

情勢判断

国内経済金融

原油安への評価などに揺れた年初の金融資本市場

～ 長期金利は一時 0.2% 割れとなるなど、低下圧力は強い～

南 武志

要旨

国内景気は一部に消費税増税後の需要反動減からの持ち直しもみられるものの、総じて低調である。2015 年度に入れば、増税による悪影響の一巡や賃上げ実施、さらには原油安による購買力改善などにより、景気回復傾向が明確になるとみるが、原油安に伴う資源国経済や金融資本市場の動向には注意が必要である。さて、原油など資源価格の大幅下落は、日本のような消費国にはメリットが大きい半面、近年存在感を強めている資源国経済への悪影響が懸念されるなど、評価が難しい側面もある。また、世界的なデスインフレ現象がさらに強まるとみられ、各国・地域の金融政策に影響を与える可能性もある。こうした思惑などで年初から金融資本市場は不安定な動きを続けている。こうしたなか、長期金利は 1 月下旬には 0.1% 台と過去最低を更新するなど、低下圧力が極めて強い状態となっている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	項目	2014年				
		1月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
	無担保コール翌日物 (%)	0.075	0 ~ 0.1	0 ~ 0.1	0 ~ 0.1	0 ~ 0.1
	TIBORユーロ円(3M) (%)	0.1730	0.14 ~ 0.18	0.10 ~ 0.18	0.10 ~ 0.18	0.10 ~ 0.18
	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 (%)	0.310	0.05 ~ 0.50	0.00 ~ 0.50	0.05 ~ 0.50	0.05 ~ 0.55
	5年債 (%)	0.060	0.10 ~ 0.10	0.20 ~ 0.10	0.10 ~ 0.10	0.10 ~ 0.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	118.0	115 ~ 125	115 ~ 125	120 ~ 130	120 ~ 130
	対ユーロ (円/ユーロ)	136.6	125 ~ 145	125 ~ 145	125 ~ 145	125 ~ 145
	日経平均株価 (円)	17,329	17,750 ± 1,000	18,500 ± 1,000	19,000 ± 1,000	19,500 ± 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2015年1月22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 年秋以降、原油価格の下落傾向が続いており、それが世界経済に与える影響を巡って、内外の金融資本市場が揺れ動いている。14 年 7 月には 100 ドル/バレル台であった原油価格(WTI 先物)は、15 年入り後は 40 ドル/バレル台後半で推移しており、少なくとも 15 年夏までは世界的に物価鈍化が進む可能性が高い。

こうした原油安は、産油国から原油輸入国へ強制的な所得移転を引き起こすため、日本などの消費国にとっては景気刺

激効果が期待できる。その半面、この 10 数年にわたり世界経済を牽引してきた BRICS を構成するロシアやブラジルなど資源国にとっては経済・財政面への悪化懸念は無視できず、世界経済の先行き不透明感を高めている。さらに、一時的にせよ物価上昇率が大幅に鈍化することは不可避とみられ、それが各国の金融政策運営にも影響を与える可能性もある。

こうしたなか、日本経済は 14 年 4 月の消費税増税以降に大きく落ち込んだ状況からなかなか抜け出せずにいる。15 年 4

月購入分から増税となる軽自動車に駆け込み需要が発生しているほか、訪日観光客の来店などで大都市部の百貨店販売が底堅く推移するなど、低調とされる消費にも一部に明るい材料も散見されている。とはいえ、全般的に見れば実質所得の目減りが消費の持ち直しを鈍らせているという構図は変わらず、少なくとも年度末までこうした状況が続くとみられる。また、円安効果の浸透から輸出に持ち直しの動きもみられるが、低成長が続く世界経済の影響もあり、増勢が強まっていく様子は窺えない。企業設備投資についても、計画は堅調だが、実際の投資行動には必ずしもつながっていない模様だ。

ただし、15年度入り後は徐々に景気回復傾向を強めていくものと思われる。総選挙後に開催された政労使会議では、経営側は賃上げに向けて最大限の努力をする旨の合意文書がまとめられ、賃金水準の改善継続が期待される一方で、消費税増税による物価押し上げ効果が剥落する。さらに原油安などに伴う物価押し下げが強まることから、14年度中は抑制された実質所得が改善に向かう可能性が高い。海外経済には下振れリスクは少ないが、堅調な米国経済により、緩やかな回復基調をたどるものとみられ、輸出の持ち直

しは継続するものとみられる。

一方、物価については、これまで繰り返し述べているように、14年夏場以降は円安・エネルギー価格の押し上げ効果の一巡、増税後の景気足踏みによる需給悪化などの影響により、鈍化傾向が強まっている。11月の全国消費者物価（除く生鮮食品）は前年比2.7%、増税による押し上げ分（2.0ポイント）を除けば同0.7%へ鈍化、国際商品市況の影響をより受けやすい国内企業物価（12月）は同1.9%、消費税要因を除くと同0.9%と2ヶ月連続で下落するなど、全般的に物価上昇圧力が後退している。前年同時期と比べて円安水準にあるものの、原油安などの影響は今後さらに強まることから、夏場にかけてゼロ近傍まで消費者物価上昇率が鈍化する可能性が高い。

