情勢判断

国内経済金融

市場の動揺を横目に、実体経済は着実に改善

～13 年度後半にかけて国内景気は堅調推移と予想～

南　武志

要旨

5 月下旬以降、米金融政策の行方等を巡って円安・株高が一転し、金融資本市場は調整する場面も見られる。アベクロミクスへの期待が剥落したとの指摘もあるが、実体経済を見る限り、緩やかではあるが、着実な持ち直しを続けている。先行きも、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。

なお、長期金利は依然、時折乱高下する場面が散見される。これに対し、日本銀行は国債買入れオペの弾力運用によって、過度な変動を抑え込む努力を続けている。とはいえ、期待インフレ率の押上げと金利低下の両立は困難であり、ある程度の金利上昇は不可避だろう。なお、先行きは、期初に益固め目的で売却した国内投資家の資金の多くはいずれ JGB 市場に戻る可能性もあり、長期金利は徐々に落ち着くものと思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2013年 6月（実績）	2013年 9月（予想）	2013年 12月（予想）	2014年 3月（予想）	2014年 6月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	0.085	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	(%)	0.880	0.65～1.00	0.65～1.00	0.70～1.05	0.70～1.05
	5年債	(%)	0.345	0.25～0.50	0.25～0.50	0.30～0.55	0.30～0.55
為替レート	対ドル	(円/ドル)	98.3	97～107	100～110	100～110	100～110
	対ユーロ	(円/ユーロ)	128.9	125～140	125～140	125～140	125～140
日経平均株価		(円)	13,062	15,000±1,000	16,000±1,000	15,500±1,000	15,250±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6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。

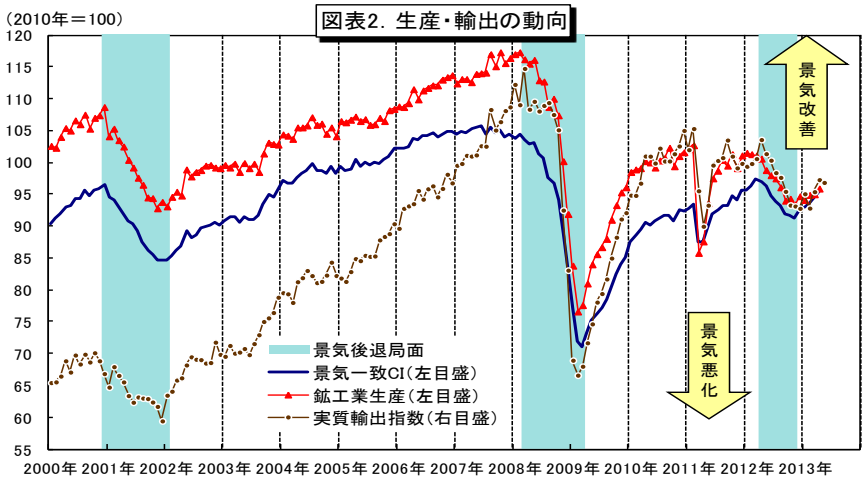
国内景気：現状と展望

5 月中旬以降、アベノミクス（もしくはアベクロミクス）に対する期待感で支えられた円安・株高という流れが一服し、調整する場面も見られた。背景には、米国の量的緩和政策第 3 弾（QE3）の行方に対する思惑により、それまでのリスク・ポジションの巻き戻しが起きたことが挙げられている。この動きは新興国市場でも起きており、その動きは底堅いと考えられてきた新興国経済の先行き不安も煽った。それとほぼ同時期にアベノミクスの「3 本目の矢」である成長戦略の素案が明らかとなったが、斬新さに乏しく、期待されていた法人税改革（実効税率の大幅引き下げ）などが盛り込まれなかったこともあり、金融資本市場では失望感から一段と円高・株安が進む場面もあった。これまで期待先行で動いてきた金融資本市場は、さらなるサプライズ、もしくは実体経済の裏付けを要求し始めているようである。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

さて、最近公表された経済指標を見わたすと、国内景気は着実な改善を示しているものの、そのテンポは相変わらず緩やかなままである。その主因は輸出の増勢がなかなか強まらない点にあるだろう。この6ヶ月で為替レートは大きく円安方向に振れたとはいえ、それが輸出数量の増加につながるには1年程度の時間が必要である。また、米国・中国などわが国の二大輸出相手先の景気の勢いも鈍いことも原因であろう。こうした状況の下、企業部門の改善もあまり進んでいない。生産の伸びは緩やかであり、設備投資関連指標の動きも鈍い。家計マインドの好転を受けて、家計消費は底堅さがあるが、持ち直しつつあるとはいえ賃金上昇率はまだ低く（4月は1～3月平均比で0.4%の上昇）、消費増の持続性にも限度がある。

