

Japan's Economic Outlook 2013年8月

今月のトピック「株高・円安トレンドは終わったか」

2013/8/12

景気動向のポイント

- 【景況感】……………企業・家計のマインドの改善傾向にブレーキ
- 【生産・企業活動】………輸出は改善するも、生産・投資は悪化
- 【消費・所得】……………消費が悪化、雇用環境の改善は継続
- 【物 価】……………エネルギー、公共サービス関連が上昇

- 足元の景気は、持ち直しの動きが続いているが、当月はやや弱めの指標が目立っている。
- 持ち直しを先導してきた個人消費は足元で低下。企業部門では、国内自動車販売の不振などから生産が落ち込んだ。設備投資は本格的な回復に至っていない。
- 輸出は、米国向けを中心に底打ちの兆しが見られる。円安による嵩上げで輸出額が伸びているが、燃料需要で膨らんでいる輸入額も円安で嵩上げされている。
- 先行きについては、米国の出口戦略や減速傾向の新興国経済など、海外要因によって日本経済が大きく影響を受ける可能性がある点には引き続き注意が必要。

主要経済指標

		四 半 期			月 次			
		12Q4	13Q1	13Q2	13/4	13/5	13/6	13/7
GDP・ 景況感	実質GDP(前期比)	1.0%	3.8%	2.6%				
	景気動向指数	101.3	103.5	105.4	105.1	106	105.2	
	景気ウォッチャー調査	41.6	53.3	55.1	56.5	55.7	53	52.3
生産・ 企業活動	鉱工業生産指数(前期比/前月比)	▲1.9%	0.6%	1.4%	0.9%	1.9%	▲3.3%	
	実質輸出(前期比/前月比)	▲4.2%	1.5%	3.6%	2.0%	▲0.2%	2.0%	
	資本財総供給(前期比/前月比)	▲5.0%	8.4%	2.7%	7.8%	0.0%	▲12.1%	
	機械受注(前期比/前月比)	▲0.8%	▲0.0%		▲8.8%	10.5%		
消費・所得	消費総合指数(前期比/前月比)	0.5%	1.0%	0.4%	0.2%	0.4%	▲0.7%	
	現金給与総額(前期比/前年比)	▲1.4%	▲0.6%	▲0.0%	0.0%	▲0.1%	0.1%	
	完全失業率	4.2%	4.2%	4.0%	4.1%	4.1%	3.9%	
	有効求人倍率	0.82倍	0.85倍	0.90倍	0.89倍	0.90倍	0.92倍	
物 価	消費者物価指数(前期比/前年比)	▲0.2%	▲0.6%	▲0.3%	▲0.7%	▲0.3%	0.2%	
	企業物価指数(前期比/前年比)	▲0.9%	▲0.3%	0.6%	0.1%	0.5%	1.2%	

