

## 好循環入りの期待が高まる国内景気

～ 物価下落が意識される中、追加緩和は見送られると予想 ～

南 武志

### 要旨

消費関連の経済指標は依然として動きが鈍いが、総合的に見れば国内景気は緩やかながらも持ち直しが続いている。消費者マインドの改善が進むなか、賃上げ継続や消費税増税の影響一巡、石油製品の価格下落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、15年度には経済の好循環入りに向けた動きが徐々に強まっていくと予想する。

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、先行き一時的にせよ下落に転じることも予想される。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、追加緩和に対して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<br>項 目      | 2015年        |              |              |              | 2016年        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                   | 4月<br>(実績)   | 6月<br>(予想)   | 9月<br>(予想)   | 12月<br>(予想)  | 3月<br>(予想)   |
| 無担保コール翌日物 (%)     | 0.062        | 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 (%)     | 0.300        | 0.00～0.50    | 0.05～0.50    | 0.05～0.55    |
|                   | 5年債 (%)      | 0.080        | ▲0.10～0.20   | ▲0.05～0.20   | 0.00～0.25    |
| 為替レート             | 対ドル (円/ドル)   | 119.6        | 117～125      | 120～130      | 120～130      |
|                   | 対ユーロ (円/ユーロ) | 128.6        | 115～135      | 115～135      | 115～135      |
| 日経平均株価 (円)        | 20,133       | 20,250±1,000 | 20,500±1,000 | 21,000±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4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

最近公表された経済指標(2、3月分)をみると、国内景気は持ち直していると判断できる。しかし、部門ごとにみるとその改善度合いには温度差が見られ、全体としてみれば持ち直しに向けた動きは緩慢なままで、加速感は見られない。

実際、消費税増税で最も悪影響を受けた家計部門に関する指標の多くは鈍さが目立つ。2月の消費総合指数は前月比▲0.1%と2ヶ月連続で低下しており、1～2月の水準は10～12月の平均を割り込んでいる。2月といえば、東アジア圏の旧正月要因で訪日外国人が急増したことで

インバウンド需要が盛り上がり、大都市圏の百貨店販売などは堅調だったが、総合的にみると増税の影響で実質賃金が依然として前年割れが続いたことに加え、残業時間も前年の反動で減少に転じたために残業手当の伸びが鈍化しており、それらが消費を抑制する方向に働いている。

その一方で、企業部門に関する指標の多くは底堅さを維持するなど、家計部門とは明暗が分かれる結果となっている。法人企業統計季報によれば、10～12月期の経常利益(全規模・全産業ベース、除く金融・保険業)はそれまでの過去最高だった1～3月期の水準を上回るなど、増

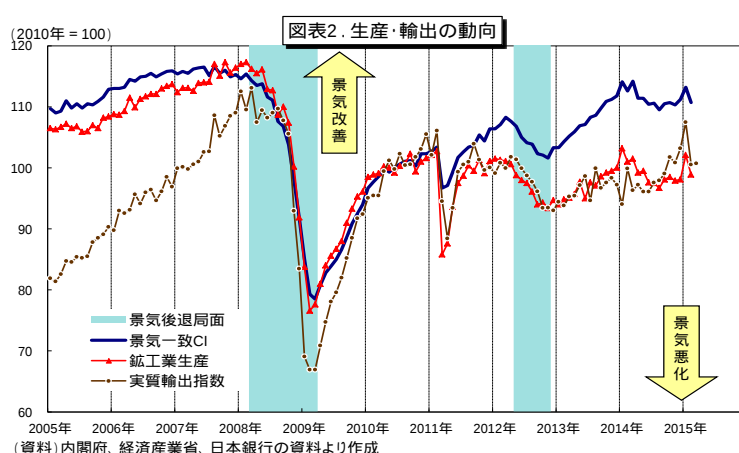
税の影響を感じさせないパフォーマンスとなっている。また、日銀短観（3月調査）からは代表的な指標である大企業製造業の業況判断DI（「良い」-「悪い」、%ポイント）は12月調査時と変わらずの12であったが、中小企業の同DIも「良い」超を維持するなど、企業を取り