図表2. 生産・輸出の動向

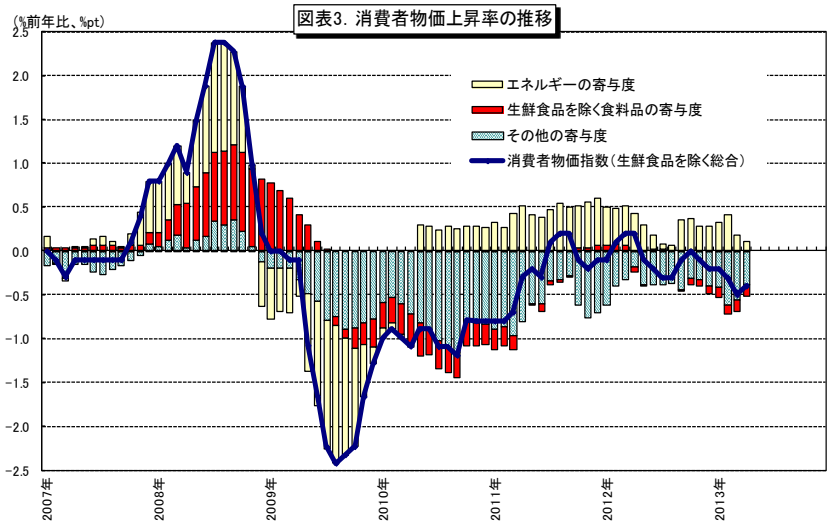


（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成　（注）景気動向指数は2005年基準

なお、先行きに関しては徐々に力強さを増していく可能性が高いと思われる。海外経済は持ち直し傾向を続けると思われ、円安との相乗効果によって輸出は本格的に回復し始めると思われる。加えて、大型補正など財政拡大の影響や消費税増税を前にした駆け込み需要の発生などで、年度下期にかけて成長率が加速していくだろう。ただし、消費税増税後はその反動で、14年度上期の国内景気が一時的にせよ足踏みするのは不可避と思われる（詳細は後掲レポート「2013～14年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）」をご参照ください）。

一方、物価動向については、依然として需給バランスの大幅な崩れが残っているものの、これまでの円安進行に伴った輸入品の値上がりや電気料金の引上げなどを主因に、下落圧力が緩和する動きとなっている。実際、5月（中旬速報）の東京都区部の消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）

図表3. 消費者物価上昇率の推移



（資料）総務省統計局の公表統計より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

は前年比0.1%と50ヶ月ぶりの上昇となったほか、大阪市のコアCPIも同0.3%と9ヶ月ぶりの上昇となった（なお、4月の全国コアCPIでは同▲0.4%と6ヶ月連続での下落となったが、下落幅は3月（同▲0.5%）から縮小）。

先行きに関しても、輸入品価格の上昇が続く面もあるほか、エネルギー関連の値上げ傾向が徐々に強まると思われる。そのため、夏以降、物価上昇率は前年比プラスに転じ、13年度末には1%前後まで高まる可能性があるだろう。しかし、14年4月の消費税増税後は国内景気がやや停滞する可能性があり、日銀が目標とするように「約2年後に2%程度の物価上昇」の実現は依然厳しいと思われる。

