

後退局面入りも囁かれ始めた低調な国内景気

～消費税増税の最終判断等への注目度が高まる～

南 武志

要旨

8月の景気動向指数からは、国内景気がすでに後退局面入りしている可能性が示されるなど、消費税増税後の景気動向に対する懸念が高まっている。加えて、海外経済の先行き懸念も浮上し、輸出が伸び悩む状態が長期化するリスクもあり、政府・日本銀行の政策運営の前提となる経済・物価見通し、さらには企業の設備投資計画も修正を余儀なくされる可能性がある。12月には次回増税の最終判断が待ち構えており、その結果に注目が集まる。

増税後も比較的底堅く推移してきた消費者物価についても、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加え、足元の原油安の影響で、増税効果を除いて前年比1%割れとなる可能性も浮上してきた。日銀内でもこうした状態が続くと予想に傾けば、「2年で2%」という目標を掲げていることもあり、何らかの対応が求められるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項目	2014年		2015年			
	10月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コール翌日物 (%)	0.060	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.1980	0.15～0.20	0.15～0.20	0.15～0.20	0.15～0.20	
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 (%)	0.480	0.40～0.70	0.45～0.75	0.50～0.80	0.55～0.85
	5年債 (%)	0.130	0.10～0.20	0.10～0.25	0.15～0.30	0.15～0.35
為替レート	対ドル (円/ドル)	107.3	102～112	102～115	102～115	102～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	105.6	125～145	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	15,138	15,250±1,000	15,250±1,000	15,500±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10月23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

国内景気は、一部で4月の消費税増税の影響から持ち直す動きも見られるものの、全般的に見れば停滞色の強い状況となっている。景気動向指数によれば、8月の一致CIは前月差1.6ポイントと大きく低下しており、これに基づく景気の基調判断は「下方への局面変化」へ下方修正され、数ヶ月前に「景気の山」を通過した可能性を示すものとなった。先行き数ヶ月以内に再び一致DIが低下すれば、基調判断は「悪化」へとさらに下方

修正されることになる。

主要経済指標を眺めても、増税後の反動減が長引いている様子が見取れる。8月の鉱工業生産は14年1月を直近ピークに8.4%ほど調整しているほか、消費(消費総合指数)は3月をピークに7.3%ほど水準が低下している。また、8月の実質賃金は夏季賞与効果が剥落して前年比3.1%と、減少幅が再び拡大している。加えて、最近では世界経済の先行き懸念も再燃しており、底ばい状態を続ける輸出の本格的な持ち直しが見通せる状況に

はない。

しかし、政府・日本銀行の景気判断(10月)はいずれも「緩やかな回復」としているが、上述したような代表的な経済指標の動きからは大きく乖離した表現となっている。財政健全化に向けての大切な「切り札」である消費税増税が景気悪化を招いた可能性を認めることは避けているようであり、目下の景気弱含みは全国的な天候不順などによって引き起こされたとの主張を続けている。とはいえ、次回15年10月に予定する再増税の最終判断を下す時期が迫っており、その内容に注目が集まっている。しかし、その内容次第ではアベノミクスの瓦解にもつながりかねない。

アベノミクス「第1の矢」「第2の矢」で放たれた積極的な金融・財政政策はある意味「時間を買う政策」との見方もあり、これらが人々の期待感を高め、円安・株高を下支えしている間に、構造問題に取り組んだり、成長戦略を推進したりすべきである、との意見も根強い。こうした状況であるにもかかわらず、デフレ脱却、成長促進の「二兎」ばかりか、財政健全化という3匹目の「兎」も得ようと、賃金上昇圧力が高まらないうちに増税という需要減退策を実行してしまったのが

