

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 年末にかけて強まる景気足踏みリスク

#### ～ 円高定着、電力不足問題が当面の懸念材料 ～

南 武志

#### 要旨

東日本大震災の発生によって国内景気は大打撃を受けたが、その後は時間経過とともに持ち直しの動きが強まっていた。しかし、最近では震災復旧の一巡、海外経済の減速傾向、さらに円高進行などを受けて、景気減速感が強まってきた。輸出環境の悪化や復興需要の後ズレを踏まえれば、年末にかけて国内景気が一時的に足踏みする可能性が高いだろう。なお、復興需要の本格化による国内景気の押し上げは年明け以降に始まると見られるが、世界経済の悪化懸念や慢性的な電力不足、歴史的な水準での円高定着などにより、12年度の景気には不透明さが払拭できない。

一方、夏場には前年比プラスとなった消費者物価であるが、10月以降は再び下落に転じる可能性が高い。日本銀行はさらにもう一段の緩和策を求められると思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2011年		2012年			
	10月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.085	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 (%)	1.015	0.95～1.30	1.05～1.40	1.10～1.50	1.15～1.55
	5年債 (%)	0.370	0.30～0.55	0.35～0.65	0.40～0.75	0.45～0.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	76.1	75～85	75～85	75～85	78～90
	対ユーロ (円/ユーロ)	106.0	95～115	95～115	100～125	105～130
日経平均株価 (円)	8,762	9,250±1,000	9,500±1,000	10,000±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10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

10月3日に発表された日銀短観9月調査によれば、東日本大震災からの復旧が進み、かつ夏場にかけて節電目的の家電(エアコンなど)や地デジ完全移行に伴う薄型TVの販売好調などもあり、全般的に企業経営者の景況感が大幅に改善したことが明らかとなった。一方、月次の景況感調査ではこのところ弱い動きも散見されている。9月のPMI製造業購買担当者指数は判断基準となる50を割ったほ

か、日商 LOBO 調査でも景況感が5ヶ月ぶりに悪化している。

この背景には、世界経済の減速傾向が顕在化していることに加え、歴史的水準での円高定着、震災復興の遅れなどがあるものと思われる。鉱工業生産は、7、8月と回復ペースにブレーキがかかっており、復旧プロセスが一巡しつつあることを示している。実質輸出指数は、ほぼ横ばいであった7、8月分から、9月分では前月比3.5%と持ち直しも見られたが、

世界経済の先行き減速を見込めば、今後は再び弱含む可能性が高い。

一方、政府は約9.2兆円の復興費を柱とする第3次補正予算案をようやく閣議決定した。復興財源を賄うための増税案なども取り纏めたが、内容や復興債の償還期間などを巡って野党との溝も目立っており、予算執行に不可欠な復興財源確保法案の成立が危ぶまれている。仮に与野党が合意できたとしても、実際に復興予算が執行・支出されるのは年明け以降になると思われる。そのため、一時的に国内景気の牽引役が不在となるリスクがあるだろう。なお、最近では日本企業が多く進出しているタイでの大洪水被害の影響も懸念されており、景気回復の足枷となることもあるだろう。

当総研の経済見通しとしては、7~9月期には4四半期ぶりにプラス成長に転じたと想定しているが、輸出環境の悪化や復興支出の遅れなどから、年度下期の成長率はそれほど高まらず、11年度の経済成長率はゼロ%との見方に変更はない。12年度にかけては復興需要の本格化により、国内景気はある程度押し上げられるが、根強い円高圧力、来春5月には全停止する原発の再稼働問題、さらには世界経済・金融情勢の不安定さなどにより、

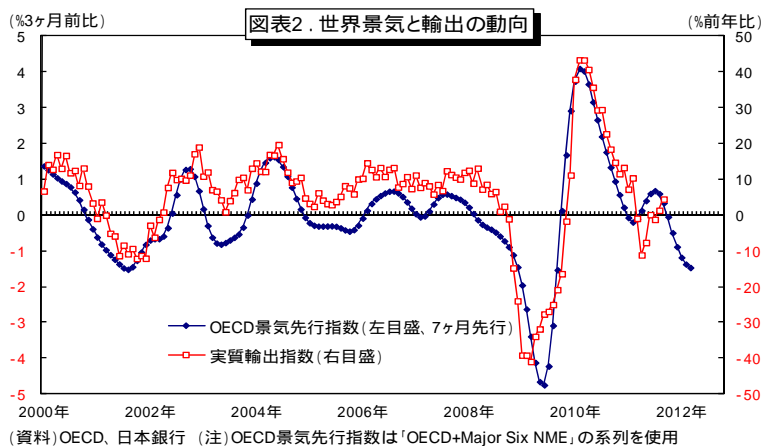
景気の先行きは不透明感が強い。

また、物価動向については、これまでの国際商品市況の高騰によってエネルギーや食料品の一部で価格の上昇がみられる。代表的な全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）の8月分は前年比0.2%と2ヶ月連続のプラスとなったが、この上昇は一時的で、再び水面下に沈む可能性が高い。基本的に、大きなデフレギャップが残っているため、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。さらに、前年10月に引き下げられたたばこ税率や損害保険料の物価押し上げ効果（合わせて0.3%ポイント）が一巡しているほか、8月中旬以降は石油製品価格が調整局面入りしていること、さらに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、安定的な物価上昇の確保は当面見込みづらい。

