

消費・輸出の低迷で雲行きが怪しくなる「経済の好循環」

～ 追加緩和の有無を含め、日本銀行への注目が高まる ～

南 武志

要旨

消費や輸出の軟調さを背景に、国内景気は停滞気味の推移を続けている。最近では、堅調とされた設備投資関連の指標も弱含むなど、足踏みが長期化するとの見方も浮上している。しかし、賃上げや夏季賞与の増加などにより、家計の所得環境は好転しているほか、消費者マインドも決して悪いわけではなく、いずれ消費の持ち直しに寄与し始められると思われるが、それまでには多少の時間がかかるとみられる。また、中国経済の再加速は見込めないこともあり、しばらくは国内景気の回復テンポは非常に緩やかな状態が続くだろう。

こうした景気の低調さに加え、原油安の影響がピークを迎えていることもあり、消費者物価は前年比ゼロ近辺での推移となっている。しかし、日本銀行は原油安の影響は一時的とみているほか、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。しかし、市場では今秋の追加緩和を見込む意見が増えつつあり、日銀の経済・物価シナリオの修正とともに注目を集めている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2015年		2016年		
		9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 (%)	0.335	0.25～0.60	0.30～0.65	0.35～0.70	0.40～0.75
	5年債 (%)	0.060	0.03～0.30	0.05～0.35	0.10～0.40	0.15～0.45
為替レート	対ドル (円/ドル)	119.9	117～127	118～128	118～128	118～128
	対ユーロ (円/ユーロ)	134.5	125～145	125～145	125～145	125～145
日経平均株価	(円)	17,571	18,750±1,000	19,750±1,000	20,000±1,000	20,500±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9月24日時点(10年債利回りは18日引け値)。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

国内景気は停滞感の強い状況が続いている。政府や日本銀行の景気判断は「緩やかな回復」といったものであるが、主要な経済指標の基調判断をみると、「足踏み(景気動向指数)」、「消費者マインドは足踏みがみられる(消費動向調査)」、「生産は一進一退(鉱工業生産)」、「持ち直しの動きに足踏みがみられる(機械受注)」といった具合に、いずれも回復傾向が弱

まっている様子が見られる。

このような状況が作り出されている背景には、14年4月の消費税増税後に目減りした所得の持ち直しが遅れており、消費押上げになかなかつながらないこと、また中国など新興国経済の減速に伴って輸出が頭打ちとなっていることが挙げられる。また、堅調とされてきた設備投資についても、最近の受注統計の鈍さから再び足踏みし始めるとの見方が強い。

こうした中、4～6月期の経済成長率(第2次速報)は前期比年率 1.2%(1次速報では同 1.6%)へとマイナス幅が縮小方向に修正されたが、その要因が主として民間在庫投資の上方修正であり、肝心の民間最終需要はむしろ下方修正されたことから、7～9月期も低成長にとどまるとの予想が浮上してきた。

さて、国内経済の先行きについて考えてみたい。当総研では、家計の所得環境は着実に回復しつつあり、それがいずれ消費の持ち直しにつながる、との見方を維持しているが、それが実現するには多少の時間が必要なこと、輸出の停滞も今しばらく続くと思われること、それらを受けて企業設備投資も緩やかな回復ペースにとどまるとみられること等から、15年度を中心に経済見通しを下方修正した。15年度の経済成長率は1.0%とみるが、1～3月期の高成長で「14年度からのゲタ」が0.9ポイントあることを踏まえると、年度内の回復感は乏しいと思われる(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)。

このように、国内景気の低調さが続くなか、昨年秋以降の原油安効果がピークを迎えていることもあり、物価は鈍化状態が続いている。8月の全国消費者物価

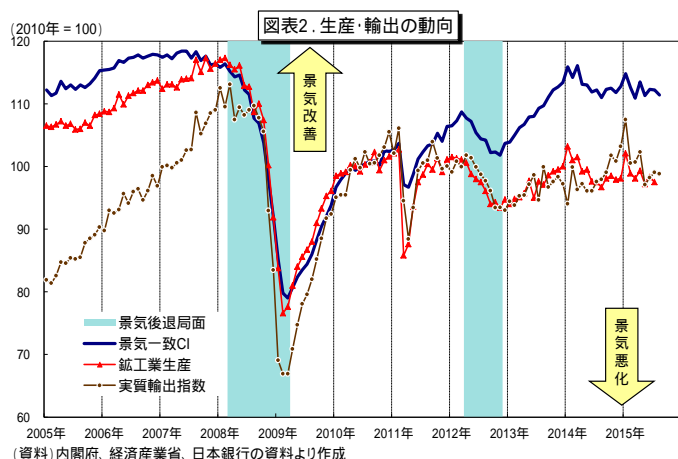
(生鮮食品を除く総合、以下、全国コアCPI)は前年比 0.1%と、13年4月以来の下落となったほか、9月の東京都都区部(中旬速報値)では同 0.2%と3ヶ月連続の下落であった。円安などの影響で日用品・食料品や被服などに値上げの動きも散見されるものの、ガソリンや電気・ガス料金の値下げがそれらを相殺している。少なくとも今後数ヶ月間は物価下落状況が続くものと予想される。

なお、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先行き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。逆に、円安などによる物価押上げ圧力は弱まっていくことから、年度下期内に国内景気の持ち直し基調が明確とならなければ、16年度の物価も低調な推移を続ける可能性がある。

金融政策:現状と見通し

経済・物価が事前予想を下振れて推移するなど、日本銀行を取り巻く環境は厳しさを増しつつある。こうした中、9月14～15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。

終了後の声明文では、景気の基調判断を「輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの」との文言を加えたものの「緩やかな回復が続いている」との基本認識に変更はなかった。なお、焦点の新興国経済の動向については、黒田総裁は記者会見で「先進国を中心とした成長が続き、その好影響が



波及することなどを背景として新興国経済は減速した状態から脱していく」との見通しを示すなど、楽観的な見方を提示している。その下で、「物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、物価安定目標である 2% に向けて上昇率を高めていく」と、これまでの物価見通しを繰り返した。また、日銀が重視する「全国消費者物価（生鮮食品・エネルギーを除く）」もこのところ前年比上昇率をじわじわと高めるなど、「物価の基調」が改善しているとの認識を保持している限り、現行政策を粘り強く続けるという姿勢は継続されるだろう。

しかし、7 月に示した展望レポートの中間評価に比べて、実際の経済・物価の経路が下振れて推移していることから、少なからぬ市場参加者はいずれ（早ければ 10 月末にでも）日銀は追加緩和に追い込まれると見ているのも確かである。その鍵を握るのは、「物価の基調」、具体的には家計・企業の予想物価上昇率や雇用・設備の過不足感の動きといえるだろう。現在、一部の統計からは予想物価上昇率がやや鈍化した可能性が示されるが、10 月 1 日に公表予定の日銀短観などから試算される「需給ギャップ（いわゆる加重平均 DI）」などが 2 期連続して需給緩和方向に向かうことになれば、追加緩和の思惑が高まる可能性もないわけではない。

当総研は、日銀が追加緩和を決断する可能性は現時点では依然低いとみているが、10 月末には経済・物価見通しをさらに下方修正することはほぼ確実視されるほか、「16 年度前半」頃とし

た物価安定目標の達成時期についてもいずれ変更を迫られるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

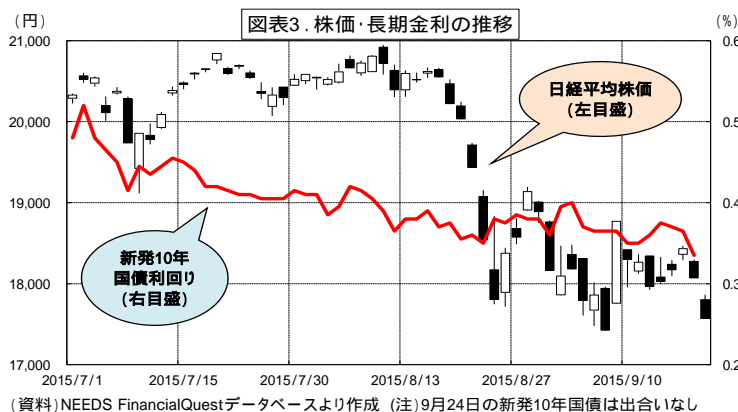
13 年 3 月の習李体制の発足以降、中国では経済の質的な向上を目指す「新常态」への移行を目指して経済構造改革を進めてきたが、その過程で経済成長率が緩やかながらも減速傾向が続いてきた。そのため、中国政府は 14 年秋以降、断続的な金融緩和を打ち出したほか、財政出動などで成長鈍化に歯止めをかけようとしてきたが、8 月に中国人民元の基準値算出方法の変更に伴って中国人民銀行が基準値を大幅に引き下げたことを契機に、中国经济に対する懸念が急速に高まり、世界的に株安・金利低下、ドル安が進むなどの事態を引き起こした。

こうした中、年内には決断されると見られていた米国の利上げ開始に対して市場参加者は長らく大きな関心を寄せてきたが、9 月 16～17 日に開催された米連邦公開委員会（FOMC）では現行の実質ゼロ金利政策の継続が決定された。

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

15 年初にかけて世界的なディスイン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、かつ6月にかけては欧米長期金利の上昇につられて一時 0.5%台まで上昇した。しかし、7月以降は世界経済の先行き懸念が意識されるなか、長期金利は再び低下傾向をたどっている。

当面は、国内景気の足踏みが長期化するリスクも意識されているほか、日銀による国債の大量購入も継続されるとの見方が根強いいため、年末までに想定される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。仮に、日銀が追加緩和に踏み切ったとしても、長期金利への影響は限定的であろう。一方、経済の好循環入りが確認できれば、緩やかに水準を切り上げる動きも見られるだろう。

株式市場

14年夏場以降、原油安による世界的なデフレーション懸念や新興・資源国リスクの高まりなどによる調整を挟みつつも、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、夏場にかけて海外経済、特に中国経済への懸念が本格的に強まり、世界同時株安が発生、日経平均株

価もまた大幅に下落、一時 17,000 円台前半と7ヶ月ぶりの水準まで下げた。

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り、上値の重い展開が続くとみられる。ただし、内外経済が景気後退に向かっていくわけではなく、今後の下値も限定的と思われる。世界経済の不安が解消する方向に向かい、かつ消費持ち直しなどが確認できれば、株価は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、6月下旬には米国の利上げが意識されたことから、一時13年ぶりの 125 円台となるなど、それまで半年間続いた「120 円前後」から円安方向にシフトが見られた。その後、「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る場面もあったが、8月中旬までは概ね「120 円台前半」というレンジ内での動きが続いた。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が、その後は「120 円前後」で推移している。先行きは、年内には米利上げが実施される可能性が高く、それにより日米金利差は再拡大することから、円安傾向が再び強まるとみている。

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もあり 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 円台での推移となっている。しばらくは同水準での展開が続くだろう。 (15.9.25 現在)

