

7～9月期はほぼゼロ成長へ失速した日本経済

～政府は3年ぶりの経済対策を策定へ～

南 武志

要旨

消費平準化を促す政府の消費税対策にもかかわらず、9月の消費には小ぶりとはいえ、駆け込み需要が発生しており、10月以降にその反動減が出るのは不可避であろう。加えて、自然災害の影響も懸念される。世界的な半導体需要の持ち直しもあり、輸出に一部回復も見られるが、世界経済・貿易全体の減速基調には歯止めがかからず、2019年度下期は2四半期連続のマイナス成長となる可能性が高い。政府は3年ぶりとなる経済対策の策定に着手したが、税収が厳しいことから、国債が追加発行される見通しである。

また、このところ物価も鈍化しており、日本銀行は追加緩和に前向きな姿勢を見せていく。円高が進行する場面ではマイナス金利の深掘りに踏み切るとの見方が強いが、一方で長期金利の過度な低下は回避したいとみられ、その動向に注目が集まる。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2019年		2020年		
	11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 (%)	-0.027	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0180	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.06
国債利回り	20年債 (%)	0.275	0.15～0.35	0.15～0.35	0.15～0.35
	10年債 (%)	-0.085	-0.25～0.00	-0.25～0.00	-0.20～0.00
	5年債 (%)	-0.195	-0.35～-0.10	-0.40～-0.10	-0.30～-0.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	108.8	100～112	100～112	100～112
	対ユーロ (円/ユーロ)	120.1	113～128	113～128	113～128
日経平均株価 (円)	23,292	23,000±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)

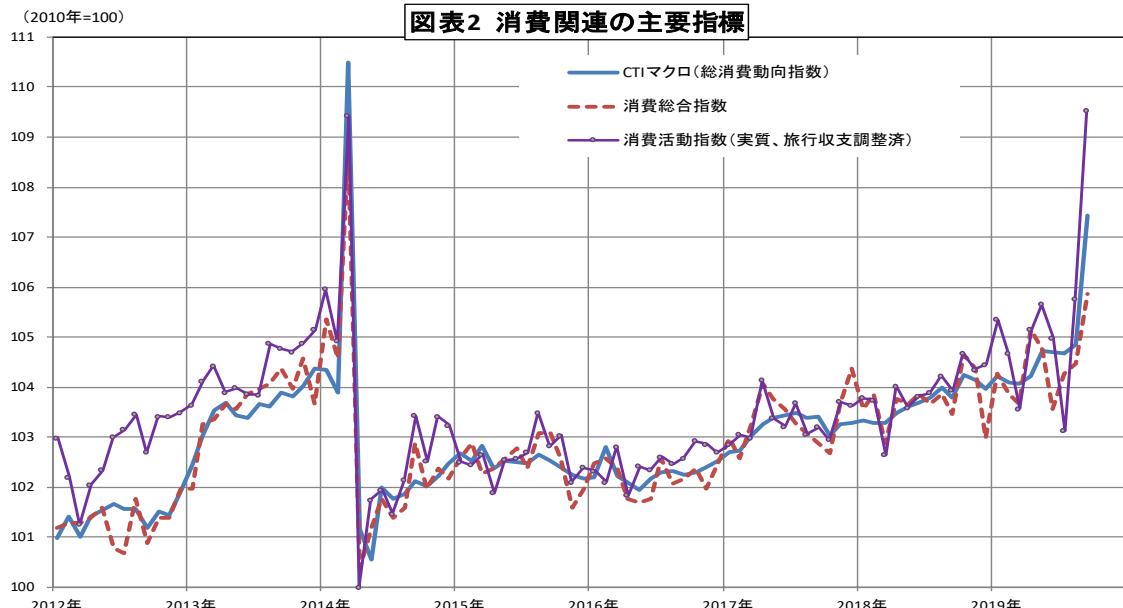
(注)実績は2019年11月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

