

## 好循環実現への期待は強いが、足元の動きはまだ鈍い

### ～景気の足踏みを示す経済指標も～

南 武志

#### 要旨

消費税増税による景気下押し効果はかなり解消したとみられるが、民間消費の持ち直し傾向が強まらないほか、輸出が頭打ち気味となるなど、15年度に入っても景気回復傾向は強まりを見せないばかりか、足踏み感すら漂う状況となっている。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改善していき、いずれ消費の持ち直しを後押しし始めることが期待されるほか、米中経済の持ち直し傾向が強まれば、輸出も再び回復傾向をたどるだろう。設備投資の回復などとともに、15年度下期には経済の好循環が始まると予想する。

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」との見解を崩していない。市場では今秋の追加緩和を見込む意見も少なくないが、日銀はそれに対して慎重姿勢を続けるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

| 年 / 月         |              | 2015年      |              |              | 2016年        |              |
|---------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 項 目           |              | 7月<br>(実績) | 9月<br>(予想)   | 12月<br>(予想)  | 3月<br>(予想)   | 6月<br>(予想)   |
|               |              |            |              |              |              |              |
| 無担保コールレート翌日物  | (%)          | 0.076      | 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 (%)     | 0.410      | 0.25～0.60    | 0.30～0.70    | 0.35～0.75    | 0.35～0.80    |
|               | 5年債 (%)      | 0.100      | 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)   | 123.8      | 120～130      | 120～130      | 118～128      | 115～125      |
|               | 対ユーロ (円/ユーロ) | 136.0      | 125～145      | 125～145      | 125～145      | 120～140      |
| 日経平均株価        | (円)          | 20,683     | 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7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

企業設備投資などに明るい材料も散見されつつあるものの、総じて見れば、国内景気には依然として鈍さが残っている。特に、消費税増税後は低調な動きを続けてきた民間消費、さらに回復力が乏しい海外経済の影響を受けた輸出数量の低調さが目を引く。

14年秋に追加的な金融緩和措置が講じられ、かつ消費税の次回増税時期を先送

りした直後には、15年度入り後には増税による悪影響が剥落し始めることもあり、徐々に景気回復テンポが高まるとの見方が強かった。こうした中、企業設備投資については、これまでの投資抑制姿勢によって生じた設備老朽化の進行、徐々に強まってきた設備不足感などを背景に、増加傾向が強まっている様子が見て取れる。機械受注統計では代表的な「船舶・電力を除く民需」が4～6月期の事前見通

し(前期比▲7.4%、内閣府集計)を大きく上回るペースで推移しているほか、日銀短観(6月調査)でも15年度計画は製造業中心に堅調なものへと上方修正された(全規模・全産業+金融機関ベース(含むソフトウェア投資額、除く土地投資額)で前年度比6.0%(うち、製造業は同13.1%))。

