

蔓延する低成長リスクに見舞われた国内景気

～注目される春季賃金交渉の行方～

南 武志

要旨

7～9月期の経済成長率が2四半期ぶりのプラスへ上方改訂され、消費、輸出に加えて設備投資も増加に転じた。さらに日銀短観(12月調査)では、設備投資計画が一段と上方修正され、9年ぶりの高い伸びとなっている。企業部門は資源安や円安の恩恵で高水準の収益を維持しており、それが徐々に浸み出しつつある。ただし、世界経済の回復テンポは鈍く、輸出増があまり期待できないほか、在庫調整圧力が依然として高いこともあり、10～12月期は小幅なプラス成長にとどまり、景気持ち直し感が出るのは16年入り後になるだろう。

一方、原油安により、消費者物価(全国、生鮮食品を除く)は前年割れが続いている。その影響からか家計・企業では予想物価上昇率がやや弱まっているが、日本銀行は「物価の基調は改善している」との見解を崩しておらず、当面は現行の緩和策を続けると思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2015年	2016年				
	12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	
無担保コール翌日物 (%)	0.089	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 (%)	0.295	0.20～0.50	0.25～0.55	0.30～0.60	0.35～0.70
	5年債 (%)	0.040	0.03～0.20	0.03～0.25	0.05～0.30	0.10～0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	122.4	118～125	118～125	118～125	118～125
	対ユーロ (円/ユーロ)	132.9	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	19,353	20,250±1,000	20,500±1,000	20,750±1,000	21,000±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12月17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

国内景気は依然として足踏み感が強いものの、失速懸念が強まった夏場に比べれば、持ち直しに向けた動きも見て取れる。12月14日に公表された日銀短観(12月調査)によれば、新興国経済への懸念などから景況感の悪化を見込んでいた市場予想に対して、実際には景況感「9月時点と変わらず」であったことが明らかとなった。また、15年度入り後は設備投資に対して慎重な見方が多かったが、8日に公表された7～9月期のGDP第2次速

報では、法人企業統計での設備投資額の堅調さを受けて民間企業設備投資が上方修正され、前期比で増加に転じた(経済成長率も四半期ぶりのプラス成長へ上方修正された)。さらに、冒頭で紹介した日銀短観でも、15年度設備投資計画が12月時点としては9年ぶりの増加率に上方修正されるなど、好業績を続ける企業部門から徐々に設備投資などが浸み出しつつあることが見て取れる。

一方、伸び悩みが続く賃金についても、緩やかながらも賃上げ率が高まっている

可能性が指摘できる。下振れているとされる毎月勤労統計（10月の現金給与総額は同0.7%）でも、時間当たり賃金で計れば前年比3%台となるなど、人手不足感が全般的に強まる中、賃上げ傾向が強まっていることが見て取れる。

先行きについては、海外、特に中国など新興国経済の不安定さが残ることもあり、輸出増に多くを期待することはできないものの、徐々に強まる人手不足感や今後想定される労働時間の下げ止まりや増加を考慮すれば、16年度にかけて家計の所得環境は改善が進むものと思われ、消費の持ち直しを下支えするものと思われる。10～12月期は在庫調整圧力がまだ残っていることから、小幅なプラス成長にとどまるものの、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年度改訂経済見通し』を参照のこと）。

また、物価については、原油安によるエネルギー価格下落の影響が強く出ている。10月の全国消費者物価の代表的な「生鮮食品を除く総合（以下、全国コアCPI）」が前年比▲0.1%と3ヶ月連続で下落している。しかし、さらにエネルギーを除

くと前年比1%台前半と、このところ上昇率を高める傾向にあったことも見てとれる。弱いながらも賃上げの動きが見られること、またエネルギー価格下落によって消費者の実質購買力が高まったこともあり、これまでの円安進行などによるコスト増を日用品や加工食品などに転嫁する動きが出ていると考えられる。

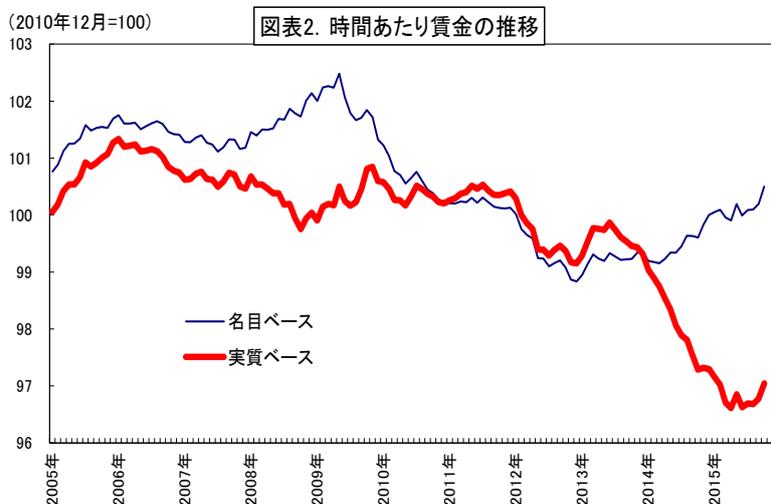
先行きについては、原油安による物価押下げ圧力は徐々に和らぐため、16年明けにはかなり解消する可能性がある。一方で、14年秋以降に再び強まった円安に伴う物価押上げ効果も弱まっていくことになる。この両者を比べると、原油安効果の剥落の影響の方が大きいものの、足元で再び原油価格が一段安となっていることを踏まえると、15年度末時点でも全国コアは同0%台半ばまでしか上昇率を回復できないだろう。