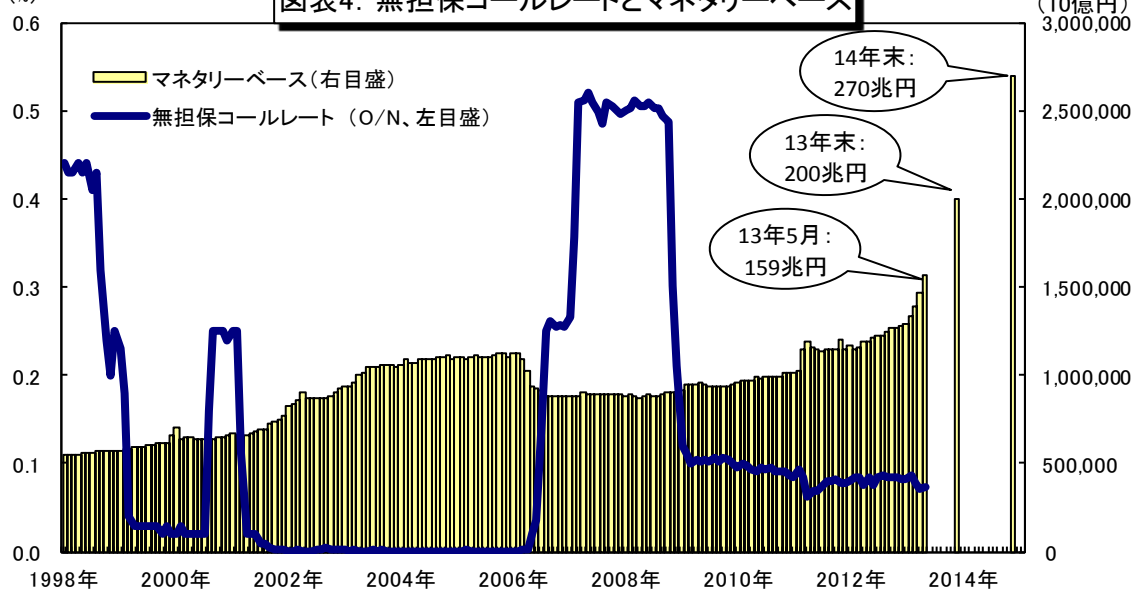
金融政策：現状と見通し

日本銀行は、4月に「量的・質的金融緩和（以下、異次元緩和）」の導入を決定して以降、その効果の見極めに注力している。その柱は、毎月7兆円超（市中発行の約7割に相当）の国債を買い入れること等を通じて、マネタリーベースが年間約60～70兆円に相当するペースで増加させ、それによって「約2年で2%程度の安定的な物価上昇」が定着するように働きかける、といった内容である。

黒田総裁は、異次元緩和導入後の会見において、デフレ脱却や約2年で2%の物価上昇を実現させるために必要な対策はすべて盛り込んだとして、追加の緩和策は当面必要ないとの考えを示した。加えて、4月下旬に公表した「展望レポート」では、異次元緩和の効果によって15年度には物価上昇率（消費税要因を除く）は2%程度に達するとの見通しを提示するなど、デフレ脱却や物価安定目標の達成を短期間で目指す姿勢を内外に強く印象づけている。このような日銀の真剣さを示すことによって、これまで軽視してきた「期待の変化」への働き掛けを実践しているといえる。

一方で、異次元緩和導入直後から、長期金利はボラタイルな動きが続いている。「イールドカーブ全体の低下を促す」と

図表4. 無担保コールレートとマネタリーベース



（資料）日本銀行

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

いう当初の目論みは実現できていないわけであるが、基本的に期待インフレ率の押上げやマネー拡大による景気回復期待と長期金利の低下を両立させるのは困難であり、今回の措置に伴って金利がある程度上昇するのは不可避と思われる。こうしたなか、金融市場では、6 月の金融政策決定会合では、現行 1 年未満としている共通担保オペの期間延長(2年以上)などの措置を催促する動きも見られたが、日銀はそれを見送るなど、「ゼロ回答」となった。基本的に、日銀は長期金利のボラティリティはいずれ落ち着くと考えていることが背景にあるが、一方で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、今後も必要に応じて何らかの対策を講じることで金利の跳ね上がりに対処していくだろう。

先行きの金融政策に関しては、黒田総裁が「政策の逐次投入」はやらないと述べたこともあり、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。

金融市場:現状・見通し・注目点

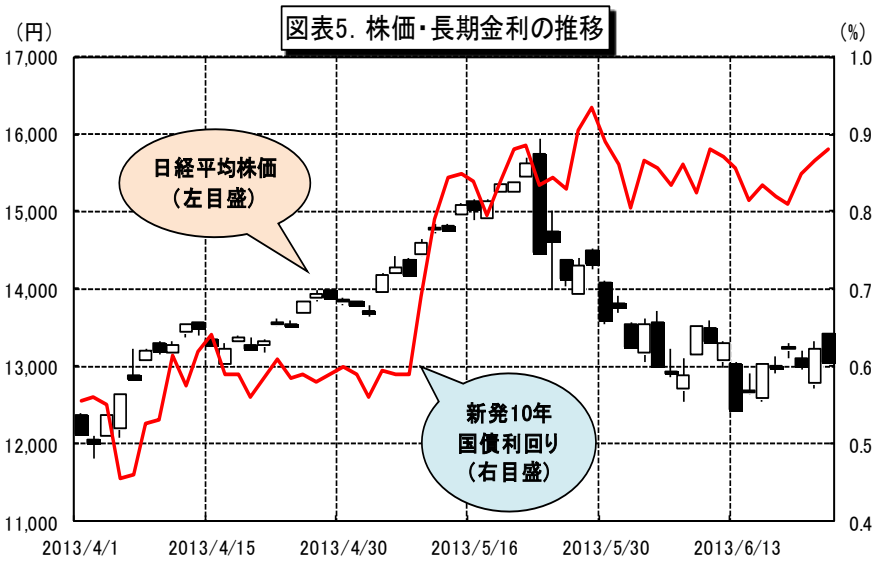
冒頭でも触れたように、5月中旬以降、それまでの円安・株高の流れが一変し、大きく調整する場面も見られた。また、長期金利についても、時折乱高下する場面も散見されている。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

