

懸念される消費税増税後の国内景気

～夏場にも追加緩和の可能性～

南 武志

要旨

14年4月からの消費税増税を前に、民間消費などでは駆け込み需要が本格化している。それが輸入増加圧力を高めている側面もあるが、国内景気は全般的に緩やかな改善傾向を続けている。生産活動もリーマン・ショック発生時の水準まで戻っている。こうした動きに合わせて、消費者物価も前年比1%台前半まで上昇率を高めている。

しかし、増税後は、政府の経済対策や例年以上の賃上げにもかかわらず、国内景気には停滞色が漂い始め、物価上昇圧力も弱まってくるものと予想する。それを受けて、政府・日本銀行は追加の経済対策を検討・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だろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2014年				2015年
		3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3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	0.18～0.23	0.15～0.23	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 (%)	0.605	0.55～0.85	0.55～0.85	0.55～0.85	0.55～0.85
	5年債 (%)	0.190	0.15～0.35	0.20～0.40	0.20～0.40	0.20～0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	102.6	100～112	100～112	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	141.5	130～150	135～155	135～155	135～155
日経平均株価 (円)		14,475	14,000±1,000	14,000±1,000	14,250±1,000	14,500±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3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

長らくベースアップ（ベア）という言葉が聞かれないほど低調な結果が続いてきた春季賃上げ交渉であったが、2014年は政府からの強い要請もあり、主要企業に関してはベア復活も散見されている。また、耐久財や高額財・サービスを中心に、消費税増税を前にした駆け込み需要が本格化するなど、民間消費も堅調に推移している。こうした国内出荷の増加傾向により、生産活動も活性化しており、1月の鉱工業生産は直近ピークであった東日本大震災前（11年2月）の水準を上回

るなど、リーマン・ショック（08年9月）の発生前後まで戻ってきた。

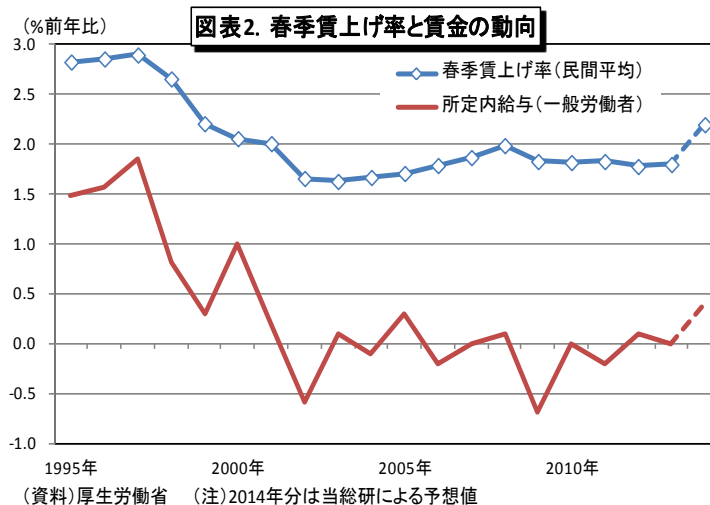
一方、海外経済の回復テンポがなかなか高まらないこともあり、円安が定着したにもかかわらず、輸出は低調なままである。2月の実質輸出は、中華圏での旧正月の影響で減少した1月分の反動もあり、前月比3.8%と3ヶ月ぶりの上昇となったが、1、2月を均してみれば横ばい圏での推移となっており、増勢を強める様子が見えてこない。

こうしたなか、4月1日には消費税増税を迎えることになる。政府・日本銀行

をはじめ、その多くは「増税直後にはそれまでの反動減減から民間需要が大きく落ち込むのは不可避だが、しばらくすればリバウンドが見込まれる」と想定している。問題は、そのリバウンド後も持続的な成長経路に復し、デフレからの完全脱却を実現できるのかどうか、といったところである。

冒頭で触れたように、賃上げ交渉はかつてと比べるとだいぶ明るいが、経営者サイドからの回答は要求に対して満額には及んでいないのが実情である。この数年の春季賃上げ率ではベア見送りで、前年比 1.8%前後との結果が多かったが、実際には労働力の高齢化現象や非正規労働者の増加に影響で、現金給与総額自体は頭打ち状態が続いた。今春の賃上げ率は同 2%台前半との予想が多いが、その水準で妥結されたとしても現金給与総額は微増にとどまる。そして、万一、景気の勢いが弱まれば、残業手当の減少も想定される。基本的に増税によって発生する 2%程度のインフレ圧力を吸収するのは困難と想定され、民間消費などに悪影響が出る可能性は否定できない。

加えて、5.5 兆円規模の経済対策についても、すでに高水準で推移しているが故に、一段の景気押し上げ効果が見込めない公共事業が過半を占めており、4~6 月期に落ち込む民間需要の「穴埋め」は期待薄である。以上を踏まえれば、14 年度入り後に落ち込む国内景気は、夏場には一定のリバウンドが見られるが、その後の戻りも鈍く、14 年度下期中に実質 2% 成長という安定成長経路に回帰する動き



が強まることは期待できない(経済見通しの詳細は後掲レポートを参照下さい)。

一方、物価については、円安進行による輸入品価格の上昇や電気・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、最近の全国消費者物価(生鮮食品を除く)は同 1%前半と日本銀行が目標とする 2%程度に向けて徐々に近づく動きとなっている。また、食品(除く酒類)・エネルギーを除くベースでも同 0.7% (1 月分)となるなど、需給改善による効果も徐々に強まってきた。

なお、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。また、14 年度入り後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、需給バランス改善による物価押し上げ効果も剥落すると思われる。増税要因によって表面的には 2% 台後半の物価上昇となるものの、その要因を除けば 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

3 月 20 日で黒田総裁、岩田・中曽の両副総裁が就任してから 1 年が経過した。

新体制で臨んだ4月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、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。その後、前述の通り、就任当時は下落状態が続いていた消費者物価も足元では前年比1%台にまで上昇率を高めている。低位安定状態の金利動向を踏まえれば、実質マイナス金利状態を作り出すことで、民間部門の経済活動を十分サポートしているといえる。もちろん、マネタリーベースを操作目標としているため、日銀が潤沢に供給する資金が日銀当座預金として大量に滞留（3月10日時点で約110兆円）し、銀行貸出の増加傾向が強まっているわけではない（2月の銀行・信用金庫の貸出総額は前年比2.2%）点も無視することはできない。なお、黒田総裁は政策の逐次投入はしないと明言したが、実際に異次元緩和は導入当初の形で継続、3月10～11日に開催された金融政策決定会合でも「変更なし」の決定となった。

今後の金融政策については、13年1月から日銀の政策運営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、が鍵を握るとされる。日銀は「2%の物価安定の目標の実現に向けた道筋を順調にたどっている」との認識を繰り返しており、消費税増税の影響も一時的との認識を示し

ていることから、増税直後での追加緩和の可能性は薄いと思われる。

しかし、当総研も含め、消費税増税後には物価上昇圧力が一旦途絶えるとの予想は根強く、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。黒田総裁は「必要であれば、政策を躊躇せず調整する」としており、実際に物価上昇圧力の解消が鮮明となると予想される14年夏ごろには追加緩和の検討・実施を行うものと思われる。

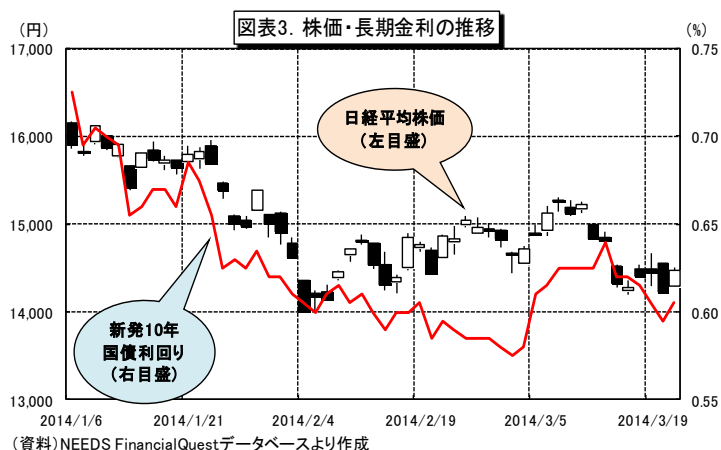
金融市場：現状・見通し・注目点

米国経済の足腰が強さを増しつつあるとの思惑から、13年末にかけての内外金融資本市場では一旦は「円安・株高・金利上昇」といった傾向が強まった。しかし、14年入り後は新興国経済の先行きに対する警戒が再び意識されたほか、ウクライナ情勢の緊迫化もあり、内外の金融資本市場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月に導入された異次元緩和を受けて、現実味を帯びたデフレ脱却や流動性リスクへの警戒などから、乱高下を繰り返し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、7 月以降は落ち着きを取り戻し、再び低位安定状態となった。年末にかけて米金融緩和の規模縮小に対する思惑から上昇した米長期金利につられて 0.7%台に上昇する場面もあったが、14 年入り以降は再度低下し、足元 0.6%前後での展開となっている。

先行きについては、米国経済の回復期待やそれに伴う米長期金利の上昇予想などが国内の長期金利にとっての上昇要因として意識されるが、極めて強力な緩和策の効果浸透、消費税増税後の景気・物価足踏み予想やそれを受けて追加緩和観測が強まることになれば、金利上昇はかなり抑制されると思われる。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 5 月下旬以降、米国の量的緩和政策の出口論が意識される中、新興国リスクが高まったほか、アベノミクスの成長戦略への期待剥落もあり、国内株式市場は調整色が強い展開が続いた。しかし、米金融緩和の規模縮小は米景気・雇用の堅調さの証拠であるとの受け止めが徐々に浸透したほか、規模縮小を開始したとしても緩和的な政策は長期化するとの見方が広まり、内外株価は上昇、年末にかけて日経平均株価は 16,000 円台を回復、年初来高値を更新するなど、堅調に推移した。

しかし、14 年入り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株価は下落、一時 14,000 円割れとなった。3

月上旬には 15,000 円台を回復したが、その後も調整色の強い展開となっている。

先行きは、足元の企業業績の堅調さは株価にとっては押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、新年度入り後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、上値の重い状態が続くと予想する。

③ 外国為替市場

14 年に入ってからのも為替レートは明確な方向感が乏しく、1 ドル=100 円前半でのレンジ相場が続いている。米 FRB による資産購入額の漸次減額や恒常化しつつある日本の貿易赤字の発生などは円安要因といえるが、新興国の景気減速懸念やウクライナ情勢などはリスク回避姿勢を強め、円高圧力として働きやすい。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先行き高まっていくのであれば、新興国リスクは一定程度吸収できるものと思われる。さらに、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. 3. 24 現在)

