

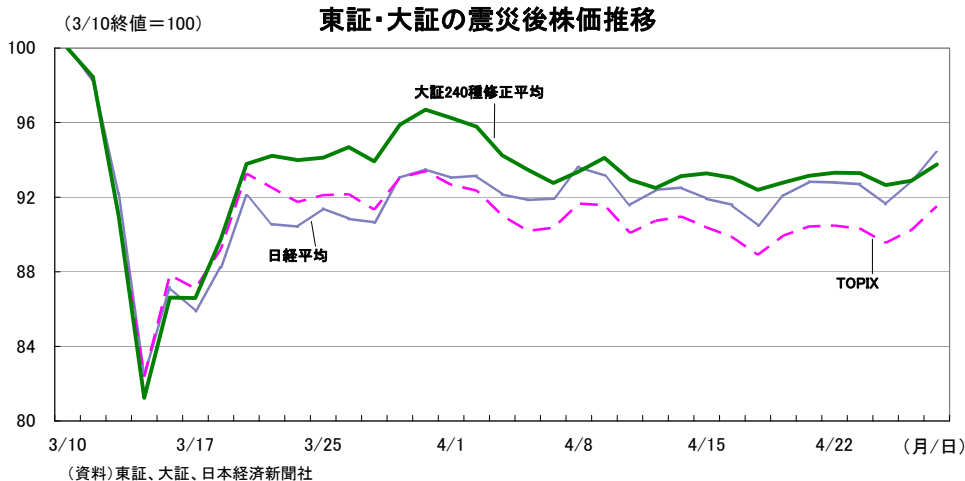
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(5月号)

～震災影響の東西格差、近畿の動向が一つのカギに

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. (震災影響の東西格差) 東日本大震災後のいくつかの統計・指標では、関東・近畿間の格差が顕著に現れてきている。株価では大証指数が東証指数に先駆けて回復、消費については近畿でも落ち込みがみられ、自粛ムードが影を落としたようだが、関東に比べれば影響は限定的に留まっている。企業や家計のマインドでも、近畿の悪化幅は相対的に小幅に留まっており、株価や消費同様、西高東低型の構図になっている。今後、①日本最大の経済圏である関東からの波及を受けて近畿経済も下方にシフトしていくのか、それとも②関東に次ぐ経済規模を持つ近畿が持ちこたえることで日本経済の回復がサポートされるのか、近畿の動向が一つのカギを握っている。この結果が日銀の金融政策や金融市場の日本経済に対する見方に大きな影響を与えることになるだろう。
2. (日米欧金融政策) 4月 FOMC において金融緩和を当面維持する姿勢が示されたことで FRB の早期利上げ期待が後退し、既に利上げに転じた ECB の引き締め姿勢が際立つ形となっている。日米はともに緩和維持とはいえ、金融引き締め時期が焦点の FRB に対し、日銀は追加緩和方向を向いており、日米間のスタンスにも大きな隔りがある。
3. (金融市場の動き) 4月の金融市場はドル安・債券高(長期金利低下)・株は小幅高となった。株価は膠着気味に推移したが、海外株高を受けて若干上昇。長期金利は米の金融緩和長期化観測の影響などでやや低下した。為替ではドルが多く通貨に対して売られる中、特に利上げを開始したユーロが大幅に続伸した。



1. 震災影響の東西格差：近畿の動向が一つのカギに

東日本大震災によって日本経済が大きなマイナス影響を受けていることが各種統計・指標から明らかになっているが、同時にいくつかの統計・指標では、地域間格差が顕著に現れている。ここでは、震源に近く、サプライチェーンや電力制約を大きく受けている関東地方と、相対的にこれらの制約が小さいとみられる近畿地方について震災影響の比較を行った（地域範囲は統計により異なる、1章末の注記ご参照）。

