

2016 年度も進まぬ「企業から家計へ」の所得還流

～定着しつつある長期金利のマイナス状態～

南 武志

要旨

世界経済の先行き懸念を象徴していた原油安が下げ止まるなど、下振れリスクは幾分和らいだ感がある。注目されていた G20 財務大臣・中央銀行総裁会議も、具体策に乏しいとはいえ、政策の総動員を盛り込んだ共同声明が採択されるなど、不安解消に一役買った。ただし、これまで打ち出されたのは限界が指摘された金融政策ばかりであり、肝心の国際協調的な財政出動に向けて高いハードルが存在しているのは認めざるを得ない。

さて、国内景気は依然として足踏み状態が続いている。16 年の春季賃金交渉も不調であり、「企業から家計へ」の所得還流が強まり、消費水準が持ち直す姿は描けそうもない。とはいえ、欧米先進国向けの輸出は緩やかな回復傾向にあるほか、所得も改善方向にあることから、16 年度に入れば景気は徐々に上向いてくると予想する。

こうした中、日本銀行は 2 月中旬以降、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を本格的に開始したが、足元ではイールドカーブ全体に低金利状態が波及している。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2016年				2017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	(%)	-0.003	-0.1～0.05	-0.2～0.05	-0.2～0.05	-0.2～0.05
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.0980	0.05～0.10	0.00～0.08	0.00～0.08	0.00～0.08
国債利回り	10年債	(%)	-0.095	-0.20～0.10	-0.25～0.10	-0.25～0.10
	5年債	(%)	-0.225	-0.30～0.05	-0.40～0.05	-0.40～0.05
為替レート	対ドル	(円/ドル)	112.9	110～120	112～122	112～125
	対ユーロ	(円/ユーロ)	126.0	115～135	120～140	120～140
日経平均株価	(円)	16,892	17,500±1,000	18,000±1,000	18,000±1,000	18,000±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2016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。

概況

世界経済は相変わらず先行き不透明感強いものの、1ヶ月前と比べれば、慎重姿勢はやや和らいだ感もある。2月下旬に中国・上海にて開催された G20 財務大臣・中央銀行総裁会議では、世界経済の回復と金融市場安定に向けてあらゆる政策を動員することを盛り込んだ共同声明が採択された。具体策は各国任せという中途半端な内容ではあったものの、中

国人民銀行がいち早く追加緩和措置を発表するなど、議長国としてのケジメを果たすような行動をとるなど、一定の成果はあったと見られる。

その後、3月には欧州中央銀行(ECB)が政策金利の引き下げや量的緩和の拡大に踏み切ったほか、米連邦準備制度(FRB)も当初1.0%と想定していた16年内の利上げ幅を0.5%へ下方修正し、今後の米利上げペースが緩やかになる可能性が示

唆されるなど、日銀のマイナス金利政策の本格始動とともに、金融政策は十分過ぎるほど緩和的な運営がなされている。

ただし、G20 共同声明では「金融政策のみでは均衡ある成長に繋がらない」と指摘されたこともあり、財政政策の発動余地に注目が移りつつある。実際、国内では 16 年度予算の成立後には早くも緊急経済対策の検討が始まるとの観測も浮上している。また、17 年 4 月に予定される次回消費税率引き上げをさらに先送りするとの思惑も高まっている。しかしながら、先進国を中心に、裁量的な財政政策の効果への疑念や財政健全化に向けた動きと逆行することへの警戒は根強く、国際協調的な財政出動へのハードルは依然高いことは言うまでもない。

さて、世界経済の先行き懸念を生じさせた主因として原油価格や中国経済の動向が挙げられることが多いが、原油価格については、2 月半ばの 1 バレル＝26 ドル台をボトムに、最近では 40 ドル前後まで持ち直している。進展が見られなかった産油国の増産凍結に向けた協議への期待が強まっていると見られている。制裁解除から日が浅いイランは当面はその協議には不参加と見られるが、一定水準まで生産水準を一定水準まで回復した後は凍結措置に加わる可能性もある。