実情である。万事上手くいけばよかったが、すべてが中途半端に終わる可能性も浮上しているため、「日本を取り戻す」ための仕切り直しは早めに着手すべきだ。

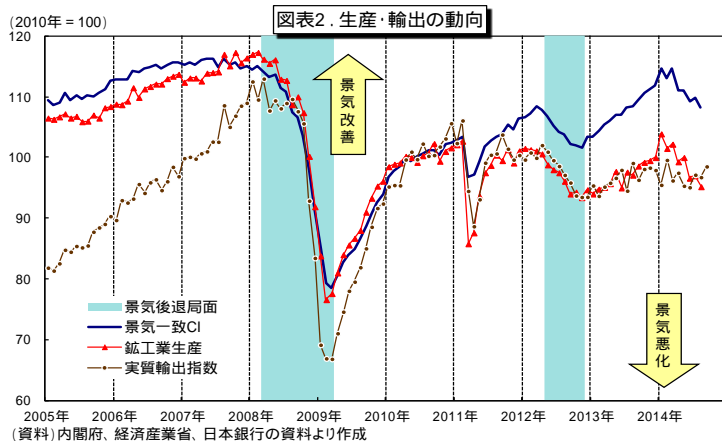
先行きの景気動向としては、7~9月期のGDP成長率はプラスに戻るものと見られるが、家計部門の実質所得目減りの影響は大きく、年度下期にかけても消費の回復力が鈍い状況が続くだろう。

また、物価についても、景気足踏みの影響を受けて、足元では上昇圧力の沈静化が見て取れる。消費税増税により4月の全国消費者物価(除く生鮮食品)は前年比3.2%、5月には同3.4%と上昇率が高まったが、増税により押し上げ分(4月:1.7ポイント、5月以降:2.0ポイント)を除いても、それぞれ同1.5%、同1.4%と、増税前の同1.3%からやや上昇率を高めるなど、物価は「2年で2%」を目指す日銀の想定通り、順調に推移しているとの見方が強かった。しかし、その後は円安進行やエネルギー価格上昇の効果が一巡し始めたほか、13年度末にかけて物価を押し上げた需給改善効果の剥落もあり、上昇率が伸び悩んでいる。10月にはこれまでの原材料費の上昇分を食料品などに転嫁する動きも一部散見されるものの、実質所得の目減りによる消費回復の

遅れが消費者物価の上昇鈍化につながる可能性は高いだろう。年度下期には1%台を割り込むこともありうるだろう。

金融政策:現状と見通し

日銀は10月6~7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。これまで1年6ヶ月にわたって続けてきたQQEの枠組みのままでも、「15年度内の2%達成」は十分可能と判断したということである。

日銀の想定通りに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解除といった出口議論が15年前半には意識され始めることになると思われる。金融資本市場の参加者の多くは、少なくとも現行QQEの枠組み程度での金融資産買入れは当面継続されることを前提に行動していることを踏まえれば、相場動向には大きな影響を与えるだろう。

しかし、日銀の想定に反して消費税増税後の国内景気を持ち直しは鈍く、消費者物価(除く消費税要因)は徐々に上昇率が鈍化しつつあるなど、物価を取り巻く環境は厳しさを増しつつあるのが現実である。14年度下期以降の物価については、当総研も含めたほとんどの民間エコノミスト、金融市場参加者は、日銀の想定を下振れて推移し、安定的な2%達成の時期は見通すことができないとの見方を崩していない。こうした見通し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。そういう意味で、経済・物価見通しの改訂時期に当たる10月31日開催の金融政策決定会合の決定内容には一定の注目が集まって

