

情勢判断

国内経済金融

年度末にかけて駆け込み需要によって高めの成長継続

～一方、増税後の国内景気は停滞気味に～

南 武志

要旨

2013 年上期は年率 4%近い成長となるなど、持ち直し傾向を強めていた国内景気であったが、7～9 月期の経済成長率は減速、消費・投資といった民間最終需要の改善にブレーキがかかった。ただし、この減速は一時的とみられ、13 年度下期には消費税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と見られるほか、物価上昇率も 1%前後まで高まるだろう。しかし、14 年度の増税直後には景気は足踏み状態に陥り、物価上昇圧力も一旦は解消すると見られる。14 年夏には日本銀行は追加緩和策の実施を決断す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			
	11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 (%)	0.072	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2200	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 (%)	0.625	0.50～0.80	0.50～0.85	0.50～0.85	0.55～0.90
	5年債 (%)	0.200	0.15～0.40	0.15～0.40	0.15～0.40	0.20～0.45
為替レート	対ドル (円/ドル)	101.0	95～105	98～110	98～110	98～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	136.2	125～145	130～150	130～150	130～150
日経平均株価 (円)	15,381	15,750±1,000	15,250±1,000	14,000±1,000	14,250±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11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

2013年に入り前後から持ち直し傾向を続けてきた国内景気であるが、堅調に推移してきた民間消費が夏場にかけて足踏みが見られたほか、海外経済の不透明感の強まりもあり、輸出が軟調な推移をするなど、景気回復テンポが鈍ったとの見方が浮上していた。

実際、7～9 月期の GDP 第 1 次速報によれば、経済成長率は前期比年率 1.9%と 4 四半期連続のプラス成長ながらも、同 4%前後の成長を達成できた年前半から大きく減速したことが確認できた。1.9%成長という伸び率も 1%程度とされる潜在成

長率は上回ったものの、その牽引役は民間在庫と公共投資であり、肝心の民間最終需要は同 1.0% (4～6 月期: 同 2.6%) とブレーキがかかるなど、あまり良い内容ではなかった。

しかし、この減速については、アベノミクス効果が一巡したというわけではなく、あくまで一時的と捉えるべきであろう。年度下期にかけては、公共投資の下支えが続くほか、円安定着や米国経済の底堅さを受けた輸出の回復、さらには 14 年度からの消費税増税を前にした駆け込み需要の本格化が期待される。13 年度末にかけて高めの経済成長が続くなど、景

気は堅調に推移すると予想される。

しかし、14年度の国内景気はやや停滞気味になる可能性が高いと見る。14年4月の消費税増税直後には耐久財消費や住宅投資などに大きな反動が出ることは避けられないだろう。それに対して、政府は12月上旬には、景気落ち込みを軽減するための5兆円規模の経済対策を策定し、補正予算編成をする構えを見せているほか、増益企業に対してベアを含めた賃上げを要請している。しかし、8兆円前後とされる増税ショックを完全に吸収することはできず、停滞感も強まるだろう。14年度内に景気が急回復する可能性は薄いと思われる（経済見通しについては後掲レポートを参照下さい）。

一方、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、7月以降は前年比で1%弱での上昇率が続いている（9月の全国消費者物価（生鮮食品を除く）は同0.7%、食品（除く酒類）・エネルギー除くベースでは同横ばい）。全般的に、底堅い消費を背景に需給環境が改善していることもあり、「川上（素原材料）」から「川下（最終需要財）」への価格転嫁も進行中である。

足元ではエネルギー関連の押し上げ効果

が一巡しつつあるが、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

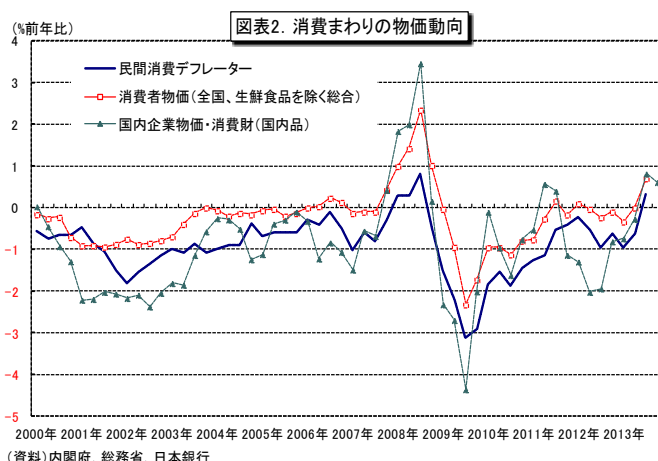
13年4月にマネタリー・ベースを今後2年で約2倍にすることなどを柱とする「量的・質的金融緩和（以下、異次元緩和）」を導入して以降、日本銀行はその政策効果を見極める動きに徹している。

当初、日銀によって毎月の発行額の約7割に相当する国債を市中から購入することへの警戒感などもあり、長期金利が過度な変動を繰り返しつつ、上昇する場面があったが、7月以降はそうした混乱が収束し、長期金利は再び低下し始めたほか、基本的に円安の定着、物価の下げ止まり、景況感の改善などをもたらし、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きたといえるだろう。

日銀自身もこの異次元緩和について、人々の予想インフレ率が上昇し、実質金利の押し下げを通じた景気刺激効果が強ま

っていると、事前に想定した通りの効果を発揮していると見ているが、一方で中小企業向け貸出等の動きが相変わらず鈍いなど、政策効果にまだ広がりが見えていないのも確かである。

さて、10月30日の金融政策決定会合後には「展望レポート」が公表されたが、これによると13～15年度にかけての経済・物



値見通しには若干の修正が加えられたものの、15年度にかけて物価上昇率が2%程度まで高まるとの見通しを改めて示すなど、2年程度で物価安定目標を達成するとの意欲が維持された。