9月には消費税率引上げ前の駆け込み需要発生

消費税率が10%へ引き上げられてからほぼ2ヶ月が経過した。消費税率引上げ後に景気が落ち込んだ1997年や2014年の経験を踏まえ、政府は消費平準化を促す消費税対策を実施したものの、9月分の消費関連指標からは宝飾品・高級時計、家電製品、化粧品、酒類などを中心に駆け込み需要が発生したことを見て取れる。9月の消費総合指数(内閣府)こそ前月比1.3%の伸びであったが、同様にGDP統計上の民間最終消費支出に近い動きをする総消費動向指数(CTIマクロ、総務省統計局)は同2.5%、実質消費活動指数(旅行収支調整済、日本銀行)は同3.6%と、ともに高い伸びを示した。ただし、いずれも消費税率引上げ前だった14年3月(前月比でそれぞれ4.0%、6.3%)、

4.3%）と比べれば盛り上がりは軽微だったことも確かである。

とはいっても、駆け込み需要が発生した以上、10月以降にその反動減が出るのは不可避である。さほど駆け込み需要がなかった乗用車販売ですら10月分は激減しており、消費マインドの冷え込みも懸念される。台風襲来などに伴う自然災害の後遺症が残る可能性もあり、19年度下期の消費動向には注意が必要だ。



(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行

3年ぶりに経済対策を取りまとめ

さて、政府は9月の台風15号、10月の同19号など、一連の豪雨・暴風被害の復旧・復興に向けた「対策パッケージ」を公表、財源として予備費から1,316億円超を捻出することを決定した。さらに、11月8日の閣議で安倍首相は、新たな経済対策の取りまとめとともに、補正予算案の編成も指示した。追加の経済対策のうち、財源が必要なものは補正予算案のほか、20年度当初予算案に盛り込む方針である。与党の有力議員からは規模10兆円超が必要との声も上がっており、大規模な対策となる可能性がある。

景気対策の主役が金融政策となって久しいが、既に大胆な緩和措置を講じてきたこともあり、追加的な効果がさほど期待できない状況である。また、緩和長期化や一段の緩和強化の副作用も警戒されている。そのため、内外では財政政策の効果に期待する声も浮上しているが、財政政策は効果出現にラグを伴うほか、その効果も一時的であること、さらには財政健全化目標とのバランスも重要であろう。

景気の現状：7～9 月期はゼロ成長

足元の景気動向を振り返ると、7～9月期の実質GDP第1次速報（1次QE）は前期比年率0.2%と4四半期連続のプラス成長ながらも、失速した印象を受ける数字となった。内容的には、輸出の減少や民間在庫の取り崩しなどがあったとはいえ、民間消費や民間企業設備投資、さらには公的需要が底堅かったことから、内容が悪かったとも言い切れない。

こうした動きを反映して、9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ており、19年度上期にかけて非製造業が堅調に推移したことが見て取れる。

一方、相変わらず輸出が軟調に推移している様子も確認できる。世界的な半導体需要の底入れもあり、最近はアジア向けを中心に当該製品の輸出が持ち直しているとはいえ、10月の実質輸出指数は前月比▲1.5%と5ヶ月ぶりの水準へ低下、7～9月平均を1.6%下回るなど、底入れはまだ見えない。

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、全般的な世界経済・貿易の底入れは20年前半までずれ込むとみられ、輸出の減少傾向は今しばらく続くだろう。こうした中、7～9月期までは底堅い推移を続けた民間最終需要も一時的にせよ減少を余儀なくされるものと思われる。冒頭で触れたとおり、7～9月期の駆け込み需要は前回（14年3月以前）ほどの盛り上がりは見られなかった。しかし、反動減が出る可能性が高いほか、教育無償化政策の対象外世帯では実質購買力が目減りしており、今後の消費動向に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、省人化・省力化ニーズが主導する非製造業の設備投資なども調整は不可避と思われる。