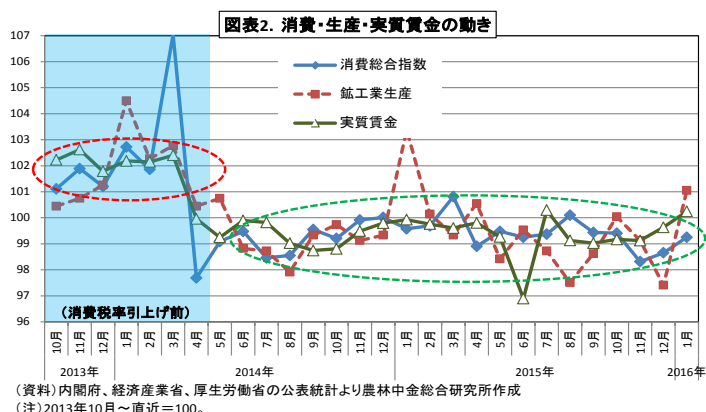
また、中国では 3 月前半に全人代（日本の国会に相当）が開催され、16 年からの第 13 次 5 ヶ年計画などが承認され、内外から早急な対策が求められてきた鉄鋼・石炭産業などでの過剰生産能力の解消に本格的に取り組むことが決まった。それに伴う「痛み」にも適切に対応するためにも財政的な措置を強化するものと見られている。

国内景気：現状と展望

世界経済に対する過度な悲観論は後退したとはいえ、中国など新興国向けを中心に輸出は依然鈍い動きを続けている。それでも米国・欧州向けがやや底堅さを増しつつあることは好材料といえなくもない。また、設備投資も底堅い推移をしている。ただし、消費税増税後の消費は持ち直しがあまり進んでおらず、国内景気は足踏み状態から抜け出せずにいる。

個別の経済指標をみると、1 月分の機械受注（船舶・電力を除く民需）や鉱工業生産は良い数字（それぞれ前月比で 15.0%、3.7%）であったが、機械受注については鉄鋼業の発注が激増（12 月の約 10 倍）したため、鉱工業生産は中華圏の旧正月を控えた前倒し生産の影響であるなど、一時的・特殊要因であることは否めない。2 月分はともに反動減が出る可

能性がある。ただし、良好さを維持する設備投資環境（超低金利、老朽化による更新需要、十分なキャッシュフロー水準など）を背景に、15 年度の設備投資計画は依然として堅調さを保っており（1～3 月期の『法人企業景気予測調査』によれば、全産業ベースで前年度比 8.8%へ上方



修正された)、GDP 統計には計画が実行に移されつつある様子が反映されている (GDP ベースの民間設備投資は前期比 1.5% (10~12 月期))。

一方、民間消費は鈍さが目立つ。1 月の消費総合指数は前月比 0.6%と 2 ヶ月連続のプラスであったが、15 年末の落ち込み分を取り戻したに過ぎず、アベノミクス始動直後の 13 年の水準を 1.6%も下回っている。その背景としては、消費税増税後の耐久財消費の停滞が残っていることに加え、不十分な賃上げ率とこれまでの円安などに伴う日用品・加工食品の値上がりと考えられる。

そうした観点から、16 年度の所得動向を占う上で、賃金交渉の行方が注目されていたが、連合の集計結果 (18 日時点) によれば、定期昇給込みの賃上げ額 (平均賃金方式) は、回答があった 711 組合の平均で 6,341 円と、15 年同時期を 1,156 円下回った。そもそも労働組合側の要求額自体が、急速に厳しくなりつつある企業の経営環境を気遣ってか、控えめであったこともあり、最終的に 15 年度実績を割り込む可能性が濃厚である。

