

情勢判断

国内経済金融

電力不足問題に直面する日本経済

～ 復興需要による景気持ち直しは7～9月期以降と想定 ～

南 武志

要旨

2011年に入り、日本経済は景気足踏みからの脱却を模索していたが、巨大地震と大津波、さらには原発事故によって東北・北関東エリアを中心に大打撃を受けたため、しばらくは景気が再び停滞する可能性が高い。先行き、生産機能の回復や復旧・復興需要が出ることを期待したいが、東日本における電力不足問題が国内景気の順調な持ち直しを阻害するリスクが懸念される。一方、物価に関しては、国際商品市況高騰に伴い、資源・エネルギーや食料などが値上がりしつつあり、11年度入り後は消費者物価全体が前年比プラスに転じる可能性が出てきた。なお、日本銀行は震災の経済・金融への悪影響を未然に防ぐべく、追加緩和策と潤沢な資金供給を行ったほか、先進各国とも急激な円高進行の阻止に向けて協調介入に踏み切っており、金融市場の動揺は比較的抑制されている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	項目	2011年				2012年
		3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
	無担保コール翌日物 (%)	0.074	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
	TIBORユーロ円(3M) (%)	0.336	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 (%)	1.205	1.10～1.45	1.15～1.45	1.20～1.50	1.20～1.50
	5年債 (%)	0.475	0.40～0.70	0.40～0.70	0.45～0.75	0.45～0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	80.9	78～88	80～95	85～100	85～100
	対ユーロ (円/ユーロ)	113.8	105～125	105～130	110～135	110～135
	日経平均株価 (円)	9,435	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)無担保コール翌日物の予想値は誘導水準。実績は2011年3月24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

2010年夏場以降、日本経済は足踏み状態が強まり、10～12月期の経済成長率は前期比年率 1.3%と5四半期ぶりのマイナス成長に陥った。しかし、同年末にかけて、景気足踏みの主因の一つだった海外経済の回復傾向が再び強まりを見せ、それに伴って、輸出・生産も持ち直す動きが散見され始めたことから、近い将来、踊り場状態からの脱却が実現するのでは、との期待も浮上していた。一方、こうし

た世界経済の成長加速への期待に加え、中東・北アフリカ諸国で一気に強まった民主化デモにより当該諸国の政情が不安定化し、原油の安定供給への懸念が広がったことから、国際商品市況が高騰、世界的なインフレ懸念も強めつつあった。

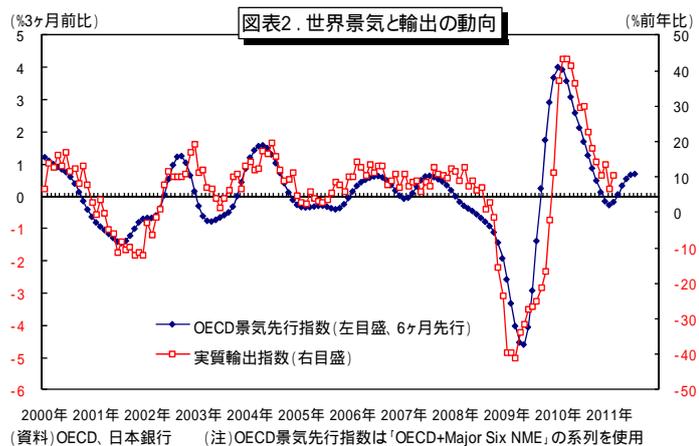
こうした中、3月11日に発生した東北地方太平洋沖地震と直後の大津波、さらには東京電力・福島第一原子力発電所の事故および電力不足問題の急浮上は、踊り場脱却を模索しつつあった日本経済を

再び厳しい状況に追いやった（震災の日本経済への影響などについては、前掲レポートと合わせてご参照ください）。

今回の震災で大打撃を受けた被災地の生産拠点は時間の経過とともに機能回復が図られ、かつ復旧・復興のための大規模な財政支援が始まれば、景気も再度持ち直しの動きが強まるとい

うことは、過去の同様の災害からの経験から言えるが、以下に述べるような問題もあり、回復がなかなか進まないリスクもある。被災地の東北・北関東エリアは、首都圏への生鮮食料品の供給基地であるだけでなく、自動車部品や電子部品・デバイスのメーカーも数多く集積しており、国内のみならず世界的に部品調達が困難化している側面もある。その生産代替が国内（特に西日本）で対応可能なのか、それとも生産コストの低い近隣アジアに生産拠点ごと移転してしまうのか、中長期的な日本経済の成長性にも大きな影響を与える可能性がある。

さらに、今回の福島第一原発の事故による放射能漏れや電力供給停止も国内景気に対して多大な悪影響を及ぼすものと思われる。このうち後者については、東京電力は今夏の電力需要のピーク（7月末）を5,500万kWと見込んでいるのに対し、休眠中の発電所を再稼働させる等といった対応をしてもせいぜい4,650万kW程度までしか供給できないとしている。大規模停電を回避するためには、現在実施中の計画停電以上の措置が必要であることは言うまでもないが、それが関東地方の経済活動にとって大きな制約となってくると思われる。



なお、当総研では3月10日に発表されたGDP第2次速報を受けて、「2010～12年度改訂経済見通し」を微修正していたが、今回の震災を受けて11年度の経済成長率に対しては0.4%ptほどの下押し効果が発生するものと考えている。