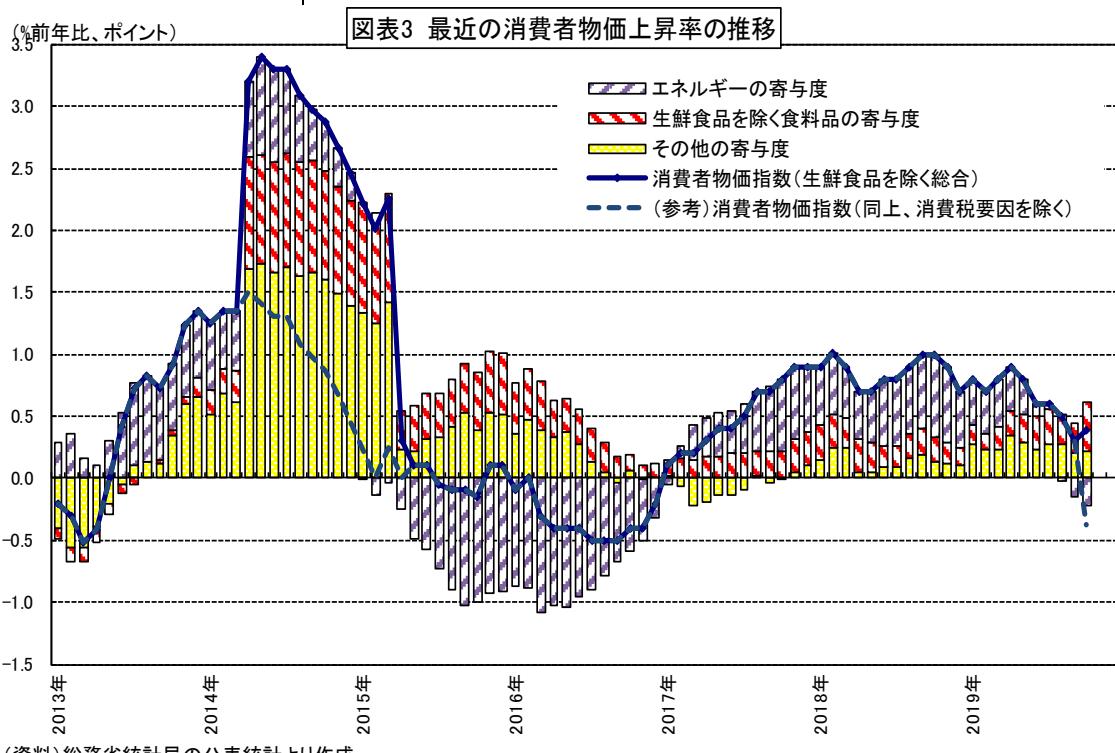
19年度は0.6%成長、 20年度は0.4%成長と 予測

1次QE公表を受けて、当総研は「2019～20年度改訂経済見通し」を取りまとめたが、19年度の経済成長率を0.6%と予測している。19年度上期は18年度のGDPを0.9%上回っているが、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予想する。一方、新興国が主導する形で世界経済の持ち直しが20年入り後には始まり、輸出は底入れするほか、東京五輪・パラの開催などもあることから、20年度半ばにかけて景気持ち直しもみられるだろう。ただし、一大イベントが終了した後の20年度下期には回復が一服、年度を通して0.4%成長にとどまる予想する。

物価動向：相変わらず鈍い物価

過去1年にわたり、物価上昇率は鈍化を続けている。消費税率が引上げられた10月分の全国消費者物価のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比0.4%と、9月分（同0.3%）から僅か0.1ポイントの上昇幅拡大にとどまった。消費税率10%への引上げによって物価全体で0.77ポイントの押上げ効果があった半面、同時に開始された教育無償化政策によって物価全体は0.55ポイント押下げられた。10月以降の消費動向が鈍いものになれば、物価に本格的な下落圧力がかかり始める可能性があるだろう。

また、10月の国内企業物価は前年比▲0.4%と、9月（同▲1.1%）から下落幅が縮小したが、消費税要因を除くと同▲1.9%と下落幅が大きく拡大するなど、円高や資源安に加え、国内需要の勢いが衰えている可能性が示唆される。