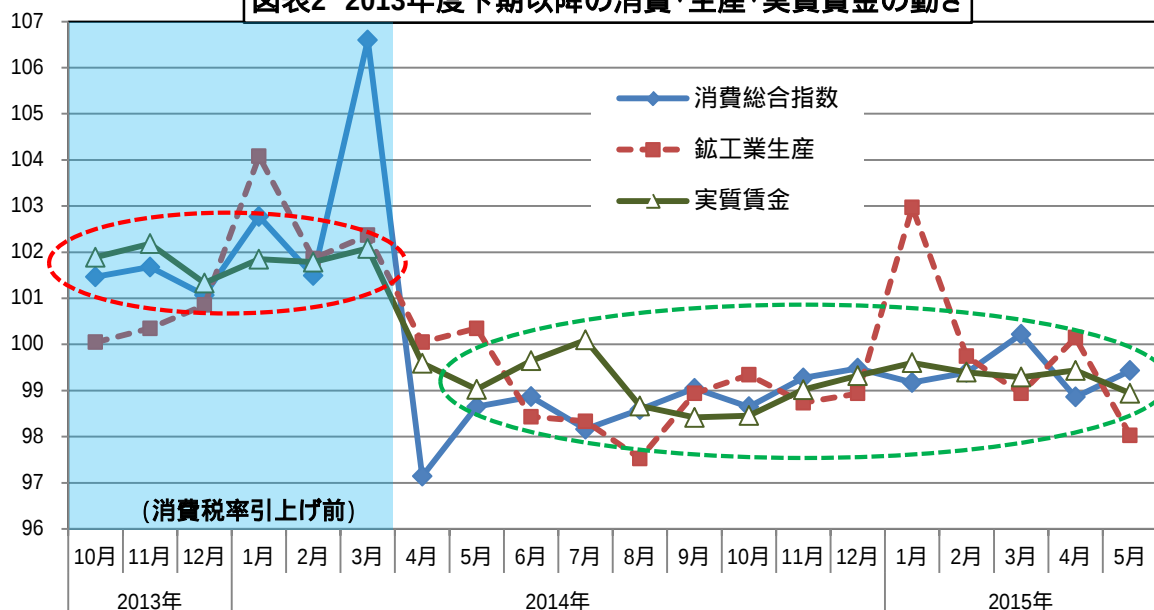
しかし、それ以外の多くの指標からは改善に向けた明確な動きをなかなか見つけることができない。5月の景気動向指数をみると、労働需給が引き締まり気味に推移しているものの、鉱工業統計の低調さ(生産停滞、在庫積み上がりなど)などにより、一致CIは頭打ち気味に推移しており、それに基づく基調判断も「足踏み」へ下方修正されている。

また、冒頭で紹介したように、民間消費の持ち直しテンポは鈍く、GDP統計上の民間消費に近いとされる消費総合指数の4~5月平均は1~3月平均を下回っている。2年連続でのベースアップ実施な

ど、賃金の上昇基調は維持されていると見られるが、賃上げ率そのものは企業業績や内部留保などを踏まえると、抑制気味であるほか、所定外労働時間が前年比減少するなど、増税直後は受注残の影響があったことの反動が依然として残っている面もある。また、輸出についても、14年末から15年1月にかけて見られた勢いは既になく、再び伸び悩んでいる。日本の二大輸出相手国である米中両国経済が15年上期に減速気味に推移した影響が出ているといえるだろう。在庫調整の進展なども踏まえれば、高成長だった1~3月期(前期比年率3.9%)から一転、4~6月期の経済成長率はかなり低調となる可能性が高く、マイナス成長すら視野に入る。

しかし、先行きについて悲観的に捉える必要もない、との見方は変える必要はないだろう。たしかに、事前の想定よりも回復傾向が強まる時期は後ズレしそうな状況ではあるが、14年度の好業績を背

図表2 2013年度下期以降の消費・生産・実質賃金の動き



(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。

景に夏季賞与は堅調とされているほか、ベースアップも徐々に反映されてくると見られ、それらが家計の所得環境の改善を促し、消費の持ち直し傾向を次第に強めていくだろう。また、海外経済についても、米国経済の改善基調は維持されているほか、懸念が根強い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)は再度の量的緩和などの「後戻り」をしないよう慎重に利上げしていく方針である。早晩、輸出数量も増加傾向が復活するとみられる。企業設備投資が底堅さなどを踏まえれば、15年度半ばには経済の好循環が実現し、デフレ脱却などに向けた動きが本格化するだろう。

こうした中、物価は鈍化状態が続いている。エネルギー価格の下落幅拡大などもあり、5月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下、全国コアCPI)は前年比0.1%へ鈍化した。夏場にかけては電気・ガス料金の値下げが実施されることもあり、一時的にせよ、下落に転じる可能性も意識され始めている。一方、

