

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 海外経済の不透明感漂う中、緩やかな景気回復が継続

～7～9月期は一時的に成長率が減速した可能性も～

南 武志

#### 要旨

アベノミクスへの期待感などによって、企業の景況感は大きく改善するなど、国内景気のリcoveryが続いている。こうした動きを受けて、安倍首相は14年4月に予定通り消費税増税を実施することを決断、同時に年末までに5兆円規模の経済対策を策定することを決定した。ただし、足元では米国の経済政策の行方を巡って不透明感が強まる動きも散見されており、日本の輸出増につながるような海外経済の本格回復が進んでいないのも確かである。

先行きについては、13年度下期は増税前の駆け込み需要も強まり、高めの経済成長を実現するほか、物価上昇率も1%前後まで高まると予想する。しかし、14年度の増税後には景気・物価とも足踏み状態に陥るものと見られ、日本銀行は追加緩和策の検討を迫られることになるだろう。こうした状況を踏まえれば、長期金利の低位安定状態は当面続くものと予想される。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2013年		2014年			
	10月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.077	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2210	0.20～0.25	0.20～0.25	0.18～0.23	0.18～0.23	
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 (%)	0.605	0.50～0.80	0.50～0.85	0.50～0.85	0.55～0.90
	5年債 (%)	0.205	0.15～0.40	0.15～0.40	0.20～0.45	0.25～0.50
為替レート	対ドル (円/ドル)	97.4	95～105	98～110	98～110	98～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	134.3	125～145	130～150	130～150	130～150
日経平均株価 (円)	14,486	15,500±1,000	15,000±1,000	14,250±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10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

デフレ脱却と成長促進を目指すアベノミクスの始動によって、国内景気は2012年末以降持ち直し傾向を続けている。10月1日に発表された日銀短観9月調査では、企業の景況感が引き続き改善していることが示されたほか、非製造業を中心に雇用人員・資本設備の不足感が強まっていることが確認できた(図表2)。いずれもリーマン・ショック(2008年9月)前の水準まで改善が見られている。こう

した景気のリcovery基調を受けて、安倍首相は10月1日に、予定通り14年4月に消費税率を8%に引き上げることを決定し、合わせて増税後の景気悪化に対する対抗措置として13年末までに5兆円規模の経済対策を策定することを発表した。

一方、9月の輸出が再び弱含むなど、世界経済のリcovery力の鈍さも気になるところである。5月下旬以降、米国の量的金融緩和策(QE3)の変更を巡る思惑から、新興国を中心に世界経済の先行きに対す

る不安が広がったことに加え、10月前半にかけて米財政協議が難航し、一部政府機関が閉鎖され、かつ米国債のデフォルト懸念も一時的に浮上した。結果的に、9月の連邦公開市場委員会（FOMC）でQE3規模縮小の開始は見送られ、財政問題も10月16日には一応の決着が図られたが、いずれも決断が先送りされたに過ぎず、近い将来同じ問題に直面することは間違いない。実際、国際通貨基金（IMF）が10月に改訂した「世界経済見通し」では、新興国を中心に成長率見通しが下方修正されたが、米国財政問題を新たな下振れリスクと認識するなど、世界経済全体の不透明感は根強い。

さて、景気動向については足元7～9月期は一時的に減速した可能性があるものの、基調として民間消費、設備投資や政府支出といった国内需要が底堅く推移していることも確かである。先行きについては、年度下期には円安定着による輸出数量改善効果が顕在化し始めることに加え、消費税増税を前にした駆け込み需要が本格化することから、内外需とも堅調に推移、高めの経済成長を達成するものと思われる。ただし、14年4月の増税後は、駆け込み需要の反動減が出ることは避けられず、14年度上期にかけて国内景気が大きく悪化するのを避けられないと思われる。5兆円規模の景気刺激策によって景気が後退局面入りすることは避けられると見るが、停滞感が強まるだろう。

