http://www.nochuri.co.jp/

情勢判断

国内経済金融

サプライチェーン復旧が握る国内景気の本格回復時期

～当面の焦点は復興予算の財源問題～

南　武志

要旨

東日本大震災の発生により、日本経済は再び景気悪化に陥った。1～3 月期の実質成長率は前期比年率▲3.7%と 2 四半期連続のマイナスとなったが、4～6 月期も引き続きマイナス成長となるとの見方が大勢である。被災した企業などの復旧は徐々に進みつつあるが、サプライチェーン障害の長期化、夏場での電力不足問題、先送りされる大型補正予算編成などにより、少なくとも年度上期まで国内景気は停滞気味に推移するものと思われる。物価に関しては、これまでの国際商品市況の高騰により、エネルギー価格の上昇が続いており、国内企業物価や消費者物価が前年比プラスに転じてきた。とはいえ、物価上昇が加速する状況にはないことから、日本銀行は緩和政策を長期間続けることとなるだろう。また、8 月の大型補正予算編成に伴う財源調達問題への対応も注目される。

図表1．金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2011年 5月（実績）	2011年 6月（予想）	2011年 9月（予想）	2011年 12月（予想）	2012年 3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）		(%)	0.332	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	(%)	1.120	1.00～1.40	1.10～1.50	1.20～1.55	1.20～1.55
	5年債	(%)	0.415	0.30～0.60	0.40～0.70	0.45～0.75	0.45～0.75
為替レート	対ドル	(円/ドル)	82.1	78～88	80～95	85～100	85～100
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	115.2	110～130	115～135	115～135	120～140
日経平均株価		(円)	9,422	9,750±500	10,000±1,000	10,250±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5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

東日本大震災の発生は、景気踊り場からの脱却を模索していた日本経済に大打撃を加え、国内景気は大きく悪化してしまった。3 月分以降の主要経済指標からはその衝撃の大きさを窺い知ることができるが、例えば景気の総合指数である一致 CI は前月から▲3.3 ポイントと、統計開始以来最大の下落幅を記録した。また、4 月の通関統計によれば、輸出は前年比▲12.5%の大幅減で、リーマン・ショック直後の水準に迫る貿易赤字が発生した（季節調整済：▲4,964 億円）。

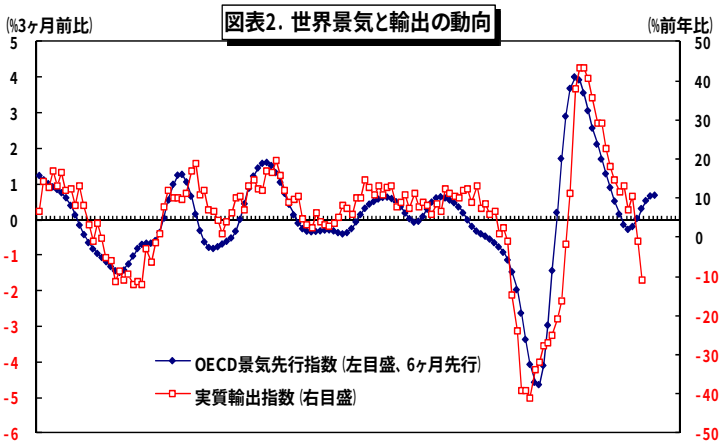
こうしたなかで発表された 1～3 月期の GDP 統計（第一次速報）によれば、経済成長率は前期比年率▲3.7%と、2 四半期連続のマイナス成長となったことが判明した。自動車部品・半導体関連等の中間財の供給ストップに伴って民間在庫投資が激減したほか、これまでの持ち直し局面での牽引役であった民間消費や外需も 10～12 月期に続いて、マイナス成長の

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

一因となった。

足元では、海外経済の先行き慎重論が浮上しているものの、今しばらくは新興国が主導する格好で世界経済全体の堅調さが維持されるものと想定される。それゆえ、被災した製造業の復旧が進み、サプライチェーンの寸断が解消されさえすれば、再び輸出が景気全体を牽引することになると思われるが、それまでには多少の時間を要するだろう。



(資料) OECD、日本銀行　(注) OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

当面の景気展望については、足元の 4～6 月期については、一部に復旧に向けた動きも散見されるが、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 月期にはようやくプラス成長に回帰すると思われるが、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順調な景気持ち直しにとっては阻害要因となると見られ、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。

