

テーマ：TPP前進、日銀人事を受けた今後のマーケット  
～政策実行までは海外に振り回される市場へ～

発表日：2013年2月25日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

## 一気に二つの懸案事項が前進

2月25日の東京市場は、TPP協議参加へ向けて大きく前進したことで、週明けに報道された日銀正副総裁人事案を受けて、株価は寄りつきで大幅に上昇した。

市場へのサプライズという観点ではTPPの方が大きく、株価押し上げの主因になったのは同問題で参加への方向性がほぼ決まったことが大きい。ただし、日銀の人事案に関しても様々な点から市場が好感的な内容であったと考えられる。

TPPに関しては、与党内でも反対の声は強く、各種調査でも世論を二分するような問題であったため、早期に参加への道筋が整うことは考えにくかった。一方で、協議に参加して日本の立場や考え方を主張するには、現実的には参院選までに参加を表明する必要があると、遅れば遅れるほど参院選の争点となるリスクが高まったはずである。同問題に対して様々な意見が混在する中で選挙の争点となれば、市場が臨む安定した政策遂行に必要な“衆参のねじれ解消”が危うくなると見られた。しかし、足元で参加への道筋が整ったことで、参院選でTPPの問題が争点となる可能性は低くなり、その分だけ与党は票を失うリスクが小さくなったと判断される。このことが株式市場の安心感となって株価押し上げに寄与する力は大きい。

一方で、TPPに参加すれば、日本の製造業の立場が今よりも良くなるという考え方には若干の誤解がある。すなわち、仮に全ての輸出入について参加国の関税が撤廃されたとしても、関税撤廃による価格面での競争力アップが、日本の輸出にプラスに働くような競合している分野は輸出相手国の製品にそれほど多くはない。逆に、国内には日本の製造業にとって競合する製品が関税無しで輸入されることになるが、韓国製品などの価格競争力が更に増すことで、日本企業が不利になる部分もある。TPP参加によって担保されるのは、参加しなかった場合に想定される経済へのダメージ（たとえば競争力を失った製造業が海外へ流出することで国内の雇用機会が奪われるなど）が無くなる、という点での“マイナスが無くなること”である。その意味で、デフレ脱却のためのリフレ政策を行う“アベノミクス”にとってTPP参加は不可避であったはずで、これが現実のものとなることは、“アベノミクス”の成否のカギを握っていた。今後、TPPが実際に発動されるとしても、それは新たな土俵に並ぶという権利を得ただけで、そこで勝ち残れることを保証するものではない。したがって、これを生かすような成長戦略が問われることには変わりはない。

なお、TPP問題についてもう一点市場にプラスの効果をもたらしたものとして、日米関係が極めて緊密になっている印象を与えたこともあるだろう。TPPに関して、日本政府は日米首脳会談を前に「聖域無き関税撤廃が前提では参加しない」旨再三表明していた。これにオバマ米大統領が呼応することは難しいとの見方が強かったが、実際には「一方的に全ての関税撤廃をあらかじめ約束することを求められるものではない」との共同声明にこぎ着け、“聖域無き関税撤廃”というハードルを（少なくとも前提上は）クリアした。同声明については、事前に日米間での摺り合わせができていた可能性は高いと考えられるが、そうであれば日本の政権交代以降、日米関係は緊密化を急激に取り戻していることを示す。日米関係の緊密化は、先のG7において米国側が日本のリフレ政策を支持する旨発言したことからも考えられたが、今後日本がリフレ政策を続けることによって生じるであろう円安に対する海外の反応、あるいは緊張感の続く日本を取り巻く環境を見渡せば、フォロー要因になるとの期待を抱かせる。

一方、日銀人事については、参議院での同意が得られるかどうかという不透明要因はあるものの、概ね市場はこの人事を好感的なようだ。財務省出身であり、元財務官であった黒田ADB総裁が日銀総裁に就くこととなれば、リフレ政策を遂行する上でプラスとなる要素は大きい。すなわち、安倍首相が“三本の矢”と称して

いる政府が遂行しようとするリフレ政策は、①日銀による積極的な緩和政策、②中長期的な財政改善の枠組みを堅持しながらの、積極的な財政面からの後押し、③政府による成長戦略——の三位一体の政策が必要で、日銀総裁には政府や財務省との積極的なやりとりが欠かせない。また、日銀による積極的な緩和政策の副産物として生じるであろう円安について、国際金融の場でしっかりと理解をしてもらう必要もある。こうした観点から、今回の政府による人事案は理に適ったものであると評価されよう。

## 期待で動く局面は終わった

このように、相次いで打ち出された市場の懸案事項に対する政府の回答は、市場にとっては受け入れやすい、ポジティブなものであったと評価できよう。政府は、市場の不安に対して的確に“石”を配置したと言うことだ。見方を変えれば、ここから先は、政府、あるいは日銀が実際に的確な行動を取ることができるかどうかにかかってくる。すなわち、所謂“アベノミクス”を推進する上で、必要となる要素は全て配置されたと考えられる。そうした配置ができるかどうかを、これまでのマーケットは期待と不安を抱えながら見守り、期待通りに配置される度にこれを囁してきた。したがって、全ての配置が済めば、期待が無くなる分だけマーケットの推進力は失われる。

しかし、実際の行動が結果として表れるのは、最も早いもので日銀新体制での4月の決定会合、成長戦略については6月中にもまとめられるとされている骨太の方針策定と日が空く。それまでは、株、債券、為替市場とも日本から発信される政策が少なくなる分だけ、海外の動向に左右される度合いが大きくなるだろう。

海外経済については、循環的に持ち直し局面へ移行することが期待されるものの、欧米では財政問題などから景気の浮揚力に欠ける展開が続いており、なお財政問題が不透明要因として市場のリスク許容度を低下させている。こうした問題をくぐり抜け、景気が持ち直し基調を辿っていけるのかどうか、市場は暫く慎重に見極める必要があるだろう。一方で、日米の超緩和政策が景気、あるいはリスクマネーの下支え要因として働き続けることが期待されるため、景況感などが大きく悪化することも考えにくい。

以上のことを勘案すれば、当面日経平均株価は11,500円を挟んで上下500円程度、ドル/円相場は1ドル＝94円を挟んだ上下1円程度の、それぞれレンジ相場が暫く続く公算が大きいと判断される。もっとも、日本の政策実行が打たれれば、そのたびに相場水準は切り上がる（株高円安）と考えられるが、より本格的な上昇には、そして“アベノミクス”がスムーズに進むためには、世界経済のフォローが必要になることが、今後明確になるだろう。