

金融経済 ニュースの着眼点

株式会社大和総研
金融調査部 主任研究員
長内 智



第19回 ポスト・アベノミクスの金融市場を読む勘所

2020年8月28日、安倍首相（当時）が突然の辞任表明を行いました。憲政史上最長の連続在職日数と通算在職日数を記録する歴史的長期政権を築いた安倍政権の終焉は、2020年の非常に大きなトピックです。そこで今回は、安倍政権の経済政策「アベノミクス」を振り返り、政権交代を受けたマーケットの動きを整理した上で、ポスト・アベノミクスで想定される金融市場の先行きについて展望したいと思います。

① 安倍政権の金融・経済面の成果 ～長期デフレから抜け出す

2012年12月26日に発足した第2次安倍政権は、日本経済の再生とデフレ脱却のために、①大胆な金融政策、②積極的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略という「三本の矢」からなる経済政策「アベノミクス」を打ち出しました。アベノミクスの初期において特に重要な役割を担ったのが日本銀行の大胆な金融政策です。

日本銀行は、2013年3月に就任した黒田総裁の下で、国債の大量購入やETF（上場投資信託）とJ-REIT（不動産投資信託）の購入拡大など「異次元緩和」とも呼ばれる大規模な金融緩和政策を実施し、「2%のインフレ目標」の実現を目指しました。

結果、為替市場では過度な円高が是正されました。政権発足時に1ドル86円程度であったドル円レートは、1年後に1ドル105円程度となり、この間の下落率は2割を超えます。株式市場では、金融緩和政策や円安に伴う企業収益の改善期待を受けて株価が大幅に上昇し、日経平均株価は、政権発足後1年間で5割以上も上昇しました。消費者

物価指数は長期的な下落傾向にありましたが、大胆な金融緩和を起点とする円安や国内景気の改善を背景に下げ止まり、いわゆる「長期デフレ」から抜け出すことに成功したのです【図表1】。

経済面では、緩やかな景気回復が続く中、企業収益の拡大が続きました。財務省の「法人企業統計」によると、日本企業（金融・保険業を除く）の経常利益は、2012年度（約48兆円）から2018年度（約84兆円）にかけて7割以上も増加しており、企業全体で見るとアベノミクスによる恩恵を十分享受していることが分かります。

【図表1】 株価と物価の推移



(注) 消費者物価指数は「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合」ベース。季節調整値。

出所：日本経済新聞、総務省統計局「消費者物価指数」より大和総研作成



企業部門の回復を受けて雇用環境の改善も進み、仕事を探している人に対する企業の求人数を示す有効求人倍率は、企業の求人増加を主因に上昇し、2017年に「バブル期」のピークを上回りました。また、政権発足時に4%台だった失業率は2018年に2%台前半まで低下しました。

こういった企業収益の拡大と労働需給の引き締まりを背景に、企業で賃上げの動きが広がり、労働者の賃金は緩やかな上昇傾向となりました。

なお、労働市場に関しては、女性と高齢者の労働参加の進展に伴い、日本全体の雇用者数が大幅に増加した点も注目されます。

他には、新型コロナ危機まで、政府主導の観光戦略に伴うインバウンド需要の増加が国内経済に対してプラスに働いていたこともアベノミクスの顕著な政策効果だといえます。

このように、アベノミクスは円高是正や株高、消費者物価の反転、景気回復において一定の成果を上げたと評価できます。

② 歴史的長期政権が残した課題 — ~国民の実感なき景気回復

一方で、約7年8カ月に及ぶ歴史的長期政権を築いた安倍政権が経済面で残した課題も少なくありません。

第一に、三本の矢のうち成長戦略において目立った成果が見られず、日本経済の実力を示す「潜在成長率」の低迷が続いているという問題です。日本経済の底上げが進まない中、新型コロナ危機前までの経済成長率は平均で1%弱でした。つまり、アベノミクス下の景気回復ペースは、かなり緩やかなものにとどまり、全ての国民が景気回復の恩恵を十分実感できるような状況ではなかったと考えられます。

第二に、アベノミクスの恩恵は、大企業や高所得者層に偏っており、中小企業や中・低所得者層にまで広く行きわたっていないという点です。安倍政権は、消費税率を2度引き上げた史上初めての政権ですが、その負の影響は所得の低い層ほど大きくなります。とりわけ所得面で景気回復の恩恵を受けにくい年金生活者にとって消費増税の負担はより厳しかったとみられます。

