

2011年3月23日

東日本大震災： グローバル経済および資産運用への影響

東日本大震災から一週間余りが経過しましたが、依然として政府も犠牲者の数や被害の全容を把握できない、不透明性の高い状況が続いています。福島第一原子力発電所においても深刻な事態が続いており、問題をより複雑にしています。

この災害によって、投資家も多くの問題に直面しています。本稿は、アライアンス・バーンスタイン*のエコノミスト、資産配分サービス・チーム、株式運用および債券運用の担当者による、今回の震災によって生じたリスクや市場動向に関する現時点での考察を取りまとめたものです。

経済への影響

東日本大震災による甚大な被害を受けて、世界経済の短期的な見通しは不透明感を増しました。アライアンス・バーンスタインの日本経済に関する基本シナリオは、数ヶ月にわたる停滞の後、今年後半から来年にかけて、復興事業の開始とともにより高い成長率を達成するというものです。世界経済に関しても、同様のパターンを予測していますが、その短期的な振幅はより小さい見通しです。予測される結果のブレ幅が大きいため、今後数ヶ月にわたり事態の推移を注意深く見守る必要があります。

日本経済の見通し

経験則によれば、復旧活動がしっかり行われる国における自然災害後の景気低迷は比較的短期的なものとなります。したがって、アライアンス・バーンスタインの

基本シナリオにおいても、日本の国内総生産(GDP)は当初こそ落ち込むものの、その後すぐに復興需要が顕在化することにより回復し、世界経済をも押し上げると予測しています。まだ非常に暫定的ですが、2011年の日本のGDP成長率予測に関しては0.5%ほど下方修正することになると考えています。

日本経済の短期的な落ち込みがどの程度深く、どの程度続くかという予測は、今回の震災と通常の災害の間の二つの相違点によって複雑になっています。すなわち、福島第一原子力発電所の問題と、電力供給力の低下のことです。

発電能力の喪失は全国的な供給力の4%に過ぎませんが、西日本と東日本では交流電流のヘルツ数が異なり、融通に限界があることが事態を複雑にしてい

ます。このため、東日本各地では輪番停電が実施されており、東京も影響を受けています。アライアンス・バーンスタインでは、現在のところ、4月中旬までには一定の発電能力が回復していることを予測の前提としています。

復興費用は日本の財政をさらに圧迫

今回の地震が生じる前から、日本ではいつか何らかの形で財政危機が生じるリスクは高まりつつありました。グロス・ベースの公的債務がGDP対比で200%超にのぼる上に今年の財政赤字が8%あり、また政治的な停滞により政策の抜本的改善が期待できない状況だからです。このため、アライアンス・バーンスタインでは、日本の財務ポジションは長期的には持続不可能であると述べてきました。

しかし、被災地域の復興に要する多額の費用は、それ自体で日本の財政を破綻に追い込むものではないと見ています。すでに膨張した債務残高に比べれば、さほど大きな額とは言えないからです。とは言え、市場ではさらなる政府債務増加への懸念が拡大したことも事実で、これは日本のソブリン債務に対するCDSのスプレッドが急激に拡大していることが端的に示しています。

二次的リスク：サプライチェーンと原油価格

アライアンス・バーンスタインでは、災害からの典型的な復興パターンに基づく基本シナリオを揺るがし、世界経済にとって予測を超えるマイナス要因となりうる二次的なリスクとして、二つの事象を注意深く見守っています。リスクの一つは、テクノロジーや自動車産業などにおけるグローバルなサプライチェーンの混乱です(3ページの「グローバル・サプライチェーン」の項を参照)。今のところ、主要な工業地帯における被害は限

定的で、被災地域のGDPや人口は日本全体の1割程度に留まっていることから、こうした障害は主に停電の影響によるものになると思われます。

二つ目のリスクは、原油や天然ガスの価格上昇の可能性です(3ページの「エネルギー」の項を参照)。短期的な需要減少見通しを反映して原油価格は直近の高値からやや低下しましたが、需要はいずれ増加します。被災した日本の原子力発電所や、ドイツ政府が先週停止を命じた原子力発電所の電力供給力を補うための火力発電所向けのものです。さらに、リビアを始めとする中東・北アフリカの産油国における政情不安の影響などもエネルギー価格の上昇要因となります。

世界経済への影響は軽微だが、事態の沈静化が前提

アライアンス・バーンスタインの経済見通しは、3月中旬までの世界経済成長の再加速を踏まえたものとなっています。多くの地域において、足元の景気指標は力強いモメンタムを見せています。2月のグローバル製造業購買担当者指数は、米国やドイツの好調に支えられ、2004年の史上最高値に迫る57.8に上昇しました。国や産業をまたぐ裾野の広い経済活動の活発化は、景気回復の持続力の強さを示すものです。また、主要先進国の金融環境はきわめて緩和的な状態が続いています。低金利や、長短金利差が大きなイールドカーブ形状は、経済主体のリスク選好度を高める効果があります。

もし日本の福島第一原子力発電所の問題が解決し、震災の被害がさらに拡大しなければ、今回の地震と津波による世界経済への影響は軽微なものとなると思っています。日本のGDPが世界経済に占める割合は9%程度なので、日本の成長率見通しが下方修正されても、他地域の指標が予想を上回る力強さをみせている中

では、世界経済全体が下方修正されるには至らないと考えています。それどころか、中国においては、3月18日に銀行の預金準備率が再び引き上げられています。

現時点では、米国経済については2011年の成長率予想を3.8%に据え置いています。エネルギー価格高騰が消費を圧迫しないか、あるいは被災した日本の製造業の影響でサプライチェーンに支障が生じていないか、注意深く見守っているところです。

外国為替市場への影響

最近の外国為替市場では、震災直後まで円高傾向が続いていましたが、中期的には日本とそれ以外の国々における金融政策の違いにより、円は軟化すると見えています。

3月18日に、G7各国は円高を阻止するために協調介入を実施しました。また、日本銀行は震災後、短期金融市場において潤沢な流動性を供給している他、リスク資産買入等の基金を増額するなど、金融緩和を強化しています。

こうした措置の背景には、震災後の外国為替市場における円の急騰があります。先週、円の対米ドルでの上昇幅は一時9%近くにのぼり、戦後最高値となる1米ドル=76円台を付けましたが、協調介入を受けて金曜日(3月18日)の引け値はほぼ前週末並みの水準となりました。

震災直後の円高の背景には、地震の結果として日本の保険会社や個人投資家が大量の外貨資産を円に還流させるとの観測があった模様です。一部では1995年の阪神淡路大震災後に円高が進んだのもこうした資金フローによるものだという説もあるようです。しかし、

今のところ、こうした資金フローを裏付けるものはありません。どちらかという、地震の影響として世界経済の減速懸念が高まり、欧州をはじめ各国の短期金利見通しが引き下げられたことが円高を進行させたようにも見えます。

アライアンス・バーンスタインでは、引き続き中期的な円安を予測しています。特に日本銀行が量的緩和政策を強化した場合や、国内設備投資の増加により経常黒字が縮小した場合には円安が進むと見えています。さらに、累積政府債務の解消策として、日本銀行による国債引き受けなどのインフレ政策がとられた場合も、いっそうの円安要因になると考えています。

株式投資家と債券投資家の見解: リスクと投資機会

東日本大震災による被害の全貌はまだ明らかになっていませんが、世界の主要産業への影響については次第に状況が把握できるようになってきました。テクノロジー、自動車業界における世界的サプライチェーンへの影響が最も懸念されていますが、エネルギー、保険業界への影響にも注目する必要があります。

グローバル・サプライチェーン: テクノロジー

今日のグローバル化された製造業の生産体制では、部品はたいてい高度に専門化した世界中の最先端メーカーから調達され、組み立て工場に搬送されます。そうした体制下では、安価で小さな部品が一つ届かないだけでも生産に支障を来す場合もあります。

