

情勢判断

国内経済金融

回復傾向を強める国内景気

～注目を集める消費税増税の最終判断～

南 武志

要旨

2013 年上期は年率 3%超の経済成長率となるなど、国内景気は着実に回復している。企業設備投資はまだ軟調だが、先行き持ち直しに転じる可能性を示す動きも散見される。新興国経済への懸念は燻っているものの、13 年度内は内外需の両輪揃った経済成長が実現するだろう。また、物価についても、円安効果や需給改善などによって下落圧力が解消しつつある。13 年度末にかけて物価上昇率は徐々に高まると見る。

こうした中、14 年 4 月に予定通り消費税増税を実施すべきかどうかの最終判断への注目度が高まっている。足元までの景気回復によって増税の条件はクリアされたとの見方が有力だが、一方で増税した場合には景気の足踏みが想定されるほか、早期のデフレ脱却にとっても障害となることが予想され、今後の日本経済の行方を左右するものと思われる。

なお、足元の金融資本市場では、米国の金融緩和の行方を巡る思惑が強まっており、9 月には正常化に向けた動きが始まるといった可能性を織り込みつつある。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2013年			2014年		
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.080	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2280	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 (%)	0.750	0.60~0.95	0.65~1.00	0.70~1.05	0.70~1.05
	5年債 (%)	0.290	0.20~0.40	0.20~0.45	0.25~0.50	0.25~0.50
為替レート	対ドル (円/ドル)	98.2	95~103	98~108	100~110	100~110
	対ユーロ (円/ユーロ)	131.1	125~140	125~140	125~140	125~140
日経平均株価 (円)	13,365	14,750±1,000	15,750±1,000	15,000±1,000	14,500±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)実績は2013年8月22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

前期比年率 2.6%となった 4~6 月期 GDP (第 1 次速報) に見るように、2013 年に入ってからの国内景気は堅調な推移を続けている。この高めの成長を牽引したのは民間消費 (同 3.1%)、公的需要 (同 4.2%)、輸出等 (12.5%) であったが、一方で民間企業設備投資は同▲0.4%の微減とはいえ 6 四半期連続のマイナスとなるなど、アベノミクス効果が企業部門

にまで十分に波及しているわけではないことも確認できた。しかし、先行指標とされる機械受注 (船舶・電力を除く民需) は 4~6 月期に前期比 6.8%と、5 四半期ぶりの増加に転じており、底入れに向けた動きも始まりつつあるといえるだろう。

さて、今回の GDP 統計は 14 年 4 月に予定される消費税増税の最終判断にとっての材料の一つと目されたことから、大きな注目を集めていた。事前の市場予想を

下回ったとはいえ、年率 2%台という潜在成長率を上回るなかなかの数字であったことは正当に評価すべきであろう。民間在庫投資を除く系列では同 3.5%と高成長を達成しているほか、第 2 次速報で上方修正されれば同 3%台に乗る可能性があることなどを考慮し、予定通り増税することの条件はクリアしたとの意見が多いようだ。

とはいえ、消費税増税による景気への悪影響も無視できない。1997 年の橋本行財政改革、最近の欧州債務危機からの教訓である「低成長下での財政健全化はうまくいかない」ということは重く受け止めるべきだろう。安倍首相は今秋の臨時国会前までに最終判断を下すとされているが、14 年度の経済・物価情勢、さらにはデフレ脱却の時期は消費税の行方に大きく左右されることになるだろう。

さて、景気の先行きに関しては、13 年度末にかけて堅調な推移を続ける可能性が高いと思われる。海外経済については、新興国において米国の量的緩和策第 3 弾 (QE3) の規模縮小が始まった場合の悪影響が懸念されるものの、大きな混乱にはならないと想定、むしろ米国経済の堅調さによってそうした懸念を相殺できると予想した。また、円安との相乗効果も期待され、輸出は徐々に回復傾向を強められると思われる。さらに公的支出による下支えや消費税増税前の駆け込み需要などで、年度下期にかけて成長率が加速していくだろう。ただし、増税後はその反動が出るのは避けられず、14 年度上期にかけて国内景気が足踏みする可能性は否めない。

一方、物価については、円安に伴う輸入品・エネルギーの値上がりに加え、堅調な消費によって需給バランスが改善し

てきたこともあり、下落圧力が弱まってきた。実際、6 月の全国消費者物価 (除く生鮮食品、以下コア CPI) は前年比 0.4%と、14 ヶ月ぶりの上昇に転じている。基本的にエネルギーの価格上昇の影響が大きいですが、食料・エネルギー以外の分野でも下落圧力が緩和する動きも見られる (食料 (除く酒類)・エネルギーを除く総合では同▲0.2%へ下落幅縮小)。

先行きは、景気回復やエネルギー価格の持続的上昇などで、物価上昇率は 13 年度末にかけて 1%前後まで高まるだろう。しかし、14 年 4 月に予定通り消費税増税が実施された後の国内景気は足踏みすることから、物価上昇圧力が一旦解消することになると予想する。

金融政策:現状と見通し

13 年 4 月、黒田新総裁が就任した初回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 年で約 2 倍にすることなどを柱とする「量的・質的金融緩和 (以下、異次元緩和)」の導入を決定した。その後は、黒田総裁が「デフレ脱却に必要な政策はすべて盛り込んだ」、「政策の逐次投入はやらない」と発言した通り、政策効果の見極めに注力しており、政策変更は見送られている。

