

震災・復興に対する市場からの提言

—証券アナリストの立場から—

提言の論点 東日本大震災の復興に向けて 鈴木 行生

復興期のマクロ政策運営と今後のエネルギー政策 海津 政信

震災復興を新しい国の形を再考する契機に 山田 大介

過去2回の大震災の3共通点、「円高デフレ・
金融危機・政治不安」は回避可能か 高田 創

東日本復興で明日の世界をリードする
日本のモデルを作ろう 武者 陵司



公益社団法人 日本証券アナリスト協会

The Securities Analysts Association of Japan

大震災からの復興に向けた証券アナリストの提言

あの3月11日から三月が過ぎましたが、被災の模様や被災地の生活を目にするたびに、
今も胸が痛みます。東日本大震災で被災された皆様に心からお見舞い申し上げます。

私共、日本証券アナリスト協会は、証券アナリストの育成や証券分析に関わる提言を通じ、日本経済の発展に貢献すべく活動している公益社団法人です。証券アナリストは、各種情報分析と企業の価値評価を行うプロで、当協会の会員は、各種金融機関や事業会社に勤務する個人等2万4千名に上ります。

大震災からの復興を願い、誰しも何か貢献しようと思わずにいられませんが、当協会でも、復興プランの策定の一助になればと考え、「震災・復興に対する市場からの提言」と題し、会員である気鋭のアナリストによる提言を行うこととしました。

市場では、価格や金利をシグナルに情報が飛び交い資金が移動しますが、その背後には、
恻愴な分析・評価だけではなく、不確実性やリスクを乗り越え、会社の事業や個人の生活を明日につなげて行こうとの人々の「未来への意思」があります。市場が経済発展の原動力の一つであることはこれまでの歴史が示していますが、未曾有の大震災からの復興にも、
こうした人々の思いと資金を惹き寄せなければ、持続可能なプランは描けないように思えます。

この提言集は、①経済・産業分析の専門家としての知見を活かして、大震災の影響と復興への対応の評価を行い、わが国の再生力に関する的確な共通理解の形成を図ること、
②各種復興策や復興資金の調達に関する市場関係者としての視点を提示し、市場機能と民間活力を活かした持続可能な復興策の提言を行うこと、を企図して執筆されています。

この提言集が、国や地方自治体、被災地の企業、地域住民の方々の取組みと相まって、被災地の復興、ひいては日本の再生につながることを願ってやみません。

公益社団法人 日本証券アナリスト協会
会長 稲野 和利



目 次

提言の論点 東日本大震災の復興に向けて ～復興プランへのアナリスト提言～

鈴木 行生 公益社団法人 日本証券アナリスト協会 前会長
(株)日本ベル投資研究所 代表取締役 主席アナリスト

…… 4

復興期のマクロ政策運営と今後のエネルギー政策

海津 政信 公益社団法人 日本証券アナリスト協会理事
野村證券株式会社 経営役 金融経済研究所
チーフリサーチオフィサー

はじめに	8
1. 大震災の中長期的な意味	9
2. 復興事業にはきちんとしたマクロ政策が重要	11
3. 長期的なエネルギー政策の再構築も不可欠	13
4. サプライチェーン問題からの教訓	15

震災復興を新しい国の形を再考する契機に

山田 大介 株式会社みずほコーポレート銀行執行役員産業調査部長

はじめに	18
1. 東日本大震災の特徴・影響	19
2. 復興を考える上での幾つかの視点	21
3. 東北復興に向けたコンセプト	21
4. 復興ファイナンスをどう考えるべきか	22
5. エネルギー政策に関する視点	24
終わりに	27

過去2回の大震災の3共通点、「円高デフレ・金融危機・政治不安」は回避可能か
——バランスシート問題に不可欠な「三位一体原則」

高田 創 みずほ証券株式会社 執行役員 チーフストラテジスト

1. はじめにー飢饉は人災	28
2. 1995年阪神・淡路大震災との比較	29
3. 関東大震災の教訓は	31
4. 過去の2回の大震災の3共通点	32
5. 震災に対応した「経済戒厳令」政策	34
6. 復興の課題はリスクマネー創出にあり	37
7. まとめとして、アナリストとしての課題	39

