

総選挙での与党圧勝でアベノミクス路線は継続

～原油下落を引き起こした世界経済の先行き懸念も併存～

南 武志

要旨

アベノミクス路線の継続の是非が争点の一つとなった総選挙では与党圧勝という結果となった。政府は、次回の消費税増税時期に設定された2017年4月までに、日本経済が増税に耐えうるだけの底力をつけるべく、デフレ脱却や成長促進を確実なものとする必要がある。とはいえ、足元の国内景気は、企業部門では業績や景況感、設備投資計画などに底堅さもみられるが、消費など家計部門の経済指標に消費税増税の悪影響が色濃く残るほか、原油安の原因となった世界経済の先行き懸念も意識されるなど、不安定な状況である。14年度下期にはプラス成長に戻ると思われるが、V字回復には至らず、頭打ち感が続くだろう。また、物価も0%台半ばへ鈍化するとみられる。ただし、早期のデフレ脱却に向けた経済政策への軌道修正、資源価格下落や円安定着などによって、15年度入り後の国内景気は回復傾向が強まっていくだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2014年	2015年			
		12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12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) (％)		0.1800	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 (％)	0.350	0.20～0.50	0.10～0.45	0.10～0.50	0.10～0.55
	5年債 (％)	0.040	0.01～0.06	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.05
為替レート	対ドル (円/ドル)	118.7	115～130	115～130	115～130	115～130
	対ユーロ (円/ユーロ)	146.2	135～155	130～150	130～150	130～150
日経平均株価 (円)		17,210	18,750±1,000	19,250±1,000	19,500±1,000	19,750±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12月18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

2014年「今年の漢字」(日本漢字能力検定協会)は「税」と発表されたが、日本経済はまさに消費税に振り回された1年であった。当総研は、消費税増税や財政健全化の必要性は認めつつも、まずはデフレからの完全脱却や成長促進を実現すべきであり、同時に追い求めても中途半端になりかねない、と一貫して主張し続けてきたが、残念ながらその通りになってしまった。14年4月の消費税増税は

失敗した、と言わざるを得ない。

しかし、14年11月、安倍内閣は消費税の再増税を17年4月に先延ばし、それまでにデフレ脱却と成長促進というアベノミクス本来の目的を最優先で実現するという軌道修正を図った。また、アベノミクスの是非が争点となった総選挙では与党圧勝となり、同路線の継続が確定した。今後の課題としては、一部しか恩恵を被っていない成長の果実が経済全体に波及させていくことであろう。

さて、国内景気の現状としては、企業業績（法人企業統計など）や経営者のマインド（日銀短観など）、14年度の設備投資計画（同）は底堅い推移が続く一方で、家計部門には依然として増税の影響が残っている。14年度は政府の要請もあり、ベア復活も含めて賃上げが実現したが、増税効果がそれを上回り、多くの家計は実質所得が減少する状況に追い込まれたといえる。加えて、10月以降の一部食料品の値上がりなどで消費者マインドは一段と冷え込んでいる。

こうしたなか、17年4月に確約した消費税再増税の前までに、日本経済が増税に耐えうるだけの底力をつけるようにしなくてはならない状況に自ら追い込んだ安倍内閣にとって、適切な賃上げが実現することは極めて重要な課題となっている。そのため、与党圧勝となった総選挙後の16日には政労使会議を開催し、経済界が賃上げに向けて最大限の努力を図ることを明記した合意文書を取りまとめるなど、官民一体となった賃上げムードは定着しつつある。実際に15年の春季賃金交渉において賃上げが実現すれば、15年4月には増税効果が一巡すること、さらに足元の原油安に伴うエネルギー価格の下落なども加わり、家計の所得環境は大

