

Weekly エコノミスト・ レター

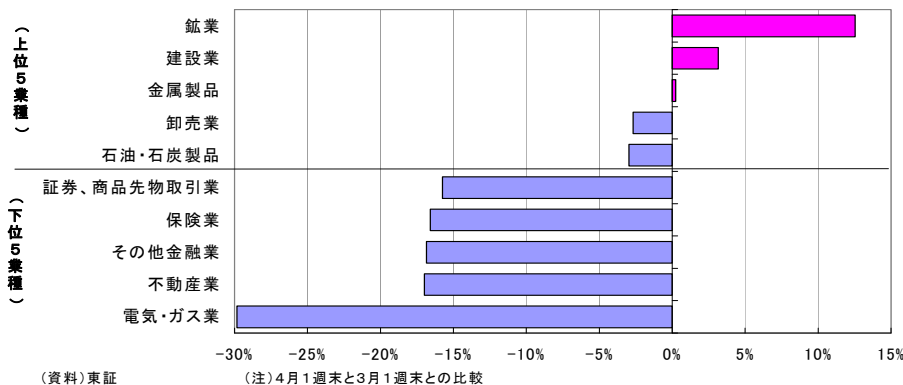
金融市場の動き(4月)

～震災後の株価は総じて下落も業種別では明暗分かれる、「メイド・イン・ジャパン」の建て直しが必要

経済調査部門 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. (復興需要、原油高連想業種は株価上昇) 東日本大震災は株式市場に大きな動揺を与え、全体として株価は大きく下落したが、業種別では明暗が分かれ、「復興」、「エネルギー・資源高騰」、「原発」をテーマとした選別が明確に入っている。食料品、化学、電子部品、生産用機械などは今回被害の大きかった4県の基幹産業で全国シェアも高いだけにサプライチェーンへの影響が大きいとみられるほか、今後の電力不足によって多くの電力を必要とする素材型製造業や、組立型製造業で影響が大きく出てしまいそうだ。また、製造業全体について、原発事故により海外での日本製品への信頼性が低下している可能性がある。政治対応を含めて「日本製品への信頼・安心感」を取り戻す戦略が必要になってくるだろう。
2. (日米欧金融政策) 先月、日銀は震災を受けて追加緩和を実施、ECBは本月に入り利上げを決定、FRBも金融緩和を維持しているものの出口に向けた動きが出てきている。従来は先進国緩和維持⇔新興国引き締めめの構図であったが、先進国の中でも欧米と日本で金融政策の方向性の違いが明確になってきている。
3. (3月金融市場の動き) 金融市場では震災を受けて株安・債券高・円安となった。海外株価は日本の震災発生を受けて一旦調整したがその後回復、NYダウの月間騰落率は0.8%とわずかながらプラスを維持した。為替では4月の利上げ織り込みでユーロが大きく上昇した。

業種別東証株価指数 地震前後の騰落率(上位5業種)



1. 震災後の株価は総じて下落したが、業種別では明暗分かれる

(復興需要、原油高連想業種は株価上昇)