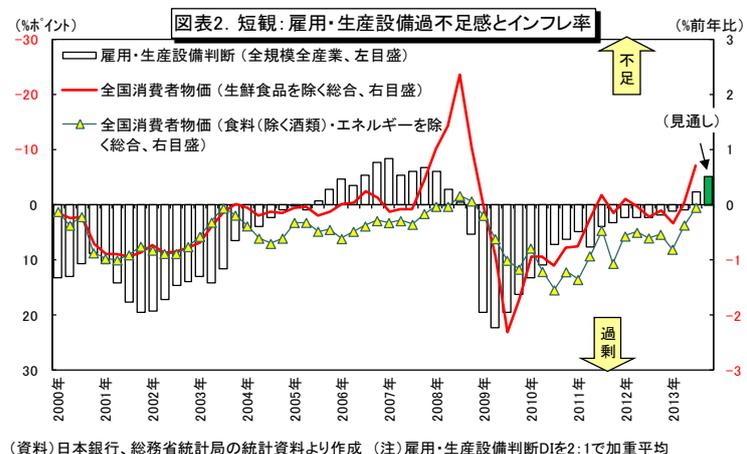
また、物価に関しては、円安定着や電気・ガス代の値上げ継続などエネルギー高騰などを主因として、前

年比0%台後半にまで上昇率が高まっている。最近では、堅調な消費を背景に需給バランスが改善方向にあることもあり、「川上（素原材料）」から「川下（最終需要財）」への価格転嫁も一部で進み始めている。9月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は前年比0.7%と4ヶ月連続の上昇、ベース部分の需給関係を示す「食料（除く酒類）・エネルギーを除く総合」も同横ばいと09年から続いていた下落状態から抜け出した。

なお、エネルギー関連の押し上げ効果は足元で一服しつつあるが、13年度末にかけては景気回復色の強まりなどで1%前後まで物価上昇率が高まると予想される。ただし、14年度には増税の影響を受けて、国内景気が一時的に大きく悪化することから、物価上昇圧力は一旦解消することになるだろう。

## 金融政策：現状と見通し

13年4月に日本銀行がマネタリー・ベースを今後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）」を導入してから半年が経過した。6月までは長期金利が過度な変動を繰り返しつつ、上昇する場面も見られた（7月以降は安定化かつ低下へ）、基本



的に円安の定着、物価下落の阻止、景況感の改善などをもち、約15年続くデフレ状態からの完全な脱却に向けた動きを十分サポートしていると評価できる。

日銀自身も、異次元緩和について、人々の予想インフレ率が上昇し、実質金利の押下げを通じた景気刺激効果が出るなど、事前に想定した通りの効果を発揮していると見ているようだが、一方で金融機関の貸出行動で中小企業向け等の動きが鈍いままであるなど、政策効果に広がりが見えていないのも確かである。

ちなみに、日銀の長期国債保有額（10月20日時点）は129兆円（3月末比ほぼ倍増）となったほか、総資産は212兆円（同じく約3割増）、マネタリーベース（9月平残）は182兆円（同じく約3割増）と、バランスシート拡大が進行中である。

先行きの金融政策に関しては、14年度の経済物価情勢を踏まえると、景気が足踏みし、2%の物価安定目標に向けた物価上昇圧力も一旦解消する可能性が高いと思われる。現在「展望レポート」で提示しているような15年度に2%前後の物価上昇率が達成できる、との見通しはいずれ修正が避けられないだろう。14年夏頃にはそうした問題に直面すると予想されるが、日銀は「早期の物価安定目標の達

成」をコミットしていることもあり、追加策を検討・実施することになるだろう。その際には、リスク性の高い金融資産の購入増額や超過準備に対する付利撤廃などが検討されると思われる。

