

東日本大震災後の日本経済

日本銀行が7月15日に公表した6月13～14日の金融政策決定会合議事要旨によると、景気の現状について、日銀政策委員は「生産活動や国内民間需要に持ち直しの動きも見られている」との見方で一致したことを伝えている。多くの政策委員は、持ち直しの動きは「震災直後の見通しと比べて、やや前倒しで進んでいる」と前向きに評価している。一方、景気の先行きについては「当面は下ぶれリスクを意識する必要がある」との認識で一致。一部の委員は「景気回復の経路は、水準でみて震災前の想定よりも低くなる可能性が高い」と警戒した。さらに複数の委員が「サプライチェーン（供給網）の再構築のなかで、日本製品の世界的なシェアが低下し、生産拠点や部材調達先の海外シフトが加速するかもしれない」と懸念をもっていることも確かだ。

しかし、こうした懸念とは対照的に景気の実態は予想以上に改善されていることが、数値面でも表れている。内閣府が発表する6月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DIは49.5と前月比13.6ポイントという過去最大の改善を示し、消費者心理が最悪の状況から急速に立ち直りを見せていることを示した。新興国の経済発展を背景に、製品の高度化や効率的生産体制の確立を目指す動きが強まっており、6月の工作機械受注の速報値は前年同月比53.3%増（前月比18.8%増）と予想以上に好調な動きを示している。

こうした動きを株価は素直に反映している。3月11日の震災日日経平均終値は1万254円だったが、その後3月15日には8227円と約10%の調整をみたが、7月8日には1万207円（取引時間ベース）への回復を見ている。

「株価に上向きの見方も」 みずほ証券倉持靖彦（くらもち・やすひこ）投資情報部長は、東京株式市場が強含む要因を分析している。まずは6月中旬を境にリスクを取る動きが変わってきたという。具体的には「米国で各地区の製造業景況感が悪化したが、その辺りがボトムとなった。日本はサプライチェーン（供給網）の影響で押し下げられていたが、株価もそれを織り込んだ。その後、6月の米サプライマネジメント協会（ISM）製造業景況感指数でも改善が見られ、ひとつ霧が晴れてきた。さらに、サプライチェーンの回復で雇用の良化期待も出ている。米景気が厳しい調整から回避しつつあるとの見方が広がってきた。続いて、新興国景気もしっかりしてきている。中国ではインフレ抑制を図りながらも底堅い成長路線を明確にしている。商品市況もボックス圏で落ち着いており、一時期のインフレが鈍化しつつある」と分析している。一方、メリルリンチ日本証券の「投資戦略ウィークリー（6月17日付）」レポートでは、ストラテジストが訪問した英国の機関投資家の印象を紹介していた。英国の機関投資家は予想以上に日本株にポジティブな姿勢が感じられたと報告しているが、そのポイントを③点取り上げている。(1) 日本株を割安と見なす投資家が多い(2) 政府は期待薄だが、サプライチェーンの早期回復など民間企業の経営努力を高く評価している、(3) 米国の減速やアジアのインフレへの懸念から日本株の消去法的買いがある——ことをポイントとしている。実際、7月8日に日経平均が1万207円まで回復した過程では、欧米やアジアの機関投資家の買いがリードしたと見られている。

製造業の回復は当初予想より前倒しに

今回の東日本大震災発生による生産活動の復旧過程で大きくクローズアップされたのが、サプライチェーン問題だった。電子部品や自動車部品の生産基地が意外と被災地の東北に広がっていたことから、自動車を中心に世界的な生産障害が伝えられたことは記憶に新しい。当初は今年秋頃と見られていた自動車分野のサプライチェーン問題も、前倒し的に回復を見せてきた。これを受けてシティーグループ証券は6月17日に日産自動車のレーティングを「3M（＝売り/中リスク）」から「1M（＝買い/中リスク）」に、投資判断を一気に2段階引き上げて、その目標株価も650円から960円に引き上げた。その理由となったのが、サプライチェーンの回復が大手3社の中で最も早い点を評価してのものだった。日産自動車の場合、6月から生産は正常化しており、上期（4月～9月）から黒字になるだろうとシティーグループ証券では予想。「Vプラットフォーム」を活用した低コストモデル車をタイ、インド、中国、メキシコなどで生産、新興国でのプレゼンスを一段と高めることができると予想した。中国は需要減速リスクについては、強すぎる需要増に日産の生産能力が追いつかなかったことで、適度な減速は歓迎すべきとも解説している。アジアでの販売拡大、北米での商用車進出、ロシアの強化など日産自動車のグローバルな生産拡大に期待感が寄せられている。この日産自動車を代表例に、自動車や電機といった製造業の生産回復は、当初の見込みよりも回復が早まっていることは確かなようだ。

