

情勢判断

国内経済金融

反動減からのリバウンドとその持続性へ注目集まる

～ 政府・日本銀行は、反動減は想定内と評価 ～

南 武志

要旨

2014年1～3月期の経済成長率は前期比年率5.9%と、消費税増税を前にした駆け込み需要が想定以上に強かったことが確認できた。4月に入り、その反動減の動きが出ているが、政府・日本銀行では需要の落ち込みは想定内との認識を示している。とはいえ、増税による所得減を穴埋めするほどの賃上げが実現できたわけではなく、輸出の緩慢さや公共事業の景気押し上げ効果が既に出尽くしていることを踏まえれば、7～9月期に期待されるリバウンド後の回復テンポは緩やかなものにとどまると思われる。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先行き弱まるだろう。

それを受けて、政府・日本銀行は追加の経済対策を検討・実施する可能性が高いだろう。こうした状況下、長期金利の1%割れ状態は当面継続すると予想される。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	2014年				2015年	
	5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 (%)	0.670	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2100	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 (%)	0.600	0.55～0.75	0.55～0.85	0.55～0.85	0.55～0.85
	5年債 (%)	0.185	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)	101.5	98～108	100～112	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	138.9	130～150	135～155	135～155	135～155
日経平均株価 (円)	14,337	14,000±1,000	13,750±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5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

1～3月期のGDP第1次速報によれば、消費税増税を前にした駆け込み需要が想定以上に盛り上がったこともあり、経済成長率は前期比年率5.9%と、市場の事前予想(同4%台)を大きく上振れる内容となった。また、GDPデフレーターも前年比横ばいと、19四半期ぶりにマイナス圏から脱した。アベノミクス「第2の矢」である財政政策の効果はすでに息切れしているほか、今回の高い成長は駆け込み需要という特殊要因による面が大き

いが、円安進行と企業・家計の先行き期待を持ち上げたことで、日本経済には長らく見られなかった前向きな好循環が芽生えようとしていたことは確かであろう。問題は、4月以降に発生している反動減とそのリバウンド、さらには年度下期には安定成長経路に向けてキャッチアップする動きが強まるか、という点である。

何としても今回の消費税増税を無難に乗り切りたい政府は、5.5兆円規模の経済対策を策定したほか、賃上げムードの醸成に努めるなど、それなりに注意を払

ってきた。なお、政府はこれまでのところ、反動減は想定内と評価しており、いずれ元の成長経路に戻ろうとする動きが強まるとの見方を崩していない。

さて、今後のリバウンドやその持続性を左右するのは、家計所得の動きが重要であろう。今春の賃金交渉においては、主要企業においてはベースアップ復活もあり、例年以上の成果が得られたほか、13年度の企業業績が過去最高益を更新したこともあり、夏季賞与は比較的好調と予想される。しかし、増税によって2%程度上昇する物価を考慮すれば、実質所得は目減りする可能性は否定できず、秋以降の家計の消費行動にとって抑制的に働くと見られる。さらに、最近ではエル・ニーニョ現象が発生する可能性が指摘されており、冷夏・暖冬が消費の先行きに与える影響も懸念される。

一方、調整局面にある民間消費を穴埋めするには、輸出が相変わらず鈍いことは気掛かりである。4月の貿易統計から作成された実質輸出指数は前月比1.3%と2ヶ月ぶりのプラスながらも、小幅増にとどまった。その背景には、海外経済の回復テンポの緩慢さがあるとみられる。また、13年度末にかけて増加傾向を強めた民間企業設備投資も、一旦は足踏みの動きが出るとみられるほか、人手不足や資材高騰に直面する公共事業も、景気押し上げ効果は既に出尽くしている。

以上を踏まえれば、国内景気は14年度上期には反動減とリバウンドが観測された後は、緩やかな持ち直しに落ち着き、年度下期にも持続的成長経路に回帰しようとする動きが強

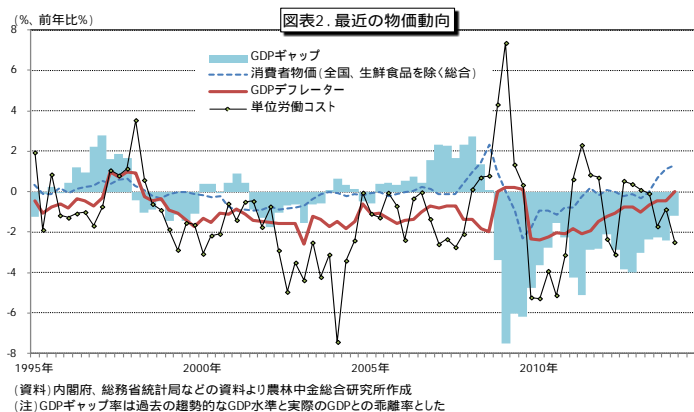
まることは期待できないだろう（経済見通しは後掲レポートをご参照下さい）。

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たが、その後も需給改善による物価押し上げ効果も徐々に強まった。13年度末にかけては増税前の駆け込み需要が強まったこともあり、同1%前半で推移した。また、食品（除く酒類）・エネルギーを除くベースでも上昇率は同0.7%（3月分）まで上昇率が高まってきた。

