

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 持ち直し傾向を強める国内景気

#### ～懸念される電力不足問題や大型補正の後ズレリスク～

南 武志

#### 要旨

東日本大震災の発生によって国内景気は再び大きく悪化したが、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、当初の想定以上のペースで持ち直しの動きが進んでいる。ただし、夏本番を迎え、電力不足問題が意識されてきたこと、さらには来春には全ての原発が停止する可能性も浮上しており、国内経済は慢性的な電力供給制約に直面するリスクが高まっている。また、本格的な復興費を盛り込む予定の第3次補正予算編成が秋以降にずれ込むことなどから、復興需要による国内景気の本格回復は年末あたりまで持ち越される可能性が高い。一方、日本銀行はこれまでも緩和策を打ち出してきたが、消費者物価の基準改訂や国債増発に際して、どのような対応策をとるのか注目される。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2011年			2012年		
	7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 (%)	1.085	1.00～1.35	1.10～1.55	1.20～1.55	1.20～1.55
	5年債 (%)	0.375	0.30～0.55	0.40～0.75	0.45～0.75	0.45～0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	78.2	76～84	78～88	80～90	82～95
	対ユーロ (円/ユーロ)	112.3	105～125	110～130	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	10,050	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7月25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

3月11日に発生した東日本大震災によって国内景気は大打撃を受けたが、時間の経過とともに被災企業の復旧やマインド回復などが進み、一般的に持ち直しの動きが強まってきた。景気踊り場からの脱却を実現しようとしていた大震災前との比較となった日銀短観では景況感の大幅悪化が見られた(代表的な大企業製造業の業況判断DIは3月時点から15の悪化)ものの、それ以外の多くの主要月

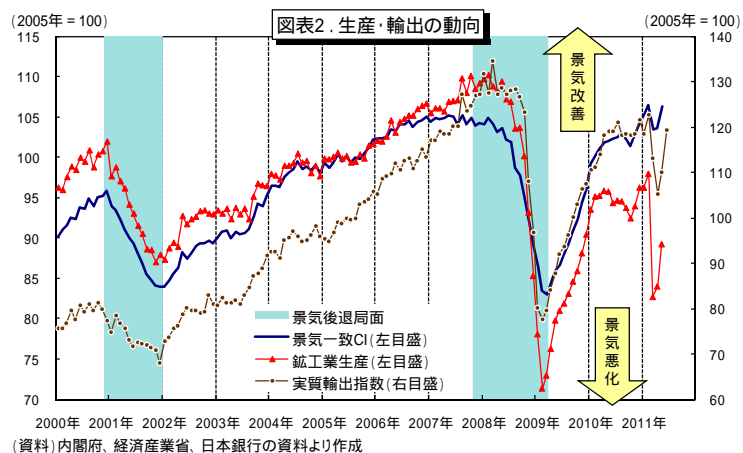
次経済指標からは国内景気が当初想定した以上のペースで持ち直している姿が確認できる。例えば、3月に自動車・部品や半導体関連を中心に大きく低下した鉱工業生産は、4月以降は再び上昇が始まったが、予測指数を考慮すると、7月時点で震災による落ち込み分の8割弱を取り戻す見通しである。また、実質輸出(輸出数量)は5月分から前月比プラスに転じているが、すでに6月時点で落ち込んだ分の8割強まで持ち直した。さら

に、消費者マインドや販売統計など消費関連指標についても、回復の動きを強めていることが見て取れる。全般的に見て、これまでのところ、当初の予想以上のペースで持ち直しが進んでいると評価できる。

一方、夏場に入り、電力不足問題が身近なものとして意識され始めてきた。政府は7月に入り、東京電力・東北電力管内の大口需要家に対し、前年比15%の節電を義務付ける電力制限令を発令したほか、関西電力管内でも自主的な節電要請を決定した。また、やや中期的な観点からも、全国54基のすべての原発に対してストレステストを実施することを決定したことにより、来春にも原発がすべて停止する可能性が濃厚となっている。こうした慢性的な電力不足懸念が国内経済・産業の順調な復旧・復興にとって足枷となるリスクが急速に高まっている。

こうした中、大震災からの本格復興に向けた支援策は、ねじれ国会や菅首相の退陣問題などに伴う政治混迷の影響もあって、遅れ気味である。すでに政府は2度にわたる補正予算を編成、瓦礫処理のための復旧費や原発事故の損害賠償費、二重ローン問題の対策費などを計上している。しかし、復興に向けたマスタープランの詳細が固まっておらず、また復興費を盛り込むはずの第3次補正予算案の国会提出も秋以降にずれ込むことになっている。つまりは、復興のための公共投資やそれに付随する民間投資もまた後ズレする可能性が高い。

なお、当面の景気展望としては、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、4~6月期まではマイナス成長(3四半期連続)が続くのは不可避であろう。その後、7~9月期までには多くの製造業で生産ラインの復旧などが完了し、成長率もプラスに転じるものの、電力不足問題の長期化や大型補正予算編成の先送りなどが、景気回復テンポを緩やかなものにとどめることになり、本格的な回復は年末あたりまで持ち越される可能性が高いと思われる。

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、主要な物価指数が緩やかに上昇し始めている。代表的なインフレ指標である全国消費者物価(除く生鮮食品)も4月に前年比0.6%とようやく28ヶ月ぶりにプラスに転じるなど、統計上では物価下落に歯止めがかかり、その後も小幅ながらプラス圏での推移となっている。さらに、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」でも5月分では同0.1%と、31ヶ月ぶりのプラスとなった。ただし8月(7月分)に予定されている2010年基準への改定では、消費者物価は現行より1ポイント前後、下方修正され、再び前年比下落に転じる

