

2013. 6 No.14

三井住友信託銀行

調査月報



時論

バブルに対する健全な警戒感と猜疑心……………1

経済の動き

2013・2014年度の内外経済見通し

～日本は未だ自律的回復には至らず、依然重要な外需環境～……………3

異次元緩和で明暗が分かれた株と国債……………13

時 論

バブルに対する健全な警戒感と猜疑心

4月4日に実施された「量的・質的金融緩和策」から2ヶ月弱経過した。この間、リフレ派・反リフレ派間で、「物価上昇 2%は達成できるか」「ハイパーインフレを誘発しないか」「日銀による財政ファイナンスと見なされないか」など、その効果とリスクについて活発な論争が行われているが、アベノミクス第三の矢である成長戦略が成否や功罪のカギを握るという点では、ほぼ一致しているようだ。

物価目標を明確に掲げることによって人々の期待に働きかけ、デフレ脱却に迫りついたとしても、持続的な経済成長と潜在成長率の引き上げを実現させるには金融政策だけでは限界があり、技術革新や規制改革、企業のグローバル対応を促す成長戦略こそ重要であることは論をまたない。

安倍首相は5月17日、企業の競争力強化と国内設備投資の拡大、農地の集約化・大規模化、大学教育改革、クールジャパン戦略などを柱とする成長戦略第2弾を発表した。注目された法人税減税は見送られ、メニューそのものにもさほどの目新しさはなく既視感も拭い切れないが、現在の日本経済の課題を見据え、民主党政権と比べてもマクロ経済運営という視点をしっかり持っていることが伝わってくる。

巷間の評価には多少の温度差はあるが、「結局は実行できるかどうかだ」という、これまた定番の結論に行き着いている感があり、それはその通りではあるが、成長戦略が着実に実行されるとしても、その本格稼働には2～3年は要しよう。しかしその間、成長戦略が企図通りの効果を上げるかどうか、反リフレ派が懸念する副作用やリスクが顕在化するかどうか、見極めがつかないまま時間が経過するわけではないだろう。

向こう1年間を展望すると、世界経済は米国が牽引する形で成長率は上向き、日本経済も輸出と公共投資に主導され、企業収益の増加を背景に設備投資にも多少は動意が現れ、景気は回復基調を辿るだろう。物価は上向こうが、消費税増税分を除くとまだ上昇率2%には達せず、さらに日銀の大規模な国債買入によって国債市場の流動性が低下し、日銀は緩和策の出口を探りにくくなった（日銀が出口を探る動きを見せれば、買い手不在から国債価格の急落懸念があるため）点も勘案すると、異次元と言われる金融緩和は続いているだろう。

こうして、さほど遠くない将来、「景気回復・拡大の長期化」「デフレでもインフレでもない物価環境の定着」「超金融緩和・超低金利の継続」という3つの期待が並立する蓋然性は相応にあると考えられるが、この時に何が起きるか、政策当局や各経済主体がどう立ち振る舞うかが、量的・質的金融緩和策のパフォーマンスや後世の評価を左右するのではないかと。

と言うのも、上記の経済金融状況は、バブルここでは①株価や不動産価格がファンダメンタルズから大きく乖離して上昇する「資産バブル」、②金融市場においてリスク・リターンバランスを失したミスプライシングが横行したり、経済主体のレバレッジが加速する「信用バブル」を指すーを生む素地となるというのが、近年の経験の示すところである。

すなわち、景気回復とデフレ脱却を前提に、企業・家計・金融機関・投資家が行動し始め、成長戦略もそれなりに実行されるという、アベノミクスが狙う理想的な展開になった時は、日本経済再生の最大のチャンスであると同時に、バブルの発生を抑えるために最も警戒を要する時でもあり、諸経済主体の期待と行動を適切に制御できるかどうか、量的・質的金融緩和策並びにアベノミクスの切所でもあると言えよう。

今のところ、政策当局者からバブルを警戒するコメントは少ない。量的・質的金融緩和策は市場や経済主体の期待に働きかけ、リスク資産への投資や貸出増（あるいは借入増）を促すことがポイントであり、せっかく上向いてきた期待に水を差すことは避けたいゆえであろうか。

しかし世界に目を転じると、米国ではジャンク債市場が過熱気味となり、オランダやデンマークの家計可処分所得の債務比率は過去最高レベルまで上昇しており、ポーランド・南アフリカ・ロシア等の各 10 年国債利回りは過去最低水準まで低下するなど、先進国揃っての金融緩和策を背景に、“バブル”とまでいかなくとも“フロス”的状況が散見され始めている。日本がこうした動きと無縁でいられる保証はなく、何よりもバブルはいつかは崩壊し、その規模次第では将来に甚大な傷跡を残す。

質的・量的金融緩和策の効果を最大限引き出し、かつその副作用やリスクをミニマイズし、成長戦略を真に実のあるものにするためにも、バブルへの健全な警戒心と猜疑心を、今一度呼び覚ますべきではなかろうか。

（調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

2013・2014 年度の内外経済見通し

～日本は未だ自律的回復には至らず、依然重要な外需環境～

<要旨>

昨年来の円安と株高は、消費者マインド改善を通じて 2013 年に入ってから個人の消費を押し上げ、2013 年 1-3 月期の高成長をもたらしたが、家計所得が伸びておらず、設備投資の減少が続いていることは、日本経済が自律的な回復局面に入っていないことを示している。2013 年度内の経済成長率は、公共投資増加と消費税率引き上げ前の駆け込み需要で押し上げられるものの、これら一時的な需要が設備投資や安定雇用を促す力は弱いため、企業の前向きな動きと自律的回復の芽が出始めるのは、米国向け中心に輸出が伸び率を高める 2013 年度後半からになるだろう。

注目される消費者物価について、2014 年度までの間、日本経済の需要不足は縮小していき、労働需給改善によって賃金も徐々に回復に向かうものの、これまで長い間人件費の増加に慎重だった企業の姿勢がすぐに転換することは考えにくい。このため、賃金増加ペースは緩やかなものに留まる。結果として日銀が目指す消費者物価上昇率+2%は 2014 年度内に実現せず、大規模な金融緩和は続く。かかる環境下での長期金利は、振れを伴いながら、トレンドとしては緩やかに上昇していくと予想する。

1. 日本経済の現状 ～ 消費主導で高成長となった 1-3 月期、但し自律的回復には至らず

2013 年 1-3 月期 GDP は前期比年率+3.5%と高い成長率になった。需要項目別の寄与度を見ると、GDP 成長率への寄与度が最も大きかったのは個人消費であった。昨年末以降の円安と株高により消費者マインドが改善したことで消費が増えたものと考えるのが自然であろう。安倍政権の経済政策が実体経済にも好影響を及ぼしたということであり、この点で成功を収めていると言える(図表1)。

図表1 日本の GDP 成長率と需要項目別の寄与度

	2012年 4-6月期	7-9月期	10-12月期	2013年1-3月期	
	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	寄与度
G D P	▲ 0.9	▲ 3.5	1.0	3.5	+ 3.5
個人消費	0.8	▲ 1.6	1.8	3.7	+ 2.3
民間住宅	9.3	6.3	15.0	7.9	+ 0.2
設備投資	▲ 1.1	▲ 12.5	▲ 5.9	▲ 2.6	▲ 0.3
民間在庫(年率兆円)	▲ 3.4	▲ 2.7	▲ 3.2	▲ 4.1	▲ 0.8
政府支出	2.0	1.6	3.0	2.3	+ 0.5
公共投資	27.7	14.1	11.9	3.4	+ 0.2
財・サービス輸出	▲ 0.2	▲ 16.5	▲ 11.3	16.1	+ 2.1
財・サービス輸入	7.2	▲ 1.2	▲ 8.5	4.0	▲ 0.6