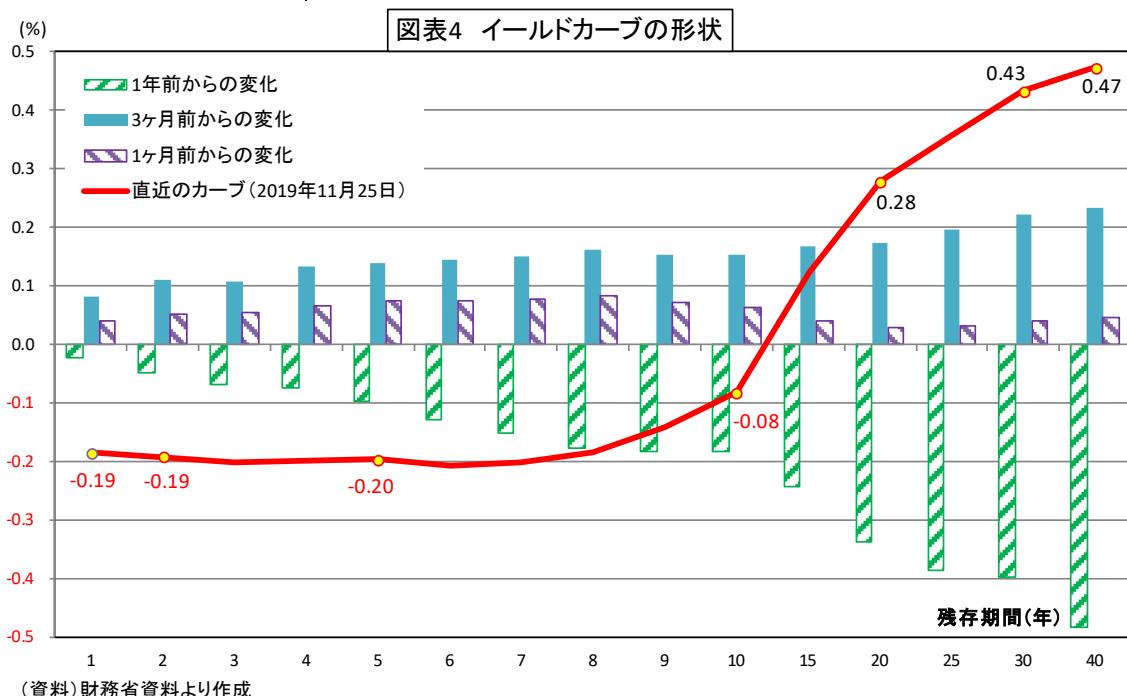
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

追加緩和に前向きな姿勢を表明する日本銀行

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4月には政策金利のフォワードガイダンスを明確化（現在のきわめて低い長短金利の水準を維持すると想定する期間を「少なくとも20年春頃まで」とした）したほか、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いる。

既に、FRB、ECB など主要国中銀は再び金融緩和に向かっているが、内外経済の不透明感が高まる中、日銀もそれに追随するとの見方は少なくない。実際、円高が進み、物価下落圧力が高まることが見込まれる場面では、追加緩和に踏み切る可能性はあるだろう。



「次の一手」はマイナス金利の深掘りが依然有力

日銀はかねてから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る、かつ緩和余地も十分あるとの考えを示してきた。しかし、最近の日銀は、長期金利の過度な低下を抑制すべく、国債買入れオペを調整（短期ゾーンを増額、中～超長期ゾーンを減額）し、かつ長期国債保有残高を10月には年間20兆円増（めどは80兆円増）のペースまで鈍化させるなど、上記の②、④に対しては慎重な姿勢も見えなくもない。