東日本復興で明日の世界をリードする日本のモデルを作ろう

武者 陵司 株式会社 武者リサーチ代表

1. 復興と改革の方向、震災を転機に変えよ	42
2. 東日本復興で分散型・ネットワーク型国土・国民経済の建設の雛形を	45
3. 産業と国民生活の背骨、エネルギー戦略の大転換	48
4. 復興原資に隠れた埋蔵金、「円安＝賃金上昇」と「資産高、株高」を使え	52

各論稿に記載された見解は、筆者の所属する組織もしくは団体を代表するものではなく、筆者の個人的な見解であり、内容に関してはすべて筆者の責に帰します。

提言の論点

東日本大震災の復興に向けて ～復興プランへのアナリスト提言～

鈴木 行 生

東日本大震災で被害にあわれた方々に心よりお見舞いを申し上げます。被災地の救済、日本の復興に向けて応援してまいります。

日本証券アナリスト協会は、東日本大震災に関する情報発信活動を強化している。復興支援について、証券アナリストの立場から貢献できることを考えている。目的は2つある。1つは経済、産業に関する証券アナリストとしての知見を活かして、復興へのポテンシャルを評価し、我が国の底力に関する的確な共通理解を形成することである。もう1つは、復興プランに民間活力を反映させ、復興資金の調達や支出にあたって、市場メカニズムを踏まえた持続可能な復興プランの考え方を提示することである。

わが国の復興にあたって、求められることはい

くつかある。1つは、今回の大震災の復興では、何よりも被災された人々に生活の場を提供することである。同じ場所に戻れない方々も多い。少し長いスパンで考えれば、働く場としての雇用を確保することである。そのための産業振興はぜひとも必要である。しかし、補助的な支援では長続きしない。産業の集積を生むような成長戦略が必要であり、個々の運営主体にとって競争力を確保することが重要である。民間企業の活力を引き出すために、官によるインフラ作りやインセンティブ付けが求められる。

2つは、新生日本を創るには、国と地域の形を考え、プライオリティをつけて実行することである。それぞれの立場でトップに立つ人々には強力なリーダーシップが求められ、組織能力を高めていくことが不可欠である。思いつきのアドブルー



鈴木 行生（すずき ゆきお）

公益社団法人 日本証券アナリスト協会 前会長。

(株)日本ベル投資研究所 代表取締役 主席アナリスト。福島県会津若松出身。東京理科大学大学院理工学研究科修士課程修了。1975年野村総合研究所入社、自動車、鉄鋼などの企業アナリストを経て、取締役企業調査部長、野村証券取締役金融研究所長、野村アセットマネジメント常務執行役員、野村ホールディングス取締役、日本証券アナリスト協会会長などを歴任。現在(社)日本証券アナリスト協会顧問、有限責任監査法人トーマツ顧問、東京理科大学評議員。(最近のレポート)「企業価値を見抜く証券アナリストへの期待」(ファンドマネジメント、2010年夏季号No.63)、「金融危機が証券市場に与えた影響－証券アナリストとIRとの関係を中心に－」(日本IR学会誌、2010年4号)など。

ちろん、地域のコミュニティからも賛同は得られない。組織を動かして、仕事を成し遂げてきた経験がものをいうのである。そうした実績のある人をリーダーに据えて、この難局を乗り切っていくことが求められる。

3つは、原子力エネルギーについてである。原子力発電の事故の収束については、まだ目途がたたない。未曾有の自然災害による事故としても、その後の対応を見ると人災の面も少なくない。原発をうまくマネージできなかったのは何故か。安全の確保が出来なかった要因はまだ明らかではないが、国の原子力政策を推進する組織も、東京電力の原子力発電の事業運営のあり方にも十分なガバナンス(統治)が効いていたとは思えない。備えが不十分であり、リスクマネジメントも機能しなかった。日本のエネルギー政策の見直しは必須であるが、原子力は止めて、太陽光発電にすればよいという二律背反的な命題では事態は改善しない。新エネルギー政策は推進するとして、原子力発電のリスクマネジメントもきちんと整える必要がある。電気が十分供給されない国に投資を呼び込むことはできない。エネルギーコストと供給源のバランスについては、新たなポリシーを早急に確立すべきである。

4つは、大震災を転機として日本の復興を進めるうえで、困難な課題や目先の不都合に目をつぶらないことである。すぐやれること、とりあえず出来ることだけに捉われないで、長期的な視点でリスクをマネジメントする仕組みを構築することである。サプライチェーンのあり方から見ても、供給システムの内外への分散は避けられない。今回の大震災では20兆円をはるかに上回る被害に至ることも想定され、その規模は極めて大きい。政治的な対応と金融的な対応が的確に回らないと、社会システムに甚大な2次災害をもたらす。解決

