

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 底堅い消費や輸出の復調により高成長を確保

### ～一方、長期金利にはボラタイルな動きも～

南 武志

#### 要旨

アベノミクスへの期待感から円安・株高基調が続いたが、1～3 月期は民間消費の堅調さや輸出の持ち直しもあり、前期比年率 3.5%と高い成長率を達成した。先行きは、公共事業の増加、円安や海外経済の持ち直しに伴う輸出増、さらには年度下期には消費税増税前の駆け込み需要発生も加わり、13 年度末にかけて国内景気は堅調に推移するだろう。

一方、長期金利は 4 月以降、ボラタイルな動きとなっている。2 年でマネタリーベースを倍増させることを柱とする日銀の「異次元」緩和では、市場で発行する国債の約 7 割に相当する国債買入れが主役であるが、イールドカーブ全体を押し下げるといった当初の目的が果されずにいる。とはいえ、期待インフレ率の押し上げと金利低下の両立は困難で、ある程度の金利上昇は不可避であろう。当面、日銀は過度の金利変動を抑えるオペで対応すると見られる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2013年				2014年	
	5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	0.20～0.25	0.20～0.25	0.20～0.25	0.20～0.25	
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 (%)	0.845	0.55～1.05	0.55～1.05	0.55～1.05	0.55～1.05
	5年債 (%)	0.355	0.25～0.50	0.25～0.50	0.25～0.50	0.30～0.55
為替レート	対ドル (円/ドル)	101.6	95～105	97～110	100～112	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	131.4	120～140	125～145	125～145	125～145
日経平均株価 (円)	14,612	15,000±1,000	15,500±1,000	16,000±1,000	15,750±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)実績は2013年5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

デフレ脱却の実現や成長促進を図るアベノミクスへの期待によって、円安・株高が進行し始めてから約半年が経過した。それらを受けて企業・家計のマインドの改善が進行し、民間消費が堅調に推移している様子が、1～3 月期の GDP 第 1 次速報などからも確認できる。その 1～3 月期の実質経済成長率は、主要な先進国・地域の中で最も高い前期比 0.9% (同年率 3.5%) となるなど、全般的に景気の底堅さを印象付ける内容であった。

とはいえ、詳細を見ると、民間企業設備投資が 5 四半期連続で減少するなど、企業行動にはまだ軟調さも残っている。ただし、4 月の貿易統計からは米国やアジア (除く中国) 向けの輸出は増加傾向にあり、実質輸出指数が前月比 2.1%と 2 ヶ月連続で増加するなど、海外経済の持ち直し傾向を受けて輸出が回復を始めていることが見て取れる。円安による輸出数量の増加には 1 年前後かかることを考慮すれば、年度半ば以降には輸出の増勢が強まり、それが民間設備投資にも波及

することが期待される。加えて、「15ヶ月予算」の執行、消費税増税を前にした駆け込み需要などを見込めば、年度末にかけて高めの成長を続ける可能性は高いだろう。(経済見通しの詳細については、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、物価動向については、依然としてデフレ状態が残ったままである。3月の全国消費者物価(除く生鮮食品、以下コアCPI)は前年比▲0.5%と5ヶ月連続での下落となり、かつ下落幅が拡大した。昨年の穀物高騰や円安進行に伴う輸入品値上げの動きもあるとはいえ、基本的に国内のデフレギャップが大幅に乖離しているため、物価下落圧力は根強い。また、家計の所得環境も依然厳しいことから、供給サイドでは一気に価格転嫁が進む状況にはない。

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される。そのため、当面、物価は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、年度末にかけては前年比1%前後まで上昇率を高める可能性がある。しかし、日本銀行が目

標とする「2年で2%の物価上昇」の実現性は依然として高くないと思われる。

## 金融政策:現状と見通し

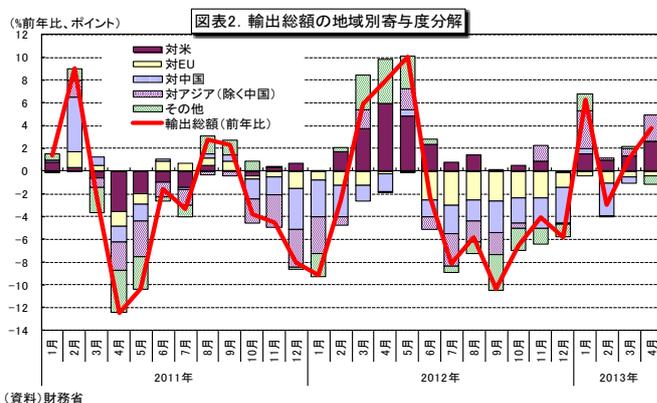
日銀は、4月3～4日の金融政策決定会合において、毎月発行される金額の約7割に相当する国債を市場から購入すること等を通じて、マネタリーベースを2年でほぼ倍増させることを柱とする「量的・質的金融緩和」の導入を決定、2%の物価上昇を早期に実現することを明記した「物価安定の目標」の達成に向けた政策運営を本格的に開始した。

この決定内容は事前の市場予想を大きく上回るものであり、その後に公表した「展望レポート」における楽観的な物価見通し(15年度には約2%の物価上昇が達成)の提示と合わせて、日銀がデフレ脱却を目指す姿勢を内外に強く印象づけた。このような日銀の真剣さを示すことによって、「期待の変化」への働き掛けを実践しているといえる。