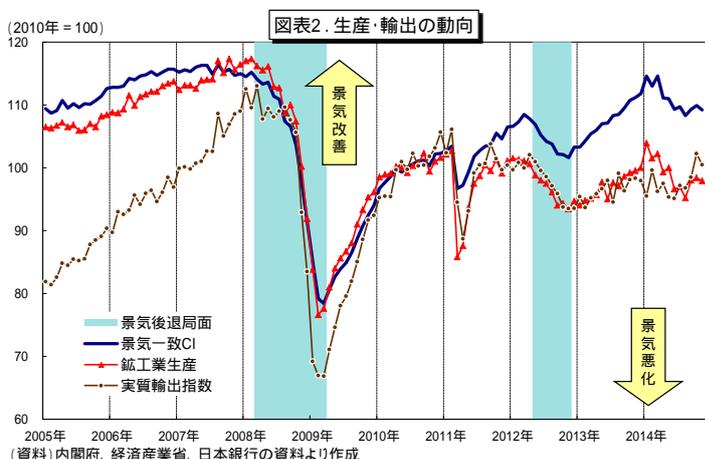
金融政策：現状と見通し

このように、少なくとも15年度上期中の物価鈍化が避けられそうもない状況の下、10月末に量的・質的金融緩和の強化（QQE2）を決定した日本銀行はさらなる緩和措置に踏み切るのではないかと、といった思惑が浮上している。

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とって、こうした原油

安が国内経済や物価にどのような影響を与えるかは非常に注目している材料であろう。実際、10月末に決定された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った。

原油安は直接的に物価指数



を押し下げるため、上述の通り、状況次第では夏場には物価は小幅とはいえ下落に転じるリスクもある。しかし、国内経済全体としてみれば、原油安の恩恵によって購買力が改善するため、消費全体が刺激される可能性も考慮すべきである。また、原油価格が下げ止まり、緩やかながらも上昇に転じた場合、物価下押し効果がいずれ解消するばかりか、逆に押し上げ効果が強めに出ることも十分ありうる。なお、1月20～21日に開催された金融政策決定会合では、近く期限が到来する「貸出増加支援」、「成長基盤強化支援」について、期限を1年間延長し、後者の対象金融機関毎の上限や総枠の拡大（それぞれ2兆円、10兆円へ）することは決定したが、QQE2の枠組みは現状維持となった。日銀は、原油価格情勢を慎重に見極めつつ、しばらくは現行の緩和措置をそのまま維持するものと予想する。

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年度を中心とする期間内に安定的に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し、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予想する。2%の物価上昇の早期達成が困難ということが明確になれば、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。日銀は、1月に実施した展望レポート・中間評価においても15年度を中心とする期間内に2%の物価上昇を達成

する見方は変更しなかったが、黒田日銀総裁は多少の後ズレの可能性を示唆するなど、今後何らかの決断を迫られる可能性はあるだろう。

ただし、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れば、原油安の影響が一巡しているはずの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。その際にはQQE2からの出口戦略への意識も強まっているものと思われる。

金融市場:現状・見通し・注目点

原油安に起因する資源国経済への懸念、欧州中央銀行による量的緩和への思惑、さらにはスイスフランの急騰などの材料で、年明け後の金融資本市場は揺れ動いた。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11月以降、日銀が年間発行額に迫る勢いで大量の国債買入れを実施していることもあり、長期金利には低下圧力がかかり続けている。また、最近の世界的なディスインフレ傾向もまた、債券高



に寄与しているものとみられる。指標金利である新発10年物国債の利回りは、12月中旬には0.4%割れ、1月には0.3%割れが常態化、20日には一時0.2%割れとなった。その後は0.3%台まで利回りが上昇するなど荒っぽい展開となったが、残存6年までの国債利回りがゼロ近傍まで低下するなど、イールドカーブ全体に継続的な押下げ圧力が加わっている。

先行きについても、米国での物価鈍化見通しなどにより早期利上げ観測が後退した感もあるほか、日銀の追加緩和予想も残っていることから、一段と低金利状態が進む可能性が高い。

株式市場

14年秋以降、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傾向が強まり、12月上旬には日経平均株価は7年4ヶ月ぶりとなる18,000円台を回復した。しかし、その後は世界経済の先行き懸念が急浮上、16,500～18,000円のレンジ相場が続いている。

アベノミクス加速や原油安メリットへの期待、「流動性相場」の継続などは株価を下支えるとはいえ、世界経済の下振れリスクが残るなか、当面は底値を固める展開となるが、景気回復期待から株高基調は徐々に強まっていくと予想する。

外国為替市場

アベノミクスへの期待感から円安が進行するドル円相場であるが、10月下旬にかけての米量的緩和終了や日銀のQQE2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。しかし、その後は世界経済の先行き懸念が台頭、リスクオフの流れから110円台後半を中心としたレンジ相場が続いている。こうしたなか、スイス国立銀行は対ユーロ相場の上限（1ユーロ＝1.20スイスフラン）を撤廃し、スイスフランが急騰した余波を受けて円高が進行する場面もあった。

先行きについては引き続き円安傾向が継続するとみられる。原油安に伴う世界経済懸念が和らぎ、米利上げ時期の接近が本格的に意識されれば円安が一段進む可能性は高い。

一方、対ユーロレートは、ユーロ圏経済の低調さやデフレ懸念が強まる中、欧州中央銀行（ECB）は禁じ手とされてきた国債買入れによる量的緩和の導入に踏み切るとの観測から、年明け以降はユーロ安が進行した。22日のECB理事会では、国債など月600億ユーロの資産購入を15年3月から16年9月まで実施することを決定し、その直後には一段とユーロレートが下落。先行き、この効果が浸透するとともに、円高ユーロ安気味に推移する可能性もあるだろう。（2015.1.23現在）

