

## やや期待外れな 10～12 月期 GDP だったが・・・

### ～輸入急増の背景には民間最終需要の堅調さも～

南 武志

#### 要旨

国内景気は、消費税増税前の駆け込み需要が徐々に盛り上がりつつあることもあり、緩やかながらも改善の動きが続いている。10～12 月期の経済成長率は、輸入急増や公共投資の減速などにより、抑えられたものとなったが、景気牽引役が公的需要から民間需要にシフトしつつある証拠と言えなくもないだろう。こうした動きに合わせて、消費者物価は前年比 1%台前半で推移している。この状態は 13 年度末までは継続するだろう。

しかし、14 年度の消費税増税により、国内景気には停滞色が漂い始め、物価上昇圧力も一旦緩和するだろう。政府・日本銀行は追加対策を検討・実施すると思われる。こうした状況下、長期金利の 1%割れ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		2014年				
		2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) (%)		0.2120	0.19～0.22	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 (%)	0.590	0.55～0.80	0.55～0.85	0.55～0.85	0.55～0.85
	5年債 (%)	0.180	0.15～0.30	0.15～0.35	0.20～0.40	0.20～0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	102.3	98～110	100～112	100～112	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	140.5	130～150	130～150	135～155	135～155
日経平均株価 (円)		14,837	15,000±1,000	14,250±1,000	14,500±1,000	15,000±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2014年2月24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

4 月からの消費税増税を控え、民間最終需要は徐々に盛り上がってきていることは 10～12 月期の GDP 速報第 1 次速報からも見て取れる。それに伴って輸入が急増していること、さらには公共投資が減速したことで、経済成長率は前期比年率 1.0%と、7～9 月期 (同 1.1%) から小幅鈍化したものの、国内景気情勢としては緩やかとはいえ、着実な回復基調にあると判断できる。

とはいえ、円安が定着したものの、輸出数量の増加傾向が強まらない点には今

後とも留意するべきであろう。1 月の実質輸出入指数(日本銀行発表)によれば、実質輸出は前月比▲2.3%と 2 ヶ月連続での低下となり、中華圏の旧正月要因などを考慮する必要があるものの、海外経済の成長テンポが総じて緩慢なままであることが示唆される内容であった。4 月の消費税増税後には、駆け込み需要の反動減によって、民間最終需要の大幅な落ち込みが想定されるが、輸出が低調なままでは、それを外需で穴埋めすることは望めない。

政府は、消費税対策として 5.5 兆円規

模の経済対策を策定、2月上旬にはそれを盛り込んだ補正予算が成立した。しかし、すでに高水準で推移している公共事業が過半を占めていることから、4～6月期にかけての寄与拡大は困難と思われる。

さらに、政府は企業に賃上げを要請、政労使会議では「業収益の拡大を賃金上昇や雇用拡大につなげる必要がある」との合意文書がまとめられた。それを受けて、現在行われている春闘賃上げ交渉において賃上げ実施のムードが強まっている。しかし、国内雇用の7割を占める中小企業の多くは賃上げする余裕は乏しいこともあり、全般的に実質所得の目減りが起きる可能性が高く、増税後の消費行動はなかなか強まらないと思われる。

以上を踏まえれば、13年度いっぱい国内景気は堅調に推移するが、増税後には大きく落ち込み、その後の戻りも鈍く、14年度下期中に持続的成長経路に回帰しようとする動きが強まることは期待できないだろう（経済見通しについては後掲レポートを参照下さい）。

一方、物価については、円安進行や電気・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たが、最近の全国消費者物価（生鮮食品を除く）は同1.3%

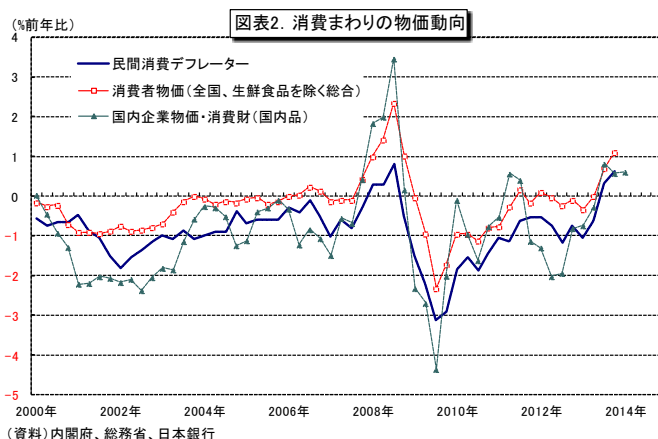
と日本銀行が目標とする2%に徐々に近づく動きとなっているほか、食品（除く酒類）・エネルギーを除くベースでも同0.7%（いずれも12月分）となるなど、需給改善による効果も強まりつつある。

先行きについては、既にエネルギーの物価押し上げ効果が一巡しているが、13年度末まではこのまま1%台前半での物価上昇が続くだろう。しかし、14年度には増税の影響を受けて、国内景気が一旦は大きく悪化するものとみられることから、表面的には2%台後半の物価上昇となるものの、消費税要因を除けば1%を割れての推移になると予想する。

## 金融政策：現状と見通し

黒田新総裁が就任後に初めて臨んだ13年4月3～4日の金融政策決定会合において、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、既に1月に導入された全国消費者物価上昇率で2%とする物価安定目標を2年程度で実現するとの強い意欲を示した。同時に黒田総裁は、政策の逐次投入はやらないと表明したが、実際、日銀は異次元緩和をそのまま継続し、足元までその政策効果を見極める姿勢を続けている。

なお、13年末には、マネタリー・ベースは202兆円と、当初に設定された目標（200兆円）をクリアしたほか、長期国債の保有残高も142兆円（当初目標は140兆円）に増額された。そのほか、CP等が2.2兆円、社債等が3.2兆円、ETFが2.5兆円、J-REITが1.4千億円と、基本的に目標通りの増額が達成できた。ただ



し、貸出支援基金については金余り状態の下で企業サイドの借り入れニーズが高まらないこともあり、9.2兆円と当初目標（13兆円）を大幅に下回った。

こうしたなか、2月17～18日に開催された金融政策決定会合では、14年3月に期限を迎えることになっていた「貸出増加を支援するための資金供給」と「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、それぞれ規模を2倍とした上で、1年間延長することを決定した。黒田総裁は、大量のマネタリー・ベースが貸出増や成長力強化の取り組みに利用されることは極めて重要であり、今回の措置は異次元緩和の効果波及メカニズムを強化するものと述べている。同時に被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションなどの1年間延長も決定された。

さて、今後の金融政策については、日銀が物価目標政策に移行していることもあり、展望レポートで示しているように15年度中に2%程度で安定的な物価上昇が達成できるかどうか、が鍵を握ると思われる。2月の決定会合後、黒田総裁は物価上昇率が「2%への道筋を順調にたどっている」と述べ、経済・物価は想定範囲内で推移しているとのこれまでの見方を繰り返した。それゆえ、消費税増税前後といった早い段階での追加緩和の可能性はかなり低いものと思われる。

しかし、当総研も含めたほとんどの民間調査機関では、消費税増税後には物価上昇圧力が一旦途絶えてしまうとみており、15年度に2%の物価上昇が実現できると見る向きはほぼ皆無である。加えて、一部新興国への

先行き懸念も強く、世界経済は先進国中心に回復しつつあるものの、下振れリスクは燻っている。黒田総裁は「リスクが顕在化すれば、躊躇することなく量的・質的緩和の調整を行う」と表明しているが、物価上昇圧力の解消が鮮明となるであろう14年夏ごろには追加緩和の検討・実施を行う可能性があるだろう。

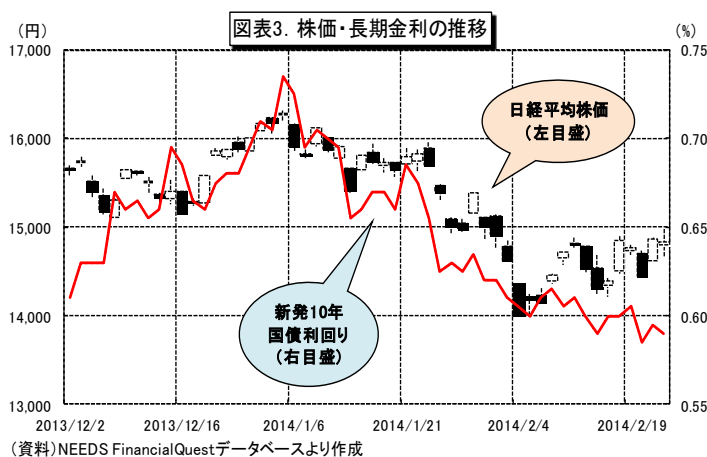
## 金融市場:現状・見通し・注目点

13年の金融資本市場は、アベノミクスへの期待や日米の金融緩和策の行方に対する思惑が大きな材料となった。基本的には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。しかし、14年入り後は、新興国経済に対する警戒が再び意識されるなど、不安定な状況が続いている。

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

13年4月の異次元緩和の導入直後、ボラティリティを高めつつ上昇傾向を強めた長期金利（新発10年物国債利回り）であったが、日銀の柔軟な対応もあり、徐々に変動が落ち着き、7月以降は低位安定状態に戻った。その後、10月下旬から11



月上旬にかけては 0.6%を割り込んだ。一方、12月に入ると、米雇用環境の改善を背景に、米連邦準備制度（FRB）による量的緩和策第3弾（QE3）の規模縮小が行われるとの思惑から米長期金利が上昇、それに追随する形で金利上昇も見られ、0.7%台まで上昇する場面もあった。しかし、その水準では投資家の押し目買い意欲も強く、14年入り後は低下に転じ、足元では0.6%前後での展開が続いている。

先行きについては、内外景気の回復や米長期金利の上昇継続見通し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、さらには国債買入れ額の増額などといった追加緩和観測が強まれば、金利上昇を抑制する効果を発揮するものと思われる。しばらくは 1%割れの長期金利水準が継続するものと予想する。

## ② 株式市場

13年夏から秋にかけて国内の株式市場は調整色が強い展開が続いたが、米雇用環境が明確な改善を示すなか、11月中旬に次期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、それまでのリスク回避的な行動が弱まり、再び1ドル=100円台を回復するなど、円安が進行したことで、株価は15,000円台を回復、年末にかけては16,000円台に乗せ、年初来高値を更新するなど、堅調に推移した。ただし、年明け後はスピード調整的な動きなどが出たことに加え、新興国経済への懸念が再燃したことから、一時14,000円割れとなり、その後も軟調な展開が続いた。

先行きは、企業業績の上方修

正継続は株価にとっては押し上げ要因ではあるが、新興国を中心とした世界経済の不透明感が強く、時折リスク回避的な動きとなる可能性があるほか、年度末にかけては消費税増税後の国内景気を見極める動きが強まるものと思われ、上値の重い展開が続くと予想する。

## ③ 外国為替市場

米QE3の規模縮小は、本来であれば日米金利差の拡大につながるはずであり、一段の円安を進行させると捉えるのは自然である。しかし、為替レートに影響を与える要因は金利差だけではなく、QE3の規模縮小を継続することによって新興国経済の成長の源泉であった「海外からの資本流入」が逆流し、それらの成長抑制につながるなどの思惑が同時に広がり、投資家にリスク回避的な行動を取らせる状況が続いている。当面は双方の要因が円相場の行方を左右する状況が続く可能性が高いだろう。

とはいえ、米国経済の回復力が徐々に高まってくれば、新興国リスクは一定程度吸収できるものと思われる。また、米国で金融政策の正常化が継続される半面、日本で追加緩和観測が強まれば、基調として円安気味に推移することが見込まれる。

(2014.2.24現在)