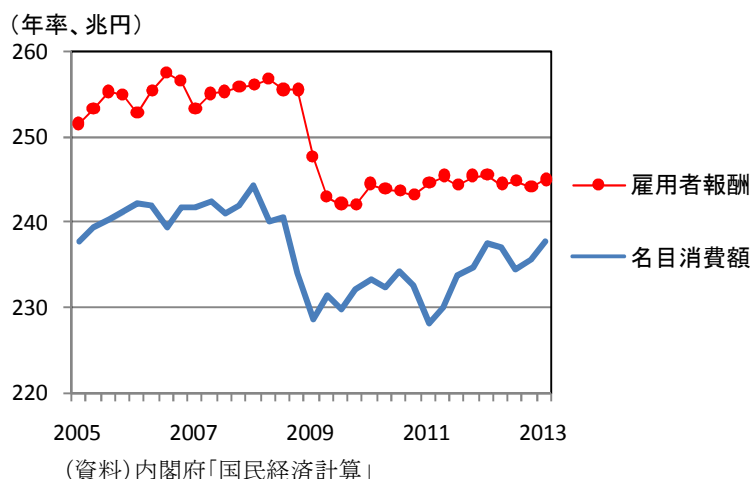
内需寄与度
+2.0%ポイント
うち民需+1.2P
公需+0.8P

外需寄与度
+1.5%ポイント

(資料)内閣府「国民経済計算速報」

しかしながら、国内民間需要のもう一つの柱である設備投資は前期比年率▲2.6%、5四半期連続で減少している。消費者が円安と株高を背景に支出行動を積極化させた一方で、企業部門は依然として慎重な姿勢を保っていることが窺える。これに加えて、家計所得がまだ増えておらず、消費の持続性に懸念が残ることも踏まえると、日本経済は所得と支出の好循環を伴う自律的な回復局面には至っていない(図表2)。

図表2 名目個人消費額と雇用者報酬



この先、2012年度補正予算での公共投資が出てくことや、2013年度後半からは個人消費において消費税率引き上げ前の駆け込み需要が出始めるため、4-6月期以降も日本の成長率は高いまま推移するだろうが、我が国の財政事情を考慮すると公共投資増加の持続性は乏しい上に、駆け込み需要は2014年度に減少に転じることが目に見えている。これら一時的な需要増加が、ある程度中期的な見通しに沿って行われる設備投資や安定雇用を押し上げるには至らないと見る。

昨年来の円安で輸出企業の業績改善に対する期待が高まっているが、円安が進んだ昨年12月から3月までの間に、日銀短観の製造業大企業の売上高経常利益率計画(2012年度)が多くの素材系業種で下方修正された他、加工系でも電気機械・一般機械では下方修正されていることを踏まえると、円安だけで輸出企業の業績改善が続くことも期待できない(図表3)。

図表3 日銀短観における2012年度経常利益率計画
(大企業)

	計画時点		修正幅
	2012年12月	2013年3月	
全産業	3.79	3.88	+ 0.09
製造業	3.93	4.06	+ 0.13
紙・パルプ	3.35	3.13	▲ 0.22
化学	8.22	8.04	▲ 0.18
石油・石炭製品	0.32	0.40	+ 0.08
窯業・土石製品	5.93	5.28	▲ 0.65
鉄鋼	0.02	▲ 0.44	▲ 0.46
非鉄金属	3.15	3.62	+ 0.47
金属製品	4.05	4.19	+ 0.14
一般機械	6.32	6.13	▲ 0.20
電気機械	1.86	1.74	▲ 0.12
輸送用機械	3.97	4.68	+ 0.71
非製造業	3.70	3.76	+ 0.06

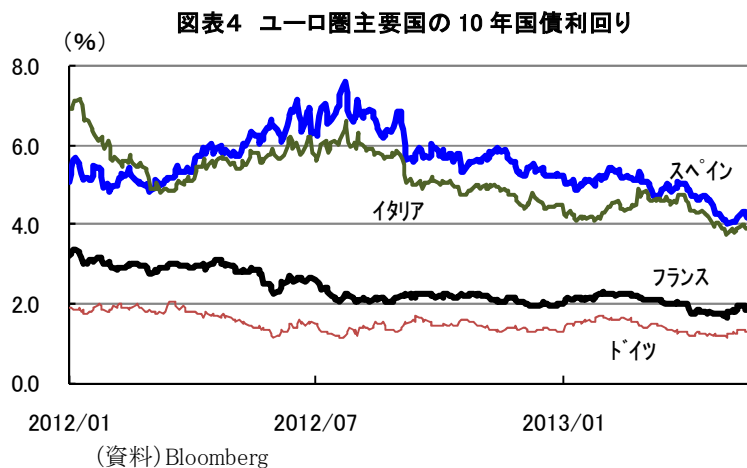
(資料)日銀短観

企業の投資姿勢を前向きなものに変えて自律的回復の芽をもたらすのは、海外景気の安定による輸出の持続的な増加であり、そのメリットは輸出製造業の業績改善を通じて国内の他部門に徐々に広がっていくという、過去の景気回復局面と同じ経路を辿るというのが当部の見方である。日本経済にとって、海外経済の動向は依然として非常に重要な位置を占めている。

2. 海外経済の現状と見通し

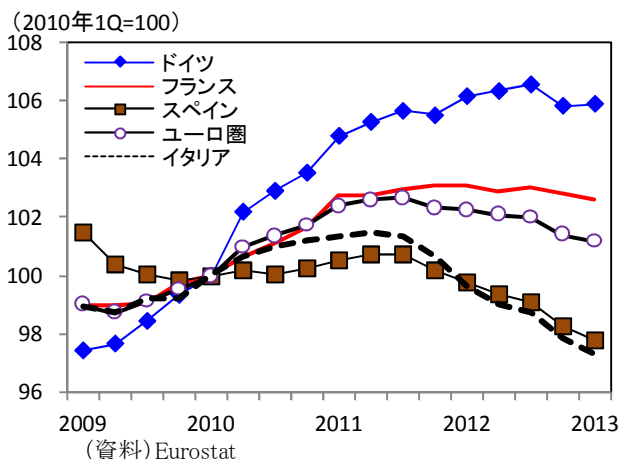
(1) 欧州経済金融情勢 ～ 金融市場の落ち着きと実体経済悪化が続く

2012年9月に欧州中央銀行(ECB)が条件付きながらも無制限の国債買い入れ策(OMT)を導入した頃から、欧州の金融市場は落ち着いた状態を維持している。2013年に入ってから、イタリアで組閣が遅れるという政治停滞や、外部からの救済が必要になったキプロスなど、金融市場緊張化の芽がいくつか出たが、イタリアの組閣が4月に実現したこともあって金融市場は落ち着きを取り戻し、5月に入ってからイタリア10年国債利回りは4%を下回っている(図表4)。

