

情勢判断

国内経済金融

2 期連続のマイナス成長だが、内容は決して悪くない

～在庫調整が進展したほか、消費・輸出には持ち直しも～

南 武志

要旨

7～9 月期の経済成長率は 2 四半期連続のマイナス成長となり、景気が足踏みしていることを裏付ける結果となった。ただし、見掛けの数字ほど内容が悪いわけではない。積み上がっていた民間在庫の圧縮が進んだほか、消費や輸出には持ち直しの動きも見られた。先行きは、冬季賞与の底堅さなど家計の所得環境の改善が消費を下支えするほか、輸出も緩やかな持ち直しが続くとみられ、足元は軟調な民間設備投資も回復に向かうとみられる。10～12 月期は小幅ながらもプラス成長に戻ると予想する。

一方、原油安の影響により、消費者物価(全国、生鮮食品を除く)は前年比割れが続いている。日本銀行は足元の予想物価上昇率がやや弱いことを認めつつも、「物価の基調は改善している」との見解を崩していない。物価安定目標の達成時期を「16 年後半頃」に先延ばししたこともあり、一部に追加緩和観測が残っているものの、日銀は当面、現行の緩和策を継続すると思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2015年		2016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 (%)	0.078	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 (%)	0.315	0.20～0.50	0.25～0.60	0.30～0.65	0.35～0.70
	5年債 (%)	0.040	0.00～0.15	0.05～0.20	0.05～0.30	0.10～0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	122.7	117～127	118～128	118～128	118～128
	対ユーロ (円/ユーロ)	130.5	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	19,925	20,000±1,000	20,250±1,000	20,500±1,000	20,750±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11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

7～9 月期の経済成長率は前期比年率▲0.8%と、4～6 月期(同▲0.7%)に続いて 2 四半期連続のマイナスとなり、一部で景気後退局面に入っているとの観測も浮上した。しかし、内容を精査すると、民間企業設備投資に不安が残るものの、改善を示すものも多く、見掛けの数字ほど悪い印象は受けない。実際、マイナス成長の主因は民間在庫投資の大幅減であ

り、それ自体は前向きな評価をすべきであること、雇用者報酬が増加し、民間消費の持ち直しを下支えしたこと、インバウンド需要に牽引されて輸出の回復が見られたこと、は好材料といえる。

さて、個別の経済指標をみていくと、14 年 4 月の消費税増税後に落ち込んだ状態からの回復はなかなか進んでいないが、消費などは 6～7 月あたりを底にこのところ持ち直しの動きも見られる。また、

10月の実質輸出指数は前月比1.1%と2ヶ月連続の上昇で、3月以降では最高値となった。貿易統計の地域別輸出数量からは米国・EUなど先進国向けに加え、中国などアジア向けも持ち直しが見られた。さらに、10月の工作機械受注・内需も前月比（当総研による季節調整後）が4ヶ月ぶりに増加に転じるなど、下げ止まりが見られた。

先行きについては、①賃金など所得増が消費を下支えする、②中国経済の減速の影響が徐々に弱まるにつれて輸出の持ち直しが明確化する、③それらを受けて設備投資も再び回復に向かう、と予想する。10～12月期は小幅ながらプラス成長に転じ、16年入り後は緩やかな回復軌道に沿った動きとなると予想する（詳細は後掲レポート『2015～17年度経済見通し』を参照のこと）。

次に、9月の全国消費者物価は、代表的な「生鮮食品を除く総合（以下、全国コアCPI）」では前年比▲0.1%と2ヶ月連続の下落となったが、より需給環境を反映すると考えられる「食料（酒類を除く）・エネルギーを除く総合（全国コアコア）」では同0.9%と上昇傾向が逆に強まるなど、捉え方によっては様々な解釈ができるような内容となった。全国コアの下落は、原油安を背景としたエネルギー

