

回復続く国内景気の現状と先行き懸念材料

(月例グローバル経済金融レビュー)

<要旨>

いわゆる「アベノミクス」がもたらした円安と株高は、企業業績の回復と資産効果による消費増をもたらしたが、ここに来て消費の伸びが頭打ちになっており、円安の副作用としての物価上昇が更なる消費下押し圧力になる可能性がある他、設備投資の増加ペースがなかなか高まらない中で輸出の伸びも安定しないという懸念材料も出てきている。

海外経済に目を向けると、欧米中とも実体経済は底打ちから回復への流れが続いているものの、米国の政府債務上限問題で金融政策と金利正常化の道筋がやや不透明となり、債券購入措置(QE3)の規模縮小が遅れることによる将来的な長期金利急騰リスクが生じている。この影響は米国に留まらず、日本でも実質長期金利がマイナスに陥る中、将来のいずれかの時点で低すぎる水準からの調整が起きる可能性もある他、アジア新興国では、全体的に経常収支が悪化基調にある中、QE3規模縮小が遅れた分、実際に縮小が開始された時の通貨安圧力が大きくなるリスクが出てきている。

1. 国内経済・金融情勢 ～ 回復続く一方で浮上する先行きの懸念材料

いわゆる「アベノミクス」がもたらした円安の進行を一因として、国内企業の業績改善がより鮮明になっている。2013年9月に調査が行われた日銀短観の大企業業況判断DIは、製造業で+12と1年前の▲3から大きく改善しており、年度通じた売上高経常利益率は、1年前の4.11%(2012年9月における2012年度計画)から5.48%(2013年度計画)まで上昇している(図表1)。また、製造業のみならず非製造業でも業況判断DIは+8から+14まで改善しており、更に細かい業種の動きを見ると、建設と不動産の改善幅が大きくなっている。これはアベノミクス第二の矢「機動的

図表1 日銀短観に見る過去1年間の企業業績変化

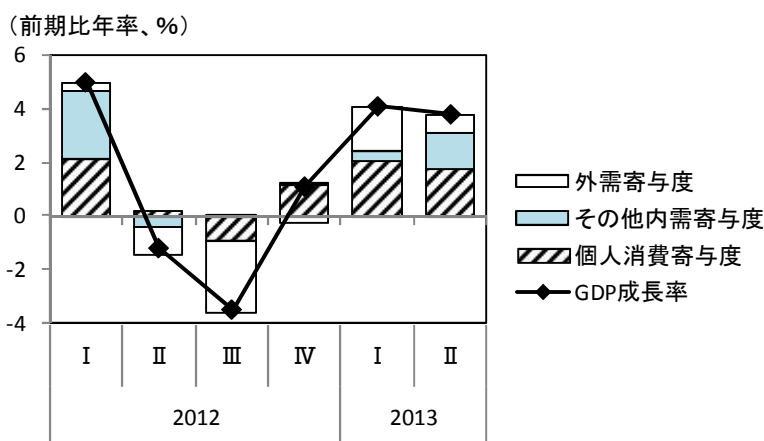
	業況判断DI(良い-悪い)			売上高経常利益率計画(%)		
	2012年9月	2013年9月	変化幅	2012/9時点 (2012年度)	2013/9時点 (2013年度)	変化幅
全産業	2	13	+11	3.83	4.56	+0.73
製造業	▲3	12	+15	4.11	5.48	+1.37
素材業種	▲7	12	+19	4.55	4.82	+0.27
加工業種	▲2	12	+14	3.89	5.81	+1.92
非製造業	8	14	+6	3.64	3.97	+0.33
建設	1	20	+19	3.03	3.55	+0.52
不動産	8	24	+16	11.51	11.60	+0.09
卸・小売	1	10	+9	2.18	2.18	+0.00
運輸・郵便	4	▲2	▲6	5.60	6.76	+1.16
情報通信	17	25	+8	11.98	12.75	+0.77
電気・ガス	▲5	▲18	▲13	▲5.14	▲3.81	+1.33
対事業所サービス	29	28	▲1	5.20	5.25	+0.05
対個人サービス	23	25	+2	5.10	4.92	▲0.18
宿泊・飲食サービス	6	5	▲1	3.75	3.93	+0.18

(資料)日銀短観

な財政政策」に基づいて打ち出された2012年度補正予算をはじめとする大規模な財政支出に伴う公共投資の大幅増や、「大胆な金融緩和」が株価のみならず不動産市況の改善をもたらすという期待が高まっていることが背景にあると考えられ、アベノミクスは非製造業の業績も押し上げる効果を発揮したと言える。

更に円安と株価上昇は、企業部門の業績改善だけでなく、資産効果を背景にした2013年前半の消費の伸びをもたらした。2013年に入ってから、日本のGDP成長率は1-3月期が前期比年率+4.1%、4-6月期は同+3.8%と非常に高い成長率になっており、そのうち個人消費の寄与度がそれぞれ+2.1%ポイント、+1.8%ポイントとおよそ半分を占める。消費増加分の全てが資産効果によるものではないとしても、大きく影響したことは確かであろう(図表2)。

図表2 GDP成長率の需要項目別寄与度

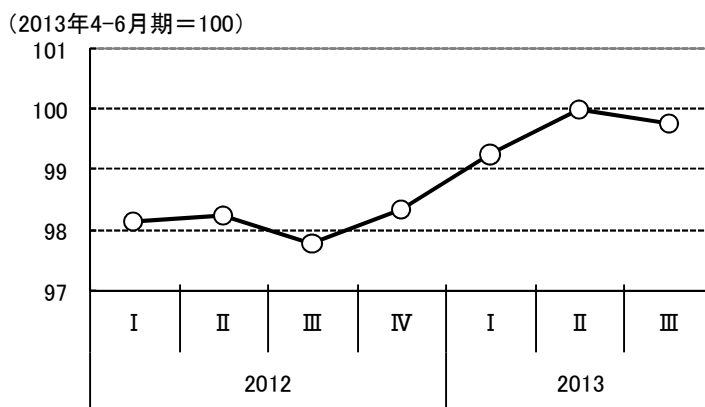


(資料)内閣府「国民経済計算速報」

しかし、景気の先行きを占う上で懸念すべき材料がいくつか出てきている。

一つは、年後半に入ってから個人消費の伸びが減速し始めていることである。内閣府が作成している個人消費総合指数の7-8月平均値は、4-6月期を0.2%下回っており、アベノミクスがもたらした資産効果の息切れが明らかになりつつある(図表3)。2014年4月の消費税率引き上げが決まったため、今年度後半から駆け込み需要の発生が個人消費を押し上げると見られるが、2014年4月以降に見込まれる駆け込み需要の反動まで視野に入れた消費の阻害要因になり得る。この意味で、2013年前半まで消費に支えられてきた国内景気の先行きにとっても懸念材料である。

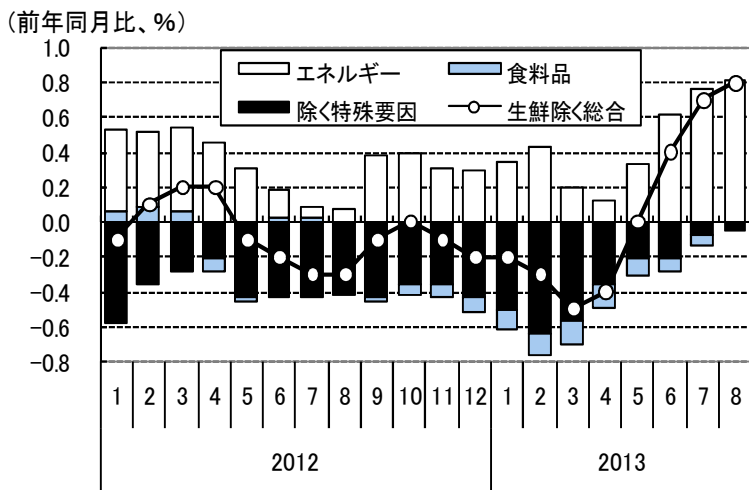
図表3 個人消費総合指数



(資料)内閣府「個人消費総合指数」

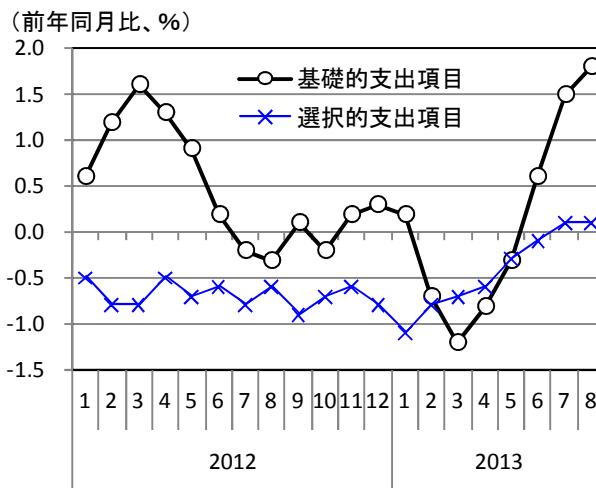
そして消費者物価が上昇していることも、先行きの消費を抑制する要因となる可能性がある(図表4)。2013年8月時点での消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)は前年同月比+0.8%と明らかなプラスで、押し上げているのは専らエネルギーである。また、基礎的支出と選択的支出それぞれの価格動向を見ると、前者の上昇率が明らかに高くなっている(図表5)。生活必需品は購入頻度が高いだけに、その価格上昇が消費者マインドに及ぼす悪影響も大きくなりやすく、これは円安の副作用とも言うべき動きである。

図表4 消費者物価上昇率の内訳(1)



(資料)総務省「消費者物価指数」

図表5 消費者物価上昇率の内訳(2)

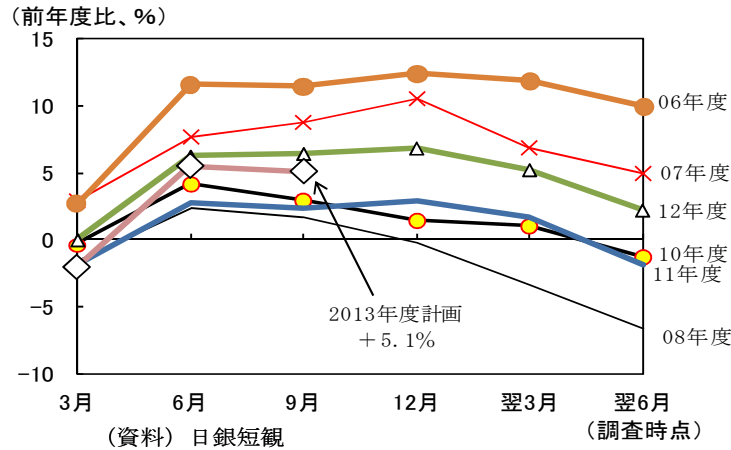


(資料)総務省「消費者物価指数」

日銀の金融緩和の効果という観点で見ると、足許の物価の動きは「円安による輸入価格上昇を販売価格に転嫁するケースが増えていることを示すもので、期待インフレ率上昇の第一歩であり、金融緩和の効果が着実に出ている」という見方もできなくはないが、基本給中心に賃金の弱い動きが続く今の環境では「賃金が伸びない中での物価上昇は実質所得の低下につながる要因」という解釈に傾きやすい。2013年の前半までは、円安は株高と資産効果を通じて消費を押し上げてきたが、この先は「物価上昇による実質購買力の低下」の側面が強まりかねないという脆さを抱えている。

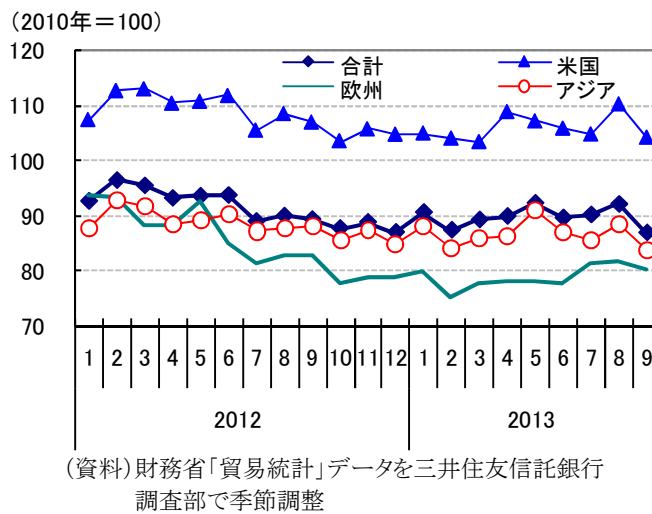
二つ目は、設備投資の増加ペースがなかなか高まらないことである。2013年9月の日銀短観における2013年度設備投資計画(大企業)は前年比5.1%とプラスになっており、設備投資が回復局面に入ったと見るのは妥当だが、今回の設備投資計画は前回調査比で▲0.3%下方修正されており、9月時点の計画値としては、最終的な実績が前年比+2.2%に留まった2012年度より低い(次頁図表6)。業況判断や利益計画は大幅に上向しているにも関わらず設備投資を絞るという企業行動は、国内企業の投資に対する姿勢がなお慎重であることを示している。期待成長率を上向かせるべく打ち出された第三の矢「成長戦略」の効果が今のところ出ていない現状では、この先の日本経済に外需環境悪化などの変化が生じた場合、設備投資の増勢が止まってしまう可能性もある。

図表6 日銀短観の設備投資計画(大企業)



三つ目が、その外需の動きを示す輸出が弱いことである。2013年9月の輸出金額は前年比+11.5%と7カ月連続のプラスになっているが、輸出数量で見ると同▲1.9%と3カ月ぶりのマイナスに落ち込むなど、実質ベースでの回復基調は安定していない。輸出数量指数(季節調整値)の推移を見ると、9月はいずれの輸出先も減少しており、7-9月期平均で見ても前期比▲1.0%の減少となる(図表7)。

図表7 輸出数量指数の動き



日本銀行が公表している実質輸出も7-9月期は前期比▲1.1%と減少しており、実質輸入は+2.5%と増加していることから、7-9月期GDPにおける外需の寄与度はマイナスになるのがほぼ確実である。前掲図表3のように、7-9月期は消費の伸び率も低下するため、GDP全体の成長率も低下し、公的需要に依存した歪な姿になる可能性が高い。安倍政権の財政支出によって、公共投資が高い伸び率を維持する他、消費税率の引き上げが決まったことで2013年度後半からは駆け込み需要も発生するため、10-12月期以降の成長率は再び高まる可能性が高いが、プラス成長の質や、国内企業の設備投資の持続性を見る上では、外需はやはり重要な位置を占めている。

では、日本からの輸出を左右する海外経済金融情勢がどのように推移しているのか、以下ではこの点について見ていきたい。

2. 海外経済・金融情勢 ～ 米国財政に関する不確実性の及ぼす影響に要注意

(1) 米国 ～ 財政巡る不確実性は「先送り」

2014年度の予算に関する民主共和党間の合意ができなかったために、10月から始まった一部政府機関の閉鎖は、間もなく連邦政府債務が法定上限に達することによる米国債デフォルトの懸念にもつながっていた(図表8)。10月半ばに漸く債務上限の期限延長と暫定予算組成についての合意がなされたことで、年内の景況感悪化と金融市場における極端なリスク回避行動の蔓延は、辛うじて防がれた。

しかしながら、12月13日までに中期の財政削減計画に関する合意が成立しなければ、2014年1月以降の強制歳出削減が発動される他、続く2月7日には債務上限問題が再燃することになる。この点からみれば、今回の合意は米国財政に関する不確実性を「先送り」するものに過ぎないという見方ができる(図表9)。

図表8 急上昇した政策不確実性指数



(資料) Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

図表9 債務上限問題を巡る期限

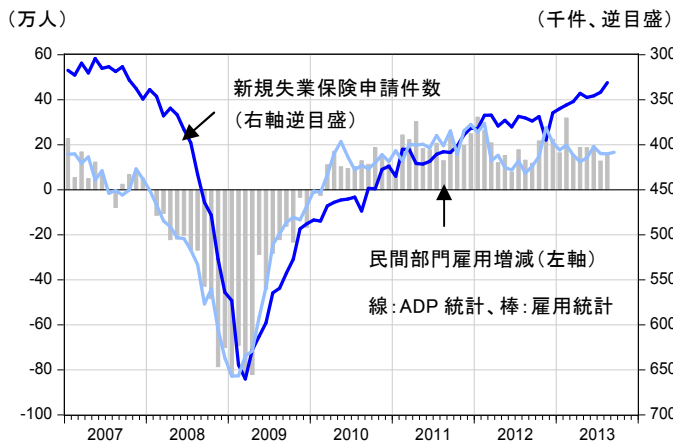
デッドライン	内容
2013年 12月13日	「中期財政赤字削減」の議会での合意期限
2014年 1月15日	暫定予算の失効期限
2月3日	2015年度予算の大統領署名期限
2月7日	債務上限延長期限
4月15日	2015年度予算の議会承認期限

(資料) 各種報道より三井住友信託銀行調査部作成

米国の実体経済に目を転じると、政府機関閉鎖の影響で公表が遅れていた9月雇用統計では、失業率は7.2%と前月から0.1%ポイント低下したものの、民間非農雇用者数の前月差増加幅は14.8万人と、同18万人前後だった事前の予想を下回った。新規失業保険申請件数などから見る限り、労働市場の改善は続いているものの、やや力強さに欠ける内容であった(次頁図表10)。企業の景況感は改善しており、今後米国企業が設備投資に前向きとなることが予想されるが(次頁図表11)、2013年内の成長ピッチは年率2～2.5%成長と、3%には達しないと見込まれる。かかる状況を踏まえると、2013年内にFRBが現在の債券購入措置(QE3)の規模縮小を開始する可能性は低下したと見るのが妥当であろう。

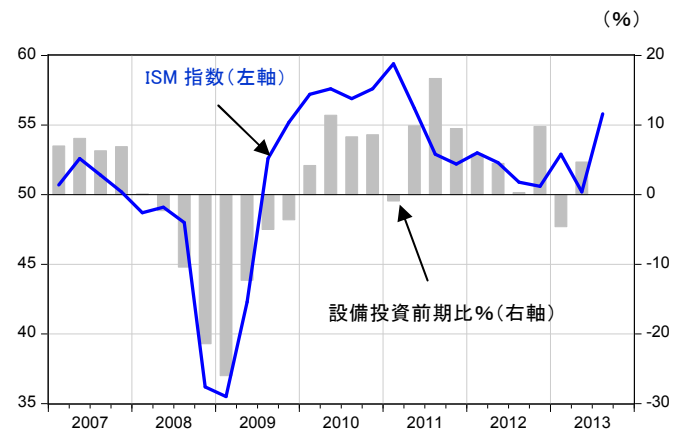
数カ月前までは9月にも開始されると見られていたQE3規模縮小は見送られ、更に米国財政を巡る不確実性の高まりで、金利正常化に向けた動きが更に遅れることになる。このことは、短期的には金融市場にプラスであっても、将来的に金利正常化のペースが速くなることを通じて長期金利急騰リスクを高める要因となっている。

図表 10 米国雇用情勢の動き



(資料) Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

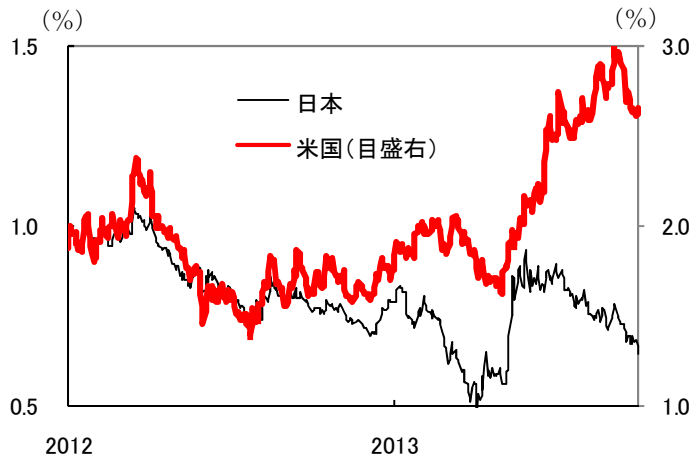
図表 11 米国企業景況感と設備投資



(資料) Bloomberg、米国商務省より三井住友信託銀行調査部作成

そしてこの影響は、米国内に留まらない。例えば、将来どこかの時点で日本の長金利急騰のきっかけになり得るのがその一つである。従来、日米長期金利は連動性が高かったが、ここ数カ月は乖離幅が拡大している(図表 12)。この乖離は、米国では量的緩解除に向けた動きが出ているのに対して、日本では大規模な緩和が続き、一部では追加緩和の声も出ているという金融政策の方向性の差に起因しており、自然なものと言える。しかしこの状態で米国金利が急騰した場合、日本の見かけ上の実質金利が既にマイナス(10月下旬の長期金利が0.6%であるのに対して、CPIコア上昇率は+0.8%、前掲図表4)という低すぎる水準から急上昇する可能性もゼロではない。