巻く経営環境は決して悪くない。こうした景況感を背景に、設備投資などには底堅さも散見される。

先行きは、海外経済、特に新興・資源国経済に下振れリスクが存在するものの、ベースアップを含む賃上げ継続によって「企業から家計へ」の所得還流が進むことへの期待、増税要因の剥落や石油製品価格下落による実質所得の改善効果などで、家計部門にも明るさが見え始めるものと予想する。実際、景気ウォッチャー調査や消費動向調査などの消費者マインドは回復が進んでおり、経済の好循環が始まる環境は整いつつあると思われる。

さて、増税後の需給環境が悪化したことに加え、昨秋以降は原油安の影響も加わり、最近では物価の鈍化傾向が一段と強まっている。2月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下、全国CPIコア）は前年比2.0%、増税による押し上げ分（2.0ポイントと想定）を除けば同0.0%となるなど、増税直後には1%台前半（増税要因を除く）であった物価上昇圧力はすでに解消している。

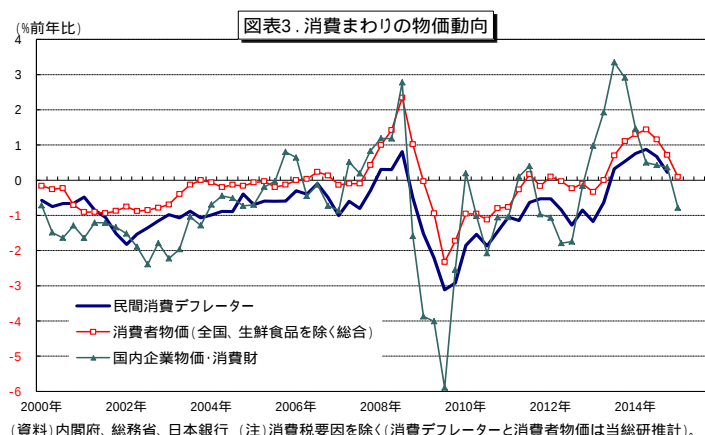
当面は、前年同時期と比



べて円安水準にあるために最終財の輸入価格には依然として上昇圧力が加わっている（3月の企業物価統計における最終財価格（輸入品）は前年比7.0%の上昇）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があること、さらに電気・ガス料金に値上げも残っているが、14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年夏場にかけて強めに出ることから、年度上期中に一時的に物価下落状態となる可能性は高い。

## 金融政策：現状と見通し

このように物価鈍化が進むなか、日本銀行がどのような対応を取るのか、金融資本市場の参加者は注目している。量的・質的金融緩和（QQE）の導入当初、物



値安定目標（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、上述の通り、足元の物価は前年比ゼロ近傍となるなど、日銀にとっては厳しい状況であるといえる。しかし、4 月 7～8 日の金融政策決定会合においても、日銀は 14 年 10 月 30 日に強化した QQE の枠組みを続ける（政策変更なし）と決定した。

さらに、黒田総裁は需給ギャップが改善していることや予想物価上昇率が全般的に上昇していることを理由に、「物価の基調は着実に改善している」との見解を示すなど、一部で浮上する追加緩和への思惑を打ち消す姿勢を強めている。実際、黒田総裁が述べた通り、需給ギャップが過去の平均並みの 0%近辺まで改善しているかは疑問を差し挟む余地があるが、「原油安による物価鈍化」という現象について日銀は、（原油安という）個別価格の動きと（経済全体の需給関係を示す）一般物価の動きとは分けて考えるべき、という姿勢を示したといえるだろう。つまりは、原油価格が大幅に下落し、それが物価指数を一時的に押し下げたとしても、マクロ的な需給環境が悪化していない限り、金融政策を発動すべきではない、ということである。

とはいえ、「15 年度を中心とする期間」中に、2%前後の物価上昇を安定的に達成することは困難であると思われる。そのため、日銀はいずれ、展望レポートやその中間評価を行う時点（7 月もしくは 10 月）にも、物価 2%の達成時期を先送りすることは不可避であろう。もちろん、何らかの要因で円高圧力が再び強ま