1. 今月のトピック「株高・円安トレンドは終わったか」

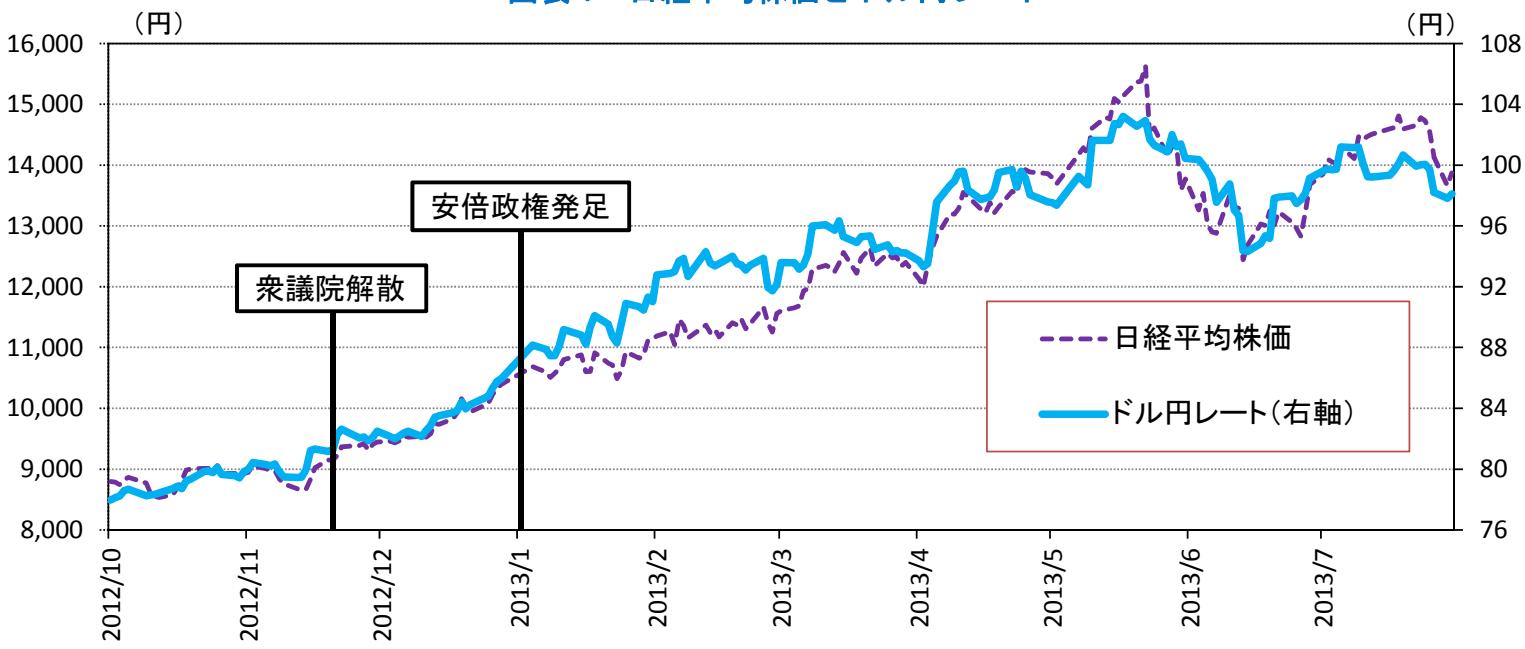
【金融市场の変調】

2012年12月に安倍政権が発足したのとほぼ同時期に、金融市场では株高・円安（円高是正）の動きが始まり、5月下旬まではそのトレンドが続いていた。安倍政権の経済政策「アベノミクス」は、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略のいわゆる「3本の矢」からなり、とりわけ①と②が早期に具体化されたことで、景気回復や物価上昇への期待感が株高・円安の相場形成に大きく影響したものと考えられる。一方、米国で金融緩和縮小観測が高まった5月下旬以降、相場は反転し、その後も乱高下を繰り返すなど、不安定な様相を呈している。こうした相場の変動をどう解釈すればよいのか、そして今後どのような展開が予想されるのか、以下で考察を試みたい。

【株高・円安はなぜ起きたか？】

まず、株高・円安の動きを改めて検証してみたい。株高・円安の動きが始まったのは、正確には安倍政権発足後ではなく、衆議院が解散された11月下旬頃である（図表1）。この頃には、世論調査等から自民党大勝との見方が広まっていたため、自民党政権による経済政策の転換が行われるとの予想が既に形成され始めていたと考えられる。もっとも、同時点で日本の景気は既に上向き始めていたため、景気回復や物価上昇への期待感が高まった理由を、単純にアベノミクス効果と断じることはできない。ただ、経済政策の転換を打ち出し、日本の先行きへの期待感を煽る上で、安倍政権の発足タイミングはベストであったと言えるだろう。

図表1 日経平均株価とドル円レート



(資料) Bloomberg

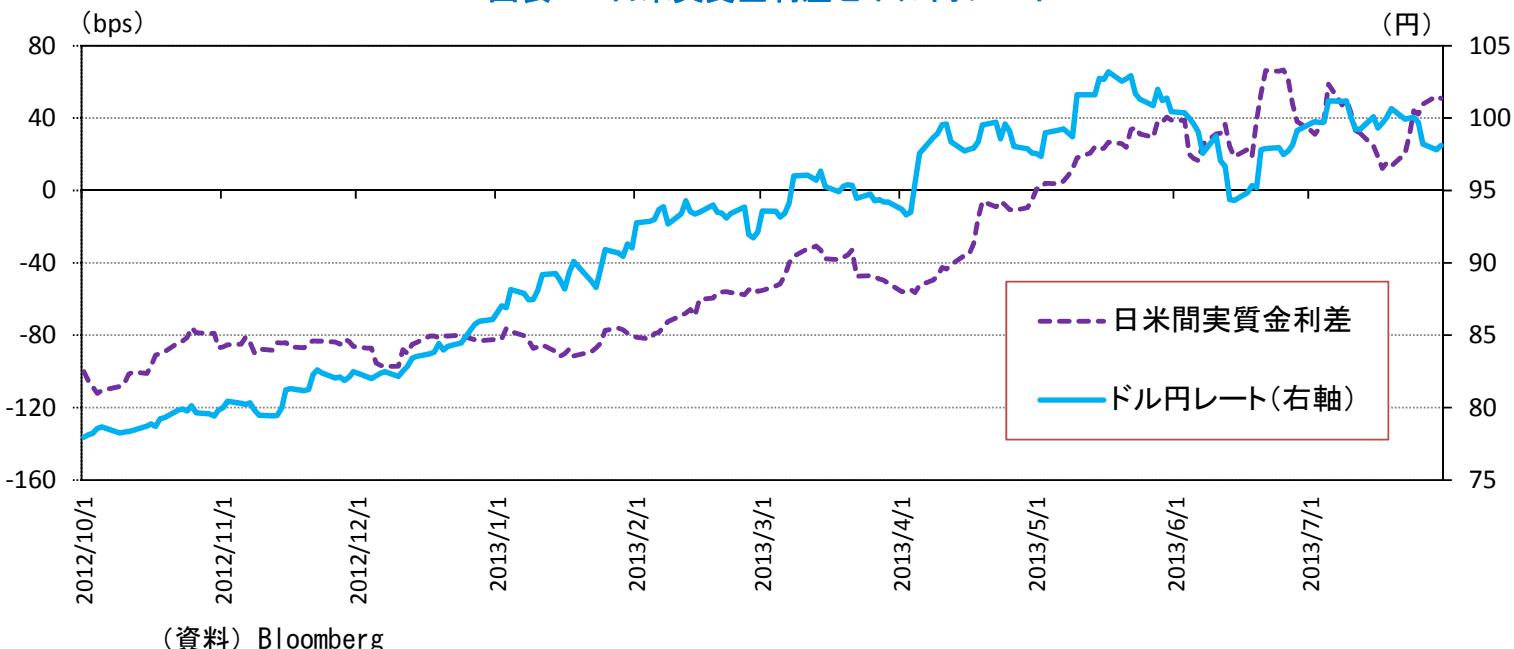
同時期から円安が進んだことについては、アベノミクスの最初の矢である「大胆な金融緩和」が実施されるとの見方から、期待インフレ率が高まったことが大きな影響を与えたと考えられる。黒田総裁が「異次元の緩和」を打ち出したのは4月に入ってからであるが、白川前総裁の下でも、1月にインフレ目標を導入するなど、既に安倍政権の意向が金融政策に強く反映されるようになっていた。

名目金利が不変であれば、期待インフレ率が高まると、実質金利は低下する。米国これらの指標が不変であれば、日本の実質金利の低下によって、日米の実質金利差が拡大し、相対的にドルの魅力が上昇、円の魅力は低下することになる。実際に、円安の進行と足並みをそろえるように、日米の実質金利差は拡大している（図表2）。

$$\text{名目金利} = \text{実質金利} + \text{期待インフレ率}$$

(横ばい) (↓) (↑)