政府・日銀は成長促進・デフレ脱却に向けて苦心しているが、それに決定的に重要な役割を果たすはずの「賃上げ」に関して、肝心の企業の動きは鈍く、まさに「笛吹けど踊らず」の状況といえる。国内労働市場では供給制約が意識され、既に人手不足感が強まっているため、今後の賃上げ圧力は高まる方向にあると思われるが、少なくとも 16 年度に関しては消費水準の回復を一気にもたらし、かつ 2%の物価上昇を促すほど賃上げ圧力が強まることは考え難い。

景気の先行きについては、中国経済の

成長減速などに伴い、輸出が伸び悩みから抜け出せないほか、民間消費の回復もなかなか進まないと思われる。足元は堅調な設備投資も勢いがやや鈍る場面もありうるだろう。足元 1~3 月期についても、低い成長率 (マイナスの可能性も) にとどまるだろう。もちろん、所得環境は緩やかながらも改善が進んでおり、16 年度入り後、国内景気は多少上向いてくるものと思われる。

なお、10~12 月期の GDP 第 2 次速報 (2 次 QE) では、経済成長率は前期比年率▲1.1% (1 次 QE: 同▲1.4%) へ上方修正されている。その影響もあり、当総研の経済成長率の見通しは 15 年度に関しては僅かに上方修正をしたが、16、17 年度は据え置いた (詳細は後掲レポート『2015~17 年度改訂経済見通し (2 次 QE 後の改訂)』を参照のこと)。

物価動向:現状と見通し

14 年夏場以降の原油安、さらには内外需の不振を受けて、物価は軟調に推移している。2 月の全国消費者物価指数のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合」は 2 ヶ月連続での前年比横ばいと、物価上昇圧力が乏しいことが見て取れる。また、日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合 (以下、日銀コア CPI)」も同 1%台前半で足踏み状態となっている。

加工食品や日用品の価格上昇を促していた円安効果は既に一巡し、むしろ最近では円高気味に推移していることもあり、輸入品価格の下落傾向が強まっている。消費者物価の「財」の上流に位置する企業物価の消費財 (うち輸入品) は前年比▲4.9% (2 月) と、下落幅が拡大方向にある。この円高状態が長引けば、今後の

物価上昇率の抑制要因になりうるだろう。

一方、エネルギーの前年比下落率は9月をボトムに緩やかに縮小してきた。ただし、年初来の原油一段安の影響は今夏まで残るとみられ、それまでは物価上昇圧力が高まらないまま推移する可能性が高い。しかし、産油国の増産凍結に向けた協議などが奏功し、1 バレル＝40～50ドルあたりで安定推移すれば、世界経済の下振れリスクの緩和などといった相乗効果もあり、16年末に向けて物価上昇圧力が緩やかに回復すると思われる。

金融政策：現状・見通し

3月14～15日に開催された金融政策決定会合では、前回1月に導入された「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の継続が決定された。マイナス金利政策によって期待された円高是正が進まないことも手伝って、一部に追加緩和観測もあったが、前例のない同政策の効果を見極める段階との判断と思われる。

ただし、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を円滑に実施するため、①「マクロ加算残高（ゼロ金利適用）」の見直しを原則3ヶ月毎に実施すること、②MRFを受託する金融機関の「マクロ加算残高」に、受託残高に相当する額（15年の受託残高を上限）を加えること、③今後「貸出支援基金」・「被災地金融機関支援オペ」の残高を増加させた金融機関の「マクロ加算残高」にその増加額の2倍の金額を加算すること、と実務的な対応をするための微調整が決定された。

また、景気認識としては、前回1月（展望レポート）での「輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復が続けている」から「新興国経済

の減速の影響などから 輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復が続けている」へ、表現をややトーンダウンさせている。ただし、景気の先行きについては「基調として緩やかに拡大していく」、物価についても「エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていく」と、従来の見方を踏襲した。