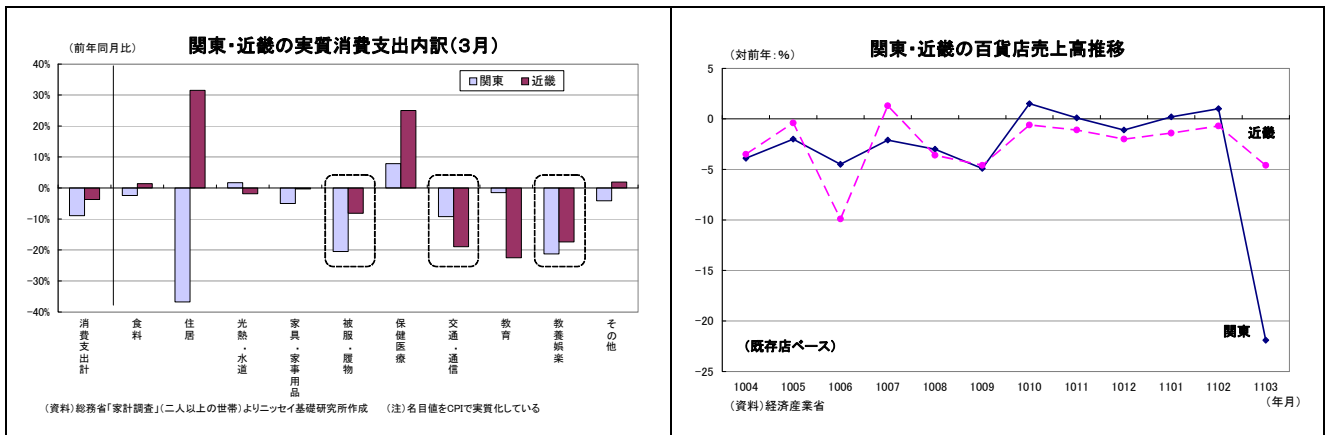
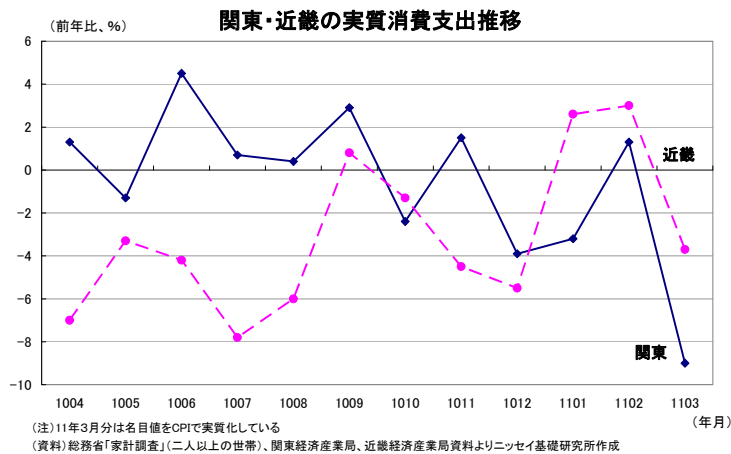
（株価で見る関東と近畿）

大阪証券取引所の一部上場250社の平均株価を示す大証250種修正株価平均について震災後の動きを見ると（表紙図表参照：震災前3/10を100とした指数）、東証の代表的指数である日経平均、TOPIXと同様、震災直後に大きく下落したが、いち早く回復し、その後も4月末に米株高を受けて急伸した日経平均に追いつかれるまで、大証250種修正株価平均が東証の両指数を上回る状況が続いてきた。

大証一部上場銘柄の大半は東証一部と重複上場しているが、大証単独上場企業もあり、また大証上場企業は大阪に本社を置く企業のウェイトが高い。従って震災の被害が比較的軽微と考えられる「大阪銘柄」が市場でいち早く選好された可能性がある。