図表2 日米実質金利差とドル円レート



【最近の乱高下の原因は？】

同時期の株価の動きと、主体別の日本株の売買状況をみると、株価の上昇のタイミングと、海外投資家の積極的な買い越しのタイミングが一致しており、この間、売買高の約6割を占めている海外投資家主導で相場が形成されたことが示唆される（図表3）。円安の動きも、ヘッジ・ファンド等による円ショートのポジション形成が大きな影響を与えているとの見方が多い。

一方、5月下旬以降、米国で金融緩和縮小観測が高まった際は、相場は反転し、株安・円高の動きがみられた。この時、リスクオフの流れが生じ、世界的には株安・通貨安（ドル高）の動きになった。日本で通貨が高くなかったのは、日本株買い・円売りのポジションを形成していた外国人投資家が、リスクオフの局面でポジションを一旦巻き戻したためであろう。アベノミクスの実施

によって、外国人投資家が日本経済を再注目するようになったのは事実かもしれないが、外国人投資家の短期的な思惑が株価・為替に大きく影響する一面があることには注意しなければならない。

図表3 海外投資家の動向と日経平均株価



【鍵を握るのは米国の出口戦略】

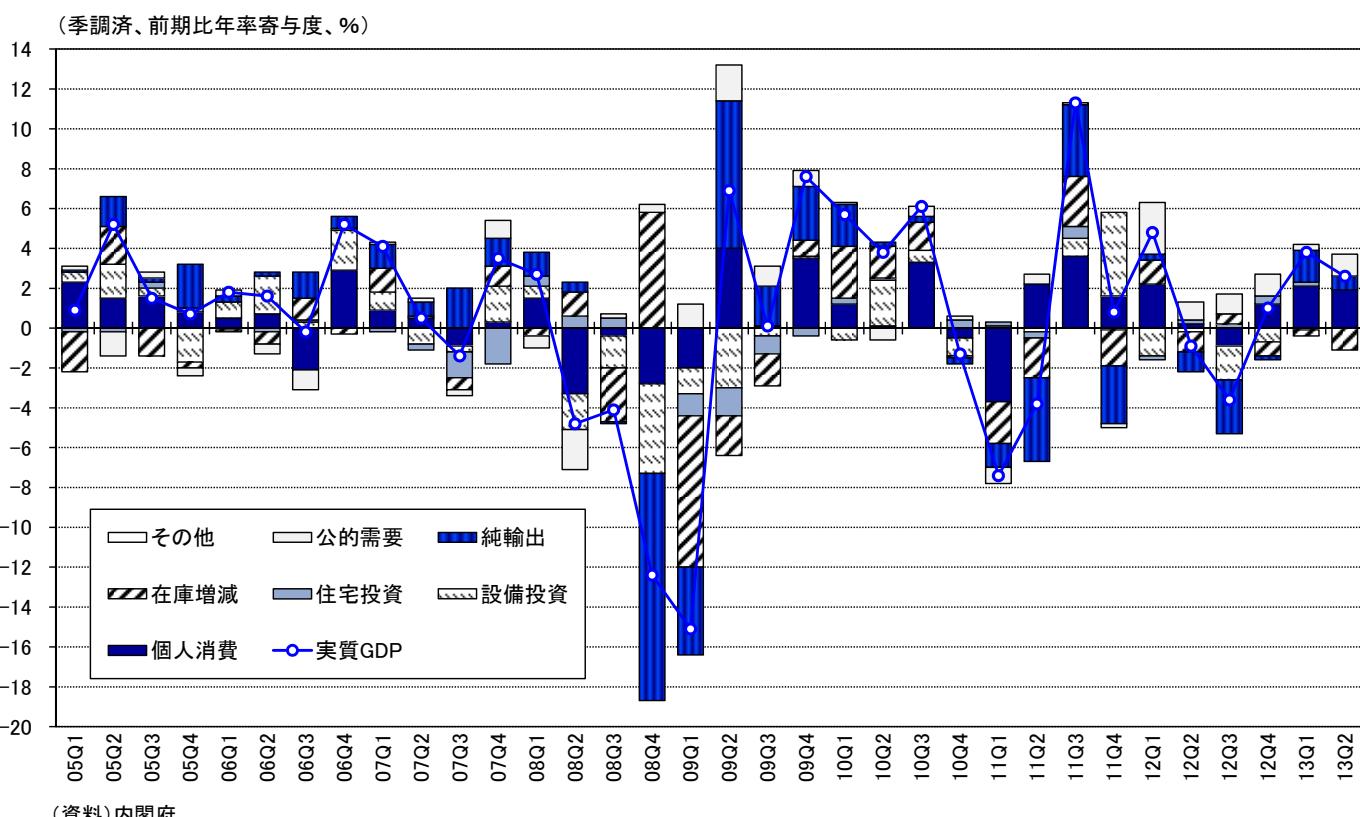
米国の金融緩和縮小は、米国経済の良好な見通しを裏付けとするものであり、リスクオンとして捉えられてもおかしくはない。そうであれば、海外投資家も慌てて日本の株買い・円売りのポジションを巻き戻す必要などないはずである。一方、5月下旬～6月の動きは、市場が米国の金融緩和縮小をマネーの縮小・リスクオフとして解釈したことを示しており、結果的に日本の相場も荒れることとなった。FRB の資産買入縮小は出口戦略のほんの一歩に過ぎないため、今後の政策運営は困難を極めると予想されるが、米国の出口戦略がいかにスムーズに実施されるかが今後の相場展開にも大きな影響を与えることになるだろう。

