

テーマ：市場予想を下回ったものの悪くはない短観
～今こそ追加の対策を～

発表日：2014年4月1日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

慎重な結果が見えた短観

1日発表された日銀短観によれば、足元（3月）の業況判断D Iは市場の事前予想に近い結果（大企業製造業：市場コンセンサス+19→実績+17、大企業非製造業：同+25→+24）となり、企業景況感の順調な改善が見て取れた。一方で、先行き予想D Iについては市場の事前予想を大幅に下回り（大企業製造業：同+13→+8、大企業非製造業：同+16→+13）、消費税率引き上げ後の業況について、企業がやや厳しくみていることが明らかとなった¹。

消費税率引き上げ後の日本経済について、大半のシンクタンクは4～6月期こそ駆け込み需要からの反動減によってマイナス成長を余儀なくされるものの、7～9月期以降は再びプラス成長軌道に回帰し、景気の失速は免れると予想している。金融機関や系列のシンクタンクに勤務するエコノミストが多くを占める“市場予想”は、こうした先行きの景気見通しにも影響を受けていると考えられる。

景気失速は免れるという経済見通しの背景には、①海外経済の持ち直しもあって輸出が景気を下支えする、②春闘での賃上げによって、勤労者世帯については消費税率引き上げによる負担増をある程度カバーできる、という前提がある。

一方で、短観調査に回答している事業法人の先行き景況感は、とくに年明け以降の環境の変化によって、前述したエコノミストが景気失速回避の条件として挙げている要因（①～②）について、やや慎重な見方が台頭していることを表している可能性が大きい。

海外経済については、北米での歴史的な寒波・大雪の長期化により、昨年12月から2月にかけて米国経済は停滞気味の推移となった。一方、中国でも輸出の伸び悩みが続くなか景気が低迷しているうえ、社債やシャドーバンキングに伴う理商品の償還問題など金融システムにも不安が出ている。さらに、アルゼンチン問題やウクライナ問題なども浮上し、輸出環境は不透明感が強いままだ。

こうした外部環境の不透明さもあって、市場では昨年までの円安・株高の流れが止まり、為替は円高気味に修正され、株価も昨年末対比▲10%強低い水準で不安定な推移が続いている。昨年は、資産市場の劇的な回復もあって消費者マインドが改善し、消費主導の景気回復をみた。しかし、今年はこれが逆転するような形となっており、消費税率引き上げもあって消費者態度指数は一昨年の政権交代前の水準にまで低下している。消費者のマインドは財布の紐の緩み具合を示すため、同指数の低下は消費税率引き上げ後の消費の回復度を測るうえで重要と考えられるが、ここ

日本の消費者態度指数の推移



¹ 2014年3月日銀短観の詳細、評価については、Economic Trends「3月短観は先行きへの警戒感が強い」熊野首席エコノミストを御参照。

数ヶ月の悪化は“反動減後”の消費低迷を懸念させる。冷静に考えれば、賃上げによって勤労者世帯の“実質増税負担”は相当程度小さくなっているはずだが、そうした効果も先行き不安で表面化しないリスクもある。

今回の短観で明らかとなった予想以上の先行き判断の低下は、企業が感じている足元の雰囲気と市場のイメージとの乖離を表している可能性がある。もっとも、先行き判断D Iが予想以上に低下したとは言っても、水準は未だプラス圏にある。このことは、「3ヶ月後の業況は？」という問いに対して、[良い]と答えた企業数が、[悪い]と答えた企業数よりも多いことを示しており、企業が弱気になっている、との解釈は行き過ぎだろう。

“予想以上に慎重”ならば“追加の材料”を市場は望む

消費税率引き上げ後の景気を計るうえで【先行き判断D I】の注目度がいつにも増して高かった今回の日銀短観だったが、予想以下の結果となったにも関わらず、株式市場などのネガティブな反応は限定的であった。先行き判断の悪化自体は予想通りであったことや、予想以上の悪化とは言ってもプラス圏を維持していることもあるだろうが、それ以上に貢献したのは前日の米株式市場が好調だったことと、ドル/円相場が20日ぶりに1ドル=103円台をつけるなど円安に振れたことだ。また、株式市場の取引時間中には中国の製造業PMIが発表され、市場の事前予想を僅かながらも上回ったこともポジティブに働いており、いわば“外部要因”によって支えられた側面が大きかったと判断される。すなわち、今回の短観の結果は「それほどネガティブには働かなかった」のではなく、「外部要因がなければもう少しネガティブに働いていた」と解釈すべきだろう。