（消費でみる関東と近畿）

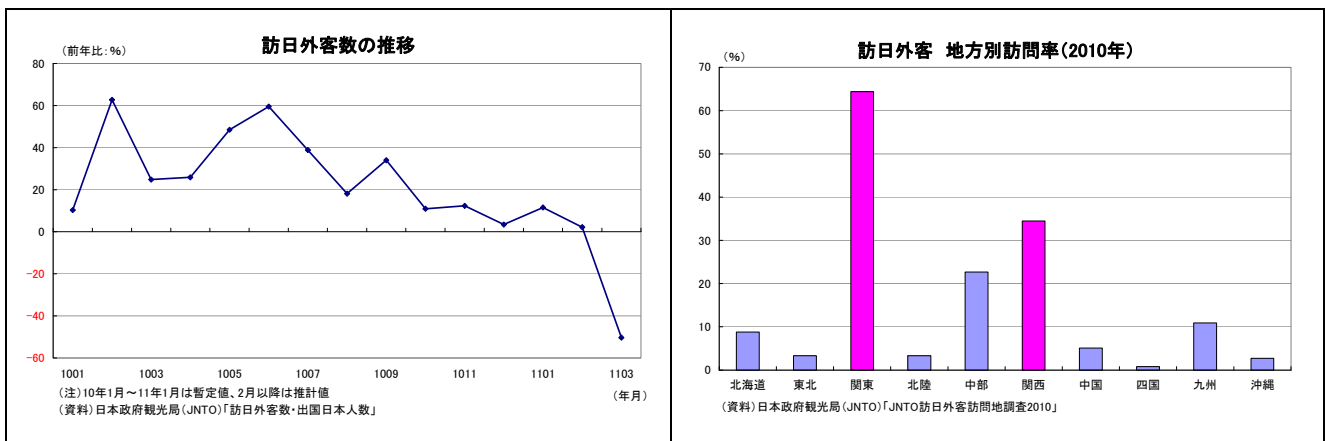
次に実体経済の格差について、4月末に発表された家計調査（3月分）の動きを見ると、もともと振れの大きい統計であることに留意が必要だが、関東における家計の実質消費支出は震災を受けて前年比▲9.0%（CPIで実質化）と歴史的な減少となった（全国平均も同▲8.5%と大幅減少）。近畿も同▲3.7%（CPIで実質化）と減少はしたものの、関東と比べれば落込みはかなり小幅となっている。



ただし内訳を見ると、近畿では持ち家率変化の影響を受ける住宅費の増加が全体の消費額を押し上げている面があり、被服・履物、交通・通信、教養娯楽といった不要不急の消費については関東同様大きく落ち込んでいる。また供給サイドの統計を見ても、高額消費の影響を受けやすい百貨店売上高は、関東ほどではないが、近畿でも3月に落ち込みがみられる。

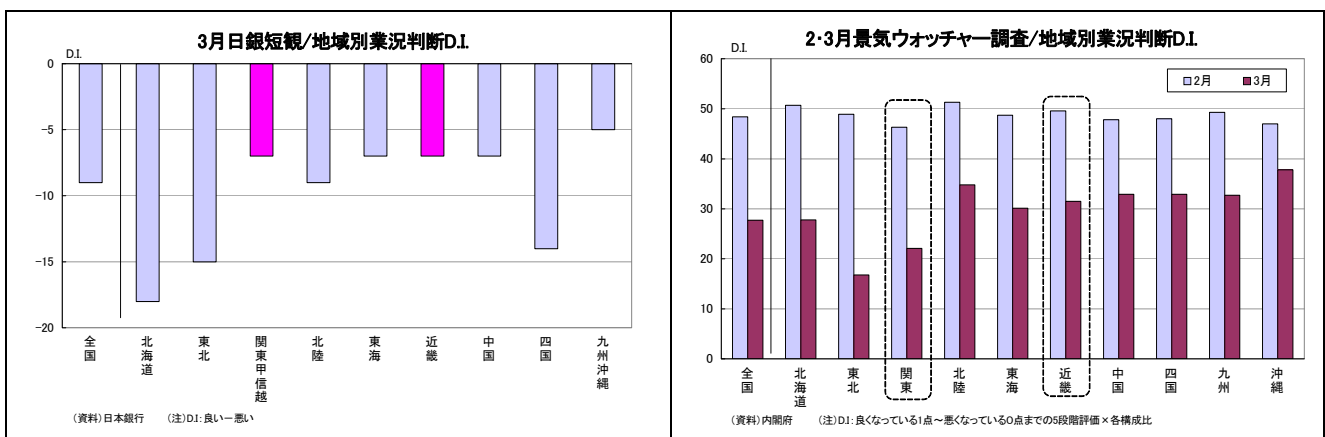
以上、消費については近畿でも震災後の自粛ムードが影を落としたとみられるが、関東に比べれば影響は限定的に留まっている。近畿の中核大阪では、JR 大阪駅前などで百貨店の新店開業や増床が相次いでおり、近畿の消費喚起材料になることが期待される。

消費に関連して、日銀も4月末の展望レポートの中で懸念を指摘している「海外からの訪日者数の減少」も両地域に大きな影響を与えていると考えられる。原発事故等の影響で、3月の訪日外客数は対前年▲50.3%と大幅に減少した。この地域別内訳は不明だが、2010年の調査では、日本を訪れる外国人のうち、6割強が関東に、3割強が関西を訪問しているとのことから、関東でより大きな影響が出ていると考えられる。



(マインドでみる関東と近畿)

今後の実体経済・金融市場の動向を考える上では、企業や家計のマインドがどうなるかが重要となる。地域別のマインドを見ると、3月日銀短観では調査期間の関係で震災の影響がほとんど織り込まれず、関東も近畿も景況感の水準に差が見られなかった。一方で、震災の影響を織り込んだ3月の景気ウォッチャー調査では、各地域で景況感が大きく悪化したものの、近畿の悪化幅は関東よりも小幅に留まっており、景況感の水準でもかなり上回っている。



これまで見たとおり、3月の市場、統計ならびにその背後にあるマインド調査については、関東も近畿も悪化しているものの、近畿の悪化は相対的に小幅に留まっており、水準は西高東低型の構図になっている。今後、①日本最大の経済圏である関東からの波及を受けて近畿経済も下方にシフトしていくのか、それとも②関東に次ぐ経済規模を持つ近畿が持ちこたえることで日本経済の回復がサポートされるのか、近畿の動向が一つのカギを握っている。

また、この結果が日銀の金融政策ならびに金融市場の日本経済に対する見方に大きな影響を与えることになるだろう。

(注)各統計における「関東」「近畿」の範囲

	関東(関東甲信越)	近畿(関西)
実質消費支出	茨城, 栃木, 群馬, 埼玉, 千葉, 東京, 神奈川, 山梨, 長野	滋賀, 京都, 大阪, 兵庫, 奈良, 和歌山
百貨店売上高	茨城, 栃木, 群馬, 埼玉, 千葉, 東京, 神奈川, 新潟, 山梨, 長野, 静岡	福井, 滋賀, 京都, 大阪, 兵庫, 奈良, 和歌山
訪日外客数	東京, 栃木, 茨城, 群馬, 埼玉, 千葉, 神奈川	京都, 大阪, 兵庫, 滋賀, 奈良, 和歌山
日銀短観	東京, 千葉, 埼玉, 神奈川, 茨城, 栃木, 群馬, 山梨, 長野, 新潟	京都, 大阪, 兵庫, 滋賀, 奈良, 和歌山
景気ウォッチャー調査	茨城, 栃木, 群馬, 山梨, 長野, 埼玉, 千葉, 東京, 神奈川	滋賀, 京都, 大阪, 兵庫, 奈良, 和歌山

2. 日米欧金融政策（4月）の動き：欧州は利上げ実施、日米は維持

(日銀) 維持 (+被災地金融機関向け資金供給オペ導入を決定)

日銀は4月7日の決定会合において政策金利ならびに資産買入等基金の規模を維持するとともに、被災地金融機関向けの低金利資金供給オペ導入を決定。また、半年振りに景気判断を下方修正した。

その後28日の決定会合において、上記資金供給オペの概要を決定(総額1兆円、金利0.1%、期間1年、共通担保で1金融機関あたり上限1500億円など)。政策金利、基金規模は維持となったが、西村副総裁が基金増額(40→45兆円)の議案を提出、反対多数で否決されたものの、「今後の基金増額に向けた布石を打ったのではないか」との見方も出ている。

また、同時に発表された「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)では、震災を受けて2011年度の経済見通しを前回1月時点から大幅に下方修正(2012年は上方修正)するとともに、国際商品市況上昇等を受けて11年度、12年度のコアCPI(生鮮食品を除く消費者物価指数)上昇率をやや上方修正した。

4月展望レポート

政策委員の大勢見通し(中央値)

		実質GDP (前年比)	コアCPI (前年比)
10年度	今回	2.8%	-0.3%
	前回	3.3%	-0.3%
11年度	今回	0.6%	0.7%
	前回	1.6%	0.3%
12年度	今回	2.9%	0.7%
	前回	2.0%	0.6%

(資料)日本銀行

(FRB) 維持

FRBは4月27~28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。FOMC後の声明文における景気認識は「景気回復は緩やかなペースで続いている」と、前回の「以前よりも確かな足取りになっている」からやや下方修正されている。

また、FOMC後の声明文ならびに今回初となり注目された議長会見では、①QE2は予定通りに6000億ドルの国債購入を6月末まで実施し完了する、②その後も保有国債・MBSの償還資金について再投資を継続し金融緩和規模が維持される、点が明らかにされた。

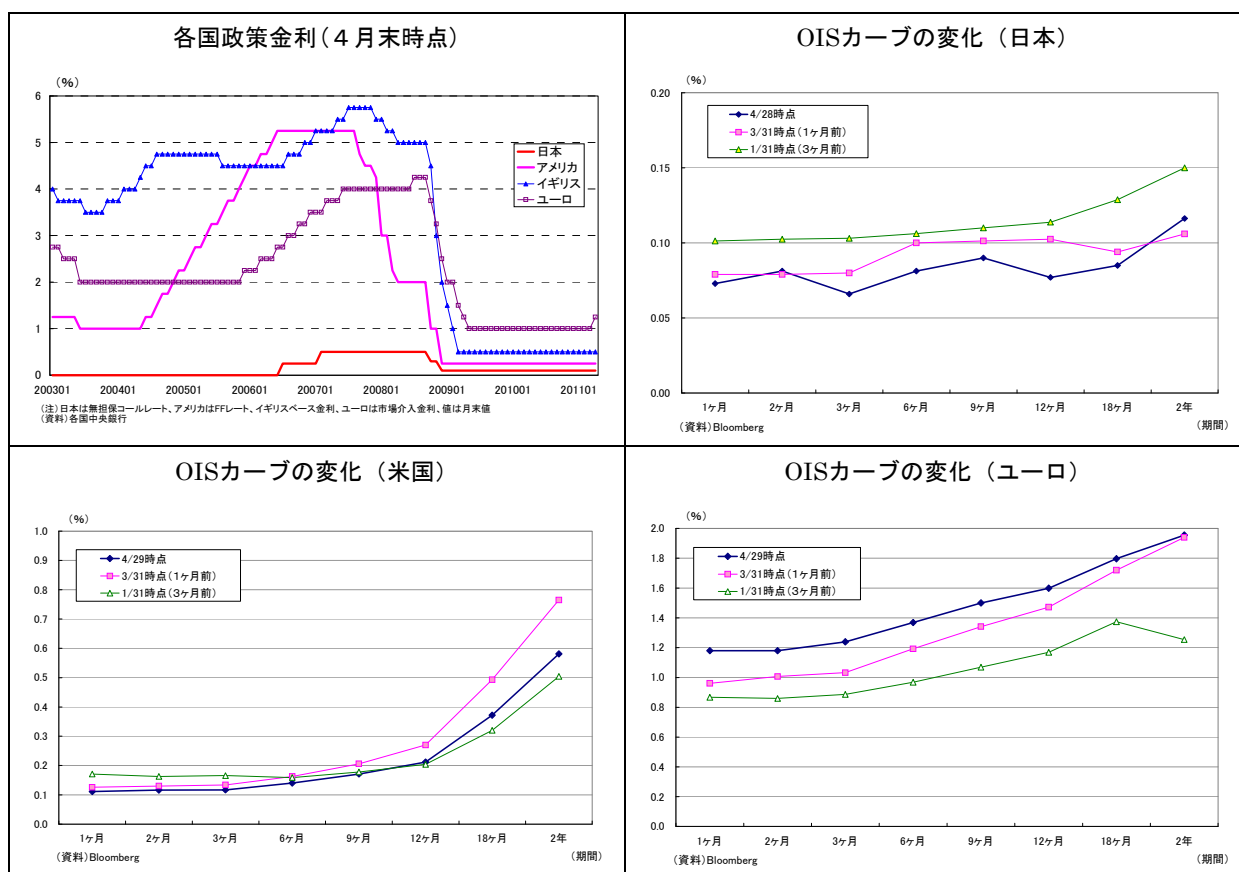
また、声明文にある「長期間にわたる低金利」の“長期間”の持つ意味については、“行動を起こす前に数回のFOMCが開催されること”と説明したが、実際に金融引き締めに入る時期は「不明であり、明らかに見通し次第」とした。