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基調を辿っていたが、それ以降は水準を切り上げるとともに乱高下を繰り返す展開が続いている。日銀は国債買入れオペなどを弾力化することで、それを抑制しようとしているが、なかなか沈静化が見られていない。

こうした動きの背景には、日銀が大量の国債購入を行うことに伴う流動性リスクが意識されたこと、期初の益出し後に様子見をしている投資家行動、さらには期待インフレの高まりや日銀の政策運営手法の変化に対する戸惑いなどもあるだろう。白川前総裁体制下の日銀では、短期ゾーンへ

図表5. 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

の集中的な資金投入とデフレ期待を残したままでの時間軸設定により、短期ゾーンの金利水準が政策金利近くまで押しつぶされ、結果的にそれが長期金利の安定をもたらしていた。これに対し、黒田日銀は大胆な緩和策を提示し、これまでの日銀とは手法が変わったことを印象づけた。購入国債の平均残存を 7 年程度としたことで、短期ゾーンへの配慮は相対的に弱まった上に、景気拡大期待やデフレ脱却予想は着実に強まった。多くの債券市場参加者は、まだこうした変化に対処し切れていないのが実情であろう。

なお、JGB 市場参加者の大多数は、国内機関投資家であるが、彼らにとって預貯金や保険料収入などに比べて、貸出の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ポートフォリオ・リバランスが大々的に発生するとは考えづらい。いずれ、彼らの資金の少なからぬ部分は JGB 市場に戻って来ざるを得ないと思われ、日銀の想定通り、長期金利は次第に落ち着いてくるものと思われる。

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ある程度緩和すると思われる。それゆえ、当面の長期金利は概ね 0%台後半での推移を続けると予想する。

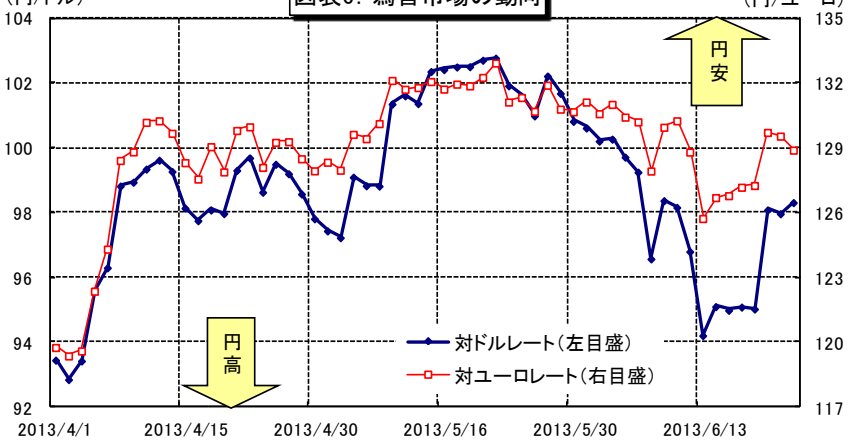
② 株式市場

日経平均株価は 12 年秋までは概ね 8,000 円台後半で展開していたが、その後は次期政権への期待からほぼ一貫して上昇し、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、デフレからの脱却や成長促進を目指すアベクロミクスへの期待、さらには米 FRB の QE3 継続の下で堅調な推移を続けた米国株価などに牽引された格好であり、5 月中旬には 5 年 4 ヶ月ぶりに 1 万 5,000 円台を回復、一時は 16,000 円台に迫る上昇を見せた。

