

テーマ：再び外需頼みの日本と日本株

発表日：2013年11月22日（金）

～米予算審議がクリアになるまで市場は膠着へ～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

外需伸び悩みが鮮明となった日本の7～9月期GDP

市場予想を大幅に上回る10月の米雇用統計が発表されて以降、市場ではQE3の早期縮小観測を背景にしたドル高（円安）と株高が一旦進み、ドル／円相場は1ドル＝100円、日経平均株価は15,000円を上回ってきた。チャート面から見れば、今年5月以降形成している三角持ち合いをドル／円相場も日経平均も上抜けた格好となり、ドル／円相場についても日本株についても昨年11月以降のような急伸を期待する向きもある。しかし、日本株の予想PERは16倍程度と、割高な水準とは言えないものの、来年度からの消費税率引き上げというマイナス要因があるなかでは、上昇余地は乏しくなっていると言えよう。

日本の7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.9%（前期比+0.5%）と、0.7%程度とされる潜在成長率を上回ったものの、2四半期連続で減速した。成長率を内需と外需の寄与度に分けると（前期比ベース）、内需寄与度は+0.9%と4四半期連続で拡大したのに対し、外需寄与度は▲0.5%と2四半期連続で縮小、成長率の足を引っ張る結果となった姿が浮き彫りとなる。

外需寄与度が悪化している背景には、輸出の減速と輸入の加速の両側面がある。このうち、（実質）輸入の加速については国内生産活動の拡大を背景としていると考えられ、景気の善し悪しという観点では決して悪い話ではない。一方、（実質）輸出の減速については、昨年末以来の円安の進展に伴う輸出数量押し上げ効果もある程度は出ていると考えられるなかで、それ以上に海外の需要の伸び悩みによって足を引っ張られている可能性があることを示している。海外経済の動向を見ると、米国など底堅さはみせているものの、総じて浮揚感に欠けていることが影響していると考えられる。

年度後半は内需加速が見込まれるも、重要なのは来年度

今年度後半の日本経済については、成長率の再加速が見込まれる。ただし、加速分の多くは来年4月1日から実施される消費税率引き上げ前の駆け込み需要によるものとなろう。来年4月以降は駆け込み需要からの反動が消費を押し下げ、少なくとも2014年4～6月期の実質GDP成長率は大幅マイナスになるものと見込まれる。問題は、その後、すなわち14年7～9月期にも再びプラス成長に戻れるかどうかだ。



早期デフレ脱却を目指して遂行されている“アベノミクス”のもと、二四半期連続でデフレ圧力を増大させる“潜在成長率以下の成長”は許されない。一方で、厳しい財政状況を勘案すれば、単にGDPの帳尻合わせのような景気対策を行う余力はない。消費増税に伴って家計にかかる負担増はおよそ8兆円とされる。政府は低所得者向けには現金給付などで負担を補う姿勢を打ち出しているが、勤労者世帯向けには企業の賃上げによって賄う方針だ。財界からは次の春闘での賃上げに前向きな声も聞こえるが、消費増税分を補うに足るかどうかは不明である。前回消費増税が行われた1997年には、特別減税の廃止などもあって家計への税・社会保障負担額は今回消費増税と同規模の8兆円強であったが、増税後消費は長期間にわたり低迷した。金融不安やアジア危機などの環境の悪さも影響してはいるが、家計への負担の大きさという点からは、今回の増税が及ぼすインパクトに懸念は残る。必然的に、消費増税後の日本経済を支えるには、外需の回復が不可欠となろう。

