

日本経済情報

2015 年 4 月号

Summary

【内 容】

1. 景気の現状

生産は持ち直し傾向にあるも緩慢

日銀短観は企業の慎重スタンスを確認

需要サイドでは消費の持ち直しを確認できず

輸出好調と賃上げ幅拡大が好材料

2. 金融政策の行方

物価目標の達成期限近づく

金融緩和による需要刺激効果は限定的

長期金利は一段と低下し円安が進む

物価上昇圧力は低下

物価目標の達成期限が修正される可能性

円高進行が追加緩和の条件

伊藤忠経済研究所長

三輪裕範

(03-3497-3675)

miwa-y

@itochu.co.jp

主任研究員

武田淳

(03-3497-3676)

takeda-ats

@itochu.co.jp

【日本経済の現状と金融政策の行方】

日本経済は 2014 年 10～12 月期には底入れしたとみられるが、その後の回復力は弱い。鉱工業生産は持ち直し傾向を維持しているものの、そのペースは期待を裏切る緩慢さにとどまっている。消費財や資本財が持ち直し個人消費や設備投資の拡大を期待させたが、生産財や建設財が低調であり、川上分野の在庫調整や建設需要の停滞を示唆している。

日銀短観も予想に反して大企業製造業の景況感が足踏みした。建設資材関連や素材の分野で悪化が目立つ。大企業非製造業は予想通り改善し、個人消費が持ち直しつつある可能性も見られたが、設備投資計画は非製造業で弱く、企業の設備投資に対する姿勢は慎重なままである。

また、供給サイドの統計では持ち直しが見られる個人消費も、販売統計からは改善を確認できない。さらに、賃金統計の下方修正が回復期待に水を差した。パートタイム比率が上方修正されており、企業は雇用に対しても未だ慎重姿勢を続けている。

一方で、輸出は数量ベースで増勢を強め、春闘賃上げ率は昨年実績を上回ったほか、各種先行指標は住宅投資や公共投資の下げ止まりや設備投資再拡大の可能性を示し、消費者マインドは着実に改善するなど、明るい材料も出始めている。その意味で景気は持ち直しつつあるのは確かであるが、そのペースが予想以上に緩慢なことも事実である。

そうした中で、日銀の金融政策に注目が集まっている。まずは次回 4 月 30 日の金融政策決定会合において、2013 年 4 月の「量的・質的金融緩和」導入時に 2 年程度とした物価目標の達成時期について、何らかの説明が求められよう。

この 2 年間を振り返ると、金融緩和によってベースマネーは目標通り拡大しているが、資金供給の拡大を通じた景気刺激効果は限定的であり、その効果は専ら長期金利の低下と円安進行にとどまっている。それでも、消費増税と原油安により物価上昇圧力は低下しており、次の消費増税を乗り越えてデフレ脱却を実現するため追加緩和が求められよう。

日銀は、まずはインフレ期待を削がない形で物価目標達成時期を修正し、円安による障害が取り除かれた場合には追加緩和に踏み切ることとなるだろう。

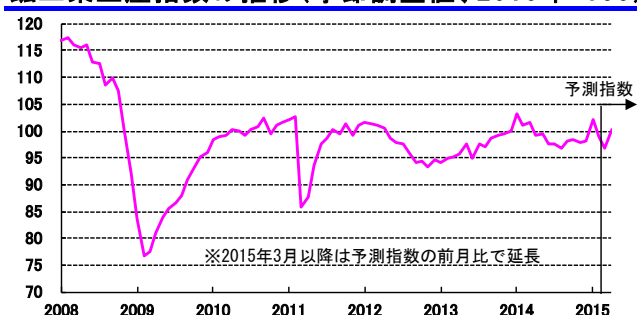
1. 景気の現状

生産は持ち直し傾向にあるも緩慢

日本経済は、2014年10～12月期の実質GDP成長率が3四半期ぶりのプラス成長に転じたことが示す通り、消費増税による落ち込み局面を終えて底入れしたことは間違いない。しかしながら、その後の持ち直しのテンポは、従前見込んでいたものと比べて弱いことも事実である。