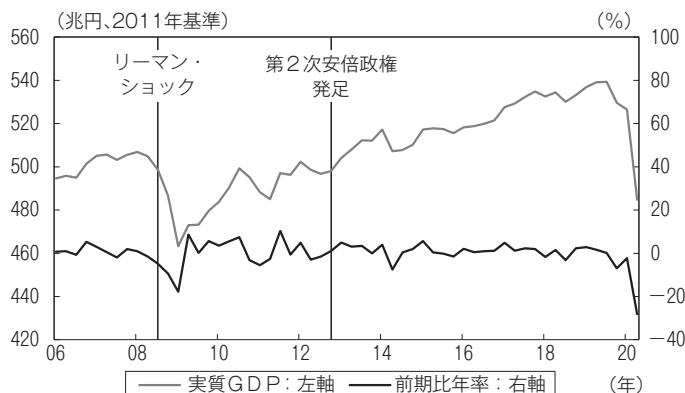
第三に、インフレ率が明確なプラス圏で安定せず、デフレ脱却を十分に実現できていないことが挙げられます。今後、新型コロナの影響によって国内景気が一段と悪化し、投資家がリスク回避の動きを強める「リスクオフ」の円高が進行することとなれば、デフレ圧力が高まる可能性もあります。

第四に、新型コロナ危機との闘いはまだ道半ばであり、感染拡大を抑えながら、経済活動の回復を図ることが喫緊の最重要課題となっています。

③ 政権の終盤に新型コロナが直撃 — ~元の水準に戻るまで数年必要

安倍政権の終盤は、未曾有の新型コロナ危機に大きく揺さぶられることとなりました。経済

【図表2】 実質GDPの推移



出所：内閣府「国民経済計算（GDP統計）」より大和総研作成

面では、2020年4月の政府の緊急事態宣言発出に伴う外出・営業自粛要請や外需の急減を受けて、実質GDPが大幅に落ち込みました。

2020年4～6月期の実質GDP（二次速報値）は、前期比年率マイナス28.1%となり、この減少幅は現行の統計で比較可能な1980年以降で最大です【図表2】。また、実質GDPの水準が政権発足時の水準を小幅ながら下回ったことも注目されます。

実質GDPは、2020年7～9月期以降、徐々に持ち直していくと見込まれます。しかし、新型コロナウイルスの影響が長期化しており、人との接触を伴う従来型のサービスは、今後も利用が控えられることとなります。リーマンショック後の景気回復局面の動向なども照らし合せると、経済活動が新型コロナ危機前の水準に戻るまで数年程度かかる可能性が高いとみられます。

金融市場は安倍路線継続を想定 ～辞任報道直後はリスクオフの動き

2020年8月28日の午後、安倍首相（当時）が辞任の意向を固めたとの報道を受けて、金融市場では投資家のリスク回避姿勢が強まりました。具体的には、円高と株安が進み、国債利回りは上昇（＝国債価格の下落）しました。これは、長期政権の終焉に伴う政治的な不透明感の高まりや、今後の経済政策運営の不確実性などが金融市場で懸念されたことによります。

アベノミクスでは、大胆な金融緩和政策によって非常に緩和的な金融環境を実現し、それが円安、株高、国債利回りの低下（＝国債価格の上昇）に作用した面もあります。しかし、突然の辞任報道により、その政策路線が修正される可能性が危惧されたのです。

一般に、政権交代に伴う先行き不確実性の高まりは、金融市場にとってネガティブな材料とされ、投資家のリスク回避姿勢を強める要因となります。今回の辞任報道直後に見られた金融

市場の反応も、それに沿ったものだといえるでしょう。

ただし、その後、菅官房長官（当時）が自民党総裁選に出馬すると報道され、後任候補として最有力視されたことで状況が一転します。長期間にわたって安倍政権を支えてきた菅氏であれば、安倍路線が継続されるとの期待感が広がり、株価は反発し、国債利回りは低下しました。

ポスト・アベノミクスと金融市場 ～超低金利環境の常態化

安倍政権を引き継いだ菅政権の経済政策の全貌は、執筆時点（9月15日現在）では明らかになっていません。また、衆議院議員の任期満了が2021年10月であるため、今後いつ衆議院の解散・総選挙が行われてもおおしくない状況です。こうした中、ポスト・アベノミクスで想定される確度の高い方向性を考慮した上で、金融市場の先行きについて展望したいと思います。

まず、新型コロナ危機という現在の特殊な経済環境下においては、誰が首相になっても大規模な金融政策と財政政策によって日本経済を立て直し、危機からの脱却を目指すということが最優先課題となります。もちろん、個別の政策において違いが出るとは思いますが、金融市場や経済全体への影響という点で大きな差は生じにくいと考えられます。