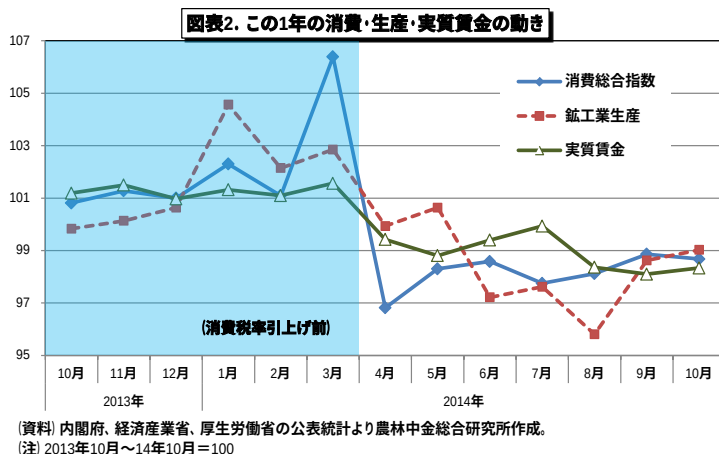
きく好転する可能性が高い。

さて、景気の現状については、消費を中心に国内需要に低調さが残る中、9、10月と輸出増によって生産回復もみられた。しかし、11月の輸出は再び弱含むなど、今一つ安定感がないのも確かである。そもそも、足元の原油安は世界経済の先行き懸念を反映したものであることを踏まえれば、輸出を景気牽引の主役と据えることはまだ適当とはいえない。当面は消費持ち直しと老朽化や設備不足感に伴う設備投資需要の強さに注目するのが妥当といえる。なお、10～12月期にはプラス成長に戻るものと見られるが、V字回復には至らず、鈍さが意識される状況は残るだろう。ただし、15年度以降は、消費税再増税の先送り、日銀による追加緩和に加え、原油安メリットや円安定着などにより、回復傾向を徐々に強めていくだろう（後掲レポート『2014～16年度改訂経済見通し』をご参照下さい）。

一方、物価については、消費税増税直後こそ堅調な動きであったが、円安・エネルギー価格の押上げ効果の一巡、増税後の景気足踏みによる需給悪化などの影響により、足元では鈍化が明確になっている。10月の全国消費者物価（除く生鮮食品）は前年比2.9%、増税による押上

げ分（2.0ポイント）を除けば同0.9%へ鈍化するなど、夏場以降、上昇率が縮小し続けている。

12月以降はガソリン小売価格が前年比下落に転じるなど、この先エネルギーは物価押下げ要因に転じる可能性がある。15年春にかけて物価鈍化が一段と進行すると思われる。



金融政策：現状と見通し

10月31日に、量的・質的金融緩和の強化（QQE2）を決定した日本銀行であるが、政策の逐次投入はしないとの黒田総裁の意思もあり、当面は現状ペースでの資産買入れを続けるものと予想される。

さて、物価安定目標の早期達成を最優先に目指している日銀によって、目下の懸念材料は足元の原油安が経済・物価に与える影響であろう。実際、QQE2はせっかく高まってきた予想物価上昇率のモメンタムを原油価格下落などから守るための予防的措置として打たれたものであり、「対応済み」と言えなくもない。また、原油安は直接的に物価指数を押し下げるとはいえ、国内部門にとっては実質購買力を改善させ、増税による悪影響を緩和する役割を果たす。原油下落状態が続けば、追加緩和も、といった観測が一部で浮上しているが、しばらくは静観する可能性が高いだろう。

さて、今後の金融政策の方向性については、日銀の想定通り、15年度内に安定的に2%程度の物価上昇実現が見通せる状況になれば、QQE2からの出口議論が浮上することになり、金融資本市場には大きな影響を与えるだろう。

しかし、その可能性は依然低いと市場では見られている。上述の通り、15年度に2%の物価上昇は達成できそうもないのなら、日銀は追加緩和をして目標達成に向けた努力をするか、諦めて目標達成時期を16年度以降に先延ばしするか、などといった対応が必要であることは言うまでもない。15年度半ばにはその決断を迫られるとみる。

もちろん、16年度以降を見据えれば、消費税再増税という需要抑制政策が先送りされたことで、2%の物価安定目標を達成することは全く見通せないという状況ではなくなったと思われる。日本経済が潜在成長力を上回る成長を続けることができれば、16年度下期には適度な賃上げと物価上昇が両立しうる経済が実現できる可能性がある。当然、そうした見通しが増えれば、QQE2からの出口戦略への意識も強まっているはずである。

