

消費・輸出の低迷により、4～6月期はマイナス成長

～ 中国経済への懸念から金融資本市場は大きく動揺 ～

南 武志

要旨

賃金伸び悩みからくる民間消費の鈍さ、冴えない世界経済の影響を受けた輸出頭打ちなど、総じて国内景気は足踏み感が強まっている。実際、4～6月期の経済成長率は3四半期ぶりのマイナスに陥るなど、「経済の好循環」が続いているようには見えない。しかし、いつまでも消費や輸出の弱さが続くとは予想しているわけではなく、後ズレした可能性もある夏季賞与の支給や労働需給引き締めりによる賃上げ圧力、さらに秋以降に顕在化すると思われる中国の景気刺激効果などが、消費や輸出の持ち直しを後押ししてくるだろう。遅ればせながら、設備投資の回復などととも、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、物価は鈍化状態に陥っているが、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、日銀は秋以降は物価上昇率が元に戻り始めるとみており、追加緩和に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 項目	2015年			2016年		
	8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 (%)	0.076	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 (%)	0.350	0.25～0.60	0.25～0.60	0.30～0.65	0.35～0.70
	5年債 (%)	0.070	0.00～0.15	0.05～0.30	0.05～0.35	0.10～0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	120.4	115～128	120～130	118～128	118～128
	対ユーロ (円/ユーロ)	138.3	125～145	125～145	125～145	125～145
日経平均株価 (円)	18,540	18,500±1,000	20,000±1,500	20,250±1,500	2,0500±1,500	

(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8月24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(機械受注など)や労働需給(失業率、有効求人倍率など)といった一部を除き、主要な経済指標は景気の足踏みを示唆するものが多い。

政府ならびに多くの人々が期待していたのは「アベノミクス 企業業績改善 賃上げによる家計所得増加 消費回復など国内需要の改善 雇用増、設備投資増によるサプライサイド強化&企業業績の更

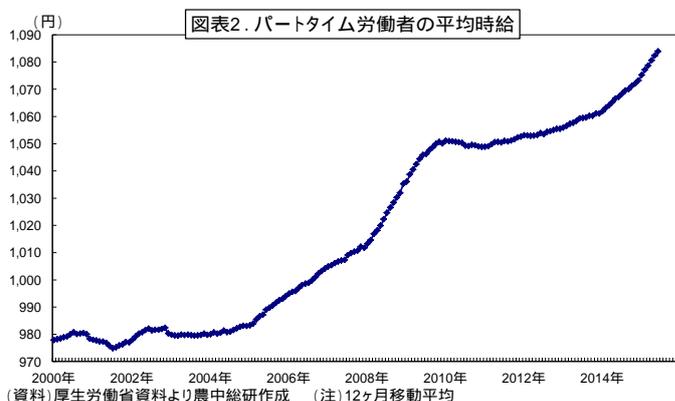
なる改善・・・」という好循環であり、経済財政白書などでは「好循環の動きが続いている」としているが、そうした動きは明確とはいえない。

実際、15年度の春季賃上げ率(前年度比2.38%)は企業業績の好調さに比べて物足りなさが残る結果となり、4月以降の日用品・食料品の相次ぐ値上げとともに、消費の順調な持ち直しを阻害した面は否めない。さらに、海外経済、特に中

国経済の減速の影響も手伝って、15年入り後は輸出数量が頭打ち気味に推移している。このような状況を受けて、4~6月期の実質成長率（第1次速報）は前期比年率 1.6%と3四半期ぶりのマイナスとなった。

とはいえ、国内景気が消費税増税後の落ち込みからの持ち直し局面にあり、先行きを展望すれば、現状の「足踏み」を脱し、徐々に改善していく、との見方を変える必要はないと判断している。

厚労省によれば、一部企業で夏季賞与の支給が7月以降にずれ込んだ可能性があるとのこととであり、6月の現金給与総額の大幅減（前年比 2.5%と7ヶ月ぶりの減少）は解消し、夏場の消費押上げに寄与し始める可能性がある。また、人手不足感は、パートタイム労働者の平均時給を引き上げるなど、確実に賃金上昇につながっている。減速懸念が強い中国についても、秋以降はこれまでの景気刺激策の効果が顕在化してくると予想する。加えて、設備不足感の強まりによって企業設備投資が回復傾向にあることなどを踏まえれば、後ズレしたとはいえ、15年度下期には経済の好循環が実現し、デフレ脱却に向けた動きが強まっていくと予想する（経済見通しは後掲レポート『2015~16年度改訂経済見通し』を参照のこと）。



こうした中、物価は鈍化状態が続いている。6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%、さらに7月の東京都区部（中旬速報値）では同0.1%（27ヶ月ぶりの下落）と、鈍化状態に陥っている。冒頭で紹介したとおり、円安などの影響で日用品・食料品の一部に値上げが見られるが、原油安に伴うエネルギー価格の大幅下落がそれを相殺している。少なくとも今後数ヶ月間はこうした状況が継続すると見られる。

一方、15年度下期に入れば、原油安による物価押下げ効果は徐々に弱まるとともに、景気持ち直しや労働需給の改善効果などが物価に波及していくと思われる、上昇率を回復させる動きが始まるだろう。

金融政策:現状と見通し

原油安、消費税増税後の低調な国内景気の影響による物価の鈍化状態が続いているが、日本銀行は「物価の基調は改善している」とのメッセージを繰り返しており、8月6~7日に開催された金融政策決定会合でも、14年10月に強化された量的・質的金融緩和（QQE2）を引き続き実施していくことが決定された。

前述の通り、足元の物価上昇率は前年比ゼロ%程度と、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と予想されている。通常であれば、中央銀行は何らかのアクションを起こさざるを得ないが、労働需給などのマクロ的な需給バランスや予想物価上昇率を反映する「物価の基調」はむしろ改善していると

し、原油価格といった特定の財・サービスの価格変動が物価指数に与える影響とを区別する姿勢を崩していない。

なお、7月に公表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は変更はなかった。黒田総裁は、秋口以降、物価上昇率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、新たな物価指標としても「生鮮食品・エネルギーを除く総合」という系列を示し、前年比ゼロ%前後で低調な全国コアCPIとは異なり、潜在的に物価上昇圧力が徐々に高まっている可能性を指摘した。こうした日銀の姿勢は、10月末の展望レポート公表と合わせて追加金融緩和があるのではないかとする一部の市場予想とは依然として一線を画している。

とはいえ、足元の原油価格の一段安を考慮すれば、15年秋の原油安要因の剥落のペースが以前の想定よりも緩やかになるほか、2%の物価上昇率を許容できるようなペースで家計所得の改善が進むほど賃上げ圧力が高まっている状況にはない。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依然として困難と言わざるを得ない。

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からの出口が急速に意識され、長短金利などに少なからぬ影響が出るだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

早ければ9月にも決断されると見られる米国利上げに市場参加者は大きな関心を寄せており、その思惑が市場の値動きの材料となってきた。こうした中、中国人民元の基準値算出方法の変更に伴って中国人民銀行が基準値を大幅に引き下げたことを契機に、中国経済に対する懸念が高まり、8月下旬にかけてリスクオフの流れが加速、世界的に株安・金利低下、ドル安が進むなど大荒れの展開となった。

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

年初、原油急落に伴う世界的なディスインフレ懸念が強まる中で新発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が、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上昇に転じた。こうしたなか、時折激



しく上下動する場面も散見される。6～7月にかけては欧米長期金利の上昇につられて0.5%台まで上昇したが、足元では世界経済の先行き懸念などから再び0.3%台まで低下するなど、低金利状態は維持されている。

先行きも、日銀による国債の大量購入によって金利急騰は避けられるとみられ、そのQQE2は当面は継続される見通しであることから、米利上げの影響を多少受けるとしても、長期金利は当面は低水準での展開が続くと思われる。しかし、先行き、経済の好循環が強まってくれば、緩やかに水準を切り上げるだろう。

株式市場

15年初は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、日経平均株価は16,500円近くまで下落した。しかし、その後は持ち直しに転じ、3月中旬には19,000円、4月中旬には20,000円台を回復するなど上昇傾向が強まった。同時に利益確定の売り圧力も強まり、2万円台乗せ後は上昇テンポが和らいだものの、良好な企業決算の発表が相次いだこともあり、比較的底堅く推移した。なお、7月入り後は、ギリシャ問題や中国株下落、さらには中国人民元切り下げなど海外発のリスク要因への意識が高まり、8月下

旬にかけて大幅に株価が下落した。

当面は中国経済の減速懸念や米利上げに対する思惑が株価抑制に働く可能性があるものの、いずれも世界経済を悪化させる結果にはならないと思われる。それゆえ、先行きは、成長戦略の着実な実行や円安状態の定着などが株価下支えに貢献するとみられるほか、名実ともに経済の好循環入りが確認されれば、再び上昇基調に復すると予想する。

外国為替市場

対ドルレートは昨秋に1ドル=120円台まで円安が進んだ後、5月中旬までは同水準でのレンジ相場が続いた。その後、米国経済の改善によって利上げが意識されたことから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。しかし、黒田日銀総裁の「円安牽制」発言やギリシャ・中国など海外のリスク要因が意識されて円高方向に押し戻される場面もあり、概ね120円台前半というレンジ内での動きが続いた。しかし、8月下旬には世界的にリスクオフが強まり、一時116円台と約7ヶ月ぶりの水準までドル安が進んだ。とはいえ、年内には想定される米利上げによって日米金利差は拡大するとの見通しから、いずれ円安味の展開に戻るとみている。

一方、対ユーロレートについては、ユ

ーロ圏のデフレ懸念の後退に伴い、6月に1ユーロ=140円台を回復した後、ギリシャ支援交渉の難航で133円台まで円高が進んだが、それが収束に向かった後は130円後半で推移した。しばらくは同水準での展開が続くだろう。

(15.8.24 現在)