そのため、日本銀行の金融政策に関しては、今後も超低金利政策が継続され、国債利回りは非常に低位で推移すると見込まれます。ただ、新型コロナウイルスの影響が及んでいる企業の社債に関しては、事業環境の悪化を受けて信用リスクが高まり、金利が上昇（＝社債価格が下落）する可能性がある点に注意が必要です。

家計に関しては、超低金利環境の下で預貯金の金利が今後もほぼゼロとなり、家計の利子収入はかなり少ない状況が続くでしょう。他方、住宅ローン金利は引き続き非常に低い水準で推



移すると想定され、新たに住宅ローンを組む人や住宅ローンの借り換えを検討している人にとっては良好な環境が当面続くと思定されます。

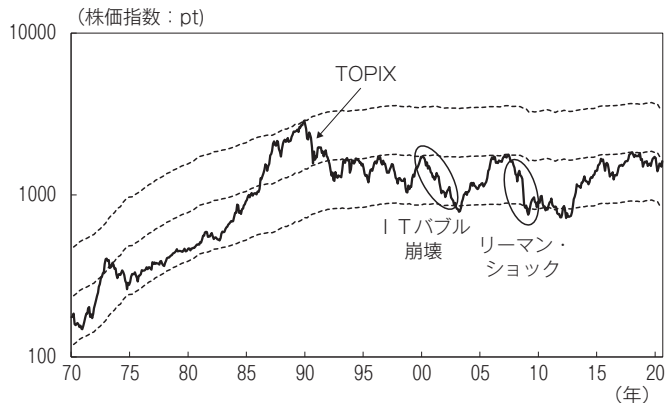
為替市場では、日本銀行の金融緩和政策が円安方向に作用する一方、他国の中央銀行も積極的に金融緩和政策を実施しているため、両者の影響が相殺し合って方向感の読みにくい展開が続くとみられます。最近はリスクオフ局面で円高・ドル安がさほど進まない点にも注意が必要です。これは主に、投資家がリスク回避姿勢を強めた際に、円だけでなくドルも同様に買っていることによるものと考えられます。

株価に関しては、非常に緩和的な金融環境が続き、国内景気が持ち直す中、全体的に堅調に推移するというのが基本的なシナリオです。ただし、個別企業の株価に関しては、新型コロナの影響の程度によって明暗が分かれる展開になるでしょう。また、投資家の間で株価と実体経済の乖離^{かいり}という問題が懸念されている点にも留意が必要です。

⑥ 実体経済と株価の乖離に要注意 ～株価が過大評価されている可能性

最近の株価の水準に関して、新型コロナ危機によって実体経済が急激に悪化したにもかかわらず、株高が進んだことにより、実体経済との関係から見て株価が過大に評価されているとの指摘があります。株価上昇の主な要因として、

【図表3】 TOPIXと名目GDPによるレンジ



(注) 縦軸は対数目盛。点線は過去の名目GDPとの関係から見たレンジ (大和総研)。出所：内閣府「国民経済計算 (GDP統計)」、東京証券取引所より大和総研作成

各国の政府と中央銀行が打ち出した大規模な財政・金融政策やワクチン開発への期待感から、投資家がリスク選好を強めていることが挙げられます。

ここで株価と実体経済の過去の経験則について確認しましょう。TOPIX (東証株価指数) と名目GDPによって決まるレンジの推移を見ると、TOPIXは、2000年代初めのITバブル崩壊と景気後退、2008年のリーマンショック後にレンジの下限まで大きく低下しました【図表3】。他方、新型コロナ危機では、今のところそこまでの動きは見られません。つまり、過去の危機の経験に基づけば、現在の株価は、実体経済との関係から見て高い水準に位置している可能性があります。

今なお新型コロナ危機の収束が見通せない中、感染の再拡大や米中関係の悪化、11月の米国大統領選挙などをきっかけに、投資家がリスク回避姿勢を強めることになれば、株価がレンジの下限に向けて急落する恐れもあります。 P

おさない さとし 2006年早稲田大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学、大和総研入社 (金融資本市場担当)。2008～10年大和証券に転向 (海外市場担当)、2010年大和総研に帰任 (新興国、日本経済担当)。2012～14年内閣府参事官補佐として経済財政白書、月例経済報告などを担当。2014年大和総研に帰任 (日本経済担当)、2018年より現職 (金融資本市場担当)。CFP®認定者。執筆書籍：『デジタル化する世界と金融—北欧のIT政策とポストコロナの日本への教訓』金融財政事情研究会、2020年、共著。『トランプ政権で日本経済はこうなる』日本経済新聞出版社、2016年、共著。『リーダーになったら知っておきたい 経済の読み方』KADOKAWA、2015年、共著。