

情勢判断

国内経済金融

復興需要の本格化は新年度入り後にズレ込む公算

～欧州危機、円高、電力不足懸念が当面の懸念材料～

南 武志

要旨

東日本大震災の発生で大打撃を受けた国内景気は、4、5月には底入れし、その後も持ち直しの動きが続けた。その結果、7～9月期の経済成長率は4四半期ぶりにプラスとなった。しかし、最近では海外経済の減速傾向、さらに円高進行などを受けて、景気回復に減速感が漂い始めている。当面は輸出環境の悪化が進むことや、大型補正予算の成立が遅れたことを踏まえれば、年度下期は景気の牽引役が一時的に不在となる可能性が高い。12年度に入れば、復興需要が本格化し始めると見るが、相変わらず輸出増が期待できないこともあり、復興期としては力不足感のある成長にとどまるだろう。

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だろう。

図表1. 金利・為替・株値の予想水準

年/月 項目	2011年		2012年			
	11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 (%)	0.079	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 (%)	0.965	0.90～1.25	1.00～1.35	1.00～1.40	1.00～1.40
	5年債 (%)	0.310	0.25～0.55	0.35～0.65	0.35～0.70	0.35～0.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	77.0	75～80	75～82	75～82	75～85
	対ユーロ (円/ユーロ)	104.1	95～110	95～115	95～115	95～115
日経平均株価 (円)	8,314	8,500±750	9,000±1,000	9,500±1,000	9,500±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11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

東日本大震災によって寸断されたサプライチェーンが回復し、大きく悪化した家計・企業のマインドなども持ち直す動きを見せたこともあり、2011年7～9月期の実質GDP成長率は前期比1.5%と、4四半期ぶりにプラスに転じた。生産ライン復旧に伴う輸出の回復(同6.2%、前期比成長率に対する寄与度:3.7%ポイント)に加え、薄型TVや省エネ家電などの販売好調を背景とした民間消費の底堅さ

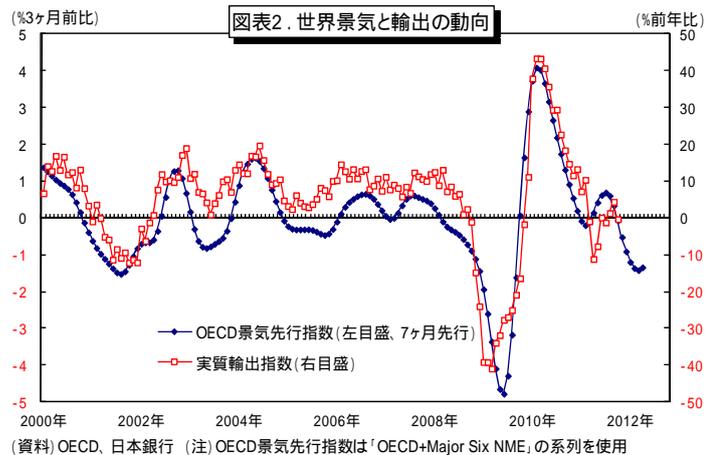
(同1.0%、寄与度:2.3%ポイント)などが成長率を牽引した。一方で、大震災発生からまだ間もないにもかかわらず、公的需要が同0.1%と減少するなど、政府の復興への対応が遅れていることも見て取れる内容であった。約9.2兆円の復興費を盛り込んだ11年度第3次補正予算は11月にようやく成立したが、これらの効果が本格化し、景気を下支えしてくるにはもう少し時間がかかると思われる。

一方、海外に目を転じると、この2年

ほど煽り続けている欧州債務問題が深刻さを増しつつあり、当面の世界経済にとって最大の下振れリスクとして意識され始めている。失業率の高止まり状態が続く米国経済や、インフレ抑制のための引締め政策の効果が出てきた中国など新興国経済の減速などを踏まえれば、世界経済は当面、低調さが続く可能性が高いだろう。実際、復旧進展とともに回復しつつあった輸出（実質輸出指数、10月分）が前月比4.8%と、6ヶ月ぶりのマイナスとなるなど、円高進行とともに、世界経済の減速による悪影響が顕在化し始めている。

景気の先行きに関しては、年度下期にかけては牽引役不在の状況となり、低調に推移する可能性が高く、11年度の経済成長率はゼロ%台と予測する。12年度入り後も、輸出環境の好転はあまり期待できないが、復興需要が本格化することにより、国内景気はある程度押し上げられるだろう。しかし、根強い円高圧力、原発の再稼働問題、さらには欧州債務問題等の行方など、下振れリスクも多く、先行き不透明感はかなり強い（経済見通しは後掲レポートを参照下さい）。

さて、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が上昇し、7～9月にかけて代表的な全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は前年比プラスで推移した。ただし、大きなデフレギャップが残っており、エネルギーや食料品を除くベース部分では依然として物価下落傾向が続いているのが実情だ。先行きについては、前年10月のたばこ税増



税や損害保険料の押上げ効果（合わせて0.3%ポイント）が剥落するほか、エネルギー価格の押上げ効果縮小などを踏まえれば、弱含み気味に推移する可能性が高く、デフレ脱却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、世界経済全体

の減速が再び意識され、それと同時に金融資本市場でリスク回避的な行動が強まった結果、株安や円高が進行した。日銀は8月に資産買入等基金を約10兆円増額したが、欧州債務問題の深刻化が問題となった10月にも約5兆円増額することを決定した。タイミング的に、財務省による為替介入と歩調を合わせた格好となり、相乗効果による円高抑制が期待されたが、緩和策の内容は市場参加者の想定の範囲内であり、その効果は限定的だった。

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、今後とも更なる緩和策を求められるものと思われる。日銀としては、これまでと同様、資産買入等基金を漸次増額していくものと思われるが、足元（翌日物）の金利水準を一段と低下させるためにも、補完当座預金制度（超過準備に対する付利（現行0.1%））の撤廃や固定金利オペの適用利率（現行0.1%）の引下げなども検討する余地はあるだろう。

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・金利低下・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

2011年度入り当初は、大震災の復旧・復興に向けて国債の大量増発は不可避といった需給悪化懸念などが強まり、長期金利（新発10年物国債利回り）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1.0%絡みでの展開が続いていたが、世界的にリスク回避的な行動が強まり、直近は年初来低水準で推移している。

先行きについては、第3次補正予算に伴って復興債が10兆円規模で増発されるほか、復興事業の開始などによる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、景気の牽引役である輸出の伸び悩み懸念や追加金融緩和策への思惑などが、金利水準の上昇抑制に働く可能性も否定できない。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、当面は総じて低水準での展開が続くものと予想する。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

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した。それでも、10月下旬にかけて、欧州債務問題に一定の進展が見られたことや政府・日銀による為替介入や追加緩和策決定などで、2ヶ月ぶりに一時9,000円台を回復する動きを回復する動きを見せたが、直近は再び8,000円台半ばでもみ合うなど、上値の重い状態が続いている。

先行きについては、復興需要への期待感が徐々に高まるとはいえ、内外景気の低調さや某光学機器メーカーの損失隠し問題、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不安要素は少なくない。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を決定したが、市場からはほとんど評価されず、10月下旬にかけては対ドルレートがほぼ連日のように戦後最高値を更新し続けた。そうした事態に対し、政府は10月31日になってようやく再度の市場介入に踏み切り、その後数日間は1ドル=78円前後での推移が続いた。が、直近はすでにその介入効果が薄れ、円高が徐々に進んでいる。

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、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、



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

過度に円高が進行する可能性は低いだろう。なお、円安転換のためには、世界経済の悪化懸念が払拭され、主要国で金融政策正常化に向けた動きが本格化することが必要だが、そういう状況に至るには数年以上かかるだろう。

(2011.11.23 現在)