

調査レポート

日本経済ウォッチ(2016年2月号)

【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1
～ 2016年春闘、中小企業における賃上げの行方
2. 景気概況..... p.2
～ 景気は横ばい圏で推移している
3. 今月のトピック: 今後の物価動向と金融政策の行方
～ 物価の伸びの鈍化により追加緩和に追い込まれる
..... p.3～12
- (1) 原油と為替レートの予測
- (2) 原油安と円高の日本経済への影響～ 消費者物価は再び前年比マイナスへ
- (3) 物価動向と日本銀行の金融政策の行方～ 春先の物価動向が重要

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 小林 真一郎
研究員 藤田 隼平

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2
TEL: 03-6733-1070

1. 今月のグラフ ～2016年春闘、中小企業における賃上げの行方

1月末に経団連主催の「労使フォーラム」が開催され、今年の春闘が事実上スタートした。政府による賃上げ要請もあってベースアップ（ベア）が復活するなど、近年、賃上げを取り巻く環境は好転しつつある。もっとも、賃上げの中心は依然として大企業であり、中小企業にまでは十分に波及していない。

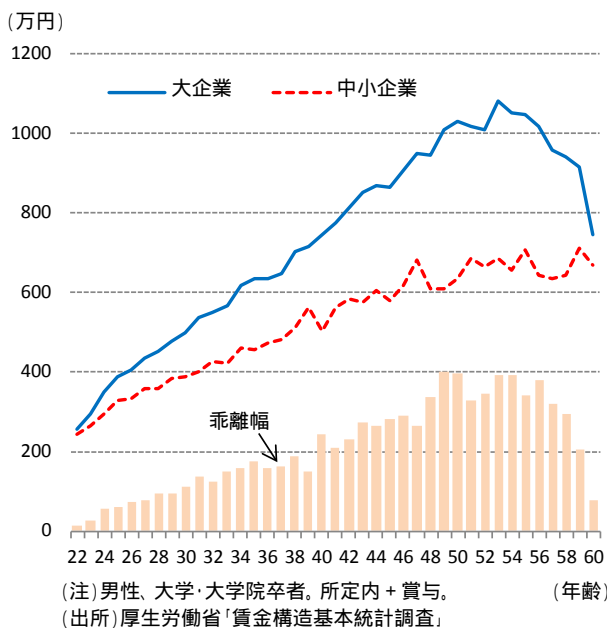
そもそも大企業と中小企業の賃金水準にはどの程度の差があるのか。図表1は厚生労働省「賃金構造基本統計調査」（2014年）をもとに大企業（従業員1000人以上）と中小企業（同10～99人）の男性・大卒者の年収（所定内+賞与）を年齢別に表したものである。これを見ると、両者は入社時点ではほぼ同水準だが、年齢が上がるにつれて差が開き、50歳前後で最大400万円にまで拡大している。

こうした中、連合は大企業と中小企業の格差是正を2016年の春闘における重点課題としている。今年は中小企業が賃上げの原資を確保できるよう、大企業で賃上げ額を抑える代わりに下請けの中小企業に対する値下げ要請を弱めてもらうなどの要求を行っているようだ。例えば、自動車など輸出産業が多く含まれる金属労協は、業績が好調であっても前年水準を下回る額のベアを要求している。

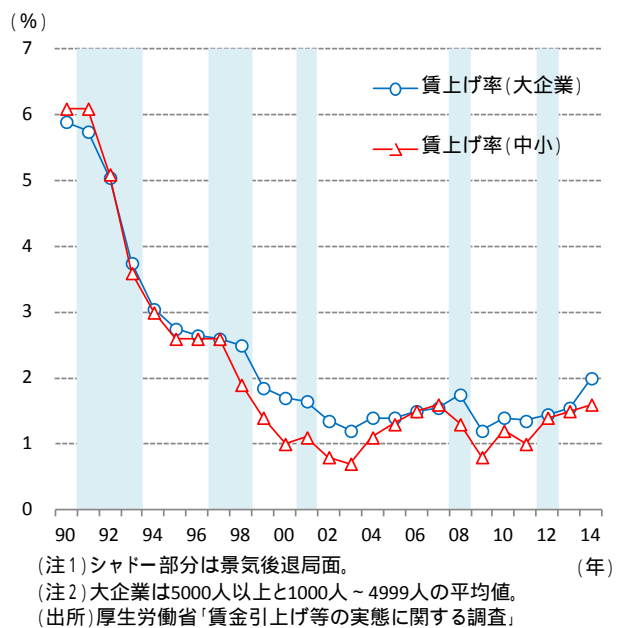
しかし、連合が期待するほど中小企業で賃上げが進まない可能性もある。図表2は厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」をもとに、大企業と中小企業における賃上げ率の推移を見たものである。これによると、90年代中頃まで賃上げ率は大企業、中小企業とも同水準で推移してきたことが分かる。しかし、金融危機のあった97年やリーマン・ショックのあった08年以降、大企業よりも収益力の面で劣る中小企業は賃上げに対して慎重な姿勢を強めるようになり、特に景気が悪化する局面では両者に顕著な乖離が見られるようになった。今年は景気の下振れ懸念が強まる中での春闘となるため、大企業と中小企業の賃金格差が縮小するどころか、むしろ逆に拡大する可能性がある。

