

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 依然として確信できない「2年で2%の物価上昇」

### ～持続的な成長経路への早期回帰は困難～

南 武志

#### 要旨

国内景気・物価は、積極的な金融財政政策による効果によって、緩やかながらも改善の動きが続いている。こうした動きは中小企業や地域経済にまで波及するなど、広がりを見せている。13年度末にかけては、公共事業の下支えや消費税増税前の駆け込み需要が本格化することもあり、国内経済は高めの成長を達成、物価上昇率も1%台前半で推移するだろう。しかし、14年度の増税直後には国内景気は足踏み状態に陥り、物価上昇圧力も一旦は弱まるだろう。政府は5.5兆円規模の補正予算を編成し、企業に賃上げを要請しているが、増税ショックを完全に吸収するには不十分だろう。14年夏ごろには日本銀行は追加緩和策の実施を決断すると思われ、長期金利の1%割れ状態は当面続くと予想される。

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)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.072	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.2200	0.20~0.25	0.18~0.23	0.15~0.23	0.15~0.23
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 (%)	0.625	0.55~0.80	0.55~0.85	0.55~0.85	0.55~0.85
	5年債 (%)	0.195	0.15~0.30	0.15~0.35	0.20~0.40	0.20~0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	103.4	98~110	100~112	100~112	100~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	141.5	130~150	130~150	135~150	130~150
日経平均株価 (円)		15,391	16,000±1,000	14,750±1,000	14,750±1,000	15,000±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1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

国内景気は引き続き改善傾向にあるものの、その勢いは依然としてやや抑制された状態といえる。アベノミクスに対する期待感はあるものの、これまでの海外経済の回復力は緩慢なままであり、必ずしも内外需の両輪揃った景気回復となっていないことが背景にあるだろう。

大胆な金融緩和策や公共事業の大幅増といったアベノミクスの第1,2の矢の効果によって民間需要が刺激されており、11月の消費総合指数は前月比0.8%、機械受注の民需(除く船舶・電力)は同9.3%

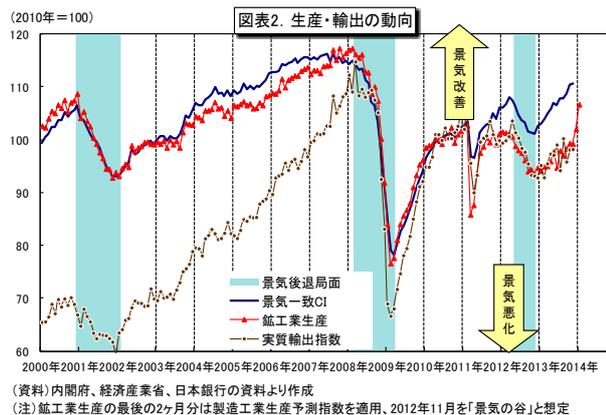
と底堅かったものの、実質輸出は同0.1%、鉱工業生産は同▲0.1%と低調に推移しており、主要経済指標に濃淡が見られる。

とはいえ、バブル崩壊後の日本経済が陥った「失われた20年」から抜け出そうとする動きも散見されているのも確かである。本誌1月号でも紹介したとおり、日銀短観(12月調査)では、中小企業・非製造業の業況判断DIが約22年ぶりに「良い」超に転じたほか、日銀地域経済報告(さくらレポート、1月)でも9地域全てが「回復」との情勢判断となるなど、景気改善は広がりを見せている。

先行きについては、ひとまず13年度末にかけては、4月からの消費税増税を前にした駆け込み需要が本格化するとみられるほか、公共事業の進展による下支え効果の継続もあり、国内景気はしっかりとした足取りをたどるものと予想される。しかしながら、消費税増税が実施される14年度の景気動向については十分慎重に見る必要がある。

政府は、増税による悪影響を緩和すべく、5.5兆円規模の補正予算編成を行っており、早期の予算成立・執行を目指しているほか、業績が改善した企業に対してベアを含めた賃上げを要請してきた。中期的に見れば、消費税増税は消費行動などのタイミングを変えるだけであり、むしろ年金制度の持続可能性を高めて予備的動機に伴う貯蓄行動を弱める効果が期待されるとの主張もある。

しかし、短期的に見れば駆け込み需要の反動減が耐久消費財や高額品などを中心に出るのは避けられない。また、増税に伴って一時的に物価上昇圧力が高まるのが想定されるが、中小企業に至るまで増税分を補填できるほどの賃上げが実施されると考えるのは無理がある。補正予算案の中身を見ても、すでに資材高騰や人材逼迫が起きている公共事業が大きな部分を占めており、即効性や景気浮揚効果はほとんど期待できない。民間需要に底堅さが出てきた米国経済の順調な回復が続けば、これまでの円安の効果が浸み出すこととの相乗効果で、輸出が景気を下支えし始められると思われるが、「企業から家計へ」の所得分配は不十分であり、実質所得の目減りによる消費マインドの悪化によって元の成長経路への早期回帰



は困難と考える。

また、物価については、円安進行や電気・ガス代の値上げ継続などエネルギー高騰などを主因として、13年半ばには下落状態から抜け出し、足元では前年比1%台まで上昇率が高まってきた(11月の全国消費者物価(生鮮食品を除く)は同1.2%、食品(除く酒類)・エネルギー除くベースでは同0.6%)。最近では消費の堅調さを背景とした需給改善効果も強まりつつある。

先行きについては、既にエネルギーの物価押し上げ効果が一巡しているが、13年度末にかけては1%台前半での物価上昇率が続くものと予想される。ただし、14年度には増税の影響を受けて、国内景気が一旦は大幅に悪化することから、表面的には2%台後半の物価上昇となるものの、消費税要因を除く物価上昇率は1%を割れて推移すると予想する。

## 金融政策:現状と見通し

日本銀行が13年1月に全国消費者物価で前年比2%とする「物価安定の目標」を設定、これをできるだけ早期に実現することを決定してから1年が経過した。日銀がその目標達成に向けた行動を開始するには黒田新総裁らが就任するのを待たなければならなかったが、4月3~4日

の金融政策決定会合では、マネタリー・ベースを今後2年で約2倍にすることなどを柱とする「量的・質的金融緩和（以下、異次元緩和）」を導入、物価安定目標は2年程度で実現できるとの強い意欲を示した。なお、黒田総裁はこれまでのような政策の逐次投入はやらないと表明した通り、その後の日銀は異次元緩和を継続しており、その政策効果を見極める姿勢を続けている。

なお、13年末には、マネタリーベースは202兆円と、当初に設定された目標（200兆円）をクリアしたほか、長期国債の保有残高も142兆円（当初目標は140兆円）に増額された。そのほか、貸出支援基金については金余り状態の下でも企業の資金ニーズがなかなか高まってこないこともあり、9.2兆円と当初目標（13兆円）を大幅に下回ったものの、CP等が2.2兆円、社債等が3.2兆円、ETFが2.5兆円、J-REITが1.4千億円と、当初の目標通りの増額が達成できた。

こうしたなか、1月21～22日に開催された金融政策決定会合では、「景気は緩やかな回復を続けている」との基調判断の下、これまでの異次元緩和を維持したほか、「2年で2%の物価上昇」が達成できるとの見通しも踏襲した。会合後、黒田総裁は海外経済の下振れリスクは低下しているとの見方を示したほか、物価上昇は想定通りの道筋をたどっており、物価目標に手応えを感じていると、達成に向けた自信を見せた。

しかし、当総研も含めた民間の見通しとは大きな乖離が目立つのも実際のところである。消費税増税後には物価上昇圧力が

一旦は解消してしまう可能性があるほか、これまでの物価上昇を牽引してきた円安やエネルギーの物価押し上げ効果が低下することを考えれば、今後とも2%に向けて順調に物価上昇率が高まることを見通すのは困難であろう。