策はあるのだから、英知を活かして、手を打って行くべきである。

5つは、復興ファイナンスのあり方である。復興に資金は必要である。緊急の復旧資金と復興に向けた投資資金は分けて活用すべきである。その資金の捻出、ファイナンスにあたっては大胆なブライオリティをつけて、効果を最大限に引き出してほしい。「失われた20年」に見られたような、出し惜しみの政策対応では不十分である。すぐ増税するようでは効果も薄れる。といって、今回は使いたいだけ使い、調達に経済が健全になってからという建前では、借金を上乗せするだけになりかねない。民間資金を活用するインセンティブ・コンパティブルな(マーケットメカニズムとも調和した)スキームを構築する必要がある。今回の災害が特殊なわけではない。自然災害はこれからも起きる可能性がある。その時でも通用するような再生スキームを確立すべきである。

今回の提言は、武者陵司、高田創、海津政信、山田大介の各氏が、それぞれの専門性と見識を活かして提言をまとめている。各人の考えは独立しており、全体の整合性は図っていない。それぞれの立場で自由に意見を表明しており、個性的なものとなっている。以下に4人の提言の骨子を記している。詳しくはそれぞれの本論に進んでいただきたい。

武者氏の論文は「東日本復興で明日の世界をリードする日本のモデルをつくろう」というものである。東日本が復興する鍵は多層分業構造の建設にあるという。多層分業とは、一つの地域がグローバル分業と国内の分業を複合的に担うことで外部からの所得獲得と地域内での自給のバランスを図ることである。また、エネルギーに関しては、分

散型の再生可能エネルギーへ長期的に転換していくべきがけとすべきであると指摘する。電力改革にあたっては市場競争の導入が不可欠という。震災による需給ギャップの縮小やリフレ政策の本格化などによって、為替を円安に誘導することもできる。それがデフレ脱却のマクロ環境を生み出し、賃金の上昇や資産価格の上昇に結びつく。これも復興原資となりうるという。こうした震災復興を、第三の開国を目指す日本変革のモデルにすべきであると提言する。

高田氏の論文は『過去2回の大震災の3共通点、「円高デフレ・金融危機・政治不安」は回避可能か～バランスシート問題に不可欠な「三位一体改革」』というものである。関東大震災と阪神・淡路大震災を分析し、円高下でのデフレ、金融危機、不安定な政治という3つの共通点をあげている。それを踏まえて、大震災で不足したのは資本であるという認識のもと、円高を回避する必要がある、先行きのマインドを改善させる政治的対応が求められるという。そのためには、①債務の公的な肩代わり、②金融政策による収支・資本の充実策、③政策策定を推進する政治的安定の3つを三位一体として対応する「経済戒厳令」が必要であると提言する。さらに、資本創出のための成長シナリオ、平成版傾斜生産方式によるサプライ政策が重要であると指摘する。

海津氏の論文は、「復興期のマクロ政策運営と今後のエネルギー政策」という題である。かつて福島原発を見学した経験も踏まえ、原発のあり方と教訓を述べている。長期的なエネルギー政策の再構築が不可欠で、原子力発電の新設は見合わせ、ガスタービン発電、太陽光発電での確保を指摘している。ユニークな点は、マグネシウム発電の有

効性をとり上げていることにある。マグネシウムを石炭のように燃やすことで、クリーンで燃焼効率のよいエネルギーが得られるという。資源は豊富にあるので、政策支援すべきであると提案する。また、復興事業や防災対策にはきちんとしたマクロ政策が重要と述べ、日本経済がなおデフレ下にあることを踏まえた上で、市場に立脚した財政、金融のマクロ政策として、復興事業予算の方策、規模、タイムスケジュールについて具体的な提言を示している。

