

情勢判断

国内経済金融

年度上期中の国内景気は停滞気味に推移

～ 原発事故・電力不足問題の影響大 ～

南 武志

要旨

東日本大震災前までの日本経済は景気足踏みからの脱却を模索していたが、震災後は 20 兆円前後にも及ぶ直接的被害の発生とともに、総需要水準も大きく落ち込んでしまった。時間経過とともに、生産機能の回復や復旧・復興需要が出てくると思われるが、広域にわたる被災地、夏場にかけての関東エリアでの電力不足問題は国内景気の順調な持ち直しにとっては大きな障害となるだろう。また、物価に関しては、震災による影響は現時点では軽微だが、国際商品市況の高騰によりエネルギー価格の上昇が目立ってきており、4 月以降は消費者物価全体が前年比プラスに転じる可能性が高い。とはいえ、物価上昇が加速する状況にはないことから、日本銀行は緩和政策を長期間続けることで、国内景気の再浮揚を支援することが求められている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2011年				2012年
		4月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.064	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.333	0.30～0.35	0.30～0.35	0.30～0.35	0.30～0.35
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	1.210	1.10～1.45	1.15～1.50	1.20～1.55	1.20～1.55
	5年債	0.485	0.40～0.70	0.40～0.70	0.45～0.75	0.45～0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	82.0	78～88	80～95	85～100	85～100
	対ユーロ (円/ユーロ)	119.4	110～130	115～135	115～135	120～140
日経平均株価	(円)	9,682	9,750±500	10,000±1,000	10,250±1,000	10,250±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) 無担保コールレート翌日物の予想値は誘導水準。実績は2011年4月22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・展望

東日本大震災の発生から 1 ヶ月半が経過したが、被害があまりにも大きく、また大きい余震が続いていることもあり、なかなか復旧作業が進まないようである。さらに、福島第一原発の放射能漏れ事故の収束までに相当程度の時間がかかることもあり、それに伴う風評被害は今後も続出する可能性がある。政府・与党では 5 月連休中にも約 4 兆円規模の災害復旧費を盛り込んだ 11 年度補正予算を成立

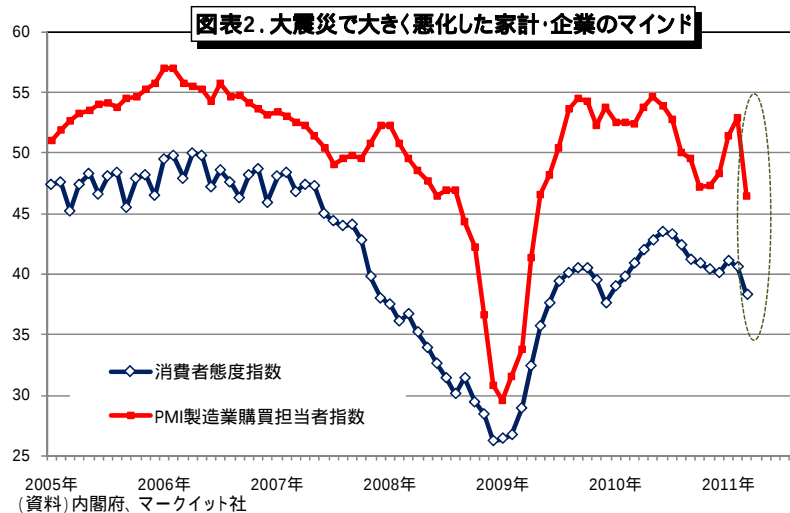
させる見込みであるほか、6 月には第 2 次補正予算案の編成作業に乗り出す意向を示しているが、復興需要が本格化するのには秋以降にずれ込む可能性が高い。

これまでに発表された 3 月分の経済指標については、踊り場脱却を模索していた上旬分と、大幅に冷え込んだ中下旬分とが混ざり合っており、悪化の度合いが限定的である。貿易統計によれば、3 月を通じての輸出額は、上旬(前年比 14.8%)の堅調さもあって前年比 ▲2.2% と小幅