2. 主要指標の動き

(1) GDP・景況感

① 実質GDP

- 12日に発表された4-6月期の実質GDP成長率(1次速報値)は前期比年率+2.6% (前期同+3.8%)となり、市場予想(同+3.6%)を下回ったものの、3四半期連続のプラス成長となった。需要項目別にみると、安倍政権の経済政策(アベノミクス)を背景とする景気回復への期待感から個人消費が同+3.1% (前期同+3.4%)と3四半期連続で増加し、全体を押し上げた。設備投資は、企業の先行きに対する不透明感から投資への姿勢は依然として慎重であり、同▲0.4% (前期同▲0.7%)と6四半期連続で減少した。在庫投資の寄与度は、▲1.1% (前期▲0.3%)となった。外需では、輸出が同+12.5%と増加し、控除項目である輸入も前期比年率+6.2%と増加した結果、純輸出の寄与度は+0.7% (前期+1.6%)と、2四半期連続でプラス寄与となつた。



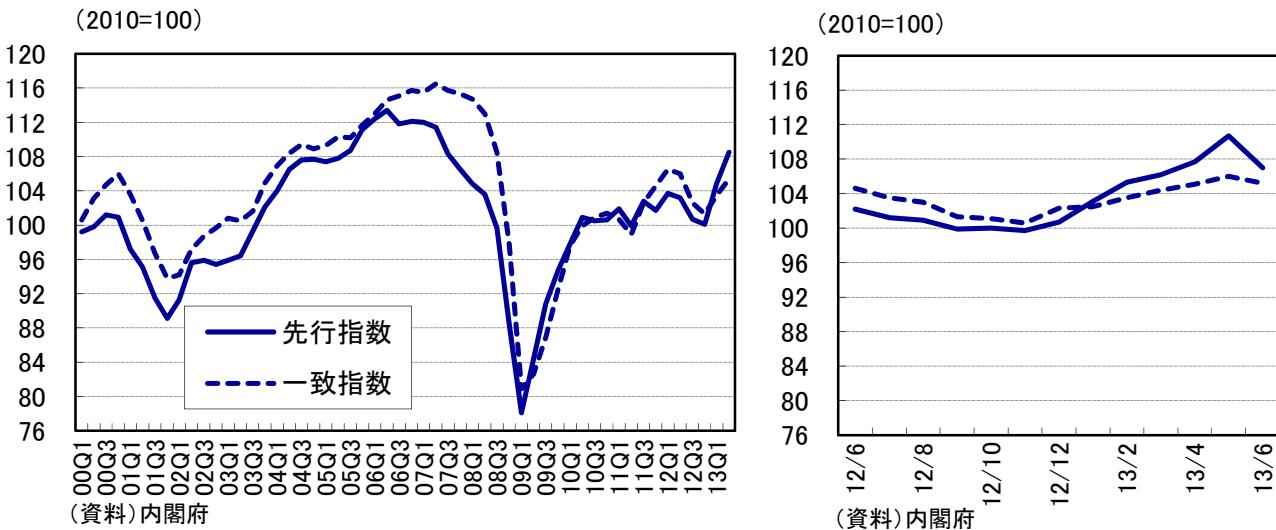
日本の実質 GDP 予測(%)

ソース	12年 10-12月	13年 1-3月	13年 4-6月	13年 7-9月	13年 10-12月	14年 1-3月	2012年	2013年	2014年
市場コンセンサス (2013/8)	+1.0	+3.8	+2.6	+3.0	+3.5	+4.4	+2.0	+1.9	+1.5
IMF (2013/7)				—	—	—		+2.0	+1.2

※四半期は前期比年率、暦年は前年比。共通部分は実績。市場コンセンサスは Bloomberg 調査の平均値。

②景気動向指数(CI)

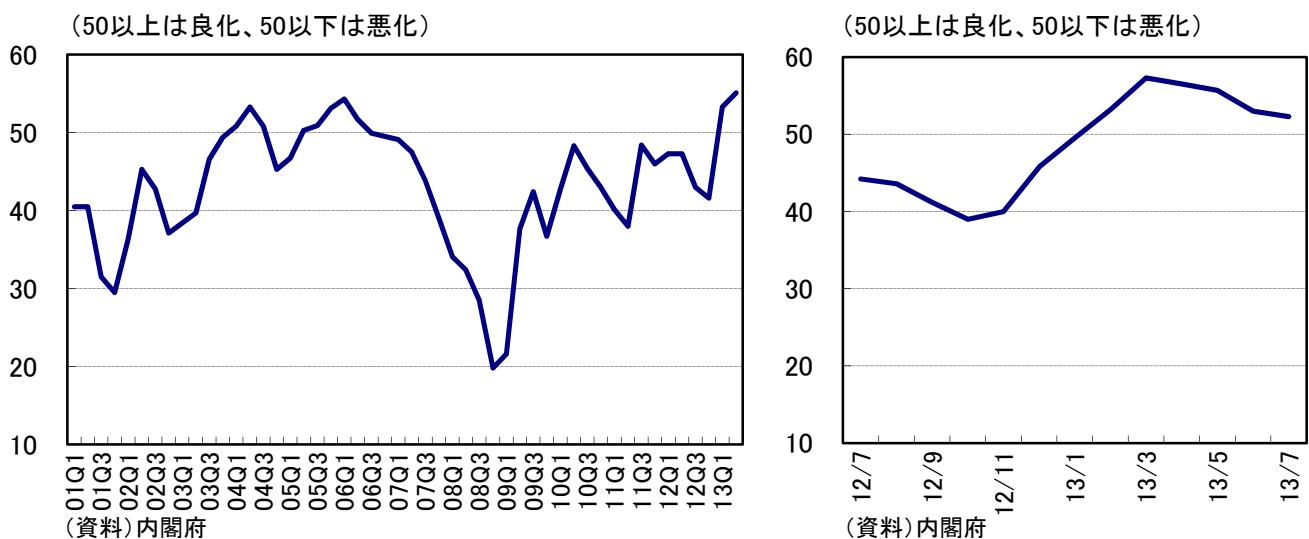
- 6月の景気動向指数は、一致指数が105.2（5月106.0）と、7か月ぶりに低下した。内訳をみると、生産指数、鉱工業生産財出荷指数、投資財出荷指数などの項目でマイナス寄与となった。先行指数は107.0（5月110.7）と、7か月ぶりに低下した。鉱工業生産財在庫率指数、新設住宅着工床面積などでマイナス寄与となった。



