

情勢判断

国内経済金融

実質所得の目減りもあり、反動減からの持ち直しは鈍い

～年度下期にかけて景気足踏み感が出る恐れ～

南 武志

要旨

消費税増税前の駆け込み需要が強かった分、その反動も想定以上に大きかったことが 4～6 月期 GDP 統計から明らかとなった。非耐久財・サービス消費を中心に徐々に持ち直しの動きも始まっていることで、7～9 月期にはプラス成長に戻ると予想されているとはいえ、増税分を含めた物価上昇に対して賃金所得の伸びが追いついておらず、年度下期にかけて家計の消費行動が慎重化する可能性もある。12 月には政府は 15 年 10 月に予定する再増税の最終判断を下す方針であるが、その行方に不透明感が漂いつつある。なお、増税判断の行方にかかわらず、追加の経済対策が策定されることになるだろう。

一方、物価は増税効果を除いても前年比 1%台前半で推移しているが、円安効果やエネルギー価格高騰の一巡や需給改善効果の剥落により、年度下期以降は同 1%前後に鈍化するものと予想する。実際にそうなった場合、「2 年で 2%」という目標を掲げる日本銀行は何らかの対応が迫られるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2014年			2015年		
	8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 (%)	0.068	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 (%)	0.505	0.40～0.65	0.40～0.70	0.45～0.75	0.50～0.80
	5年債 (%)	0.155	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)	104.1	98～108	100～110	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	137.3	128～145	125～145	125～145	125～145
日経平均株価 (円)	15,613	15,500±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8月25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

アベノミクス効果や消費税増税前の駆け込み需要によって、2013 年度末にかけての国内景気は高い成長を実現し、一部業種・職種での人手不足感を強める結果となった。しかし、「山」が高くなった分、その後の反動減も大きく、しかも持ち直しのテンポが鈍いことが時間経過とともに明らかとなってきた。

8 月 13 日に公表された 4～6 月期の経

済成長率 (GDP 統計第 1 次速報より) は前期比年率▲6.8%と、1～3 月期 (同 6.1%へ改定) から一転、大幅なマイナス成長となった。輸入増の一巡、民間在庫の積み上がりといった下支えはあったものの、民間消費 (前期比▲5.0%)、住宅投資 (同▲10.3%) といった家計セクターの需要は大きな落ち込みを見せた。また、公共投資も同▲0.5%と 2 四半期連続で減少したが、3 兆円近い公共事業費が

盛り込まれた経済対策の効果が間に合わなかったことも見て取れる。

月次の経済指標からは状況の厳しさを示すものも少なくない。6月の有効求人倍率は1.10倍と22年ぶりの高水準となったほか、大企業の夏季賞与が堅調だったことから、現金給与総額(6月)も4年ぶりの高い上昇率(前年比1.0%)となるなど、雇用関連指標は比較的しっかりしている。しかし、鉱工業生産は1月をピークにして低下傾向にあり、6月は前月比▲3.4%であった。在庫を抑制する行動をとりがちな自動車製造業では増税後に急激に在庫が積み上がるなど、生産調整圧力が当面強い状態が続くことを示唆する内容である。消費関連指標も鈍さが目立つ。消費者マインドは持ち直し傾向にあるが、消費支出や販売統計は押し並べて悪い。駆け込み需要の反動が尾を引いている上、増税分を含めた物価上昇に賃上げが追い付いていないことが原因と考えられる。こうした実質所得の目減りは年度下期にかけて、家計の消費行動に抑制的に働くと思われる。

以上を考慮すれば、7~9月期には持ち直しの動きが見られる可能性が高いものの、その動きは年度下期までは続かず、国内景気には足踏み感が出てくると予想する(経済見通しは後掲レポートをご参



照下さい)。

一方、政府は12月までに、15年10月に予定する消費税増税に関する最終判断を行うとしている。材料とされる7~9月期GDPは高めの成長が期待されているが、現時点では判断内容は不透明と思われる。なお、増税判断の内容にかかわらず、追加の経済対策の策定が取り沙汰される可能性があるだろう。

一方、物価については、4月からの消費税増税の効果も加わり、全国消費者物価(生鮮食品を除く)は前年比3%台前半での推移が続いている。なお、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、6月の上昇率は同1.3%と推測される。

先行きについては、足元でエネルギー価格の前年比上昇が続いているほか、これまでの原材料費の上昇分を最終商品・サービスの価格に転嫁する動きも散見されるとはいえ、円安効果が一巡し、需給改善効果も剥落している。それゆえ、消費税要因を除けば1%台前半とされる物価上昇率は徐々に上昇幅が縮小し、年度下期には1%前後で推移すると予想する。

金融政策:現状と見通し

量的・質的金融緩和(QQE)が導入されてから1年4ヶ月が経過した。消費者物価(全国・総合)の前年比上昇率で2%と設定した『物価安定の目標』を、「2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に達成する」ために必要にして十分な政策であると説明されてきたが、その後もその枠組みは維持されている。

