

## 賃上げ継続や原油安で好循環が期待される国内景気

～夏場にかけて物価は前年比下落に転じる可能性も～

南 武志

### 要旨

消費税増税から1年が経過、所々にまだ影響が残っているものの、国内景気は緩やかな持ち直しの動きが見られる。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おり、生産などに波及が見られるが、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することが期待され、経済の好循環入りに向けた動きが本格化し始めるだろう。もちろん、資源国リスクや米国利上げに伴う国際資金フローの影響など、不安定要因がいくつか存在することを留意する必要がある。

一方、原油安の影響で、足元の物価は前年比ゼロ近傍まで鈍化しており、先行きは下落状態も予想される。物価安定目標の早期達成を狙う日本銀行がこれにどう対処するかが注目されるが、追加緩和には慎重姿勢を続けると予想する。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項目	2015年				2016年	
	3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.064	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.1700	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17	
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 (%)	0.305	0.00～0.50	0.05～0.50	0.05～0.55	0.05～0.55
	5年債 (%)	0.085	0.10～0.20	0.05～0.20	0.00～0.25	0.00～0.25
為替レート	対ドル (円/ドル)	119.6	117～125	120～130	120～130	120～130
	対ユーロ (円/ユーロ)	131.0	115～135	115～135	115～135	115～135
日経平均株価 (円)	19,713	20,000±1,000	20,250±1,000	20,750±1,000	21,250±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3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

2014年4月に消費税率が8%に引き下げられて1年が経過した。反動減などで国内景気は大幅に落ち込んだが、14年夏に底入れし、その後も緩やかなとはいえず回復基調を続けている。しかし、消費税増税の影響はまだ所々残っており、増税直前のGDP水準や物価上昇率を回復するまでには至っていない。

高齢化が着実に進行する中、社会保障制度の持続可能性のために消費税増税は不可避との主張はそれなりに説得力があ

ったが、デフレからの完全脱却が実現できていない状況下での需要抑制効果をもたらす増税実施は時期尚早だったことは否めない。

しかし、政府は今回の教訓を踏まえ、税率10%への引上げ時期を1年半先送りするとともに、経済対策を策定し、次回増税時までにデフレ脱却や経済の好循環実現に向けて注力する意向を表明した。既に10月末に日本銀行は量的・質的金融緩和の強化(QQE2)を打ち出していたが、経済政策運営は景気最優先のスタンスが

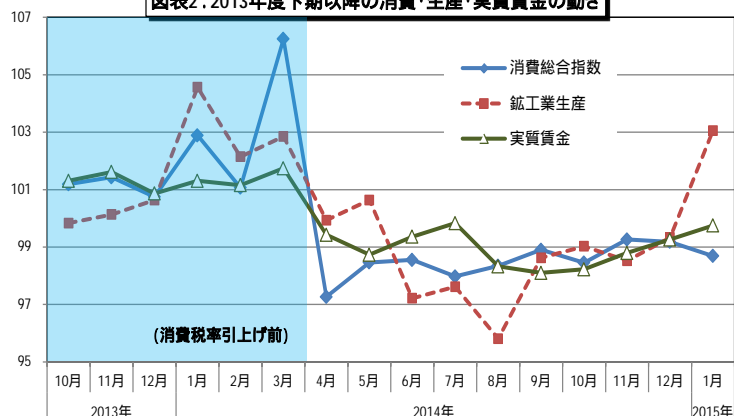
明確となった。

ここで改めて足元の景気情勢について述べてみたい。1月の消費総合指数は10～12月平均を0.3ポイント下回るなど、相変わらず鈍い動きを続けている。旧正月要因で訪日外国人が急増した2月にはインバウンド消費が盛り上がったが、実質賃金は前年比マイナス状態が続いており、消費の本格回復にはつながっていない模様だ。一方、長らく停滞気味に推移していた輸出は昨年後半から増加傾向が続いている。決して世界経済の回復テンポが高まったわけではないが、円安反転から2年が経過し、日本製品の価格競争力が備わってきたことが反映されつつある、と考えられる。こうした輸出増は生産活動の活性化に貢献しているが、いずれ企業設備投資などにも波及効果が及ぶものと思われる。

先行きについては、海外経済にいくつかの不安定要因（原油安に伴う資源国リスクや米利上げを巡る国際資金フローへの影響など）が存在するものの、消費税増税の悪影響が一巡するほか、前述したポリシーミックスに15年春季賃金交渉での賃上げ継続や原油安による購買力改善が加わることで、経済の好循環が始まる可能性が高い。（最新の経済見通しは後掲レポート『2014～16年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）』をご参照下さい）

一方、物価については下落に転じる可能性が高まっている。増税直後こそ、前年比1%台前半で推移していた全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下、全国CPIコア）であったが、円安進行やエ

図表2. 2013年度下期以降の消費・生産・実質賃金の動き



（資料）内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計より農林中金総合研究所作成。  
（注）2013年10月～15年1月＝100

ネルギー高騰による押し上げ効果の一巡、景気停滞による需給悪化の影響に加え、足元では原油安の影響も加わり、鈍化傾向が強まっている。1月の全国CPIコアは同2.2%、増税による押し上げ分（2.0ポイントと想定）を除けば同0.2%と、物価上昇圧力が大幅に解消されている。

前年同時期と比べて円安水準にあるため、最終財の輸入価格は依然として上昇しているほか、食料品などを中心にこれまでの原材料高騰分を価格転嫁する動きや電気・ガス料金には当面値上げの動きもあるものの、昨年7月までガソリンが高値圏で推移していたことの反動が15年夏場にかけて出ることから、一時的に物価下落状態に陥るだろう。

