

情勢判断

国内経済金融

景気実勢は鈍いが、経済の好循環実現への期待根強い

～ 足元 4～6 月期は低成長となる懸念も ～

南 武志

要旨

消費の持ち直し傾向が強まらないほか、冴えない海外経済を受けて輸出が頭打ち気味となるなど、景気実勢はまだ鈍い。1～3 月期の高い経済成長率を支えた民間在庫の積み上がりの調整が進めば、4～6 月期は一転して低成長に陥る可能性もある。しかし、ベースアップなどの賃上げ継続や夏季賞与の堅調さなどで家計の所得環境が大きく改善し、消費の持ち直し傾向が徐々に強まっていくことが予想される。輸出、設備投資の回復などとともに、15 年度半ばには経済の好循環入りに向けた動きが始まるだろう。

一方、原油安の影響で、足元で物価の鈍化状態が続いているが、日本銀行はマクロ的な需給ギャップや予想物価上昇率の改善を基に「物価の基調は改善している」との見解を示しており、追加緩和に対しては慎重姿勢を続けると予想する。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2015年			2016年		
	6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コール翌日物 (%)	0.074	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.1690	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17	
国債利回り	10年債 (%)	0.455	0.25～0.60	0.30～0.70	0.35～0.75	0.35～0.80
	5年債 (%)	0.125	0.00～0.25	0.05～0.30	0.05～0.35	0.10～0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	123.7	120～130	120～130	118～128	115～125
	対ユーロ (円/ユーロ)	139.3	130～145	130～145	125～140	125～140
日経平均株価 (円)	20,809	21,000±1,000	21,250±1,000	21,500±1,000	22,000±1,000	

(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2015年6月23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。

国内景気:現状と展望

14年度を通じて大幅減少を続けてきた実質賃金は、賃上げ継続と原油安や消費税要因の剥落などによる物価鈍化によって、前年比 0.1%へと減少幅が大きく縮小、下げ止まりの様相を示している。なお、前年の反動で残業時間が減少しているため、給与総額には依然として下押し圧力が働いており、それらが消費の鈍さにつながっている。

実際、4月の消費総合指数は1～3月平均を0.5%ほど下回っており、回復の兆

しが窺えない。さらに、海外経済の弱さも手伝って輸出も頭打ち気味に推移しており、4～5月の実質輸出指数は同じく3%ほど下回っている。内外需の回復力はまだ弱いというのが景気の現状である。

一方、6月8日に公表されたGDP第2次速報では、企業設備投資の増加傾向が明確になった半面、在庫の積み上がりが1次速報よりも上方修正された。結果的に見れば、経済成長率は前期比年率3.9%と極めて高い伸びへ上方修正されたが、同時に在庫調整による成長下押し懸念を

強めており、4~6月期は一転、低成長(マイナス成長の可能性も) に陥るリスクも浮上している。

とはいえ、上述したような状況はいずれ解消するものと予想する。まず、好業績を背景とした夏季賞与は堅調とされているため、家計の所得環境の改善を促し、それが消費の回復傾向を次第に強めていくことが期待される。また、海外経済についても、すでに米国経済は底堅さを取り戻しつつあるほか、中国経済も景気テコ入れ策の効果が年央以降出てくるとみられる。年内と目される米国の利上げ開始決定を巡り、内外の金融資本市場が多少混乱する可能性は否定できないが、米連邦準備制度 (FRB) は景気回復を阻害しないよう慎重に利上げを検討していく方針である。輸出の価格競争力は円安定着によって高まってきたが、早晚、海外景気の持ち直しによる輸出数量増加が始まるものとみられる。

以上に加え、企業設備投資が回復傾向をたどっていることなどを踏まえれば、15年度半ばには経済の好循環が実現、正常化に向けた動きが強まると予想する (経済見通しは後掲レポート『2015~16年度改訂経済見通し(2次QE後の改定)』

を参照のこと)

一方、物価は鈍化状態が続いている。4月の全国消費者物価 (生鮮食品を除く総合、以下、全国CPIコア) の前年比は増税要因の大方が剥落したことで0.3%へ大幅鈍化、電気料金などに残る増税押し上げ分 (0.3ポイントと想定) を除けば同0.0%と、原油安や低調なままの消費を背景に、15年入り後は物価上昇率がほぼゼロという状態に陥っている。

