

テーマ：効果絶大だった大胆な金融緩和

2014年2月5日(水)

～今年も市場の鍵を握る日米の金融政策～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- 2012年11月14日に野田前首相が衆議院解散発言をしたタイミングで劇的に市場が変化した。背景には、安倍政権の誕生により『従来とは異なる大胆な金融緩和が実行される』との期待が市場で高まったからである。2013年4月以降、順調なペースでマネタリーベースは増えており、金融緩和の効果が出ている。
- ただ、リーマン・ショック以前の関係と比較すると、まだ日本の株価指数は米国やドイツに追いついていない。米国やドイツと比べて日本のビジネス環境はまだ遅れているため、米国やドイツの水準まで株価が追いつくにはアベノミクスの3本目の矢である『成長戦略』が重要。
- 今回はバブル崩壊後初めて就業者全体の半分以上を占める『中小企業非製造業』の業況判断がプラスとなっている。アベノミクスの2本目の矢である「機動的な財政政策」に伴う公共事業の影響が大きいが、円安で外国人観光客が地方でも増加しており、株高で地方でも消費が盛り上がっている。就業者の半分以上を占める「中小企業非製造業」でも業況判断が水面上に回復したことは、景気回復が広範囲に広がっていることを意味する。
- 米国がテーパリングをうまくかじ取りできなければ、米国金利急騰や新興国通貨が暴落することでマーケットの波乱要因になるリスクもあるが、うまくコントロールできれば円安・株高が進みやすくなる。
- 今回は97年とは異なり、消費税率を引き上げることで景気に悪影響を及ぼすことがある程度認識されていたため、政府が事前に景気対策や賃上げ要請など対応に回ったことで景気の腰折れは避けられる可能性が高い。
- 2014年の後半になると、消費増税の悪影響が表面化してきたり、米国の中間選挙を控えて不透明感が高まったり、米国の利上げ観測が高まってきたりすることには注意が必要。ユーロ圏ではインフレ率が低下してきており、追加の金融緩和観測が高まっている。更に、ユーロは2014年に銀行監督を一元化することが決まっており、その前に資産査定をすることになっている。もし、そこで何か問題が出ると、ユーロ圏の経済に混乱が生じる可能性も否定できない。
- 日銀の黒田総裁は2015年以降もデフレから脱却するまで金融緩和を続けるというスタンスを明言している。長いスパンで考えても、米国が『テーパリング』から金融引き締め状況に移っていく中では、過去の経験からしても、中期的に円安・株高が続きやすい環境にあるといえる。

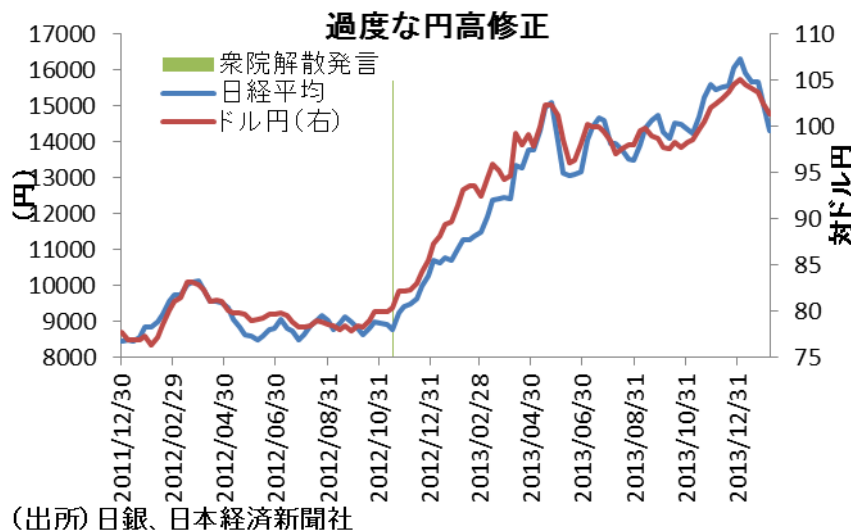
※本稿は日経ビジネスオンラインへの寄稿を基に作成した。

●効果抜群だった大胆な金融緩和

2013年はアベノミクスによる急激な円安、株価高騰に沸いた。しかし、一部では「株価が上がっているだけで、実体経済はよくなっていない」「株価は企業業績が伴っていない“バブル”状態」という声も聞かれる。

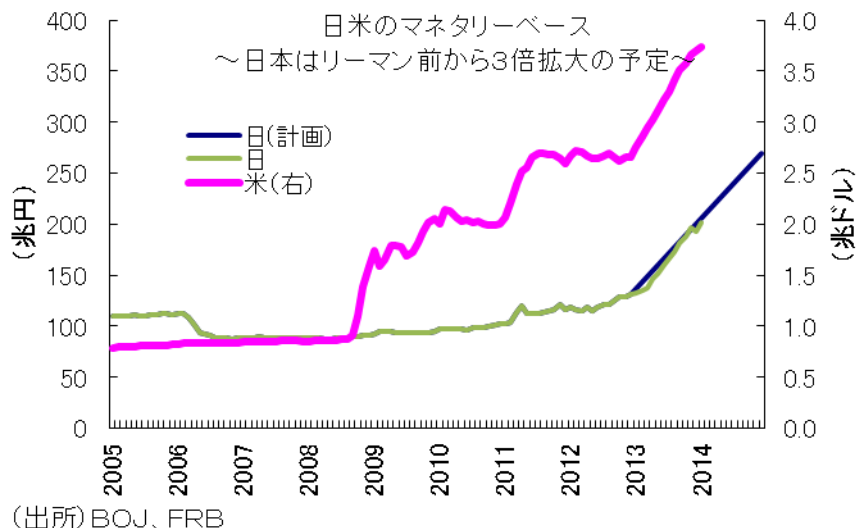
そもそもアベノミクスとは「大胆な金融緩和」「機動的な財政政策」「民間投資を喚起する成長戦略」の3本の矢によって、長期にわたるデフレと景気低迷からの脱却を目指す経済政策である。しかし、実際には第1の矢である「大胆な金融緩和」が安倍政権誕生前からの円安・株高を招く大きな要因となった。

2013年に進行した円安・株高について『米国経済の回復によるもので、アベノミクスの効果ではない』という批判的な意見もある。しかし、実際に為替と株価の推移を見ると、2012年11月14日に野田前首相が衆議院解散発言をしたタイミングで劇的に市場が変化している。では、そのときに米国経済が劇的に変化したかという点、そうではない。市場が劇的に変わった背景には、安倍政権の誕生により『従来とは異なる大胆な金融緩和が実行される』との“期待”が市場で高まったからである。



アベノミクス以前、日銀は金利を政策目標として金融緩和を行ってきた。しかし、「大胆な金融緩和」では、「2%のインフレ目標導入」と「マネタリーベース・コントロール」が打ち出された。これらはいずれも欧米ではリーマン・ショック以降に当たり前に行われていた金融政策だったが、これまで日銀はどちらも積極的には行ってこなかった。しかし、2013年4月に就任した黒田日銀総裁は「2年間でマネタリーベースを2倍の270兆円にすることで、インフレ率を2%にする量的・質的金融緩和を行う」と発表した。

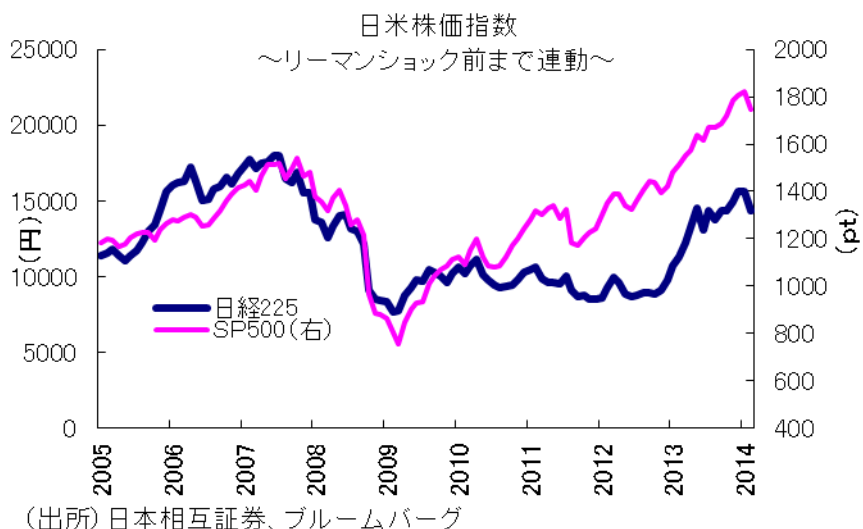
事実、2013年4月以降、順調なペースでマネタリーベースは増えている。このため、昨年は円安・株高が順調に進行した。一昨年11月の衆議員解散発言があった直後から考えれば日経平均株価は約2倍、米ドル/円は20円以上も円安が進んでいるという結果が示しているとおおり、金融緩和の効果が出ていると考えられる。



●キャッチアップ過程にある日本の株価

そもそもリーマン・ショックの前までは、日本と米国やドイツなど、先進国の株価指数は連動していた。しかし、リーマン・ショック以降の金融政策の違いで米国やドイツは株価が上昇に転じたにもかかわらず、日本株は停滞を余儀なくされた。それが、一昨年秋に日本でも『大胆な金融緩和』を始める期待が高まり、実際にその後の金融政策が米欧にキャッチアップしてきたため、株価も追いついてきた。つまり、2012年末から2013年の春までは、日本の株や為替が異常な水準から適正な水準に戻る過程で急激な円安・株高が生じたといえる。

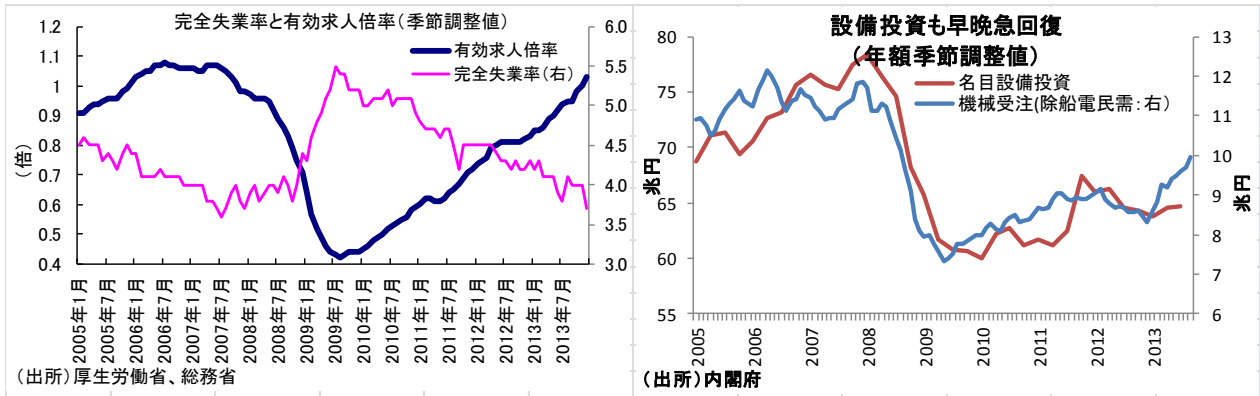
ただ、リーマン・ショック以前の関係と比較すると、まだ日本の株価指数は米国やドイツに追いついていない。仮に米国やドイツの株価指数に完全にキャッチアップすると仮定すれば、日経平均株価が1万9000円程度まで上昇する可能性もある。とはいえ、米国やドイツと比べて日本のビジネス環境はまだ遅れているため、そうした意味では米国やドイツの水準まで株価が追いつくためにはアベノミクスの3本目の矢である『成長戦略』が重要になってこよう。



●中小企業非製造業の業況も回復

実際、アベノミクスの実体経済への波及は数字にも表れている。例えば、有効求人倍率も6年1カ

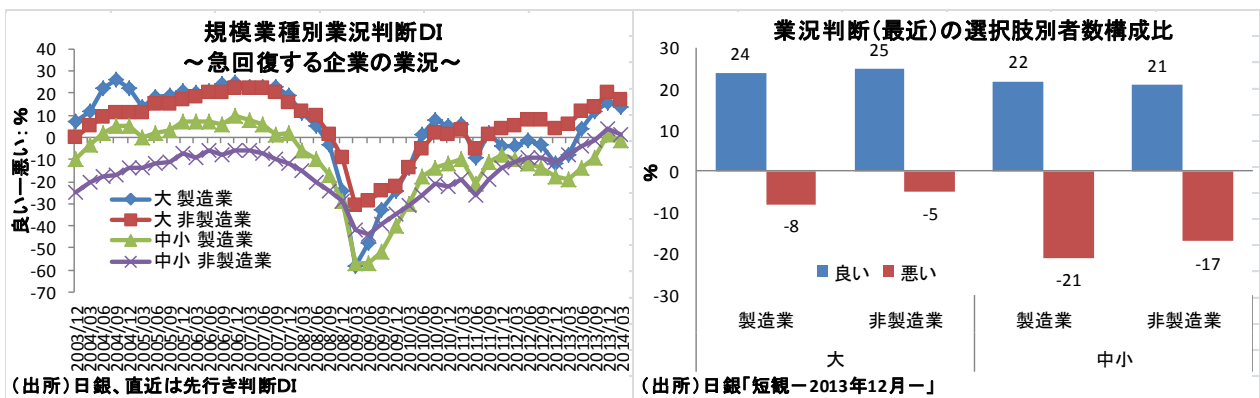
月ぶりに1倍に回復しており、設備投資の先行指標である機械受注も明確な増加に転じている。



さらに、日銀短観の『業況判断DI』では、『中小企業非製造業』が21年ぶりにプラスになっている。これは画期的なことであり、例えば戦後最長の景気回復をした小泉政権の際には、回復のけん引役は『大企業製造業』であった。しかし、就業者全体の中で『大企業製造業』で働く人は1割にも満たなかったため、確かに当時は実感なき景気回復と揶揄された。しかし、今回はバブル崩壊後初めて就業者全体の半分以上を占める『中小企業非製造業』の業況判断がプラス、つまり中小の非製造業でも業況が良いと答える企業数が悪いと答える企業数を上回っている。

しかも、業況判断の回答割合を見ると、中小企業でも2割を超える企業が「良い」と回答しており、業況が良い企業の割合だけで見れば、大企業の回答割合と遜色ない水準となっている。もちろん、アベノミクスの2本目の矢である「機動的な財政政策」に伴う公共事業の影響が大きいのが、円安で外国人観光客が地方でも増加しており、株高で地方でも消費が盛り上がってきている。小泉政権のときは輸出主導の回復だったが、今回は輸出の回復が遅れている一方で、個人消費と公共投資が回復を主導し、設備投資も増え始めてきているため、これまでの景気回復とは全く異なる。

就業者の半分以上を占める「中小企業非製造業」でも業況判断が水面上に回復しているということは、景気回復が一部ではなく広範囲に広がっていることを意味している。



●米国の「テーパリング」が円安・株高の追い風に

一方、「大胆な金融緩和」を継続する日本にとっては、追い風になる外部環境も整いつつある。なぜなら、これまでQE3を進めてきた米国が2014年から『テーパリング』を始めるという状況にきているためである。テーパリングをうまくかじ取りできなければ、例えば米国金利の急騰や新興国通貨が暴落することでマーケットの波乱要因になるリスクもあるが、うまくコントロールできれば円

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

安・株高が進みやすくなる。実際、2013年12月のFOMCでは『テーパリング』を打ち出す一方で、将来的な利上げの条件に従来の『失業率6.5%以下』だけでなく『インフレ率2%以上』という条件を加えることで、うまく利上げ観測を遠のかせることに成功している。

つまり、これまでQE3を進めるために行ってきた資産の買い取り額を減らし、ドルの供給ペースは縮小させるものの、それが「金融引き締め」を意味するものではないということを印象付けることで、市場が過剰に反応することを回避させたのである。

しかし、金融緩和が出口に向かうこと自体は米ドルが買われる材料となり、金融緩和を継続する日本では円は売られる材料となることからすれば、今年は更に円安が進みやすい環境になるだろう。しかも、米国の経済も大きく混乱することがなければ、日本にとっては円安・株高のトレンドが今後も続く可能性が高まる。

●消費増税の影響には注意が必要

今年は消費税率の引き上げが控えているため、本格的なデフレ脱却時期が遅れる可能性が高い。しかし今回は97年とは異なり、消費税率を引き上げることで景気に悪影響を及ぼすことがある程度認識されていた。このため、政府が事前に景気対策や賃上げ要請など対応に回ったことで景気の腰折れは避けられる可能性が高い。

一方で2014年の後半になると、消費増税の悪影響が表面化してきたり、米国の中間選挙を控えて不透明感が高まったり、米国の利上げ観測が高まってきたりすることには注意が必要だろう。また、ユーロ圏についても注意が必要だ。ユーロ圏ではインフレ率が低下してきており、追加の金融緩和の期待が高まっている。更に、ユーロは2014年に銀行監督を一元化することが決まっており、その前に資産査定をすることになっている。もし、そこで何か問題が出てくると、ユーロ圏の経済に混乱が生じる可能性も否定できない。

とはいえ、2014年以降もしっかりと金融政策を実行していければ、円安・株高のトレンドは続き、消費増税による悪影響も克服できるだろう。現状ではマネタリーベースを270兆円にするという2014年末までしか金融政策の計画は打ち出されていないが、日銀の黒田総裁は2015年以降もデフレから脱却するまで金融緩和を続けるというスタンスを明言している。長いスパンで考えても、米国が『テーパリング』から金融引き締めの状況に移っていく中では、過去の経験則からしても、中期的に円安・株高が続きやすい環境にあるといえる。