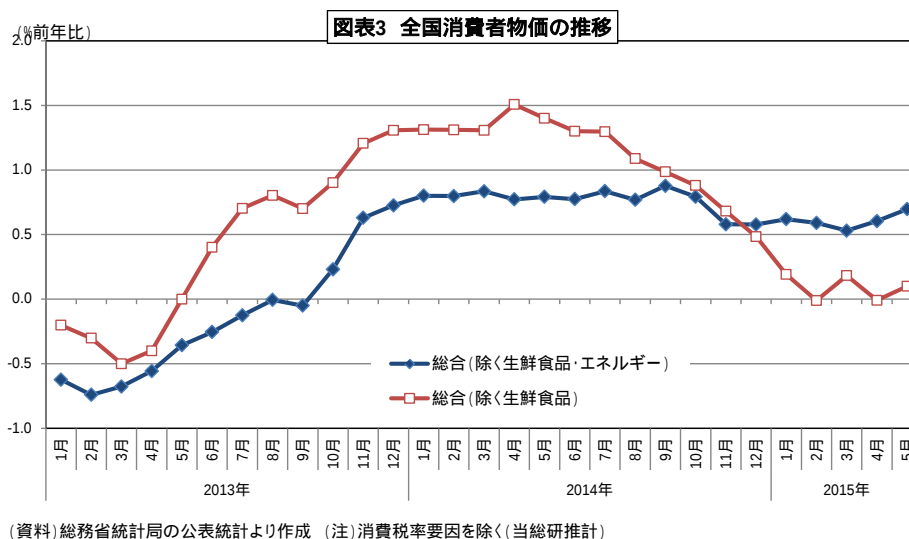
最近では食料品や日用品などに製造コストの増加分を価格転嫁する動きも散見されるなど、企業・生産者や販売業者の価格設定行動にも変化が見られつつある。秋以降

は、原油安による石油製品の下落効果が弱まるとともに、労働需給の逼迫などを背景とした賃上げ継続が物価にも徐々に波及し、上昇率を回復させる動きが強まると予想する。

## 金融政策:現状と見通し

7月14～15日に開催された金融政策決定会合では、大方の市場予想通り、所期の効果を発揮していると自己評価する量的・質的金融緩和(QQE2)の枠組みを維持することを決定した。前述の通り、足元の物価上昇率は前年比ゼロ%程度であり、物価安定目標(全国消費者物価の前年比上昇率で2%前後)から大幅に乖離した状態がしばらく続くことが想定されているものの、黒田総裁を筆頭に、日本銀行か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」は改善しているとの認識が繰り返し示されている。

また、7月の決定会合後に示された展望レポートの中間評価では、15年度の経済・物価見通しの数値は下方修正(前年



度比でそれぞれ 1.7%、0.7%) されたものの、16 年度にかけて潜在成長力を上回る成長を続け、加えて原油価格下落の影響が剥落するとともに物価上昇率も高まり、16 年度前半頃には物価安定目標を達成する、といった従来のシナリオについては踏襲された。会合後の黒田総裁の記者会見では、物価上昇率は秋口以降はかなりのテンポで上昇していく可能性があるとの見通しを述べたほか、物価指標としても新たに「生鮮食品・エネルギーを除く総合」なる系列を提示し、前年比ゼロ%前後で低調な全国コア CPI とは異なり、物価の趨勢的な動きとしては足元で上昇傾向が強まりつつある可能性を示唆した。こうした姿勢は、10 月末の展望レポート公表と合わせて決定されとの見方が根強い市場の追加緩和への期待と一線を画しているといえる。

とはいえ、15 年度下期以降、原油安の影響が剥落するとしても、賃金上昇圧力は十分に高くなく、2%の物価上昇率を許容できるほど家計所得の改善が進むような状況ではない。それゆえ、「16 年度前半頃」に安定的に 2%前後の物価上昇が達成できると想定するのは困難である状況には変わりはない。

そのため、いずれ日銀は物価 2%の達成時期をさらに先送りすることは不可避と思われる。一方、経済の好循環入りが実現すれば、すでに一部では逼迫している労働需給がさらに引き締まり、それが賃金・物価に波及していくことも想定され、そのペースは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だろう。

図表4 展望レポート:2015～17年度の政策委員の大勢見通し(2015年7月)

|               | 実質GDP                                 | 消費者物価<br>(除く生鮮食品)                     |                                       |
|---------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
|               |                                       |                                       | 消費税率引き上げの<br>影響を除くケース                 |
| <b>2015年度</b> | <b>+1.5 ~ +1.9<br/>&lt; +1.7 &gt;</b> | <b>+0.3 ~ +1.0<br/>&lt; +0.7 &gt;</b> |                                       |
| 4月時点の見通し      | +1.5 ~ +2.1<br>< +2.0 >               | +0.2 ~ +1.2<br>< +0.8 >               |                                       |
| <b>2016年度</b> | <b>+1.5 ~ +1.7<br/>&lt; +1.5 &gt;</b> | <b>+1.2 ~ +2.1<br/>&lt; +1.9 &gt;</b> |                                       |
| 4月時点の見通し      | +1.4 ~ +1.8<br>< +1.5 >               | +1.2 ~ +2.2<br>< +2.0 >               |                                       |
| <b>2017年度</b> | <b>+0.1 ~ +0.5<br/>&lt; +0.2 &gt;</b> | <b>+2.7 ~ +3.4<br/>&lt; +3.1 &gt;</b> | <b>+1.4 ~ +2.1<br/>&lt; +1.8 &gt;</b> |
| 4月時点の見通し      | +0.1 ~ +0.5<br>< +0.2 >               | +2.7 ~ +3.4<br>< +3.2 >               | +1.4 ~ +2.1<br>< +1.9 >               |

(資料) 日本銀行

(注) 対前年度比、%。なお、< > 内は政策委員見通しの中央値。

消費税増税の物価への影響度(17年度)は+1.3%ポイントと想定。

原油価格(ドバイ)は60ドル/バレルを出発点に70ドル/バレル程度に緩やかに上昇。消費者物価の上昇率に対するエネルギー価格の寄与度は15年度: ▲0.7 ~ ▲0.8ポイント、16年度: +0.1 ~ +0.2ポイントと試算。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

6月下旬から7月初旬にかけて、ギリシャ支援交渉の混迷や中国株の急落などを契機に、海外経済の先行き不透明感が意識され、一時的にリスクオフの流れが強まった。その結果、株安・円高方向に大きく振れる場面もあった。しかし、EU側がギリシャ支援再開の条件とした財政改革法案が成立し、形振り構わぬ中国当局による株価対策がひとまず奏功したこともあり、それらの懸念は後退し、株価や為替レートは6月中旬の水準まで急回復を見せた。市場参加者の間では、今後の注目点は米利上げの開始時期に移ったとの見方が強まっている。

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見たい。

### 債券市場

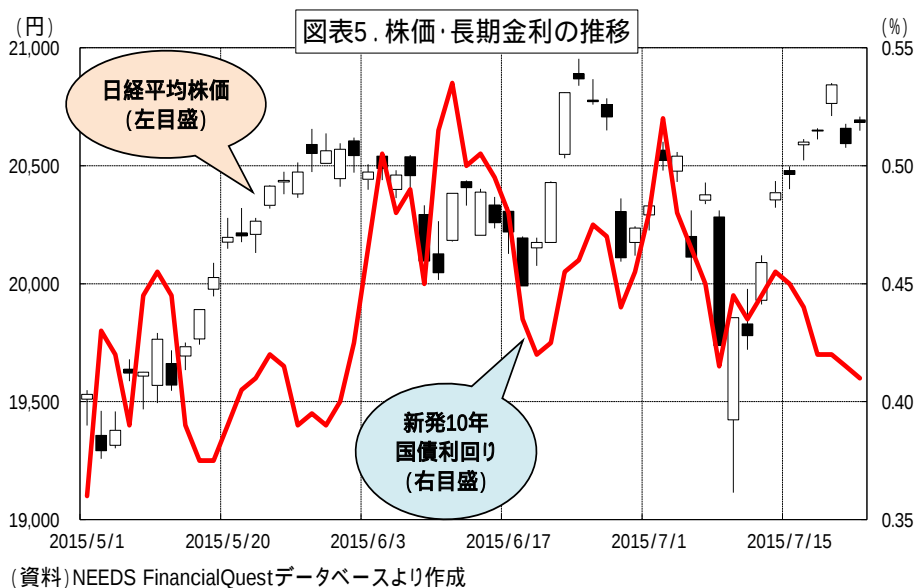
QQE2により、日銀は国債の年間発行額に迫る勢いで長期国債の買入れを実施しており、1月中旬には原油急落に伴う世界的なデフレーション懸念が強まる中、新発10年物国債利回りは、一時0.2%割れと過去最低を更新した。しかし、その後は高値警戒感、流動性リスクへの警戒などが意識されて反転、時折大きく変動する場面も散見される。6月入り後は欧米の長期金利が上昇傾向を強めたことにつられて9ヶ月ぶりに0.5%台に上昇したほか、7月上旬にも再

び0.5%台を付けるなど、ボラタイルな展開が続いている。

先行きについては、QQE2によって一定程度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、しばらくは金利が上昇局面入りすることはないと思われ、基本的には低金利状態は保たれるとみる。ただし、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には注意が必要である。

### 株式市場

14年秋の日銀の追加緩和などにより、株価は再び上昇傾向を強め、日経平均株価は18,000円台を回復したが、同年末から年初にかけて原油安を原因とした世界的なデフレーション懸念の強まりや新興・資源国リスクが意識され、株価は一旦16,500円近くまで調整した。しかし、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。15年度入り後は、利益確定の売り圧力も強まったことから、上昇テンポはやや和らいだものの、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、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連騰を記録するなど、比較的好調に推移してきた。ギリシャ問題や中国株価の急落などで一時2万円台を割れる場面もあったが、事態の収拾とともに株価も回復するなど、総じて底堅い。

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上げに貢献するとみられる。米利上げが間近に迫れば、内外金融市場が調整色を強める場面も想定されるが、基本的に株価は堅調に推移すると予想する。

### 外国為替市場

米量的緩和終了や日銀の追加緩和などを受けて、対ドルレートは昨秋に1ドル＝120円台まで円安が進んだが、その後5月中旬まではその水準でのレンジ相場が続いた。5月下旬以降は米経済の回復傾向が強まり、利上げ開始が意識されたために再びドル高傾向が強まり、6月上旬には一時13年ぶりの125円台となった。その後は黒田日銀総裁の「円安牽制」と

受け取られるような発言を契機に、円高方向に戻す動きが見られたほか、ギリシャ・中国といった海外のリスク要因が意識されて一旦円高方向に振れたが、事態収拾と

ともに再び円安傾向が強まっている。先行きは、年内にも想定される米利上げを背景に、日米金利差が拡大するとの見通しは根強く、円安状態は保たれるだろう。

一方、14年末から15年4月初頭にかけてユーロ圏でのデフレ懸念が強まり、量的緩和期待が強まったことから対ユーロレートは一時1ユーロ＝120円台後半へと円高が進行したが、4月中旬以降はデフレ懸念が後退したこともあり、ユーロ高方向に反転、6月には年初以来となる140円台を回復した。しかし、ギリシャ支援交渉が難航し、同国のデフォルト懸念やユーロ離脱が意識されると一時133円台まで円高が進んだ。その後、ギリシャ問題が収束方向に向かったものの、対ドルレートとは異なり、対ユーロレートは135円前後と、6月中旬の水準には戻り切れてはいない。ギリシャの財政改革策が必ずしも同国の経済再建などにつながる保証はなく、再びこの問題が蒸し返される可能性が残ること、さらに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、ユーロ高傾向が強まる可能性は大きいだろう。

(15.7.23 現在)