こうした動きが現実のものとなれば、物価目標の早期達成を公約としている日銀は何らかの対策を余儀なくされるだろう。物価上昇圧力の一服感が鮮明となる14年夏ごろには追加緩和の検討・実施を行うものと予想する。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

13年の金融資本市場は、アベノミクスへの期待や日米の金融緩和策の行方に対する思惑が大きな材料となった。基本的には景気回復やデフレ脱却への期待から円安・株高傾向が定着する一方で、長期金利は日銀の金融政策によって低位に抑制された。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しを考えたい。

### ① 債券市場

異次元緩和の導入直後は大きな変動を伴いながら上昇傾向が強まった長期金利（新発10年物国債利回り）であったが、7月以降は低位安定状態に戻り、10月下旬から11月上旬にかけては再び0.5%台となった。一方、12月に入ると、米雇用環境の改善を背景に、米連邦準備制度



(FRB)による量的緩和策第3弾(QE3)の規模縮小が行われるとの思惑から米長期金利が上昇、それに追随する形での金利上昇も見られ、0.7%台まで上昇する場面もあった。しかし、その水準では投資家の押し目買い意欲も強く、年明け後は0.6%台での推移が続いている。

先行きについては、内外景気の回復や米長期金利の上昇継続見通しなどが国内の長期金利にとっての上昇要因と意識されるが、極めて強力な緩和策の効果浸透、さらには14年の景気・物価が一旦は足踏み状態となるといった見通しは金利上昇圧力を大きく緩和させるだろう。長期金利の1%割れは当面継続すると予想する。

## ② 株式市場

13年夏場にかけては、突然意識させられたQE3の年内縮小が及ぼす世界経済・金融市場への懸念から、国内の株式市場も調整色が強い展開となり、日経平均株価は1万4,000円を中心としたボックス圏での展開が続いた。しかし、11月中旬には次期FRB総裁に指名されたイエレン副議長が金融緩和策を当面継続する考えを示したことでリスク回避的な行動が弱まり、円安傾向が強まったことから、株価は15,000円台を回復、年末にかけても16,320円と年初来高値を更新するなど、再び堅調に推移し始めたかに見えた。ただし、年明け後はスピード調整的な動きなどで16,000円割れが続いている。

先行きは、景気回復や企業業績の上方修正傾向などから年度末あたりまでは底堅く推移するが、次第に消費税増税の影響を見極める動きが強まるものと予想する。

## ③ 外国為替市場

日米金利差の拡大につながる

QE3規模縮小は、本来であれば円安要因と捉えられても不思議はないが、13年夏場にかけてはリーマンショック後の世界経済を牽引し続けた新興国経済の成長の源泉である「海外からの資本流入」が逆流するとの思惑が強まった。そのため、投資家のリスクオフ姿勢が強まり、それまでの円安基調が一旦途絶え、円高へ振れる場面も見られた。その後も、米金融政策の予想形成の上で重要視される雇用統計の発表のたびに、QE3の規模縮小を巡る思惑が揺れ動く中、1ドル=90円台後半を中心としたレンジ内での展開が続いた。

しかし、11月以降はイエレン次期FRB議長(当時候補)がQE3の規模縮小があっても緩和策自体は長期化する方針を表明したことに加え、米経済の底堅さに対する評価が強まったことで、円安傾向が再び強まった。対ユーロでも11月初旬に決定されたECBの利下げ直後は一時円高に振れる場面もあったが、それ以降は再び円安方向に戻した。なお、足元では新興国経済への不安感からリスク回避的な円買い圧力が高まる動きも散見される。

先行きも、新興国経済への思惑に左右される面があるものの、米国の金融政策正常化、日本での緩和策の長期化観測などにより、緩やかな円安基調が予想される。(2014.1.26現在)