また、物価については、10年10月のたばこ税増税など制度変更の影響に加え、国際商品市況の高騰による食料品・エネルギー価格の上昇などにより、物価下落圧力が緩和し始めてきた。代表的な全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下同じ）の前年比下落率は、直近では0.2%まで縮小した。当面は、資源・エネルギーや穀物価格の高騰が続く可能性が高いほか、4月には高校授業料無償化に伴う押下げ効果（0.5%）が剥落するため、消費者物価は前年比プラスに転じる可能性が濃厚となっていた。

一方で、震災の物価への影響としては、財・サービスの供給に障害が出ているが、供給サイドは値上げの動きは極力控える傾向にあるほか、全般的に消費マインドの大幅悪化などにより、需要水準も大きく低下していることから、インフレ圧力が強まる状況にはないと考えられる。とはいえ、国際的な資源高の影響は徐々に国内の食料品・エネルギー価格にも波及

してくることは不可避であろう。

金融政策の動向・見通し

先行きの景気回復期待に加え、資源価格高騰に伴って近い将来、物価下落状態が止まるとの見方が強まったこともあり、日本銀行が「次の一手」として追加緩和をすとの見方は徐々に弱まっていた。ただし、10年10月に導入した包括緩和策は、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで原則継続すとの時間軸を導入していた経緯もあり、包括緩和策そのものは今後2年先くらいまでは継続されると見る向きが多かった。

しかし、3月11日に発生した巨大地震を受けて、日銀は金融政策決定会合の開催日(14~15日)を14日のみに短縮し、資産買入基金について社債・CP等を中心に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、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い、その結果、それまで17兆円台だっ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。市場の動揺が鎮静化し、金融機関の流動性確保の動きが解消するま

では、現状程度の当座預金残高が維持される可能性が高いだろう。

市場動向:現状・見通し・注目点

日米両国の中央銀行による追加的な緩和措置やそれに伴う景気回復期待、さらには世界的な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。また、穀物や原油など資源価格の高騰が続いており、欧州では4月にも利上げを実施すとの思惑も浮上するなど、新興国だけではなく、先進国の中央銀行の動きにも注目が集まりつつあった。しかし、3月11日の巨大地震発生は金融市場にも大きな影響を与えている。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

10年度入り後、低下傾向が続いてきた長期金利(新発10年国債利回り)も、下期に入って日米の中央銀行が一段の金融緩和策を決定した前後には下げ止まりが見られた。特に、11月上旬のQE2決定後は、先行きの景気回復を示唆する経済指標の発表が続いたこともあり、長期金利の上昇傾向が強まってきた。2月中旬には一時1.3%台半ばまで上昇したが、国内投資家の消去法的な国債購入意欲の強さもあり、3月上旬までは1.2%台後半を中心にもみあった。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って急落した株価の反発もあり、1.2%台前半でのみ合いとなっている。



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もかかるなど、イールドカーブはスティープ（急勾配）化した状態が続くと見られる。さらに、復興需要や資源高によって物価上昇率が高まれば、長期金利に対して一定の上昇圧力がかかり続ける可能性があるだろう。

株式市場

10年11月の米FRBによる量的緩和策（QE2）導入以来、日経平均株価は持ち直しの動きが強まり、2月から3月上旬にかけては基本的に好調な企業業績を材料に、中国などでの断続的な金融引締め策をこなしつつ徐々に下値を固め、10,500～11,000円のボックス圏内での展開が続いていた。地震発生後、急激な円高進行や福島第一原発の事故もあり、一時8,200円台まで急落する場面もあったが、協調介入や復興需要期待などから9,500円前後まで値を戻している。

とはいえ、今しばらくは深刻な事態が続いている福島第一原発事故の状況が相場動向を左右すると見られるほか、電力不足問題による日本経済の停滞観測もあ

るため、上値が重い展開が続くだろう。

外国為替市場

10年に入って以降の為替レートは、対ドルレートでは80円台前半のボックス圏内での展開が続いた一方で、インフレ懸念が浮上してきたユーロ圏経済の影響から4月にも利上げに踏み切るとの見方が強まった対ユーロでは緩やかな円安が進行しつつあった。しかし、巨大地震の発生により、国内企業・金融機関の円資金ニーズが高まる、もしくは海外勢の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。特に対ドルレートは17日の海外市場で戦後最高値を更新、一時1ドル＝76円25銭まで円高が進んだ。その後は、震災や原発事故などが景気に与える悪影響や先進7ヶ国（G7）の財務大臣・中央銀行総裁による電話会談が急きょ開催され、各国が協調して円売り介入を行うことで合意されたことから、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ものの、依然として対ドルレートでは円高圧力が強い状況が続いている。

先行きについては、国内機関投資家などによるリパトリエーション（資金還流）への観測が根強いほか、欧米の金融システムに対する不安がまだ燻っているため、

しばらくは円高圧力が残ったままでの展開が続くと予想する。しかし、海外経済の持ち直し傾向や同じく海外でインフレ傾向が強まり、金融緩和策からの出口戦略を模索する動きが出てくれば、円安の動きも出るだろう。

（2011.3.24 現在）

