

千年に一度の天変地異といわれる東日本大震災から約1ヶ月半が経過しようとしている。この間、被害の全容が依然として把握困難な中、金融市場は「行って来い」の展開となっている。震災後は、リスク回避が優勢となる中、株安・円高・債券高となったものの、海外景気の改善基調の継続や円高阻止の協調介入を背景に株安・円高が反転するとともに、震災復興予算に関する国債需給悪化懸念から債券高は一服している。このように、表面上、市場を取り巻く環境に大きな変化は見られないものの、今回は未曾有の大災害であることから、時間の経過とともに構造変化が生じる可能性は否定できない。そこで、大震災後の事例として、95年の阪神・淡路大震災当時の経済・市場環境を振り返ることで、今回の立ち位置を再確認し、先行きの日本の姿を考察する。

まず、95年当時の経済環境を振り返ると、バブル経済崩壊後のバランスシート調整局面にあったといえる。図1を見ると、95年の企業部門はGDP比120%程度の債務を抱えるとともに、設備・雇用に過剰が見られ、ヒト・モノ・カネを削減する過程にあった。このため、消費・設備投資等の総需要が減少する中、金融機関の不良債権問題が顕在化し、予想成長率見通しや物価水準は低下基調を辿る結果となった。確かに、阪神淡路大震災の影響はあったものの、被害地域の広がりや経済的損失（GDP比2%程度）は限定的なものであったことから、震災が日本経済へ与えた影響は比較的軽微であったと考えられる。

続いて、今回の震災前の経済環境を見渡すと、日本経済は新興国を中心とした外需に牽引される形で持ち直しの動きをみせていた。また、企業業績は、海外での売上拡大を背景に製造業の持ち直しが鮮明となり、09年からの回復過程に位置していた（図2）。

しかし、今回の大震災を受け、経済環境は一変している。大震災後の環境を反映したデータ（図3）を見ると、震災による電力供給不足やサプライチェーン毀損、原発問題等の影響を織り込む形で、企業センチメントは製造業・非製造業ともに悪化が見込まれている。また、消費者マインドや雇用環境についても、先行き判断が急落しており、大震災を契機にそれまでの回復トレンドが屈折し、景

気後退懸念が高まったといえる。

政府はこの状況を回避すべく、政策総動員で対応している。ただし、インフラ等の被害総額（16～25兆円、内閣府試算）に加え、電力不足やサプライチェーン毀損、原発問題等の二次的影響を考慮すると被害総額が甚大な規模に膨らむことが見込まれており、政策運営上、復興財源確保という問題に直面している。

95年当時のように、政府債務残高比率（対GDP）が60%程度の局面では国債発行によるファイナンスが第一義的に考えられた。しかし、デフレの長期化による財政赤字の拡大で、足下の債務比率は190%程度に達している。したがって、安易な国債増発は、日本のリスクプレミアムを拡大させることから、国債発行による財源確保は最小限に留める必要がある。

そこで、国債増発以外の財源確保として増税が検討されている。

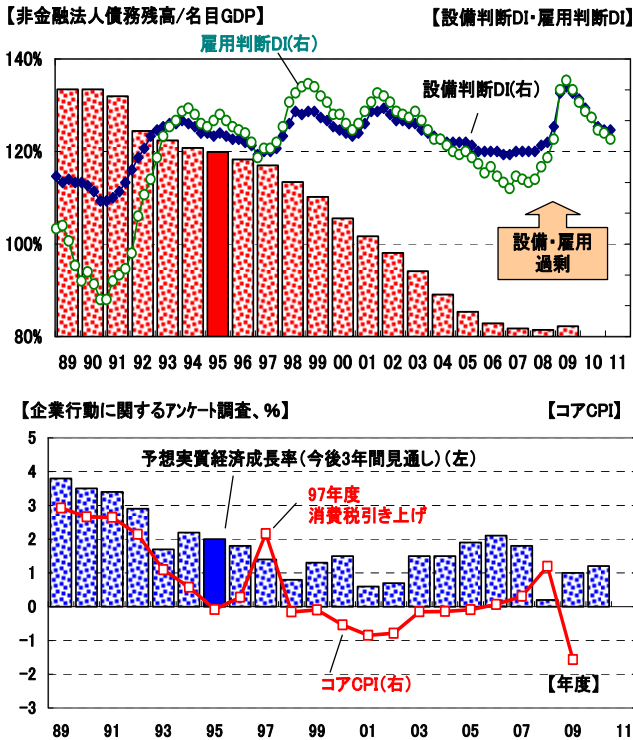
しかし、消費税・所得税の引上げによる国民負担増は、先行き悪化が見込まれる消費マインドを一段と冷やすこととなる。そして、この需要減少を契機に、企業が生産・雇用に圧縮した場合、生産・雇用削減→消費低迷→需要減少→生産・雇用削減→・・・というスパイラル的な景気悪化の進展が懸念される。

また、法人税の引上げは、日系企業の国際競争力を低下させる要因となる。大震災の影響でサプライチェーンが毀損し、代替品を提供する海外企業に市場シェアを奪われる可能性のある日系企業、特に世界生産に占めるシェアの高い電子部品等にとっては極めて深刻な問題となる（図4）。