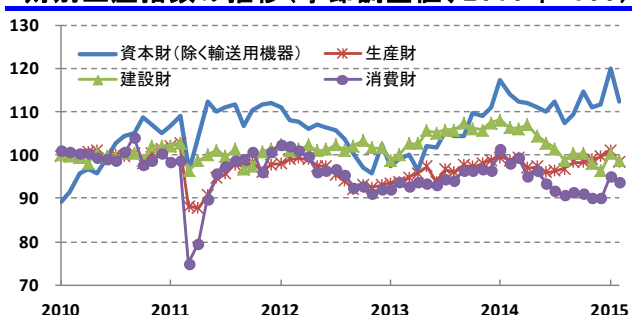
鉱工業生産指数は、1月こそ前月比+4.1%と高い伸びを記録したが、2月は予測指数の+0.2%に対して実績は▲3.1%の大幅低下、3月の予測指数も前月比▲2.0%と低下を示している（4月は+3.6%）。それでも予測指数から試算される1～3月期の水準は10～12月期を1.2%上回っているため、景気が持ち直し傾向にあることを否定するほどのものではないが、期待を裏切る緩慢さと言わざるを得ない状況である。

鉱工業生産指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)経済産業省

財別生産指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)経済産業省

財別の生産動向を見ると、消費財は1～2月平均の水準が10～12月期を4.4%上回っており、個人消費の持ち直しを期待させる動きを見せている¹。また、資本財（除く輸送用機器）についても、生産指数の1～2月平均が10～12月期を3.3%上回り、出荷指数も3.5%上回るなど、2015年に入り設備投資が拡大している可能性を示した。その一方で、生産財は1～2月平均の生産指数が10～12月期を0.8%、建設財は1.3%上回るにとどまり、川上分野で在庫調整が続いている可能性や建設需要が依然として弱いことが見て取れる。

日銀短観は企業の慎重スタンスを確認

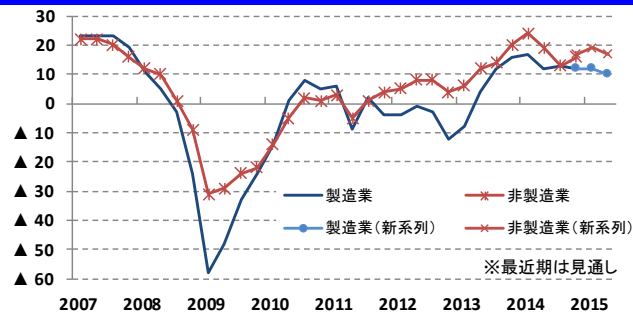
4月1日に発表された3月調査の日銀短観も、期待外れの結果に終わった。代表的な景気指標である大企業製造業の業況判断DI（良い－悪い）は、事前の改善予想に対して、結果は前回（12月）調査の+12から変わらずであった。窯業・土石や非鉄金属など建設資材関連分野で悪化が目立っており、これは住宅投資や公共投資の落ち込みを反映したものと考えられる。また、大企業では改善（12月+6→3月+8）を示した素材分野において、中堅企業（+5→+1）や中小企業（+3→▲4）で悪化しており、流通在庫判断DI（過大－不足）が大企業（+12→+17）、中小企業（+19→+22）とも悪化していることと併せて考えると、業界全体の在庫積み上がりによって規模の小さい企業ほど業績を下押ししている様子が窺える。

一方で、大企業非製造業の業況判断DIは、大方の予想通り、12月調査の+17から今回3月調査では

¹ より個人消費の動向を反映しているとみられる消費財の出荷指数も1～2月平均が10～12月期を3.5%上回っている。

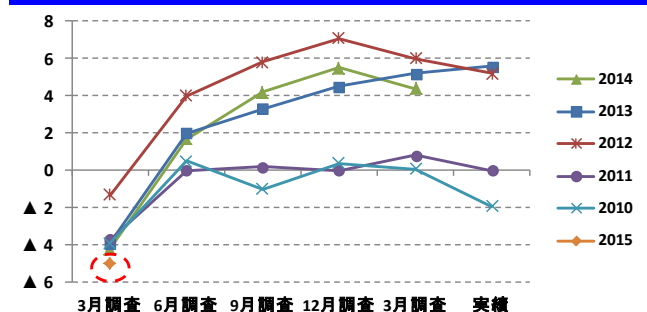
+19へ改善した。不動産業（12月+22→3月+33）の改善が顕著であるが、対個人サービス（+18→+27）も大幅に改善、小売（▲2→+5）がプラスに転じるなど、個人消費が持ち直しつつある可能性を示唆する動きが見られたことは明らかな材料である。

