

情勢判断

国内経済金融

世界経済減速がリスク要因として急浮上

～ 10～12月期にかけて国内景気は一時足踏みも ～

南 武志

要旨

東日本大震災の発生によって大打撃を受けた国内景気であるが、その後の復旧の進展とともに、当初の想定以上のペースで持ち直しの動きが進んできた。復興需要増による国内景気の押上げが年末以降には始まる可能性が高いが、足元の世界経済の減速傾向により、輸出の牽引力に期待できないことから、10～12月期に景気が足踏みする可能性もあるだろう。さらに、今後、原発が漸次停止していくことから、慢性的な電力供給制約に直面するリスクも高まっており、日本再興の足枷にならないか警戒が必要である。

一方、消費者物価の基準改訂により、全国消費者物価が依然として前年比マイナス状態にあることが確認された。日本銀行は円高・デフレ対策や復興財源への対応などを巡って、一段の緩和策を求められる可能性が高いだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目	2011年			2012年	
	8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 (%)	0.078	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.329	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 (%)	0.90～1.15	1.00～1.40	1.10～1.50	1.15～1.55
	5年債 (%)	0.325	0.25～0.45	0.40～0.75	0.45～0.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	77.0	75～80	76～88	78～90
	対ユーロ (円/ユーロ)	111.3	105～118	105～125	110～130
日経平均株価 (円)	8,772	9,000±1,000	9,500±1,000	9,750±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8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

東日本大震災によって大打撃を受けた国内景気であるが、その後時間の経過とともに被災企業の復旧や家計・企業などのマインド回復などが進んだことから、持ち直しの動きが強まってきた。

4～6月期の実質経済成長率(第1次速報ベース)は前期比▲0.3%(同年率▲1.3%)と3四半期連続のマイナス成長となったものの、復旧ニーズによる企業設備投資や震災後の大きく減少した民間在

庫の復元の動き、さらには公的支出などが景気を下支えする姿が見て取れる。さらに、薄型TVや節電関連商品の販売好調により、震災直後に大きく落ち込んだ民間消費が盛り返し、最終的に微減にとどまるなど、持ち直し色も散見される。主要経済指標の持ち直しが続いていることもあり、7～9月期には4四半期ぶりにプラス成長に転じるものと思われる。当初の想定からだいぶ後ズレしたとはいえ、本格的な復興需要が年末あたりから出て

くる可能性を見込めば、12年度にかけて国内景気は押し上げられていく可能性が高いだろう。

一方、景気の先行きに対する下振れリスクにも目を配る必要が高まっている。このところ、世界経済の減速傾向が強まっており、特に欧米諸国では実際に成長率の鈍化が目立つ。また、新興国においてもインフレ抑制に向けた引締め策が強化されており、景気動向にどのような影響が出るのか気掛かりである。実際、7月の実質輸出指数（輸出数量）は前月比0.3%の微増にとどまるなど、急ブレーキがかかっている。加えて、このところの歴史的な水準での円高定着や株安などが企業活動などに悪影響を及ぼす可能性にも留意する必要がある。

さらに、来春にも全国54基のすべての原発が停止する可能性が濃厚となっている。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にも注意しなくてはならない。

当総研では、今回のGDP速報発表を受けて経済見通しの改訂を行ったが、前述の通り、11年末あたりから復興需要増が景気を押し上げる姿を見込んでいるものの、輸出環境の悪化などから、11年度の経済成長率はゼロ%との見方に変更はな

い（詳細は後掲レポートを参照のこと）。

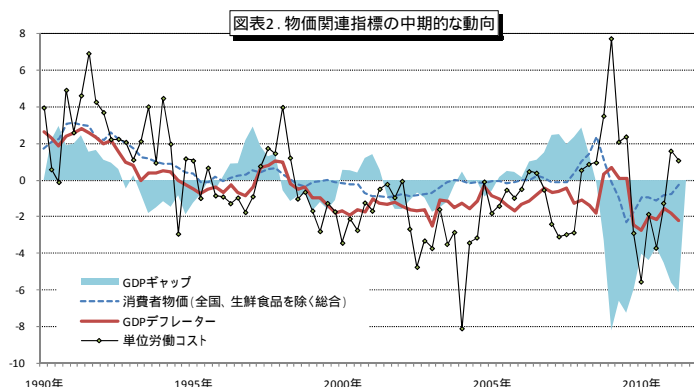
一方、物価面については、消費者物価指数の基準改訂（2010年基準）に伴って、代表的な全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）の6月分の変動率は▲0.6%ポイント下方修正され、前年比マイナスへ下方修正された。これまでの国際商品市況の高騰により、エネルギーや食料品の一部で価格上昇が散見されているが、全体的に見れば相変わらず大きなデフレギャップが残っており、企業・生産者にとって投入コスト増の価格転嫁が困難な状況が続いている。