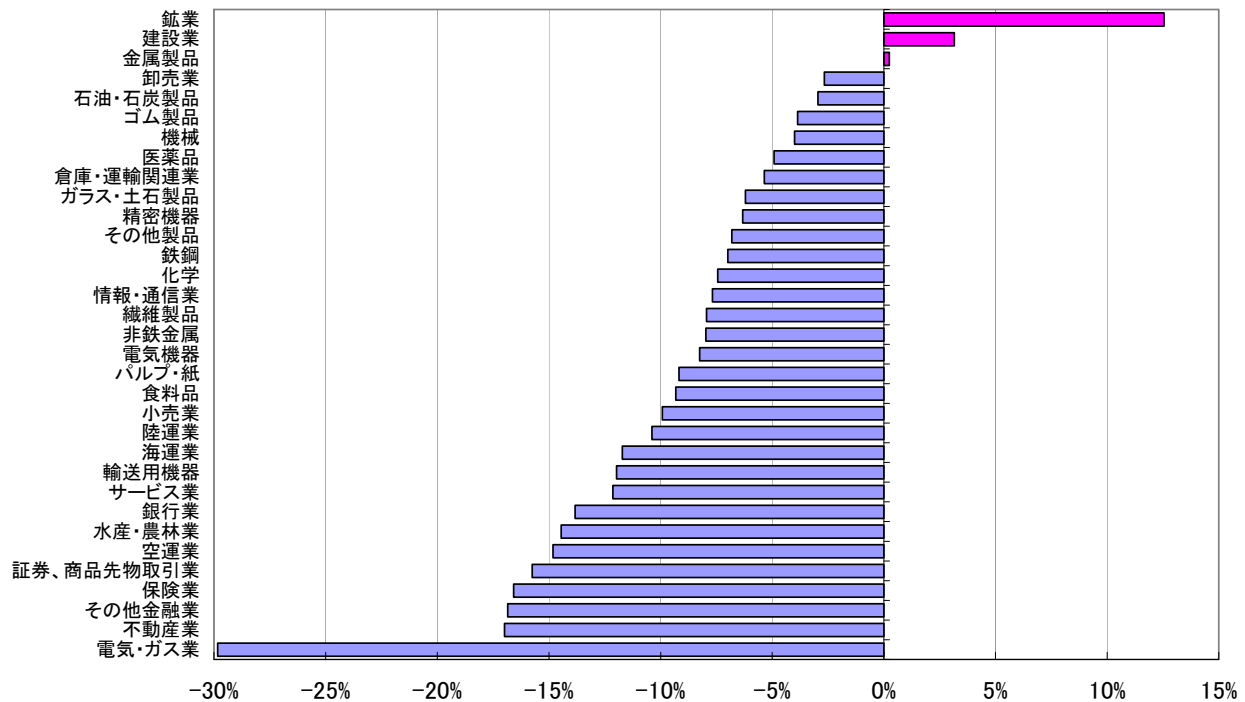
東日本大震災は株式市場にも大きな動揺を与えた。震災前に 10,500 円強で推移していた日経平均株価は、震災直後に 8,600 円台まで下落、その後戻したものの、4月に入ってから 1万円割れの状況が続いている。

ただし、細かく見てみると様相はやや異なる。東証株価指数の震災前と直近の業種別指数の動きを見ると（3月第1週末と4月第1週末を比較）、全体が▲9.7%下落、大半の業種が下落しているなかで、「鉱業」が 12.5%、建設業が 3.2%上昇しており、金属製品（0.2%上昇）も株価を維持している。「鉱業」はエネルギー・資源価格高騰が追い風となり、建設業は震災後の復興需要を直接受けるため買いが入ったものとみられる。

また、下落業種でもその下落幅はまちまちだ。原発問題をかかえる電力（およびガス）の▲29.8%を筆頭に、株式を多く保有する金融業や部品数が多くサプライチェーン寸断が問題となっている輸送用機器などで▲15%前後と下落幅が大きくなっている一方、素材系や機械系など、復興需要の何らかの波及が連想される業種の下落幅は一桁台と全体よりも小幅に留まっている。

