

情勢判断

国内経済金融

国内景気は緩やかな持ち直しを開始

～アベノミクスによる円安・株高で景況感が回復へ～

南 武志

要旨

安倍内閣が推進する日本経済再生に向けた積極的な経済政策(アベノミクス)への期待から、円安・株高傾向が続いている。企業・家計の景況感が改善に向かっているほか、昨秋の景気悪化の原因となった自動車関連の減産はすでに一巡していること、海外経済の回復による輸出増、さらに震災復興事業の本格化などが加わってくることから、12年末までに底入れした国内景気は先行き徐々に回復傾向を強めていこう。

一方、白川日本銀行総裁の早期退任表明により、3月20日には日銀は新体制に移行する予定となった。できるだけ早期に2%の物価上昇を実現するというコミットメント達成に向けて、4月にも日銀は一段の緩和措置を講じる可能性が高いだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2013年					
	2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.096	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2700	0.25~0.28	0.20~0.28	0.20~0.28	0.20~0.28	
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 (%)	0.735	0.65~0.95	0.70~1.00	0.70~1.10	0.70~1.20
	5年債 (%)	0.130	0.10~0.20	0.10~0.20	0.10~0.20	0.10~0.20
為替レート	対ドル (円/ドル)	93.5	88~98	88~100	90~103	92~105
	対ユーロ (円/ユーロ)	124.0	115~128	115~135	115~135	115~135
日経平均株価 (円)	11,309	11,250±500	11,500±750	11,750±1,000	12,000±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2月21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

第2次安倍内閣は「機動的な財政運営」、「大胆な金融緩和」、「民間投資を喚起する成長戦略」といった「3本の矢」と位置づける政策運営を本格化している。金融資本市場では、衆院解散前後からいわゆる「アベノミクス」への期待感から、円高修正・株価持ち直し、といった反応をしてきたが、現時点でもその流れは続いている。2月中旬のG7・G20の財務大臣・中央銀行総裁会議では、一部から円独歩安への警戒も出たものの、デフレ脱

却や成長促進を目指すアベノミクスは事実上容認された格好となった。

一方、2012年度入り後は悪化が続いてきた国内景気であるが、足元では持ち直しに向けた動きも散見されつつある。鉱工業生産は12年9月を底に上昇基調となっているほか、輸出(実質輸出指数)も13年1月には前月比2.2%と上昇に転じている。企業の景況感も改善方向に向かっている。

景気の先行きについては、米国・中国など主要な海外経済が改善傾向となって

いることもあり、輸出持ち直しが早晩実現すると見られるほか、大型補正予算執行による景気刺激効果なども期待されることから、近々、持ち直しの動きが始まると思われる。12年10～12月期の経済成長率は前期比年率▲0.4%と3四半期連続のマイナスとなったが、13年入り後はプラス成長に転じ、徐々に成長率を高めていこう

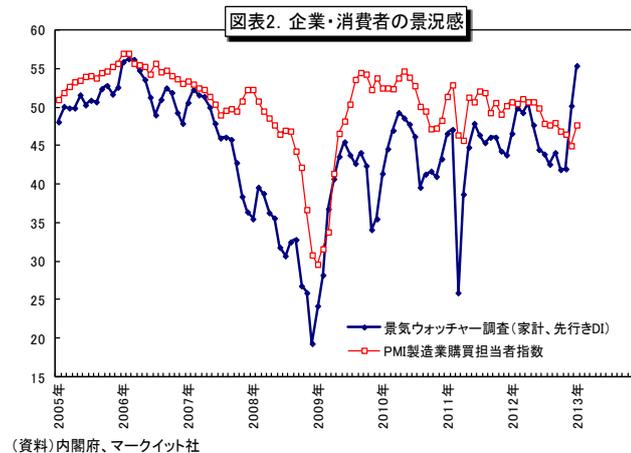
(詳細は後掲レポート「2012～14年度改訂経済見通し」をご参照ください)。

一方、物価動向に関しては、基本的には国内のデフレギャップの大幅乖離状態は継続しており、物価に対する下落圧力は根強い。12月の全国消費者物価(除く生鮮食品、以下コアCPI)では、電気料金・ガソリンなどといったエネルギー価格の押し上げ効果が弱まったこともあり、再び前年比下落状態に戻ってしまった。