短観業況判断DIの推移(大企業、%Pt)



(出所)日本銀行

日銀短観の設備投資計画(前年比、%)



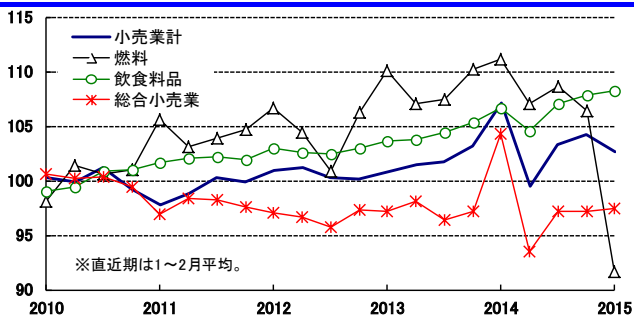
(出所)日本銀行

ただ、設備投資の先行きを占う上で注目された短観の設備投資計画からは、企業の積極的な姿勢は確認できなかった。設備の過剰感を示す生産・営業用設備判断DI（過剰－不足）は製造業で+2まで低下、非製造業では▲2と不足状態にある。しかしながら、2015年度の設備投資計画は、製造業でこそ前年比+1.3%と昨年の同時期並みの結果となったものの、非製造業では前年比▲8.0%にとどまり、昨年3月調査の▲6.9%よりもマイナス幅が大きく、そのため全産業でも昨年の▲4.2%から▲5.0%へ悪化している。短観の設備投資計画は3月調査時点では十分に数字が揃わず、大勢を判断するには6月調査を待つべきではあるが、少なくとも非製造業において企業の設備投資に対する姿勢は未だ慎重なままであるとは言える。

需要サイドでは消費の持ち直しを確認できず

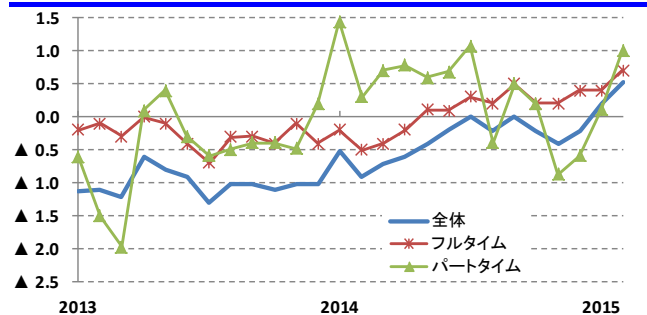
上記の通り供給サイドでは持ち直しの動きが見られる個人消費であるが、需要サイドの統計では足取りが重い。小売業販売額（含む消費税）は1月に前年同期比▲2.0%とマイナスに転じ、2月も▲1.7%にとどまった。その結果、1～2月平均では前年同期比▲1.9%と10～12月期の+0.6%からマイナスに転じた。前年が駆け込み需要で盛り上がっていた反動もあるが、季節調整値でも1～2月平均は10～12月期を1.6%下回っており、低迷している。内訳を見ると、ガソリン価格の下落を受けた燃料小売業（1～2月平均の10～12月期比▲13.8%）の落ち込みが全体の足を引っ張っているが、そのほかスーパーなどの総合小売業（+0.2%）や飲食料品小売業（+0.4%）が小幅増にとどまり、衣料品小売業（▲2.1%）は減少が続くなど、総じて停滞ないしは落ち込んでおり、販売統計から個人消費の持ち直しの動きは確認できない。

小売販売額の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)経済産業省

所定内給与の推移(前年同月比、%)

