

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 持ち直しの動きが強まりつつある国内景気

～ただし、本格的な復興需要は年度下期以降～

南 武志

#### 要旨

東日本大震災からの時間経過とともに、被災企業の復旧が進展していること、大きく冷え込んだ家計・企業のマインドが回復してきたこともあり、主要経済指標に持ち直しの動きが強まってきた。ただし、落ち込み幅に比べ、戻りのテンポが相対的に鈍いこともあり、4～6月期のマイナス成長(3四半期連続)は避けられないだろう。また、サプライチェーン障害の完全回復までにもう少し時間がかかること、夏場の電力不足問題に対する節電努力、大型補正予算編成が秋以降にずれ込む可能性などから、復興需要による国内景気の本格回復は10～12月期以降にずれ込むと思われる。

一方、日本銀行は、デフレ対策や震災対応として様々な政策を打ち出してきたが、先行き、長期金利安定に向けて国債の市中消化額を増額するかどうか注目されるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2011年			2012年		
	6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.070	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.332	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 (%)	1.105	1.05～1.50	1.10～1.55	1.20～1.55	1.20～1.55
	5年債 (%)	0.395	0.35～0.70	0.40～0.75	0.45～0.75	0.45～0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	80.6	78～86	80～90	85～95	85～100
	対ユーロ (円/ユーロ)	114.5	110～130	115～135	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	9,678	10,000±1,000	10,250±1,000	10,500±1,000	10,750±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6月24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約100日が経過した。震災直後には大幅に悪化が見られた国内景気・産業動向や家計・企業などのマインドなども、時間経過とともに持ち直しが始めていることを示す主要経済指標が増えてきている。鉱工業生産はすでに4月分から前月比上昇となり、先行きを示す生産予測指数も大幅プラスが見込まれている。また、実質輸出(輸出数量)は5月分から同プラスに転じてい

る。機械受注(代表的な船舶・電力を除く民需)については、4月分は弱い内容(前月比3.3%)であったが、震災対応や新興国向け・スマートフォン向けの設備投資需要が堅調なことから、4～6月期見通し(内閣府集計)は大幅増加となっている。そのほか、家計・企業のマインドを示す月次指標も改善の動きが散見されている。

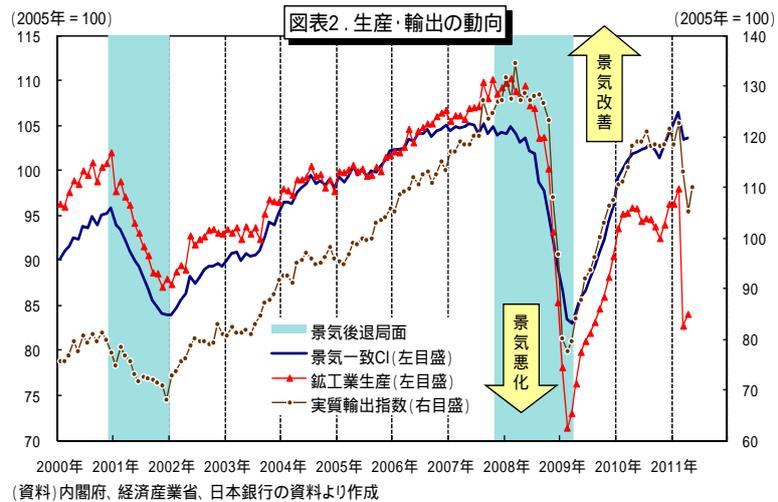
今回の景気悪化は需要不足で発生しているわけではなく、あくまで部品・電力

などの供給制約に直面しているために発生しているということを踏まえれば、そうした制約が緩和しさえすれば、自ずと景気の再浮揚が図られると見るのは妥当であろう。とはいえ、足元では、海外経済の先行き慎重論が浮上していることもあり、震災前の水準を回復するのに多少の時間がかかる可能性は否定できない。

当面の景気展望であるが、足元の4～6月期については、上述の通り、持ち直しに向けた動きはすでに始まっているとはいえ、全体的には停滞感は否めず、3四半期連続のマイナス成長は不可避であろう。その後、7～9月期にはプラス成長に戻るが、一部でサプライチェーン障害が残るほか、夏の全国的な電力不足や大型補正予算編成の先送りなどが、景気持ち直しのテンポを緩やかなものにとどめると見られる。本格的な回復は年度下期以降にズレ込むことになるだろう。

なお、当総研では6月9日に発表されたGDP第2次速報(2次QE)を受けて、「2011～12年度改訂経済見通し」の見直しを行ったが、2次QE自体の改定が僅かだったこともあり、予測の修正は極めて限定的なものにとどめた。ちなみに11年度はゼロ成長に陥るものと予測した。

一方、物価面では、相変わらず大きなデフレギャップが残っているものの、これまでの国際商品市況の高騰により、主要な物価指数が前年比プラスに転じてきた。素原材料価格の影響を受けやすい国内企業物価はすでに10年10月に前年比



プラスに転じ、徐々に上昇率を加速させていたが、全国消費者物価(除く生鮮食品)もようやく4月分が同0.6%と28ヶ月ぶりに水面上に浮上、統計上では物価下落に歯止めがかかった。

