

ミスターFXによる FX アングル【 特別編 】

東日本震災復興と今後の為替相場 【第1編】

～為替は経済の調整変数から経済政策へ～

バックナンバーはこちら [【第2編】](#) [【第3編】](#) [【第4編】](#) [【第5編】](#) [【第6編】](#) [【最終編】](#)

はじめに

3月11日の東日本巨大地震・大津波・原発事故、又その後の余震で生じた多くの被害と犠牲者、並びにその御家族、ご縁者の皆様々に衷心よりお悔やみ申し上げます。

大震災の後、IS ホールディングス遠藤社長より、これからの日本経済は早期の復興に向け様々な課題が提起される。その中で為替レートの経済に対するインパクトは従来よりまして大きくなるものと思われ、今後の展開に関しての市場経済メモを投資家の皆さんに発信してはとのご提案を戴きました。浅学の身ではありますが、今までの経験を踏まえ私見を数回に亘り掲載させて頂きます。何らかの参考材料にご活用頂ければ幸甚に存じます。

プロローグ

三陸沖の景色は古くから日本人の心を癒す景勝の地であったが、今や惨憺たる景觀に様変わりし、人々の心情を痛む処に変わってしまった。1100 余年前の貞観大地震・大津波（869 年）明治 33 年（1900 年）の三陸沖大地震・大津波に匹敵する巨大地震とはいえ、その被害の大きさは、当時とは比べ様もない物的・人的に大きな重石となって新たな課題を日本社会に与えた。

特に今回は大震災・大津波・原発事故（放射能汚染）・電力不足による 4 重苦となり、生産・消費・所得へと複合的打撃を与え、それが結果的に株式に代表される金融市場を直撃している。

バブル経済崩壊後、需給ギャップ 20~30 兆円とも言われ 20 年に亘り続いた日本のデフレ経済は、皮肉にもこの東日本大震災を契機にデフレ脱却のチャンスと捉える向きもある。1945 年焦土と化した終戦後の惨状を思い起こす今日であるが、今回の惨劇にはもう一つ厄介な負の遺産が付く。

福島原発事故による放射能汚染の問題であり、科学の進歩による附帯物といって過言ではない不測の事態であり、すでにその影響は東日本地区の生産復旧の遅延、部品・完成品の汚染懸念から、日本製品が海外でキックアウトされる事態も散見、今後の推移如何では日本の輸出産業に与える影響は甚大で、現状においてはその予測すら出来ない。

又、復旧予算にしても総被害額の査定がたてられない状況下では（一部には物的損害を除き 20 兆プラス・マイナス 5 兆円）、政府のマクロベースでの復興予算の情報発信が遅れている事は致し方がなくも、復興財源確保の増税案が一人歩きする無節操な政治家の自己顕示欲をも感じる発言等（増税は誰でもが考えられる一番安

易な方法)、混迷度は日に日に増している状況を考えると、一日も早い復興予算の作成が待たれる。

この中で、一つだけハッキリしている事は、復興債発行による資金調達であり、GDP比200%に成らんとする公的債務(国・地方)の負担は益々増大するも、緊急対策としての財源確保は復興債に頼らざるを得ず、世界市場の目はこの点にも関心を持って今後を注目している。

本稿では、マクロ経済の長期的展望はエコノミストに任せるとし、中期的な日本経済の復興と市場の相対関係に的を絞り論議を進めてゆきたい。復興に関してのプロセスは阪神大震災後の復興モデルが参考になるが、如何にせよ前述したように今回の東日本災害は津波、原発と2つの災害が付加されており、復興プロセスの予測を難しくしている。

既に政府筋も、未曾有の震災の中で被災した企業の生産設備など資本ストック滅失、及びサプライチェーン(供給網=物の調達から完製品までの流れ)の切断に加え電力不足による生産量の減少、の“供給減少ショック”は、リーマンショック後の“需要減退ショック”に匹敵する鉱工業生産の大幅悪化となって輸出減少に拍車をかける一方、原子力発電から火力発電へのシフトから生じる、石炭、天然ガス、原油など大幅な燃料輸入拡大により、この3月の貿易収支はトントンもしくは赤字に転落する可能性もあると予測する。

付け加えれば、被災した工場が生産停止に追い込まれ、更に被災した工場の機械設備などの滅失による部品・中間財の生産停止、加えて計画停電による関東周辺の工場稼働率の低下による供給サイドの問題の長期化懸念が生産悪化に繋がる悪循環に陥る事も予測の範囲である。

本稿では逆説的に日本が陥るであろう予測可能な財・経済の問題をピックアップし、その対処方法を、対処方法如何では市場の厳しい洗礼を受けることに成りかねない。まず、海外が見る日本の課題から進めてみたい。

(1) 海外が指摘する今後の課題——

日本の現状を鑑み海外はどのような点を今後の日本経済のリスクとして捉えているのであろうか。それが市場にどのような影響を与える事になるのであろうか。特に為替相場水準は今まで以上に復興経済政策の経済効果に影響を与える事になると思われ、本稿ではこの点に的を絞り海外と交わした議論をベースに検証してゆきたい。