## 金融政策の動向・見通し

これまで日本銀行は円高・デフレ対策、さらには東日本大震災への対応ということで、様々な面から景気下支えを支援する姿勢を続けてきた。10年10月には包括緩和策を導入、政策金利の低下容認や時間軸の再設定を行った。また、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。

しかし、7月中旬以降、世界的に景気減速懸念が高まり、金融資本市場でリスク回避的な行動が強まるなど、株安や円高が進行した。これを受けて、日銀は8月に資産等買入基金をさらに10兆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。

その後も世界経済の不透明感が一段と高まり、金融資本市場の不安定さが続いているが、日銀はこれまでの緩和の効果を見極めたいとの慎重姿勢を続けている。とはいえ、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・金融情勢の悪化懸念の強まりなどを考慮すれば、更なる緩和策を求められる場面はあるものと思われる。日銀の「次の一手」としては、資産等買入基金の一段

の増額、が最有力であるが、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、なども検討される可能性があるだろう。

## 市場動向:現状・見通し・注目点

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。その後、過度な悲観論の解消や欧州債務問題の進展も見られたことで金融市場も安定化が図られたが、株安・金利安・円高といった状態は保たれている。

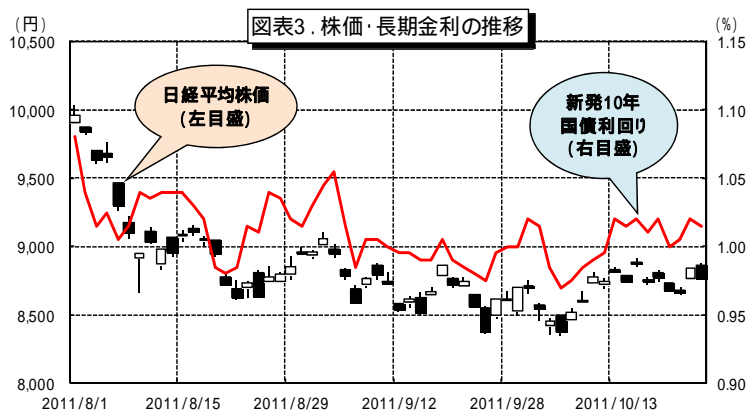
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

## 債券市場

大震災後の景気悪化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。その後、しばらく1.1%台を中心としたレンジ相場となったが、7月中旬以降は海外景気の先行き不透明感の高まりなど

を背景に一段と低下、8月下旬以降は1%前後での展開が続いている。

先行きについては、国債増発や復興需要の強まり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。とはいえ、景



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

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、金利水準の上昇抑制に働く可能性も否定できない。当面は、一時的に大きな変動がみられる場面もあると思われるが、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上昇傾向が強まったかに見えたが、同中旬以降は世界経済の先行き不透明感の強まりなどから、株価の勢いは止まり、さらに8月に入ってから世界的な株安の中で大きく下落、直近は8,000円台後半まで持ち直したものの、上値は重い状態が続いている。

復興関連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やそのコスト負担などが当面の企業業績にとって足枷になるとの懸念も強まっている。総

じ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

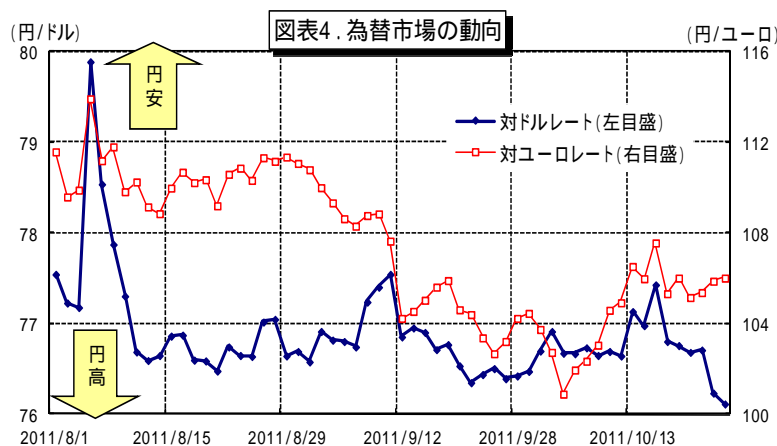
欧米先進国・地域が経済・金融・財政面で不透明要因を抱えていることに加え、これまでの欧米中央銀行に比べて日銀の金融政策が小幅なものにとどまっていることから、歴史的な水準での円高状態が定着しつつある。

政策当局はこれまで、4.5兆円規模の市場介入と追加緩和策とのポリシーミックス実施(8月4日)や、1千億ドルの円高対応緊急ファシリティの創設、主要金融機関に対する外国為替の持高報告、からなる円高対応緊急パッケージ(8月24日)の発表などを行ってきた。また、10月21日には、製造業の国内立地補助金や中小企業向け資金繰り支援の拡充などを柱とする円高総合対策が決定され、第3次補正予算案にも盛り込まれたが、市場参加者からの評価は得られず、円高圧力を緩和することはできずにいる。

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、円高圧力の高い状態が続くことが見込まれる。しかし、

為替介入への警戒感が強まることから、過度に円高が進行する可能性は低いだろう。なお、円安局面に転換するためには、世界経済の先行き懸念が解消し、主要国中央銀行における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。

(2011.10.25 現在)



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注) 東京市場の17時時点