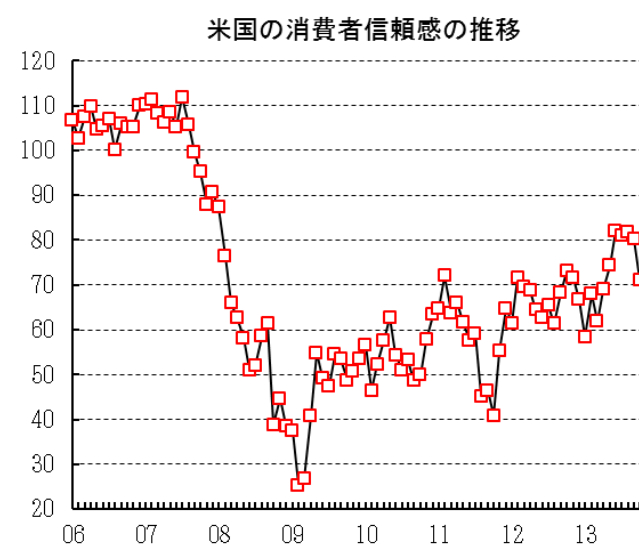
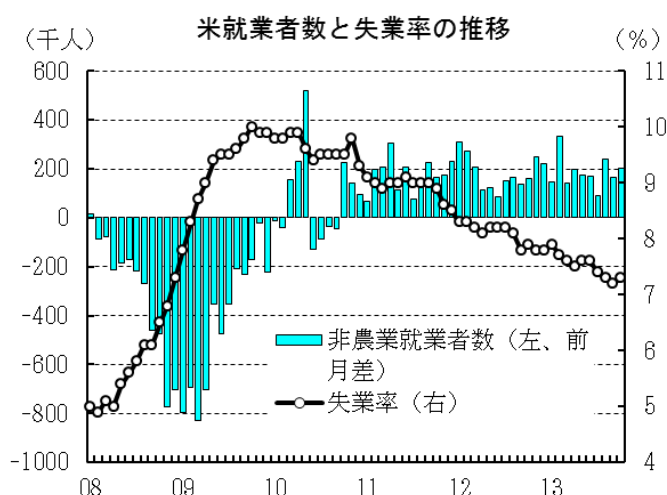
株式市場の動きに注目すれば、今年度下半期の企業業績は、消費税前の駆け込みにも支えられて良好な結果に終わることは織り込み済みである。不透明なのは、その後の反動減の影響が企業業績にどの程度のマイナスのインパクトを与えるかである。この点がクリアにならない限り、株価の上昇余地は限定的なものにとどまらざるを得ない。前述したように、ファンダメンタルズの観点からは、今後の輸出環境が改善するかどうか、株価の方向性を決めると言えよう。

強弱入り交じる米経済次第

海外経済を見渡すと、欧州では景気に底打ち感が見られるものの、引き続き南欧諸国を中心に緊縮財政下であり、自律的な景気加速は期待し難い。むしろ、景気牽引車として外需の回復を待つ状況にある。中国をはじめとした新興国については、大半の国が輸出主導型の経済であり、基本的には先進主要国の需要拡大がなければ、浮揚感は得にくい。経済規模の大きい中国経済は世界の注目を集めるが、中国政府は景気浮揚策とバブル抑制策を同時に打ち出しており、また、今後は成長率目標を引き下げるとの見方もあり、やはり世界経済を牽引することは期待し難い。

したがって、消去法的にも米国経済の本格回復が待たれることになるが、米国については経済指標が強弱入り交じっているうえ、予算を巡る政府と議会の混乱もあり、当面は先行きを見通しにくい。こここのところ発表された米国経済指標の中で、強めの指標の代表格が雇用統計とISM製造業景気指数だ。10月の雇用統計では、一部政府機関閉鎖（シャットダウン）の民間部門への影響は限定的にとどまり、直近3ヶ月で非農業就業者増加数が20万人ペースであることが示された¹。政府混乱の影響が企業のセンチメントに大きく影響を及ぼしていないことは、同月分のISM製造業景気指数が前月対比小幅ながら改善したことで確認される。

一方で、米国の最終需要に関する統計が弱含んでいる



¹ 就業者数の算出ベースとなる事業所統計では、政府部門の一時帰休者を失業者とは見なさなかったことで、非農業就業者数のマイナス要因にならなかった。一方、失業率の算出ベースとなる家計調査統計では、これを失業者と見なしたため、失業率の前月対比上昇に寄与した。

ことは気がかりだ。企業には大きな影響を及ぼしていない政府の混乱だったが、消費者の景況感の足は引っ張った。10月の消費者信頼感指数は、前月から10ポイント近くも落ち込んでおり、一年の中で小売業者が“最も重要なシーズン”と評するクリスマスセールス時期を前に、消費に対して慎重な姿勢になることが懸念される。一方、これまでのところ順調な回復をみせている住宅市場だが、先行指標となる住宅ローン申請件数（購入用）は、夏場の金利上昇の影響を受けて大幅に水準を切り下げた。ローン申請の減少は、今後住宅販売の減少という形で現れるものと見込まれ、場合によっては住宅価格にも影響を及ぼす可能性もある。企業の経済活動回復を示す統計が目立つとは言え、最終需要が低迷、ないしは減速すれば、企業の経済活動も消極化してしまう。クリスマスセールスについても、決して楽観的な見通しは立てにくい。

さらに、年明け後には再び予算を巡る政府と議会のつばぜり合いが、市場の注目を集める公算が大きい。先般決定した今年度予算は1月15日までの暫定予算であるため、同日までに翌日以降の予算が決まらなければ、再び一部シャットダウンが行われることになる。これは10月と同様に企業の景況感に影響を及ぼさないかもしれないが、GDPには確実にマイナス要因となるうえ、消費者の景況感を再び押し下げる可能性がある。そうなれば消費主導の本格的な景気回復は更に後ずれするリスクが高くなり、ひいては世界経済が浮揚感に欠ける状況が長期化することに繋がる。仮に、そのような状態が来年度、すなわち2014年4月以降も続くようなこととなれば、消費税率引き上げ後の日本経済にとっては厳しい環境となる。前述したように、増税による駆け込み需要の反動減と内需の下押し分を外需によって補うことが、景気面でも、そして早期のデフレ脱却という観点からも重要なポイントとなるからだ。

裏を返せば、米予算が決まるまで、市場は大きく動けない

米政府と議会の動向については、民主党と共和党の主張の隔たりが大きいこと、なかでもティーパーティー（茶会）は大統領の社会保障政策（オバマケア）をはじめとした財政政策に歩み寄る姿勢が全く見られないこと、政府は“盗聴スキャンダル”を抱え、野党である共和党からの安易な歩み寄りが期待しにくいこと——などを勘案すれば、早期に年度予算合意に至るとは考えにくく、暫定予算が切れる1月半ばまでギリギリの折衝が続けられるとみられる。その日が近づくに連れ、市場は再び米国の“政治リスク”に焦点を当て、リスク回避の動きが強まらないまでも、リスク選好性が一段と高まるとは見込み難い。当然のことながら、政治面での不透明さはFRBの金融政策にも影響を及ぼすことになる。

次期FRB議長候補のイエレン副議長は、雇用回復などについてより内容を重視すると考えられることから、緩和的な金融政策が長期化するとの見方が強まっている。一方で、先に発表された10月分のFOMC議事録では、FRBがQE3という国債などの買取政策からなるべく早く脱却したがっている、との見方が市場で強くなっている。こうした見方が、米金利の上昇を通じたドル高円安と日本株高を加速させるような格好となったが、これまで述べてきたような不透明要因を勘案すれば、QE3縮小のタイミングに関する市場の見方はやがて後退する可能性が大きいと判断される。

そうなれば、米債券利回りは足元よりも低下余地が生じる公算が大きい。景気に対して強気で、リスク選好性が高まるような局面では、金利の低下は株価の上昇に繋がり、為替市場では高金利通貨高・低金利通貨安圧力を高めるが、リスク許容度が下がるような局面では、株式市場から債券市場に資金が流れるような形で金利が押し下げられ、為替市場では金利差が縮小する分だけ低金利通貨高となりやすい。したがって、ドル/円相場についてはやや円高気味の推移に舞い戻るリスクがある。

無論、予算を巡る米政府の混乱にケリがつけば、市場を覆っていた不透明要因は払拭し、景気に対する楽観的な見方が再び台頭すると見込まれることから、大幅な市場の変動は考えにくいものの、年明けにかけて足元よりもやや調整した水準（金利低下・円高・株安）で膠着すると予想される。