日経平均は全体としては下落したが、「復興」、「エネルギー・資源高騰」、「原発」を主なテーマとした選別が明確に入っている。

業種別東証株価指数 地震前後の騰落率



(資料)東証

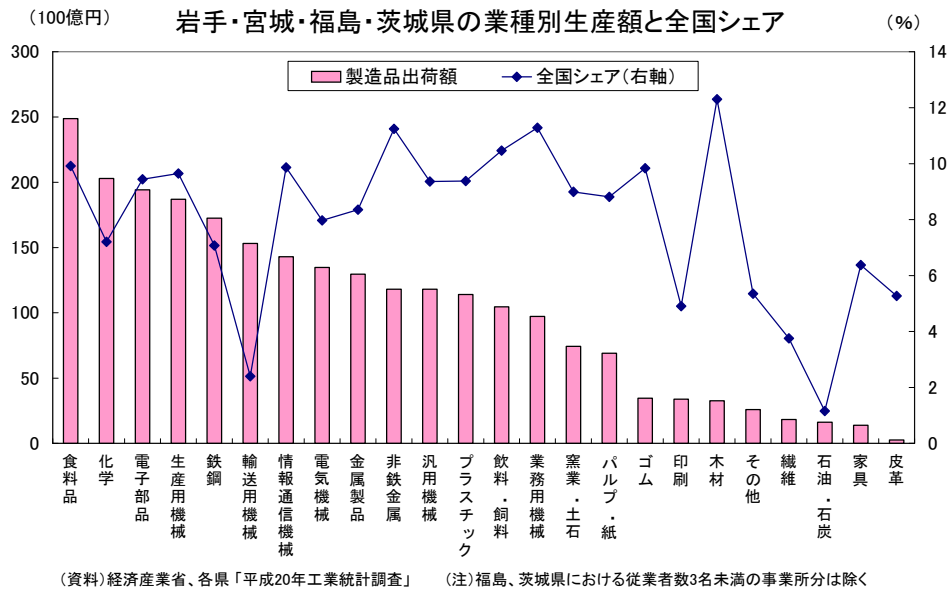
(注)4月1週末と3月1週末との比較

(被害の大きい4県の主要製造業は食品、化学、電子部品など)

地震の生産への影響を考える場合、生産を制約する要因としては「被災によるサプライチェーンの分断」と「電力不足」が挙げられる

地震並びに津波の被害によって、東北・北関東地方の工場が大きな被害を受け、それに伴って、サプライチェーンが寸断されたその他の地域にも生産停止などの影響が出ている。

特に地震の被害の大きかった岩手、宮城、福島、茨城県について、基幹となっている製造業を見ると、出荷額 2.5 兆円の食料品をはじめとして、化学、電子部品、生産用機械などが 2 兆円前後で続いている。全国製造品出荷額に占めるこの 4 県の出荷額のシェアは全体で 7.2%だが、特に上記の基幹産業では全国シェアも高い傾向があるため、サプライチェーンへの影響も大きいとみられる。また、食料品製造業は当地域最大の産業であるため、原発問題に伴う風評被害の防止に向けた取り組みが早急に必要になっている。



東北・関東地域においては、現在も節電を求められており、さらに夏には大幅な電力不足が避けられない情勢だ。現在、対策が検討されているが、工場などの大口事業者に対して夏のピーク時の電力使用量を平年比で 25%程度、小口事業者でも 20%制限という案が政府内で検討されており、生産への影響は避けられない。特に多くの電力を必要とする素材型製造業や、その川下に位置する組立型製造業は影響が大きく出てしまいそうだ。

「メイド・イン・ジャパン」ブランドの建て直しを

足元、海外では日本製品に対する輸入制限措置など、日本離れの動きが出てきている。原発、放射線問題から特に食料品を中心とした動きが中心だが、日本製品全体に対するイメージ低下も懸念される状況だ。これまでの日本製品のイメージは、「技術力に基く高い品質と信頼性」が売りである一方で「価格が高い」、すなわち「高かろう良かろう」型であった。

しかし、「世界一安全」ともうたわれた日本の原発が事故に見舞われていることで、足元では信頼性が低下している可能性がある。

アジアにおける日本製品のイメージ

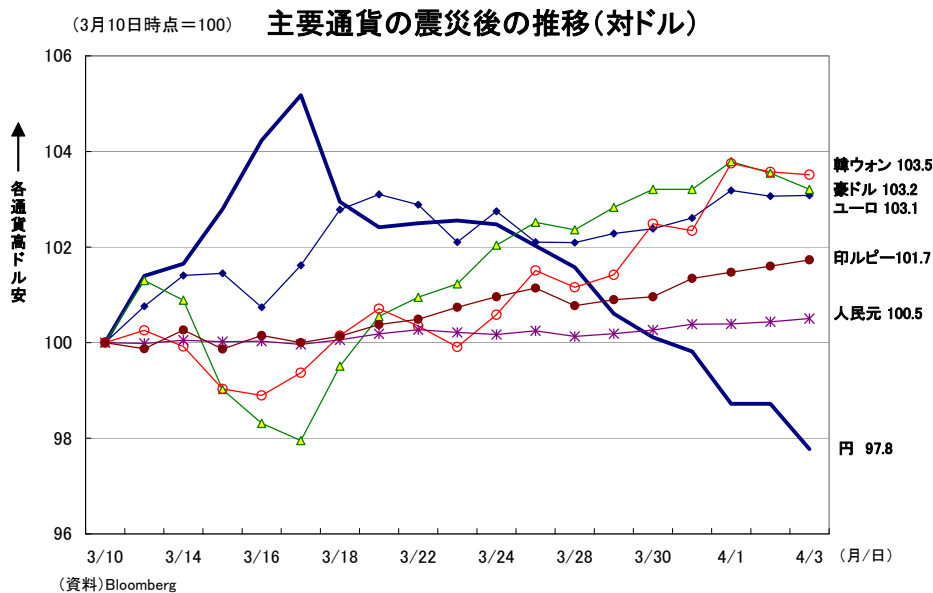
	タイ	シンガポール	香港	インド
1位	品質が良い	品質が良い	品質が良い	品質が良い
2位	技術力が高い	信頼できる	信頼できる	信頼できる
3位	現代的	技術力が高い	デザインが良い	使う人のことを考えている
4位	信頼できる	価格が高い	多機能	高級感がある
5位	価格が高い	デザインが良い	技術力が高い	デザインが良い
6位	デザインが良い	壊れにくい	最先端	現代的