—— 今般、基準年次が従来の2005年から2010年に改定された。

③景気ウォッチャー調査(DI)

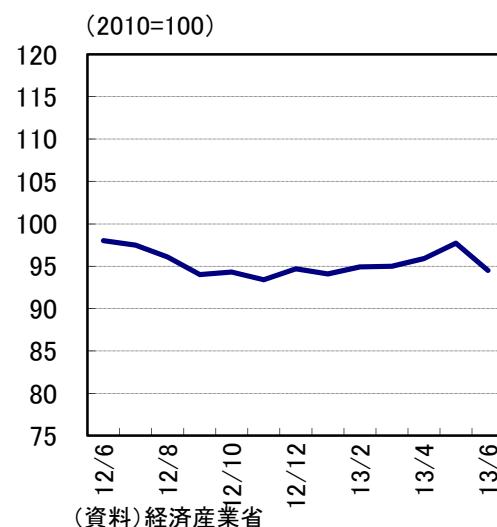
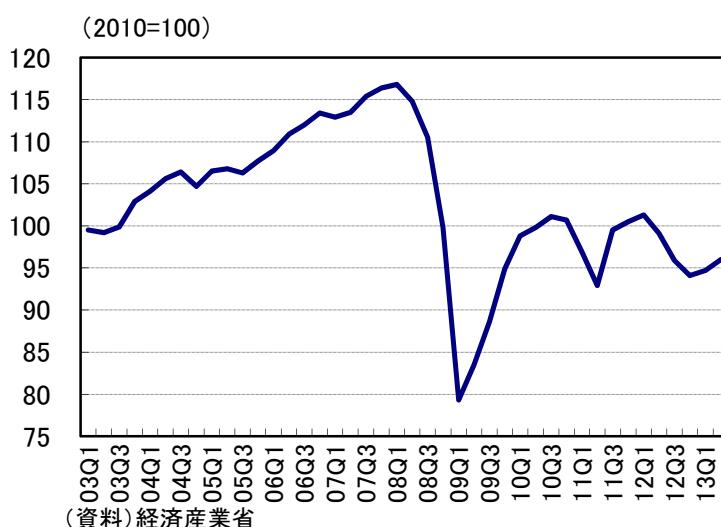
- 7月の景気ウォッチャー調査の現状判断DIは52.3（6月53.0）と、4か月連続で低下した。指数を構成する家計動向関連は前月から低下し、企業動向関連、雇用動向関連については前月から上昇した。家計動向関連は、高額品販売の伸びに一服感がみられたことなどから低下した。企業動向関連DIは、受注や生産の増加がみられたことなどから上昇し、雇用関連DIは、建設業・サービス業等で求人が増加したことなどから上昇した。



(2) 生産・企業活動

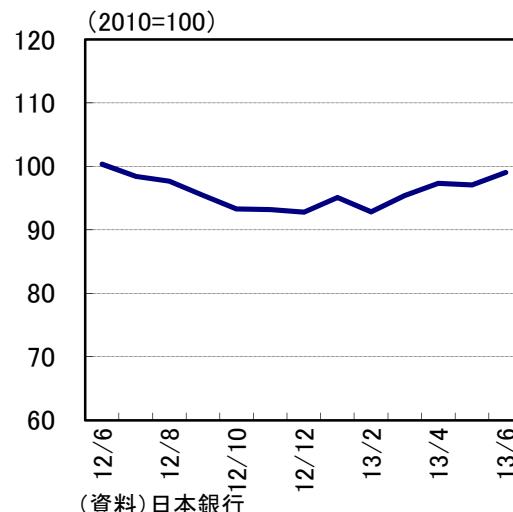
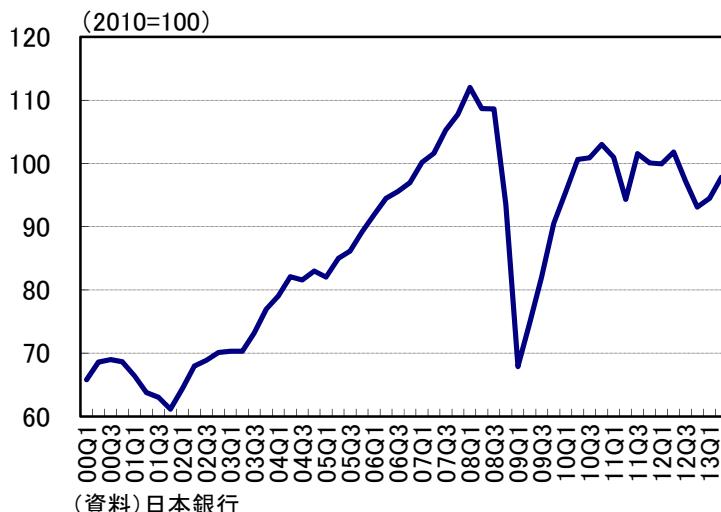
① 鉱工業生産指数

- 6月の鉱工業生産指数は前月比▲3.3%（5月同▲1.9%）と、5か月ぶりに低下した。全体を押し下げた業種は、輸送機械工業（同▲4.1%）、はん用・生産用・業務用機械工業（同▲3.2%）、電気機械工業（同▲5.2%）等であった。先行きの生産予測調査では、7月が前月比+6.5%の上昇、8月が同▲0.9%の低下と予測されている。
- 今般、鉱工業生産指数の基準改定が実施され、基準年次が従来の2005年から2010年に改定された。また、季節調整方法の見直しや、一部業種分類の見直し（「一般機械工業」→「はん用・生産用・業務用機械工業」）なども実施された。