異次元緩和の導入以降、ボラタイルな動きが続いてきた長期金利についても、QE3 の規模縮小を巡る内外金融市場の動揺をこなしつつ、全般的に落ち着きつつあり、足元ではじわじわと低下する動きとなっている。日銀はこれまで国債買入れオペの弾力化 (回数を増やし、1 回当たりの規模を縮小など) などを通じて長期金利の過度な変動抑制に努めてきたが、そうした効果が浸透しているといえるだ

ろう。今後再びボラティリティが高まれば、必要に応じて何らかの対策を講じる可能性はあると思われる。

4月の「展望レポート」、7月の同レポート中間評価に見るように、日銀では消費税増税はデフレ脱却や経済成長を阻害せず、15年度には2%程度まで物価上昇率が高まるとの見通しを示すなど、2年程度で物価安定目標を達成する姿勢は全く変わっていない。

先行きの金融政策に関しては、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。ただし、前述のとおり、予定通りに消費税増税を実施した場合、日銀の予想とは異なり、景気が足踏みし、物価上昇率2%達成への道が一旦途切れるものと思われ、追加策を検討・実施することになるとと思われる。その際には、毎月の市場発行額の約7割に相当する長期国債を購入していることもあり、追加的に国債を購入する余地は乏しいと思われ、リスク資産の買い増しや超過準備に対する付利撤廃などが検討されるだろう。

金融市場:現状・見通し・注目点

米国経済の回復を受けて、QE3の規模縮小を巡る思惑が浮上、内外の金融資本市場の主要テーマとなっている。最近では9月のFOMCで規模縮小が決定されるとの見方が強まっており、足元ではそれを織り込む動きが続いている。

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

異次元緩和の導入決定直後まで

は長期金利（新発10年物国債利回り）は一時0.315%といった史上最低水準を更新するなど低下圧力が高まったが、導入後は逆に水準を切り上げ、なおかつ乱高下を繰り返すといった展開が長く続いた。これに対し、日銀は国債買入れオペなどを弾力化することで過度な変動を抑制しようとしたが、なかなか沈静化することができなかった。

しかし、JGB市場参加者の大多数は国内機関投資家であり、彼らが直面している預貯金や保険料収入の増加ペースなどに比べて、貸出の増加ペースが高まっているわけでもなく、かつリスク管理等との関係からリスク資産にシフトするようなポートフォリオ・リバランスが大々的に発生するとも考えづらい。いずれ、彼らの資金の多くはJGB市場に戻って来ざるをえないと思われていたが、実際に7月以降は長期金利の変動幅は縮小、金利水準もやや低下し、足元では0.7%台での推移となっている。

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続けると思われるが、極めて強力な緩和策の効果浸透は金利上昇圧力を一定程度緩和すると見られる。また、目先は一段と低下する場面もあり



うる。当面の長期金利は概ね 1%以下の水準で推移すると予想する。

② 株式市場

アベノミクスへの期待感から円高修正・株価持ち直しの動きが強まり、12年秋まで概ね 8,000 円台後半で推移していた日経平均株価は、米FRBによるQE3継続下で堅調な推移を続けた米国株価に牽引されたこともあり、13年5月下旬には一時 1万6,000 円に迫る勢いを見せた。

その後、5月下旬にQE3縮小への思惑が急浮上し、それに伴う新興国の変調の可能性など海外経済に対する不安感が台頭したことなどによって、内外の株式市場は急落、日経平均は一時 1万2,000 円台半ばまで下落した。その調整も6月末までには終了し、一旦持ち直したものの、その後も頭打ち気味で推移している。なお、QE3が規模縮小されたとしても、当面は米国での金融緩和状態が保たれること、また規模縮小が金融引締めを必ずしも意味しないこと、さらに米雇用情勢などが確実に改善しており、それに耐えうるだけの体力が米国経済に備わっているとの判断の下でQE3の規模縮小が実施されること等を踏まえれば、株価の持ち直し基調を変調させることはないだろう。

当面は、QE3の規模縮小やそれを左右する米経済指標の動向、さらにはQE3規

模縮小による新興国経済の先行き観測を巡って神経質な展開も予想されるが、国内に目を転じれば、アベノミクス「3本の矢」の着実な実行や円安定着などは、国内経済や企業業績の改善につながることから、株価も基本的に上昇傾向を維持するものと思われる。

③ 外国為替市場

繰り返しになるが、12年11月中旬以降、アベノミクスへの期待感や継続的な貿易赤字発生もあり、円高修正が本格化、1ドル=80円割れが定着しつつあった対ドルレートは、5月中旬には4年1ヶ月ぶりに100円台へ、対ユーロでも11月中旬の100円前半から同じく130円台まで円安が進んだ。しかし、5月下旬には、QE3の早期縮小を巡る思惑が浮上してリスクオフが強まり、為替レートは対ドルで94円前後、対ユーロで125円前後まで円高方向に戻した。

その後、市場参加者がQE3の規模縮小の可能性を織り込んだ上で、米経済指標の改善を素直に評価し始めたこと、さらにはバーナンキ議長が金融緩和を当面継続することの必要性を強調したこともあり、一段の円高は阻止された。6月下旬以降は概ね90円台後半で推移している。

先行きは、緩やかな円安傾向が継続すると思われる。なお、9月にもQE3の規

模縮小が着手される可能性もあり、それによって基本的には円安圧力が強まると見られるものの、万一新興国経済等へ悪影響を与えるとの観測が高まることがあれば、リスクオフの流れが強まり、一時的に円高方向に振れることもあるだろう。

(2013.8.22 現在)