（藤田 隼平）

図表1：年齢が上がるほど賃金格差は大きい



図表2：乖離する賃上げ率



2. 景気概況～景気は横ばい圏で推移している

景気は横ばい圏で推移している。10～12月期の実質GDP成長率（1次速報）は前期比 - 0.4%（年率換算値 - 1.4%）とマイナス成長に転じ、景気が横ばい圏から抜け出せていないことが改めて示された。

月次の経済指標は、強弱が入り混じった状態にある。1月の鉱工業生産は、電子部品・デバイス工業、輸送機械工業などの持ち直しにより前月比 + 3.7%と3カ月ぶりにプラスとなったが、均してみると横ばい圏で推移している。生産予測調査では2月同 - 5.2%、3月同 + 3.1%が計画されているが、再び在庫が積み上がっていることや、輸出の勢いが弱まっているため、実績が下振れる可能性がある。1～3月期については、前期比マイナスに転じる可能性が強まっている。

1月の実質輸出は前月比 - 0.4%と小幅ながら2ヶ月連続で減少した。均してみると持ち直しつつあるが、海外景気の減速懸念を背景に先行きには不透明感が高まっている。自動車の輸出は底堅さを維持しているが、海外景気の減速を背景にスマートフォンの需要が低迷しており、秋以降に持ち直してきたスマートフォン関連部品の輸出が落ち込んでいく可能性がある。

一方、労働需給がタイトな状況に変化はない。12月の失業率は3.3%と低水準にあるうえ、同月の有効求人倍率はバブル期並みの高さである1.27倍まで上昇している。もっとも、賃金は均してみると持ち直し基調にあるものの、12月の1人あたりの現金給与総額（確報値）は前年比 + 0.0%と横ばいにとどまった。所定内給与は同 + 0.4%と10カ月連続で増加しているが、ボーナスが同 - 0.4%と夏に続いてマイナスとなったことが影響した。

個人消費も弱まっている。12月家計調査の実質消費支出（二人以上世帯、季節調整値）は、前月比 + 1.0%（前年比 - 4.4%）と増加したものの、消費者の節約志向の高まりや暖冬の影響により均してみた動きは弱まっている。10～12月期の実質GDPにおいても個人消費は前期比 - 0.8%と大きく落ち込んだ。

こうした中、1月29日に日本銀行がマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入を決定した。日本銀行当座預金残高の一部に - 0.1%を適用することで、市場金利を低下させると同時に、インフレ期待の後退を回避することが目的である。しかし、発表直後はマイナス金利の導入を好感して株価が上昇し、円安が進んだものの、海外経済の減速懸念が一段と強まり、原油価格の低迷が続いている状況下では金融政策の効果に期待はできず、その後は株安、円高に転じている。また、日本銀行の期待通り市場金利は低下し、無担保コール翌日物金利、10年国債利回りともマイナスに転じているが、貸出金利が低下しても企業の設備投資意欲が高まるとは考えづらく、景気への影響は軽微にとどまると思われる。

賃金上昇による個人消費の下支えに加え、設備投資が緩やかに増加し、世界経済の持ち直しに伴って輸出が徐々に増加すると予想され、景気は緩やかに持ち直すと期待される。しかし、中国など新興国や資源国を中心に世界景気の減速懸念が強まっており、輸出や生産の下振れ、賃金の持ち直しペースの鈍化により、横ばい圏での動きが長期化する可能性が高まっている。

（小林 真一郎）

3. 今月のトピック：今後の物価動向と金融政策の行方

～物価の伸びの鈍化により追加緩和に追い込まれる

1月29日に日本銀行がマイナス金利の導入を発表した。適用は2月16日からであったが、それに先駆けて新発10年国債利回りがマイナスに陥るなど、金利の低下が進んだ。日本銀行の最終目標はインフレターゲットである消費者物価指数の前年比を2%にまで引き上げることであり、市場金利の低下はその中間目標に過ぎない。このため、今後、消費者物価はどのようなと予想されるのかを考えることが、日本銀行の金融政策の行方を判断するうえで、より重要であると考えられる。