先行き、電気料金・石油製品などエネルギー価格が徐々に上昇すると見られるほか、世界的な穀物価格高騰の影響が食料品価格の押し上げにつながる可能性もあるが、基本的に賃金・所得が伸び悩む中、エネルギーや食料品を除くベース部分での下落は続く可能性が高いだろう。

金融政策:現状と見通し

12月の総選挙の結果、デフレ脱却を最優先課題とする新政権発足が確実となったこともあり、日銀に対する緩和要請が強まるとの観測が一段と強まった。もちろん、日銀がこれまで、幾度かにわたって追加緩和策を決定してきたことも確かである。12年度入り後は、4月27日、9月18～19日、10月30日の金融政策決定会合において、資産買入等基金を累計26



兆円程度増額することを決定したほか、「貸出増加を支援するための資金供給」の枠組みを導入するなどの措置を講じてきた。しかしながら、12年2月に導入した、前年比1%の消費者物価上昇率を目指すという「中長期的な物価安定の目途」を達成するために積極的な政策展開をしているようには受け止められず、むしろデフレ脱却に消極的と評価されるなど、政策運営への批判の声が強まっていた。

こうした状況の下、12月19～20日の金融政策決定会合では、資産買入等基金をさらに10兆円程度増額するとともに、「中長期的な物価安定の目途」について次回会合で検討することを決定した。続く1月21～22日の決定会合では、消費者物価上昇率で前年比2%とする「物価安定の目標」を公表、これをできるだけ早期に実現することを目指すことを表明した。この点については、政府(内閣府・財務省)と連名で「「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について(共同声明)」とする文書を公表している。さらに、資産買入等基金について「期限を定めない資産買入れ方式」を14年初から導入することも決定した。

このように、数ヶ月前までの日銀のス

タンスと比べれば、脱デフレの前倒し達成についてコミットするなど、幾分か積極的になりつつあるように見える。しかし、1月の緩和内容について検証してみると、日銀が本気で2%の物価上昇の早期実現を目指すつもりがあるのかについては依然として疑念があることを認めざるを得ない。1月の決定会合後に発表された展望レポートの中間評価によれば、一連の緩和策強化にも関わらず、14年度の消費者物価上昇率（除く生鮮食品、消費税要因）は前年度比0.9%との予想であり、2%上昇が全く見通せない状況といえる。そうした予想と、今後1年間の金融緩和措置については現状維持で十分と判断したこととの関連性は不明瞭である。

なお、白川日銀総裁が3月19日に山口・西村の両副総裁が任期満了となるのと同時に退任することを公表したこともあり、後継総裁への注目が集まっている。安倍首相は、次期総裁の条件として積極的な緩和策に理解を示す人物であることを挙げているが、既に2%の物価目標を早期に達成する、といったコミットメントをしている以上、誰がなろうともやることに大きな差はないはずである。問題は、ねじれ国会という状況下、スムーズに新体制を発足させることができる人材は誰か、ということであろう。

基本的に、3月20日の日銀新体制の発足を契機に、これまで以上の緩和措置を講じる可能性は高い。早ければ、4月にも追加緩和策が打たれるものと思われる。ちなみに、超過準備に対する付利撤廃（含む固定金利オペの適用利率の引下げ）や量的緩和の一

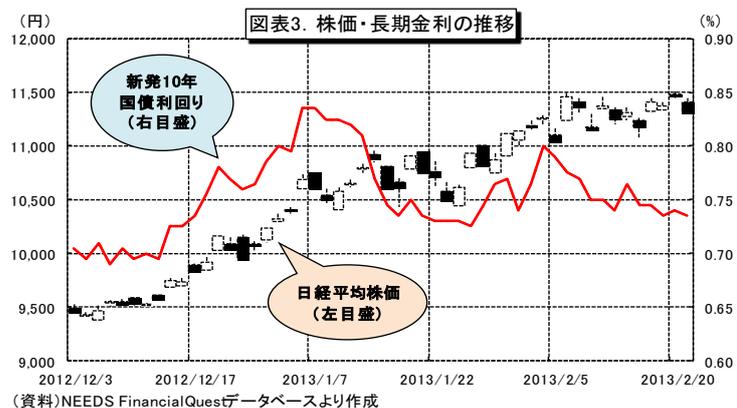
段の強化策（購入資産の範囲・量の拡大）などが当面の検討課題となるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

12年11月の衆院解散前後から、総選挙による政権交代の可能性を睨んだ動きから、これまでの円高が修正され、それに追随する格好で株価も持ち直し傾向を強めてきた。この2ヶ月間の動きはアベノミクスに対する期待感による面が強いのは言うまでもなく、今後はアベノミクスのもたらす効果やその継続性などが問われていくことになるだろう。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

12年度入り直後から、長期金利（新発10年物国債利回り）は、内外景気の鈍さ、収束の兆しが見えない欧州債務問題に伴って強まった「質への逃避」、さらにはデフレが続く中で日銀が一段の緩和策を余儀なくされるとの思惑なども加わり、1%割れの状態が続いている。特に、景気後退が意識され始めた9月下旬以降は0.8%を割り、さらに12月上旬には政権交代による金融緩和強化への思惑などから9年5ヶ月ぶりに0.7%を割り込んだ。総選挙後は株高への警戒感や大型補正編成に伴う国債増発懸念などから0.8%台



半ばまで上昇する場面もあったが、投資家の運用難から上昇基調が続くことはなく、2月中旬にかけても0.7%台での展開となるなど、基本的に低位安定状態が保たれている。

先行きについては、内外景気の改善ペースは当面緩やかとの予想や日銀による一段の緩和策などが長期金利の低下圧力として働くと思われる半面、円安進行や景気回復、さらにはデフレ脱却に向けた動きが徐々に見られるようになれば、金利上昇圧力が高まってくることもあるだろう。

② 株式市場

12年度に入ってから株価（日経平均株価）は、内外経済の軟調さを横目に、概ね8,000円台後半を中心としたレンジ相場を続けてきた。その後、11月中旬に野田首相（当時）が衆院解散を表明し、総選挙後の政権交代へ思惑が強まったことから、為替レートが円安方向に動き始め、株価はそれを好感して約8ヶ月半ぶりに1万円の大台を回復した。その後も、日銀の追加緩和期待から円安が進んだことや、一時5年4ヶ月ぶりの高値圏（ダウ工業株30種平均で1万4,000ドル台）まで上昇した米国株式市場などの影響などで、1月末には株価も1万1,000円を回復するなど、堅調な地合いが続いた。

先行きに関しては、引き続き欧州債務問題や米国「財政の崖」への懸念などといった海外の影響を受けやすいと思われるが、今春以降の日銀新体制発足などによって円安の流れが本格的なものとなり、かつ大型補正の執行が進み、それらが国内経済や企業業績の回復につながるの確信が強まることで、株価も回復基調をたどるものと思われる。

③ 外国為替市場

欧州中央銀行による財政悪化国の国債購入策発表や日銀の追加緩和観測、日本の貿易赤字の定着予想などもあり、12年秋以降、円高修正の動きが強まりつつあった。こうしたなか、衆院が解散された11月中旬以降、総選挙後の新政権による経済政策に対する期待感から円安傾向が一段と強まった。その結果、12月下旬には対ドルでは85円台を回復、1月中旬には90円台と一時2年7ヶ月ぶりの円安水準となった。対ユーロでも一時1年8ヶ月ぶりの120円台まで円安が進んだ。ただし、金融政策決定会合後は円高修正の動きは一服している。

先行きについては、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だろう。なお、2月中旬に開催されたG7・G20財務相・中央銀行総裁会合では、この数ヶ月間の円安傾向に対する警戒が燻っていたものの、声明文にはそれに関する批判は盛り込まれなかった。しかし、一段の円安進行には一定の心理的な歯止めがかけられた可能性があり、今後の円安進行ペースは緩やかなものになるだろう。

（2013. 2. 21 現在）