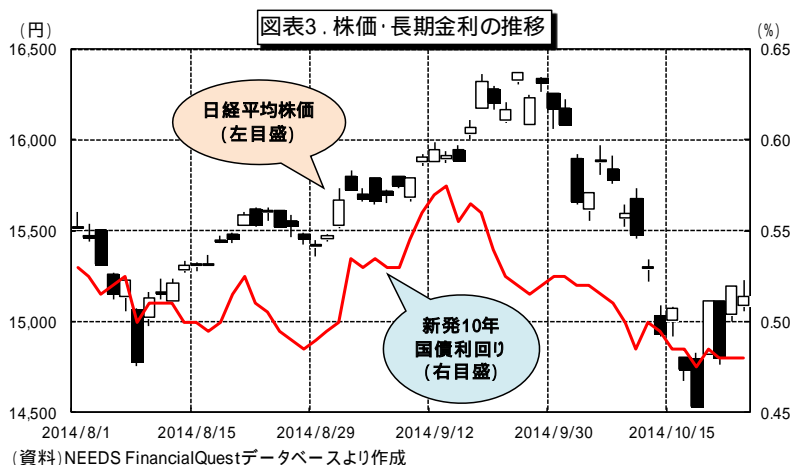
いる。なお、当総研では14年内にも日銀は何らかの対応を余儀なくされる可能性があるかと予想している。

とはいえ、QQE以降の金融市場で起きている現象は、日銀による大量の国債保有(9月末時点で229兆円(うち長期国債:180兆円、国庫短期証券:49兆円))、

日銀当座預金の大幅な積み上がり(9月末時点で162兆円)であり、潤沢に供給された日銀資金のほとんどは、インターバンク内で滞留し続けている。QQEで実施している金融資産の買入れを多少増やしても、それが2%の物価上昇の早期実現にどれだけ貢献するかは不明確といわざるを得ない。それゆえ、大量に供給された日銀資金が少しでも循環させ、経済に好影響を与えるような工夫も必要であろう。

金融市場:現状・見通し・注目点

14年9月に入り、それまで狭いレンジ内でのみみ合いが続いていた株価・為替レートが株高・円安傾向を強めたほか、緩やかな低下傾向であった長期金利に上昇圧力がかかるなど、変化が見られた。しかし、10月に入ると、世界経済の先行き懸念が浮上、株安・円高・金利低下の流れが強まった。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見たい。

債券市場

14年度入り後、緩やかに低下傾向を辿っていた長期金利(新発10年物国債利回り)であったが、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となったこともあり、中旬には一時0.58%まで上昇した。しかし、国庫短期証券の需給逼迫に伴って短期金利がマイナス状態となったことも手伝って上昇圧力は収まり、逆に10月以降に調整した株価や為替レートに影響される形で金利低下が進行した。

当面は米国の利上げ時期を巡る思惑が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。状況次第ではもう一段の金利低下もありうる。

株式市場

14年夏場の株式市場は、日経平均株価で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、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、昨年末につけた直近高値を更新するなど、6年10ヶ月ぶりの水準となる16,300円台まで回復する場面もあった。しかし、10月に入ると世界経済、さらには米国経済の先行き懸念などが意識されるようになり、一時14,500円台まで下落するなど、株価水準の大幅調整が見られている。

先行きについては、増税後の国内景気の鈍さが意識されていることもあり、基本的に上値の重い展開を予想する。

外国為替市場

8月下旬以降、世界的にドル高傾向が強まり、1ヶ月で8円ほど円安が進み、一時1ドル=110円09銭と6年1ヶ月ぶりの水準となった。この円安は上掲の通り、株高を促したが、実質所得の目減りが引き起こされている状況下での円安進行は状況を一段と悪化させるとの牽制論の存在、さらに米国経済の先行き慎重論が浮上したこともあり、一旦105円台まで円高方向に押し戻された。なお、先行きの基調としては、日米金融政策の方向性の違いが明確化するとみられ、さらに円安が進む場面もあると思われる。

また、対ユーロでも9月下旬にかけて1ユーロ=140円台まで円安ユーロ高が進んだが、その後は再び130円台後半まで円高方向に戻した。

ユーロ圏経済の景気後退懸念やデフレ懸念が強まる中、欧州中央銀行(ECB)は量的緩和の実施を含めた非伝統的手法の一段の強化に迫られるとの見方が多く、先行き円高方向に振れることもあるだろう。(2014.10.23現在)