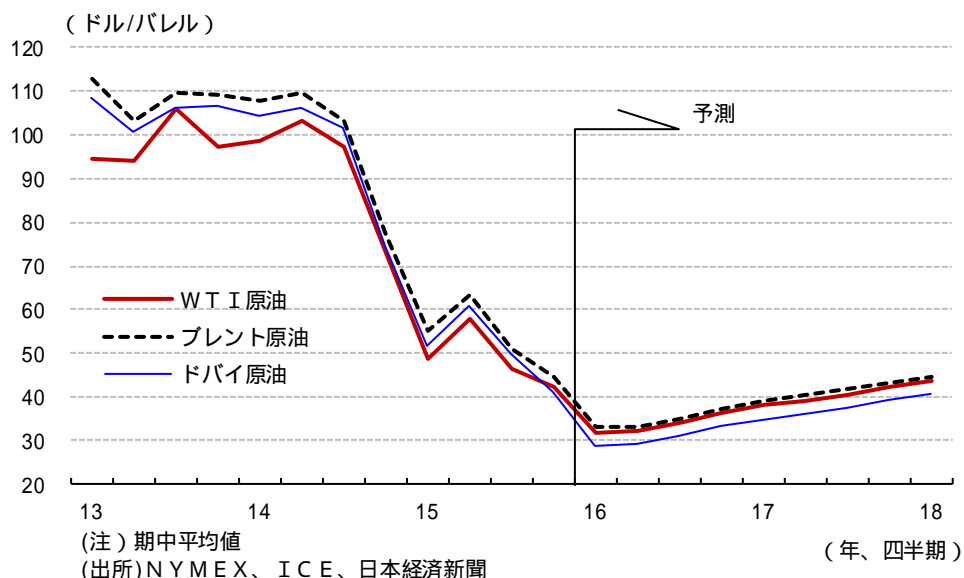
今月は今後の物価動向を踏まえたうえで、日本銀行のマイナス金利付き量的・質的金融緩和の行方について考えた。

(1) 原油と為替レートの予測

最初に、物価動向に大きな影響を及ぼす原油価格とドル円相場の先行きについて考えてみよう。

世界経済の減速を背景に需要が減少するとの見方が強まる一方で、OPECでの生産調整の失敗、米国のシェールオイルの生産量の高止まり、イランの輸出再開などによる世界的な供給過剰感から、原油価格は2014年半ば以降、ほぼ一本調子で下落してきた(図表1)。引き続き供給過剰が意識されやすい状況にあり、目先はさらに弱含む可能性もある。しかし、世界経済の回復に伴って需要が持ち直してくることや、米国の原油需給が緩やかに引き締まりに向かうと予想され、原油相場は夏前には底入れすると予想される。もっとも、上昇に転じたとしても、OPECを含めた産油国の減産への慎重な姿勢もあり、上昇ペースは緩やかにとどまるであろう。

図表1. 原油価格の予測

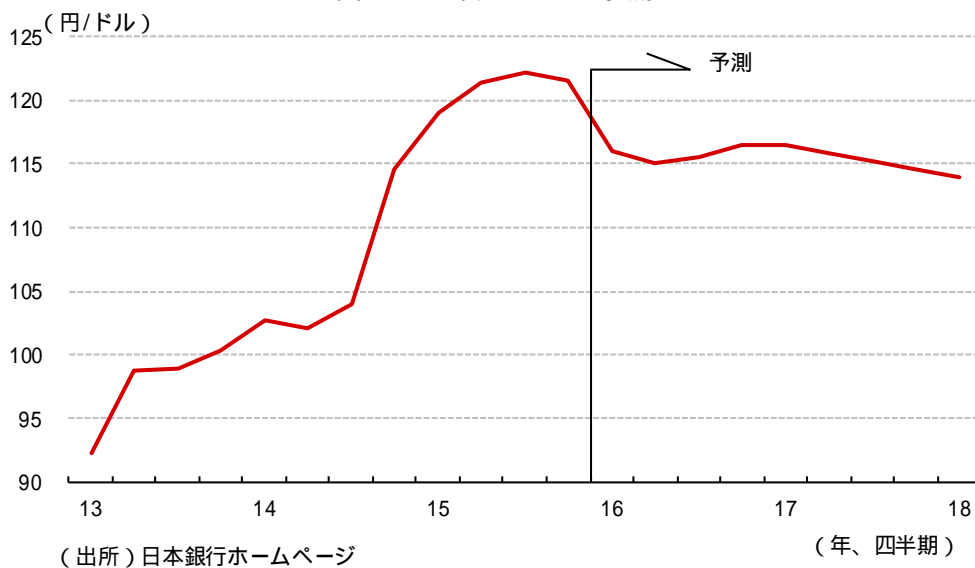


一方、為替市場では、金融市場の混乱を背景とした世界的なリスクオフの動きにより、昨年12月以降、1月にかけて急速な円高が進行した。日銀のマイナス金利導入決定を受けて1ドル=121円台まで円安に振れたものの、そもそも円高が新興国の通貨安や、米国の金融引き締めが遅れるのではないかといった外部要因によるものであったため、マイナス金利導入のインパクトは一時的なものにとどまった。

世界の金融市場の混乱が落ち着いてくれば、リスクオフの巻き返しの動きから、急激な円高の修正の動きが入ると予想される。ただし、米国の利上げペースが緩やかにとどまるとの観測が強まる中で、両国の金融政策の方向の違いによる円安にも限界があり、1ドル=120円を超える水準が定着化することは難しいであろう。

2016年度半ばにはやや円安に向かい、1ドル=115円~120円を中心としたレンジでの動きとなるが、後述するように、2017年度は資源価格の下落によって日本の貿易収支が黒字に転じ、黒字幅も拡大していくこともあって、再び円高が進む可能性がある。