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、現時点で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 年度下期には再び物価は上昇に転じるものの、通年では前年度比 0%台前半の上昇にとどまるだろう。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、それが賃金・物価を押し上げていくことが想定され、年度下期には同 1%台後半まで上昇率が高まり、物価安定目標の達成に近付くと思われる。その際には QQE2 からの出口戦略が意識され、長短金利などにも影響が出るだろう。

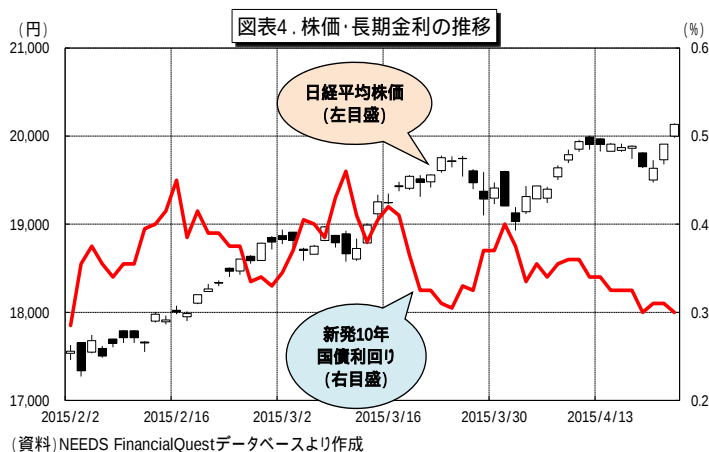
## 金融市場：現状・見通し・注目点

15 年中にも想定される米国の利上げ時期を巡る思惑に、内外の金融市場は揺さ振られる場面もあったが、最近では利上げ時期が年後半にずれ込むとの予想が増えており、市場も落ち着きを見せている。

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みたい。

### 債券市場

13 年 4 月に導入された QQE、さらには 14 年 10 月末には追加緩和（QQE2）が決



定されたことで、日銀は国債の年間発行額に迫る勢いで長期国債の買入れを実施しており、国債流通市場でのプレゼンスは一段と高まった。そうした中、指標金利である新発 10 年物国債の利回りは、1 月中旬には一時 0.2% 割れと過去最低を更新したが、その直後には高値警戒感が強まったほか、流動性リスクへの警戒、さらには米国の早期利上げ観測も浮上し、3 月上旬には 0.47% まで上昇するなど、ややボラタイルな展開が続いた。しかし、年度末が近付くにつれて投資家の動きが鈍ったほか、米国の早期利上げ観測が後退したことから、3 月中旬以降、長期金利は 0.3% 台での落ち着いた動きを続けている。

先行きは、米国の利上げ時期を巡る思惑が金利変動を再び激しくさせる可能性があるものの、一定の投資家需要の存在、さらには QQE2 による金利抑制効果も期待されることから、基本的には低金利状態は維持されるだろう。

### 株式市場

追加緩和( QQE2 )により、14 年秋以降、ETF( 上場投資信託 )の年間買入れ額がそれまでの 3 倍の約 3 兆円に増額されたことに加え、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 ヶ月ぶりに 18,000 円台を回復した。年初には原油安に起因する世界経済の先行き懸念が急浮上、16,500 円近くまで調整する場面もあったが、その後は持ち直しに転じ、3 月中旬には 19,000 円、4 月 10 日には一時 20,000 円台を回復するなど 15 年ぶりの水準まで上昇した。同時に

利益確定の売り圧力も強まったが、下値を固め、再び上値を試そうとする動きも散見される。

株式市場を取り巻くムードもデフレ脱却や成長促進につながる可能性について積極的に評価されるなど、変化が起きている。先行きについても、成長戦略の着実な実行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上げに貢献するとみられ、株価は堅調に推移すると予想する。

### 外国為替市場

為替レート変動の主要因は、これまでの数年と同様、金融政策の方向性やそれを巡る思惑と考えている。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、という状況だが、それに沿う形で日本円は対ドルでは円安ドル高、対ユーロでは円高ユーロ安に、それぞれ変動してきた。

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ないと思われるが、世界経済の下振れリスクなどが顕在化し、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。

( 2015.4.22 現在 )