しかし、23 日には海外経済に対する不安感が台頭したことを契機に、株式相場は急落した。米国での量的緩和政策第 3 弾（QE3）の早期縮小が浮上し、それに下支えされた世界的な株高といった構図が修正を迫られたといえるだろう。

とはいえ、QE3 の規模縮小は米国の雇用・物価情勢が確実に改善し、それに耐えうるだけの体力が米景気にはあるとの判断の下で実施に移されるわけであり、過剰に反応すべきではないだろう。バーナンキ米 FRB 議長も繰り返し強調したように、QE3 縮小は引き締めを意図するもの

図表6. 為替市場の動向



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

ではない。

なお、当面は QE3 縮小を巡って神経質な展開も予想されるが、アベクロミクスや円安の定着などが、国内経済や企業業績の改善につながることから、株価も基本的には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

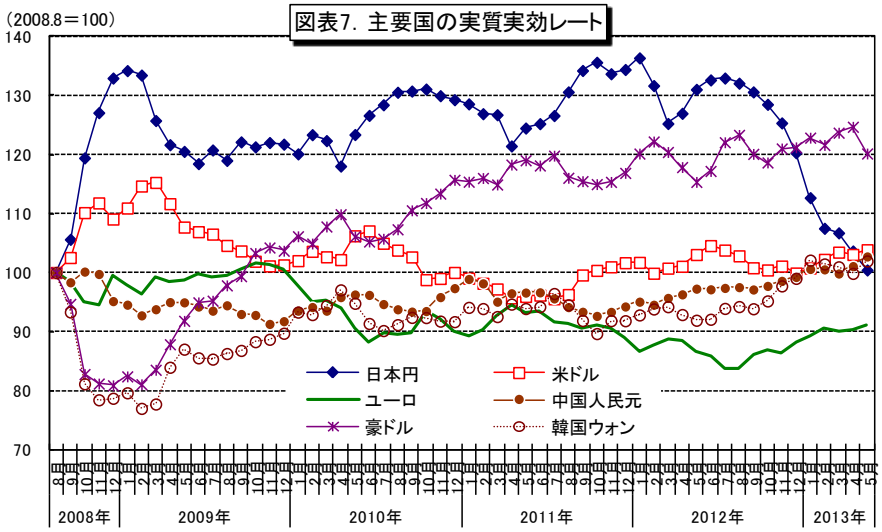
2008 年 9 月のリーマン・ショック発生後、日本円は他の通貨に比べて著しく増価した状態が定着し、それが国内経済・産業を下押しし、デフレ圧力を一段と高めることとなった。しかし、12 年 11 月中旬以降、経済政策の転換、特に大胆な金融緩和策に対する期待により、歴史的な円高状態は大幅に修正された。と同時に東日本大震災後に定常化した日本の貿易赤字は定着したのではないかとの思惑が、一段と円安傾向を強めた。11 月中旬まで 1 ドル＝80 円割れが常態化していた対ドルレートは、ほぼ一貫して円安が進み、5 月中旬には 4 年 1 ヶ月ぶりに 100 円台となった。また、対ユーロでも 11 月中旬の 100 円前半の水準から、4 月下旬以降には 130 円台まで円安ユーロ高が進んだ。しかし、その後は、米国で QE3 の早期縮小観測が高まり、QE3 に伴って発生した過剰流動性の存在を前提としたポジションを巻き戻す動きが強まり、世界的に金融・資本市場が動揺した。その過程で、円レートは 4 月の異次元緩和導入以前の水準まで円高が進む場面もあった。

なお、QE3 の行方については、6 月 18～19 日に開催された米連邦公開市場委員会後の定例会見において、バーナンキ米 FRB 議長は、FRB の予想通りに雇用・物価の改善が進めば、年内にも資産買入れ規模を縮小するとの方針を示した。これを受けて、米国では株安・金利上昇といった反応を示し、日米金利差が拡大するとの見通しからドル円レートは再び円安が進んだ。実際に、米国で順調に出口戦略に移行できるかどうかは不透明と思われるが、QE3 の終了は米国経済の復調を意味するものであり、総合的に考えると円安傾向を後押しすると思われる。

ただし、実質実効レートでみると、すでにリーマン・ショック前の水準まで円が減価したこともあり、今後の円安進行ペースは緩やかなものになるだろう。

(2013.6.24 現在)

図表7. 主要国の実質実効レート



(資料)国際決済銀行(BIS)　(注)値が高いほど通貨価値が相対的に高いことを意味する

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます