

ようやく持ち直しが確認できた国内景気

～一旦は上昇した長期金利も足元では沈静化へ～

南 武志

要旨

2014 年 10～12 月期の実質成長率は、事前予想を下振れたものの、3 四半期ぶりにプラスとなり、消費税増税後の持ち直しが始まっていることが確認された。年度内は増税の影響が残るとみられるが、すでに円安効果の浸透によって輸出の増加傾向が明確化していることに加え、15 年度入り後は賃上げ継続や原油安メリットなどによって家計の所得環境が大きく改善し、回復傾向が強まると見られる。ただし、原油安が資源国経済へ悪影響を及ぼす可能性、さらには世界的なデスインフレ現象がさらに強まることから各国の金融政策に影響を与える可能性には十分注意が必要である。

一方、長期金利は 1 月下旬に 0.1% 台と過去最低を更新した後、株高や原油価格底入れなどもあり、0.4% 半ばまで急上昇するなど、不安定な動きとなったが、足元では沈静化に向かう動きとなっている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2015年				
		2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	(%)	0.078	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 (%)	0.375	0.05～0.50	0.00～0.50	0.05～0.50	0.05～0.55
	5年債 (%)	0.115	▲0.05～0.20	▲0.10～0.15	▲0.10～0.15	▲0.05～0.20
為替レート	対ドル (円/ドル)	119.2	115～125	115～125	120～130	120～130
	対ユーロ (円/ユーロ)	135.4	125～145	125～145	125～145	125～145
日経平均株価	(円)	18,466	18,500±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2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

非常にゆったりとではあるが、日本経済は消費税増税後の落ち込みから持ち直しつつある。14 年 10～12 月期の GDP 第 1 次速報によれば、経済成長率は前期比年率 2.2% と 3 四半期ぶりのプラスに転じた。依然として住宅投資が減少傾向を続けるなど、増税前の駆け込み需要の反動減が一部残っているものの、耐久財消費や民間企業設備投資などが微増ながらも前期比プラス（それぞれ 0.7%、0.1%）

に転じたほか、世界経済の低成長リスクが意識されるなかで輸出が同 2.7% と増勢を強めるなど、前向きの動きが散見される。とはいえ、成長率にとってプラス寄与となった民間在庫増は、国内需要の回復力が想定以上に鈍いことの裏返しである。

さて、目下の注目点は、原油価格やそれが内外経済に与える影響である。2 月に入り、原油価格の下げ止まり・反転が見られたことで、ロシア、ブラジルや中

近東諸国など資源国経済への懸念はやや後退した感もある。しかし、米国を除き、世界経済は低成長が長期化する可能性が意識されるほか、供給過剰感も払拭できない状態が続くと見られ、原油安に伴うリスクには警戒が必要である点は留意する必要がある。

一方で、原油輸入価格が半値になれば、日本の原油輸入代金は 7～8 兆円の減額となるなど、国内購買力の大幅改善が期待できる。また、15 年春季賃金交渉が 14 年並みで決着すれば、家計の所得環境も大幅に好転するはずである。さらに、円安で価格競争力が高まった影響もあり、輸出の増勢が強まっている。15 年度入り後は、経済の好循環が強まることで、設備投資需要も促され、全般的に回復傾向が本格化するだろう。(経済見通しは後掲レポート『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、円安進行やエネルギー高騰による押し上げ効果が一巡したこと、増税後の景気足踏みによる需給悪化などの影響に加え、足元では原油安の影響が強まってきた。10～12 月期の民間消費デフレーターは前年比 2.0%と、7～9 月期(同 2.5%)から鈍化、12 月の全国消費者物価(除く生鮮食品)も同

2.5%、増税による押し上げ分(2.0 ポイントと想定)を除けば同 0.5%と、消費税増税時の同 1%台前半から上昇圧力が緩和している。

一方、国際商品市況の影響をより受けやすい国内企業物価(1 月)では同 0.3%、消費税要因を除くと同▲2.4%と大幅下落した。さらに、国内需要財のうち、消費者物価の川上に位置するとみられる消費財は同▲0.9%、国内品は同▲2.4%と、下落圧力が強まってきた。前年同時期と比べて円安水準にあるほか、食料品などで過去の原材料高騰分を価格転嫁する動きもあるとはいえ、原油安などの影響は今後さらに強まることから、15 年度上期にかけて消費者物価は下落に転じる可能性が高まっている。

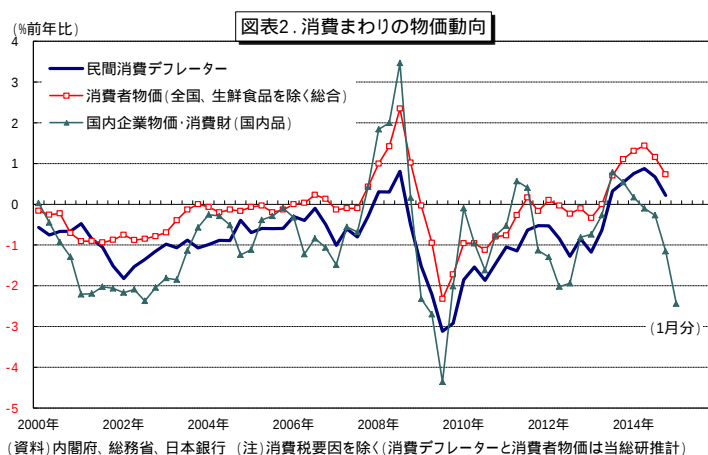
金融政策:現状と見通し

以上のように、一時的にせよ物価下落が避けられそうもない状況の下、14 年 10 月末に量的・質的金融緩和の強化(QQE2)に踏み切った日本銀行がどのような対応をするかが注目されている。

