

情勢判断

国内経済金融

持ち直しも散見されるが、消費動向は総じて鈍い

～ 政府・日本銀行は、夏以降回復傾向が強まるとの見方継続～

南 武志

要旨

非製造業を中心に雇用人員や資本設備の先行き不足感が強まるとの予想が根強い半面、実体経済面では消費税増税前の想定以上の強さを見せた駆け込み需要の反動減からの持ち直しに鈍さも見られる。特に、乗用車や家電などの耐久財消費については当面は販売不振が続く可能性があるほか、年度下期にかけて実質所得の目減りによる悪影響が出る可能性は否めない。4～6月期に想定されるマイナス成長の後、7～9月期には一定のリバウンドが期待されるが、その後の回復テンポは緩慢なものにとどまると予想される。

一方、日本銀行は14年度下期に物価上昇率が再び高まっていくとの見方を改めて示したが、そうしたシナリオを現実の物価動向が下振れて推移することになれば、足元では後退している追加緩和観測が再度強まる可能性も否定できない。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	項目	2014年			2015年	
		7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
	無担保コールレート翌日物 (%)	0.067	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
	TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2100	0.15～0.23	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 (%)	0.520	0.45～0.70	0.45～0.75	0.50～0.80	0.50～0.80
	5年債 (%)	0.145	0.10～0.25	0.10～0.30	0.15～0.35	0.15～0.35
為替レート	対ドル (円/ドル)	101.5	98～108	100～110	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	136.7	128～145	125～145	125～145	125～145
	日経平均株価 (円)	15,232	15,250±1,000	15,000±1,000	15,250±1,000	15,500±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7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

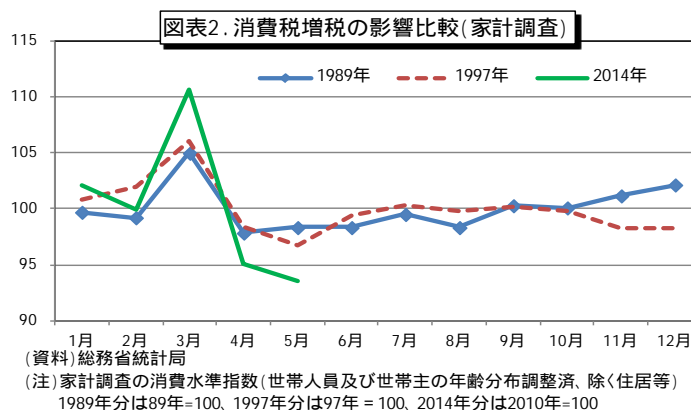
4月の消費税率引上げ直後、民間消費を中心に駆け込み需要からの反動減が強まった。その後、時間経過とともに非耐久財やサービスなどの消費支出については持ち直しが散見されたほか、消費者マインドも回復の動きが見られるが、耐久財については増税の悪影響が依然として残るなど、全般的にも弱い動きのままである。それ以外の指標をみると、失業率や有効求人倍率、さらに物価関連指標などでは4月以降も強めの統計が続いてお

り、想定を上回る成長となった1～3月期までの「余韻」が残っている。また、13年度末には一巡感が強まった公共事業関連も、5.5兆円規模の経済対策策定の効果もあり、増勢を再び強めている。一方、機械受注や鉱工業生産、輸出などについては総じて軟調である。

こうしたなか、7月1日には日銀短観(6月調査)が発表されたが、企業経営者の景況感(業況判断DI)もまた、消費税増税の影響を受けて6四半期ぶりに悪化(前回3月時点からの悪化幅: 5ポ

イント)したものの、DI の水準 (12) は比較的高めであるほか、先行きは改善するとの見通しであった。また、足元は一旦緩和したものの、非製造業を中心に雇用人員や資本設備の不足感が先行き一段と強まっていくと予想しており、これまでのところ多くの企業経営者は政府・日本銀行と同様、消費税増税の影響は想定内であり、いずれ持ち直し傾向が強まると見ていることが推察される。