山田氏の論文は、「震災復興を新しい国の形を再考する契機に」というものである。震災復興にあたって、大事なことは、被災地を含む国民の生活を守ることであり、そのためには円滑な企業活動と雇用の持続的な創出がなされるべきであるという。東北における産業育成と誘致が必須であり、特区などを活用した政策的インセンティブの付与と地域の自主性を促す合意形成が重要であると提言する。復興ファイナンスにあたっては、公的資金で賄うべき復興策と民間資金の活用が可能な復興策を峻別して、民間資金の導入に際しては、政府系機関等が公的な信用補完を通じて調達した資金を呼び水として活用するなど、官民がスクラムをしっかりと組むことを強調している。また、原発の補償にあたっては、曖昧な状況が続くと電力各社の資金調達、ひいては電力の安定供給に支障をきたしかねないので、インフラとしてのシステムを守るとの観点からの冷静な議論と施策を求めている。

各氏が提言する内容は、いずれも傾聴に値する。異論もあろうがそこは大いに議論していただきたい。大震災で日本の課題がより顕在化した。今求められていることは、先見的で蓋然性のある素早

い施策の実行である。日本の復興は政府、地方自治体、非営利組織、企業などの組織能力にかかっている。日本の底力を発揮すべく、一人ひとりが最大限の役割を果たすべきである。

日本の復興を誰がどういう形で担うのか、我々は何ができるのか。我々と云う時、人はさまざまな顔を持っている。国民であり、生活者であり、ボランティアであり、当事者であったりするが、投資家でもありうる。大震災からの復興においても、金融市場に関わるものとして、投資家の果たすべき役割は大きく、目先の損得、利害を超えた長期的な視点での投資が求められている。投資を通して、日本を元気にしたい。日本の復興はまさに投資家の気概に懸かっているといえよう。

誰もが自分の投資哲学に合った投資を実践したいと考えるが、私たちが企業を見る時、企業内部の活動は外部からは見えにくい。企業は何をやっているのか。顧客に提供する商品やサービスの価値創造を行っているはずである。その価値が顧客に受け入れられなければ、会社は成り立たない。投資家は、企業が新しい価値を生み出す仕組みの革新にこそ投資する。日本の復興は、企業に限らず、非営利組織、政府などの組織能力に懸かっている。新しい価値創造はさまざまなステーク・ホルダー(利害関係者)の協力なしには進まない。投資家の理解も十分得る必要があろう。

復興には成長戦略が必要である。インフラ産業、環境・エネルギー解決産業、医療・介護・健康・子育て・サービス産業、文化産業、先端産業など、いずれも重要である。ファッション、コンテンツ、食、観光、といった文化産業では、ジャパニスト(日本人の好み、日本へのあこがれ)が差別化のキー

ファクターになる。外国からの観光客が日本に入国した後の安心感、日本的な施設に行った時のおもてなしのサービス、高い品質の商品など、日本人が当たり前と思っているものが高く評価されている。このジャパニストはアジアの人々を日本に引きつける、あるいは、アジアに出ていく時もジャパニストをアピールして現地でそれを堪能してもらうことが大きなビジネスチャンスになる。

大震災の前から、わが国が抱える解決すべき課題は少なくない。たとえば、2050年までに日本の人口は3000万人ほど減る。内需だけでは今の経済規模は維持できない。外需を取り込むことが欠かせず、そのためには、人材の育成と活用が必須で、スキルの高い働き手を移民として受け入れ、投資を呼び込む規制緩和を行う必要がある。また、各企業でも、日本の本社でのプロモーションの機会を与えないと優秀な人材は日本企業に來ない。企業のマネジメントのグローバル化、「内なる国際化」が求められる。

先に述べた5点について、我々にはそれを実行する方策も能力も備わっている。課題の克服に向けて、組織のリーダーの果たす役割は大きい。日本の再生のためには、もっと世界に情報発信すると同時に、内なるグローバル化を推進し、世界の人々との共感を深めるジャパニスト―未曾有の大震災の際でも随所でうかがわれた―を一段と磨いていくべきであると考えます。

(「証券アナリストジャーナル」2011年7月号に関連論文「日本の復興と投資家の気概～次世代を担う新しい日本を創る～」を寄稿しているので、関心のある方は参照願いたい。)

復興期のマクロ政策運営と今後のエネルギー政策

海 津 政 信

目 次

はじめに

1. 大震災の中長期的な意味
2. 復興事業にはきちんとしたマクロ政策が重要

3. 長期的なエネルギー政策の再構築も不可欠
4. サプライチェーン問題からの教訓

日本経済が依然デフレ下にあるとの認識から、復興増税よりも、復興国債の発行が望ましい。償還財源として、デフレ脱却後、消費税、所得税、固定資産税で毎年4兆円、4年間の臨時増税を提案。日銀には量的緩和策強化を求める。長期エネルギー政策の再構築も不可欠。浜岡以外の既存原発は安全対策強化を前提に維持。成長に必要なエネルギー増加はガスタービン発電と太陽光などで手当て。長期ではマグネシウム発電など新機軸導入を提案。