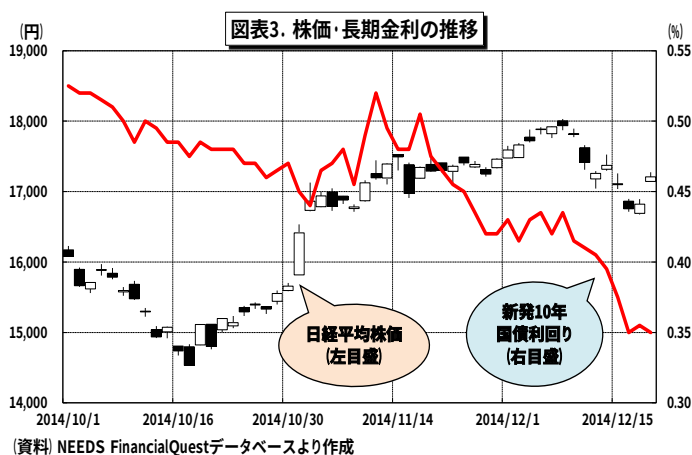
金融市場：現状・見通し・注目点

10月31日の日銀によるQQE2発表後、株高・円安が一段と進んだが、足元では調整的な動きもみられる。一方、長期金利には低下圧力が加わり続けている。

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。

① 債券市場

14年入り直後は0.7%台であった長期金利は、年間を通じてほぼ一貫して低下傾向をたどった。特に10月末に決定されたQQE2では、日銀による国債買入れ額が毎月8～12兆円（弾力的に運用）と、市中発行額（14年度：155.1兆円）に匹敵する規模まで増額されることになり、国債市場にも大きな衝撃を与えた。決定直



後こそ流動性リスクが再度意識され、変動幅の拡大を伴いながら上昇したが、買入れ額増額や年限長期化を図った効果はじわじわと効き目を表し、日本のソブリン格付けの引き下げというイベントもあったものの、足元ではイールドカーブ全体が押し下げられている。

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だろうが、極めて強力な緩和策の効果がさらに浸透することもあり、低金利状態が継続すると予想する。

② 株式市場

14年入り後は、13年末につけた直近最高値（16,291円、終値ベース）をなかなか上回ることができなかった日経平均株価であったが、9月中旬になってようやくそれを更新したものの、10月には世界経済の先行き懸念などが意識され、一時14,500円台まで下落するなど、不安定な状況が続いた。しかし、10月中旬以降は再度持ち直しに転じ、ETF（株価指数連動型上場投資信託）の年間買入れ額をそれまでの3倍の約3兆円に増額したQQE2導入に加え、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の運用比率見直しの発表によって株高が一段と加速した。12月上旬には一時7年4ヶ月ぶりとなる18,000円台を回復するに至った。ただし、足元では原油安が資源国通貨を下落させたこと等への懸念から、調整色が強まっている。

アベノミクス加速への期待、「流動性相場」の継続などは株価を下支えするとはいえ、価格設定能力が回復していない内需型企業での円安デメリットも意識される可能性があり、当面は底

値を固める展開となると予想する。しかし、15年入り後は景気期待から株高基調が再び強まると予想する。

③ 外国為替市場

14年入り後は1ドル＝100円台前半でのみ合いが続いたドル円相場であったが、8月下旬以降は円安基調が強まっている。特に、10月下旬には米量的緩和の終了やQQE2の発表、さらにはGPIF運用改革案で外国債券・株式の運用比率の引上げが盛り込まれたこと（23%→40%）などで円安が加速し、12月上旬には7年4ヶ月ぶりの120円台まで円安が進行した。ただし、足元では資源国通貨下落の影響で、円高方向に戻している。なお、先行きについては、円安気味での推移となるとみられ、特に米利上げが本格的に意識されれば円安が一段進むだろう。

また、対ユーロでも、QQE2発表以降はドル円につられて円安傾向が強まり、1ユーロ＝140円台後半まで円安ユーロ高が進んだ。しかし、ユーロ圏において景気停滞やデフレーションへの懸念が強まる中、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への期待も根強い。状況次第では円高ユーロ安の展開になるだろう。

（2014.12.17現在）