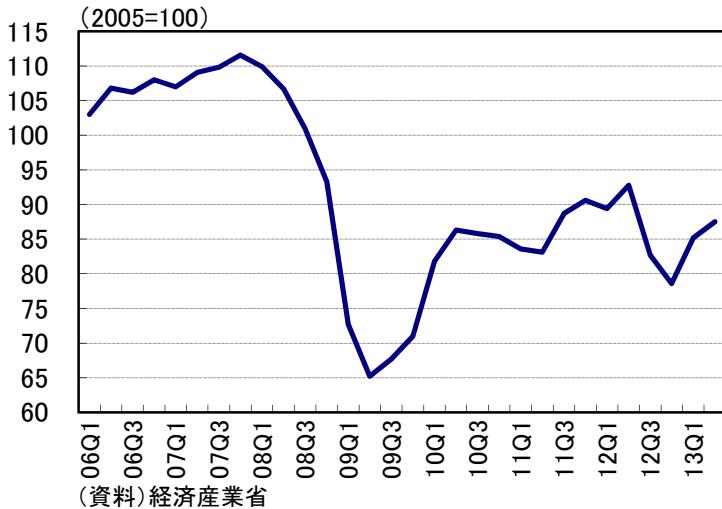
② 実質輸出

- 6月の実質輸出は前月比+2.0%（5月同▲0.2%）と、2か月ぶりに上昇した。実質輸入は前月比+3.1%（5月同+1.1%）と、2か月連続で増加した。



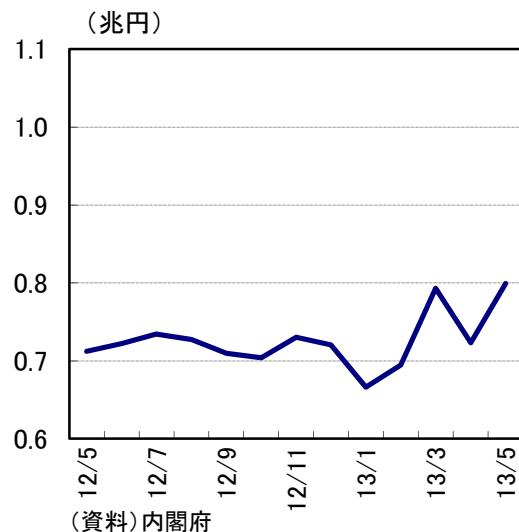
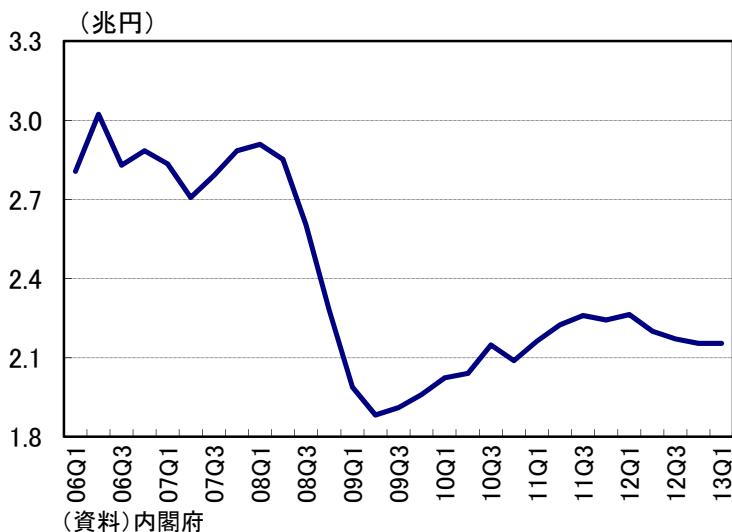
③資本財総供給(設備投資の一一致指標)

- 6月の資本財総供給は、前月比▲12.1%（5月0.0%）となり、資本財総供給（除く輸送機械）は同▲13.7%（5月+6.8%）となった。



④機械受注(設備投資の先行指標)

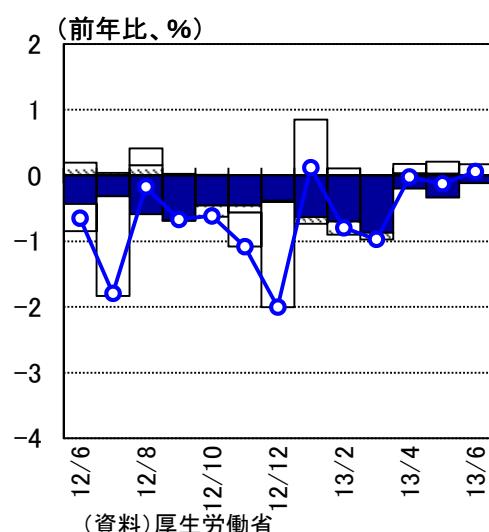
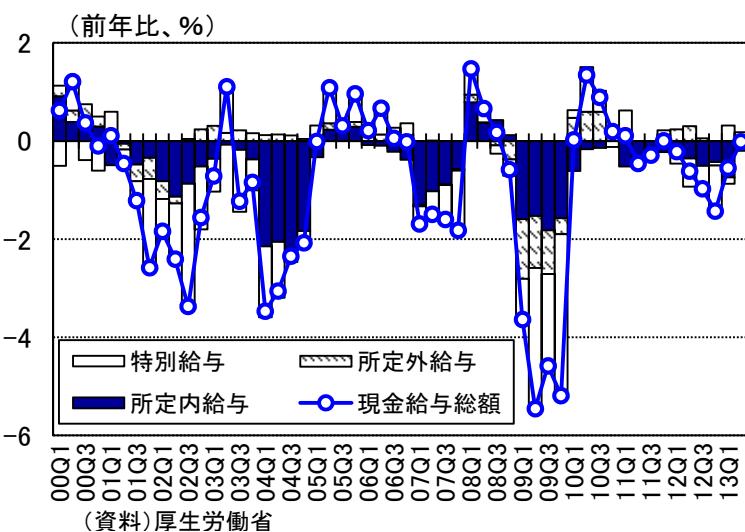
- 5月の機械受注（民需<除く船舶・電力>）は、前月比+10.5%（4月▲8.8%）と、2か月ぶりに増加した。内訳を見ると、製造業は前月比+3.8%、非製造業（除く船舶・電力）は同+25.4%といずれも増加した。製造業では、パルプ・紙・紙加工品、化学工業、その他輸送用機械からの受注が増加し、非製造業では、金融業・保険業、運輸業・郵便業、卸売業・小売業からの受注が増加した。内閣府は基調判断を「緩やかな持ち直しの動きがみられる」に据え置いた。



