

2011年3月22日

経験則が示唆する日本経済の短期的な低迷とその後の回復

■ ガイ・ブルーテン

アジア太平洋担当エコノミスト

東日本大震災で被災された皆様には心よりお見舞い申し上げます。この地震と津波によって、多くの貴重な人命や財産が失われました。経済活動にも、短期的には大きな影響が出ることは避けられません。しかし、過去の大規模災害からの経験則によれば、その後は政策効果や復興需要などに喚起された経済回復が期待されます。

東北地方を大地震と津波が襲ってから一週間あまりが経過したが、あらゆる面で不透明性が強く残っている。例えば、被害総額や復興にかかる費用すら、高い精度をもって推定するのは困難だ。福島第一原子力発電所の問題が未解決であることも、この不透明性に寄与している。

当面の日本経済への影響、世界経済への影響、原子力産業への長期的な影響など、さまざまな疑問がわいてくるが、本稿では4つの論点にしぼって考察し、全体像を考える上でのフレームワークを提供できればと思う。

質問1 自然災害後の経済に関する経験則は有効か？

経験則によれば、典型的な自然災害後の経済動向には二つの段階がある。最初は、人的な損失、生産設備の毀損、あるいは多くの企業で通常業務の継続が

困難になることなどを反映して、経済は著しく低迷する。しかし、その後は金融政策の緩和や復興需要などによって国内総生産(GDP)は数四半期にわたって押し上げられる。アライアンス・バーンスタイン*では、先般のオーストラリアにおける洪水や昨年来ニュージーランドで度々生じている地震などの影響に関しても、このパターンをベースに予測を行った。また、1995年の阪神淡路大震災後の推移もこのパターンと整合的であった。

とは言え、今回の地震と阪神淡路大震災との間にはさまざまな相違があることも事実である。今回影響を受けた地域は、神戸と比較すると都市部や工業地帯が占める割合が小さかった。また、地震そのものによる被害よりも、その後の津波による被害が大きかった。さらに、より広範な地域が被災している。

こうした違い以外にも、問題を複雑にしている要素が

いくつかある。第一に、何といても福島第一原子力発電所の問題がある。第二に、大規模な電力供給不足の問題がある。失われた発電力は全国的な総供給力の4%に過ぎないのだが、西日本と東日本ではヘルツ数が異なり、融通には限界がある。このため、東日本各地では計画停電が実施されており、東京も影響を受けている。現時点では、4月中旬までには一定の発電力が回復していることを前提としているが、それでも電力需給が逼迫していることには変わりなく、夏場の需要期には深刻化するおそれがある。

こうした懸念事項はあるものの、アライアンス・バーンスタインの基本シナリオは、日本経済が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だ。まだ非常に暫定的だが、2011年のGDP成長率予測は0.5%ほど下方修正することになると考えている。

質問2 世界経済への影響は？

今回の地震が世界経済に影響を与える経路はいくつかある。第一に、直接的な影響が挙げられる。日本経済は依然として世界第3位の規模であるためだ。しかし、世界経済の成長に対する日本の寄与度は低下している。阪神淡路大震災当時は、日本が世界GDPに占める比率は18%であったが、現在では9%程度だ。上記の基本シナリオに基づく日本のGDPであれば、世界経済への直接的な影響は限定的なものとなる。

次に、間接的な影響がある。ここで重要なのは、テクノロジー分野や自動車産業などにおけるサプライチェーンの混乱だ。すなわち、日本製の部品を組み立てる産業を有する国々では、間接的な影響を受けるといえることである。現段階では、主要な工業地帯の被害はそれほど大きくないことから、これは停電の影響によるものが中心となると思われる。

一方、逆にはたらく要因もあり得る。例えば、日本経済の見通しに関する不透明性から、金融政策が引締め方向にあったはずの各国の中央銀行が、様子見の姿勢をとることが考えられる。今年の金融政策は、世界全体としては、日本の地震がなかった場合と比べ、より緩和的な状況が続く結果となり得る。

質問3 日本の財政危機のリスクは上昇したか？

アライアンス・バーンスタインでは、地震以前から、日本で何らかの形で財政危機が生じることは無視できないテール・リスクだと考えてきた。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幅が8%あり、さらに少子高齢化が進行中で政策の抜本的改善が見られないため、日本の財務ポジションは持続不可能であると述べてきた。貯蓄率が低下してきているため、投資家の資産配分に変更があれば財政危機の臨界点は近づくことになる。

こうした中、復興費用は、それ自体で日本の財政ポジションの全体像を大きく変えるものではない。債務残高が数%変わっても、持続不可能なものは持続不可能であることには変わらない。しかし、地震発生以来、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明らかである。日本のソブリン債務に対するCDSのスプレッドの急激な拡大はこのことを端的に示している。

質問4 円高は持続するか？

円高観測の背景にはいくつかの要因がある。第一に、この地震の結果として日本の投資家が大量の外貨資産を円に還流させるであろうという憶測が挙げられる。そうした、いわゆるリパトリエーションのフローには、3つの主体があるとされる。生命保険会社、個人投資家

(いわゆる「ミセス・ワタナベ」)、そして政府の外貨準備だ。しかし、こうしたものが円高の大きな要因になるとは思えない。生保は地震による損害賠償へのエクスポージャーをそれほど持っていないし、そもそも生保による外貨投資は通貨ヘッジ済みのものが多い。日本の当局が外貨準備を売却するというのも考えにくい。わざわざ円高を招くようなことをするわけがないからである。

実際、日本の当局は、G7各国の当局の協力を得て、3月18日には10年ぶりとなる協調介入を実施して円高の阻止を図った。

円高観測が広がった主な理由は、1995年の阪神淡路大震災後に円高が進んだことであるようだ。しかし、当時のデータを見ても、やはり大規模なリパトリエーションを裏付けるものはない。異論もあろうが、当時の円高は米ドルの全面安によるところが大きかった。

アライアンス・バーンスタインでは、中期的には円安を予測している。特に、1) 日本銀行が量的緩和政策を強化した場合、2) 国内設備投資の増加により経常黒字が縮小した場合、3) 累積政府債務の解消策として、日銀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などは、円安の要因になると見ている。

*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18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