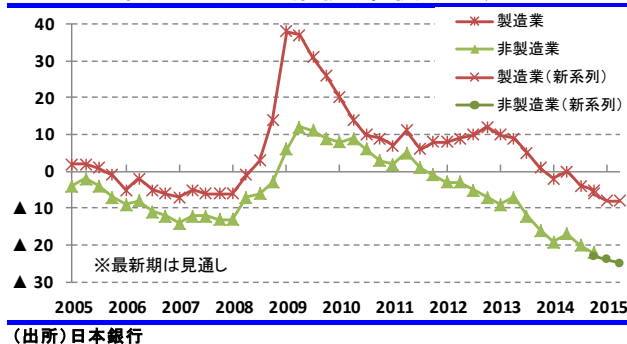


(出所)厚生労働省

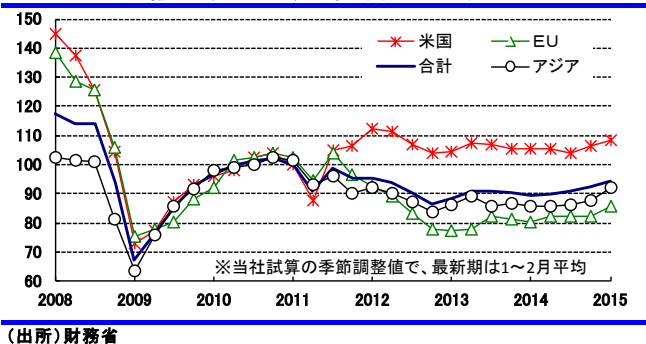
さらに、昨年の春闘などを受けて改善傾向にあった賃金が下方修正されたことが、個人消費の回復期待に水を差している。改定前の統計では、所定内賃金（基本給）は全体平均で 2014 年 5 月に前年比マイナスから脱していたが、改定後は 2014 年を通じてマイナス基調が続き、2015 年 1 月によりやうくプラスに転じた形となった。ただ、正社員（フルタイム）、パートタイムの所定内賃金を個別に見ると、それぞれ 2014 年からプラスに転じている²。つまり、全体平均の賃金を押し下げているのは、依然として正社員より賃金水準の低いパートタイム雇用の比率が高まっているためである。

足元の労働需給は、失業率が 90 年代後半の水準まで低下、短観の雇用判断 DI（過剰－不足）は全産業で▲17（製造業▲8、非製造業▲24）と大幅な労働力不足を示すなど、極めて逼迫しているにもかかわらず、企業は依然としてパートタイム中心の雇用拡大を続けている。こうしたところにも企業の慎重なスタンスが垣間見られる。

雇用判断DIの推移(規模合計、%)



仕向け地別輸出数量指数(季節調整値、2010年=100)



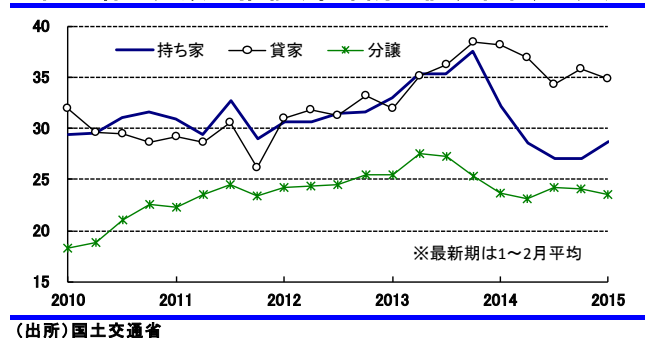
輸出好調と賃上げ幅拡大が好材料

一方で、明るい材料もある。輸出は通関数量指数の 1～2 月平均の水準が 10～12 月期を 2.4% 上回り、10～12 月期の前期比 +1.5% から増勢を強めた（当社試算の季節調整値）。景気好調な米国向けが堅調なほか、ASEAN 向けが急回復している。また、連合の集計（4 月 2 日現在）によると、今年の春闘賃上げ率（定昇込み）は昨年の 2.20% から 2.33% へ上昇、ベースアップ部分は 0.52% から 0.76% へ拡大した（比較可能な会社のみ集計）。

そのほか、住宅投資の先行指標である住宅着工戸数は 1～2 月平均で 88.5 万戸となり、10～12 月期の 88.0 万戸を若干ながら上回っている。利用関係別に見ると、貸家（10～12 月期年率 35.8 万戸→1～2 月平均 34.9 万戸）や分譲（24.1 万戸→23.5 万戸）が弱含む一方で、持ち家（27.0 万戸→28.7 万戸）が持ち直しの動きを見せ、全体の下げ止まりに貢献した。公共投資の先行指標である公共工事請負金額も 1～2 月平均の水準が 10～12 月期を 8.2% 上回り、下げ止まりが確認されている。

さらに、設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く総合）も、1 月が前月比▲1.7%、2 月も

住宅着工戸数の推移(季節調整値、年率、万戸)



² パートタイム労働者の所定内賃金は、2013 年 12 月に前年同月比でプラスに転じた後、2014 年 8 月および 11～12 月は一時的にマイナスとなったが、基本的にプラスが続き、2014 年平均でも前年比プラス（+0.4%）となった。

▲0.4%と小幅な減少にとどまり、11月（+1.3%）から12月（+8.3%）にかけて高めた水準を概ね維持した結果、1～2月平均は10～12月期を3.8%上回っている。業種別には、非製造業で1～2月平均が10～12月期を6.8%も上回り1～3月期には5四半期ぶりの増加に転じることが期待できるほか、製造業でも横ばいにとどまった。先に見た資本財出荷の持ち直しや、こうした機械受注の動向は、設備投資が徐々に拡大基調を取り戻しつつあることを期待させるものである。

また、株価の上昇もあって消費者態度指数が3ヵ月月連続で改善（12月38.8→1月39.1→2月40.7）するなど消費者マインドの改善も続いており、2015年に入り景気が持ち直していることは間違いないであろう。ただ、そのペースは期待されていたほどではなく、緩慢なものにとどまっている。

2. 金融政策の行方

こうした景気情勢のなかで、日銀の金融政策、具体的には追加の金融緩和の有無に注目が集まっている。次回の金融政策決定会合は4月30日に予定されており、経済・物価情勢の展望、いわゆる「展望レポート」も公表される。その際、追加緩和の有無以前に、現在の「量的・質的金融緩和」の枠組みを導入した際に設定した物価目標の達成期限について、何らかの解釈を示すことも求められよう。

物価目標の達成期限近づく

そこで、改めて2013年4月3～4日の金融政策決定会合において日銀が導入した金融緩和の内容を確認しておく、まず、「物価安定の目標」、すなわちインフレ・ターゲットである消費者物価の前年比上昇率2%を「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現」とした。これを素直に解釈すれば、そろそろ目標達成の期限を迎えることとなるわけである。

そして、その実現のために「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加」することを目指し、手段としては「長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加」するように買入れを行うほか、「ETFおよびJ-REITの保有残高を、それぞれ年間約1兆円、約300億円に相当するペースで増加」するように買入れるとした。

その後、2014年10月31日に日銀は、消費増税後の景気停滞や原油価格低下によりインフレ期待が萎み物価目標の達成が遅れることを懸念し、量的・質的金融緩和の拡大策を打ち出した。具体的には、マネタリーベースの年間増加額目標を約80兆円に引き上げ、その実現手段として長期国債保有残高の年間増加ペースを80兆円に、ETFとJ-REITの保有残高増加ペースをそれぞれ年間約3兆円、約900億円に増額した。なお、増額と同時に、買入れる国債の平均残存期間を7～10年程度に延長し、より長期の金利低下を促している。