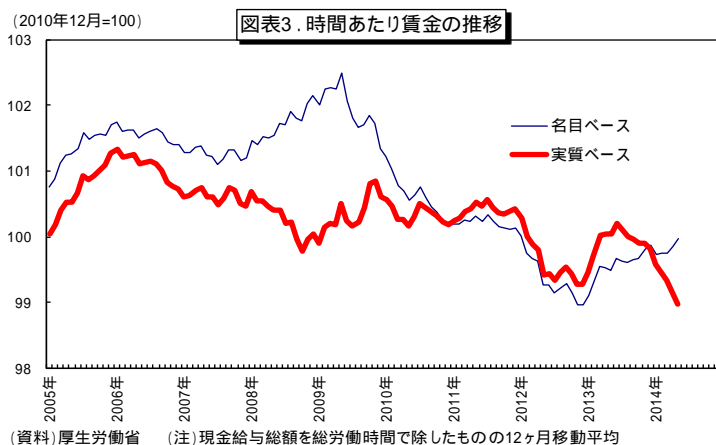
このように、増税後に一旦落ち込んだ需要は持ち直しの動きも散見されるものの、総じてその回復テンポは鈍い。実際、1~3月期には想定以上の駆け込み需要が発生したことを踏まえれば、当然であろう。問題は、持ち直しのペースは今後速まるのか否かという点である。それに大きく影響するのは、やはり家計所得の動向であろう。消費税増税をなんとかしてでも乗り切りたい政府は、政労使会議などを通じて企業に賃上げを求めた甲斐あって、今春の賃金交渉は例年を上回る成果が得られたほか、夏季賞与も底堅かったと想定される。しかし、後述の通り、足元 3% 台まで物価が上昇していると比較すれば、所得の伸びは見劣りしており、



実質所得は目減りしている(4~5月の実質賃金は前年比 3.5%)。年度下期には残業時間の前年比割れも想定されるが、こうした動きは家計の消費行動に抑制的に働くと思われる。

以上を踏まえれば、国内景気は14年度を通じても緩慢な回復テンポにとどまり、アベノミクスが目標とする「実質 2%、名目 3%」の持続的成長経路を捉える時期は後ズレすると予想する。

一方、物価面であるが、3%分の消費税率引上げも加わり、4月以降の全国消費者物価(生鮮食品を除く)は前年比 3% 台前半と、約 23 年ぶりの上昇率で推移している。ただし、増税による押し上げ分(4月:1.7ポイント、5月以降:2.0ポイント)を除外すると、5月の上昇率(同 1.4%)は4月(同 1.5%)から若干縮小した模様である。



先行きについては、足元でガソリンの高騰が続いているほか、一部家電製品の品目入れ替えに伴う押し上げ効果がある一方で、これまでの主要な物価押し上げ要因だった円安効果が一巡し、かつ需給改善効果も弱まっているものと見られる。それゆえ、消費税要因を除けば 1% 台前半と目され

る物価上昇率は徐々に上昇幅を縮小させ、年度下期には 1%割れを窺う動きになると予想する。

金融政策:現状と見通し

量的・質的金融緩和 (QQE) の現状維持の決定と、「2年で2%の物価上昇」は達成可能とした14~16年度の経済・物価見通し(「展望レポート」中間評価)の取り纏めを行った7月14~15日の金融政策決定会合後の定例記者会見において、黒田総裁は「暫くの間、1%台前半で推移した後、14年度後半から再び上昇傾向を辿り、見通し期間(14~16年度)の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い」、「(今夏にかけて物価上昇率が下がったとしても)1%を割る可能性はない」との物価見通しを示した。もちろん、リスク要因を点検したうえで、必要とあらば調整を躊躇なく行うとの方針も併せて示したものの、基本的には現行の金融緩和策のままで「2年で2%の物価上昇」は達成できるという姿勢は堅持したままである。

一方で、当総研も含めた大部分の民間エコノミストや金融市場参加者の物価見通しは相変わらず慎重である。夏場にかけて物価上昇圧力が弱まった後、15年度にかけても1%程度にとどまるというのが市場のコンセンサスであり、「2年で2%の物価上昇」については懐疑的な状況に変わりはない。

今後の金融政策については、実際の物価が日銀のシナリオ通りに推移すれば、15年入り前後には出口戦略への思惑が浮上してくるだろう。しかし、下振れて推移する可能性が出てくれば、一段の追加緩和を含めたQQEの修正が必要になると思われる。当面の焦点は14年度下期に物