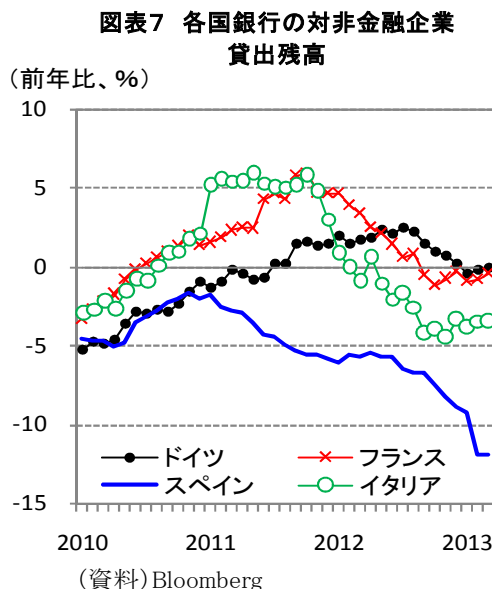
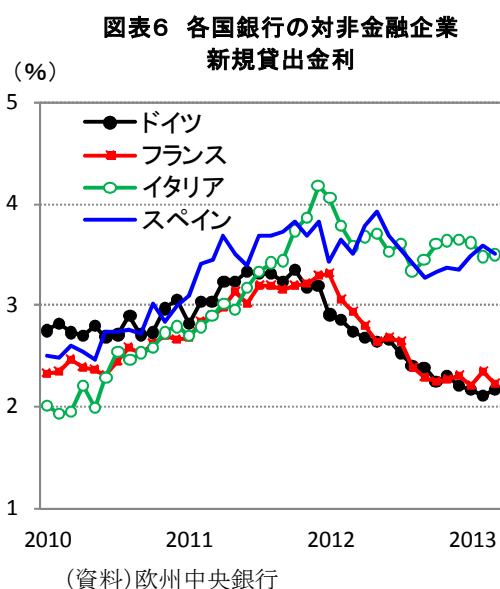


しかし、ユーロ圏の実体経済は悪化に歯止めがかかる兆しささえ見えておらず、失業率は3月に12.1%まで上昇、2013年第1四半期実質GDPは前期比年率▲0.9%と6期連続のマイナス成長となった。スペインは6期、イタリアは7期連続のマイナス成長と周縁国の厳しい状況が続いている他、ドイツが2四半期ぶりにプラス成長に戻った一方でフランスは2期マイナス成長と、中核国間の格差も鮮明になっている(図表5)。

図表5 ユーロ圏主要国の実質GDP



ユーロ圏銀行から非金融企業向け貸出の金利を見ると、ドイツ・フランスで低下している一方でイタリア・スペインは高止まりしており(図表6)、この2国では銀行貸出残高の減少も顕著である(図表7)。周縁国の企業、とりわけ中小企業は金融市場沈静化の恩恵を受けられておらず、金融から実体経済に対する負のフィードバックがユーロ圏景気の足を引っ張っていることがわかる。



ECBは、非金融法人の資金アクセス改善のために、5月の政策委員会で企業向け融資を裏付けとする資産担保証券(ABS)を利用した貸出促進策を打ち出したが、この施策の詳細は現時点で決まっておらず、実現するまで時間を要する。ユーロ圏は表面上金融市場が落ち着いた状態を維持しているものの、4-6月期以降も周縁国中心にマイナス成長が続くこととなる。

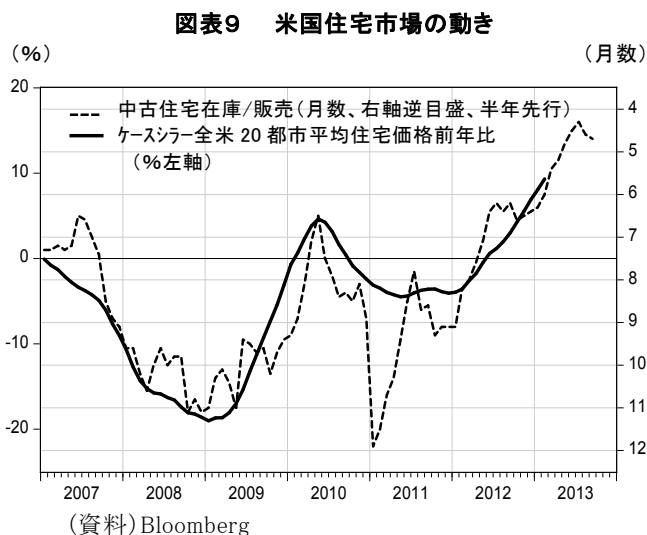
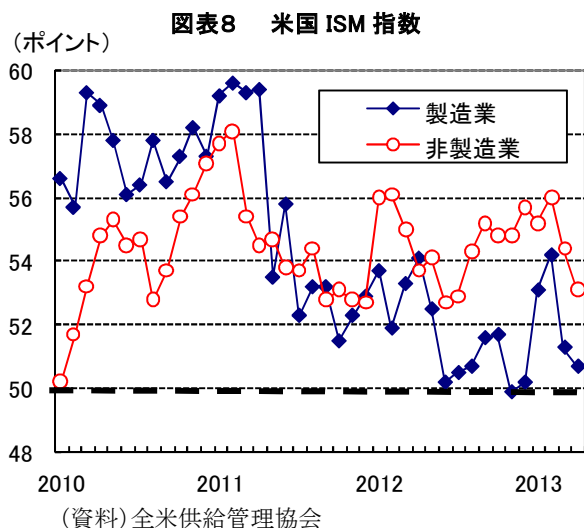
各国は厳しい緊縮財政が悪循環を生む可能性を考慮し、緊縮一辺倒のスタンスから徐々に支出を緩める方向に舵を切りつつあるが、それでもユーロ圏の経済を大きく押し上げる規模の財政支出は非現実的である。結局、ユーロ圏が今の状態から脱するには外需に頼る他ないのが現状であり、この先2014年までのユーロ圏経済は、米国経済の堅調な回復の恩恵を直接的に、あるいはアジアを経て間接的に受けることで、非常に緩やかな回復への道を辿ることとなる。

(2)米国 ～ 一時減速も年後半から再加速の予想

米国は依然として他経済圏に比べると堅調な状態を保っているが、足許でISM製造業指数が50近辺まで低下するなど、減速の兆しも見える(次頁図表8)。これは欧州に加えて中国でも製造業活動が減速気味というグローバルな製造業サイクルの影響を受けたものと見られ、2013年4月の財生産部門における雇用者数は前月差▲0.9万人と僅かながら減少している。しかしその一方で民間サービス部門は堅調であり、ISM非製造業指数は50を上回って推移し、4月の民間サービス部門雇用者数は前月差+18.5万人と明確に増加している。

