

軟調な輸出によって景気足踏みが続く日本経済

～一方、消費には持ち直しの兆しも～

南 武志

要旨

国内景気は足踏みを続けている。中国など新興国経済の減速を背景に、輸出の鈍さが長期化する様相となっており、堅調とされた設備投資関連の指標も弱含みつつある。そのため、しばらくは国内景気の停滞が続く可能性が高い。一方、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おり、今夏にかけては消費の持ち直しも散見されつつあることは明るい材料である。米国経済が底堅く推移する中、年末までに中国経済が下げ止まれば、年度末に向けて国内景気の回復テンポがやや高まるだろう。

一方、原油安の影響により、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を除けば、物価上昇傾向が強まっているとみているほか、資本設備・雇用の不足感の強さや予想物価上昇率の高止まりを基に「物価の基調は改善している」との見解を崩していない。市場では追加緩和観測が根強いが、日銀はしばらく現行の緩和策を粘り強く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		
		10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 (%)	0.315	0.20～0.60	0.30～0.65	0.35～0.70	0.40～0.75
	5年債 (%)	0.050	0.02～0.30	0.05～0.35	0.10～0.40	0.15～0.45
為替レート	対ドル (円/ドル)	121.0	117～127	118～128	118～128	118～128
	対ユーロ (円/ユーロ)	133.6	120～140	120～140	125～145	125～145
日経平均株価 (円)		18,947	19,250±1,000	19,750±1,000	20,250±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10月26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

国内景気は足踏み状態が続いている。10月1日に公表された日銀短観（9月調査）によれば、代表的な大企業製造業の景況感は3期ぶりに悪化、先行きも悪化継続の見通しとなるなど、企業経営者の慎重姿勢が浮き彫りとなっている。

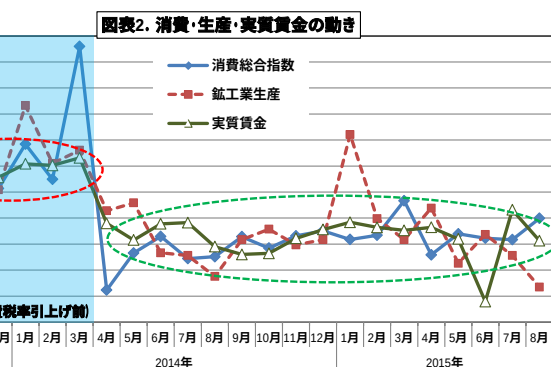
しかし最近では景気の足踏みを引き起こしている要因に変化も見られる。15年入り後は「①消費税増税後に悪化した消

費の持ち直しの鈍さ」に、「②中国など新興国経済の減速による輸出が弱含みで推移」などが加わるなど、消費と輸出が低調な状態であったが、最近では①の消費には持ち直しの兆しが見え始めた一方で、②の輸出の軟調さが長引いており、それが年初の段階では堅調とされていた「③設備投資の頭打ち」にもつながる、といった状況が見てとれる。

実際のデータで確認すると、消費に関

しては8月の消費総合j k指数は前月比0.8%と2ヶ月ぶりに上昇、3月以来の水準まで回復した。その裏付けとなる賃金所得は、毎月勤労統計の実質賃金は前年比▲1.0%（6～8月分）と弱い数字であるが、家計調査の勤労者世帯・勤め先収入（消費者物価で実質化）は同3.0%（同）と堅調な伸びとなっており、賃上げや夏季賞与の堅調さを背景に増加傾向を高めた様子が確認できる。また、増税後の反動減で低調だった耐久財についても、白物家電の販売額が増加傾向となるなど、持ち直しの動きも見える。後述の通り、実質貿易収支の赤字幅が拡大しているが、その要因の一つには輸入が堅調に推移していることが指摘できる。それは取りも直さず、消費などの内需がしっかりしてきたことを反映したものといえるだろう。

一方、輸出は総じて伸び悩んでいる。7～9月期の実質輸出指数は前期比0.2%と上昇に転じたが、伸び率は小幅にとどまっている。世界経済の成長加速が期待できないこともあり、14年末にみられたような輸出の急回復は見込めそうもない。さらに、4～6月期は事前見通しを大幅に上回る受注額を記録した機械受注であるが、足元では反動減も加わって急減して

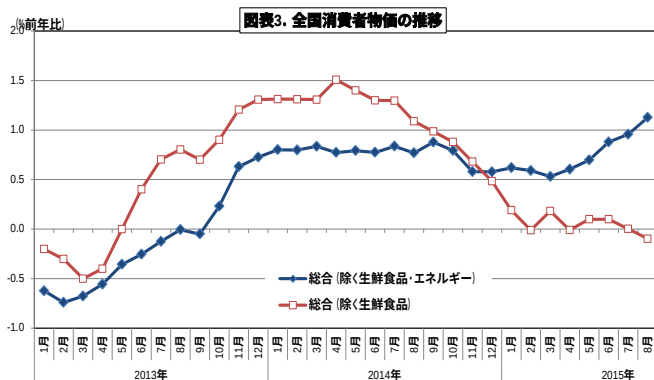


おり、今後の設備投資動向への影響が懸念され始めている。

なお、当面は輸出や設備投資が軟調に推移する可能性が高いが、米国経済の堅調さが継続し、中国経済の下げ止まりが実現すれば、輸出にも薄日が差し始める可能性はある。こうした中で、実質所得の改善を受けた消費の持ち直し基調が継続すれば、15年度末に向けて国内景気は回復傾向を取り戻すものと予想する。