図表2．円/ドルの予測



以上の原油価格、ドル円相場の予測値を踏まえて、円建て原油価格の前年比をみたのが図表3である。足元でも円建て原油価格は前年比で半値程度まで下落しているが(2016年2月26日時点の円建てドバイ原油価格は前年比-50.1%)、今後も50%を上回って下落する状態が夏場までは続く予想される。

こうした円建て原油価格の急落は、日本経済に対して大きな影響を及ぼすことになるが、中でも貿易収支と国内物価動向に効いてくる。

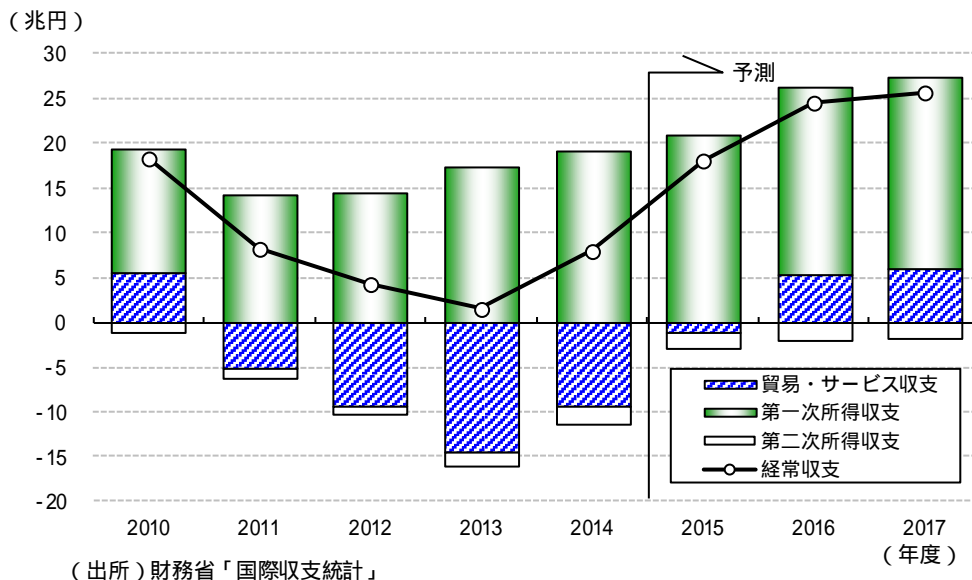
図表3．円建て原油価格（ドバイ）の予測



まず、国際収支統計への影響をみると、円高・原油価格下落により資源・エネルギー関連の輸入金額が大きく減少する見込みであることから、貿易収支は黒字に転じ、黒字幅も拡大していくと見込まれる（図表4）。第1次所得収支の黒字幅の拡大は円高の影響もあって緩やかとなるが、それでも貿易収支黒字幅の拡大が続くため、経常収支の黒字幅は順調に拡大するであろう。

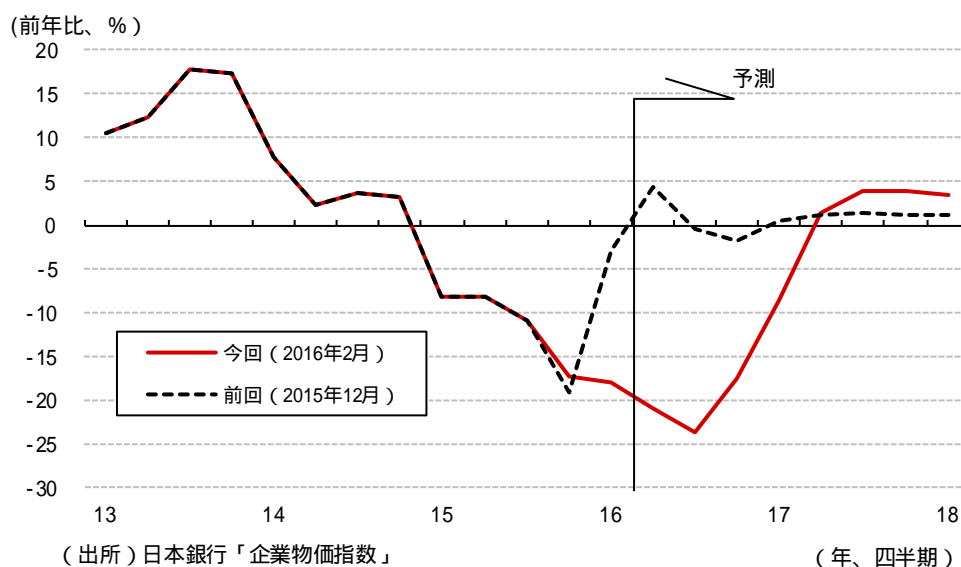
2016年度の経常収支は24.5兆円程度と、過去最高であった2007年度の24.3兆円を上回ると予想され、経常収支の黒字幅の拡大が円高材料とされる可能性もある。こうした背景にはサービスの輸出に含まれるインバウンド需要の増加もあるが、主な要因は円高・原油価格下落である。経常収支の黒字幅は、消費税率引き上げによる内需の落ち込みもあって、2017年度には25.6兆円とさらに膨らむであろう。

