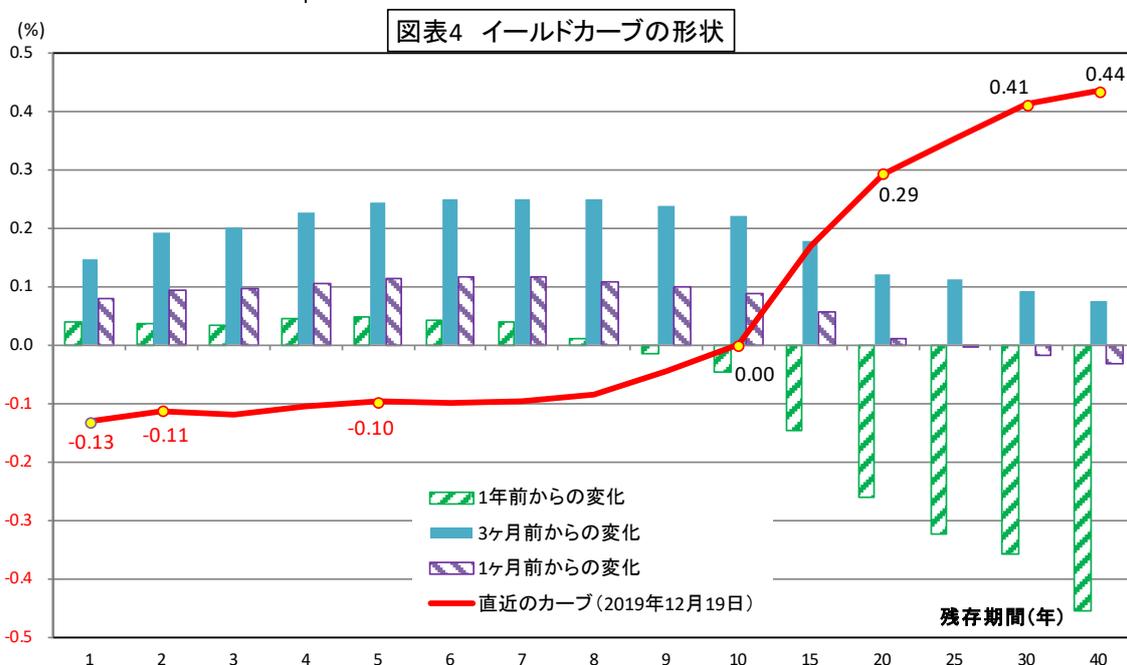


(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：相変わらず鈍い物価

11月の全国消費者物価指数のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比0.5%と、10月分（同0.4%）から上昇幅が拡大した。ただし、その実態は新しい消費税率が適用となった電気・ガス代、上下水道代など公共料金の上昇であり、総務省統計局が試算した消費税調整済指数（コア）の前年比は0.2%で、10月と変わらずである（なお、税率変更で0.9ポイント、教育無償化政策で▲0.6ポイントの寄与度となる）。

最近では国際原油市況が上昇傾向にあることから、先行きエネルギーの物価押し下げ効果は弱まっていくとみられるものの、10月以降も消費停滞が継続すれば、いずれ物価にも反映され、本格的な下落圧力がかかり始める可能性もあるだろう。



(資料)財務省資料より作成

追加緩和に前向きな姿勢を表明する日本銀行

12月18～19日に開催された金融政策決定会合では、大方の予想通り、現状維持が決定された。日本銀行は、16年9月以降「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を実施してきたが、19年7月には予防的な緩和強化の可能性を示唆するなど、追加緩和に対して前向きな姿勢を表明してきた。さらに、10月の金融政策決定会合では、政策金利のフォワードダンスについて、「「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定」と修正、時限的な利下げの可能性を示唆してきたが、今回の会合でもそのようなスタンスは維

しばらく追加緩和を意識した現行スタンスを維持

持することが決まった。

なお、直近では世界経済に前向きな動きが出ていることや政府による大型経済対策の策定などもあり、日銀による追加緩和観測は後退している。雨宮副総裁は、政府の大型経済対策を受けて、今は政策効果の発現を注意深く見ていく段階として、現時点での追加緩和は必要ないとの見解を示した。さらに、リフレ派として知られる原田審議委員も、政府の経済政策との相乗効果が期待されるため、特に追加的な緩和措置は必要ないとの見解を示している。

