

本格回復が遅れる消費税増税後の国内景気

～ 先行き景気懸念が残る中、円安・株高傾向が強まる～

南 武志

要旨

消費税増税前の駆け込み需要からの反動減が想定以上に大きかったが、実質所得の目減りなどもあり、持ち直しの動きは相変わらず鈍い。頼みの綱である設備投資についても、消費などの低調さに加え、輸出の伸び悩みが継続すれば、景気の下支え役としての期待ができなくなる恐れもある。年度下期にかけて国内景気の足踏み感が意識される展開が続くと予想されるが、それは15年10月に予定される次回増税の最終判断にも影響を与えかねない。なお、政府は増税判断の行方にかかわらず、追加の経済対策を策定する可能性が高いと思われる。

一方、消費者物価は増税効果を除いて前年比1%台前半で推移している。年度下期には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で同1%前後に鈍化するものと予想され、徐々に上昇率を高めていくという日本銀行の見通しを下振れるだろう。仮にそうなれば、「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求められる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2014年		2015年			
	9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.066	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 (%)	0.525	0.40～0.70	0.45～0.75	0.50～0.80	0.55～0.85
	5年債 (%)	0.165	0.10～0.25	0.15～0.30	0.15～0.30	0.15～0.35
為替レート	対ドル (円/ドル)	108.6	100～112	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	139.6	130～150	130～150	130～150	130～150
日経平均株価 (円)	16,167	16,000±1,000	15,750±1,000	15,750±1,000	16,000±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9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

消費税増税から半年が経過した。増税直後は、駆け込み需要が予想以上の盛り上がりを見せたことを「失われた20年」からの脱出と受け止める向きも多く、夏までには回復基調に戻るといった見方も散見された。しかし、4～6月期GDPの大幅マイナス(第2次速報では前期比年率7.1%へ下方修正)を受けて、増税後の反動減は想定を上回る規模となったこと

が認識されたほか、7、8月分の経済指標からも本格的な持ち直しがほとんど進んでいない様子が見て取れる。政府・日本銀行は、こうした状況であっても、「緩やかな回復基調が続いている」、「雇用・所得環境の改善が続くなかで、緩やかに回復していく」といった楽観的な景気判断を維持しているが、実際には先行きに対する不透明感は徐々に高まっているように感じられる。

このように持ち直し傾向が強まらない背景には、実質所得の目減りが深刻であることが挙げられる。今春の消費税増税を前に、政府は増益企業に対して適正な賃上げの実施を要請した結果、賃金水準のベースアップや一時金（賞与）の増額などが実現した。それを受けて、7月の現金給与総額は前年比2.4%と、1997年1月以来の高い伸びを記録している。しかし、後述の通り、消費者物価が同3%台で上昇しているため、実質賃金という観点から評価すれば、13年7月以来の同マイナス状態から抜け出せていない。年度下期にかけては、生産調整の長期化などに伴う残業減も想定されるため、実質賃金の減少が継続し、消費の回復を阻害することが懸念される。

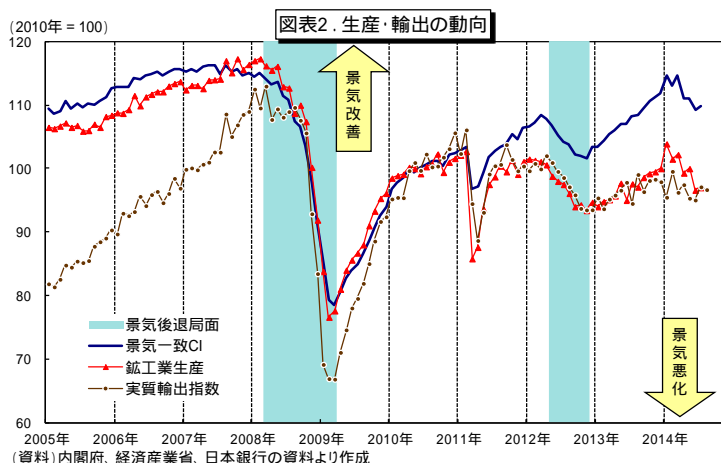
また、輸出も相変わらず鈍い。米国は例外としても、全般的に海外経済の成長力は強まりを見せておらず、輸出数量は頭打ち気味の推移が続いている。なお、景気が底堅いとされる米国でも、主力の輸出品目である自動車の現地生産などが進んだとされており、米国向けの輸出は必ずしも増勢が強まっていない。こうした状況が続けば、計画自体は依然堅調とされる設備投資も、今後、先送りなど慎重姿勢が強まる可能性がある。

以上を考慮すれば、7～9月期はプラス成長に復帰する可能性が高いものの、本格回復を予感させるものにはならず、年度下期にかけても持ち直しは限定的なものにとどまり、国内景気の足踏みが意識され続けると予想する（経済見通しは後掲レ

ポートをご参照下さい）。

さて、政府は12月8日以降に、15年10月に予定する消費税再増税に関する最終判断を行う方針を表明している。上述のような経済情勢を踏まえれば、最終材料と目される7～9月期GDP（第2次速報）がプラス成長となったとしても、再増税の最終判断は厳しい状況の中で下されることになると思われる。なお、増税判断の内容にかかわらず、14年末にかけては追加経済対策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、消費税増税の影響もあり、全国消費者物価（生鮮食品を除く）は4月以降、前年比3%台前半まで高まった。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）を除外すれば、物価上昇率は同1%台前半で安定的に推移しているとみられる。先行きについては、足元では依然としてエネルギー価格の前年比上昇が続くほか、これまでの原材料費の上昇分を最終財・サービス価格に転嫁する動きも散見される。とはいえ、エネルギーの物価押し上げ効果は弱まっているほか、13年度末にかけて物価を押し上げた需給改善効果も増税後の需要減に伴い剥落している。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