図表4．経常収支の予測



国内物価への影響については、輸入物価の動向を通じて影響することになる。図表5は、輸入物価の前年比の予測値を2015年12月時点の経済見通し発表時と最新の2016年2月時点とで比較したものである。前提条件となる原油価格、為替レート of 修正によって、2016年中の輸入物価が大きく下振れすることになる。こうした輸入物価の下振れの影響がどの程度国内物価に影響するかについては、次の項でもう少し詳しくみていこう。

図表5 . 輸入物価の予測の比較



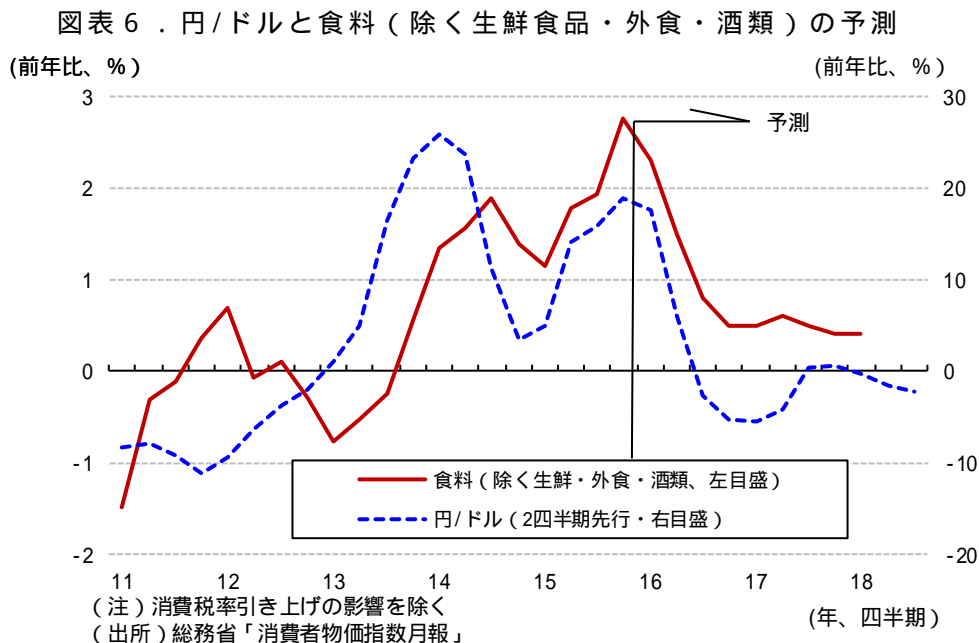
(2) 原油安と円高の日本経済への影響～消費者物価は再び前年比マイナスへ

原油価格の下落と円高により輸入物価が大きく下落することは、光熱費、物品の仕入れコスト、輸送コストなどの削減効果を通じて、サービス分野でも様々な形で価格の下落要因となる。しかし、やはり影響が大きいのが、直接的に輸入コストが下落する財の価格である。エネルギー価格については、ガソリン価格や電気・ガス代などの下落を通じて、すでに国内物価の下落に効いているが、円安効果の一巡とその後の円高は、これまで上昇圧力がかかっていた食料、食料・エネルギー以外の財の価格の安定に寄与すると予想される。

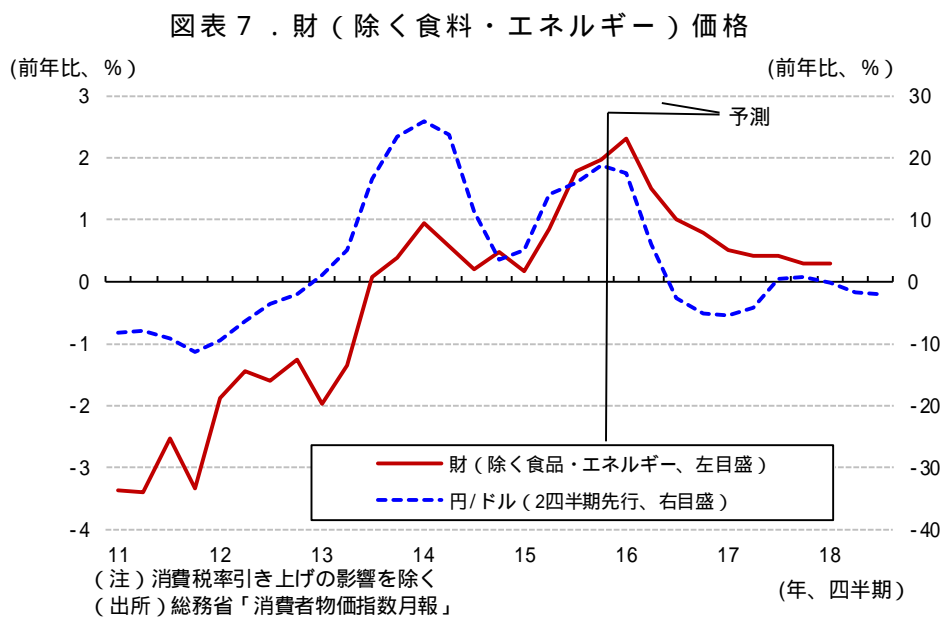
まず食料（生鮮食品・外食・酒類を除く）の動きをみると、小麦などの国際的な農産物価格の上昇、円安による輸入食材の上昇によって2014年頃から値上がりする製品が増加した。特に2015年に入ってから、乳製品、肉類、麺類など多くの食料の値段が引き上げられた。