金融政策：現状と見通し

日本銀行は、14年10月に強化した量的・質的金融緩和(QQE2)を1年以上にわたり、実施しているが、当面の間、それを継続していく方針とみられる。この間、当初の見立てとは大きく異なり、国内経済・物価は

下振れて推移してきたものの、日銀の「物価の基調は改善している」との認識には大きな変わりはなく（足元の予想物価上昇率に弱い動きがあることは認めている）、現行の緩和策のままでも、物価安定目標である2%の上昇率が「16年度後半頃」には達成できるとしている。

実際、10月末に公表され



(資料)厚生労働省 (注)現金給与総額を総労働時間で除したものの12ヶ月移動平均

た展望レポートでは、先行きについて「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で、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」との見通しを維持している。さらに、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で、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。なお、日銀短観(12月調査)からも、資本設備や雇用の不足感が徐々に強まっていることが確認されたほか、前述のようにエネルギーの影響を除けばむしろ物価上昇率は高まる傾向にあることも「物価の基調は改善」との認識を裏付けているものと思われる。

とはいえ、最近の原油価格の下落などを考慮すれば、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っていくことは想定しがたいのが実際にところであろう。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。日銀は物価2%の達成時期をさらに先送りせざるをえないとみられるほか、追加緩和観測も残った状態が続くだろう。

なお、16年から金融政策決定会合の運営が見直され、①金融政策決定会合の開催頻度を年8回(従来は年14回)に、②展望レポートの年4回化(1、4、7、10月)と金融経済月報の取り止め、③政策委員全員

の経済・物価見通しとリスク評価を公表、④決定会合での「主な意見」の公表(終了後、1週間を目途)、などが実施されることになる。今後とも政策運営の透明性の向上や説明責任などを十分果たしていくことを期待したい。

金融市場:現状・見通し・注目点

堅調な米雇用統計、世界経済を巡る懸念や国際金融市場の動揺が沈静化に向かったことなどを受けて、米国は利上げ開始を決定したが、一方で12月に入り、原油価格が再び下落傾向を強めるなど、別のリスクが内外の金融市場に影響を及ぼそうとしている。

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。15年半ばにかけて新発10年物国債利回りは海外金利が上昇した影響を受けて、一時0.5%台まで上昇する場面もあった。しかし、世界経済の先行き懸念が意識されたこともあり、その後は低下に転じ、10月中旬以降は概ね0.3%前後での推移となっている。



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残った状態であるため、米国の利上げ開始を受けても、その影響は限定的で、低金利での展開が続くだろう。

② 株式市場

5月下旬から8月中旬にかけて、日経平均株価は概ね20,000円台での展開となるなど、好業績を背景に堅調に推移した。しかし、8月には中国経済への懸念が強まり、それを契機に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、かつ欧州中央銀行（ECB）の追加緩和期待や中国の追加緩和が好感され、19,000円台を回復した。さらに、一部で需給悪化が懸念されていた郵政3社の上場をこなし、米国の年内利上げ観測が再び台頭したことでもたらされた円安が好感され、11月にかけて株価は上昇したが、12月に入ると原油の一段安への警戒から再び調整色が強まった。

先行き、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が、国内景気は徐々に持ち直していくとの期待感は根強い。そのため、

株価は戻り基調をたどるとみるが、日経平均株価が2万円を回復した後は上値が重い展開となるだろう

③ 外国為替市場

夏場にかけて米国の早期利上げ開始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、円安傾向が一段と強まる場面もあったが、8月下旬には世界同時株安を受けて一時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。10月下旬にかけては米国の年内利上げ観測が再浮上して以降、円安圧力が高まったが、足元では原油下落を受けてリスクオフが強まり、円高傾向となっている。

なお、米国の利上げ開始は日米金利差拡大を生み、一段の円安進行を生む要因と捉える向きもあるが、すでに「緩やかなペースでの利上げ」自体は織り込み済みとみられ、今後一段の円安が進行するわけではないと予想する。

一方、対ユーロレートは、10月下旬以降、ECBの追加緩和観測が意識されたことから1ユーロ=130円前後までユーロ安傾向が強まったものの、実際に決定されたECBの緩和策が市場の失望感を生ん



だことから、ユーロ高が進み、10月中旬あたりの水準である133円台まで一気に戻った。とはいえ、ECBは追加緩和観測を残した格好となったことや地政学リスクが根強いこともあり、再び円高ユーロ安が進行する可能性もあるだろう。

(15. 12. 17 現在)