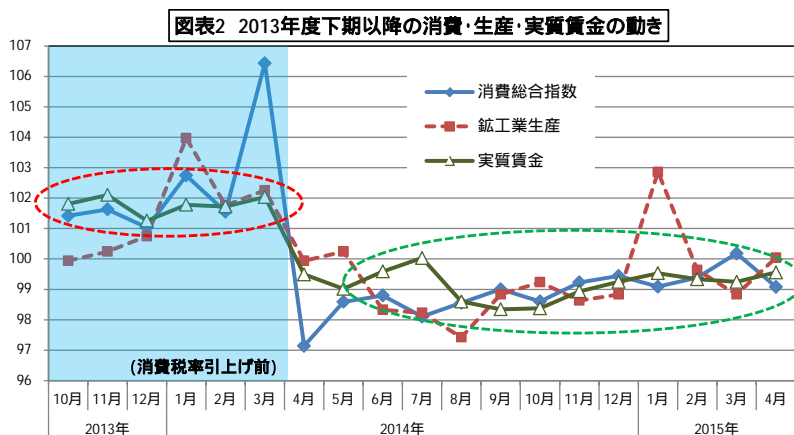
しかし、円安が定着していることもあり、最近では食料品や日用品などに価格転嫁する動きも散見されるなど、企業・生産者や販売業者の価格設定行動にも変化が見られつつある。とはいえ、夏場まではガソリンなど石油製品の物価押し下げ効果は大きく、物価上昇率がゼロ近傍で推移するとみられる。その後は、原油安要因が剥落するとともに、労働需給の逼迫など賃上げ継続姿勢が物価にも波及し、上昇率を回復させる動きが強まるだろう。

金融政策:現状と見通し

このように実際の物価動向が物価安定目標 (全国消費者物価の前年比上昇率が2%前後) から乖離した状態がしばらく続くことが想定される中、日本銀行がどう

対応するかが注目を集めてきた。

こうした中、黒田日銀総裁らは、労働需給などマクロ的な需給バランスは改善傾向にあり、かつ物価が鈍化している下でも予想物価上昇率が高止まり状態が続いていることを理由に、「物価の基調」は改善していると繰り返し返



(資料)内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計より農林中金総合研究所作成
(注)2013年10月～直近=100。

し述べている。さらに、石油製品などの個別の財・サービスの「価格」の動きと上述の「物価の基調」を明確に区別した議論を展開している。以上を考慮した結果、現行の量的・質的金融緩和（QQE2）の枠組みで「16年度前半頃」に2%の物価上昇を達成できると判断しており、市場参加者の根強い追加緩和期待に対して一線を画する姿勢を示している。

実際、6月18～19日に開催された金融政策決定会合においても、所期の効果を発揮していると自己評価するQQE2の枠組みを維持することを決定、物価安定目標を安定的に達成するために必要な時点までQQE2を継続することを示した。

しかし、15年度下期以降に原油安の影響が剥落するとしても、「16年度前半頃」に2%前後の物価上昇を安定的に達成する状況に到達することは厳しいことには変わりはない。そのため、いずれ日銀は展望レポートやその中間評価を行う際に物価2%の達成時期をさらに先送りすることは不可避であろう。とはいえ、経済の好循環入りが実現すれば、すでに一部で逼迫している労働需給がさらに引き締まり、それが賃金・物価を押し上げていくことが想定され、そのペースが市場予

想を上回ることも十分ありうる。その際にはQQE2からの出口が意識され、長短金利などに少なからぬ影響が出ることが見込まれる。

金融市場:現状・見通し・注目点

国内では円安や株高傾向を受けて日銀の追加緩和観測が後退しつつあるほか、米国の年内利上げ観測の強まり、ユーロ圏のデフレ懸念解消や景気回復期待などで、6月に入り、海外金利が上昇する場面もあった。