日銀は9月4~5日に開催した政策委員会・金融政策決定会合において、現行の量的・質的金融緩和(QQE)の維持を決定した。上述の通り、国内景気の回復ペースは日銀の想定に反して鈍いものの、消費者物価(除く消費税要因)は前年比1%台前半で安定的に推移しており、現行政策の下でも「15年度内の2%達成」は十分可能と判断した結果といえる。

しかし、14年度下期以降の物価について、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は、日銀の想定通りにはならないと予想するなど、見通しが乖離した状態が続いている。仮に、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年度内にも意識され始めることになり、金融資本市場に少なからぬ影響を与える可能性が出てくるだろう。

一方、民間の大方の予想通りに14年度下期に入っても物価上昇率が高まらず、15年度内の2%達成を見通すことはでき

ない、との予想が政策委員会内で増加すれば、一段の追加緩和策を含めた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。

なお、中間期末を控えて、短期金融市場で国庫短期証券(TB)の需給が逼迫する中、6月以降、日銀が国債買入れオペで購入する国債の平均年限を短期化させた影響もあり、TBがマイナス金利で取引される事態も散見されるようになっている。ただし、あくまで一時的な現象と捉えられており、日銀はそれを容認する姿勢を続けている。

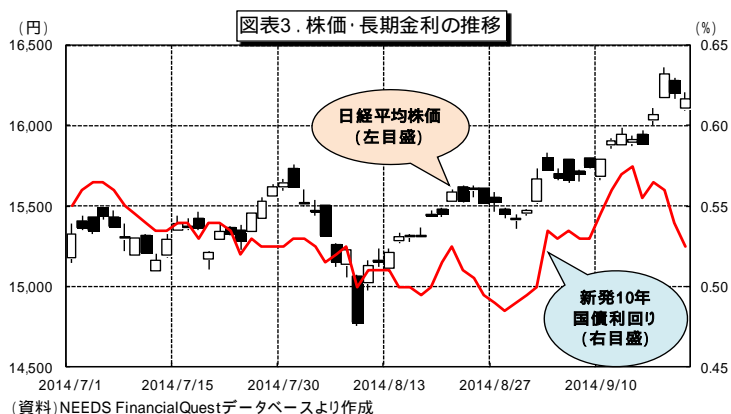
金融市場:現状・見通し・注目点

14年夏にかけて、株価・為替レートは狭いレンジ内でのみみ合い、長期金利は緩やかに低下といった具合に推移したが、9月に入り、それらの動きに変化が見られた。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。

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後、徐々に低下圧力を強め、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。しかし、9月に入ると、主に米国経済の底堅さなどを背景に米国株が史上最高値を更新したこと等を受けて、リスクオンの流れが強まり、長期金利は一時0.5%台後半へ上昇した。



当面は米国の利上げ時期を巡る思惑が国内の長期金利の上昇要因として意識される場面があると見るが、極めて強力な緩和策の効果の浸透、さらには国内景気・物価の足踏みなどは引き続き低金利状態の継続に寄与するだろう。しばらくは現状水準でのみみ合いが続くだろう。

株式市場

14年に入ってからの株価は調整色の強い展開となり、特に4、5月にかけては日経平均株価が14,000円を割りこむ場面もあった。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の運用改革（具体的には国内株式運用比率の引上げ）などを材料に株価は水準をやや戻したが、夏場にかけても15,000円台前半を中心としたボックス圏での相場が続いた。しかし、9月に入ると、米国の景気回復期待が強まる一方、実質ゼロ金利政策は当面継続されるといった観測などによって断続的に史上最高値を更新する米国株に牽引される格好で、上昇傾向を強めた。スコットランド独立が否決された19日には、昨年末につけた直近高値を更新するなど、6年10ヶ月ぶりの水準まで戻した。

とはいえ、増税後の国内景気の鈍さが意識される中、今後も上昇傾向をたどることは予想しづらい。特に、円安につい

ては輸出数量の増加がさほど期待できず、かつ投入コスト増の最終財・サービスの価格に転嫁が進みにくい状況であることから、当面は上値の重い展開と予想する。

外国為替市場

8月中旬まで為替レートには明確な方向感が乏しく、特に対ドルでは1ドル=100円台前半での展開が続いた。しかし、8月下旬以降ドル高傾向が強まり、1ヶ月で8円ほど円安が進み、一時110円に迫った。しかし、最近ではこれ以上の円安は日本経済にとって必ずしもプラスではないとの意見も浮上しており、円安を牽制する発言も見られる。とはいえ、日銀の一段の緩和策導入などが現実味を帯びれば、一段と円安が進む場面もあるだろう。

また、ユーロは5月以降、緩やかな下落傾向が続いてきた。その背景として、ウクライナ情勢への懸念、さらには景気停滞の長期化、強まるディスインフレ傾向への対抗策としての追加緩和への思惑などが挙げられる。実際に欧州中央銀行（ECB）は、6月に続いて、9月にも利下げを含む追加緩和を決定、その直後にはユーロが下落した。しかし、物価環境が好転する見込みは乏しく、ECBは引き続き、量的緩和の実施を含めた非伝統的手法の可能性を模索し続けるとの見方が多い。そういう意味では、追加緩和観測が

燻る日銀と金融政策の方向性に大きな違いはないように思われる。足元はドル高につられてユーロ高が進んだが、ユーロが対円で増価傾向をたどる可能性は低く、再び円高方向に振れることもあるだろう。

（2014.9.24現在）