(資料) 経済産業省「通商白書2010」

国際競争を考えた場合、日本の製造業が低価格戦略一本やりで新興国と伍していくのは無理があり、やはり政治対応を含めて「日本製品への信頼・安心感」を取り戻す戦略が必要になってくるだろう。

また、日本の産業の今後を考えると、為替動向も非常に重要なことは言うまでもない。地震後に円はドルに対して一旦急騰、一時 76 円台に達した後は下落し、足元は 85 円台で推移している。国内から見るとドルが強くなったかの印象もあるが、実際はドルも多くの通貨に対して下落しており、ドルに対して弱くなった主要通貨は円くらい、すなわち円は独歩安の展開になっている。

当面は電力不足などで生産に制約がかかるため、円安に振れても日本の輸出産業への恩恵は少ない、むしろ資源の輸入価格が上がって大変という見方もある。ただし、もう少し長い目で見ると、復興が進んで生産制約が解消に向かったときに、1ドル70円台なのか、それとも1ドル90円なのかで輸出産業を中心とした日本の製造業の勢いは大きく変わり、日本株への評価にも大きく影響してくるだろう。



2. 日米欧金融政策（3月）の動き

（日銀）追加緩和

日銀は3月11日の東日本大震災発生を受け、当初14～15日の2日間で予定されていた金融政策決定会合を1日間に短縮し、14日に政策金利（無担保コール翌日物金利）誘導目標の0-0.1%程度への据え置きと金融緩和の強化を決定した。追加緩和策としては、「資産買入等の基金」をリスク性資産を中心に5兆円程度増額、40兆円程度としたうえ、買入の期限を11年12月末から12年6月末（目処）へと延期した。日銀は発表資料にて、「今回の地震によって、当面、生産活動の低

資産買入等基金の内訳

(億円)

	従来買入 限度額(注1)	今回追加額 (注1)
資産買入	50,000	50,000
国債(注2)	15,000	5,000
国庫短期証券	20,000	10,000
CP等	5,000	15,000
社債等	5,000	15,000
ETF	4,500	4,500
REIT	500	500
新型オペ	300,000	0
合計	350,000	50,000

(注1)買入限度額は概数(程度)

(注2)従来から行われている国債買入月額1.8兆円分は含まず

下が見込まれるほか、企業や家計のマインドの悪化も懸念される」とし、「必要と判断される場合には、適切な措置を講じていく方針である」と、従来より一步踏み込んだ表現を用いている。

また今月に入り、6~7日の決定会合において、被災地の金融機関向けの低金利融資制度導入が決定された（政策金利ならびに基金金額は維持）。金利0.1%、期間1年、貸出総額1兆円で詳細は次回詰める予定。また同会合において、半年振りに景気判断が下方修正されている。