次に、物価面をみていくと、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。主因は原油安を背景としたエネルギー価格の大幅下落であり、それにこれまでの消費の軟調さも加わった結果と考えられる。一方で、日本銀行が目指す全国消費者物価（生鮮食品・エネルギーを除く総合）は同1.1%と、むしろ上昇率を高めている姿も見て取れる。エネルギー分野への支払い額が減ったことで実質購買力が高まり、それがエネルギー分野以外の消費を底堅くさせつつあり、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出ていると思われる。

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。その半面、14年10月の追加緩和によって生じた円安効果もまた弱まっていくことになる。年度下期にかけて物価上昇率が徐々に高まっていくとしても、所得の伸びも同時に高まらなければ、再び実質所得が伸び悩み、適正な値上げを阻害する事態もあるだろう。

金融政策：現状と見通し

このように経済・物価は当初の予想を下振れて推移しており、物価安定目標の早期達成を掲げる日銀にとっては厳しい状況であるといえる。一部で根強い追加緩和期待が浮上する中、10月6～7日に開催された金融政策決定会合では、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。景気の基調判断についても「わが国の景気は、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、緩やかな回復を続けている」と、9月に下方修正した表現を踏襲した。30日には展望レポート（経済・物価情勢の展望）の公表を控えていることもあり、終了後の黒田総裁の記者会見などからも、新興国経済の動向（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）や物価安定目標の達成時期（原油価格の動向によって多少前後する可能性はあるが、16年度前半頃）を含めて、これまでの説明や見方を繰り返した。

日銀は、基本的に日銀短観からも確認されたように、資本設

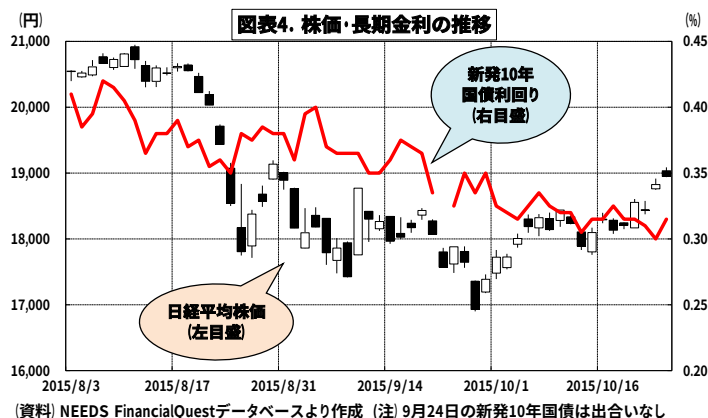
備や雇用の不足感が徐々に強まっているほか、企業・家計の予想物価上昇率も高めに推移しているなど、いわゆる「物価の基調」は改善していると認識しており、その限りにおいては現行政策を粘り強く続けるという姿勢に変わりはない、ということであろう。

一方で、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の見方を続けている。当総研は、日銀が早い段階で追加緩和を決断する可能性は現時点で低いとみているが、16年入り後の物価動向が日銀の想定通りにならないければ、何かしらの対応を迫られる可能性はあるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

今夏にかけて内外の金融資本市場を揺るがしてきた中国経済への過度な悲観論が影をひそめたこと、さらにはその影響を受けて米国の年内利上げ観測も後退したこともあり、市場は徐々に落ち着きを取り戻しつつある。また、直近では欧州中央銀行（ECB）が12月の追加緩和を示唆したこと、さらに中国が追加金融緩和に踏み切ったこともあり、「株高・ドル高」の流れとなっている。

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みたい。



① 債券市場

原油安や世界的なデフレーション懸念が強まる中、15年入り後の新発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月中旬には長期金利は一時0.3%まで低下するなど、低下圧力は根強い。

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いことから、年内に米利上げが実施されたとしても、長期金利は低水準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円台割れとなるなど、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、一時19,000円を回復した。

先行きも、これまで同様、中国経済や米利上げへの思惑などに振り回される場面を想定する必要があるが、米企業業績が底堅く推移し、かつ国内経済に明るさが見え始めれば、株価は再び上昇基調に復するものと予想する。

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、8月中旬以降は概ね120円前後で推移している。先行きは、米利上げが現実味を帯びてくれば一旦は円安圧力が高まるものの、それまでは現状水準での推移が続くだろう。

一方、対ユーロレートは、6月にかけてデフレーション懸念の解消から1ユー

ロ＝140円台を一旦回復した後、ギリシャ支援交渉の難航から133円台まで円高が進んだ。その後は直近まで概ね130円台でもみ合う展開となった。当面はECBの追加緩和観測が強まったこともあり、円高ユーロ安が進む可能性が高い。

(15.10.26 現在)