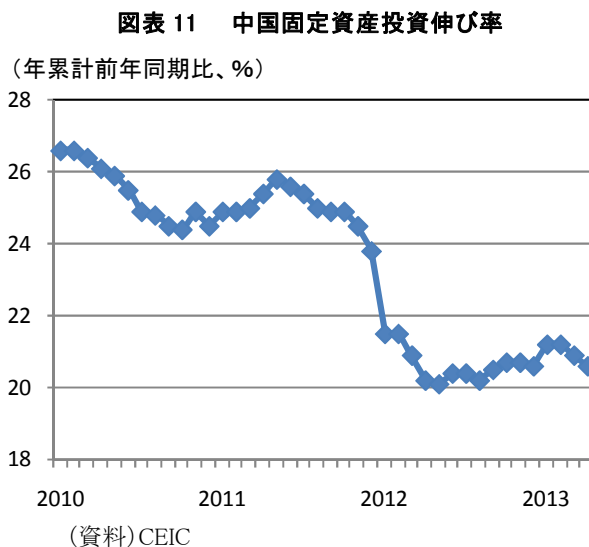
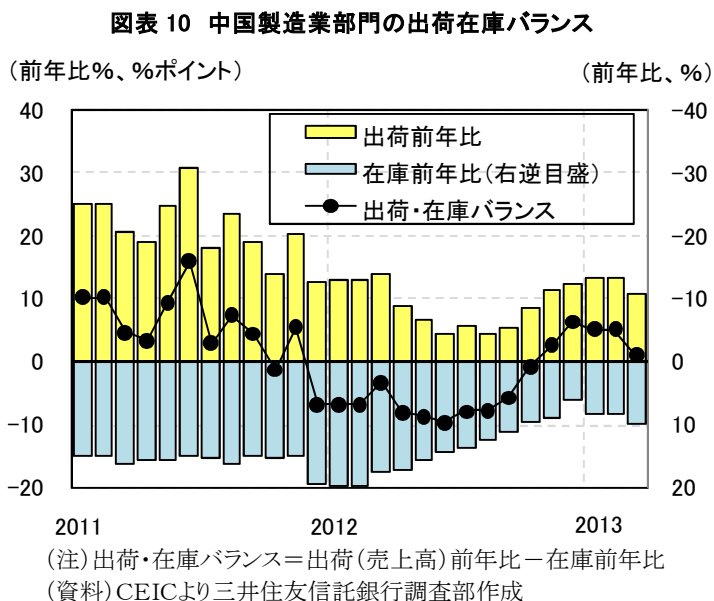
住宅市場の回復トレンドにも変化はない。住宅価格の前年比上昇率は高まり続けており、住宅価格に先行してきた中古住宅在庫の動きを見ても、住宅価格上昇の持続性に特段の不安はない。

と言えよう(図表9)。更に、上昇する株価は、家計純資産の増加とマインド改善双方の面で個人消費を支える材料となるが見込める。住宅価格・株価の上昇による資産効果が、2013年初めからの増税や歳出強制削減のマイナスインパクトを相殺することで、年後半からの米国景気は回復ペースを高めていくだろう。この結果、2013年末までには、現在の金融緩和策(QE3)における資産購入額縮小がアナウンスされ、米国金利に対する上昇圧力がかかり始めると見る。



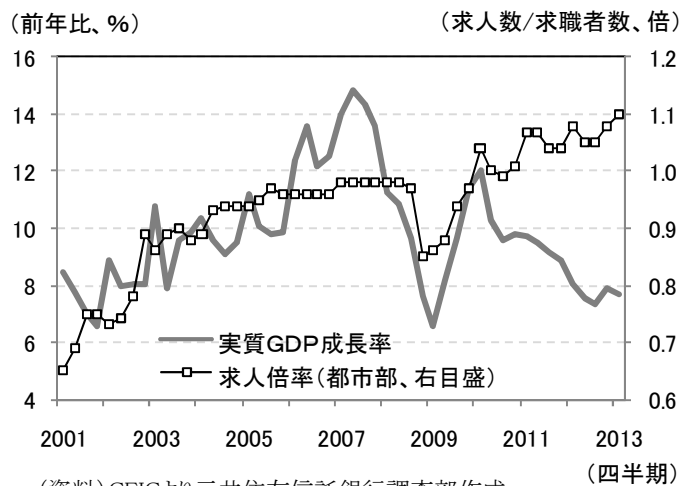
(3) アジア新興国 ～ 中国景気改善の動きが再び足踏み状態へ

中国の景気は、昨年秋から今年初めにかけて改善の兆しを見せたが、ここきて再び減速している。製造業PMI(HSBC社)は5月で49.6と、業績判断好悪の境目である50を下回った他、昨年半ばから改善していた出荷・在庫バランスは直近では足踏み状態となった(図表10)。3月の全人代終了後は景気刺激策としての公共投資が増加するとの見方が一般的であったが、今のところ固定資産等の伸びは高まっておらず(図表11)、公共投資の新規着工計画額は4月で前年比+15.7%と、昨年同時期の20%強を下回ったままで、目先景気刺激策拡大は見込みにくい。



景気減速が長引いている背景には、2010年以降成長率の低下が続いているにもかかわらず求人倍率が安定して推移しており、雇用不安に起因する社会的騒擾を招く懸念が小さいために、当局にとって景気対策の必要性が薄くなっていることもあると見られる(図表12)。

図表12 中国経済成長率と求人倍率



過熱色を強めている住宅価格を抑えるための不動産取得規制強化が、中国の内需を押し下げるリスクもある。これまで当部は4月以降の中国成長率が8%を上回ると予想していたが、この先少なくとも半年程度は7%台で推移する可能性が高まったと見ている。2013年末から2014年にかけての時期に、米国景気再加速の恩恵を受けた輸出増加を牽引役として8%成長を取り戻すと予想する。

以上、今後の海外経済見通しをまとめると、2013年内はユーロ圏の経済悪化と中国景気減速が続く中、米国経済の相対的な強さが目立つ期間となろう。2014年にかけては、米国景気回復の恩恵がアジア、そして欧州に徐々に波及していくことで、各経済圏の成長ペースが徐々に戻っていく展開を予想している。

3. 2014年度までの日本経済・物価見通し

日本は、2013年度内は安倍政権が打ち出した緊急経済対策による公共投資増加と、消費税率引き上げ前の駆け込み需要で個人消費が増えるために高い成長率が続くだろう。しかしこれらの需要は一時的なものであるため、設備投資の明確な回復は輸出の安定的な増加を待つ必要がある。その輸出は、2013年度前半は米国向け以外が伸び悩むために全体の伸び率は高まらないが、2013年末頃から米国景気加速の恩恵を受けたアジア向け輸出も増加に転じ、ほぼ同時期に設備投資の伸び率が高まっていく。2014年度の日本経済は、公共投資のピークアウトや駆け込み需要の反動で減少する個人消費を、輸出と設備投資の増加がある程度カバーする展開となろう。年度平均の成長率は2013年度が+2.4%、2014年度は+0.8%と、2012年度(実績+1.2%)から3年連続のプラス成長を見込む。

なお、2014年4月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要について、1997年4月の税率引き上げ時には、直前1-3月期の個人消費増加率は前期比年率で+8.0%に達したが、今回は過去数年間にエコカー補助金や家電製品に対するエコポイントなど、耐久消費財に対する複数の需要喚起策が既に打たれている。このため今回の駆け込み需要の規模は1997年時よりも小さい前期比年率5～6%に留まり、従って2014年度の初めに生じる反動減もさほど大きくならないと予想している。

消費者物価上昇率については、「2014年度にプラスには転じるものの日銀が目指す+2%には達しない」というのが当部の見方である。

直近の失業率は4.1%まで低下し、労働需給の緩和度合いは後退している(図表13)。この先、比較的高い成長率が続くというシナリオを前提にすると、労働需給は徐々に引き締まりに近づき、それとともに賃金も下げ止まりから増加に転じると見るのが妥当であろう。しかし、過去長期間に亘って慎重だった企業の人件費増加に対する態度が短期間で劇的に変化するとは考えにくい。2014年度までの賃金の伸び率は、前年比で+0.5%前後の緩やかなものに留まると予想する。

