

国内景気は消費税増税後の反動減で減速

～影響は一時的なのか、それとも長引くのか～

南 武志

要旨

14年4月に消費税が17年ぶりに増税された。それを控え、3月まで民間需要は大いに盛り上がったが、4月に入って反動減が出ている。政府・日本銀行ではそうした需要の落ち込みは想定範囲内との認識を示しているが、春季賃上げ交渉が不十分な結果に終わったこと、経済対策に盛り込まれた公共事業の執行後ずれ、輸出の緩慢さなどもあり、需要が元の水準に回復するには相当の時間を要すると思われる。こうした動きを前提にすれば、現状1%台前半にまで高まった消費者物価の上昇圧力も弱まっていく可能性がある。

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%割れ状態は当面継続することになるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

| 年／月 項目 | 2014年 | | | | 2015年 | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|
| | 4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 (%) | 0.065 | 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 | 0.15～0.30 | 0.15～0.35 | 0.20～0.40 | 0.20～0.40 |
| 為替レート | 対ドル (円/ドル) | 102.5 | 100～110 | 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) | 14,388 | 14,250±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4月22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月に消費税率が8%へ引き上げられた。この消費税増税は実に17年ぶりであるが、前回1997年度は増税後に景気後退入りし、最終的にデフレ状態に陥ったほか、15年10月には税率の再引き上げが予定されているだけに、政府は景気動向に対してそれなりに注意を払ってきた。実際、春季賃上げ交渉に関しては、企業側にベースアップ復活を含めた賃金水準の上昇を求めたほか、5.5兆円規模の経済対策を策定している。

一方、企業・家計のマインドを見ると、

先行きに対する不安が高まっていることが見て取れる。日銀短観(3月調査)によれば、代表的な大企業製造業の業況判断DIは、足元は小幅改善ながらも、先行きは前回増税時を上回る悪化を見込んでいる。加えて、このところ強めてきた生産設備や雇用人員の不足感も一服する動きとなっている。また、景気ウォッチャー調査や消費動向調査などからも、14年に入ってから消費者マインドが悪化傾向をたどっていることも見て取れる。

一般的に、消費税の増税前には一定の駆け込み需要が発生し、増税後にはその

反動が出る、という事象が起きるとされる。実際、家電や乗用車などの耐久財や高額品を中心に百貨店売上などが大きく落ち込んでいるほか、13年度下期以降は住宅着工も減少傾向にある。ただし、政府では、これらの落ち込みは想定範囲内であり、時間経過とともに徐々に戻っていくとの見方を崩していない。

こうしたなか、輸出の鈍さが気になるところである。3月の貿易統計から作成された実質輸出指数は前月比▲3.3%と2ヶ月ぶりの低下、1~3月期を通じても前期比▲1.0%と2四半期ぶりの低下となった。増税前の駆け込み需要への対応から、国内製造業は国内向けに生産シフトしているとの見方もあるが、海外経済の回復テンポの緩慢さも大きく影響しているとみられる。4月以降には一時的にせよ大きく悪化する国内需要を「穴埋め」するのは厳しいだろう。さらに、上述した賃上げ交渉についても、増税に伴ってさらに2%程度高まるとされる物価上昇分を相殺するほどの成果は得られなかったほか、今後は残業時間の減少が起きる可能性がある。経済対策に関しても公共事業が中心で、所得増への即効性は乏しい。14年度入り後に一旦落ち込んだ国内景気は、夏場にかけて一定のリバウンド

が見られるものの、全般的に需要回復のテンポは鈍く、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は期待できないだろう。

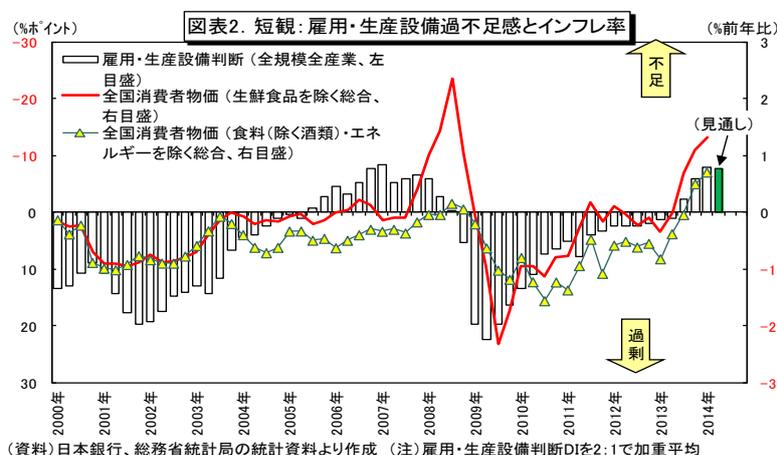
一方、物価については、円安進行による輸入品価格の上昇や電気・ガス代の値上げ継続などエネル

ギー高騰などを主因に全国消費者物価（生鮮食品を除く）は13年半ばに下落状態から抜け出しており、最近では需給改善による物価押し上げ効果も徐々に強まるなど、同1%前半での推移となっている。また、食品（除く酒類）・エネルギーを除くベースでも同0.8%（2月分）であった。ただし、このなかには増税前の駆け込み需要という特殊要因も含まれており、増税後には剥落する可能性が高い点にも留意すべきであろう。