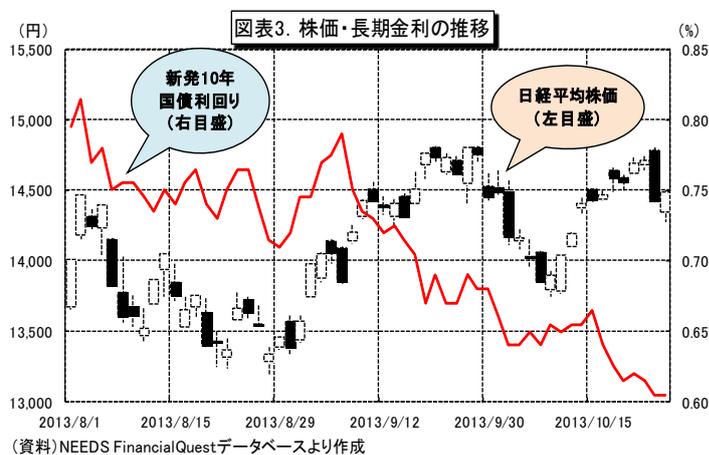
## 金融市場：現状・見通し・注目点

内外の金融資本市場は、米国の金融財政政策の行方を巡る思惑によって揺れ動いた。9月のFOMC終了後には、QE3の長期化を織り込む動きも見られたが、10月入り後は難航する財政協議を受けて、一時は米国債のデフォルトを警戒する場面も見られた。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見たい。

### ① 債券市場

異次元緩和の導入決定直後の長期金利（新発10年物国債利回り）は史上最低の0.315%まで低下したが、その後は逆に水準を切り上げ、かつ乱高下を繰り返し、5月下旬には一時1%まで上昇した。日銀は国債買入れオペを弾力化すること等で過度な変動を抑える対応を続けたが、6月中はボラタイルな状態が残った。しかし、7月以降は投資家の運用難と相まって長期金利の変動は沈静化し、かつ金利水準も緩やかな低下傾向をたどっている。

10月下旬には約5ヶ月ぶりに0.6%を割り込む場面もあった。この背景の一つには、消費税増税を決断したことがわが国財政の健全化の第一歩として評価された面もあると見られる。しかし、内閣府はアベノミクスが成功（＝名目3%、実質2%の経済成長を達成）し、消費税率を予定通り15年10月に10%まで引



上げたとしても、20年度のプライマリー・バランス黒字化の達成は困難との試算を公表するなど、財政健全化の道は決して楽ではなく、今後、同問題が再び意識される場面もありうる。

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、極めて強力な緩和策の効果浸透は金利上昇圧力を大きく緩和する方向に働くと見られる。また、当面は一段と金利水準が低下すると見られ、長期金利は0.5%を目指す動きになると予想する。

## ② 株式市場

12年11月以降、円高修正を好感して持ち直しが始まった日経平均株価であったが、史上最高値を更新する米国株価に牽引され、13年5月下旬には一時1万6,000円に迫る勢いを見せた。しかし、5月下旬にQE3の年内縮小の可能性を示したバーナンキ米FRB議長の発言を受けて、内外の株式市場は調整色が強まり、日経平均は1万2,000円台半ばまで下落する場面もあった。その調整も6月末までには一巡したものの、QE3の行方を巡る思惑などで株価は14,000円を中心としたボックス圏での展開が続いている。

9月には米FOMCでのQE3の規模縮小が見送られ、ドル安傾向が強まったほか、10月上旬には米財政問題の悪影響が懸念され、株価が調整する場面もあったが、足元では再び上昇傾向が強まってきた。先行きは、米QE3の規模縮小時期を模索しつつも、国内景気の改善継続予想等を背景に、

底堅い動きを続けるものと思われる。

## ③ 外国為替市場

12年11月中旬以降、大胆な金融緩和を約束するアベノミクスに対する期待感から、為替レートの円高修正が本格化した。それまで1ドル=80円割れだ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、対ユーロレートも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、米雇用統計を中心とした主要経済指標の発表のたびに、QE3の規模縮小を巡る思惑が揺れ動く中、1ドル=90円台後半を中心としたレンジ内での展開が続いている。

先行きについては、QE3の規模縮小が決定するまでは現状水準でのみ合いが続くと予想する。なお、米国経済の回復基調が強まれば、近い将来、QE3の規模縮小が現実のものとなることは確かであろう。ただし、米国経済や内外金融市場に悪影響を及ぼすような形での実施は避けられるものと見られることから、QE3の規模縮小は一段の円安を促すものと予想する。(2013.10.24現在)