1. ——海外が指摘する今後の日本経済に起きる現象

海外は今回の大地震・大津波・原発放射能汚染から生じる損害の規模は、おそらく戦後最大になる事を予測し、4つの危機を取り上げている。

1) デフレ経済の長期化リスク——

復興の為の公共事業は大型になるも、一般消費者需要は、増税、節約志向から極端に停滞しデフレの長期化。
==円高継続要因

2) 製造業の縮小と並行して起こる海外移転——

地震対策と電力不足から製造業の海外移転は加速されるリスクは日本の雇用に影響
==円安要因。

3) 純債権国から債務国への転落リスク——

生産の停滞、消費の落ち込みで国民所得は大きく落ち込み貯蓄は急減する可能性、また、高齢化社会からの貯蓄の減少は自然の流れで、今回の惨事を契機に海外投資の既存残高は漸減する予測
==短期的には円高(リパトリに起因)・長期的には円安。

4) 大きな政府と改革修正計画の対立・混迷——

今回の惨事で政府は大幅な追加財政支出を余儀なくされる結果、日本の財政赤字は急拡大する可能性。
==円安要因

注==震災後の為替市場がドル円の方行感を喪失した理由。

大震災後のドル安円高の動きに驚かれた市場関係者は多いと思います。

この大震災の結果、日本経済の今後の不確実性・困難性が大きく高まる中で、筆者を含め一般的には当事国通貨である円は、安くなると考えるのがごく当然の動きであり、それが市場心理と考えられますが、上記した今後の4つの問題点を見ると円安・円高要因が2対2である事がわかります。

特に1番目の長期デフレ化をいち早く海外市場勢は念頭におき仕掛けに動いたと思われまふ。つまり本邦勢による外貨資産取り崩し本国回帰のリパトリ期待を先取りしたドル売り攻めや、デリバティブ関連を含むストップセルと市場用語で云われるドルロング勢の投げを狙いにした金融機関の独壇場の利的追及行為がドル売り/円高を加速(1ドル=76.25円)・主導したと云えましよう。結果的には1をベースにした動きが為替市場を霍乱する事になり、その後の協調介入に繋がる結果となったと思われまふ。尚、現状は2.3.の要因を市場は意識。

最近やっと金融機関並びに経済研究所の今年度日本経済実質成長率予測の数値が出始めた。

数値予想はマチマチであるが、どちらかと云えば本邦勢は悲観的な数値が並ぶが、それは致し方が無いところか。日経新聞は平均で前年同月比1~3月期-0.6%、4~6月期-2.6%で後半の復興需要を勘案しても2011年度の実質成長率は+0.4%程度と試算している。しかし不確定要因が多々あり、あくまで試算の域をでない。

先に述べた、サプライチェーンの整備、電力供給不足問題(東電の供給量は日本全体の32.4%)、特に計画停電は産業活動を大きく阻害する。一方復活に掛けてのインフラ整備による公共投資は建設、鉄鋼、コンクリートに代表される様に大きな需要をもたらす。しかし問題は個人消費であり、節約志向が続けばGDPの60%を占める消費部門の減退からくるマイナス効果は大きく、公共投資経済効果を相殺する事になり、この点から復興税に名を借りる所得税の増税は慎重でなければならない。このマクロ経済の動きが今後の財政赤字額、貿易収支、経常収支等の数字に大きな影響を与える事になり、株価・債券価格・為替レートとの相関関係で成長率を左右しよう。

最近のエネルギー・穀物に代表される商品価格は高止まり上昇傾向にあり、輸入コスト上昇から生じる物価上昇リスクはスタグフレーション(不況下のインフレ)を招くことに成りかねず、その意味では為替レート水準も大きなテーマと成ろう。

今後の復興政策の全容を見なければデフレ長期化と今即断するのは時期尚早と思われも、海外が見る日本経済のデフレ長期化リスクは参考にはなる。しかしこのまま資源価格・穀物・商品価格が高止まり上昇を続けるとスタグフレーションリスクが大きくなる。或いは災い転じて福となすでデフレ解消の明るい展望も皆無ではないが現状では余り期待出来ない。海外の極めつけデフレ論は今の財政状況をベースに単純化した予測であるが、反論できないもどかしさがある。

****復興政策と市場経済****

今年の前半(1月~6月期)のマイナス成長は誰もが予測することであるが、後半(7月~12月期)に掛けては復興に掛けた公共事業が中心になりプラス成長になろう。問題は2012年以降であり、前半は復興需要で成長率は一時的には大きくなろうが、その持続性が命運を担う。其の為には今後の財政政策(税制改革を含む)が全てを決めるといって過言ではない。金融政策の限界は誰もが認識するところであり、市場経済をどう利用、活用してゆくかがキーとなろう。改めて日本の金融資産の大きさをみれば、その有効活用による市場経済の生み出す付加価値からの経済効果を算定する必要がある。日本のバブル経済、リーマンショックのトラウマから“糞に懲りて膾を吹く”の市場経済蔑視は短絡的過ぎる。

市場経済を円滑にマネージする為にも為替政策は従来に無く極めて大きな役割を果たす事になり、日本経済復興の命運を担うといっても過言ではない。何故ならば、過去、円の歴史は切り上げ哀史と言って過言ではなく、其の都度、産業界は大きな苦痛を伴いながら乗り切ってきた。それは、企業努力も勿論あるが、日本経済は全体でそれなりのバッファー(緩衝=破産防止の予備)があったことに他ならない。

今この時、日本経済にバッファーはない。従って極論すれば緊急財政政策の効果を大きく左右する経済要因は為替レート水準にあるといっておく、単純な円高論、極端な円安論は共に封印されなければならない。

但し、為替レートの誘導は簡単ではない。

以下次号へ