業績回復は消費関連が先行へ

原子力発電問題に端を発した日本全体に広がっている「夏場の節電」問題が、製造行企業にとっての懸念材料となっているが、これは各社の「土日休業を木金休業に変更」など独自の施策で乗り切ろうとしている。むしろ、こうした夏場の節電対策が消費を刺激し始めており、消費関連株の一角は明るさを強めているところも多い。震災直後こそは、自粛的な雰囲気から外食産業、小売セクターともに売り上げを減少させていたが、次第にそうした雰囲気がなくなる中で、回復の期待が高まりつつある。例えば、震災直後の自粛ムードはすでに一巡する一方、節電の動きもあり、多くのビジネスマンは会社帰りの外食を避けて、自宅に直帰するケースも一部で増えている。自宅で過ごす時間が増えることから、家族で車を使って近隣に出掛け、「ホームセンターなどで買い物」、「ボウリング場で遊んで」、「帰りに食事をする」というロードサイド店で消費が完結するケースが増加している。この結果、駐車場を完備し、幹線道路沿いに出店する店舗の集客が増加する傾向にある。

外食企業のトリドールは、焼き鳥店「とりどーる」を展開。近年では低価格のセルフ式うどん「丸亀製麺」をロードサイド主体に積極出店している。6月の既存店売り上げは前年同期比3.8%増と昨年7月以来、実に1年ぶりのプラスとなっている。アミューズメント施設運営のラウンドワンは、ボウリング、ゲーム、カラオケ複合店を関西、首都圏を中心に全国展開している。6月の既存店売り上げも前年同期比5.8%増収と3カ月連続でプラスとなっている。

特に強い家電量販店、住宅、インフラ整備が続く

7月中旬の時点で、企業業績の回復の中でも特に目立っている分野が家電量販店の販売好調だ。その代表格であるケーズホールディングスは、株価も年初来高値を更新中だが、売上高が拡大していることが株価に好影響を与えている。7月8日に会社側が発表した6月の月次売上高はグループ合計で前年同月比41.9%増、グループ既存店売上高は同34.2%増と高い推移が続いた。この結果、第1四半期累計（4月から6月）の既存店売上高は前年同期比21.7%増となり、会社側の中間期（4月から9月）会社計画3%増を大幅に上回った。復興エリアの趨勢も強いが、その他エリアでもテレビ、DVDや電力消費抑制のモチベーションから白物家電の買い替え需要が喚起され、単なる復興地域の消費だけでなく、全国的にマインドが回復していることを反映している。一方、今後は仮設住宅から持ち家の具体的な需要拡大も期待される。東日本大震災による復興需要は30万戸程度が、今後3年間程度で出てくると予想されている。また、東日本大震災による港湾の大規模工事は、どのように復旧するか工事方針が現状で示されていないため、被災地である八戸港や釜石港、仙台塩釜港、茨城港などの復旧は手付かずの状態にある。ただ、第1次補正予算（港湾関連1600億円規模）の執行を背景に、遅くとも今年の秋口以降から大規模港湾施設向け復旧工事は動き出す見通しにある。特に八戸港はセメントや石油の流通拠点なので、ここが復旧しなければ先行きの復興に支障を来すことになるため、今後八戸港を中心に復旧が進み海上土木会社の業績も回復してくることが期待される。

今年秋から経済回復は本格化へ

東日本大震災の発生直後に、日本のアナリストやストラテジスト、経済学者はそろって第3四半期（2011年10月から12月）からの企業業績の回復を予想していた。しかし、サプライチェーン問題の解消が当初の想定以上に、自動車・電機を中心に早く進展し、製造業の業績底打ち感も早まっている。①原発の停止で全国的な電力不足から来る節電対策、②為替の円高による輸出型企業の収益停滞、③福島原発の事故処理問題、④政局混迷からくる財政支出の遅れといった懸念材料を震災から4カ月を経ても抱えている日本経済だが、民間主導による景気回復は着実に進展し始めた。今年10月からは補正予算の執行による財政出動から被災地での「復旧需要」も「復興需要」へと本格的に移行することが想定される。そして、日本全国で広がる省エネ対策はLED需要を高めており、太陽光発電、風力発電などの自然エネルギーへの転換もスピードアップされてこよう。「復旧需要」も「復興需要」の次の段階である被災地の「新しい街づくり」は、日本の新しいエネルギー、都市作りのモデルケースとなる可能性も高い。震災の発生以降、日本の株式市場に継続して流入する欧米機関投資家およびアジア機関投資家の資金は、こうした日本経済回復を確信しての「買いニーズ」といえるだろう。