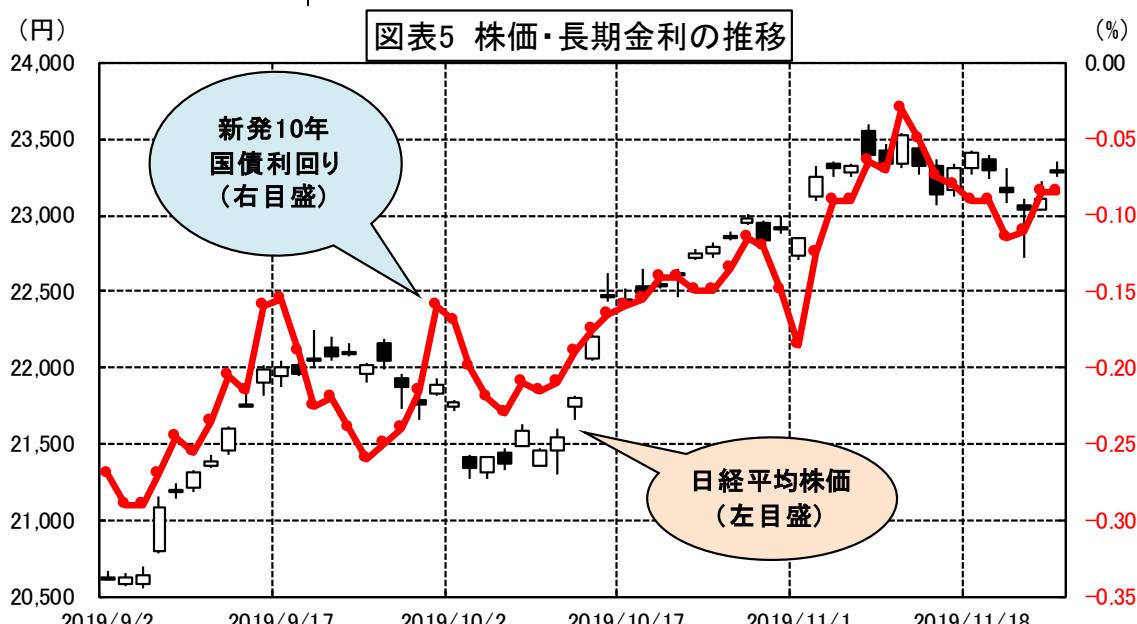
それゆえ、「次の一手」は、引き続きマイナス金利の深掘りが有力になるとみられるが、地域金融機関の経営体力の低下な

金融市場：現状・見通し・注目点

ど副作用を懸念する声も根強く、今後の議論の行方が注目される。ちなみに、政府の経済対策の策定に伴い、国債が追加発行される可能性が高いが、歩調を合わせれば長期国債の買入れ額を多少増やすことも可能であろう。

米中通商協議の進展期待や主要中銀の緩和方向への政策転換などを好感、9月中旬以降は世界的にリスクオンが強まり、米国株価が史上最高値を断続的に更新、国内市場も「株高・金利上昇・円安」となった。ただし、トランプ米大統領のウクライナ疑惑や米中通商協議への警戒、香港の混乱など、足元では調整する動きも見られる。

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。



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

長期化するマイナス金利状態

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、11月中旬には一時▲0.03%まで上昇。なお、足元では▲0.1%前後の推移となっている。

当面は▲0.1%前後で推移

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、日銀はイールドカーブの過度のフラット化は回避する考えであり、仮に短期政策金利を引き下げたとしても、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するとと思われる。当面は現状水準の▲0.1%前後での推移が続くと思われる。

② 株式市場

内外経済への懸念で上値は重い

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つたが、米中通商協議が部分合意に向けて進展したとの報道や米国経済の底堅さなどを背景に年初来高値を更新、11月中旬には一時23,500円台まで回復した。

とはいっても、米中通商協議の行方は依然不透明感が強いほか、内外景気の減速や企業業績の悪化も意識される中での最近の株高はやや行き過ぎの面もあると思われ、今後は上値の重い展開を予想される。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、底割れするような事態は避けられるだろう。

③ 外国為替市場

一方的な円安の可能性は薄い

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緩やかな円安基調となっており、直近は108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く、一方的に円安が進む可能性は小さいだろう。

ユーロ安修正は一服

むしろ、これまでの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。

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しており、直近は概ね120円台の展開となっている。ラガルド新総裁が就任した欧州中央銀行で追加的な金融緩和に対して慎重な意見が出ていること、さらにこの数ヶ月のユーロの戻りが急ピッチであったことから、しばらくは現状水準で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。

(19.11.25現在)