当総研では、今回の GDP 速報の発表を受けて経済見通しの改訂を行ったが、11 年度下期以降の復興需要を見込んでいるとはいえ、年度を通じての経済成長率はゼロ％まで減速すると予測している（詳細は後掲レポートを参照のこと）。

一方、物価面では、これまでの国際商品市況の高騰の影響も手伝って、国内企業物価が前年比 2.5％となったほか、東京都区部消費者物価（除く生鮮食品）も同 0.2％と 2 年ぶりに水面上に浮上するなど、物価下落に歯止めがかかった（いずれも 4 月分）。ただし、マクロ的な需給バランスは依然として崩れたままという状況には変化はなく、川上分野の価格上昇が川下分野にまで波及する姿は描きづらい。特に、消費者物価に関しては当面小幅な上昇率にとどまると見られ、インフレ率が加速的に高まっていくことはないと思われる。

金融政策の動向･見通し

日本銀行は 3 月 11 日の東日本大震災発生を受けて、翌週明けの 3 月 14 日に開催した金融政策決定会合では、10 年 10 月に導入した包括緩和策の一環としての資産買入基金（導入時は約 5 兆円規模）について、社債・CP 等のリスク性資産を中心に 5 兆円ほど増額するといった内容の追加緩和策を決定した。さらに、4 月 6～7 日の決定会合では、被災地の金融機関に対して今後予想される復旧・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）を実施することを決定した。加えて、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。

また、金融調節の面からも、震災直後

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

から、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ている。その結果、震災前までは 17 兆円台で推移していた日銀当座預金残高は、22 日には 40 兆円台にまで膨らんだ。その後、残高は徐々に減少しており、5 月中旬以降は 30 兆円割れでの推移となっているが、市場が完全に落ち着きを取り戻し、金融機関の流動性不安が解消するまで、日銀は潤沢な資金供給自体は続行するものと思われる。

一方、4 月 28 日の金融政策決定会合で西村副総裁が資産買入等基金の 5 兆円増額を提案した（反対多数で否決）ことから、次回以降の決定会合でもそれに類した緩和措置を提案し続けるものと予想されていた。しかし、5 月 19～20 日の決定会合ではそうした行動をとらなかったことから、市場の追加緩和予想は後退した感がある。今後、日銀に求められるのは、復興に対してどのような関与をするのかという点であろう。具体的には、大規模補正編成に際しての大量の国債増発に対して、何らかの手段で買入れ額の増額に踏み切るのか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

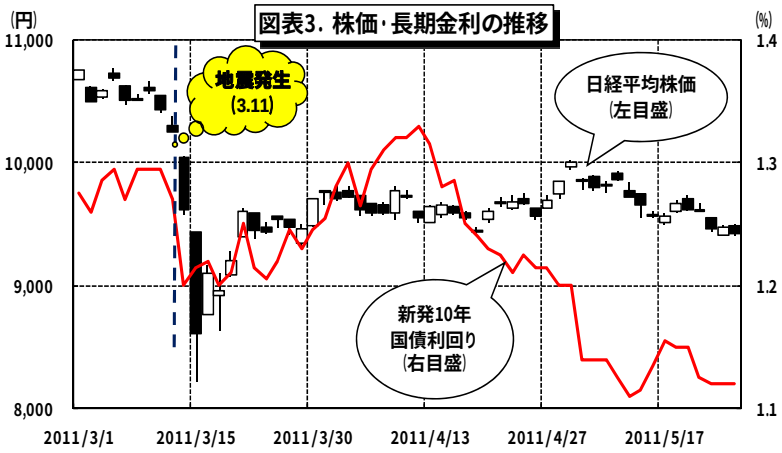
10 年度下期の日米中央銀行による追加的な緩和措置などにより、世界的な景気回復期待が醸成されるとともに、過剰流動性への思惑などを材料に「円高一服・株高・金利上昇」の傾向が強まっていた。一方、東日本大震災の発生後、政府・日銀は予想される金融市場の不規則変動に対し、万全の策を講じた結果、市場の動揺はひとまず沈静化している。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