実際のところ、円高圧力が大きく高まるなど、リスクオフが一気に強まるようなことでもない限り、副作用が懸念されるマイナス金利の深掘りなどといった追加緩和まで踏み込む可能性は薄く、しばらくは現行のような追加緩和を意識したスタンスを継続することになるだろう。なお、政府が大型経済対策を策定した目的の1つに「五輪後の景気対応」を挙げているが、日銀も同様に、追加緩和の想定時期を20年度下期以降にシフトしていく可能性もある。

金融市場：現状・見通し・注目点

9月中旬以降、米中通商協議の進展への期待や主要中銀の金融緩和策への転換などが好感され、世界的にリスクオンが強まった。さらに、12月中旬には米中が第1段階の合意に達したこと、英総選挙で保守党が勝利し「決められない政治」が解消に向かうこと等が評価され、リスクオンの動きが一段と加速、「株高・円安」の流れを後押しした。

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。

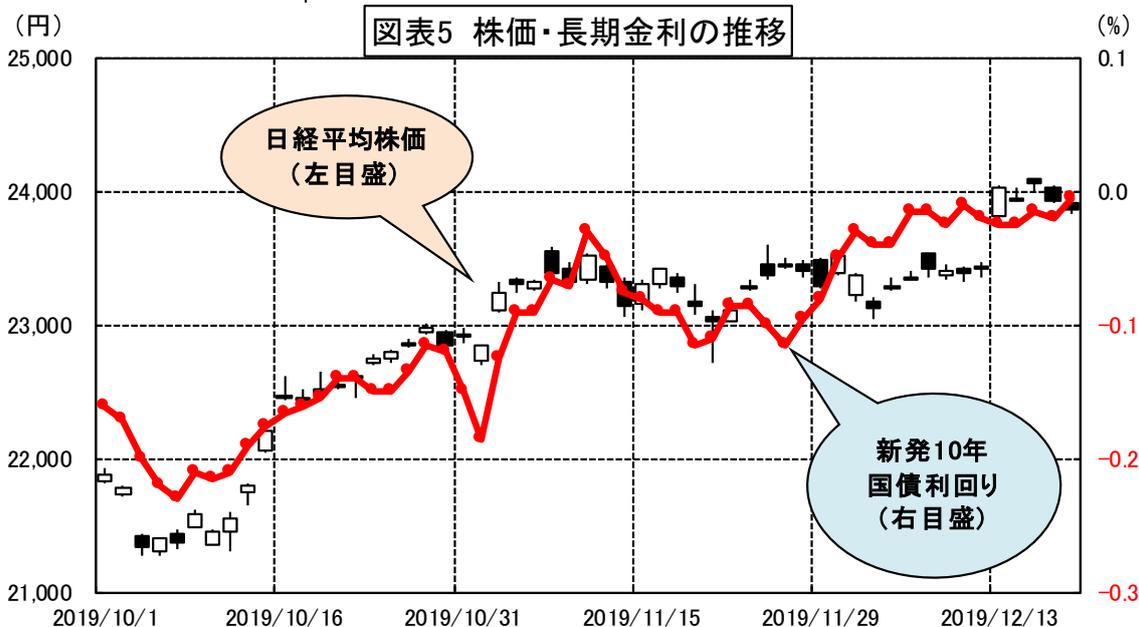
① 債券市場

一時マイナス金利が解消

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していく中、誘導目標の下限と目されている▲0.2%を割り込んでの推移となった。9月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、12月中旬には一時9ヶ月ぶりにゼロ%まで上昇した。なお、直近は▲0.02%前後と、小幅なマイナスでの推移となっている。

当面は 0% 近傍での推移

先行きについては、内外の下振れリスクは残っているほか、物価も実質的には下落気味に推移すると思われるが、政府の大型経済対策によって追加緩和の思惑は後退しており、金利低下圧力もある程度解消しつつある。当面は長期金利の操作目標「10年0%程度」前後での展開になるとと思われる。



世界的なリスクオンに牽引されて年初来高値を更新

② 株式市場

4月にかけて一時22,300円台まで上昇した日経平均株価であったが、その後は内外中銀の金融緩和観測が相場を下支えしたものの、米中摩擦の激化など海外発の下振れリスクへの懸念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。9月以降は米中通商協議の進展への期待や米国経済の底堅さが評価され、徐々にリスクオンが強まり、株価は上昇傾向を強めた。12月中旬には、米中通商協議が第一段階の合意に達したとの報道や保守党勝利となった英総選挙の結果などを受けて、1年2ヶ月ぶりに24,000円台を回復、年初来高値を更新した。

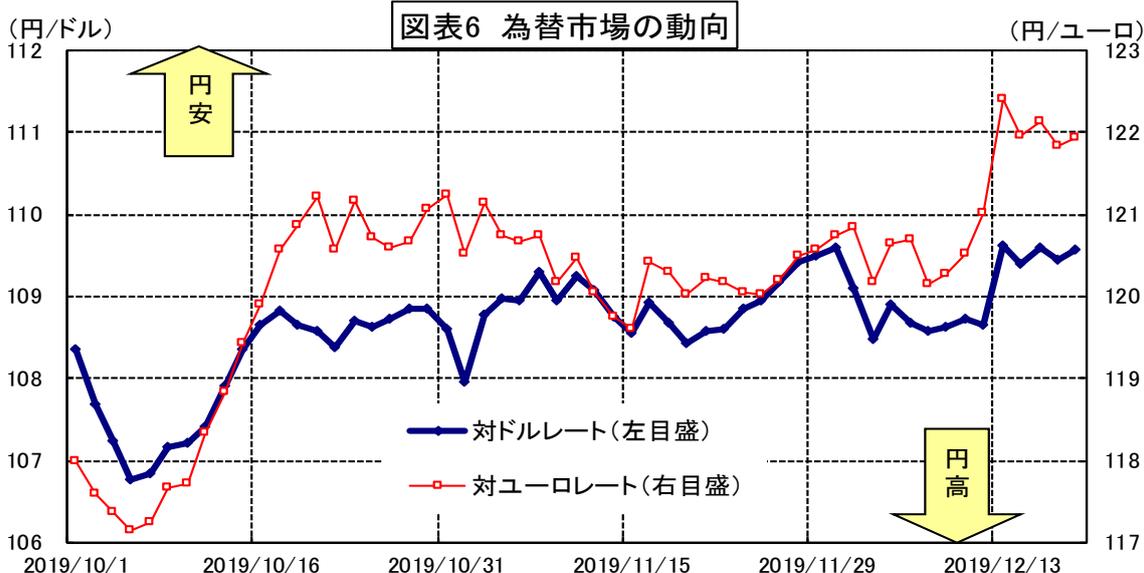
とはいえ、企業業績の悪化も意識されており、かつ消費税率引上げ後の需要減は想定を上回っていることもあり、株価が一本調子に上昇するのは困難と思われ、調整局面入りも想定すべきであろう。ただし、内外で財政出動などの政策効果が期待されること、日銀がETF買入れを継続していること等から、底割れする事態は避けられるだろう。

円高リスクは残るが、しばらくは円安気味に推移

③ 外国為替市場

2月から5月上旬にかけてのドル円レートは1ドル=110円台という円安気味の展開だったが、その後、米中摩擦が徐々に激化していく中、8月には一時1ドル=105円に迫るなど円高傾向が強まった。しかし、米中通商協議が徐々に進展しているとの報道や利下げ効果などで米国経済が底堅い推移を続けたことから、9月以降の為替レートは緩やかに円安が進んだ。直近は109円台での展開となっている。

既に3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いほか、この数ヶ月進んだリスクテイクの巻き戻りも想定され、再び円高圧力が高まるリスクには注意が必要だ。とはいえ、主要国による政策効果や米中摩擦の緩和期待などから、リスクオンの流れはしばらく続くと予想する。



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

ユーロ高が進行

対ユーロレートについても、9月初に一時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し、10月半ばから12月上旬にかけて概ね120円台の展開となった。12月中旬には米中通商協議での合意到達や英総選挙の結果を受けて、ポンドとともにユーロも大きく上昇した。

ラガルド新総裁就任後の欧州中央銀行は、ドラギ前総裁が強行した追加緩和に懐疑的な意見が台頭するなど、日銀との温度差もみられることから、しばらく円安気味に推移するだろう。

(19.12.19 現在)