とはいえ、市場が足元で最も関心を寄せているのは、寒波が去った後の米国経済の回復度合いであり、あるいはそこから中国など世界経済への波及効果である。今週末にはその第一弾として3月分の米雇用統計が発表され、市場予想も上ブレ気味である。

期待通りに米国経済が順調に回復の度を強めていけば、世界経済に対する不透明感も相当程度払拭し、市場のリスク許容度も高まろう。米国では金利も上昇し、為替市場ではドル高円安の進展も見込まれる。日本では、株価の持ち直しが消費者のマインド改善に繋がり、“反動減後”の消費回復の可能性を高めるうえ、海外経済の回復が輸出の拡大という形で景気下支えに寄与しよう。ただし、そのような好循環が“確定”するまでは、相応の時間を要する。一方で、ウクライナ情勢や中国の金融市場の問題は、こうした景気の流れとは関係なく悪化するリスクもあり、予断は許さない。少なくとも、中国の金融不安については、当局の“処理方法”次第で局面が大きく変わる可能性があり、それが見えてくるまではグローバルマーケットのリスク要因として警戒され続けよう。

外部要因が今ひとつはっきりとしてこない中で、増税という景気押し下げ要因が働き、且つ先行きに対する企業や消費者の不安感も想定以上に高まっている状況であれば、日本の当局の対応への関心は高まらざるをえないだろう。米国経済の回復度合いが高まる可能性が大きいこと、ウクライナ問題や中国問題はあくまで不透明要因であり、実体経済に明確に悪影響が及んでいるわけではないことなどを勘案すれば、たとえば追加の金融緩和などが迫られている環境ではない。しかし、以下の二点から、筆者は政府・日銀の積極的な政策対応が望ましいと考える。

第一に、反動減後の消費の立ち直りについては、消費者の景況感が大きく影響するため、これを左右する要素の一つである株式市場に働きかけることは重要である。株価の上昇が企業業績などからみて行き過ぎた水準であれば問題もあるが、前期業績見込み（2014年3月決算）ベースでみた東証一部予想PERは15.5倍程度、今期業績（15年3月決算）を市場予想平均の+15%程度の増益とすれば、今期業績予想ベースのPERは13.5倍程度と、主要市場と比較しても低く、割高というよりは割安な水準である。したがって、行き過ぎた慎重な見方を是正するという意味合いからも、株式市場に働きかけるような追加の政策は正当化される。

第二に、政府・日銀がデフレ脱却のために全力を尽くす姿自体が、あらゆる経済主体の信頼感の回復に繋がるといえることである。今春闘では、企業は政府の経済政策に伝える意味も込めて、労働需給がそれほど逼迫していないにも関わらずベアを含めた賃上げを行った。経済政策に対する信任がなければ、現状での賃上げは困難であっただろう。デフレ脱却には需給ギャップの解消が必要だが、そのためには需要の持続的な拡大が求め

られる。しかし、消費者の先行き不安感が再燃すれば、財布の紐は締まり、価格が下落するまで消費を抑制し、結果としてデフレ圧力が高まりかねない。“投資”というスタンスでは、当局の断固とした政策スタンスがデフレ脱却期待を高めることにより、長期的な視点で株式投資をする投資家の日本株投資意欲を高めよう。経済規模が縮小するデフレの下では、長期的には資産価格にも下落圧力が働き、長期投資には不向きな状態である。逆に、経済規模が拡大するインフレの下では、資産価格にも上昇圧力が働きやすく、長期投資で利益を得やすくなる。日本の株式市場は、こうした長期投資家不在の状況で、一時的な材料などに振れやすく不安定であった。それが故に、投資家離れを招くという負のスパイラル構造にあった。ここから脱却することで、日本のマネー構造も劇的に変わりうる。

今回の短観を受けた政府・日銀のコメントは、前向きな解釈であった。決して悲観的な内容ではなかったが、もう一押しすることで市場の反応は劇的に変わろう。そこから得られる果実は、デフレ脱却をより現実味のあるものにするはずだ。外部環境の改善におもねるのではなく、自らだめ押しを計る姿勢を見せることが重要だ。