ただし、より需給関係を反映するとされる「食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合」では同0.1%と、依然としてベース部分の物価下落が残っていると判断できる。これまでのところ、賃金は底堅く推移してきているものの、広範囲にわたる価格転嫁を可能にさせるほどの強さはない。

さらに、前年ウエイトで評価する連鎖指数によれば、実勢よりも1%ポイントほど上昇率が高めに出ている(=上方バイアスが発生している)可能性もある。8月(7月分)には2010年基準への改定が予定されているが、そこでは再び水面下に戻ることも十分ありうるだろう。

## 金融政策の動向・見通し

日本銀行は震災発生を受けて、翌週明けの3月14日に開催した金融政策決定会合で、22年10月に導入した資産買入基金(当初5兆円規模)について、社債・CP等のリスク性資産を中心にさらに5兆

円増額するといった内容の追加緩和策を決定したほか、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た結果、日銀当座預金残高は一時 40 兆円台にまで膨んだ(直近は 30 兆円前後で推移)。

また、4月6~7日の決定会合では、被災地の金融機関に対して復旧・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)を実施することや、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。さらに6月13~14日の決定会合では、10年夏に導入した成長基盤強化支援のための資金供給オペレーションについて、金融機関の自主的な取り組みを進めるうえで「呼び水」としての役割を果たしていると自己評価したうえで、そうした動きをさらに後押しする観点から、出資や動産・債権担保融資(いわゆる ABL)などを対象とした新たな貸付枠(期間:原則2年、利率0.1%、総額5千億円)を導入することを決定した。

以上のように、日銀は様々な面から景気押し上げを支援する姿勢を見せているが、今後とも震災からの復興に対してどのようなサポートを行っていくべきかが問われていくものと思われる。また、前述の通り、消費者物価が安定的に前年比1%程度で推移することは依然見通せる状況にはなく、現行の包括緩和策は長期化する可能性が高いだろう。一

方、秋に想定されている第3次の補正予算編成に際しては、大規模な復興関連支出が計上される可能性が高いが、その財源としては復興債(国債)の大量発行が見込まれている。こうした国債増発が長期金利の乱高下をもたらせば、復興支出の呼び水効果に水を差しかねない。つまりは長期金利の低位安定のために、日銀が市中からの国債買入に踏み切るのかがどうかが注目されていくものと思われる。

## 市場動向:現状・見通し・注目点

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た。その後、多少の変動はあったが、6月に入ってから株価、長期金利、株価、為替レートとも膠着気味の推移となっている。以下、各市場の当面の見通しについて考えて見たい。

### 債券市場

震災前までは内外の景気回復期待が高かったことから、長期金利(新発10年物国債利回り)は1.3%前後での推移を続けてきた。震災発生後は、景気悪化に対する懸念やリスク回避的な行動が強まったことなどで一時1.2%割れとなったが、



その後は復興に向けて国債の大量増発が不可避との需給悪化懸念などから再び1.3%台前半まで上昇した。しかしながら、5月中旬以降は再び1.1%台まで低下し、直近に至るまでその水準でのみみ合いが継続している。先行きについては、復興需要が強まってくるにつれて景気浮揚期待や金融機関貸出の拡大などにより、長期金利に対して上昇圧力が徐々に強まってくものと思われるため、政府・日銀にはそれが復興の障害にならないような対応が求められるだろう。

### 株式市場

震災発生前までは景気回復期待から日経平均株価は持ち直しの動きが強まり、3月上旬にかけて10,500～11,000円のボックス圏内での展開が続いたが、震災後は一時8,200円台まで急落した。その後は、先進7ヶ国(G7)による協調為替介入や復興需要期待などから上昇に転じ、5月上旬には一時1万円台を回復する場面もあったが、直近は内外景気の先行き不透明感が浮上し、9,500円前後でのみみ合い相場が続いている。当面は福島第一原発事故などの状況も相場動向を左右すると見られるほか、電力不足問題やサブ

ライチェーン障害の復旧までには時間がかかるとの見方も根強いことから、しばらくは一進一退での展開が続くだろう。

### 外国為替市場

震災後も、基本的には円高圧力が根強い展開が続いている。とはいえ、決して日本円に対する積極的な評価が高まっているわけではなく、欧米経済において金融システムや財政悪化など、グローバル金融危機の後遺症から完全に立ち直れていないことが、円高の背景となっていると考えられる。震災発生直後、対ドルレートは一時76円25銭の史上最高値まで円高が進行した。しかし、震災や原発事故などが国内景気に与える悪影響への懸念の高まりや、G7による円売り協調介入、さらには世界的なインフレ懸念の高まりによる他先進国・地域の中央銀行による金融緩和政策の転換が意識されたことなどから、一旦は円安方向かう動きも見られた。しかし、直近は再び円高圧力が強まっている。

今しばらくは欧米諸国で信用不安リスクが燻り続けていることもあり、現状水準でのみみ合いが続くと予想する。しかし、日本の貿易収支の赤字状態がやや長期化するとの思惑が

強まる、もしくは資源高騰などによって海外でインフレ加速懸念が強まり、一段の金融引締め策が打ち出されるような傾向が強まれば、円安方向に動く可能性もあるだろう。

(2011.6.24 現在)