はじめに

2011年3月11日、マグニチュード9という史上最大級の巨大地震が三陸沖から茨城沖の太平洋で発生し、10メートル以上、場所によっては30メートルもの巨大津波が東日本の沿岸部を襲った。そして、15メートルの津波に見舞われた東京電力福島第一原子力発電所は、電源喪失から冷却装置が

機能不全に陥り、米スリーマイル島の原発事故を大きく上回る深刻な原子力災害を引き起こした。

未曾有の地震・津波に加え、初期対応のまずさもあり、福島原発の事故の収束は遅れ、甚大な被害を出した被災地の復旧・復興も遅れが生じている。

かかる国難をいかに克服し、日本の再生を成し遂げていくか、極めて重い課題を突き付けられている。本論文では、1.で、今次大震災の中長期的



海津 政信（かいづ まさのぶ）

野村證券株式会社 経営役 金融経済研究所 チーフリサーチオフィサー。1975年野村総合研究所入社。1994年投資調査部長、2000年野村證券金融研究所企業調査部長、2002年野村證券経営役金融研究所長、2007年7月より現職。日本証券アナリスト協会理事、日本IR協議会IR優良企業賞審査委員長を務める。主要な著書・論文に「グローバルマネーシフト」（東洋経済新報社2000年）、「脱ガラパゴス戦略」（東洋経済新報社2009年）、「中国の産業競争力」（財界観測2002年10月号）がある。NHK、日経CNBCなどにも出演。

な意味を述べたあと、2. 復興に向けた適切なマクロ政策、3. エネルギー政策の再構築、4. サプライチェーン問題からの教訓という3つの分野に絞っていくつかの提言を行ってみたい。

なお、この論文は野村證券の見解ではなく、アナリスト海津の個人の見解を述べたものである。

1. 大震災の中長期的な意味

1) 繰り返された津波被害

手元に地震学者、石橋克彦氏による「大地動乱の時代」(岩波新書、1994年初版刊)がある。私の尊敬するアナリストの大先輩から先ごろ紹介されて読んだものだ。そこに世界の地震分布が載っている。1970-85年の16年間に世界で起きたM4.0以上、深さ100km以下の地震54714個の震源が世界地図の上にプロットされている。数多くの点がプロットされ、際立って黒くなっているため、一眼で日本列島が地震の巣となっていることが分かる。特に、日本列島の東側は海側プレートが陸側プレートに沈み込む場所で、関東大震災、東海、東南海、南海等のプレート境界での巨大地震が100-200年おきに繰り返し起きている。

三陸沖も繰り返し地震が起きていて、M7.5以上に絞っても、明治以降、1896年にM8.2-8.5の明治三陸地震、1933年にM8.1の昭和三陸地震、そして1994年にM7.6の三陸はるか沖地震と3回起きている。そのたびに、三陸地方は津波被害を出してきた。

今後も地球の営みの一つとして海側プレートの沈み込みと陸側プレートの反発が周期的に起こり、プレート境界では繰り返し巨大地震が起きるだろう。これは地震国の宿命であり、万全の地震、津波対策が必要なことを我々に突き付けている。

2) 津波に脆かった原子力発電

地震国でありながら、原子力発電所を54基作り、フランス、米国に次ぐ原子力発電国となっていた日本であるが、極めて憂慮すべき事態が起きた。今回の大震災で東京電力福島第一原子力発電所が被災、スリーマイル島事故を上回る原子力事故を起こしてしまったのである。

一般に、原子力発電の安全は原子炉の停止、冷却、封じ込めの三つがきちんと行われることで担保されている。今回、地震発生と同時に制御棒が入り原子炉は自動停止したが、その後の津波により電源が喪失し、非常用ディーゼル発電機も津波にさらわれ、冷却装置が機能しなくなってしまった。原子炉内の冷却水は蒸発して瞬く間になくなり、燃料棒のメルtdownが起きた。加えて、メルtdownした核燃料や格納容器の外に保管されていた使用済み核燃料から出る放射性物質が発電所外に大量に漏れ出す事態となった。結局、冷却、封じ込めに失敗し、チェルノブイリ事故の8分の1の放射性物質が漏れ出す大惨事となったのである。

すでに30年前になるが、1981年、福島第一原子力発電所の6号機の中央制御室と第二原子力発電所の3号、4号の建設現場を見学する機会があった。その時、3号、4号の原子炉の真下に当たる基礎工事を見たが、分厚いコンクリートで固め、耐震性能は確かに高いと実感できた。実際、今回の大震災では地震の揺れに対して概ね対応できた半面、津波には極めて脆弱だったことを露呈し、原子力発電所の安全性は大きく傷ついた。

3) サプライチェーン、電力供給問題がクローズアップ

今回の大震災の被害は東北、北関東の広域に及び、日本経済に2つのショックを与えた。1つは

供給網の寸断、サプライチェーン問題による生産の落ち込み、経済の下振れである。2011年3月の鉱工業生産は2月と比べ15%も落ち、11年1-3月の実質GDP年率3.5%のマイナス成長の主因となった。

東北、北関東には、半導体・電子材料の工場が多い。旧日立製作所の流れを汲み、マイコン世界1のルネサスエレクトロニクス(以下ルネサス)は、茨城県・日立那珂、山形県・鶴岡、群馬県・高崎に半導体工場を持つ。また、信越化学工業の子会社でシリコンウエハ世界1の信越半導体が福島県・白河、世界2位のSUMCOが山形県・米沢にシリコンウエハの工場を持っている。このうち、今回の大震災でルネサスの日立那珂、信越半導体の白河工場が大きな被害を出した。特に、ルネサス日立那珂は自動車用マイコンで世界シェア40%以上をもつルネサスの主力工場で、日本の自動車大手がここから大量にマイコンを調達している。

自動車用マイコンは、カーエレクトロニクス化が進んだ現代の自動車において、極めて重要な役割を持つ。特に、エンジン回りの熱の出る場所で、信頼性が高く、応答性能の良いルネサス製マイコンは簡単に代替が効かない。このため、自動車メーカーは他社からの代替を進めるより、日立那珂工場の早期立ち上げを支援し、供給の再開を待って生産を回復させる道を選んでいる。

2つは電力の供給問題で、日本経済の大きな足かせになっている。サプライチェーン問題が比較的短期の制約だとすると、電力の供給問題は短期、中長期両面で制約になると見られる。まず、短期でいえば、電力需要が冷房需要の高まりで最も膨らむ2011年の夏をどのように乗り切るかという問題がある。

幸い、東京電力の夏季の供給能力予測は震災直後の4600万キロワットから6月には5500万キロ

ワットに増加してきている。これは、比較的足の短いガスタービン発電機の寄与及び津波による被害が大きく夏までには間に合わないと見られていた福島県・広野町にある東京電力広野火力発電所380万キロワットの復旧が7月中旬に前倒しされたことが大きい。ただ、中部電力の浜岡原子力発電所の停止に加え、定期点検中の関西電力の複数の原子力発電所が夏までに再開できるかなど不確定な要素もあり、厳しい状況が続くと見られる。

また、中長期でも原子力発電は電力供給全体の29%を占めており、電力の安定供給には安全対策を強化した上で、浜岡以外のなるべく多くの原子力発電所をなおしばらく活用することが必要だ。

4) 成長戦略、TPPも震災対策と同時並行で実施を

このように、今次大震災はサプライチェーン問題と電力供給問題の二つのショックを経済に与え、その解決を迫っているが、日本経済は震災前から重要な課題を抱えている。

それはデフレからの脱却であり、そのためにも必要な成長戦略である。現在の民主党政権は、成長戦略と並行して、社会保障と税の一体改革を掲げ、社会保障財源に消費税を割り当てようとしているが、手順としてはデフレからの脱却を優先させ、実質GDP成長率で年1.5-2%、名目GDP成長率で年3-4%の成長を実現し、持続的な税収増をはかることをもっと重視すべきだろう。

そうすれば、社会保障制度の維持はしやすくなり、消費税の増税の度合いも小さくて済む。それには、金融政策をもっと緩和的にして、円安傾向を促し、輸出競争力を強めることが大事だろう。また、法人税を引き下げ、国内立地をしやすくする各種規制緩和に踏み切ることが望まれる。さらに、グローバルな競争が激化する中、国内企業同