図表13 国内雇用情勢の動き



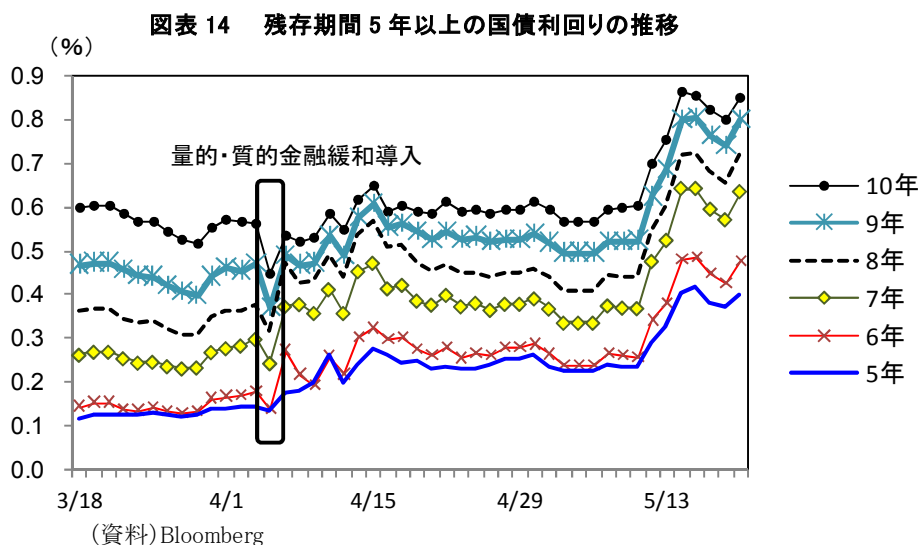
2014年度までの消費者物価については、2013年度内の公共投資と駆け込み需要の増加や、2014年度にかけて輸出と設備投資が増加することによって国内需給が徐々に引き締まっていくことと、緩やかながら賃金が回復に向かうことで、2014年度に入る頃から消費税率引き上げによる影響を除いても前年比プラスに転じると見る。但し、企業の人件費に対する姿勢の変化が緩やかなものに留まる中では、期待物価上昇率の大幅なシフトは望みにくいため、2014年度までに日銀が掲げる「2年で消費者物価上昇率+2%」は2014年度まで視野に入らないだろう。海外経済の回復によるコモディティ価格上昇や円安の影響による特殊要因除いたベースでは、2014年度末で+0.5%前後の上昇率になると予想する。

4. 金融市場の現状と見通し

(1) 日銀の金融政策と長期金利

4月4日の量的・質的金融緩和導入以降、日本の10年国債利回り(長期金利)は4月と5月ともに不安定な動きを見せた。

緩和策導入直後の不安定な動きは、この時は日銀の対応によって一旦落ち着いたものの、5月半ばに長期金利は大幅に上昇し、再び振れ幅が拡大した。5月の金利急上昇は、日銀の大規模な国債買入によって民間投資家の国債取引機会が減り、流動性低下が懸念されていたところに米国金利上昇という悪材料が加わったために、急激な反応を招いたものと見られる。



目先数カ月の長期金利を見る上では、日銀がどの程度までなら金利上昇を容認するかがポイントとなる。この点に関して当部は、①設備投資が弱い段階で長期金利が上昇するのはマクロ経済見通しの観点からも好ましくないこと、②現在の長期金利上昇は国債の流動性低下も一因であり、少なくともこの要因に起因する金利上昇分は抑える必要があることから、この先の日銀は資金供給オペレーションの改善を通じて、急激な金利上昇を防ぐ努力を続けると予想する。

2014年度までの長期金利は、先に示した通り+2%の消費者物価上昇率の実現しないという見方を前提とすると、予測期間を通じて日銀の強力な緩和が続くことになる。従って長期金利の上昇トレンドは緩やかなものとなり、2013年度内は1%未満、2014年度に入ってから1%前半の範囲内に留まるだろう。

尤も、現在の国債流動性の低下は、更なる国債の買い入れで改善できるものではないため、この先も一時的に不安定な動きをする可能性は高い。また、緩和策導入後しばらく経っても消費者物価に明確な上向きの動きが出てこない中で、政府・日銀が何らかの追加措置を取る可能性があり、その内容によっては、日本の長期金利を上下双方に触れさせる要因となり得る。

(2) 為替レート

① 円ドルレート

昨年秋に 1 ドル＝80 円前後だった円ドルレートは、5 月下旬には同 100 円台前半まで、半年で 2 割以上も円安が進んだ。これほどまでに急激なペースでの円安に対して、この先他国からの牽制などによって一時的に円高に戻る局面もあるだろうが、基本的には米国景気の回復ペースが高まる 2013 年後半から、両国間の経済ファンダメンタルズ格差拡大を背景にした円安が進むと予想する。1 ドル＝102～103 円という現在の円ドルレートを出発点とすると、2013 年度後半には同 100～105 円前後、そして 2014 年度内は同 105～110 円前後での推移を見込む。

② 円ユーロレート

円レートは対ユーロでも昨年秋から 5 月下旬にかけて 2 割以上下落している。しかし欧米間で実体経済の強さに大きな差があるにもかかわらず、双方の通貨に対して同程度円安が進むというのは、ファンダメンタルズから見る限り持続的とは考えにくい。従ってこの先の円ユーロレートは、円ドルレートよりも円高に振れやすくなるだろう。この先ユーロ圏の実体経済悪化がまだ続き、金融市場では再び緊張化の局面を迎える可能性があることを前提に、2014 年度末まで、1 ユーロ＝120～130 円の範囲を中心とする振れの大きい展開を予想する。

5. 2014 年度までのメインシナリオに対するリスク要因

以上の基本的な内外経済・金融市場のシナリオから外れていくリスク要因として、最も重要なのは海外経済の下振れである。特に欧州経済は、その現状に鑑みれば、この先 2014 年度まで何の問題も起きないというのは楽観的に過ぎよう。3 月に浮上したキプロス救済問題のように、一時的な緊張化の材料が出るに留まれば、振れを伴いつつもユーロ圏経済は緩やかな回復に向かうだろうが、発生する問題の程度や規模によっては、ユーロ圏の経済活動水準を大きく下方シフトさせ、他の経済圏にも顕著な悪影響を及ぼす可能性は残っている。

国内のリスク要因としては、円安の影響によるマインド悪化が挙げられる。夏に向けて電気使用量が増えていく中で、エネルギーコスト上昇という円安のネガティブな面に関心が集まれば、家計・企業双方のマインドの改善に水を差し、内需の足を引っ張る恐れが出てくる。特にこの先海外経済が悪化して円安のメリットが取りにくくなった場合には、このリスクが顕在化しやすくなる。

そして 2014 年度までというやや長い期間内においては、国内外を問わず、経済ファンダメンタルズから乖離した水準への資産価格高騰や、適切なリスク・リターンの関係性を無視した過剰なリスクテイクが行われる可能性も無視できない。先進国に続いて新興国でも金融緩和の動きが強まっていることは、このリスクを徐々に高めるものであり、巻き戻しの動きが始まった時には、実体経済に大きなダメージが及ぶことになる可能性を意識しておく必要がある。

(経済調査チーム 花田 普：Hanada_Hiroshi2@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

総括表 2012・2013年度の経済見通し (作成日：2013年5月24日)

