

情勢判断

国内経済金融

国内景気は底入れを模索する展開

～政府・日本銀行はデフレ脱却に向けた連携を強化～

南 武志

要旨

総選挙での政権交代により発足した安倍内閣は、「機動的な財政運営」、「大胆な金融緩和」、「民間投資を喚起する成長戦略」を日本経済再生に向けた「3本の矢」と位置づける政策運営を開始した。すでに金融資本市場では、デフレ脱却に向けた積極的な金融経済政策に対する期待感から円安・株高が進行してきたが、今後はそうした政策の実行や成果などを見極めていくことになるだろう。

一方、国内景気は、世界経済の減速傾向に加え、今秋以降の日中関係の冷え込みやエコカー購入補助金の終了などに伴って弱い動きとなっているが、一方で輸出や自動車販売にも底入れの兆しが見られている。13年入り後は、円安や海外経済の持ち直し、さらには大型補正予算などの効果により、回復に向けた動きが始まるものと予想する。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2013年				
		1月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コール翌日物 (％)		0.090	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M) (％)		0.2955	0.25～0.30	0.20～0.30	0.20～0.30	0.20～0.30
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 (％)	0.730	0.65～1.00	0.70～1.10	0.70～1.15	0.70～1.20
	5年債 (％)	0.150	0.10～0.25	0.10～0.25	0.10～0.25	0.10～0.30
為替レート	対ドル (円/ドル)	89.3	85～95	88～100	90～103	92～105
	対ユーロ (円/ユーロ)	118.8	110～125	115～130	115～135	115～135
日経平均株価 (円)		10,620	10,750±750	11,000±1,000	11,250±1,000	11,250±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)無担保コール翌日物の予想値は誘導水準。実績は2013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

12月26日に発足した第2次安倍内閣は、「デフレ・円高からの脱却を最優先に、名目3%以上の経済成長を達成する」という政権公約に基づき、積極的な財政金融政策の運営に着手し始めた。まず、13年度に実施する事業も含めて事業規模20.2兆円の「日本経済再生に向けた緊急経済対策」を取りまとめ、基礎年金国庫負担2分の1の実現等のための措置も加えて約13.1兆円の補正予算案を策定し

た。28日に召集される通常国会冒頭で審議し、速やかな可決・成立、予算執行を目指している。

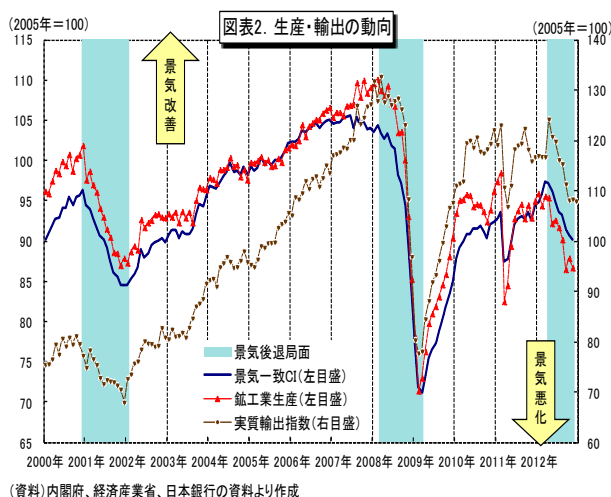
また、早期のデフレ脱却を目指すべく共同声明を発表、日銀との連携強化を図ったほか、成長力底上げのための規制・税制改革などを議論する「産業競争力会議」なども開催し、成長戦略の具体策を6月までに策定する方針である。以上のように、安倍内閣では「機動的な財政運営」、「大胆な金融緩和」、「民間投資を喚

起する成長戦略」を日本経済再生に向けた「3本の矢」と位置づけている。

一方で、国内景気自体は依然として弱い状況が続いている。これまでの株高は期待先行といった側面が強く、必ずしも実体を伴ったものではないのは言うまでもない。これからは脱デフレ・成長促進のための政策の着実な実行とその成果が求められることになる。

なお、12月の貿易統計などから実質輸出が下げ止まっているほか、エコカー購入補助金制度終了後の自動車販売も大幅減となったとはいえ、最近ではやや持ち直しの動きも見られている。このように昨秋にかけて景気を悪化させた要因が解消する動きをしめしており、全般的に底入れを探っているものと判断している。

景気の先行きについては、米国・中国など主要な海外経済が改善傾向となっていることもあり、輸出持ち直しが早晚実現すると見られるほか、大型補正予算執行による景気刺激効果なども期待されることから、近々、持ち直しの動きが始まると思われる。とはいえ、当面は緩やかな回復に留まるものと予想され、景況感が高まるのは増税前の駆け込み需要が発生する13年度下期以降であろう。



一方、物価動向に関しては、基本的には国内のデフレギャップの大幅乖離状態は継続しており、物価に対する下落圧力は根強い。11月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）では、電気料金・ガソリンなどといったエネルギー価格の押し上げ効果が弱まったこともあり、再び前年比下落状態に戻ってしまった。

先行き、電気料金・石油製品などエネルギー価格が徐々に上昇すると見られるほか、世界的な穀物価格高騰の影響が食料品価格の押し上げにつながる可能性もあるが、基本的に賃金・所得が伸び悩む中、エネルギーや食料品を除くベース部分での下落は続く可能性が高いだろう。

金融政策：現状と見通し

デフレ脱却を最優先課題に掲げる安倍政権の誕生により、デフレ継続を実質的に容認してきた日銀の金融政策は大きく路線変更を余儀なくされている。これまでの日銀の金融政策運営の枠組みは、①政策金利を0～0.1%に誘導、②「中長期的な物価安定の目途（以下、目途）」を当面1%（消費者物価上昇率）とし、それを目指していく、③資産買入等基金を設定し、13年末までに101兆円程度まで積み上げる、というものであったが、特に②については明確な目標としての位置づけではなく、積極的にデフレを克服しようという姿勢はあまり見られなかった。

しかし、安倍内閣ではデフレ克服には日銀による大胆な金融緩和措置が不可欠との認識から、1月の金融政策決定会合後、デフレ脱却と持続的な経済成長の実現に向けた政府・日銀の政策連携を謳った共同声明を公表、消費者物価上昇率で2%とした「物価安定の目標」を導入した

日銀が、その目標をできるだけ早期に実現することを目指すことを明示した。

なお、1月の決定会合では、政策金利の誘導目標は「0～0.1%」で据え置かれたが、資産買入等基金については当面それまでの買入れ方式(上掲③)を行うが、14年初からは毎月13兆円程度(内訳は長期国債が2兆円程度、政府短期証券が10兆円程度、それ以外の金融資産は13年末の残高を維持するよう買入れる)の金融資産を無期限で買入れる方式に変更することを決定した。これにより、14年中に基金残高はさらに10兆円程度増加するが、それ以降残高は維持されるものと見込んでいる。

今回の決定内容や共同声明に関しては、永らく続いてきたデフレの克服に向けた政府・日銀の連携の枠組みがようやく出来上がったことは素直に評価したいが、肝心の日銀が本気でその早期実現を目指す気があるのかどうか、については疑念が残っているといわざるを得ない。同時に発表された展望レポートの中間評価によれば、こうした政策にも関わらず、14年度の消費者物価上昇率(除く生鮮食品)は前年度比0.9%との予想となっており、2%上昇が全く見通せない状況といえる。そのことと、13年中に関して金融緩和策を強化しなかったことの関連性が不明瞭である。2%の物価上昇率を早期実現するには、これまで以上の緩和措置が不可欠であるが、先行き日銀が何をするのかは問われていくだろう。

なお、3～4月にかけて日銀総裁・副総裁の任期が満了となるため、その後任候補に注目が集まっている。安倍首相は、次期総裁の条件として積極的な緩和策に理解を示す人物であることを挙げている。

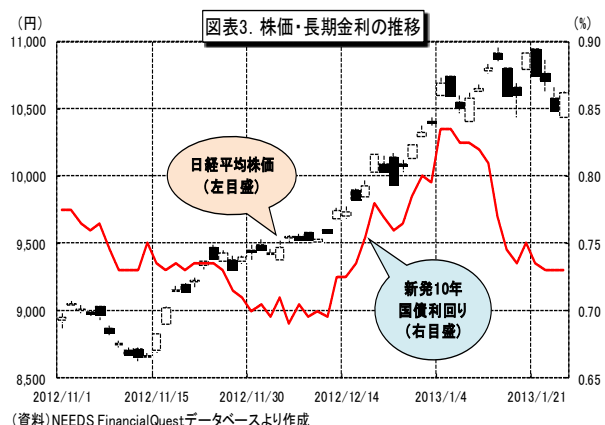
日銀新体制の発足を機に、超過準備に対する付利撤廃(含む固定金利オペの適用利率の引き下げ)や量的緩和の一段の強化策などが進む可能性がある。

金融市場:現状・見通し・注目点

12年11月の衆院解散前後から、総選挙による政権交代の可能性を睨んだ動きから、これまでの円高が修正され、それに追随する格好で株価も持ち直し傾向を強めてきた。この2ヶ月間の動きは期待先行という側面が強く、今後は政権公約に掲げた政策の実現性やその効果への評価などが問われていくだろう。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

12年度入り直後から、長期金利(新発10年物国債利回り)は、内外景気の鈍さ、収束の兆しが見えない欧州債務問題に伴って強まった「質への逃避」、さらにはデフレが続く中で日銀が一段の緩和策を余儀なくされるとの思惑なども加わり、1%割れの状態が続いている。特に、景気後退が意識され始めた9月下旬以降は0.8%を割り、さらに12月上旬には政権交代による金融緩和強化への思惑などから9年5ヶ月ぶりに0.7%を割り込んだ。総選挙後は株高への警戒感や大型補正編



成に伴う国債増発懸念などから 0.8% 台半ばまで上昇する場面もあったが、1 月下旬にかけては再び 0.7% 台前半まで低下するなど、基本的に低位安定状態が保たれている。

先行きについては、内外景気の改善ペースは当面緩やかとの予想や日銀による一段の緩和観測などが長期金利の低下圧力として働くと思われる半面、円安進行やデフレ脱却に向けた動きが徐々に見られるようになれば、金利上昇圧力が高まることもあるだろう。

② 株式市場

12 年度に入ってから株価（日経平均株価）は、軟調な内外経済を横目に、概ね 8000 円台後半を中心としたレンジ相場を続けてきた。その後、11 月中旬に野田首相（当時）が衆院解散を表明し、総選挙後の政権交代へ思惑が強まったことから、為替レートが円安方向に振れ、それを好感して株価は約 8 ヶ月半ぶりに一時 1 万円の大台を回復、年初来高値を更新し続けた。その後も、日銀の追加緩和期待から円安が進み、株価も 1 万 1 千円台を窺う水準まで上昇したが、1 月の金融政策決定会合の決定内容への失望感から、直近は調整が見られた。

先行きに関しては、引き続き欧州債務問題や米国「財政の崖」への懸念などと

いった海外の影響を受けやすいと思われるが、今春以降の日銀新体制発足などによって円安の流れが本格的なものとなり、かつ大型補正の執行が進めば、株価も回復基調をたどる可能性が高いだろう。

③ 外国為替市場

欧州中央銀行による財政悪化国の国債購入策発表や日銀の追加緩和観測、日本の貿易赤字の定着予想などもあり、12 年秋以降、円高修正の動きが強まりつつあった。こうしたなか、衆院が解散された 11 月中旬以降、総選挙後の新政権による経済政策に対する期待感から円安傾向が一段と強まった。その結果、12 月下旬には対ドルでは 85 円台を回復、1 月中旬には 90 円台と一時 2 年 7 ヶ月ぶりの円安水準となった。対ユーロでも一時 1 年 8 ヶ月ぶりの 120 円台まで円安が進んだ。ただし、金融政策決定会合後は円高修正の動きは一服している。

先行きについては、今後ともデフレ脱却や成長促進策を継続的に実施する限り、円安の流れは変わらないだろう。こうしたなか、海外からは一段の円安進行を懸念する意見も浮上しつつある。とはいえ、08 年秋のリーマン・ショック以降 4 年以上も続いてきた円高の背景には、欧米各国の大胆な金融緩和措置があったのは紛れもない事実であり、これまで彼らがその通貨安メリットを享受してきたことを留意すべきである。また、デフレが円高要因の一つであることを踏まえれば、デフレ脱却とともに円安が進行するのは自然であり、批判されるべきものではない。むしろ、日本経済が再生することにより、世界経済全体に対する貢献が可能となることを重視すべきであろう。

（2013. 1. 24 現在）

