

情勢判断

国内経済金融

「企業から家計へ」の流れは定着するか

～懸念が残る増税後の国内景気～

南 武志

要旨

アベノミクスへの期待感から、2013年の国内景気・物価には改善の動きが強まった。こうした動きは大企業のみならず、長年停滞していた中小企業非製造業に至るまで広がりを見せている。13年度末にかけて、消費税増税前の駆け込み需要が本格化することもあり、国内経済は高めの成長を達成、物価上昇率も1%前後で推移するだろう。しかし、14年度の増税直後には国内景気は足踏み状態に陥り、物価上昇圧力も一旦は解消すると見られる。政府の経済対策、賃上げ等を通じた「企業から家計へ」の所得分配は増税ショック吸収には不十分と見る。14年夏ごろには日本銀行は追加緩和策の実施を決断するだろう。こうした状況を踏まえれば、長期金利の低位安定状態は当面続くと予想される。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2013年		2014年			
	12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.073	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2200	0.20~0.25	0.18~0.23	0.15~0.23	0.15~0.23	
短期プライムレート (%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	
国債利回り	10年債 (%)	0.675	0.50~0.85	0.50~0.85	0.55~0.90	0.55~0.90
	5年債 (%)	0.215	0.15~0.40	0.15~0.40	0.20~0.45	0.20~0.45
為替レート	対ドル (円/ドル)	104.0	98~110	100~112	100~112	100~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	142.3	130~150	130~150	135~150	130~150
日経平均株価 (円)	15,859	15,500±1,000	14,500±1,000	14,500±1,000	14,750±1,000	

(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2013年12月19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

2013年はアベノミクスへの期待感に下支えされた1年であった。景気動向指数によれば、12年11月に一致CIは底入れし、それとほぼ同時に、積極的な経済政策運営に対する期待感から円安・株高が進行し始めた。これを受けて、家計・企業の景況感は一転、12年4月をピークにして沈滞していた経済活動が再活性化した。ちなみに、今回の景気回復の初期段階では民間消費など国内需要が主導的な役割を果たしており、逆に円安が定着したにもかかわらず、輸出が伸び悩むなど、

これまでとは様相が異なったのが特徴的である。

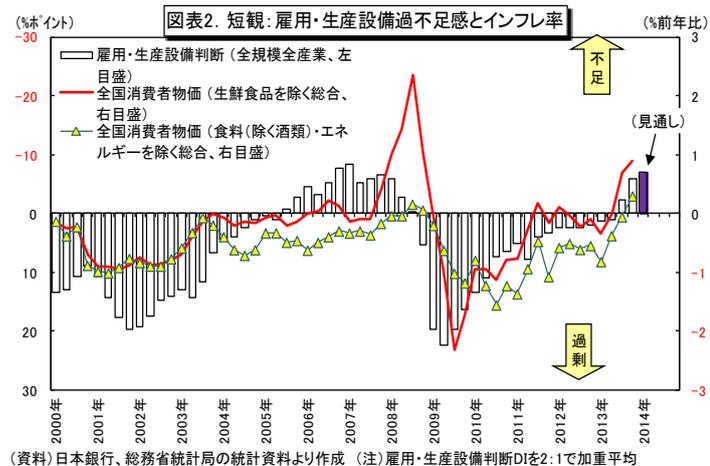
ただし、足元では世界経済の持ち直しもあり、輸出数量も緩やかに増加していることが見て取れる。とはいえ、原発停止による原油・LNG輸入の高止まり、生産拠点の海外シフトや消費税増税を控えた駆け込み需要による輸入増圧力もあり、貿易赤字は過去最大の更新が続いている。

なお、日銀短観12月調査によれば、全般的に企業経営者の景況感が改善したことが確認できるが、なかでもバブル崩壊以降、一貫して「悪化」超状態が続いて

きた中小企業・非製造業においても業況判断 DI が「良い」超に転じた（約 22 年ぶり）ことが目を引いた。金融緩和の浸透、公共事業の大幅増などの効果が出ていると思われ、非製造業では既に出始めていた雇用や資本設備の不足感が一段と強まっている。