マネタリーベースは目標通り急拡大

こうした方針に従って、日銀の長期国債の保有残高は、2013年3月の91.3兆円から翌2014年3月には目標（50兆円）を上回

【 量的・質的緩和の目標と実績 】

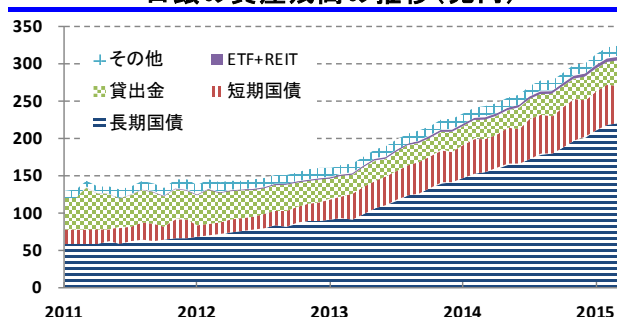
	年間増加額目標		残高 ※()内は変化額		
	2013/4	2014/10	2013/3	2014/3	2015/3
マネタリーベース (兆円)	60～70	80	134.7	208.6 (73.9)	282.1 (73.5)
長期国債 (兆円)	50	80	91.3	154.2 (62.8)	220.1 (66.0)
ETF (兆円)	1	3	1.5	2.9 (1.3)	4.5 (1.6)
J-REIT (億円)	300	900	1,189	1,488 (299)	2,040 (552)

(出所) 日本銀行

る 62.8 兆円増加の 154.2 兆円となり、2015 年 3 月にはさらに 66.0 兆円増加の 220.1 兆円に達した。この結果、日銀の保有する長期国債の規模は、830 兆円程度に上る全発行残高³（財投債含む）の約 27%に達している。同様に、ETF保有残高は 2013 年 3 月の 1.5 兆円から 2014 年 3 月に 2.9 兆円、2015 年 3 月には 4.5 兆円へ、同じ期間に J-REIT 保有残高は 1,189 億円から 1,488 億円、2,040 億円と、それぞれ大幅に増加した。

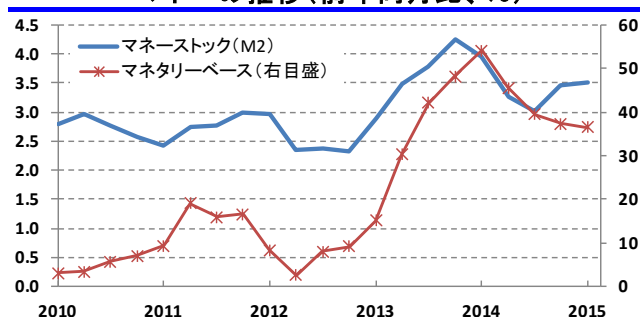
この結果、金融緩和の目標とされたマネタリーベースは、「量的・質的金融緩和」導入当初の 1 年間（2013 年 3 月→2014 年 3 月）に約 74 兆円拡大し、60～70 兆円増とした目標を達成、その後の 1 年間（2014 年 3 月→2015 年 3 月）も 73.5 兆円拡大しており、途中に目標が 80 兆円に引き上げられているが、新たな目標の達成が十分に可能な状況となっている。

日銀の資産残高の推移(兆円)



(出所)日本銀行

マネーの推移(前年同月比、%)



(出所)日本銀行

金融緩和による需要刺激効果は限定的

このようにベースマネーの供給は大幅に拡大したが、それが今のところマネーサプライの拡大に十分にはつながっていない。マネーストック（マネーサプライ）の伸びは、日銀が今回の量的緩和を始める直前である 2013 年 1～3 月期の前年同期比 +2.9% から、消費増税前の 2014 年 1～3 月期には +4.2% へ伸びを高めたが、その後の景気停滞により 7～9 月期には +3.0% まで鈍化、10 月の金融緩和拡大を受けても 3% 台半ばへ戻すにとどまっている（2015 年 1～3 月期も +3.5%）。日銀短観の貸出態度判断 DI（緩いー厳しい）が中小企業においても 12 月調査の +14 から 3 月調査では +15 へ改善するなど、企業の資金調達環境は良好であるが、先に見た通り未だ企業が慎重なスタンスを維持しているうえ、潤沢な内部留保もあり、資金需要の拡大に十分につながっていない。家計においても住宅や耐久消費財の需要が落ち込んだままであり、今のところ金融緩和による資金供給拡大を通じた需要刺激効果は限定的なようである。

長期金利は一段と低下し円安が進む

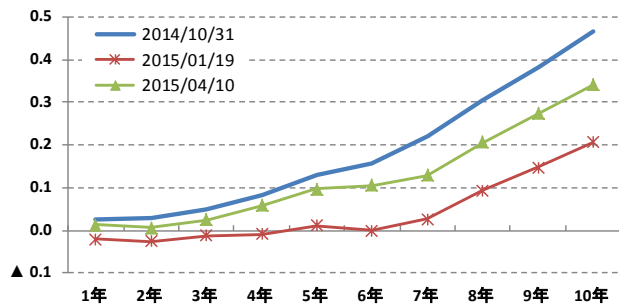
量的金融緩和の効果は、専ら国債市場や為替市場に表れている。長期国債の利回りは、日銀が追加緩和を決めた 2014 年 10 月 31 日以降、全ての期間（年限）に渡って低下、2015 年 1 月には中期ゾーンまで利回りがマイナスとなり、10 年物でも 0.2% まで低下した。その後は、やや水準を戻したものの、4 月に入っても 10 年物で 0.3% 台の低水準で推移している。

こうした国内金利の低下に対し、米国では堅調な景気拡大を背景に早ければ 6 月にも利上げとの観測が強まったため、ドル円相場は日米の金利格差拡大を背景に、2014 年 10 月の 1 ドル = 110 円前後か

³ 普通国債と財投債の合計から短期国債を除いたもの。2014 年 12 月末現在。

ら、2015 年に入り 120 円前後の円安水準で推移している。

年限別の国債利回りの変化(%)



(出所)CEIC DATA

ドル円相場の推移(円/ドル)



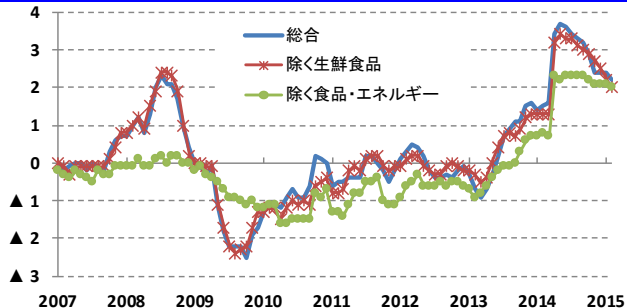
(出所)CEIC DATA

物価上昇圧力は低下

こうした中、肝心の消費者物価は、実体経済の回復が遅れ、原油価格下落の影響が浸透しつつあることから、上昇率が鈍化傾向にある。2月の消費者物価は、総合で前年同期比+2.2%、コア（生鮮食品を除く総合）では+2.0%となり、消費増税分（約2%Pt）を除くとゼロ前後まで低下した。ガソリンなどのエネルギー価格を除いた、いわゆる米国型コア（食料・エネルギーを除く総合）も+2.0%となり、原油安の影響をある程度取り除いても物価が再び前年比で下落に転じる可能性が高まっている。

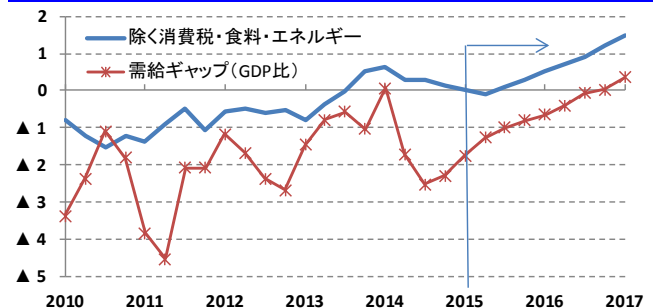
このように物価上昇圧力が低下した背景には、依然として大幅な需給ギャップの存在がある。内閣府の試算によると、2014年10～12月期時点の需給ギャップはGDP比▲2.3%であり、7～9月期（▲2.5%程度）からは縮小したものの、消費増税直後の4～6月期（▲1.7%程度）からは拡大している。そのため、今後、景気が当社の見込む程度（実質GDP成長率：2015年度+1.8%、2016年度+1.5%⁴）にとどまれば、需給ギャップが解消するには2016年10～12月期頃まで待つ必要がある。その頃には、原油価格が逆に物価の押し上げに寄与する可能性もあり、消費者物価上昇率は前年比で1%を上回っていると見込まれるものの、次回の消費増税が予定されている2017年4月までにデフレ脱却宣言ができるほどに物価上昇圧力が高まるかどうかは予断を許さない状況である。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)総務省

消費者物価の見通し(前年同期比、%)



(出所)総務省、内閣府

物価目標の達成期限が修正される可能性

そうすると、デフレ脱却を確実にするために、追加緩和への要求が強まりそうであるが、今のところそうした声は一部にとどまっている。その主因は、上記の通り追加緩和の効果として円安ばかりが目立つことであろう。円安は輸出関連分野を中心に企業の業績を大きく押し上げ、デフレ圧力の緩和に

⁴ 詳細は、2015年3月26日付「日本経済情報 2015年3月号」参照。

貢献しているが、一方で輸入品の価格上昇を通じた悪影響も及ぼしている。特に消費増税により実質所得の落ち込んだ消費者にとって、円安による消費財価格の上昇に対する抵抗感は強い。そのため、少なくとも消費増税の影響が薄れ、名目賃金の十分な上昇が確認されるまで、円安を加速させる金融緩和は行いにくい状況にあると言える。

こうした状況を踏まえると、日銀の取り得る当面の対応は、達成期限を迎える物価目標の再定義であろう。現状を放置すれば、日銀の物価目標に対する姿勢が疑われ、これまで醸成してきたインフレ期待が消滅する恐れがある。次回 4 月 30 日の金融政策決定会合では、達成時期の延期や長期目標への転換などの措置が講じられることとなろう。仮に延期する場合、原油価格下落が物価の前年比に与える影響は 1 年で解消するため、1 年程度の延期で足りる。さらに、将来は反動と実質所得押し上げ効果により物価上昇を加速させる可能性があることを示せば、インフレ期待の維持にも貢献しよう。また、消費者物価の参考指標として、米国型コアと呼ばれる「食料・エネルギーを除く総合」やそれに類するものを加えることも、議論の透明性を高めるうえで有効であろう。

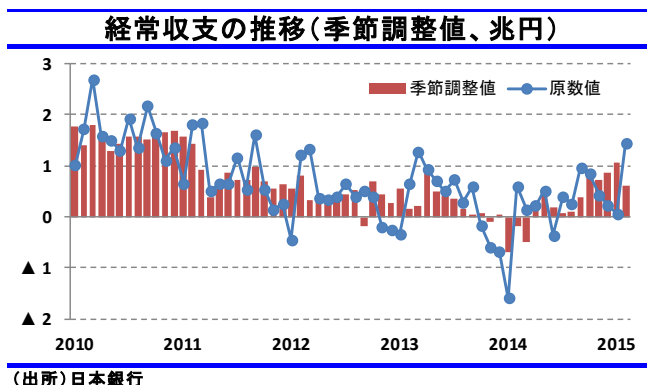
円高進行が追加緩和の条件

ただ、仮に今回の決定会合を物価目標の達成期限修正により乗り切ったとしても、その後、追加緩和を迫られる状況に陥る可能性は否定できない。デフレ脱却を確実にするために追加緩和が必要なことは先に触れた通りであり、その障害となっているのが円安である。そうであれば、為替相場が円高に振れる局面においては、追加緩和が許容されることになる。

幸か不幸か、最近、円高材料が増えている。まずは米国の利上げ時期を巡る思惑である。従前は今年 6 月の利上げが有力視されていたが、雇用者数が 3 月に前月比 +12.6 万人にとどまるなど、米国経済が寒波の影響によって一時的に減速したことを示す指標が散見され、それを受けて利上げ時期が後ずれするとの見方が強まっている。こうした米国サイドのドル安（円高）材料

に加え、原油安により日本の貿易赤字が縮小、経常収支の黒字が着実に拡大していることが実需面からの円高圧力となる。さらに、次回の決定会合で日銀の追加緩和に対する期待が剥落すれば、円高進行のきっかけとなりやすい。こうした要因が重なって 5 月以降、円高が進み株価が調整されれば、日銀は展望レポートの中間評価を伴う 7 月 14～15 日の決定会合にも追加緩和に踏み切ることとなろう。

デフレ脱却と財政再建のため、次回の消費増税は失敗が許されない。そのため、消費増税前に景気を過熱気味にしておくことが望まれる。7 月に見送られたとしても、景気の回復ペースが不十分であれば次回の消費増税前に追加緩和が行われる可能性が十分にあると考えておくべきであろう。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。