	2013年度		2014年度		2013上	2013下	2014上	2014下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2000年基準>								
国内総支出	532.1	2.4	536.3	0.8	1.3 1.7	1.8 3.0	-0.4 1.4	0.6 0.2
民間最終消費	315.6	1.9	314.7	-0.3	0.8 1.6	1.5 2.3	-1.3 0.2	0.6 -0.8
民間住宅投資	14.4	5.1	13.7	-4.9	2.6 8.1	-0.3 2.3	-4.0 -4.2	-1.5 -5.5
民間設備投資	65.3	-1.7	67.3	3.0	-0.5 -4.0	0.9 0.5	1.7 2.5	1.8 3.5
民間在庫品増加(実額)	-1.6	寄与度 0.4	-0.3	寄与度 0.3	-2.6	-0.7	-0.4	-0.2
政府最終消費	103.9	2.0	105.2	1.2	0.9 2.2	1.0 1.9	0.6 1.5	0.3 0.9
公的固定資本形成	24.9	6.8	24.4	-2.2	3.4 9.1	2.1 5.2	-0.8 1.8	-4.0 -5.1
財貨・サービス輸出	82.8	2.0	86.6	4.6	2.7 -0.5	1.8 4.5	2.2 4.2	2.6 4.8
財貨・サービス輸入	73.3	0.4	75.3	2.7	0.8 -1.0	1.1 1.9	1.4 2.5	1.6 2.9
内需寄与度	2.2	民需 1.4	0.5	民需 0.4				
外需寄与度	0.2	公需 0.7	0.3	公需 0.1				
<名目>								
国内総支出	483.4	1.8	490.5	1.5	1.1 0.8	1.7 2.8	0.5 2.2	0.4 0.8
GDPデフレーター	90.8	-0.5	91.5	0.7	-0.8	-0.2	0.7	0.7
企業物価 * (10年=100)	103.3	2.8	104.1	0.8	2.3	3.2	1.2	0.3
輸出物価 * (10年=100)	108.1	10.4	110.8	2.5	12.5	8.3	2.1	3.0
輸入物価 * (10年=100)	130.8	18.7	137.4	5.1	22.0	15.7	4.2	5.9
消費者物価 * (10年=100)	99.5	-0.1	101.9	2.3	-0.2	0.0	2.2	2.4
鉱工業生産 * (05年=100)	91.6	1.8	99.7	8.9	-1.5	5.1	8.8	9.0
失業率 (%)	4.1	-0.1	3.9	-0.3	4.2	4.1	3.9	3.8
雇用者数 * (万人)	5,515	0.1	5,531	0.3	0.1	0.0	0.2	0.4
1人当雇用者報酬伸び率* (%)	0.1	—	0.2	—	-0.1	0.3	0.1	0.2
新設住宅着工戸数 (万戸)	87.3	-2.2	82.4	-5.7	92.2	82.0	80.3	84.1
貿易収支 (10億円)	-7,722	—	-6,110	—	-3,665	-4,058	-2,998	-3,112
輸出 * (10億円)	69,226	12.4	74,240	7.2	10.8	14.1	6.5	8.0
輸入 * (10億円)	76,949	12.4	80,350	4.4	13.0	11.8	4.1	4.7
所得収支 (10億円)	16,018	—	17,177	—	8,250	7,768	8,843	8,334
経常収支 (10億円)	4,891	—	7,459	—	2,348	2,544	3,592	3,867
マネーサプライ * (M2、兆円)	845.1	2.7	866.2	2.5	2.8	2.6	2.5	2.5
円/ドルレート (円、期中平均)	102.6	—	105.7	—	101.4	103.7	105.2	106.3
輸入原油価格 (ドル/バレル)	114.4	—	118.5	—	113.3	115.5	117.5	119.5
米国実質GDP (10億ドル)	13854.5	1.9	14226.9	2.7	1.7	2.3	2.8	2.8

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

(期間平均値)

	2013/4-6	7-9	10-12	2014/1-3	4-6	7-9	10-12	2015/1-3
コールレート(無担保・翌日)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	0.80	0.83	0.86	0.92	0.98	1.03	1.08	1.13
円ドルレート	100.5	102.4	103.3	104.1	104.9	105.5	106.0	106.5

→予測

異次元緩和で明暗が分かれた株と国債

<要旨>

アベノミクスと日銀による量的・質的金融緩和という経済・金融政策両面でのレジームチェンジが進む中で、ここ数ヶ月、実体経済に先立ち金融市場が大きく変動している。

期待に働きかけるアベノミクスの下で、政策に対する「期待」で上昇した株式市場と、日銀の巨額な国債買い入れという「現実」に、債券価格の下落(利回り上昇)というネガティブな反応を示した債券市場とで明暗がはっきりと分かれた。別の見方をすれば、期待に素直に反応した外国人投資家と、反応し切れなかった日本人投資家という株式市場、債券市場のメインプレーヤーによる対比も可能であろう。

株式など資産価格の上昇が消費マインドの回復に繋がっていることからすると、現時点ではプラスの効果がマイナスの効果を上回っているとみられるが、一方で、株式市場で大幅な下落が見られたことを見ても、「中央銀行が言葉により市場を思い通りに動かすことの危うさ」が金融市場で具現化しているということも否定できない。

経済・金融政策が大きく変わる中で、金融市場に大きな変化が生じている。政策に対する市場の反応は各資産で大きく異なっているが、これまでの政策に対して当初ポジティブに反応してきたのは株式市場、為替市場で、ネガティブな反応を示したのは債券市場であったと整理できる。

特に異次元金融緩和とも評される、4月4日の日銀による量的・質的金融緩和以降の株式市場と債券市場は好対照の動きとなった。

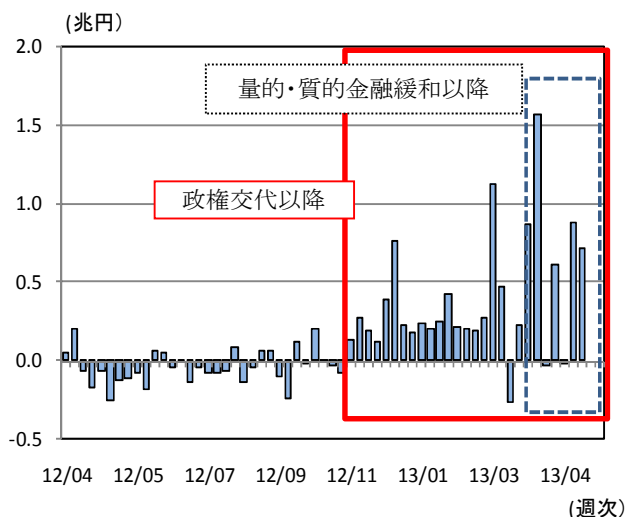
1. 外国人投資家の買いが急増した株式市場

株式市場において政権交代、政策変更を最も好感したのは外国人投資家であった。

野田前総理が衆議院解散を表明し事実上の政権交代が確定した 2012 年 11 月以降、外国人投資家の日本株買い越し額は累計で約 10 兆円にも及んだ。特に、4 月 4 日に日銀が量的・質的金融緩和政策を実施した翌週の 4 月 7 日～13 日の週は約 1.5 兆円の買い越し額となり、週ベースとしては 2005 年の統計開始以来の最高額を記録した(次頁図表1)。

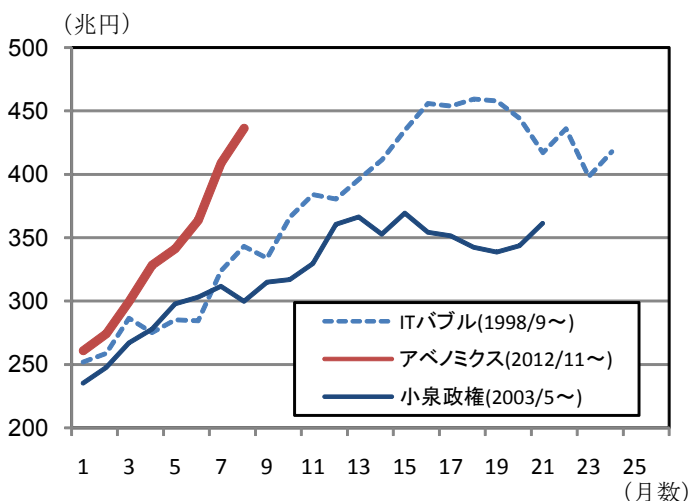
外人買いに支えられて東証の時価総額(東証1部、2部合計)は11月からの6か月間で約190兆円増加した。過去においては小泉政権下の2003年5月以降の株価上昇ケースでの時価総額増加ペースは1年間で約130兆円、98年から2000年にかけてのITバブルの時でも約1年半で200兆円の増加であったことから考えても、今回の株価上昇はスピード、時価総額の増加額ともにまさに異次元的なペースであった(次頁図表2)。

