

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 「異次元」の金融緩和策が円安・株高をさらに後押し

～しかし、実体経済の回復テンポはまだ鈍い～

南 武志

#### 要旨

3月に就任した黒田日本銀行総裁が初めて臨んだ金融政策決定会合で、事前の市場予想を上回る、文字通り「異次元」の金融緩和措置が打ち出され、デフレ脱却や成長促進を促すアベノミクスが本格化している。黒田総裁は、こうした緩和措置によって2年をめどに2%の物価上昇を実現し、その後もその水準を維持することを目指すとしているが、マクロ的な需給ギャップがかなり乖離していることもあり、実現はかなり厳しいと思われる。

なお、こうした積極的な政策運営によって、円安・株高傾向が続いているほか、企業・家計の景況感も好転した。国内景気は12年末あたりから持ち直し始めており、足元の動きはまだ弱い。先行き、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、徐々に回復傾向を強めるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2013年				2014年	
	4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 (%)	0.073	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2282	0.15～0.25	0.15～0.25	0.15～0.25	0.15～0.25	
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 (%)	0.590	0.35～0.65	0.40～0.70	0.40～0.70	0.45～0.80
	5年債 (%)	0.225	0.10～0.30	0.10～0.30	0.10～0.30	0.10～0.35
為替レート	対ドル (円/ドル)	99.5	92～105	95～107	95～110	95～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	129.3	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	13,843	14,250±1,000	14,750±1,000	15,000±1,000	14,750±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4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。

### 金融政策:量的・質的金融緩和の導入

4月3～4日の黒田総裁らが就任して初の金融政策決定会合において、日本銀行はマネタリーベースを2年で倍増させることなどを柱とする「量的・質的金融緩和」の導入を決定、1月に導入した2%の物価上昇を早期に実現することを明記した「物価安定の目標」の達成に向けた政策運営を本格的に開始した。

この「量的・質的金融緩和」とは、①金融市場調節の操作目標をマネタリーベ

ースへ変更し、その残高が年間約60～70兆円のペースで増加するよう金融市場調節を行う(目標額として13年末に200兆円、14年末に270兆円)、②長期国債の保有残高が年間約50兆円のペースで増加するように買入れる(毎月のグロスの買入れ額は7兆円強の見込み、買入れ対象が全ゾーンで、買入れの平均残存期間を7年程度(国債発行残高の平均並み)へ延長、③ETF、J-REITの保有残高がそれぞれ年間約1兆円、同約300億円のペ

一スで増加するよう買入れる、④2%の「物価安定の目標」の早期実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、①～③についてリスク要因を点検して必要な調整を行いながら継続する、といった内容のものである。そのほか、10年10月に導入した資産買入等基金を既存の資金供給オペなどと統合、日銀の国債保有に関する「銀行券ルール」を一時適用除外とし、市場参加者との対話を強化することなども同時に決定した。

この決定内容は、市場参加者の事前の想定を大きく上回るものであり、日銀がデフレ脱却を目指す姿勢をアピールするのに大いに貢献したと思われる。実際、決定会合前には若干調整気味に推移していた金融・資本市場は、緩和策の発表直後は「円安・株高・金利急低下」という反応となった。

今後の政策運営については、今回かなり思い切った政策を導入したこと、「戦力（政策）の逐次投入」はやらないと黒田総裁が述べていることもあり、特別な事情でもない限り、基本的な政策の枠組みはしばらく維持されると思われる。約1年後、14年4月に予定される消費税増税の景気・物価情勢などへの影響を確認しながら追加策の是非を検討するものと思われる。