士の再編・統合を行いやすくするため、独禁政策の緩和も強く求めたい。

その際、大変重要な変化は、90年代から今日に至るまで、強いデフレ圧力を与えてきた中国経済がルイス転換点を迎え、労働力不足から賃金上昇局面に入ることだ。加えて人民元高が緩やかに進むことから、中国要因は、今後は徐々にインフレ的に働くことになる。これは今後日本経済がデフレからの脱却を目指す上で、かつてよりは条件が緩和されることを意味しよう。

また、TPP（環太平洋パートナーシップ）や日欧EPAなど、経済連携協定を重視し、日本の輸出産業の競争力を後押しすべきだろう。また、これを梃に農業の競争力を強めることも大事だ。震災との絡みでいえば、東北、北関東に多く立地する半導体・電子材料や近年進出が増えた自動車組立、ハイブリッド車用の二次電池などの産業競争力を強め、この地域の雇用拡大に貢献することが期待される。また、津波被害で塩分を大量に含んだ農地を国が買い上げ、大規模農業に転換するといった構想があってしかるべきだ。

2. 復興事業にはきちんとしたマクロ政策が重要

1) 市場に立脚した財政、金融のマクロ政策を求める

復興構想会議の提言を元に、政府は本格的な復興予算を編成することを表明している。予算規模は、がれきの撤去や仮設住宅の建設などを主眼にした第一次補正予算の4兆円よりも大きくなり、その際、財源をどう調達するか、極めて重要な課題となってこよう。

内閣府は震災に伴う被害額を16-25兆円と推定している。仮に中間の20兆円と見て、4兆円の第一次補正予算を差し引くと、あと16兆円程度の

財源が必要になってくる。さて、これをどう捻出するか。

復興事業に割り当てるのだから、増税しても景気に影響しないという意見があるが、私はリーマンショックの傷が十分癒えない段階でこの大震災が起きたことを考えると、景気への配慮が優先すると考えている。その意味で、2012年4月から大型の消費税増税で復興財源を賄うことには反対である。むしろ、復興事業を行うことで有効需要を作り出し、デフレからの脱却に結びつけるのであれば、復興国債を発行しそれにより需要を作り出すことに意味があると考ええる。

もちろん、国債発行は将来世代への負担の先送りという側面をもっている。その意味では、復興国債の償還財源をあらかじめ決めておくのが良いだろう。その際、10年で償還というと先送りのイメージが強いので、デフレからの脱却を待って4年から7年ぐらいの時間で実行に移すのが良いと考えられる。

おそらく、復興事業で有効需要を作り、需給ギャップが縮小し、デフレから脱却できるのが2013年度とすると、2014年度から4年間ぐらいかけて毎年4兆円ずつ償還していくのが良いのではないか。これを消費税1%で2.5兆円、中高所得者中心に所得税の臨時増税で1兆円、固定資産税・都市計画税の臨時増税(国税)で0.5兆円というのが無理のない内訳だろう。法人税は国の競争力を維持するために諸外国に合わせて下げていくべきなので、臨時増税といえども増税は見送るべきだろう。

金融政策はどうするか。株式市場関係者の中には、復興国債を日本銀行が直接引き受けると、インフレ期待が出てかえって良いという意見もあるが、財政支出増に歯止めが効かなくなり、長期金利の上昇につながるリスクが高い。それは避ける

べきだろう。ただ、より緩和的な政策を取り、東北復興を金融政策面から支援すべきだろう。長期国債の買い取り枠、リスク資産の買い取り額を増やす量的緩和政策の強化が望まれる。

日本銀行は日本銀行のバランスシートはFRBのバランスシートよりも対GDP比で大きいと良く反論するが、FRBの2回にわたる量的緩和政策により、その差は縮小してきている。日本銀行にはより量的緩和政策に前向きな対応を望みたい。

2) 震災復興はコンパクトシティ、集約化、環境志向がキーワード

さて、復興事業をどのような考え方で進めるのか。その際のキーワードは何か。ここでは、その点を述べてみたい。まず、単なる復旧ではなく、新たな価値を盛り込む復興でなければならない。それは大震災で亡くなられた多くの方の思いでもあるはずだ。その意味では、関東大震災直後に内相に就任し、大規模な復興計画を立案した後藤新平の主張のように、単なる復旧ではなく、新たな東北の復興を目指すべきである。