図表 12 日米長期金利の動き



(資料) Bloomberg

(2) 欧州・アジア ～ アジア新興国はQE3縮小開始時の影響に注意

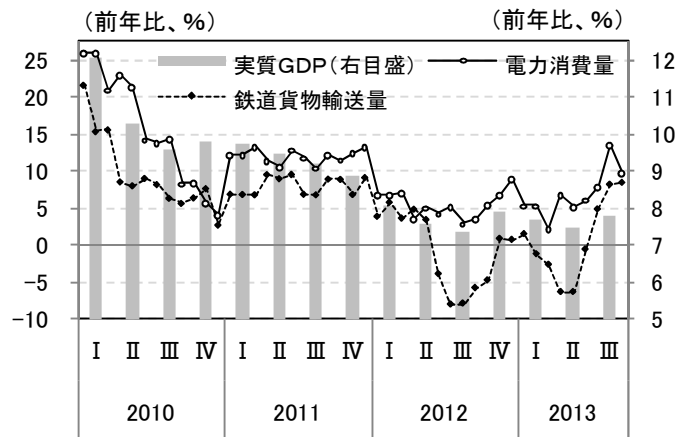
米国で財政問題を巡る不確実性が高まる中、欧州と中国の景気は緩やかな回復を続けている。ユーロ圏の失業率は、ギリシャをはじめとして悪化している国もあるが、ポルトガル・スペインなど周縁国でも低下に転じる国が出てきており、ユーロ圏全体では8月に12.0%と4-6月の12.1%から若干ながら低下し、少なくとも上昇に歯止めがかかっている(次頁図表 13)。また中国では、10月製造業PMI(HSBC)指数が50.9と3カ月連続で50を上回った他、7-9月期実質GDP成長率は前年同期比+7.8%と、4-6月期の同+7.5%から3四半期ぶりに伸び率を高めた(次頁図表 14)。

図表13 ユーロ圏主要国失業率の推移

	(%)				
	4	5	6	7	8
ユーロ圏17カ国	12.1	12.1	12.1	12.0	12.0
ドイツ	5.3	5.3	5.3	5.2	5.2
フランス	10.8	10.8	10.9	11.0	11.0
オランダ	6.5	6.6	6.8	7.0	7.0
イタリア	12.0	12.2	12.1	12.1	12.2
スペイン	26.5	26.4	26.3	26.2	26.2
ポルトガル	17.3	17.0	16.7	16.6	16.5
ギリシャ	27.2	27.5	27.5	27.6	