とはいえ、緩やかながらも前年比上昇率を高めていた日銀コアCPIが足踏みし始めたこと、さらに最近のゼロインフレを受けて、量的・質的金融緩和導入後に高まった企業・家計の予想物価上昇率もこのところ鈍化が目立つなど、「物価の基調」が改善が続いているのか疑わしくなってきたのも確かである。また、16年春季賃金交渉は、日銀にとっても不本意な結果に終わる公算が高まっており、2%の物価上昇率と整合的な賃上げ率が達成できるとは思えない。

足元のゼロインフレはエネルギー価格の下落による面が大きく、今後とも原油価格動向を注視する必要があるものの、仮に原油価格が急上昇して消費者物価を大きく押し上げることがあったとしても、逆に「物価の基調」に悪影響が及ぶリスクもあり、現在の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」からの出口戦略を開始することも難しい。いずれにせよ、日銀は物価2%の達成時期（現在は17年度前半頃）をさらに先送りすることは不可避と思われるほか、追加緩和に踏み切る可能性もあるだろう。日銀は「量（国債買入の規模等）」・「質（信用リスクのある金融資産の買入等）」に加え、「金利（マイナス金利の強化）」という手段も手に入れたが、「次の一手」は当然マイナス金利幅の拡大が柱となるだろう。

一方で、この政策を長期化続ければ、金融システム全体に悪影響が呼ぶリスクもある。元来、ほとんどの金融緩和措置は景気・物価情勢が回復するまでの「一時的」な措置である。今回のマイナス金利政策は金融機関の収益の源泉ともいえる「長短スプレッド」を押しつぶし、主要な余資運用手段である長期国債の利回りの多くをマイナス状態に追いやったことから、銀行・生命保険会社などを筆頭に金融機関経営に厳しい環境を強いており、長期にわたって続けることは適当ではない、それゆえ、例えば、導入後1年経過しても目立った効果が出ないようであれば、滞留し続けるインターバンクマネーが動き出さざるを得ないほどの衝撃を与える別の手立てを検討しなくてはならないだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

冒頭で触れたように、年初から内外の金融資本市場を覆っていた過度な悲観論は後退し、株式市場を中心に持ち直しの動きも散見されつつある。しかし、米国の年内の利上げ幅が下方修正されたことで、2月16日から日銀のマイナス金利政策が本格導入されたにもかかわらず、為替レートには再び円高圧力がかかっており、この状況が続けば、企業業績の頭打ち感が強まるリスクもある。

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。

① 債券市場

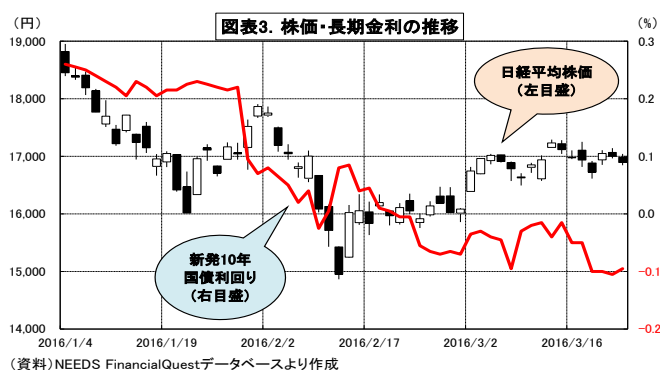
量的・質的金融緩和により、日銀は年間の国債発行額に匹敵する規模での国債買入れを続けており、13年夏場以降、長期金利は概ね低下傾向をたどってきた。また、年