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ほか、国内需要が一旦は減退することで、需給バランス改善による物価押し上げ効果が沈静化するものと思われる。増税要因によって表面的には3%前後まで物価上昇率は高まるが、増税要因を除けば徐々に上昇圧力が弱まっていくと予想する。

金融政策：現状と見通し

消費税増税直後の4月7~8日に開催された金融政策決定会合は、一部の緩和期待をよそに、現行の量的・質的金融緩和の維持を決定した。「消費税の影響は一時的であり、2%の物価安定目標に向けて順調にたどっている」と日銀がこれまで繰り返してきた認識と整合的な結論といえ



る。また、黒田総裁は必要であれば政策の調整は躊躇なく実施するとしたものの、現時点ではその必要はないと、追加緩和を牽制した。

量的・質的金融緩和の導入当初は下落状態であった消費者物価（全国）も足元では前年比 1%台前半に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評価できる。とはいえ、日銀が潤沢に供給してきたマネーが循環を強め、経済活動の活性化を促してきたとは言い難い面もある。マネタリーベースを操作目標としていることもあり、日銀当座預金には約 130 兆円（4 月 10 日時点）に膨張しているが、銀行貸出の増加傾向は決して強まってはいない（3 月の銀行・信金の貸出総額は前年比 2.1%）。

今後の金融政策については、増税後の物価の動きが鍵を握ることは間違いないだろう。これまで日銀は展望レポートにおいて、15 年度にかけて 2%程度の安定的な物価上昇が達成できるとしてきたが、当総研も含め民間エコノミストのほとんどは、上述のとおり、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であり、「2 年で 2%の物価上昇」の実現には懐疑的である。それゆえ、実際の物価動向が下振れを予感させるものとなり、現状の政策のままでは困難との見方が政策委員会内部で強まれば、追加緩和に向けて動き始めることになるかと予想する。政府の消費税率再引き上げの

判断を支援する上でも、早ければ 7 月にも追加緩和の検討・実施を行う可能性があるだろう（後掲レポート『1 年が経過した量的・質的金融緩和（QQE）』も合わせてご覧ください）。

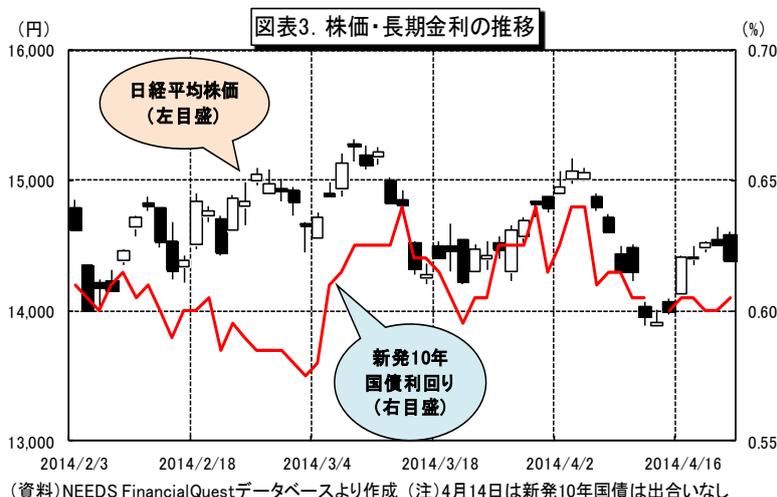
金融市場：現状・見通し・注目点

先行き、米国経済の回復力は強まっていくとの見通しは根強く、実際に米連邦準備制度（FRB）による資産買入れ額は FOMC 開催の度に、100 億ドルずつの減額が決定されている。さらに、15 年上期にも利上げがありうるとの予想も一時浮上、内外の金融資本市場に少なからぬ影響を与えてきた。一方で、新興国経済の先行き警戒も煽っているほか、ウクライナ情勢の行方を巡る不透明感も強く、内外の金融資本市場もまた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 月に導入された量的・質的金融緩和の導入直後、乱高下を繰り返しながら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、日銀の柔軟な対応や民間金融機関のポジション調整



終了などもあり、7月以降は落ち着きを取り戻し、低位安定状態が再び強まった。年末にかけては、米長期金利の上昇につられて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、このところは0.6%前後でもみ合う展開が続いている。なお、最近では流動性の低下も意識される状況となっている。

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見通しなどが国内の長期金利の上昇要因として意識される場面もあるだろうが、極めて強力な緩和策の効果浸透、14年度の国内景気・物価の足踏み予想、さらにはそれを受けた追加緩和観測などは金利上昇を大きく抑制するものと思われる。しばらくは現状水準での展開が続くと予想する。

② 株式市場

アベノミクスへの期待感から13年5月下旬まで堅調に推移した国内株式市場であったが、その後、米量的緩和政策の出口論への意識とともに新興国リスクも高まったほか、6月に公表された「日本再興戦略」が期待外れの内容となったこともあり、秋まで株価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、11月以降、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、国内株価は再び調整色の強い

展開となっており、4月中旬に日経平均株価は一時14,000円割れとなった。

先行きは、増税後の企業業績の行方を見極める展開となるだろうが、14年度は減収減益となる企業が増えるものと思われる、基本的に上値の重い展開が継続するものと予想する。

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。日銀の追加緩和観測が燻る中での米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、時折強まる世界経済の先行き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、新興国リスクを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。

(2014.4.22 現在)