減にとどまったが、中旬は同▲5.9%、下旬は同▲13.1%と、下落率が加速的に大きくなっていることが見てとれる。また、震災後に調査を行ったビジネスサーベイ（PMI製造業購買担当者指数）や消費者マインド（消費者態度指数など）などは、大幅な落ち込みとなっている（図表2）。被災した企業では操業の再開などが徐々に始まりつつあるものの、部品調達難は依然として深刻であり、4月分以降の経済指標には大幅に悪化した姿が映り出されることになるだろう。

当面の世界経済動向については、大震災に伴うサプライチェーン障害の発生、さらに資源価格上昇に伴うインフレ懸念の高まりや新興国・資源国における金融引締め策の強化、といった景気抑制的な側面がある一方で、先進国経済の持ち直し傾向が若干強まることから、総じて堅調な展開となることを想定している。それゆえ、原発事故発生によって日本製品などへの信頼感が幾分損なわれた面は否めないが、日本の輸出は生産再開とともに持ち直しに転じるだろう。ただし、東京電力が電力供給能力の上積みを図っていることから真夏ピーク時の電力不足状況は緩和方向にあるとはいえ、企業・家計には一定の節電努力が求められることは必至である。それが日本全体の約4割の付加価値生産をしている関東地方の経済活動にとって制約となることから、7～9月期までは停滞感が残ると思われる。

当総研では、今回の大震災を考慮した



上での経済見通しを策定したが、震災前の予測に比べて11年度の経済成長率は▲1.0%ptほど押下げられるものと見込んでいる（詳細は後掲レポートを参照のこと）。

一方、物価面については、大震災発生によって供給能力が大幅に毀損したものの、それに起因して総需要水準もまた大幅に低下したことから、マクロ的な需給バランスは依然として崩れたままという認識は変える必要はないだろう。一方、国際商品市況の高騰によって食料品・エネルギー価格が上昇傾向を強めており、全般的に見て物価指数全体に対する下落圧力は緩和してきている。11年度に入れば、高校授業料無償化に伴う押下げ効果（▲0.5%程度）が剥落するため、代表的な全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下同じ）の前年比下落率はプラスに転じると予想される。ただし、景気停滞が当面続くことから、先行きプラス幅が加速的に高まっていくことはないだろう。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は東日本大震災の発生を受けて、翌週明け3月14日の金融政策決定会合では、10年10月に導入した包括緩和

策の一環としての資産買入基金（導入時は約 5 兆円規模）について、社債・CP 等のリスク性資産を中心に 5 兆円ほど増額するといった内容の追加緩和策を決定した。さらに、4 月 6～7 日の決定会合では、被災地の金融機関に対して今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援するため、長めの資金供給オペレーション（貸付期間 1 年、貸付利率 0.1%、貸付総額 1 兆円）を実施することを決定した。加えて、今後の被災地の金融機関の資金調達余力確保の観点から担保適格要件を緩和することも決定した。

金融調節の面からは、震災直後から、市場の安定化や企業・金融機関などの流動性確保ニーズへの対応、資金決済の円滑化などを図るため、潤沢な資金供給を行っている。その結果、震災前までは 17 兆円台で推移していた日銀当座預金残高は、22 日には 40 兆円台にまで膨らんだ。4 月 16 日から始まった積み期間では 30 兆円後半での推移となっているが、市場が完全に落ち着きを取り戻し、金融機関の流動性不安が解消するまで、潤沢な資金供給を続行するものと思われる。

なお、今後、日銀に求められるのは、復興に対してどのような関与をするのかという点であろう。具体的には、大量の

国債追加発行に対して買入れ額増額（現行は毎月 1.8 兆円）をすべきかどうかが問われていくだろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