以上、大震災による影響や政策運営の制約条件を勘案すると、これまでの日本経済の回復トレンドが変曲点を迎える確度が高まっているといえよう。

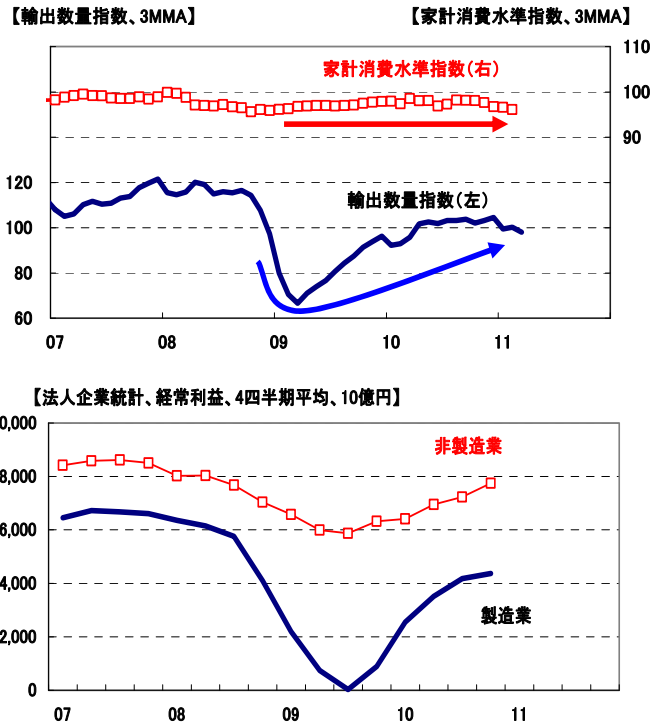
しかし、海外に目を転じると、新興国を中心とする海外景気は堅調に推移しており、成長の源泉は存在している。したがって、堅調な外需を取り込むためには、毀損したサプライチェーンを一日も早く復旧させ、市場シェアを回復させることが求められる。また、日系企業の業容改善は、国内雇用や所得環境の安定に繋がる結果、総需要減少によるデフレスパイラルの進展を回避できるものと考えられる。
(2011年4月21日記)

図1：89年以降の日本経済



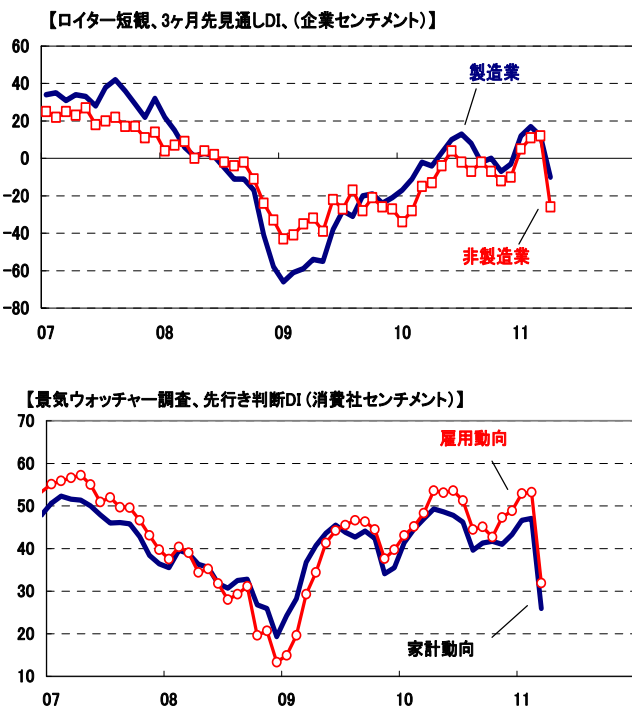
出所：内閣府、INDB より三菱 UFJ 信託銀行作成

図2：内需（消費）外需（輸出）と企業業績



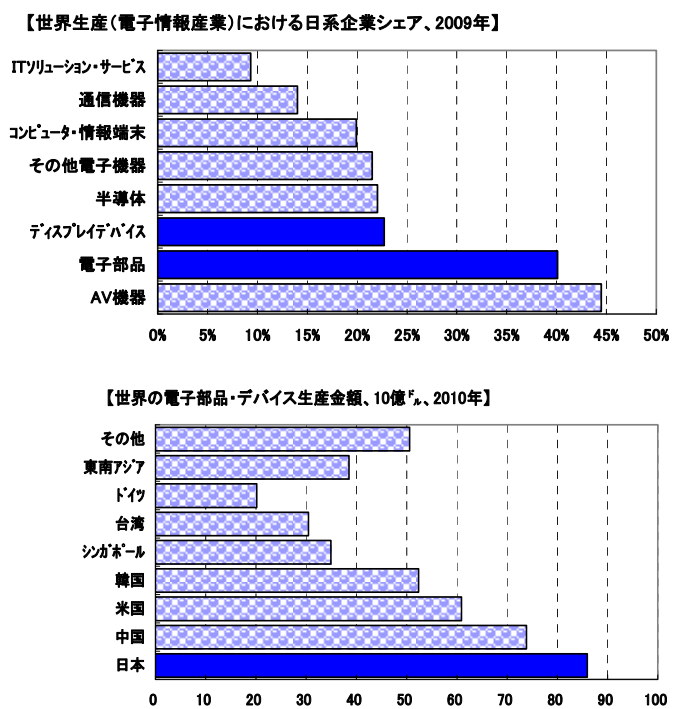
出所：INDB より三菱 UFJ 信託銀行作成

図3：企業センチメントと消費者センチメント



出所：Reuters EcoWin、INDB より三菱 UFJ 信託銀行作成

図4：日本企業の市場シェア



出所：中日社「電子部品年鑑 2011」より三菱 UFJ 信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）