(3)消費・所得

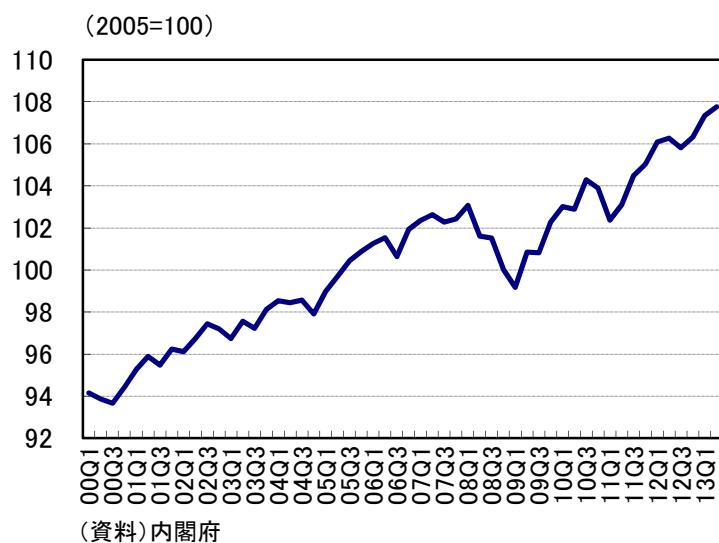
①名目賃金(現金給与総額)

- 6月の現金給与総額は前年比+0.1%（5月同▲0.1%）と、5か月ぶりにプラスとなった。内訳をみると、基本給などの所定内給与は同▲0.2%（5月同▲0.4%）、残業代などの所定外給与が同0.0%（5月同+0.4%）、特別に支払われた給与（賞与等）が同+0.4%（5月同+6.8%）となった。不動産業や飲食サービス業などで特別に支払われた給与が増えたことが、全体を押し上げた。



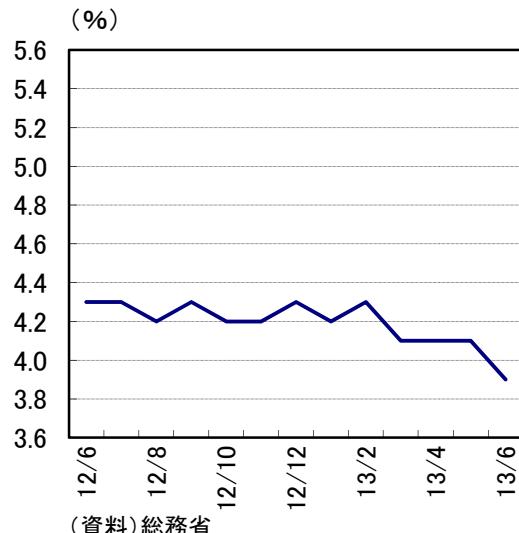
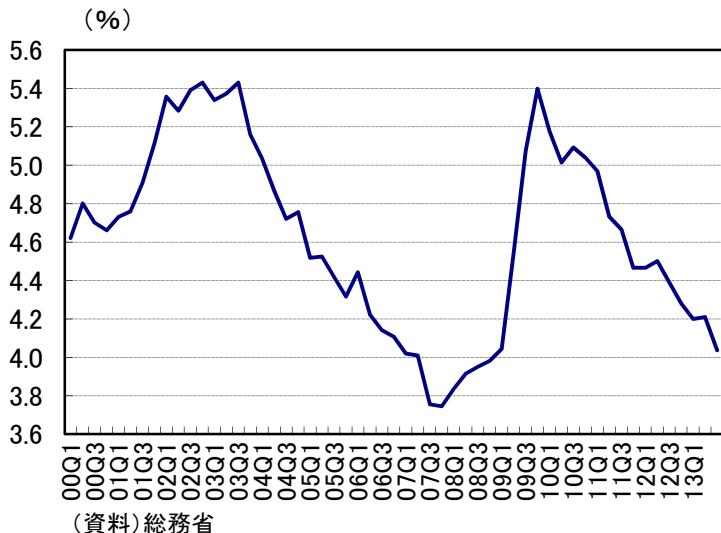
②消費総合指數

- 6月の消費総合指数は、前月比▲0.7%（5月+0.4%）と、3か月ぶりに低下した。既往の株高による資産効果等により、消費者マインドが良化していることを背景に個人消費の改善傾向が続いていたが、ごく足元ではマインド・消費ともに悪化する形となった。