一方、14 年の国内経済を展望すると、アベノミクスの真価が問われる年になるだろう。4 月に予定される消費税増税を前に、13 年度下期の経済成長が高めに推移することの反動もあり、14 年度上期の民間需要は大きく落ち込むのは不可避であろう。問題は、そうした状況から持続的成長経路へスムーズに戻れるか、である。政府は 5.5 兆円規模の 13 年度補正予算案を編成しているほか、業績改善企業に対して賃上げを要請し、増税後の景気落ち込みを緩和し、元の成長経路への早期回帰を支援する構えを見せている。しかし、増税による実質所得の目減り（消費税要因で 2% 程度の物価上昇が見込まれる）を完全に吸収できず、かつ耐久財消費などの低迷から、景況感は大きく悪化するものと思われる。増税ショックの吸収には「企業から家計へ」の所得分配が定着する必要があるが、まだまだ不十分と思われる（見通し詳細は後掲レポートを参照のこと）。

一方、消費者物価については、円安定着や電気・ガス代の値上げ継続などエネルギー高騰などを主因として、13 年半ばには下落状態から抜け出し、足元では前年比 1% 弱まで上昇率が高まってきた（10 月の全国消費者物価（生鮮食品を除く）は同 0.9%、食品（除く酒類）・エネルギー



一除くベースでは同 0.3%)。全般的に、底堅い消費を背景に需給環境が改善していることもあり、「川上（素原材料）」から「川下（最終需要財）」への価格転嫁も進行中である。

既にエネルギー関連の物価押し上げ効果は一巡しているが、13 年度末にかけては景気回復色の強まりなどで物価上昇率は 1% 前後での推移が予想される。ただし、14 年度には増税の影響を受けて、国内景気が一時的に大きく悪化することから、表面的には 2% 台後半の上昇となるものの、消費税要因を除けば物価上昇圧力が一旦は解消した姿となるだろう。

金融政策：現状と見通し

デフレ脱却に対して煮え切れない対応を続けてきた日本銀行であったが、13 年に入ってから政策運営の枠組みは大きく変化した。1 月には、全国消費者物価で前年比 2% とする「物価安定の目標」を設定、これをできるだけ早期に実現することを決定した。また、黒田新総裁が初めて臨んだ 4 月 3～4 日の金融政策決定会合では、マネタリー・ベースを今後 2 年で約 2 倍にすることなどを柱とする「量的・質的金融緩和（以下、異次元緩和）」を導入、2 年程度で物価安定目標を実現

できるとの見通しを示した。黒田総裁が政策の逐次投入はやらないと宣言した通り、その後の日銀はその政策効果を見極める姿勢を継続している。

それでも4～6月にかけて、日銀による大量の国債買入れ（毎月発行額の約7割に相当する国債を市中から購入）への警戒感から、長期金利が過度な変動を繰り返しつつ、上昇した。しかしながら、日銀が国債買入れオペを弾力運用したことが奏功、7月以降の長期金利は安定を取り戻し、再び低下し始めた。

こうした日銀の変化に対しては、日本経済を疲弊させてきたデフレからの完全脱却に対する責任が明確化され、日銀がその早期達成に向けて積極的に関与し始めたことなど、大いに評価できる。こうした政策運営の変更は、円安・株高傾向を定着させ、景況感の改善を促し、それらが物価全体の押し上げにつながるなど、好循環を生み出す素地を作ったといえるだろう。また、人々の予想インフレ率も上昇し、実質金利の押下げを通じた景気刺激効果も強まるなど、事前に想定した通りの効果を発揮していると日銀自身も自負しているようである。

とはいえ、2%の物価安定目標の早期達成については、困難との見方は変わらな

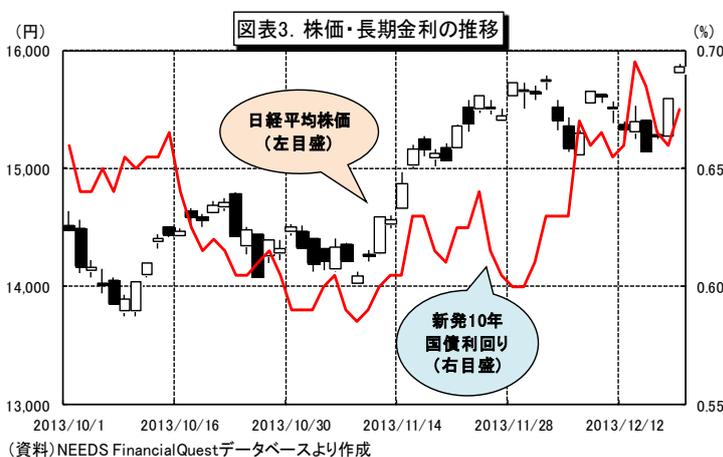
い。14～15年度の国内景気は需給バランスの大幅改善をもたらすほどの勢いはなく、前述のとおり、消費税増税後は物価上昇圧力が一旦は弱まると思われる。こうした動きが現実のものとなれば、金融政策はもう一段の緩和策を余儀なくされるだろう。そのタイミングとしては、日銀は現時点でも消費税増税の影響は限定的としていることから、事前に追加緩和を講じる可能性は小さく、14年夏ごろになるだろう。