日銀は 2%程度と設定した物価安定目標を早期に達成することを自ら課しており、単純に考えれば、実際の物価上昇率が当面鈍化することが予見できるのであ

れば、何らかの対応をすると予想するのは自然である。しかし、今回の物価鈍化は、消費税増税後の景気落ち込みもあるが、圧倒的に原油安の影響の方が大きい。追加緩和によって原油安による物価押し下げ効果を相殺することは可能だろうか。

また、原油安には需要刺激



効果があるとされており、それによる物価鈍化を追加緩和で対応すべきか、という問題もある。仮に、原油価格が下落しておらず、その代わりに消費税率を 5% に引き下げたとした場合、物価は前年比下落に転じる可能性が高いが、その場合にも日銀は追加緩和をする必要があるだろうか。多少の違いはあるにせよ、原油安、消費税減税ともに、物価を押し下げるが、需要に対しては刺激効果がある。以上を踏まえれば、日銀は現行の QQE2 による効果の浸透を見守る姿勢を粘り強く続ける可能性が高いと思われる。もちろん、世界各国中銀の「金融緩和・通貨安競争」のあおりを受けて円高圧力が強まり、デフレマインドが再び台頭するような懸念が生じれば、追加緩和に踏み切る可能性もあるだろうが、その可能性自体かなり小さいだろう。

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。

一方、16 年度初頭を見通してみても、2% の物価上昇率が厳しいということになれば、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を示唆するなど、若干の変化が見られている。しかし、明確な対応はいずれ迫られることになるだろう。

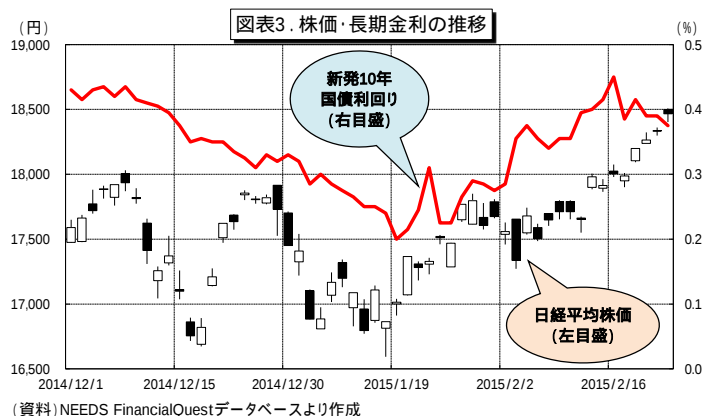
ただし、16 年度以降を見据えれば、2% の物価安定目標を達成することは全く見通せないという状況ではなくなったように思われる。当総研の経済見通し並みに、日本経済が潜在成長力を上回る成長を続けられれば、16 年度下期にかけて適度な賃上げと物価上昇が両立しうる経済が実現できる可能性がある。その際には QQE2 からの出口戦略が意識され始めることになるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

15 年に入り、原油安による資源国経済への懸念、ECB による量的緩和導入などを材料に、金融資本市場は揺れ動いた。足元では原油安も一服したかに見えるが、反緊縮路線に転換したギリシャに対する金融支援策見直しを巡る問題も浮上、内外市場の先行き不透明感が払拭できたわけではない。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 11 月以降、QQE2 に踏み切った日銀が年間の国債発行額に迫る勢いで国債



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った。ディスインフレーション傾向の強まりを背景に、世界各国の中銀がマイナス金利導入も含めた金融緩和に踏み切っていることもまた、債券高に寄与したとみられる。指標金利である新発 10 年物国債の利回りは、1 月 20 日には一時 0.2% 割れと過去最低を更新した。しかし、その後は高値警戒感が浮上したほか、日銀の追加緩和観測も後退したこともあり、反転に転じ、2 月中旬には 0.45% まで上昇するなど、ボラティルな展開となったが、17 日の 20 年国債入札が順調な結果だったことを契機に落ち着きを取り戻した。

先行きについては、国内の機関投資家は水準感から購入しづらい状況ながらも、米国の早期利上げ観測が後退した感もあるほか、QQE2 による金利抑制効果も期待されることから、基本的に低金利状態が続く可能性が高い。

株式市場

14 年秋以降、ETF（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、世界経済の先行き懸念が急浮上、1 月中旬にかけて株価は 16,500 円近くまで調整したが、その後は持ち直しに転じ、2 月中旬以降は 18,000 円前後での展開となっている。

アベノミクス加速や原油安アメリカへの期待、「流動性相場」の継続などは株価を下支えすると

はいえ、国内非製造業の業績が芳しくないほか、世界経済の下振れリスクも残るなか、当面は底値を固める展開となるだろう。しかし、15 年度入り後の景気回復期待から徐々に株高傾向が強まると予想する。

外国為替市場

14 年 10 月末の QQE2 導入、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、それまで 1 ドル = 100 円台後半で推移していたドル円レートは再び円安が加速、12 月上旬には 7 年 4 ヶ月ぶりの 120 円台となった。しかし、その後は世界経済の先行き懸念が台頭、リスクオフの流れもあり、110 円台後半を中心としたレンジ相場が続いている。先行きは、日本は当面は金融緩和を続ける半面、米国では年内には利上げの可能性があることから、円安基調は継続するとみられる。

一方、対ユーロレートは、ECB の量的緩和導入などもあり、12 月以降はユーロ安気味に推移してきた。足元ではギリシャ懸念が燦っているほか、デフレ警戒による一段の追加緩和への思惑も残ることから、先行きも円高ユーロ安気味に推移するとみられる。

（2015.2.23 現在）