（FRB）維持

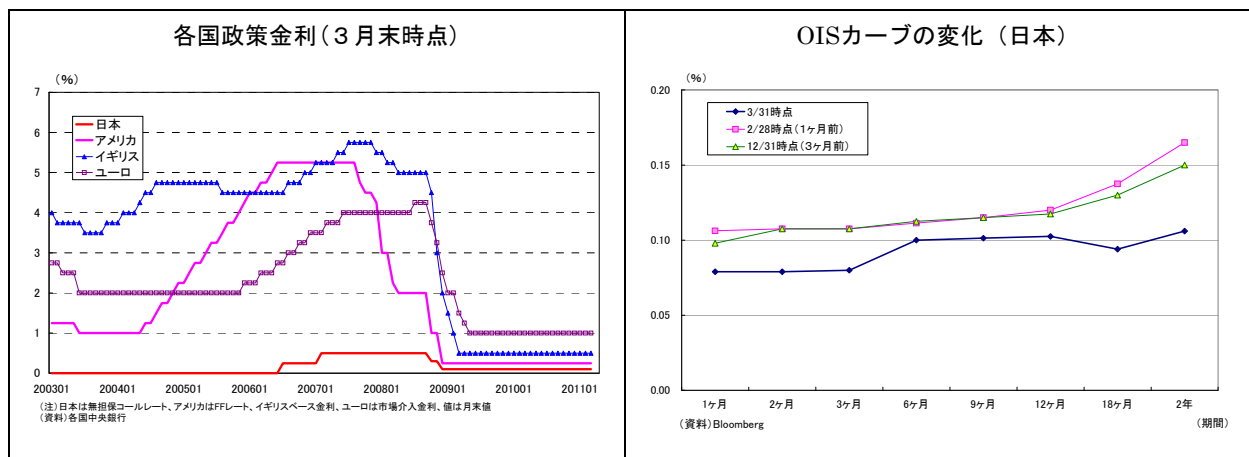
FRBは3月15日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）において、政策金利（FFレート）の0-0.25%への据え置き、国債購入を通じた緩和策の維持を決定した。一方、FOMC後の声明文において、景気判断について「経済の回復は以前よりも確かな足取りになっている（the economic recovery is on a firmer footing）」と、前回1月の「経済の回復は続いている（the economic recovery is continuing）」から上方修正した。

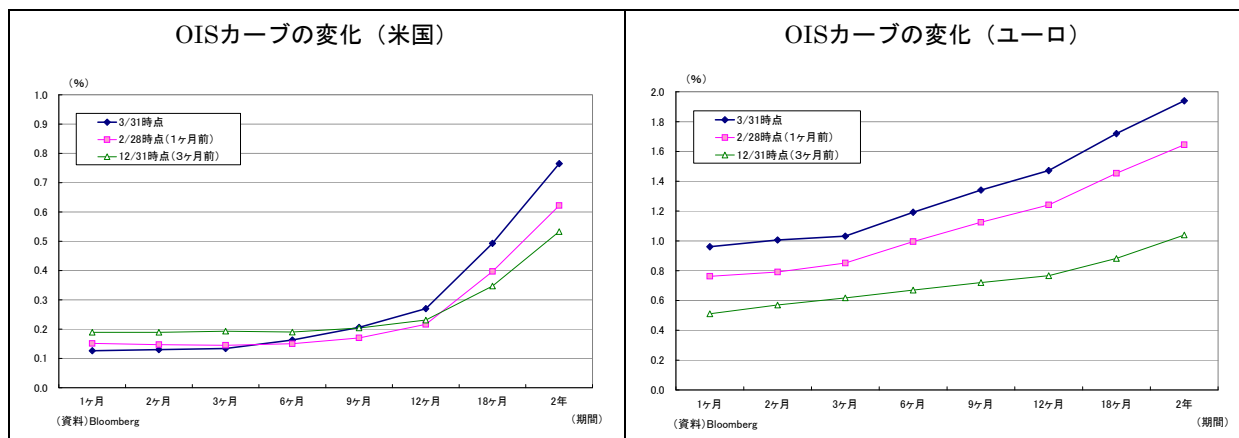
また同議事録が今月5日に発表され、3月FOMCにおいて現在の異例の金融緩和政策からの最終的な出口戦略を策定する方針が確認されたこと、一部の委員が「経済情勢は今年中の金融引き締め動きを正当化するかもしれない」との意見を表明したことが明らかに。FRBは出口に向けて着実に歩みを進めているようだ。

（ECB）維持（その後今月に入り利上げを決定）

ECBは3月3日に開催された理事会において、政策金利の1%への据え置き、無制限・固定金利の資金供給の継続を決定した。一方、声明文では物価上昇への強い懸念が示され、トリシェ総裁は理事会後の記者会見において、物価の動向次第では「次回（4月）理事会での利上げもあり得る」と述べ、利上げを示唆した。