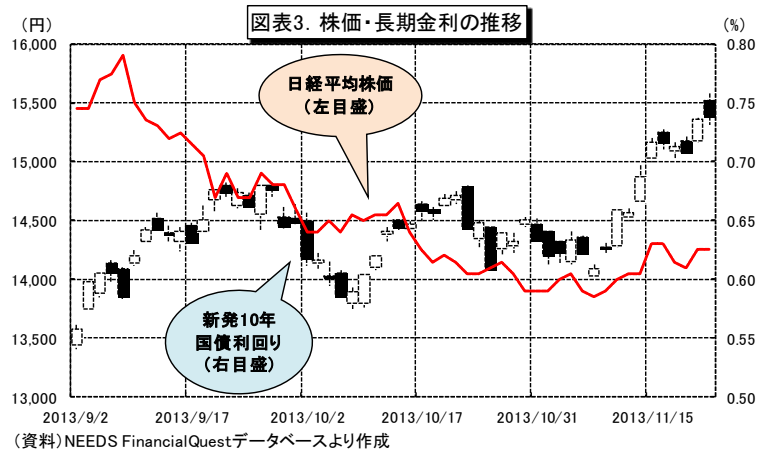
しかし、当総研も含め、14～15年度の国内景気は需給バランスの大幅改善をもたらすほどの勢いはなく、2%の物価安定目標に向けた物価上昇圧力も一旦は弱まるものとの予想がほとんどであるのも確かである。こうした動きが現実のものとなれば、金融政策はもう一段の緩和策を余儀なくされることになると思われる。実際に、最近になって黒田総裁を含めた政策委員らが、必要であれば追加緩和を行う余地がある旨の発言をしている。とはいえ、これまで日銀は消費税増税の影響は限定的としてきたこともあり、増税前に追加緩和を検討する可能性は小さく、追加緩和は増税後の14年夏ごろになるだろう。その際には、リスク性の高い金融資産の購入増額や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

13年下期以降、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き続けた。14年年明け後にも再び問題が意識される可能性が高く、注意が必要であろう。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%ちょうどまで上昇した。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が続けたが、メガバンクなどで保有国債を圧縮する動きもあり、6月中はボラタイルな状態が続いた。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月中旬以降は0.6%前後での展開が続いている。こうした金利の低位安定の背景としては、日銀による大量の国債購入を続けるなかで、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ことが挙げられるだろう。もちろん、わが国の財政健全化の道は決して楽ではなく、仮に14年4月の消費税増税後に国内景気が悪化するなど、増税ショックが想定以上に大きく出た際には、財政拡大の圧力が高まる可能性もあり、財政悪化が再び意識される場面もあるだろう。

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、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。1%割れの長期金利は今しばらく継続するだろう。

② 株式市場

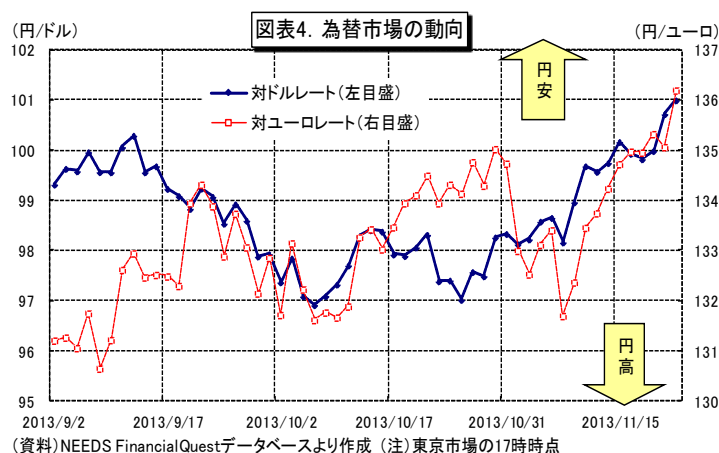
12年11月以降、円高修正を好感して持ち直しが始まった日経平均株価であったが、史上最高値を更新する米国株価に牽引され、13年5月下旬には一時1万6,000円に迫る勢いを見せた。しかし、5月下旬にQE3の年内縮小の可能性を示したバーナンキ米FRB議長の発言を受けて、内外の株式市場は調整色が強まり、日経平均は1万2,000円台半ばまで下落した。その調整も6月末までには一巡したものの、その後も米経済指標やそれを受けたQE3を巡る思惑が揺れ動き、株価は14,000円を中心としたボックス圏での展開が続いた。11月中旬になって、米金融緩和策の継続が意識され、それによってリスク回避的な行動が弱まり円安が進んだことから、株価は約半年ぶりに15,000円台を回復するなど、堅調に推移した。

先行きも、引き続き米QE3の規模縮小への意識が続くものとみられるが、国内景気の先行き上振れ予想等を背景に、年度末にかけて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100円前半の水準から同じく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投資家のリスクオフ姿勢が強まり、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た。なお、11月に入り、円安傾向が再び強まってきた。10月の米雇用統計は予想以上に強い内容であったが、イエレン次期FRB議長候補の公聴会での証言内容がハト派的なものであったことも後押しした。また、対ユーロでも、11月初旬のECBによる利下げ直後は一時円高に振れたが、その後は再び円安方向に戻している。

先行きについては、しばらくQE3の規模縮小への思惑が相場を左右する面が大きく、趨勢が決まるまでは一方向的に円



安が進行することはないだろう。なお、14年春までにはQE3の規模縮小が決定されるとの見方が強いが、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、QE3の規模縮小は一段の円安を促すと予想する。

(2013. 11. 22 現在)