初からの金融資本市場の混乱によって「質への逃避」が強まっているほか、足元のデフインフレ傾向がしばらく継続するとの見通しから、長期金利は一段と低下した。こうした中、利上げを模索する米国での資金運用を目論む国内金融機関のドル需要が急増、調達コストが急上昇したことの影響から、15年秋以降、短期ゾーンの利回りがマイナス状態となっていたが、1月の金融政策決定会合で決定されたマイナス金利政策の導入により、実際にマイナス金利の適用が始まる2月の準備預金積み期間（2月16日～3月15日）を待たずに、イールドカーブは大きく低下、2月下旬以降は長期金利（新発10年国債利回り）のマイナス状態となり、3月18日には一時▲0.135%の過去最低を更新した。最近では、出遅れていた超長期ゾーンでも金利低下傾向が強まっており、40年債の利回りは一時0.5%割れとなっている。

当面、国内の経済・物価情勢には明確な改善傾向が出てこないこと、それを受けて一段の緩和観測も根強いこともあり、長期金利はしばらくマイナス圏での推移が続くだろう。

② 株式市場

15年8月の「中国ショック」などで日経平均株価は一時17,000円割れとなるなど軟調な展開となったが、秋以降は過



度な悲観論が後退したことや 15 年末にかけての米国利上げ観測の再台頭で強まった円安などが好感され、12 月上旬にかけて株価は一時 20,000 円台を回復した。しかし、年末から年初にかけて原油安や中国経済への懸念などから再び調整色が強まった。1 月末のマイナス金利政策の導入発表直後こそ一時 18,000 円近くまで上昇する場面もあったが、ほぼ同時期に世界的にリスクオフの流れが強まったことから、2 月 12 日には 1 年 4 ヶ月ぶりに 15,000 円を割り込んだ。なお、3 月入り後は、政策総動員を謳った G20 共同声明への一定の評価や原油・資源価格の持ち直しなど、世界的にリスク回避的な行動が弱まったことで、株価も 17,000 円前後まで戻したものの、円高圧力が根強いこともあり、上値は重い。

先行きも世界経済の低成長リスクへの警戒が強く、国内景気の底割れは回避されるとしても当面は低成長が続く可能性は高い。そのため、内外金利差への再評価から円安シフトが起きない限り、上値は重い展開が続くだろう。

③ 外国為替市場

米国の利上げ開始が現実味を帯びた 15 年 12 月には、対ドルレートは概ね 120 円台前半で推移していたが、年末・年初にかけて原油が一段と下落したほか、世界的な株価下落が進行したこともあり、リスクオフが強まり、一時 115 円台と 1 年ぶりの円高となる場面もあった。その後、日銀の追加緩和期待や実際のマイナス金利導入の決定を受けて、一旦は 120 円台まで円安方向に戻る場面もあったものの、2 月入り後もリスクオフの流れが強まる中、円高圧力が高まり、

一時 1 年 4 ヶ月ぶりに 110 円台となるなど、円高圧力が強まった。加えて、3 月に米 FRB が公表した経済見通しによって 16 年内の米利上げペースが当初の想定よりも緩やかになることが示されたことから、ドル安が進行し、その煽りを受けて円高圧力が一段と強まった。

とはいえ、先行き、世界的なリスクオフの流れが収束する方向に向かえば、日米金利差への再評価が強まるものと思われる。しばらくは円高気味に推移するものの、いずれ円安進行が見られるだろう。

また、対ユーロレートも、15 年末から 16 年初にかけてはリスク回避的な動きが強まったことから、128 円前後までユーロ安が進んだ。その後、日銀の追加緩和を受けて 130 円台に一旦戻ったが、その効果は一時的・限定的であった。加えて、ECB の追加緩和観測が強まったことで、3 月上旬にかけて 120 円台前半までユーロ安が進んだものの、追加緩和打ち止め感が浮上したことや、世界的なリスクオフの流れが和らいだこともあり、直近は概ね 120 円台半ばで推移している。

先行きについては、欧州経済は緩やかな回復が見られるものの、デフレーション状態が長引きそうなこと、さらに地政学リスクが根強いこと、英国の EU 離脱を巡る思惑も浮上している等から、ユーロ安気味に推移するだろう。(16. 3. 24 現在)