(資料)Eurostat

図表14 中国の経済成長率と代表的景気指標

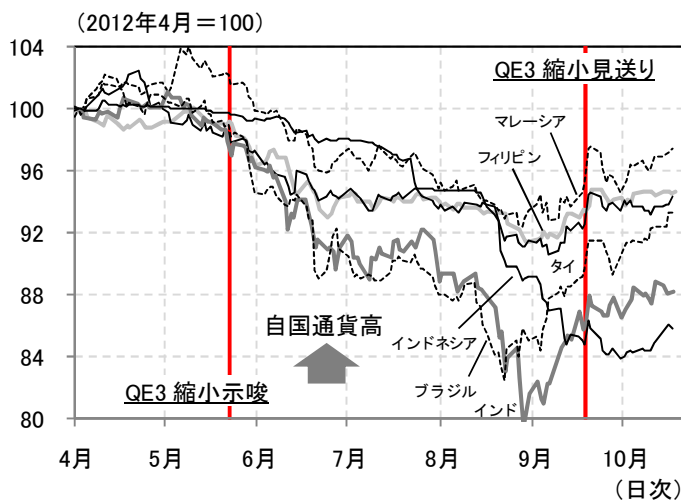


(注) 電力消費量の1月と2月は両月の合計値より計算。

(資料)CEIC

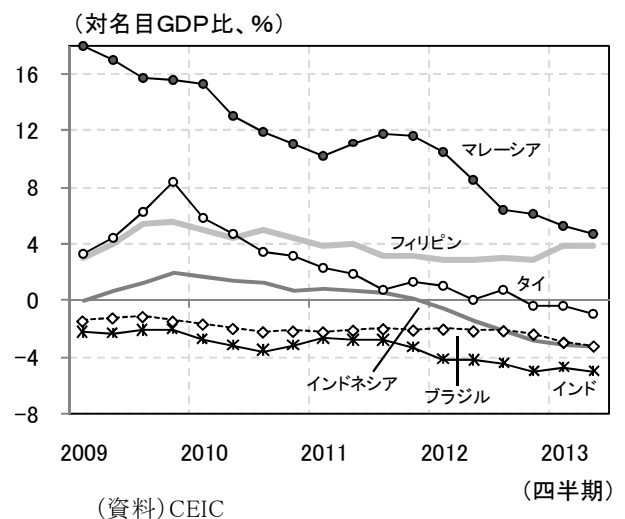
中国以外のアジア新興国について、米国のQE3縮小開始が9月に見送られたことや、債務上限問題に起因するドル安圧力の為に新興国通貨への下落圧力は和らぎ、足許では総じて上昇している(図表15)。上述の通り、来年2月に向けて米国で再び財政問題が浮上する懸念が残るため、それまでは新興国通貨への下落圧力が強まる可能性は低いと見られる。但し、過去数カ月の利上げの悪影響が、7-9月期以降の経済成長率を鈍化させる可能性ははまだ残る。更に、タイが新たに経常赤字に転じるなど、経常収支は全体的に悪化トレンドにあるため、米国のQE3規模縮小開始が遅れば遅れるほど、実際に規模縮小が開始された時の新興国通貨に対する下落圧力、および通貨防衛のための利上げを余儀なくされることで实体经济に及ぶ悪影響が大きくなる恐れがある(図表16)。この点は、アジア新興国経済の将来的なリスク要因として念頭に置き続ける必要がある。

図表15 アジア新興国の対ドル為替レート



(資料)CEIC

図表16 アジア新興国の経常収支 (過去4四半期平均)



(資料)CEIC

以上、現時点における国内外の経済金融情勢を総括すると、日本では2013年に入ってから高い伸びを続けてきた個人消費の伸びが、資産効果の息切れとともに鈍化している他、足許では輸出の伸び悩みが明らかになっている。公共投資の大幅な増加でプラスの成長率は続くと思われるものの、設備投資の伸びがなかなか高まらないこともあって、依然外需動向は重要な位置を占めている。

海外の実体経済は、欧米中ともに底打ちから回復への流れが続いているものの、米国での債務上限問題に起因する不確実性の高まりで、金融政策と金利正常化の道筋がやや不透明となってきた。かかる政策面での不確実性が、米国では緩和解除の遅れによる将来の長期金利の急騰、日本では見かけ上の実質金利がマイナスという低すぎる水準からの長期金利急上昇、そしてアジア新興国では、経常収支が悪化する国が増える中で、QE3規模の縮小が実際に開始された際の通貨安圧力再燃の可能性が挙げられよう。

図表 17 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2013		2014	見通し総括
			7-9	10-12	1-3	
実質経済 成長率	日本	前期比年率 %	+ 1.3	+ 3.2	+ 4.1	7-9月期は一旦低下、その後公共投資と消費税率引き上げ前の駆け込み需要で高成長に
	米国		+ 2.0	+ 2.5	+ 2.8	持続的な企業業績改善を背景に設備投資が増加していくが、財政巡る不確実性が足かせになる可能性、年内の成長率は年率2%台に留まる
	欧州		+ 0.4	+ 0.8	+ 0.8	景気は安定しつつあるが、牽引役が外需以外に見当たらないため成長率のプラス幅は小さいものに留まる
	中国	前年同期比 %	+ 7.8 (実績)	+ 7.8	+ 7.9	経済政策発動が緩やかなものに留まるため、成長率は7%台のまま推移
金融市場	日本 10年債利回り	%	0.67～0.89 (実績)	0.50～0.70	0.55～0.80	7-9月期の成長率鈍化で目先低下し、その後は米国とともに小幅上昇トレンドを辿る
	米国 10年債利回り		2.47～2.99 (実績)	2.40～2.80	2.60～3.00	QE減額12月開始は見送られ3月まで遅延の可能性、長期金利は緩やかな上昇に留まる
	円ドル レート	円/ドル	96.2～ 101.2 (実績)	96.0～ 101.0	97.0～ 102.0	日米ファンダメンタルズと金融政策の方向性相違を背景に円安トレンド
	ユーロドル レート	ユーロ/ドル	1.28～1.35 (実績)	1.34～1.39	1.33～1.40	日欧双方の財政に関する不確実性で振れの大きい展開になる可能性あり

(資料) 三井住友信託銀行調査部マクロ経済調査グループ作成

(マクロ経済調査グループ) 木村 俊夫 : Kimura_Toshio@smtb.jp
 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@smtb.jp
 黨 貞明 : To_Sadaaki@smtb.jp
 鹿庭 雄介 : Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。