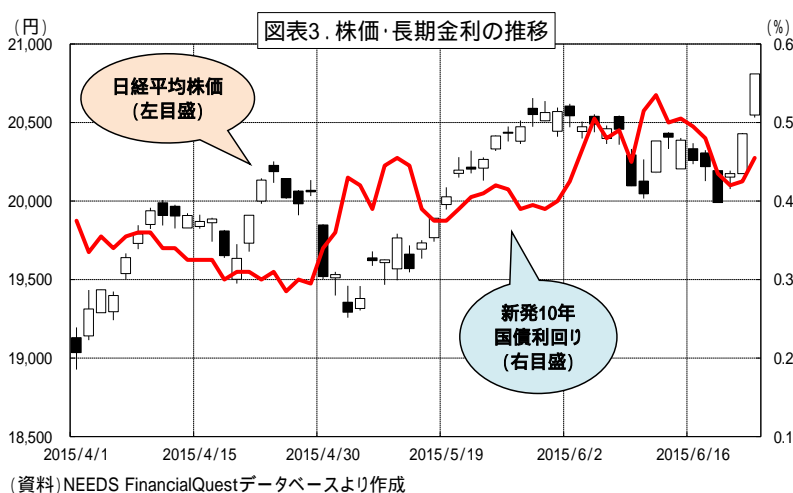
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

債券市場

QQE2の導入により、日銀は国債の年間発行額に迫る勢いで長期国債の買入れを実施しているが、原油急落に伴う世界的なデフレーション懸念が強まる中、指標金利である新発10年物国債の利回りは、一時0.2%割れ(1月中旬)と過去最低を更新した。しかし、その後は高値警戒感、流動性リスクへの警戒などが意識されて反転したほか、再び変動幅も大きくなっている。さらに、6月に入り、欧米の長期金利が上昇傾向を強めたことにつられて9ヶ月ぶりに0.5%台まで上昇する場

面もあった。

先行きについては、QQE2による一定の金利抑制効果が期待されること、そのQQE2は当面は継続される見通しであることから、現段階で金利が上昇傾向をたどることは想定しない。基本的に低金利状態は保たれるとみるが、時折、



米利上げ時期を巡る思惑などで金利変動が激しくなる場面もあるだろう。

株式市場

15 年年明け直後には、原油安を原因とした世界経済懸念により、日経平均株価は 16,500 円近くまで調整する場面もあったが、その後は持ち直しに転じ、3 月中旬には 19,000 円、4 月 10 日には一時 20,000 円台を回復するなど 15 年ぶりの水準まで上昇した。その後は利益確定の売り圧力も強まり、上値の重い展開が続いた。しかし、底堅い企業決算の発表が相次いだことや米国の年内利上げ観測が再び強まったこともあり、円安が進行し、それを受けて 5 月下旬から 6 月上旬にかけて 27 年ぶりの 12 連騰を記録し、かつ 15 年ぶりに 20,500 円台を回復するなど、堅調に推移した。その後、円高に振れたことを嫌気して一時 2 万円割れとなったが、調整は軽微なものにとどまっている。

株式市場を取り巻くムードもデフレ脱却や成長促進につながる可能性について積極的に評価されるなど、変化が起きている。先行きについても、成長戦略の着実な実行や原油安メリットへの期待、円安状態の定着などは株価押し上げに貢献するとみられる。当面、株価は堅調に推移すると予想する。

外国為替市場

14 年秋の米量的緩和終了、日銀の QQE2 発表、GPIF 運用改革案で外国債券・株式の運用比率の引上げが盛り込まれたことなどをを受けて 1 ドル = 120 円台まで円安が進んだドル円相場は、その後 5 月中旬まで 120 円台前後での

レンジ相場が続いた。その間、米利上げ時期の後ズレ観測が台頭する場面もあったが、5 月下旬に入ると米経済指標の回復もあり、再びドル高傾向が強まり、一時 13 年ぶりとなる 125 円台となった。6 月上旬には黒田日銀総裁による円安牽制と受け取られるような発言から、円安進行は一旦止まったが、それでも将来的に日米金利差が拡大するとの予想は根強く、120 円台前半の水準を保っている。

先行きは、基本的には日銀では現行レベルでの大規模緩和が当面継続される一方、米国では年内の利上げ開始が意識されることもあり、円安状態は保たれ、かつ利上げ時期が迫れば円安傾向が再び強まるとみられる。

一方、14 年末から 15 年 4 月初頭にかけて対ユーロレートは円高が大きく進行、一時 1 ユーロ = 120 円台後半となったが、4 月中旬以降、ユーロ圏でデフレ懸念が後退したこともあり、ユーロ高方向に反転、足元では 140 円前後で推移している。しかし、ギリシャ問題を抱えているほか、ユーロ圏経済の本格回復にはまだ時間がかかることを考慮すれば、再びユーロ安が進む可能性もあるだろう。

(15.6.23 現在)