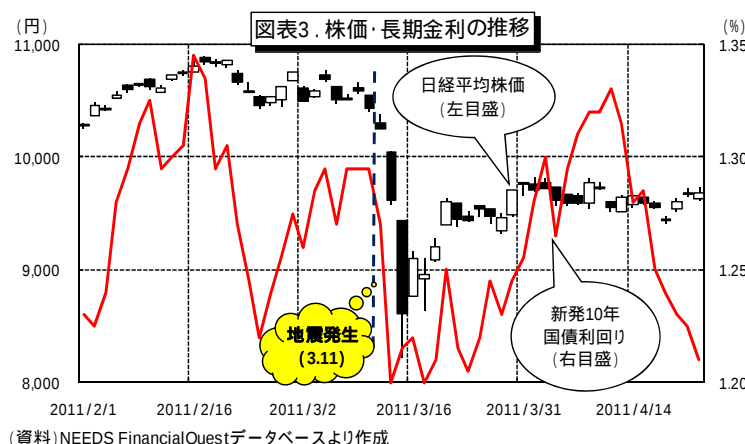
10 年度下期の日米中央銀行による追加的な緩和措置などにより、世界的な景気回復期待が醸成されるとともに、過剰流動性への思惑などを材料に「円高一服・株高・金利上昇」の傾向が強まっていた。一方、東日本大震災の発生後、政府・日銀は予想される金融市場の不規則変動に対し、万全の策を講じた結果、市場の動揺は未然に防がれている。

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。

債券市場

10 年 11 月上旬の QE2 決定後、世界的に景気回復期待が高まったことから、長期金利（新発 10 年物国債利回り）の上昇傾向が強まり、11 年 2 月中旬には一時 1.3% 台半ばまで上昇した。その後は、国内投資家の消去法的な国債購入意欲の強さもあり、震災前までは 1.2% 台後半でのみ合いが続いていた。震災後は、日銀による潤沢な資金供給や株価急落に伴い、一時 1.2% 割れとなる場面もあった

が、円売り介入などによる株価の反発や今後の復興に向けた大量の国債増発への懸念などから長期金利は反転、4 月中旬には 1.3% 台前半まで上昇した。しかし、4 月下旬にかけては再び 1.2% 台前半まで低下するなど、ボラティリティの高い展開が



続いている。

基本的には、景気停滞や中～短期ゾーンの低位安定は長期金利の上昇を抑制する要因となるが、震災の被害が甚大なだけにそれに伴う財政負担も懸念されており、長期～超長期ゾーンに対しては上昇圧力がかかりやすいと思われる。さらに、復興需要や資源高によって物価上昇率が事前の想定以上に高まることになれば、長期金利は上昇傾向が続くだろう。

株式市場

10年11月の米FRBによる量的緩和策（QE2）導入以来、日経平均株価は持ち直しの動きが強まり、2月から3月上旬にかけては10,500～11,000円のボックス圏内での展開が続いていた。しかし、地震後は、被災による企業活動の一時停止に加え、急激な円高進行や深刻さを増し続ける原発事故が重なり、一時8,200円台まで急落した。その後は、先進7ヶ国（G7）による協調介入や復興需要期待などから、9,500円前後まで値を戻している。

とはいえ、今しばらくは福島第一原発事故などの状況が相場動向を左右すると見られるほか、電力不足問題やサプライチェーン障害の復旧までにはある程度の時間が必要との見方も根強いことから、上値が重い展開が続くだろう。

外国為替市場

地震発生前までの為替レートは、対ドルでは80円台前半のボックス圏内での展開、対ユーロではやや弱含む状況で

あったが、地震後は国内企業・金融機関の円資金ニーズが高まる、もしくは海外勢が円資金調達難に陥っているとの観測が強まり、急激な円高が進行した。特に対ドルレートについては戦後最高値を更新、1ドル＝76円25銭まで円高が進んだ。しかし、震災や原発事故などが景気に与える悪影響への懸念の高まりや、G7の財務大臣・中央銀行総裁による緊急電話会談で円売り協調介入が合意されたことで、18日以降、円レートは対ドル・対ユーロとも震災前の水準まで戻した。

一方で、3月下旬以降は、世界的なインフレ懸念の高まりから、異例ともいえる金融緩和政策を継続してきた先進国の中央銀行が政策転換を図るとの思惑が強まり、対ドル・対ユーロとも円安方向に向かった。しかし、欧州中央銀行の利上げ決定（4月7日）後は、材料出尽くし感などから再び円高気味に推移するなど、円高圧力は根強いものがある。

当面は、欧米諸国の信用不安リスクが燦々していることもあり、現状水準でのみ合いが続くと思われるが、資源高や需給逼迫などにより、海外でインフレ懸念が強まり、一段の金融引締め策が打ち出される動きが出てくれば、再び円安方向に動くものと思われる。（2011.4.22現在）