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。

① 債券市場

10 年 11 月上旬の米 FRB による量的緩和策（QE2）導入後、世界的に景気回復期待が高まったことから、長期金利（新発 10 年物国債利回り）の上昇傾向が強まり、11 年 2 月中旬には一時 1.3%台半ばまで上昇した。その後は、国内投資家の消去法的な国債購入意欲の強さもあり、震災前までは 1.2%台後半でのもみ合いが続いていた。震災後は、日銀による潤沢な資金供給や株価急落に伴い、一時 1.2%割れとなる場面もあったが、円売り介入などによる株価の反発や今後の復興に向けた大量の国債増発への懸念などから長期金利は反転、4 月中旬には 1.3%台前半まで上昇した。しかし、5 月中旬にかけては年初来最低となる 1.1%台まで低下するなど、ボラティリティの高い展開が続いて

図表3. 株価・長期金利の推移



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

いる。基本的には、景気停滞や中～短期ゾーンの低位安定は長期金利の上昇を抑制する要因となるが、震災の被害が甚大なだけにそれに伴う財政負担も懸念されており、長期～超長期ゾーンに対しては上昇圧力がかかりやすいと思われる。さらに、復興需要や資源高によって物価上昇率が事前の想定以上に高まることになれば、長期金利は上昇傾向が続くだろう。

② 株式市場

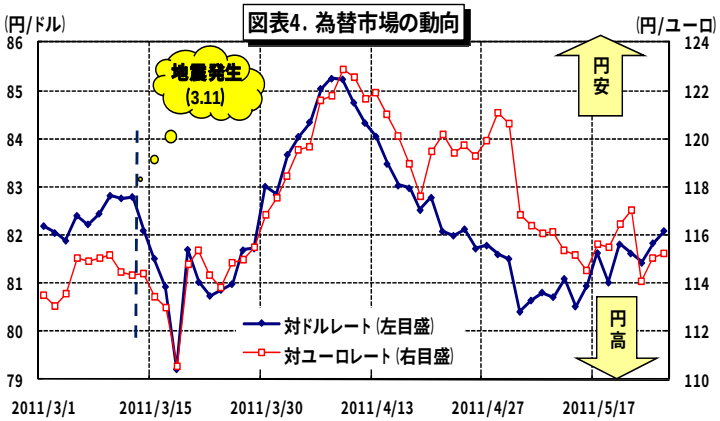
QE2 決定以来、日経平均株価は持ち直しの動きが強まり、2 月から 3 月上旬にかけては 10,500～11,000 円のボックス圏内での展開が続いていた。しかし、大震災後は、被災による企業活動の一時停止に加え、急激な円高進行や深刻さを増し続ける原発事故が重なり、一時 8,200 円台まで急落した。その後は、先進 7 ヶ国（G7）による協調介入や復興需要期待などから、一時 1 万円台を回復したが、最近では内外景気の先行き不透明感が浮上、9,500 円前後での推移となっている。とはいえ、当面は福島第一原発事故などの状況が相場動向を左右すると見られるほか、電力不足問題やサプライチェーン障害の復旧までにはある程度の時間が必要との見方も根強いことから、上値が重い展開が続くだろう。

③ 外国為替市場

大震災発生前までの為替レートは、対ドルでは 80 円台前半のボックス圏内での展開、対ユーロではやや弱含む状況であったが、大震災後は国内企業・金融機関の円資金ニーズが高まる、もしくは海外勢が円資金調達難に陥っているとの観測が強まり、急激な円高が進行した。特に対ドルレートについては戦後最高値を更新、1 ドル＝76 円 25 銭まで円高が進んだ。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 の財務大臣・中央銀行総裁による緊急電話会談で円売り協調介入が合意されたことで、18 日以降、円レートは対ドル・対ユーロとも震災前の水準まで戻した。一方で、3 月下旬以降は、世界的なインフレ懸念の高まりから、異例ともいえる金融緩和政策を継続してきた先進国の中央銀行が政策転換を図るとの思惑が強まり、対ドル・対ユーロとも円安方向に向かった。しかし、欧州中央銀行の利上げ決定（4 月 7 日）後は、材料出尽くし感などから再び円高気味に推移するなど、円高圧力は根強いものがある。当面は、欧米諸国の信用不安リスクが燻っていることもあり、現状水準でのもみ合いが続くと思われるが、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、もしくは資源高などにより海外でインフレ懸念が強まり、一段の金融引締め策が打ち出される傾向が強まれば、円安方向に動くものと思われる。

（2011.5.25 現在）

図表4. 為替市場の動向



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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます