

情勢判断

国内経済金融

円安・株高継続で企業・家計のマインドが好転

～金融資本市場では追加緩和策への思惑強まる～

南 武志

要旨

アベノミクスに対する期待感から、円安・株高傾向が続いている。それにより、企業・家計の景況感が好転しており、企業設備投資の回復が始まる可能性があるほか、復興関連や大型補正予算に伴う公共事業の本格化などが加わってくることから、国内景気は先行き徐々に回復傾向を強めていくだろう。また、円安や海外経済の持ち直しで輸出も早晩回復に向かうことが見込まれる。

一方、日本銀行は3月20日に新体制に移行したが、総裁らは2年をめどに2%の物価上昇を実現させるという意欲を表明している。4月の次回金融政策決定会合では強力な緩和措置を講じる可能性が高いだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2013年				2014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 (％)		0.070	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M) (％)		0.2500	0.15～0.25	0.15～0.25	0.15～0.25	0.15～0.58
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 (％)	0.555	0.45～0.75	0.50～0.90	0.55～1.00	0.60～1.10
	5年債 (％)	0.120	0.05～0.15	0.05～0.15	0.05～0.20	0.05～0.20
為替レート	対ドル (円/ドル)	94.6	90～105	92～105	95～110	95～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	123.0	115～135	115～135	115～135	115～135
日経平均株価 (円)		12,546	13,000±750	13,250±1,000	13,500±1,000	13,500±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)無担保コールレート翌日物の予想値は誘導水準。実績は2013年3月25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

2012年11月の衆院解散前後から、金融資本市場では総選挙後の新政権への政策期待から、円安・株高といった反応をしてきたが、現時点でもその流れは続いている。年末に発足した安倍内閣は、12年度補正予算と13年度当初予算を組み合わせた「機動的な財政運営」に着手したほか、2%の物価上昇を早期実現することを明記した共同声明を日銀とともに公表し、「大胆な金融緩和」に前向きな総裁・副総裁を日銀に送り込むことに成功

した。また、6月を目途に「民間投資を喚起する成長戦略」を取りまとめるべく、産業競争力会議を設置するなど、日本再生に向けた積極的な政策運営を始動している。その成果を評価するのは時期尚早であるが、市場ではそれに対する期待感が保たれている、といえるだろう。

さて、国内景気は持ち直し傾向にあるとはいえ、その勢いはまだ緩やかなペースに留まっている。1月の鉱工業生産は前月比0.3%と小幅な上昇であったほか、年明け後の輸出動向も実質輸出指数を見

る限り、直近ボトムの12年12月の水準は上回っているものの、低調さは拭えない。さらに、機械受注の代表的な指標である「民需（船舶・電力を除く）」は前月比▲13.1%の大幅減となるなど、一部に弱い指標も散見される。

とはいえ、アベノミクスへの期待やこれまでの円安・株高は、民間セクターのマインドを着実に好転させた。景気ウォッチャー調査などからは年末から年始にかけて企業や家計の景況感が大きく改善したことが確認できるほか、法人企業景気予測調査（1～3月期）からも企業経営者が先行きの業績改善を見据えて、13年度上期にかけて設備投資を活発化しようとしている様子が見て取れる。

当面は輸出の増勢は鈍いと思われるが、復興関連や大型補正に伴う公共事業が徐々に本格化することから、徐々に景気回復傾向は強まっていくと思われる。

なお、12年10～12月期のGDP第2次速報では、経済成長率は前期比年率0.2%と3四半期ぶりのプラスに上方改訂された。13年入り後はプラス幅を徐々に拡大させていくだろう（詳細は後掲レポート「2013～14年度改訂経済見通し」をご参照ください）。