日本は世界のエレクトロニクス、自動車業界で使われる一部の部品や材料の重要な生産国で、そうした主要工場のいくつかが今般の大震災で被害を受けました。その影響で供給不足が現在最も懸念されているのは、半導体の生産に使われるBT樹脂、異方性導電

フィルム(ACF)、シリコンウェハーの3つです。

BT樹脂は、スマートフォンやタブレット端末などの最先端電子機器の基板に半導体チップを接合する際に使われる化学製品で、日本はその世界供給をすべて賄っており、現在は生産能力の60%が操業を停止しています。アライアンス・バーンスタインの推定では、世界には約30日分の供給があり、BT樹脂工場は数週間以内に操業を再開する見通しです。

ACFは、スマートフォンなどの基板に表示画面を装着する際に接着剤の役目を果たします。日本は世界のACF生産能力の約80%を占めており、シリコンウェハーについても世界の約60%を生産しています。この生産能力の半分が現在操業を停止しています。ただ、大震災前はこれらの材料の世界的な在庫が高水準にあったことが現在は幸いしています。こうした在庫が取り崩され、生産が回復するにつれ、生産会社は価格決定力を強めるでしょう。

日本の半導体メモリー工場は大きな被害を受けておらず、操業が可能です。日本は世界のDRAMメモリーの10%、NAND型フラッシュメモリーの50%を生産しています。

グローバル・サプライチェーン: 自動車関連

自動車産業向けマイクロコントローラーの生産に関しても、日本は世界的に重要な役割を担っています。マイクロコントローラーは、自動車など多くの用途に使われる安価な小型コンピューターです。例えば、大震災の被害を受けた1つの主要工場は、世界全体の自動車向けマイクロコンピューターの45%を生産しています。

世界中の自動車メーカーが自社の部品在庫を入念に調べています。アライアンス・バーンスタインの投資

テーマや平準化ベースの収益予測に大きな変更はないと見ていますが、短期的には部品不足による生産停滞も考えられ、2008年の景気後退によって弱体化した業界のキャッシュフローが悪化する可能性もあります。

日本の自動車業界

日本の自動車組み立て工場については少数の例外を除き、震災による被害はさほど深刻ではありません。しかし、これらの工場にとってより大きな問題は、短期的に輪番停電が予定されており、電力の確保が難しいことです。前述のように、マイクロプロセッサのような部品を確保できない場合は、トヨタ自動車、日産自動車、本田技研工業などの生産にある程度影響が出る可能性もあります。

エネルギー

日本は今般の大震災により約10ギガワットの原子力による発電能力を失いました。この需要は、液化天然ガス(LNG)の輸入を増やすことで賄えると見ています。日本のLNG輸入量が今年500~600万トン増えると、世界のLNG需要は2%増加することになります。

さらに、日本の原子力発電所事故を受け、ドイツのメルケル首相は国内の原子力発電所について1980年より前に建設された発電所をすべて3ヶ月間、即時停止するように命令をしました。これはドイツの発電能力の約9%に相当します。ドイツが最近の原子力発電所の稼働延長を撤回する決定を下すと、電力価格が大幅に上昇する可能性があります。原子力発電はドイツの発電能力全体の約25%を占めています。その場合は、欧州においてLNGや欧州産天然ガスの需要が高まる見通しです。

アライアンス・バーンスタインでは、日本の大震災が石炭や石油の価格に今後3～5年にも及ぶ長期的な影響を与えることはないと見ます。石油はLNGに比べ割高で、環境への影響も相対的に大きいため、日本は失われた原子力の発電能力を、より安価で環境にもやさしいLNGで代替しようとすると思われます。また、日本では昔から石炭よりLNGが好まれる傾向があります。