価上昇率が再加速していくかどうかであるが、状況次第では年内にも追加緩和に向けて動く可能性もあるだろう。

金融市場:現状・見通し・注目点

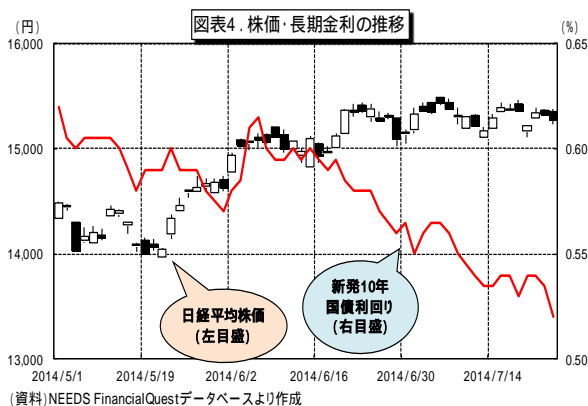
景気回復傾向を強めつつある米国や英国で金融政策の方向転換が図られようとしているとはいえ、先進国を中心に金余り状態が続いており、世界的に見れば14年上期は株高・金利低下といった展開であった。一方、新興国リスクは依然として燻っているほか、ウクライナ・中東情勢など地政学的リスクもまた根強い。

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

14年度入り後、長期金利(新発10年物国債利回り)は概ね0.6%前後での小動きが続いたが、この1ヶ月ほどは水準を一段と切り下げており、直近は0.5%台前半での推移となっている。

増税後も物価は前年比1%台前半での底堅い動きを続けており、企業・家計の予想インフレ率も徐々に高まってきたとされる一方、長期金利がここに来て低下圧力が強まっている原因として、日銀による年間50兆円という大量の国債買入れによってタームプレミアムが大きく低下し、かつ当面は継続されるとの見方が



強いことが挙げられるだろう。最近では短期国債市場ではマイナス金利での取引が成立したが、6月以降、日銀が国債買入れオペにおいて「残存1年以下」の買入れ額を増額したことなども影響した可能性があるだろう。

先行きについては、米景気の回復期待を背景とした米長期金利の上昇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と思われるが、極めて強力な緩和策の効果の浸透に加え、15年以降も少なくとも現行レベルの緩和策が継続されると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だろう。

株式市場

世界的な景気回復やアベノミクス効果への期待感から、日経平均株価は13年末にかけて16,000円台を回復したが、14年入り後は調整局面入りした。4月から5月にかけては、幾度か14,000円を割りこむなど軟調な場面もあった。その後、6月以降は成長戦略に盛り込まれた年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の運用改革（国内株式運用比率の引上げ）などを材料に、株価は上昇傾向を強めたが、15,500円近くでは跳ね返される展開となっている。

なお、株価にとって重要なのはその企業の本源的価値であり、それとかけ離れた水準を中長期にわたって維持することは不可能であろう。GPIFによる株式買入れの増加が、購入対象となった企業の本源的価値に影響を与えることがなければ、株価下支え効果はいずれ剥落するものと思われる。

先行きについては、増税後の国内景気や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と思われる。今しばらくは上値の重い展開と予想する。

外国為替市場

14年度入り後の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後退した半面、米雇用統計の改善を背景に量的緩和策の規模縮小を断続的に進めている米国の長期金利には上昇圧力があまり強まっておらず、円安方向への推移が阻まれている。また、時折浮上する新興国経済の先行きや最近のウクライナ・イラク情勢への警戒感はリスク回避姿勢を強め、円高圧力として働いている。先行きも、方向感の乏しい展開がしばらく続くが見るが、米国の利上げ時期の前倒し、もしくは日本の追加緩和といった観測が再浮上すれば、円安気味に推移し始めるだろう。

こうした中、ユーロは下落傾向を強めつつある。6月上旬の欧州中銀（ECB）によるマイナス金利導入発表の直後に大きく下落したユーロは一旦持ち直す動きも見られたが、直近はポルトガルの金融不安やウクライナ情勢への懸念から、対円レートで8ヶ月ぶりの水準にまで弱含んだ。また、ECBの金融政策への思惑も当面続くと思われ、ユーロの軟調地合いはしばらく続くだろう。（2014.7.24現在）