一方、物価動向に関しては、マイルド

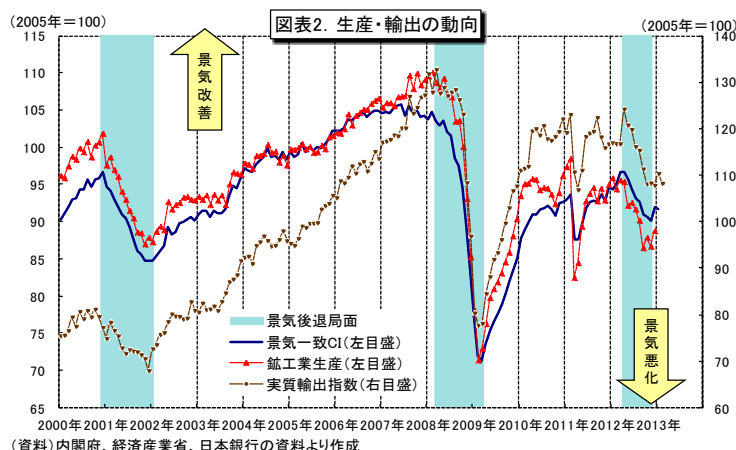
なデフレ状態が続いている。基本的には国内のデフレギャップの大幅乖離状態は継続しており、物価に対する下落圧力は根強い。1月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は前年比▲0.2%と、小幅ながらも3ヶ月連続の下落となった。最近になって、円安に伴って輸入品価格の一部に値上げの動きも散見されつつあるが、家計の所得環境は引き続き厳しいこともあり、全面的に価格転嫁が進む状況にはない。

なお、先行きに関しては、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、4～6月期にかけて、前年のエネルギー価格が高めに推移したことの反動が出ると見られ、弱含みで推移するだろう。その後、夏場以降は小幅ながらも前年比上昇に転じる可能性もあると思われる。

金融政策：現状と見通し

12月の総選挙の結果、デフレ脱却を最優先課題とする安倍内閣が発足し、日銀に対する緩和要請が強まるとの観測が一段と強まった。総選挙直後の12月19～20日の金融政策決定会合では、資産買入等基金を10兆円程度増額（13年末までに残高を101兆円程度へ積み上げる）す

るとともに、「中長期的な物価安定の目途」について次回会合で検討することを決定した。続く1月21～22日の決定会合では、消費者物価上昇率で前年比2%とする「物価安定の目標」を公表、これをできるだけ早期に実現することを目指すとする政府との共同文書（デ



フレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について))を公表した。さらに、資産買入等基金について「期限を定めない資産買入れ方式」を14年初から導入することも決定した。

しかしながら、政府や市場参加者の多くは、この程度の金融緩和では早期にデフレ脱却を達成するのは困難と考えているのも確かであり、実際に人々の期待形成に働きかけるまで至っていないのが実情である。

なお、白川前総裁下での5年間は、リーマン・ショック後の世界同時不況・金融危機の発生や東日本大震災など、様々なショックに見舞われたのは確かだが、日銀に関せられた使命である「物価の安定」を達成できなかった責任は非常に重い。先進国で唯一デフレ下にある日本の金融政策を先進的と自負し、潮流となりつつあった物価安定目標の明示について批判的だった5年前に比べれば、日銀はだいぶ前進したといえるが、デフレからの早期脱却についての実現性への疑念が残る状況であった。

こうしたなか、3月20日には黒田東彦アジア開発銀行総裁が新総裁に、岩田規久男学習院大学教授と中曽宏日銀理事が

副総裁に就任し、新しい体制がスタートした。これを機に、日銀はこれまで以上の緩和措置を講じるだろう。ちなみに、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下げ)や量的緩和の一段の強化(無期限緩和の前倒し、購入資産の範囲・量の拡大)、銀行券ルールの見直しなどが当面の課題となるだろう(併せて後掲レポート「黒田新総裁就任後の金融政策運営のポイント」もご参照ください)。