図表1 対内株式投資



(資料)財務省資料より三井住友信託銀行調査部作成

図表2 東証時価総額(東証 1,2 部合計)

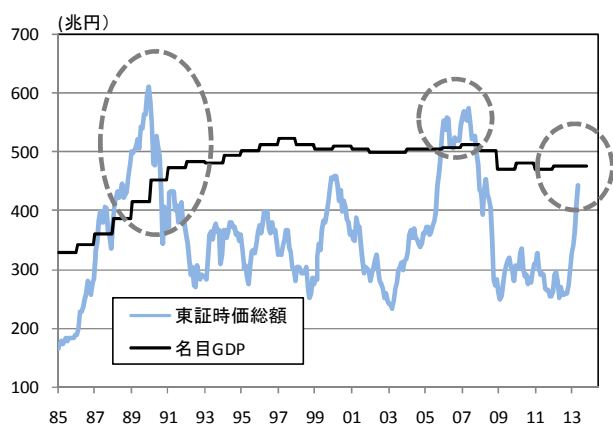


(資料)東京証券取引所資料より三井住友信託銀行調査部作成

一方、名目 GDP と東証時価総額の間を見ると、東証時価総額が名目 GDP を上回った 1988-1990 年、2006-2007 年はいずれも株価のみならず市街地価格指数など地価も上昇に転じ、資産市場に動意が見られる傾向がこれまでも観察されてきた(図表 3、4)。

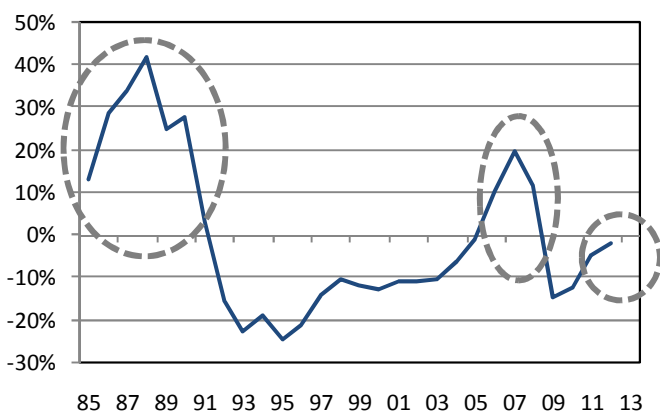
足元での東証の時価総額は約 440 兆円と名目 GDP である 475 兆円(2013 年 1-3 月速報値)を下回っているが、こうした傾向が今後も続き株価の上昇傾向が持続した場合には、過去と同じく不動産市場が活性化から過熱へという道を辿る可能性が高いといえるだろう。

図表3 東証時価総額と名目 GDP



(資料)内閣府、東京証券取引所資料より三井住友信託銀行調査部作成

図表4 市街地価格指数(6大都市、商業地、前年比)



(資料)日本不動産研究所資料より三井住友信託銀行調査部作成

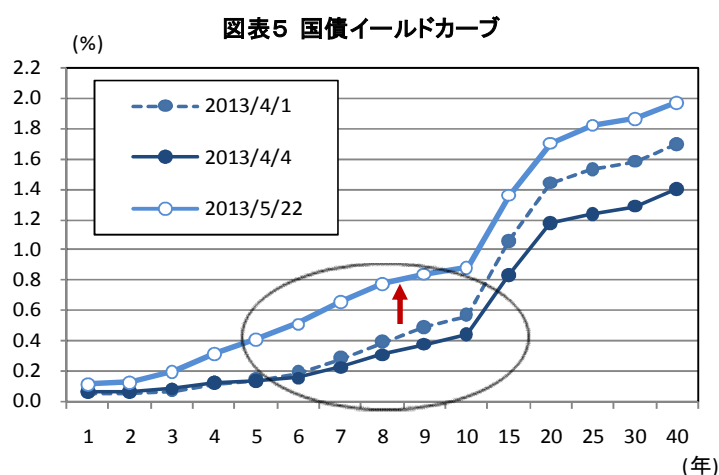
2. 需給バランスの急変に苦慮する国債市場

対して、国債市場は日銀が金融緩和を強化したにもかかわらず、市場の乱高下が続いており、利回りは緩和以前の水準に比べて上昇している。

今回の日銀の量的・質的金融緩和政策の中で国債市場へのインパクトが大きかったのは、長期国債買入れの拡大と年限長期化で、「国債の保有残高が年間約 50 兆円増加に相当するペースでの国債買入れ」と、「買入れをする国債の平均残存期間を国債発行残高の平均並みの 7

年に延長する」という政策であった。もう少し具体的にいえば、日銀の国債購入額の拡大によって、毎月の新規発行額が 10 兆円程度の国債市場において、毎月 7.5 兆円もの国債を日銀が購入することになり、購入する国債の平均年限もこれまでの 3 年弱程度から、国債の発行年限の平均である 7 年程度まで延長されたことを意味する。

当初はこの政策によって長期ゾーンを中心として国債利回りは低下することが見込まれていた。事実、量的・質的金融緩和政策が発表された 4 月 4 日には長期債を中心として全年限の国債の利回りが低下した。しかし、その後、国債利回りは乱高下を繰り返し、足元では全年限の国債利回りが、緩和前の水準を上回るレベルまで上昇している。中でも日銀の買い入れ額が多く、需給の逼迫が見込まれていた 5～10 年国債の利回りが緩和前の水準から大きく上昇している(図表5)。



図表6 日銀国債買入れ予定額と国債発行額

	日銀買入れ予定額(兆円)		国債市中 発行額(兆円) b	過不足(兆円) b - a	日銀比率 a/b
	月間	年間 a			
1年以下	0.2	2.6	30.0	27.4	8.8%
1年超～5年以下	3.0	36.0	67.2	31.2	53.6%
5年超～10年以下	3.4	40.8	28.8	▲ 12.0	141.7%
10年超	0.8	9.6	22.8	13.2	42.1%
合計	7.5	86.4	118.8	-	72.7%

(資料)財務省、日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

国債利回りの上昇の原因は短期債(1～2 年債)と中長期債で異なっているとみられる。短期債の利回り上昇は、日銀がマネタリーベースを政策の目標としたために準備預金に対する付利の撤廃が見送られ、その結果、準備預金の利回りである 0.1%が短期金利の下限的な水準となり、短期債が 0.1%を上回るレベルまで上昇したという解釈が可能だろう。

一方、長期債利回りの上昇は日銀による巨額な国債買いオペの影響と考えられる。日銀が公表した長期国債の買い入れ方針によると、月当たりの残存期間 5 年超 10 年以下の利付国債の買い入れ金額は月額 3.4 兆円となっており、これは年間で 40.8 兆円となり、2013 年度の 10 年国債の発行予定額である 28.8 兆円を大幅に上回ることを意味する(図表6)。