しかし、国際的な農産物価格は原油など他の一次産品価格と同様、下落基調に転じていることに加え、円安による価格の上昇圧力が和らぎつつある（図表6、ドル円レートは半年間先行させてある）。人件費などの間接コストが上昇していることや、輸入品以外の食料品もあるため、食料価格が下落にまで至るとは考えづらいものの、少なくとも値上げの動きは止まると考えられ、時間とともに前年比の伸び率は縮小すると予測される。

食料価格の上昇が消費者の節約志向を強めた可能性があることを勘案すると、値上げに対する消費者の拒否反応は強いと考えられ、少なくとも小売段階で2年連続して値上げすることは見送られるであろう。



次に、食料・エネルギー以外の財、具体的には、衣料品、日用雑貨といった半耐久財や、家電製品や自動車などの耐久財の価格は、円高が進むことで安定して推移すると予想される。2014年以降、円安や海外での人件費高騰などの影響で、衣料品、カバン・宝飾品、パソコン、テレビ、携帯電話といった様々な輸入品の価格が上昇したが、円安の一巡とともに上昇ペースが鈍りつつある。食料と同様、あえて値下げに踏み切ることはないであろうが、少なくとも価格引き上げの勢いは鈍るものと考えられる（図表7、ドル円レートは半年間先行させてある）。また、円高が定着してくれば、カバン・宝飾品など為替レートに対して敏感に変動する輸入品では値下げが敢行される可能性がある。

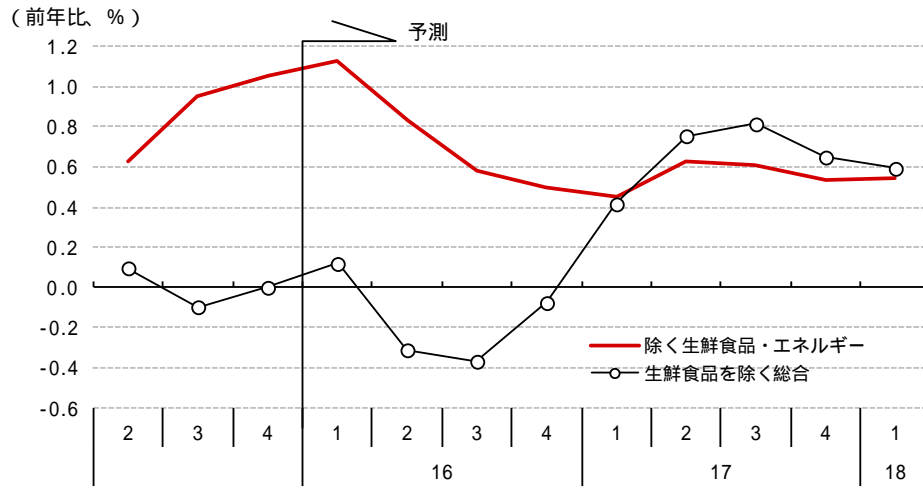


以上の予測に、サービスやエネルギー価格の予測も加えて、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比を予測すると、4～6月期にも前年比でマイナスに転じ、7～9月期にかけてはマイナス幅が拡大すると予想される（図表8）。輸入品の価格上昇圧力が後退することや、個人消費が低迷しているなど国内需要が盛り上がり欠けていることを勘案すると、企業が販売価格を引き上げることは難しいであろう。

なお、日本銀行が金融政策を運営するうえで重視する消費者物価指数の「除く生鮮食品・エネルギー」も、2016年度に入れば伸び率が鈍化していくと予想される。

一方、2017年に入れば、エネルギー価格の下落による押し上げ効果が一巡するため、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比は再びプラスに転じ、プラス幅も拡大していくと見込まれる。図表8に示したのは2017年度の消費税率引き上げの影響（軽減税率適用）を除いた予測値であるが、実際には、増税によって消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）で前年比+1.0%程度、除く生鮮食品・エネルギーで+0.8%程度押し上げられると試算される。

図表8 . 消費者物価指数の予測



(注) いずれも消費税率を除く
 (出所) 総務省「消費者物価指数月報」

(3) 物価動向と日本銀行の金融政策の行方～春先の物価動向が重要

最後に、以上のように再び消費者物価指数が下落すると予想される中で、日本銀行の金融政策はどのように運営されるのか考えてみたい。

1月の日本銀行の経済・物価情勢の展望(以下、展望レポート)では、消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)の政策委員の大勢見通しの中央値は、2015年度の前年比+0.1%に対し、2016年度が同+0.8%(2015年10月時点の+1.4%を下方修正)、2017年度が増税の影響を除いて同+1.8%(修正なし)とされ、ターゲットである2%には、2017年度前半頃に達するとされている。しかし、実際には、2015年度の前年比伸び率は横ばい程度となった後は、前述した理由から、2016年度には同-0.1%となり、2017年度は消費税率引き上げの影響を除いて同+0.7%にとどまると予想される。