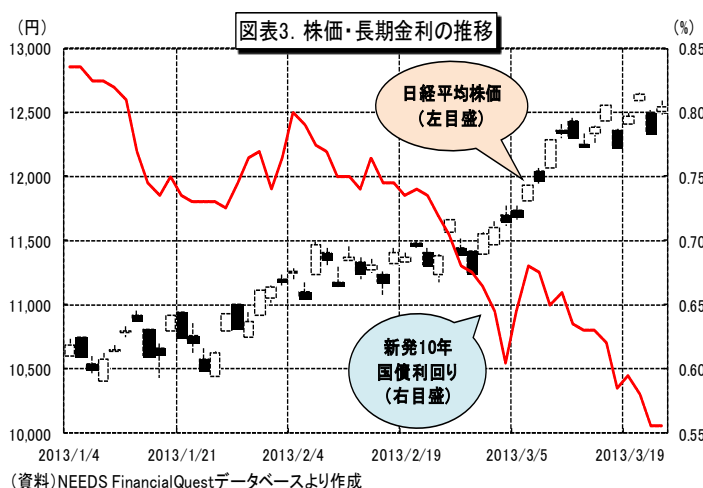
金融市場:現状・見通し・注目点

アベノミクスや追加緩和に対する期待で、基本的に「円安・株高・金利低下」といった流れが続いている。しかし、時折、海外の不安定要因(特にユーロ関連)によって相場が一時的に振り回される場面も散見される。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見たい。

① 債券市場

株式市場や為替市場が、アベノミクスによるデフレ脱却や日本経済の再生をある程度期待しているとは異なり、債券市場ではデフレ脱却についてはかなり懐疑的である。むしろ、日銀による大量の国

債購入が実施されると想定する金融緩和策の直接的な効果への思惑から、短期～中期ゾーンのイールドカーブは政策金利あたりでフラット化し、それが長めの金利水準まで波及する、という形で金利低下が進行している。加えて、キプロス救済策を巡る混乱から、投資家のリスク回避的な行動が強まり、直近の長期金利(新発10年物国債利回り)



は約9年8ヶ月ぶりに0.6%を割り込む状況となっている。

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策などが長期金利の低下圧力として働くと思われる。実際に、追加緩和策により、購入対象の国債年限が延長され、かつ増額幅が大規模なものとなれば、長期金利は一時的に急低下する可能性もあるだろう。しかし、そうした緩和策が、円安の一段の進行や景気回復期待を強め、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、逆に金利上昇圧力が高まることもあるだろう。

② 株式市場

衆院解散により政権交代の可能性が強まった12年11月以降、株価はほぼ一貫して上昇傾向が続いている。アベノミクスによる成長期待や追加緩和期待による円安進行に加え、連日のように史上最高値を更新する米国株式市場に牽引される格好となっている。その結果、3月上旬には日経平均株価はリーマン・ショック(08年9月15日)直前の水準まで回復、その後も約4年半ぶりの1万2,600円台まで上昇している。

先行きに関しては、キプロス情勢など

の欧州債務問題や米国経済に対する強制歳出削減の影響などといった海外の影響を引き続き受けやすいと思われるが、大胆な金融緩和策が円安を定着させ、かつ大型補正の執行が進み、それらが国内経済や企業業績の回復につながるの確信が強まれば、株高傾向が続くものと思われる。

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。2月に開催されたG7・G20の財務大臣・中央銀行総裁会合では最近の円安進行に対する懸念を表明する向きもあったが、為替介入などの為替操作をしているわけではなく、デフレ脱却に前向きに取り組んでいることの結果であるとして、事実上容認されている。

その結果、対ドルでは3月上旬には3年7ヶ月ぶりに95円台を回復、この半年間で20円弱の円安が実現した。また、対ユーロでも120円台が定着するなど、円

安傾向となっている。

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と見る。ただし、実質実効レートでみて、リーマン・ショック直前の水準まで円が減価したこともあり、今後の円安ペースは緩やかなものになるだろう。

(2013.3.25 現在)