今月に入り、4月7日の理事会においてECBは2年9ヶ月ぶりの利上げを決定、政策金利を0.25%引き上げ1.25%とした。新しい政策金利は13日から適用する。





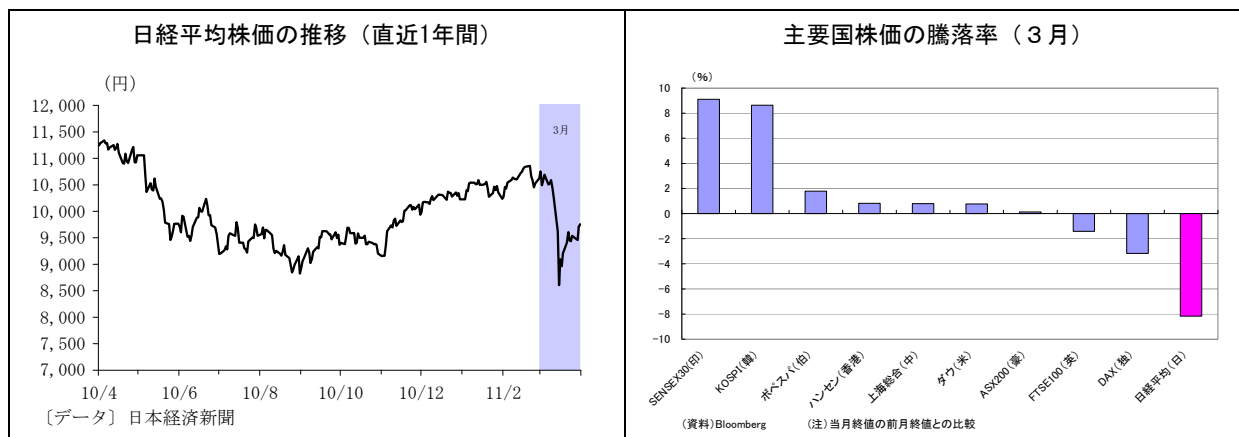
日本は従来から金融引き締めからの距離が遠いと思われてきたが、震災を経てますます引き締めが遠のいた。一方、米国は最近景気回復基調の強まりを示唆する統計が目立つようになってきたことで引き締め開始が意識される状況になっており、また欧州は原油価格高騰などに伴う物価上昇圧力が強まったことで利上げに転じている。従来は先進国緩和維持⇔新興国引き締めの構図であったが、先進国の中でも欧米と日本で金融政策の方向性の違いが明確になってきている。金融政策の先行きに対する市場の見方を示す OIS（一定期間の無担保コール翌日物と固定金利を交換する金利スワップ）の利回り曲線を見ても、欧米では上方シフトの動きが見られるのに対し、日本は下方シフトしている。今後もこの構図は継続するだろう。

3. 金融市場（3月）の動き：震災を受けて株安・債券高・円安に

（日経平均株価）

3月の動き 月初10,672円でスタートし、月末9,755円に

月初、中東情勢や原油価格の動向を見ながら小動きで推移。11日の東日本大震災発生、原発問題の緊迫化を受け急落し15日には8,605円へ。その後円高阻止の協調介入、原子炉の冷却進展を受けて22日には9,600円台を回復。月末にかけて米国景気への期待感、円安の進展に伴い買戻しが入り、月間終値は9,755円に。海外株価は日本の震災を受けて一旦調整したがその後回復。NYダウの月間騰落率は0.8%とわずかながらプラスを維持した。

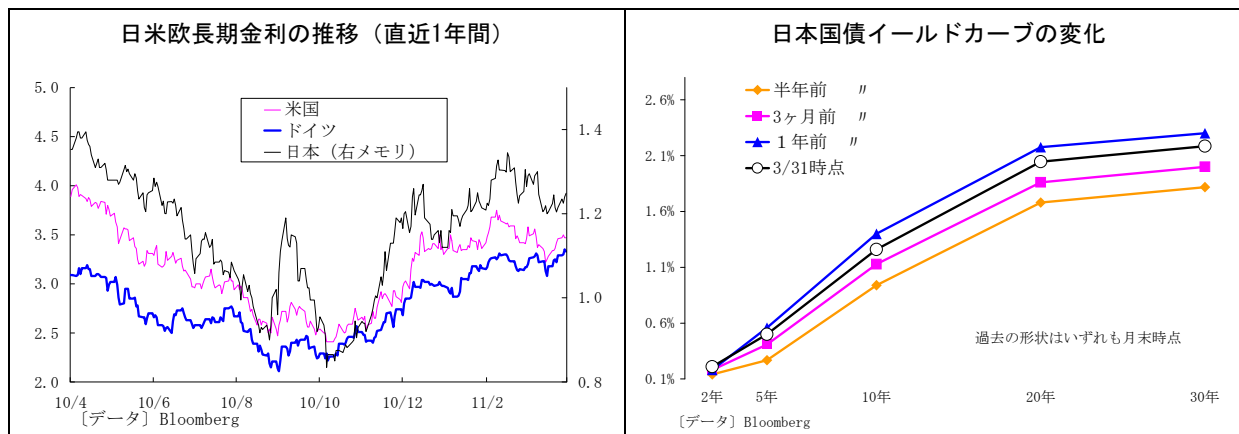


（10年国債利回り）

3月の動き 月初1.3%台前半からスタートし、月末1.2%半ばに。

月初、米国統計改善などで日米株が高値推移したことと入札の低調から金利は強含み、1.3%を

挟んだ展開に。その後震災を受けてリスク回避姿勢が高まり 1.2%近辺での推移となる。その後月末にかけて株価が回復、また復興に向けた国債増発懸念も意識されるようになったことから金利はじり高となり、1.2%台半ばに。



(円ドルレート)

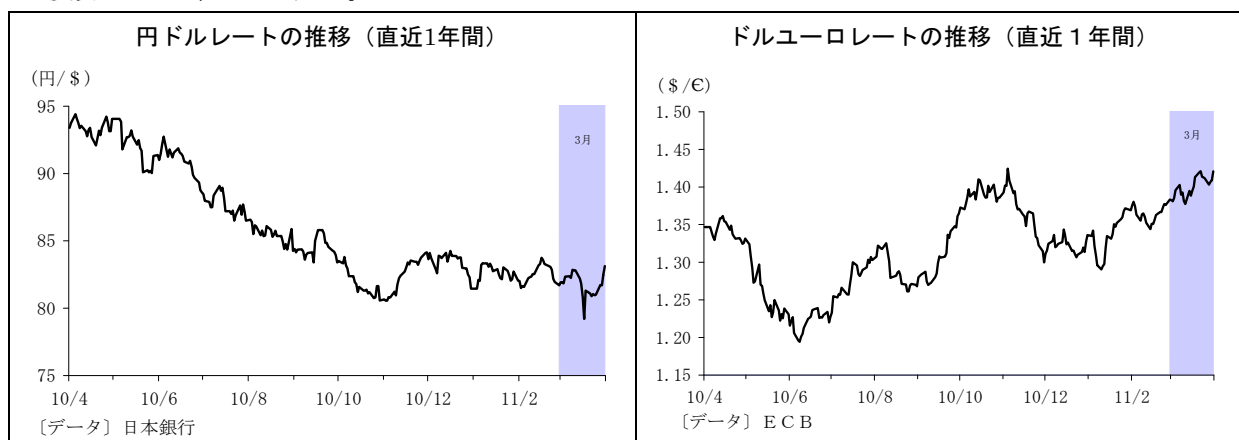
3月の動き 月初 81 円台後半からスタートし、月末 83 円台後半に。

月初は中東問題、原油高によるリスク回避の円買いで円は高値推移。その後原油高の一服を受けて円買い圧力が弱まり 9 日には 82 円台後半に。震災後、日本企業による海外資産売りが進むとの観測から投機的な円買いが進み 17 日の海外市場で一時過去最高の 76 円台をつけたが、18 日の協調介入を受けて 81 円台に戻る。以降、米金融緩和策終了の早期化観測などからドルが買われ、月末には 83 円台前半に。

(ドルユーロレート)

3月の動き 月初 1.38 台前半でスタート、月末 1.42 台前半に。

3 日の ECB 理事会後の会見で、トリシェ総裁が 4 月にも利上げに踏み切る可能性を示唆したことで、利上げ期待が急速に高まり 7 日には 1.40 台へ。その後、10 日に米格付会社がスペインを格下げしたことで欧州の債務問題への懸念が高まり一旦 1.37 台へ下落。その後は利上げ期待と相次ぐ格下げの動きという強弱材料をもとに 1.40 前後で方向感を欠く動きとなったが、月末は利上げ期待が優勢となり、1.42 台へ。



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。