しかし、先行きについては、既に円安やエネルギーによる物価押し上げ効果が一巡しているほか、駆け込み需要の反動減が発生すること、さらに耐久財の値下げ圧力が再び強まるなど、需給バランス改善による物価押し上げ効果が剥落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、増税要因を除けば逆に上昇圧力は徐々に弱まるものと予想する。

金融政策：現状と見通し

新年度入り後に開催された3回の金融政策決定会合では、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



が決定されている。これは、「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統合的な結論といえる。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、基本的には追加の緩和期待を牽制する発言を繰り返している。

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）は、前述の通り、前年比1%台前半にまで上昇率を高めた。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だろう。

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。4月末に公表された展望レポートにおいて、日銀は15年度にかけて2%程度の物価上昇を達成し、その後も2%前後の安定的な物価上昇が続くと予測しているが、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、14年度内には物価上昇率が縮小すると予想するなど、「2年で2%の物価上昇」には依然として懐疑的である。今後の物価経路が日銀のシナリオ通り、「1%台前半で推移」している限り、追加緩和はないとみるべきであろうが、仮に日銀見通しを下振れて推移す

る可能性が予測でき、「2年で2%」の達成が困難との見方が強まれば、追加緩和に向けて動かざるをえないと予想する。政府の消費税率再引き上げの判断を支援する上でも、早ければ夏場にも追加緩和の検討・実施を行う可能性がありうるだろう。

金融市場:現状・見通し・注目点

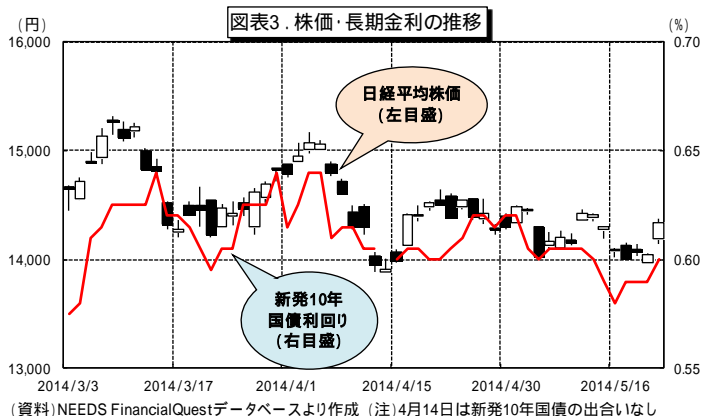
米国の雇用環境は徐々に改善しつつあることから、米FRBによる資産買入れ額はFOMC開催のたび、100億ドルずつの減額が決定されてきた。さらに、15年上期には利上げがありうるとの予想も一時浮上、内外の金融資本市場に少なからぬ影響を与えた。一方で、新興国経済の先行き警戒も燻っているほか、ウクライナ情勢などの行方を巡る不透明感も強い。国内では消費税増税後の景気・物価動向を見極めようとする投資家も多く、膠着気味の相場展開となっている。

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見たい。

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年入り以降は再び低下に転じ、0.6%前半でもみ合う展開が続いたが、直近は0.6%割れでの推移となっている。また、



最近では日銀による大量の国債購入の結果として流動性の低下が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。しかし、極めて強力な緩和策の効果が浸透していること、増税後の国内景気・物価の足踏み予想、さらにはそれを受けた追加緩和への思惑などは金利上昇を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。

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」がやや期待外れ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堅調な米景気・雇用の証拠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った。11月以降、内外株価は上昇傾向を強め、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り、概ね14,000円台前半を中心レンジに推移している。5月中旬以降は、4月中旬に続き、幾度か14,000円を割りこむなど、軟調な展開となっている。

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。また、海外勢を中心に、6月に改訂版が公表される予定の成長戦略の内容を見極める動きが続くと思われるが、事前に報道以上に思い切った改革への決意を示す内容となる可能性は小さいと思われ、基本的に上値の重い展開が継続するものと予想する。

外国為替市場

14年に入ってから、為替レートは明確な方向感に乏しく、概ね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依然燻り続けるなか、米FRBによる資産購入額の漸次減額や定着した感のある日本の貿易赤字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、円高圧力として働いてきた。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現実味を帯びてくれば、基調として円安気味に推移することが見込まれる。

(2014.5.22現在)