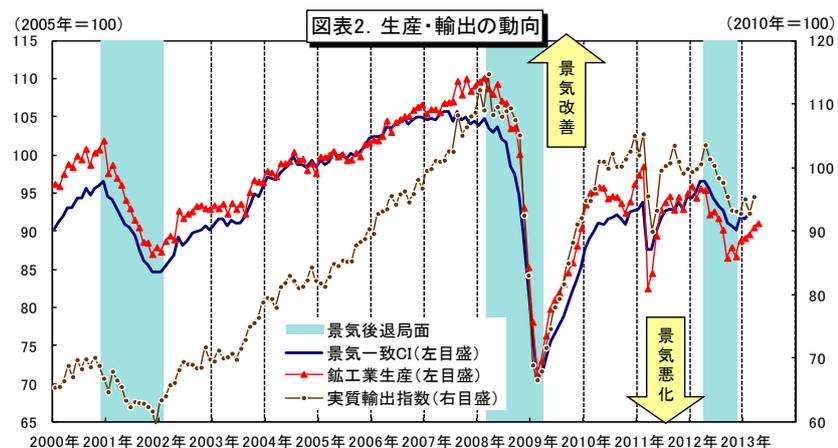
なお、黒田総裁らは、2%の物価上昇は2年をめどに実現したいとの意欲を前面に押し出しており、そうした決意表明は日銀の真剣さを示すものとして十分評価に値す

る。とはいえ、現実問題として、これまでの金融緩和策が不十分だったこともあり、マクロ的な需給ギャップが大幅な乖離状態となっている。これを解消するのは2年では困難との見方は変わらない。

## 国内景気：現状と展望

一方、国内経済に目を転じると、政府・日銀がデフレ脱却・成長促進に向けた政策運営に着手し、それまでの円安・株高傾向が一段と強まった。それを受けて、企業・家計のマインドの改善が進行しており、日銀短観（3月調査）によれば、大企業・製造業の業況判断DIが3期ぶりに改善に向かった。また、13年度の設備投資計画も3月調査としては悪くない内容（前年度比▲0.2%、全産業（含む金融保険業）、ソフトウェア投資を含む、土地投資額を除く）であった。為替レートの想定が1ドル＝85円台と、かなりの円高の前提であることを考慮すれば、先行き輸出製造業を中心に企業業績が上方修正される可能性が高いだろう。

とはいえ、実体経済を見ると、円安がだいぶ進行したにも関わらず、世界経済の回復力が弱いこともあり、生産・輸出はまだ鈍い。ただし、先行きは復興関連



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成  
(注)鉱工業生産の最後の2ヶ月分は製造工業生産予測指数を適用

や大型補正に伴う公共事業が徐々に本格化するほか、円安による輸出数量増が始めるものと思われ、徐々に景気回復傾向は強まっていくと思われる。加えて、年度下期には消費税増税前の駆け込み需要が発生し、成長率が一時的に高まる場面もあるだろう。

一方、物価動向については、依然としてデフレ状態が残ったままである。2月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は前年比▲0.3%と4ヶ月連続で下落、しかも最近では下落幅がやや拡大する傾向にある。国内のデフレギャップが大幅に乖離した状態は続いているため、物価に対する下落圧力は根強い。昨年の穀物高騰、さらには最近の円安進行に伴って、輸入品に一部値上げの動きも散見されるが、家計の所得環境は依然厳しく、全面的に価格転嫁が進む状況には程遠い。

先行きに関しては、前述のとおり、輸入品などで価格上昇が続く面もあるほか、エネルギー価格の値上げ傾向も残っているものの、3～5月にかけては前年のエネルギー価格が高めに推移したことの反動も出るとと思われる。そのため、全体としてみれば、物価は引き続き軟調に推移するだろう。その後、夏場以降は前年比上