これまで、日本銀行はインフレターゲットの達成時期を、量的・質的金融緩和導入当初は2015年4月頃(量的・質的金融緩和導入から2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する)としていたが、物価の現状に合わせて順次先送りしてきた。その最大の理由を、想定外の原油価格の下落としており、依然として物価が上昇していく基調そのものに変化はないと説明している。その根拠として、第一に賃金が上がっており、2014年春闘でベアが復活して以降、2016年で達成されれば3年連続となることを挙げている。また、第二に企業の価格に対する態度が変化して値上げにも踏み切っており、その証拠として、消費者物価指数の「除く生鮮食品・エネルギー」の伸び率が高まっていると指摘している。しかし、企業の値上げも、急激な円安を受けての苦肉の策であり、需要の強さを反映して強気の姿勢に出ている訳ではない。

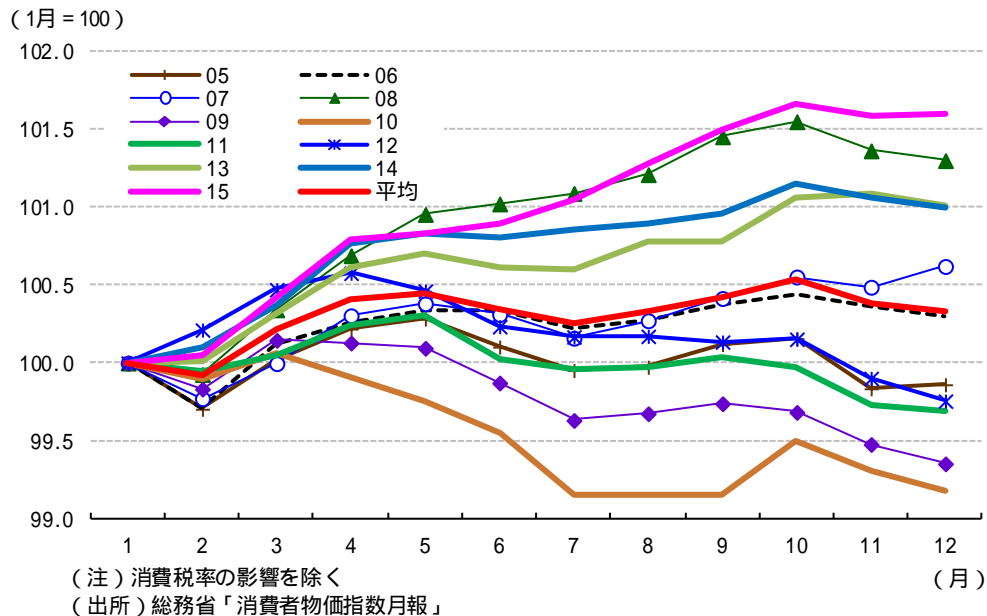
特に、「除く生鮮食品・エネルギー」については、価格が上がっているところだけを抽出した指標であるため、これまで伸び率は拡大傾向にあったが、今後は縮小に転じることが予想され、日本銀行の主張の拠り所が崩れてしまう可能性がある。

今後の消費者物価動向のポイントとなるのが3、4月の伸び率である。消費者物価指数は、通常は前年比で判断されることもあって、あまり前月比での動きは重視されない。しかし、月次のパターン(原数値)をみると、デフレ下においても毎年、3、4月に上昇し、5月以降は概ね横ばい圏で推移する特徴がある。これは、価格の改定が年度末か年度初めに集中しているためである(特に教育費、娯楽費などは新年度に価格が変更され、その後1年間は据え置かれることが多い)。中でも、価格の変動が激しい生鮮食品とエネルギーを除くと、その傾向が一段と強くなる。

図表9は、現在の発表様式で遡れる2005年以降の生鮮食品・エネルギーを除いた物価指数を、1月を100としてその後の推移をみたものであるが、ほとんどの年で3、4月に上昇するパターンにあることがわかる。これは、2016年においても、3、4月の物価の動きが決まれば、5月以降の指数の水準は横ばい圏で推移する可能性が高いことを意味している。