なお、5月はFOMCが予定されていないため、次回FOMCは6月21～22日と当分先になる予定。

(ECB) 利上げ

ECB（欧州中央銀行）は4月7日の理事会において、2年9ヶ月ぶりの利上げを決定、政策金利を0.25%引き上げて1.25%とした。今後について、トリシェ総裁は「今回を連続利上げの最初とするかは決めていない」としたが、理事会後の声明文は、現行の金融政策のスタンスを「なお緩和的」、物価上昇リスクに関しては「非常に注意深く監視していく（monitor very closely）」とするなど、2～3ヶ月に一度のペースで利上げを実施した前回利上げ局面同様（下図参照）、今後も利上げを継続する姿勢を匂わせる内容となっている。

なお、5月に入り5日の理事会では、政策金利が1.25%で据え置かれた。会見では前月同様、物価上昇リスクについて「非常に注意深く監視していく」とし、通常1ヵ月後の利上げを示唆する際に用いられるとされる「強い警戒（Strong vigilance）」という言葉は使われなかった。



今回、FOMCにおいて金融緩和を当面維持する姿勢が示されたことで早期利上げ期待が後退し、既に利上げに転じたECBの引き締め姿勢が際立つ形となっている。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、欧州では上方シフトの動きが見られるのに対し、米国は下方シフトしている。日本については、日米欧で唯一、金融政策の方向性が追加緩和方向に向いている。米国も緩和が長期化すると見られているが追加緩和を模索する動きはなく、むしろ引き締めの時期が焦点となっているため、ともに金融緩和維持とはいえ、日米間にもスタンスに大きな隔りがある。