昇に転じ、年度末にかけて徐々に上昇率を高める可能性がある。とはいえ、数年先に2%の物価上昇が定着することを想定するのは依然として困難な状況と言えるだろう。

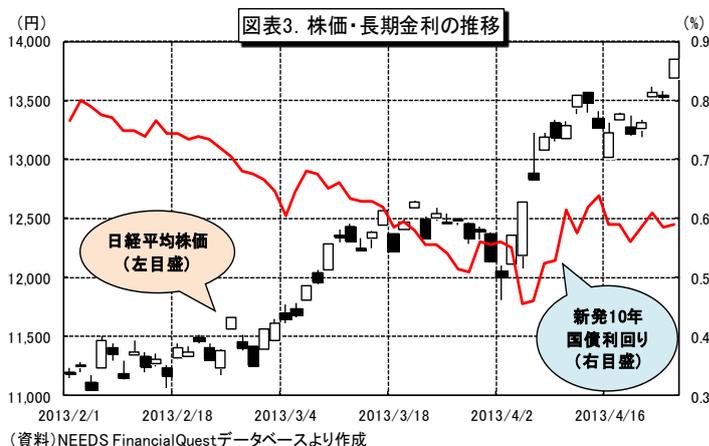
## 金融市場:現状・見通し・注目点

海外経済には不透明感が強いものの、アベノミクスへの期待や日銀の大胆な緩和策などもあり、基本的に「円安・株高」といった流れが続いている。しかし、長期金利については、日銀による「量的・質的金融緩和」の発表後、様々な思惑が働き、乱高下する場面も散見された。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

「量的・質的金融緩和」によって日銀が大量の国債購入を実施することが決定したが、その直後、長期金利（新発10年物国債利回り）は急低下し、一時0.315%といった史上最低水準を更新した。しかし、その後、すぐに0.6%台まで急上昇するなど、債券市場は非常にボラタイルな状況となった。

今回の緩和措置によって日銀は毎月グロスで7兆円超の買入れを行うことになったが、それは国債発行額の約7割に相当する。一見すれば、これは長期金利の低下要因であるが、国債市場における日銀のプレゼンス拡大がもたらす弊害が懸念されたほか、緩和策の中長期的な影響についても投資家が量りかねる面もあり、一時、長期金利の水準感を「喪失」したような状況になったと言えるだろう。その後、「市場参加者との対話」



を通じて、日銀は国債買入オペの頻度を高めるように修正したほか、利回りが上昇した中長期ゾーンに対する購入ニーズも戻ってきたこともあり、債券市場は徐々に落ち着きつつある。

先行きについては、内外景気の回復テンポが徐々に高まっていくとの見通しや、デフレ継続予想の後退などが金利の上昇要因として意識されると思われるが、日銀による強力な緩和策の効果が浸透するにつれて、一旦は利回りが上昇した中長期ゾーンの低下傾向が強まると思われる。その結果、長期金利は引き続き 0.5%前後といった低位での推移を続けるものと思われる。

## ② 株式市場

12年11月中旬まで概ね8,000円台後半でもみ合っていた日経平均株価であったが、その後はほぼ一貫して上昇しており、3月上旬にはリーマン・ショック（08年9月15日）直前の水準を回復した。基本的には、アベノミクスや追加緩和への期待感に伴う円安進行や堅調に推移する米国株価などに牽引される格好となっている。4月下旬には1万3,500円台と約4年9ヶ月ぶりの水準まで上昇している。

先行きに関しては、債務問題を抱える中での景気悪化が懸念されるユーロ圏経

済や米国での強制歳出削減の影響などといった海外の影響を受けやすい状況には変わりはないが、アベノミクスやそれに伴う円安進行などが、国内経済や企業業績の回復につながってくれば、株価は一段と上昇するものと思われる。

## ③ 外国為替市場

12年11月中旬以降、総選挙後の新政権による経済政策への期待に加え、日本の貿易収支の赤字定着予想もあり、円安傾向が強まった。11月中旬には1ドル＝80円前後だった対ドルレートは、世界経済の不安定さを示すイベントが断続的に出現したにも関わらず、4月下旬にかけて100円を窺う水準まで円安が進んでいる。また、対ユーロでも11月中旬の100円前半から、4月下旬には130円前後となっている。

こうした円の独歩安について懸念を表明する向きもないわけではないが、直接的な為替操作をしているわけではないこと、さらに国際会議などで麻生財務相・黒田日銀総裁がアベノミクスや大胆な金融緩和措置はデフレ脱却による内需振興が目的であるとの説明を続けたこともあり、4月に開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会合の共同声明でもアベノミクスは容認された。

先行きについても、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近くまで円が減価してきたこともあり、今後の円安ペースは緩やかなものになるだろう。（2013.4.24現在）