なお、当初は楽観的に見えた日銀の想定を上回るペースで物価が上昇し始めたこと、また現在に至るまで基本的に日銀

の物価シナリオに沿って物価が推移していることもあり、追加緩和に対する思惑は足元で影を潜めた格好となっている。

とはいえ、14年度下期以降の物価見通しについて、日銀と、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との間には大きな溝が存在していることも事実である。日銀の想定通り、14年度下期から物価上昇ペースが再拡大し、「15年度を中心とする期間」内に2%の安定的な物価上昇が実現できそうになれば、QQE解除といった出口論が意識されることになる。当然、金融資本市場に少なからぬ影響を与える可能性が高い。

一方、14年度下期入り後も物価上昇ペースは高まらず、2%達成の時期を見通すことはできない、というのが民間のコンセンサスである。現在の日銀の政策運営は物価安定目標の達成を最優先するものであり、「必要とあらば調整を躊躇なく行う」とする以上、物価目標の期限内での達成が危ういと判断すれば、何らかの対応を迫られるのは必然であろう。一段の追加緩和を含めたQQEの修正、もしくは「2年で2%」という目標自体の再検討が行われることになるだろう。当然、当総研では14年内にも日銀は何らかの対応を余儀なくされる可能性があるかと予想している。仮に追加緩和がなかった場合で

も15年入り後しばらくはQQEを現状のまま継続するだろうが、その際に15年末のマネタリーベース目標を示すかどうか、などといった点が注目される。

金融市場:現状・見通し・注目点

景気回復傾向を続ける米国や英国で金融政策の方向転換が図られつつあるものの、先進国を中心に金余り状態が続いており、14年入り後は世界的に株高・金利低下といった展開が続いてきた。しかしながら、ウクライナ・中東情勢が時折緊迫化するなど、地政学的リスクも無視できないなか、新興国を巡るリスクは依然として燻っている。

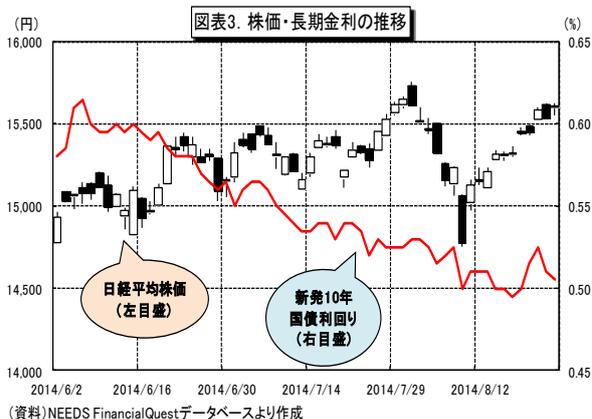
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 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、6月以降は水準を再び切下げ始め、8月中旬には1年4ヶ月ぶりに0.5%を割り込むなど、全般的に金利低下圧力が強い展開が続いた。

増税後も雇用指標はしっかりしており、物価も前年比1%台前半（消費税要因を除くベース）で底堅く推移しているが、増税後に落ち込んだ需要回復のテンポは鈍く、日銀が想定する物価上昇の再加速に対して懐疑的な見方が根強い。そのため、低金利状態を醸成したQQEが15年以降も継続されるとの見方が市場参加者の前提となっていることが背景にある。

先行きについては、米国での景気回復継続を背景としたFRBの利上げ観測、さらにそれに伴う米長期金利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ものの、極めて強力な緩和



策の効果の浸透、さらには国内景気・物価の足踏みなどが金利上昇を十分抑制するものと思われる。しばらくは現状水準での低金利状態が続くだろう。

② 株式市場

世界的な景気回復やアベノミクス効果に対する期待感から、日経平均株価は13年末には16,000円台を回復したものの、14年に入ると調整色が強まった。特に4月から5月にかけては、幾度か14,000円を割りこむ場面もあった。しかし、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、この数ヶ月は15,000円台前半でのボックス圏での展開となっていた。

このGPIFの資産構成見直しについては、現状の国内株12%（許容乖離幅±6%）といった目標を20%超へ引き上げるとの思惑が強まっており、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合、私学共済の「3共済」も足並みをそろえれば6.5兆円規模の資金が株式市場に流入するとの試算もある。とはいえ、株価を決定する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などが株式を保有することによって、対象企業の本源的価値を高めるような影響力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はずだ。9月にも想定されるGPIFの運用改革の正式発表を材料に上昇する場面もありうるが、その影響は長続きしないと見る。

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、先行き業績を下方修正する企

業が増えていく可能性もあるだろう。基本的には上値の重い展開と予想する。

③ 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、特に対ドルでは1ドル＝100円台前半といった狭いレンジでの展開が続いてきた。日銀の追加緩和観測が後退した半面、米国の長期金利などにはこれまで上昇圧力が強まってこなかったため、円安方向への推移が阻まれてきた。また、時折意識される新興国リスクや最近のウクライナ・中東情勢の緊迫化は円高圧力として働いている。直近では米利上げの前倒し観測が強まり、円安気味に推移したが、しばらくは方向感の乏しい展開が続くと見る。ただし、米国の利上げが視野に入る、もしくは日銀の追加緩和などといった思惑が強まれば、円安方向に動くだろう。

一方、ユーロは5月以降、緩やかな下落傾向が続いた。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、ウクライナ情勢への懸念、さらには景気足踏みの長期化や追加緩和への思惑もあり、弱含みでの推移となっている。足元では対円レートの持ち直しも見られたが、ユーロの軟調地合いは当面続くだろう。（2014.8.25現在）