### 金融政策：現状と見通し

4月4日で量的・質的金融緩和（QQE）の導入から満2年を迎える。QQE導入当初、物価安定目標（全国消費者物価の前年比上昇率で2%前後）を2年程度の期間で達成するとしていたが、前述した物価環境を踏まえると、その達成はかなり厳しいと言わざるを得ない。こういう状況の下、日本銀行がどのように対応するのが注目を集めている。

結論的には、日銀は今後、展望レポートやその中間評価を行うどこかの時点で、物価安定目標を達成する時期を「15年度を中心とする期間」から後退させることを余儀なくされるだろうが、それに合わせて追加緩和を行う可能性は低いのではないかと予想する。

たしかに、足元の原油安は直接的に物価上昇率を鈍らせ、物価上昇率を物価安定目標から遠ざけてしまうだろう。しかし、原油価格が先行き底割れする事態にでもならない限り、原油安に伴う物価鈍化の影響は秋以降は解消に向かうはずである。また、原油安そのものは景気に対しては刺激効果があり、景気の本格回復に対して貢献することが期待されている。こうした状況を展望すれば、原油安が主因の物価鈍化に対して、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・地域の中央銀行による金融緩和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、追加緩和に踏み切らざるを得ないだろうが、その可能性は小さいと思われる。

なお、当総研の物価見通し（全国CPIコア）は、15年度は年度下期から再び水面下から浮上するものの、通年では0.2%

の上昇と低調さは否めない。しかし、16年度については、経済の好循環実現に伴って労働需給が徐々に引き締まっていき、賃金・物価にも好影響を及ぼしていくことから、年度下期には前年比1%台後半まで上昇率が高まり、物価安定目標の達成に近づくものと思われる。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年入り後、金融資本市場は原油安による資源国リスクや欧州中央銀行（ECB）の量的緩和導入などを材料視してきたが、最近では米国の利上げ時期を巡る思惑もまた相場変動に一役買っている。

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。

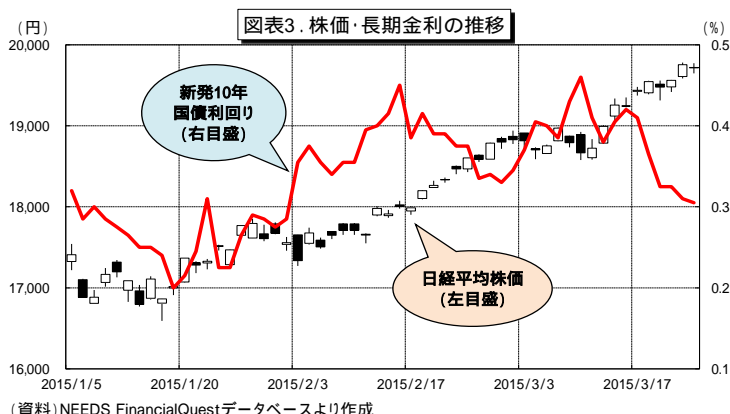
#### 債券市場

13年4月に導入されたQQEによって、日銀が長期国債の買入れ額を急拡大させたことを受けて、国債流通市場でのプレゼンスは高まった。保有国債もまた急増しており、資金循環統計によれば12年度末の94兆円（発行額全体の11.6%）から、14年末には207兆円（同23.4%）へ膨張している。

14年11月以降はQQE2によって日銀は国債の年間発行額に迫る勢いで買入れ始

めているため、これが継続すれば1年後には3割以上、2年後には4割近い保有比率まで高まる可能性がある。

こうした中、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が、その直後、高値警戒感が急浮上



したほか、一段と低下した流動性への懸念、さらには米国の早期利上げ観測が強まったこともあり、QQE 導入直後を思い出させるようなボラティルな展開となった。3月上旬には一時0.47%まで上昇したが、年度末を控えて投資家の動きが徐々に鈍ってきたことや米国の早期利上げ観測が後退したこともあり、長期金利は沈静化し、足元0.3%前後まで低下している。

先行きについても、米国の利上げ時期を巡る思惑が相場に大きく影響を与える可能性が高いが、投資家にも一定程度のニーズが存在するほか、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、原油安などに伴い、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、3月中旬には19,000円を回復、直近は15年ぶりとな

る19,700円台にまで上昇した。

このところ、輸出製造業を中心にベアスアップを含む賃上げムードが醸成されているが、そうした動きは収益圧迫要因と見做されず、逆に先々のデフレ脱却や成長促進につながる可能性が評価され始めるなど、株式市場を取り巻く環境に変化が起きつつあるようだ。

目先はこれまでの急ピッチな株価上昇に対して調整する場面があると思われるものの、成長戦略の効果や原油安メリットへの期待、「流動性相場」の継続などは株価の押し上げに貢献するとみられることから、中期的に見て株価は堅調に推移するだろう。

### 外国為替市場

為替レートに影響を与える材料は数多く存在するが、この数年は金融政策の方向性やそれを巡る思惑などに影響を受ける場面が多かったと思われる。主要国・地域の金融政策をみると、日本は当面、現行QQE2の枠組みでの緩和策が継続する、米国では年内にも利上げが想定されている、欧州では量的緩和が始まった、という具合に方向性に相違が見られる。年初以降の為替レートはそれに反応して対ドルでは円安方向、対ユーロでは円高方向で推移してきた。

先行きも基本的には対ドルでは円安気

味、対ユーロでは円高気味に推移するという展開は変わらずとみるが、何らかの予期せぬイベントが発生し、リスクオフの流れが強まった際には円高が進行する可能性には必要であろう。

(2015.3.24 現在)