との見方が強まっている。当面はデフレギャップを解消するほどの力強い成長が想定できないことを踏まえれば、物価上昇が加速的に高まることは見込みづらい状況だ。

## 金融政策の動向・見通し

日本銀行は東日本大震災発生を受けて、様々な面から景気下支えを支援する姿勢を続けてきた。震災直後には、資産買入基金を5兆円ほど増額し、社債・CP等のリスク性資産を中心に購入するといった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。その後も、被災地金融機関を支援するための資金供給オペの創設、被災地金融機関の資金調達余力確保の観点からの担保適格要件緩和、成長基盤強化支援資金供給における出資や動産・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の設定などを決定してきた。

前述の通り、最近では消費者物価の前年比が小幅ながらもプラス圏で推移しており、7月に行った展望レポートの中間評価においても先行きの見通しについては11年度、12年度ともに前年比0.7%との見方を維持している。ただし、「物価の安定」とされる1%前後での推移が展望できる状況にはないこと、10年基準への改訂により、前年比変動率が大きく下方修正される可能性もあること、持続的な円高圧力の存在などを考慮すると、現行の包括緩和策の枠組みはかなり長期間にわたって続け

られる可能性が高いと言えるだろう。

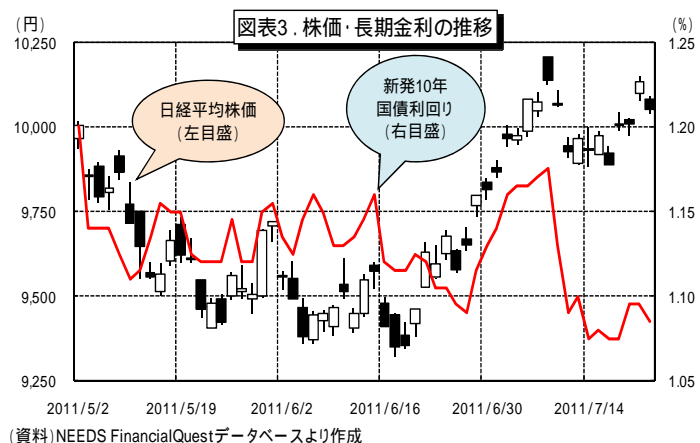
さらに、日銀に対しては復興財源に対する協力も求められる可能性がある。本格的な復興費を盛り込む予定の第3次補正予算編成に際しては、大量の復興債（国債）発行が見込まれている。こうした国債増発が長期金利の乱高下をもたらせば、復興支出の呼び水効果に水を差しかねない。長期金利の低位安定のために、日銀が市中からの国債買入に踏み切るのかが注目されるものと思われる。

## 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、多少の上下動をこなした後、6月には株価、長期金利、為替レートとも膠着気味の展開となっていたが、7月に入って世界経済の先行き懸念や欧州の財政悪化問題が浮上、金融市場にも大きな影響を与えている。

### 債券市場

大震災後の景気悪化懸念や日銀による潤沢な資金供給を背景に、一時1.2%割れとなった長期金利（新発10年物国債利回り）は、その後復興に向けて国債の大量増発が不可避といった需給悪化懸念な



どが強まり、4月中旬には1.3%台前半まで上昇した。しかし、5月中旬以降は1.1%台を中心としたレンジ相場入りするなど上昇傾向は長続きせず、足元に至っては海外景気の先行き不透明感の高まりなどを背景に約8ヶ月ぶりの低水準となる1.1%割れまで低下している。

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いくものと思われるが、冒頭で触れたようにその時期はやや後ズレしそうな状況である。それゆえ、当面は現状水準でのみ合いが継続する可能性が高いだろう。

### 株式市場

震災発生後、日経平均株価は一時8,200円台まで急落したが、円高急伸に対する先進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。その後、5月中旬から6月中旬にかけて9,500円前後でもみ合ったが、7月上旬にかけては底堅い米国経済指標を材料にじり高となり、米雇用統計(6月分)への期待感から7月8日には震災発生当日に迫る水準まで株価が上昇した。しかし、米雇用統計が不本意な結果だったことから、株価の勢いは止まり、再び1万円前後でもみ合いとなっている。

引き続き、政治混迷などによる復興の遅れや原発事故の被害拡大への警戒感が残るほか、慢性的な電力不足問題が企業業績の足枷になるとの懸念も徐々に強まっているほか、海外経済の

先行きに対する思惑などに株式相場が一喜一憂する展開が続くだろう。

### 外国為替市場

大震災発生後も基本的に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。特に最近では、対ドルでは米国の景気回復テンポの鈍さや追加緩和観測の浮上、さらには米国債格下げの可能性などが、対ユーロではギリシャなどの財政問題などが、いずれも円高圧力を高めた。

当面は欧米諸国で信用不安リスクが熾り続けていることもあり、現状水準でもみ合いが続くことが見込まれる。仮に現状水準以上に円高が進行することになれば、為替介入への警戒感が強まるだろう。ただし、新興国経済を中心に世界景気の再加速傾向が強まり、それに伴う資源高騰などでインフレ懸念が高まるなどして一段の金融引締め策が打ち出されるような状況となれば、徐々に円安方向に動き始めるものと予想する。

(2011.7.25 現在)