価格の大幅下落が主因であり、それにこれまでの消費低迷の影響も加わった結果と考えられる。一方で、全国コアコアの上昇傾向の強まりは、賃上げやエネルギー価格下落で当該分野への支払い額が減ったことで消費者の実質購買力が高まり、それがエネルギー分野以外への消費を活性化させ、これまでのコスト増を消費財・サービス価格に転嫁する動きが定着しつつあるものと受け取ることができる。

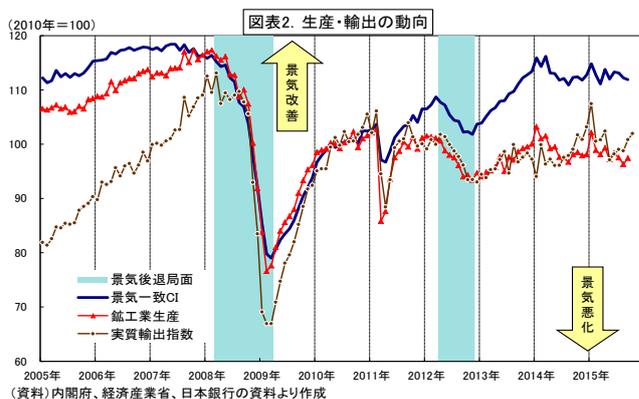
先行きについては、原油価格や為替レートが現状水準で推移すれば、原油安による物価押下げ圧力は徐々に和らいでいき、16年初頭には一旦解消する可能性がある。一方で、14年秋以降に再び強まった円安に伴う物価押上げ効果も弱まっていくことになる。日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同1.2%（9月）と、15年入り後は徐々に上昇傾向を強めてきたが、相反する両要因の影響により、15年度末までには全国コアは同0%台半ばまで上昇率を回復させると思われる。

金融政策：現状と見通し

当初の想定とは異なり、中国など新興国経済の減速が長引いているほか、原油価格も下振れて推移するなど、国内経済・物価情勢を取り巻く環境は依然厳しい。実際、

15年に入ってから物価（全国コア）はゼロ近傍での推移となるなど、物価安定目標の早期達成を掲げる日銀として、何らかの行動をとらざるを得ないのではないかとみる市場参加者は今なお多い。

しかし、日銀は「物価の基調」は改善しているとの認識を繰り返し表明するなど、市場で根強い追加緩和



観測とは一線を画している。大企業・製造業の景況感の小幅悪化が確認された日銀短観（9月調査）からは、資本設備や雇用の不足感が徐々に強まっていることが見て取れるほか、企業・家計の予想物価上昇率も高い水準を維持しているほか、前述の通り、エネルギーの影響を除けばむしろ物価の趨勢は上昇気味であり、そうした「物価の基調は改善」との認識を正当化させている。

実際、11月18～19日の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。なお、10月末に公表された展望レポートでは、足元の状況こそ前回7月時点での見通しを下振れているものの、先行きについては「家計、企業の両部門において所得から支出への前向きな循環メカニズムが持続するもとの、国内需要が増加基調をたどるとともに、輸出も、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に緩やかな増加に転じる」との従来の見方を踏襲した。また、物価についても「量的・質的金融緩和」を推進し、実際の物価上昇率が高まっていくもとの、中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していく」との見方を示したが、その収斂時期は「16年度後半頃」と、それまでの「16年度前半頃」から先送りされた。

とはいえ、最近の原油価格動向を考慮すれば、16年度にかけて原油安の影響が残る可能性があるほか、2%の物価上昇率を許容できるほど賃上げ圧力が高まることは想定しがたいのが実情だ。それゆえ、「16年度後半頃」に安定的に2%前後の物価上昇を達成できると想

定するのは依然として困難と言わざるを得ない。それゆえ、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ほか、追加緩和と観測も残ることになるだろう。