金融市場:現状・見通し・注目点

13年を通して見れば、景気回復やデフレ脱却への期待から円安・株高傾向が定着する一方で、長期金利は日銀の金融政策によって低位に抑制された。なお、最大の懸案事項であった米金融緩和策(QE3)の規模縮小の開始は14年1月と決定されたが、しばらくはそれに伴う影響への注意が必要だろう。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しを考えたい。

① 債券市場

13年度下期に入っても、長期金利（新発10年物国債利回り）は低位安定状態を続け、特に10月下旬から11月上旬にかけては0.6%割れも常態化した。こうした金利の低位安定の背景としては、日銀



が大量の国債購入を当面は継続するとの予想が定着するなかで、投資家の消去法的な国債購入スタンスも根強いこともあるだろう。加えて、消費税増税の決断が財政健全化の前進と評価されたことが挙げられる。なお、12月に入ってからではQE3の規模縮小が現実味を帯びてきたとの見方から

上昇した米長期金利に追随する形での金利上昇も見られ、0.7%近くまで上昇する場面もあったものの、投資家の押し目買い意欲も強く、限定的な動きであった。

先行きについては、内外景気の回復や米長期金利の強含み予想などが国内の長期金利にとっての上昇要因と意識されるが、極めて強力な緩和策の効果浸透、さらには14年の景気・物価の足踏み予想は金利上昇圧力を大きく緩和させるだろう。1%割れの長期金利は今しばらく継続すると予想する。

② 株式市場

13年5月下旬には一時1万6,000円に迫る勢いを見せた日経平均株価であったが、QE3の年内縮小の可能性を示唆したバーナンキ米FRB議長の発言を受けて、調整色が強い展開となり、その後は1万4,000円を中心としたボックス圏での展開が続いた。なお、11月中旬になって、次期FRB総裁に指名されたイエレン副議長が金融緩和策を当面継続する考えを示したことでリスク回避的な行動が弱まり、円安傾向が強まったことから、株価は約半年ぶりに15,000円台を回復するなど、再び堅調に推移し始めた。なお、12月18日には米QE3の規模縮小を14年1月から実施することが決定されたが、そうした

判断の背景となった米経済の底堅さが評価され、日米とも株価上昇と反応した。

先行きも年度末にかけての国内景気や企業業績の上振れ予想等を背景に底堅く推移するものと思われる。

③ 外国為替市場

5月下旬以降、内外の金融資本市場ではQE3の早期縮小の可能性を意識し始めた。本来であれば、日米金利差の拡大につながるQE3規模縮小は一段の円安を進行させる要因と捉えられるはずだったが、世界経済を牽引してきた新興国経済の成長の源泉であった「海外からの資本流入」が逆流するとの思惑が強まった。そのため、投資家はリスクオフ姿勢を強め、円高へ振れる場面も散見された。その後も、米金融政策の予想形成の上で重要視される雇用統計などの発表のたびに、QE3の規模縮小を巡る思惑が揺れ動く中、1ドル=90円台後半を中心としたレンジ内での展開が続いた。

なお、11月以降は円安傾向が再び強まった。米雇用統計は順調に改善してきたが、イエレン次期FRB議長候補の公聴会での証言内容がハト派的なものだったことが投資家のリスク許容度を高めた。また、対ユーロでも11月初旬のECBによる利下げ直後は一時円高に振れる場面もあ

ったが、それ以降は再び円安方向に戻している。なお、QE3規模縮小の決定を受けて円安ドル高が進行、約5年2ヶ月ぶりの104円台となった。

先行きも、米国では金融政策正常化、日本では緩和策の長期化観測が存在することから、円安気味に進行するものと思われる。(2013.12.19現在)