なお、7月のコアCPIは前年比プラスに転じたが、先行き10月にはたばこ税率引き上げの効果が一巡するほか、しばらく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、安定的な物価上昇の確保は見込みづらい。

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



(資料)内閣府、総務省統計局などの資料より農林中金総合研究所作成
(注)GDPギャップ率は過去の趨勢的なGDP水準と実際のGDPとの乖離率とした

たな貸付枠の設定などを決定してきた。

一方、7月中旬以降、米国・中国などの景気減速懸念が強まり、さらに欧州の債務危機が広がりを見せたことなどから、世界的に金融資本市場が大荒れとなり、かつ円高圧力が一段と高まった。日銀は、こうした為替レートや金融資本市場の不規則な変動が企業マインドや経済活動などに悪影響が及ぶのを防ぐため、8月4日の金融政策決定会合において、資産等買入基金を10兆円増額（内訳は、資産買入を5兆円増額、固定金利オペ（期間6ヶ月）を5兆円増額）することを決定した。ちょうど、財務省による為替介入と歩調を合わせた追加緩和となり、相乗効果による円高抑制が期待されたが、緩和策の内容が市場参加者の想定の内だったこともあり、効果は限定的だったことは否めない。

日銀は、今後とも、包括的な金融緩和策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援、という3つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくとしているが、円高とデフレがあたかも悪循環の様相を示していることや世界経済の悪化懸念の強まりなどを背景に、更なる緩和圧力が高まる場面も十分ありうるだろう。さらに、第3次補正予算編成に絡み

復興財源に対する協力が求められることも考えられる。日銀の「次の一手」としては、資産等買入基金の一段の増額、補完当座預金制度（超過準備に対する付利（現行0.1%））の撤廃、

固定金利オペの適用利率（現行0.1%）の引下げ、な

どが検討されると考えられる。

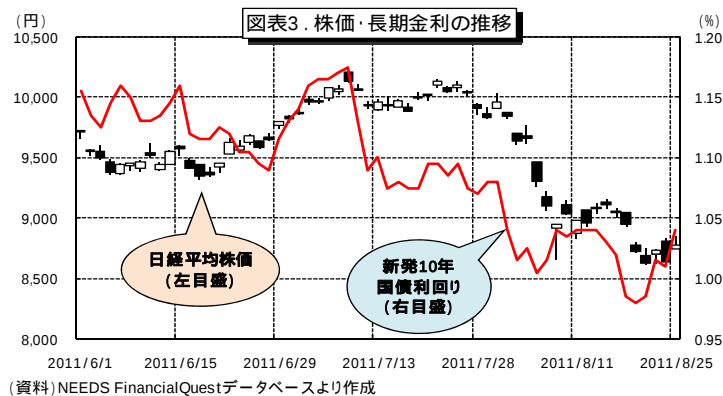
なお、消費者物価の基準改訂に伴って前年比変動率が再びマイナスとなっており、包括緩和策の解除の条件（「物価の安定」とされる1%前後での推移が展望できる状況）を満たすまでには相当程度の時間がかかる可能性が高まった。現行の包括緩和策の枠組みは10年代半ばまで続けられる可能性もあるだろう。

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。しかし、7月中旬以降、米国・中国などの景気減速懸念が強まり、さらに欧米での債務危機の広がりなどから、為替レートや金融資本市場は一時大荒れの展開となった。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

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低下、8月中下旬にかけては一時1%割れとなった。

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、一方で景気の牽引役である輸出の伸び悩みへの懸念や追加緩和策への思惑などもあり、さらに一段と低下余地を探る可能性も否定できない。当面は、時として大きな変動を伴いつつも、総じて低水準での展開が続くものと予想する。

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。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後、7月上旬に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、その後は世界経済の先行き不透明感の高まりなどから、株価の勢いは止まり、さらに8月に入ってから世界経済的な株安の中で下落し、直近は9,000円割れでの推移となっている。

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、円高や交易条件の悪化、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。概して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

相変わらず円高圧力は根強いものの、日本経済に対する積極的な評価の結果というわけではない。円高の原因は、欧米における金融システム不安や債務危機の拡大など、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等が考えられる。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などが、対ユーロでは財政危機のユーロ域内での波及などが、いずれも円高圧力を高めている。

当面は欧米諸国で信用不安リスクが燃り続けていることもあり、円高圧力が高い状態が続くことが見込まれる。しかし、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ことから、過度な円高進行は想定しない。ちなみに円安方向へ動き始めるためには、世界経済の先行き懸念が解消し、主要国での金融政策正常化に向けた動きが本格化することが必要であろう。

(2011.8.25 現在)