日本の2つの製油所が被災したことにより世界の精製市場に短期的な好影響が現れる見込みですが、世界の精製市場は構造的に供給過剰の状態にあると見ています。

米国では、中期的に原発の操業許可拡大を求める電力会社にとって、今回の日本の原発事故は非常に強い逆風となっています。最も苦境に立たされているのは、インディアン・ポート(発電能力2,045メガワット)、ピルグリム(685メガワット)、バーモント・ヤンキー(628メガワット)の各原発について操業許可の更新を目指しているエンタジーです。地震や津波の被害を受けやすい米国の原発は、最も厳しい規制や政治的な監視の下に置かれるでしょう。その意味ではPG&Eやエジソン・インターナショナルが一番影響を受けそうですが、これらは規制下の公益事業会社として、電気料金の引き上げによって原発の閉鎖費用や設備更新費用を回収することができます。

原発を所有する米国電力会社への直接的な影響は、顧客や規制当局に対して原発の安全性を納得させることに関するコスト上昇がありますが、これはより短期的なものとして見えています。より大きな影響は、サザンやスキャナの新たな原子力発電所の建設が遅れる可能性があることです。両社とも米原子力規制委員会(NRC)から原発の建設と操業許可を取得する過程にあります。

日本の原発事故の原因が完全に究明され、現行の設計が日本の設計上の不備を軽減できることが明らかになるまで、NRCは許可の発行を遅らせるかもしれません。

保険

東日本大震災の経済的損失に関する最新の推定値は、2,000～2,250億米ドルのレンジです。しかし、その多くは保険の対象外か、日本政府によってカバーされるものです。アライアンス・バーンスタインでは、保険対象の損害は約350億米ドルと推定しており、内訳は企業活動の混乱と商業不動産の損失がほぼ半々です。業務混乱に関連した補償申請の多くは、計画停電に起因するもので、大震災そのものによるものではないため、保険金は支払われな思われます。損害保険の対象となる残りの100～200億米ドルについては、保険会社は十分な収益や資本力があるため、世界の保険業界にとって十分吸収できると見ています。アライアンス・バーンスタインの推定では、世界の再保険業界には現在、約500億米ドルの超過資本があると見ています。

日本を除く世界の保険会社にとって損害保険対象の損失が我々の現在の推定100～200億米ドルを大きく上回らない限り(ハリケーン・カトリーナによる損失である450億米ドルくらいまで拡大しない限り)、米国の損害保険会社市場において保険料が大幅に値上がりすることはないと見ています。不動産を対象とする特定の自然災害保険の保険料は改善すると見ており、日本やアジアでは大幅に上昇する見込みです。

結論

日本の状況は依然として流動的です。アライアンス・バーンスタインでは今後も、ファンダメンタル分析と計

量分析のリーサー・ツールを駆使して、状況を注意深く見守っていきます。こうしたリーサーから得られた見識は世界各地にいる株式、債券のポートフォリオ・マネジャーと共有されており、彼らは個々の戦略のリスク

とリターン目標を考慮しながら適切な行動を取って行く方針です。特定のポートフォリオに関してご質問がございましたら、弊社担当者にご連絡ください。

*アライアンス・バーンスタインには、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。

当資料は、2011年3月22日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタインが作成した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており、勧誘を目的としたものではありません。特定ファンドの取得をご希望の場合には当該ファンドの目論見書をご覧ください、投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。下記の内容は、ファンドをお申込みされる際に、投資家の皆様にご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

■ ファンドのリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用するファンドは株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。ファンドが投資した資産の価値の減少を含むリスクは、ファンドの受益者に帰属します。リスクの要因については、各ファンドが投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各ファンドの目論見書をご覧ください。

■ お客様にご負担いただく費用:ファンドのご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用: 申込み手数料 上限3.15%(税込み)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限1.974%(税込み)です。

その他費用: 上位以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的なファンドを想定しています。費用の料率につきましてはアライアンス・バーンスタイン株式会社が運用するすべてのファンドのうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。



アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】社団法人投資信託協会 / 社団法人日本証券投資顧問業協会