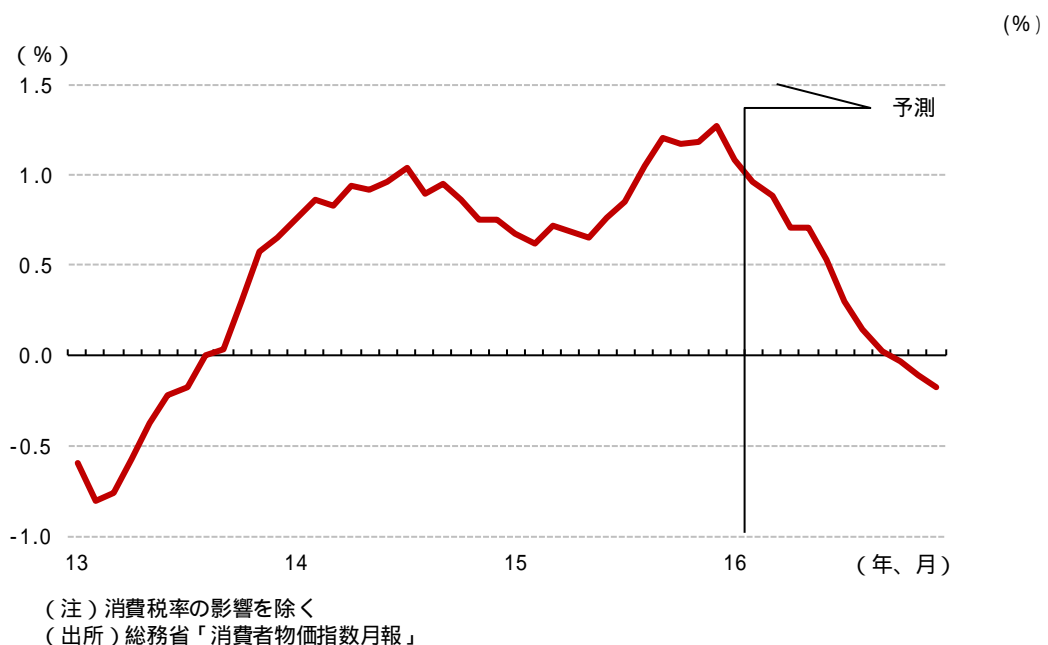
そうであれば、月次の前年比の伸び率がどの程度となるか、おおよその見当がつくことになる。

図表 9 . 消費者物価指数（除く生鮮食品・エネルギー）の毎年の推移



そこで、2016年1月の消費者物価指数（除く生鮮食品・エネルギー）の実績値に、2005年～2015年までの各月の前月比の単純平均をかけたうえで、2月以降の前年比の伸び率をシミュレーションしたのが図表10である。なお、過去の平均値の実績は、3月は前月比+0.29%、4月は同+0.20%であった。

図表 10 . 消費者物価指数（除く生鮮食品・エネルギー）の試算値



この単純なシミュレーション結果によると、3、4月の価格の伸び率が、これまでの平均値並みとなれば、価格動向に影響を及ぼすほどの大きな環境変化がない限り、前年比の伸び率は年末までにマイナスに転じる可能性があることが指摘できる。

もっとも、過去の平均並みよりも物価上昇圧力がかかりやすいと予測しているため、実際には伸び率が鈍化するにとどまり、2016年末にかけて前年比+0.5%程度に至ると見込んでいる(図表8)。しかし、2015年の消費者物価指数(除く生鮮食品・エネルギー)が順調に上昇してきたため、前年比の伸び率を高めて行くためには、3、4月でかなり高めの前月比の伸び率を稼ぐ必要があり、ハードルが高いことは明らかである。

今後、円高による輸入物価の下落を消費者に還元する動きや、個人消費の低迷を背景に値下げに踏み切る動きが広がった場合には、シミュレーションのように、次第に伸び率が縮小し、年内にマイナスとなる可能性は残っている。また、春闘のベアの伸びが小幅となった場合に、例年よりも価格の改定幅が小さい可能性もある。さらに、すでに発表された1月の消費者物価指数を元に計算すれば、「除く生鮮食品・エネルギー」の前月比は、過去の平均値の-0.39%に対し-0.50%程度と、すでにスタート時点で下振れている。

以上の物価の予測を踏まえて、今後の日本銀行の金融政策については、「除く生鮮食品・エネルギー」の伸び率の縮小傾向が明らかとなる7月28・29日の金融政策決定会合(展望レポートの基本的見解の発表は29日)で、マイナス金利が-0.3%に引き下げられるであろうと予想している。また、さらに伸び率の縮小が進む2017年明けのタイミングで-0.5%に引き下げられる可能性がある。

これまでの金融政策が、物価の上昇に効果があることを示す証拠としている「除く生鮮食品・エネルギー」の伸び率が鈍ってくれば、日本銀行としても何らかの追加行動を打ち出さざるを得ないであろうが、市場から国債を購入することが徐々に難しくなると予想される中では、マイナス金利幅を拡大させていくことが選択されるであろう。もっとも、マイナス金利導入発表後の金融市場の混乱から判断すると、マイナス金利幅を拡大することによる副作用のリスク(銀行の収益圧迫懸念、短期金融市場の不活性化、貸出金利の上昇など)を回避することも想定される。量、金利とも手詰まりになれば、後は質を高めるしか方法がなくなるため、その場合にはETFの買取り額を増加させるといった手段が採用される可能性もある。

いずれにせよ、マイナス金利付き量的・質的金融緩和で短期的に物価を押し上げることに限界があることを認めない以上、何らかの追加対応を迫られることになると考えられる。黒田総裁の主張する「インフレターゲット達成のために、できることは何でもやる」という姿勢を貫けば、よりリスクの高い政策が選択され、出口戦略を一層困難なものとする懸念が高まっていこう。

(小林 真一郎)