3. 金融市場(4月)の動き: ドル安・債券高・株は小幅高に

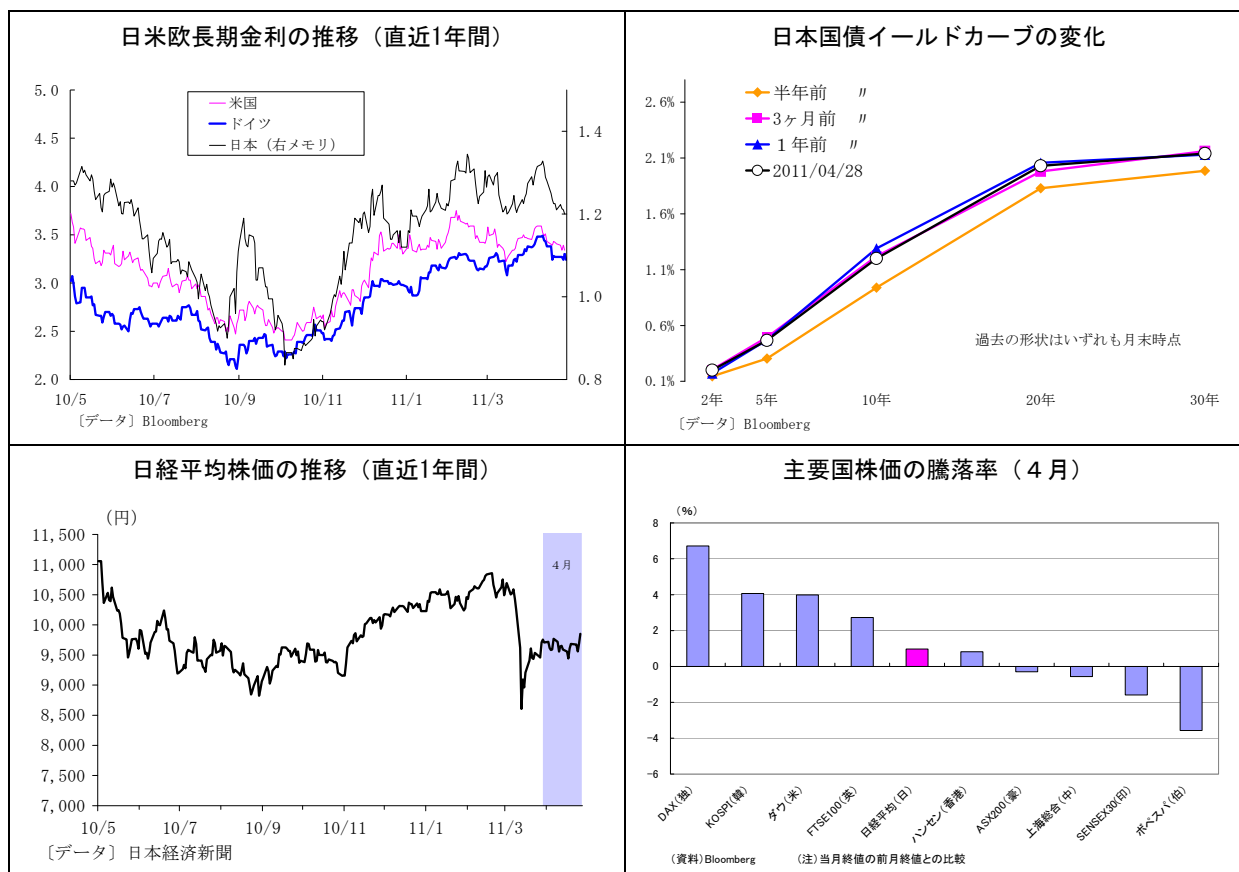
(10年国債利回り)

4月の動き 月初1.2%台後半からスタートし、月末1.2%に。

月初、株式市場が膠着するなか1.2%台後半で推移したが、今年度補正予算をめぐる財政悪化・国債増発懸念の高まりに伴い、7日に約1ヶ月ぶりとなる1.3%台に乗せ、以後も水準を切り上げた。その後、米長期金利の低下、投資家の期初買い、無難な入札結果を受けて金利は低下に転じ、さらに月末に日本経済悪化を示す各種統計が発表になったことで1.2%まで低下。

当面の予想

今後第2次補正予算の議論が本格化するが、財源問題は容易にまとまりそうもなく、財政懸念が煽ることによって金利上昇リスクが意識されやすい地合いが予想される。一方で、国内市場の根強いリスク回避姿勢が金利低下圧力となり、両者の綱引き状態が継続。長期金利は1.1%台~1.3%台前半のレンジでの推移を予想する。このレンジ内で米国の長期金利に追随した動きになるとみるが、差し当たり4月の米雇用統計結果を市場がどう受け止めるかがポイントとなる。



(円ドルレート)

4月の動き 月初83円台半ばからスタートし、月末82円近辺に。

震災を受けて日本の金融緩和長期化が意識される一方、欧米金融政策の正常化観測が強まり、上旬は円売りが優勢、6日には85円台となる。その後は原発事故評価のレベル7への引き上げ、米国格付見直し引下げなどからリスク回避姿勢が強まり円高が進行し、18日には82円台へ。その後も米金融緩和の長期化観測などでドルが多くの通貨に対して売られ、円ドルも月末には82円近辺に。