③完全失業率

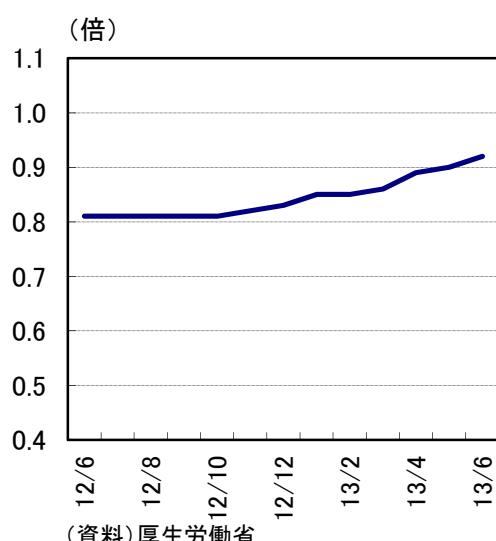
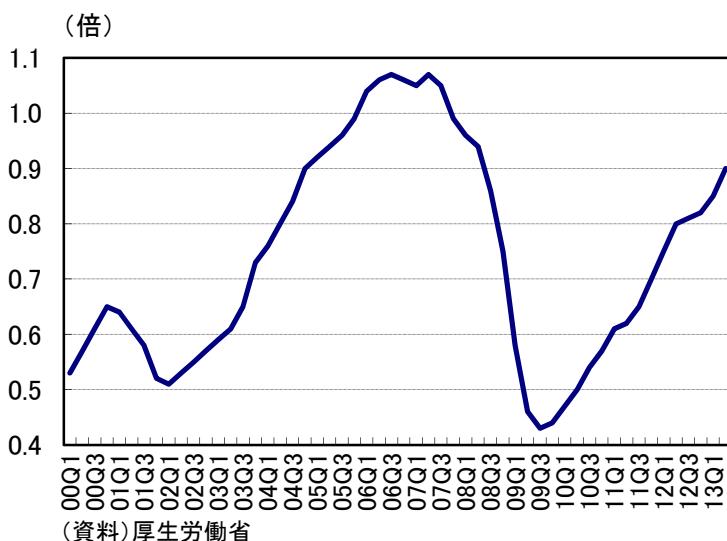
- 6月の完全失業率は、3.9%（5月4.1%）と4年8か月ぶりに3%台となった。失業者は前月差▲16万人（254万人）、就業者数は前月差▲1万人（6,302万人）となった。失業者の男女の内訳をみると、男性が前月より3万人減少し、女性も12万人減少。足踏みが続いている女性の就業の動きにも改善の動きが見られた。



(注) 2011年3月～8月分の失業率は東日本大震災の影響により調査実施が困難であった被災3県（岩手県、宮城県、福島県）を推計した補完推計値。

④有効求人倍率

- 6月の有効求人倍率は0.92倍（5月0.90倍）と、4か月連続で上昇し、5年ぶりの高水準となった。新規求人倍率は6月1.49倍（5月1.42倍）と、5か月連続で上昇しており、引き続き改善が見込まれる。新規求人数については、前月比+2.2%（5月2.1%）となった。



(4) 物価

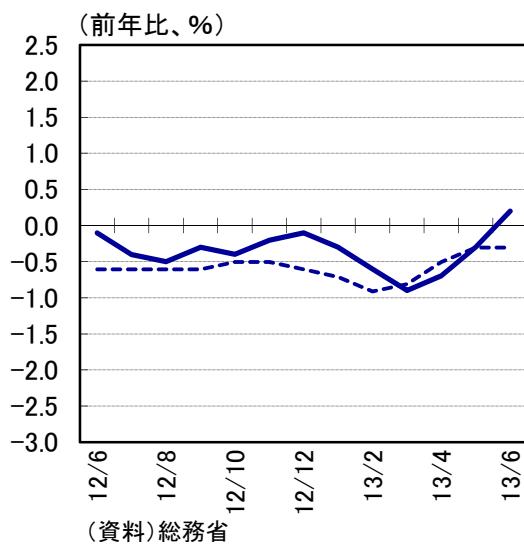
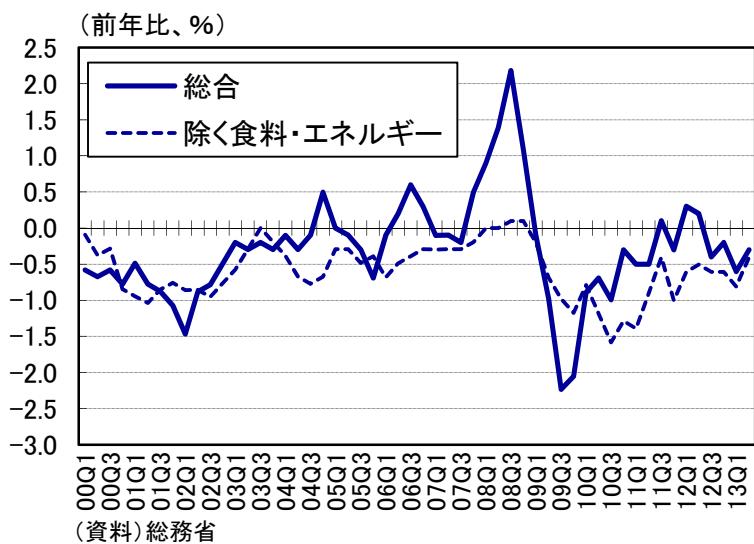
①企業物価指数

- 6月の企業物価指数は、前年比+1.2%（5月+0.5%）と3か月連続でプラスとなった。内訳をみると、電気・都市ガス・水道（前年比+9.4%）、石油・石炭製品（前年比+8.6%）、非鉄金属（同+8.3%）等が上昇した。一方、鉄鋼（同▲3.5%）、情報通信機器（同▲4.6%）などが低下した。



②消費者物価指数

- 6月の消費者物価指数（CPI）は前年比+0.2%（5月同▲0.3%）となり、13か月ぶりにプラスとなった。円安を背景に電気代やガソリン代が上昇し、全体を押し上げた。また食料・エネルギーを除くコアCPIは同▲0.2%（5月同▲0.4%）となった。



担当	経済調査チーム	T E L : 03-3282-7681 E-mail: TOKB4A1@marubeni.com
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/	

(注記)

- 本稿に掲載されている情報および判断は、丸紅経済研究所により作成されたものです。丸紅経済研究所は、見解または情報の変更に際して、それを読者に通知する義務を負わないものとします。
- 本稿は公開情報に基づいて作成されています。その情報の正確性あるいは完全性について何ら表明するものではありません。本稿に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するものとします。