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、よほど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。14年4月に予定されている消費税増税に

よる景気・物価などへの影響を確認し、15年度上期あたりに2%の物価上昇が達成できるかどうか見極めた上で、必要であれば追加策を検討するものと思われる。

なお、4月以降、長期金利にボラティルな動きが見られており、「イールドカーブ全体の低下を促す」という大量の国債買入れによる当



初の目的が実現できていない状況にある。基本的に期待インフレ率の押上げと金利低下を両立させるのは困難であり、ある程度の金利上昇はやむを得ないと思われる。とはいえ、黒田総裁は長期金利の過度の変動を容認しない姿勢を示しており、今後ともオペの頻度やペース、銘柄などの調整を弾力的に行うことで金利の跳ね上がりを抑制していくだろう。

## 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」の導入後、様々な思惑が働き、乱高下する場面も見られている。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。

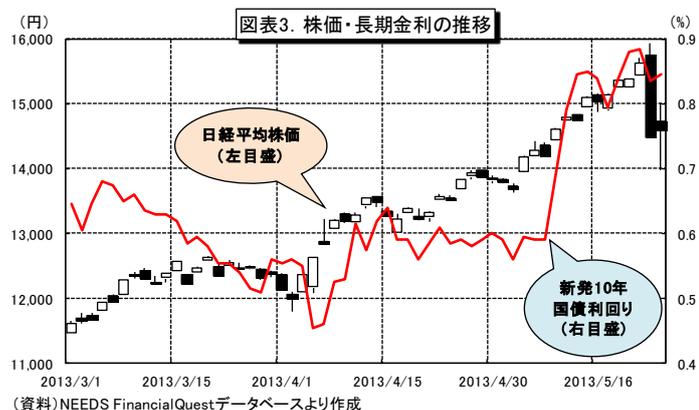
### ① 債券市場

「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。4月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によって生じる可能性がある流動性リスクが懸念されたほか、緩和策による長期金利へ

の中期的な影響について投資家が量りかねる面もあり、一時、長期金利の水準感が喪失されたと言えるだろう。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、水準感から購入意欲も回復したこともあり、一旦、債券市場は落ち着きを取り戻したかに見えた。

しかし、5月中旬には、米経済の先行き楽観論が強まったことで円安・株高が進行、さらに輸入品価格の値上げなどがデフレ脱却期待を強めたこともあり、長期金利が上昇傾向を強め、一時1.0%まで上昇するなど、再びボラタイルな状況になった。GW明けで入札スケジュールがやや過密であったことも加わり、投資家の様子見姿勢が強まる中での金利上昇といえるだろう。ただし、ほぼ10年前の、売りが売りを呼んだ「VaRショック」とは状況が違うのも確かであろう。これまで日銀は「シグナルオペ」と呼ばれる大量の短期資金供給を断続的に行うことで、過度な金利変動の抑制に努めているが、基本的に投資家の潜在的な債券購入ニーズは根強いと思われ、いずれ金利変動は落ち着くだろう。

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の浸透は金利上昇圧力を緩和すると思われる。それゆえ、当面の長期金利は概ね 1%以下の低位での推移を続けると予想する。

## 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おり、5月中旬には5年4ヶ月ぶりに1万5,000円台を回復するなど、上昇傾向が続いている。円安などを背景に、企業業績の上方修正が相次いでいる上、世界的に発生しつつある過剰流動性がアベノミクスに対する期待・評価が高い日本市場に流入している可能性もあるだろう。ただし、23日には海外経済への不安感を契機に、相場が急落する場面もあった。

当面は神経質な展開も予想されるが、アベノミクスやこれまでの円安などが、国内経済や企業業績の改善につながることで、基本的に株価も上昇傾向を維持するものと思われる。ただし、その前提となる海外経済の堅調さに不安が浮上すれば、調整する場面もあるだろう。

## ③ 外国為替市場

12年11月中旬以降、経済政策の転換、特に大胆な金融緩和策に対する期待に加え、日本の貿易収支の赤字が当面続くとの見通しもあり、円安傾向が強まった。11月中旬まで1ドル＝80円割れで推移していた対ドルレ

トは、その後も断続的に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、ほぼ一貫して円安が進み、5月中旬には4年1ヶ月ぶりに100円台となった。また、対ユーロでも11月中旬の100円前半の水準から、4月下旬以降には130円台での展開となっている。

こうした円の独歩安については海外から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、この4年間の円高傾向そのものが海外要因で引き起こされていたこと、アベノミクスによる日本のデフレ脱却は交易相手にとって十分メリットが大きく、近隣窮乏化策ではないことなどを、G7、G20の財務大臣・中央銀行総裁会合など国際会議の場で麻生財務相・黒田日銀総裁が十分な説明を行ったこともあり、概ね容認された格好となっている。

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。米国の景気加速を背景に、QE3の規模縮小に関する観測が強まれば、一段と円安が進行する可能性が高いが、実質実効レートでみて、すでにリーマン・ショック直前の水準近くまで円が減価していることもあり、今後の円安進行ペースは緩やかなものになるだろう。（2013.5.24現在）