当面の予想

今後のトレンドとしては、日米の景気・金融政策の温度差（日本はさらに景気が弱く緩和長期化）、震災に伴う日本の経常黒字縮小を背景として、徐々に円安となることが予想される。ただし、4月FOMC後、市場では米金融緩和長期化観測が支配的となり、円の事情よりもドル安材料に反応しやすくなっているだけに、今後も雇用情勢など米国の景気回復に足踏み感がみられる場合には円高修正が遅れることになるだろう。

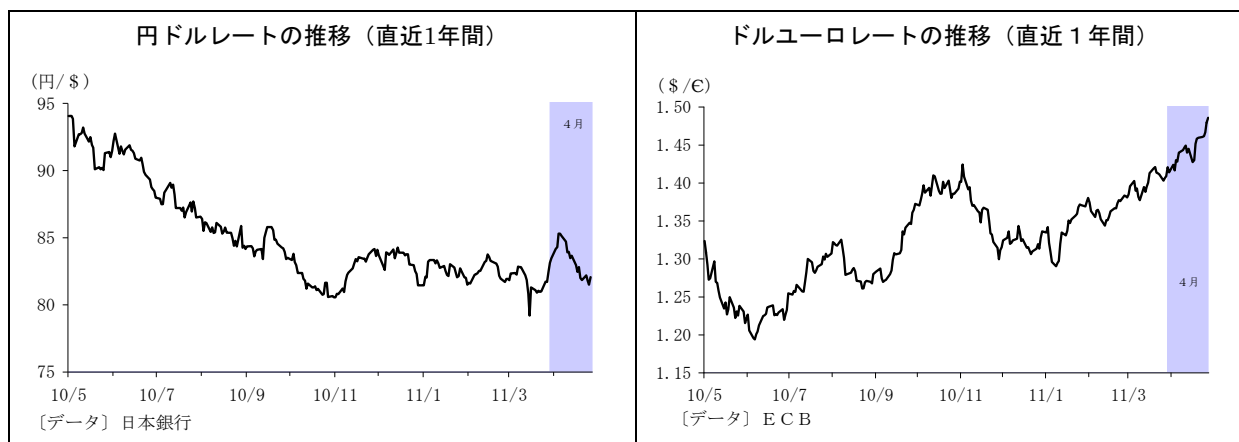
（ドルユーロレート）

4月の動き 月初1.42台前半でスタート、月末1.48台後半に。

ECB理事会での利上げを見据え、月初からユーロは強含み。7日の利上げを受けて8日には昨年1月以来の1.44台に乗せ、その後1.45台へ。ギリシャの債務再編を巡る観測の高まりに加え、17日のフィンランド議会選挙にて財政危機国への支援に否定的な政党の躍進したことにより18日には一旦1.42台へ下落したが、その後ドルの弱さが意識され、月終盤には1.48台後半へと上昇。

当面の予想

日米欧で最初に出口に至ったECBは今後も定期的に利上げを続けるという観測がユーロ高を支えている。従って、利上げペースと米金融政策への見方が今後の相場のカギとなる。これまでユーロは急ピッチで上昇してきただけに、さらに切り上げるには追加の強材料が必要となるだろう。一方、現在の注目点は利上げだが、欧州全体では景気が特段良いわけではなく、周辺国の財政問題が解決に向かっているわけでもない。財政懸念が再び意識されれば下落に転じるだろう。



金利・為替予測表(2011年5月6日現在)

		2011年				2012年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想			予想
日本	コールレート (期末)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利 (平均)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.50
	10年金利 (平均)	3.4	3.4	3.6	3.7	3.9
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	3.2	3.4	3.6	3.6	3.8
円ドル	(平均)	82	83	87	90	93
ユーロ・ドル	(平均)	1.37	1.43	1.43	1.40	1.35
円・ユーロ	(平均)	113	119	124	126	126

(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。