この結果、長期債市場に日銀という巨大な買い手が登場したものの、日銀のオペがあまりにも巨額であり、国債投資家が従来のように市場での自由な売買がし難くなるのではないかと懸念が高まったことによって、国債の流動性に新たなリスクが発生し、国債市場の不安定化、利回り上昇につながったとみられる。

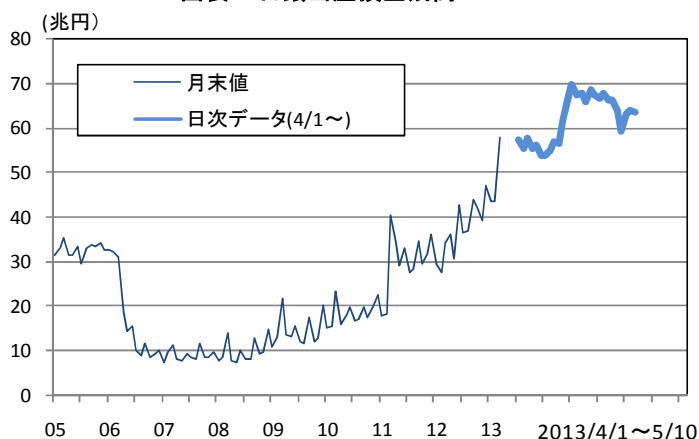
3. 投資マネーの急激なシフトにみられる危うさ

かかる政策により日銀の保有国債残高(物価連動国債、利付変動国債を除く)は3月29日から4月30日の間に約9兆円増加した。一方で、日銀の当座預金残高は4月末時点で約68兆円と政策発表後に10兆円以上増加し過去最高額まで増加した。日銀が国債を買い入れ市場に供給した資金の多くは、現時点では日銀の当座預金へと流れている(図表7、8)。

図表7 日銀保有国債残高(兆円)

	3/29	4/30	増減
TB	16.45	19.08	2.63
2年債	19.09	19.68	0.59
5年債	22.02	24.07	2.04
10年債	28.40	31.47	3.07
20年債	15.67	16.47	0.79
30年債	0.74	0.79	0.05
合計	102.38	111.56	9.17

図表8 日銀当座預金残高

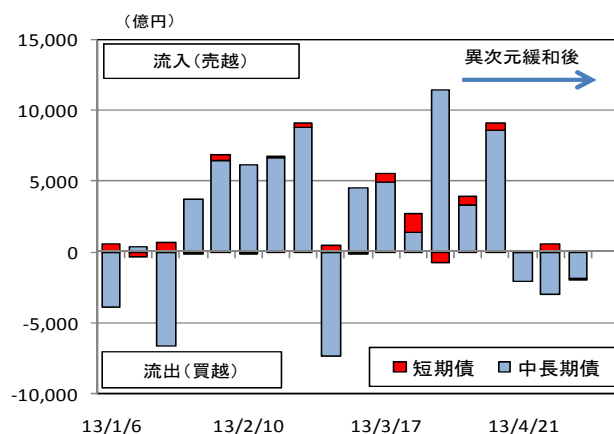


(資料) 日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

(資料) 日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

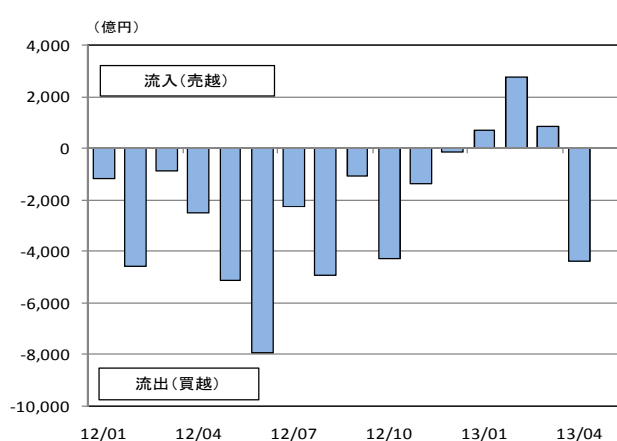
こうしたなか、生命保険会社を中心として、外国債券への投資を増加させる動きも出ている。週次ベースでの対外債券投資動向を見ると、4月20日の週までは国内から外債への資金シフトは確認できなかったものの、4月後半以降金額は少ないものの国内投資家の外国債券投資が買い越しに転じている(図表9、10)。

図表9 対外債券投資(週次ベース)



(資料) 財務省資料より三井住友信託銀行調査部作成

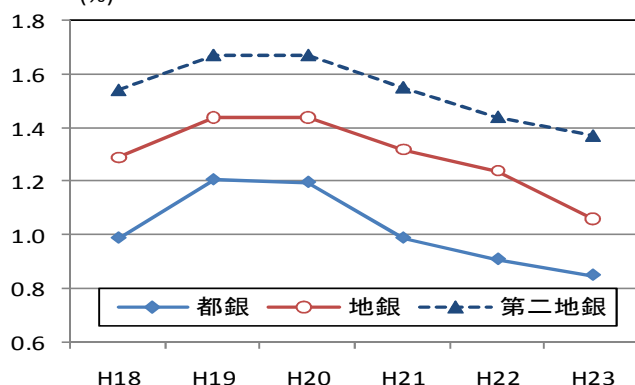
図表10 生保対外債券投資(月次ベース)



(資料) 財務省資料より三井住友信託銀行調査部作成

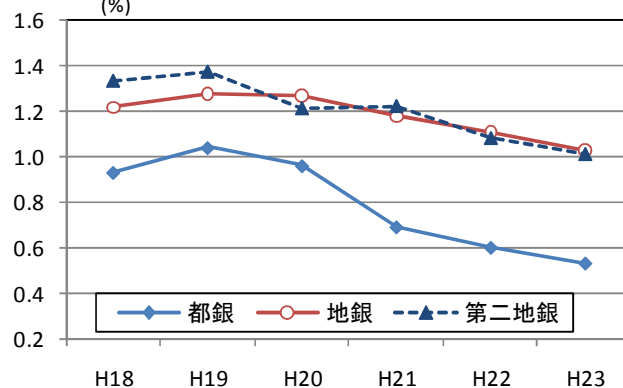
月次の投資家別統計で確認すると、銀行などが大幅に売り越している中で、生保は4か月ぶりに買い越しに転じている。今後は、資金調達コストが高い地銀・第二地銀などからも同様の動きが出てくることも考えられる。(図表 11、12)。

図表 11 銀行業態別資金調達レート



(資料) 全銀協資料より三井住友信託銀行調査部作成

図表 12 銀行業態別債券運用レート



(資料) 全銀協資料より三井住友信託銀行調査部作成

4月12日に行われた黒田日銀総裁の講演の中で、金融緩和効果の波及経路として、「長めの金利の低下を促し、資産価格のプレミアムに働きかける効果」、「長期国債の運用を行っていた投資家や金融機関が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしていく効果」(ポートフォリオ・リバランス効果)、「市場や経済主体の期待を抜本的に転換する効果」(デフレ期待の払拭)の三つがあげられている。

株式など資産価格の上昇が消費の回復に繋がっていることなどから、現時点でポートフォリオ・リバランス効果を否定することはできないものの、一方で、その後、株式市場が大幅に調整する局面がみられるなど、株式市場と国債市場のここ数ヶ月の大きな変動を振り返ると、白川前日銀総裁が退任会見で語った、「中央銀行が言葉によって、市場を思い通りに動かすことの危うさ」が我が国の金融市場で具現化しているということも否定できないのではないだろうか。

(業務調査チーム 寺坂 昭弘 : Terasaka_Akihiro@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。