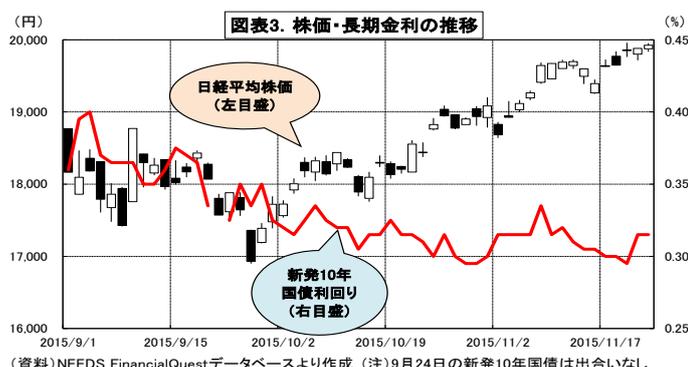
金融市場：現状・見通し・注目点

今秋には米国の年内利上げ観測が一旦後退したほか、中国経済に対する過度な悲観論もやや後退したこともあり、夏場に高まった金融資本市場の動揺は収束に向かった。また、10月下旬以降は欧州中央銀行（ECB）が12月の追加緩和を示唆し、さらに中国が追加金融緩和に踏み切ったが、ほぼ同時に米国の年内利上げ観測が再浮上し、金融市場に少なからぬ影響を与えている。

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みたい。

① 債券市場

量的・質的金融緩和により、日銀は月10兆円規模での国債買入れを行っており、それが長期金利の低下圧力として働き続けている。原油安や世界的なディスインフレ懸念が強まる中、15年初頭の新発10年物国債利回りは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した。さらに6月には欧米長期金利の上昇につられて0.5%台まで上昇する場



面もあった。しかし、7月以降は中国などを中心に世界経済の先行き懸念が意識され、10月中旬以降、長期金利は概ね0.3%前後での推移となるなど、低下圧力は根強い状態が保たれている。

当面は、国内景気の停滞がしばらく続くと思われるほか、日銀による追加緩和観測も根強く、12月の米FOMCで利上げが決定されたとしても、影響は限定的で、低金利での展開が続くだろう。

② 株式市場

15年入り後の株式市場は、原油安などに伴う新興・資源国リスクの高まりなどによる調整を挟みつつも、日欧での大胆な金融緩和策や好業績を好感して概ね上昇傾向をたどり、5月下旬以降、日経平均株価は概ね20,000円台での展開が続いた。しかし、今夏にかけては海外経済、特に中国経済への懸念が強まり、世界同時株安が発生、9月下旬には株価は一時17,000円割れとなるなど、調整色が強まった。その後は米利上げ時期の後ズレ観測や中国経済への過度な悲観論後退などから持ち直しに向かい、またECBの追加緩和期待や中国の追加緩和を好感し、19,000円台を回復した。また、10月下旬以降は、米国の年内利上げ観測が再び台頭、雇用統計などの堅調さも加わり、円安傾向が強まり、株価上昇を後押しする格好となっている。

先行き、地政学的リスクや中国など新興国経済の景気低迷への警戒感が高まる場面も想定する必要があるものの、補正予算編成などの政策対応への期待感、さらには国内景気の持ち直し観測もあることから、株価は緩やかに上昇していくものと予想する。

③ 外国為替市場

夏場にかけて米国の早期利上げが意識されたことから、対ドルレートは13年ぶりに125円台となるなど、円安傾向が強まった。その後は「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、8月中旬まで概ね「120円台前半」のレンジ内での動きに終始した。しかし、8月下旬には世界同時株安など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ほか、10月中旬には米経済指標の弱含みから円高に振れる場面もあったが、概ね120円前後での推移であった。しかし、10月下旬には米国の年内利上げ観測が再浮上して以降、円安圧力が高まっている。先行きは、米利上げが実際に決定されるまで円安・ドル高圧力が高い状態が続くが、利上げ決定後、円安圧力は一旦緩和するものと予想する。

一方、対ユーロレートは、6月にかけてデフインフレ懸念の解消から1ユーロ=140円台を一旦回復したが、その後はギリシャ支援交渉の難航から133円台まで円高が進んだ。直近までは概ね130円台でもみ合う展開となったが、10月下旬以降はECBの追加緩和観測が強まったほか、13日の仏パリでの同時テロ事件発生などもあり、当面は円高ユーロ安が進行する可能性が高い。(15.11.24現在)