もちろん、目指すべき新たな東北の姿は、時代背景の差から、関東大震災後の東京とは大きく異なるものになるだろう。第一に、人口の拡大が見込まれた時代と人口が横ばいから縮小に向かう時代との差がある。第二に、モータリゼーションに備え、道路中心のインフラ整備が強く意識された時代と資源・エネルギーの制約、農業の競争力強化、医療・介護ニーズの増大といった点が意識される時代の差があろう。

こうした背景の違いを考えると、キーワードの第一は、コンパクトシティの実現ということになるだろう。人口増を背景に郊外に拡大していく都市ではなく、人口が減少する中、中心市街地に医療・介護施設、商業施設を配置し、その周りに人

が集まり生活するコンパクトな街が必要なのである。

そして、第二は、集約化ということになるだろう。公共事業の効率や高齢化が進む漁業者の状況を考えると、三陸沿岸にある数多くの港をすべて元通りに復旧させることは難しく、一定の集約が必要だろう。また、津波で塩水をかぶった2万haを超える農地を復旧させる過程で、農業の大規模化も必要だろう。

第三は、環境志向だろう。水や電気を安く潤沢に使えた時代は終わり、この大震災を機に、電気の効率的な利用、太陽光などの自然エネルギーの積極活用が始まろう。塩水をかぶった農地の何割かを使い、大規模な太陽光発電を行ったらどうかというアイデアもある。

3) 東海、東南海、南海、首都圏直下型地震への防災対策も大事

東海、東南海、南海、首都圏直下型地震への備えも必要だ。特に、東海地震は東南海が1944年、南海が1946年に起きた時も連動して起きていないので、結局、江戸時代末期の1854年に起きた安政東海地震以来157年間起きていない。過去の周期からすると、いつ起きてもおかしくない時間帯にある。その意味では、東海地震の震源予想域の中心にある中部電力浜岡原子力発電所の運転停止はやむを得ないところだろう。

さて、この中で、もっとも警戒すべきは首都圏直下型地震であろう。1703年の元禄関東地震、1923年の関東大震災＝大正関東地震と相模トラフのプレート境界でほぼ200年おきに起きるマグニチュード8級の巨大地震の前にその予兆として過去繰り返し起きているのがマグニチュード6-7の首都圏直下型地震である。震度は多くの場合5-6なので、東京で震度5程度だった今回の東日

本大震災に首都圏は概ね耐えられたから大丈夫とは言えない。震度5と6ではかなり違うとみるべきだ。

改めて、ビルや学校、病院、劇場、鉄道、高速道路などの耐震性能をチェックし、必要に応じ、補強工事を行う必要がある。また、災害訓練を本格的に行う必要があろう。結局、今回の大震災でも津波被害が少なかった場所は、日頃の訓練が功を奏したと言われている。

さらに、重要なのは首都機能の分散であろう。今回の震災復興の一環として東北地方に分散したらどうかという意見があるが、やはり、都市機能が充実し、政府・日本銀行等の大きな出先があるという意味では、関西であろう。今後、東京、大阪の2本社制を採用する企業が増えるかもしれない。

3. 長期的なエネルギー政策の再構築も不可欠

1) 震災を機に省エネ施策の徹底を。LED照明の普及は有力な手段

今回の原子力事故を機に、長期的なエネルギー政策を再構築することが不可欠である。第一に取り組むべきは、省エネ施策の徹底であろう。今回の大震災は、人々のライフスタイル、意識を大きく変えるだろう。震災直後の計画停電、夏場の電気使用量15%節約などを通じ、電気をこまめに切り、エアコンの設定温度を上げて節約するのは当たり前という家庭が増えている。また、家電量販店の店頭では、エアコンに比べ消費電力を大幅に減らせる扇風機や省エネ性能の高い高価なエアコンが売れている。電力不足は省エネ消費を喚起することに繋がっているようだ。

省エネ施策の中で、効果が大きく、かつ需要の拡大がコスト低下を通じて新産業の育成にもつながる戦略商品はLED照明だろう。日本には、日

亜化学工業や豊田合成などの世界トップクラスのLEDメーカーがおり、また、次世代LED及び関連部材メーカーとして三菱ケミカル、製造装置メーカーとして、デイスコ、堀場製作所などがある。もちろん、LED電球メーカーとしては、パナソニック、東芝に加え、低価格化に火をつけたシャープもある。エコポイント制度を活用し、LED照明の普及を促進するアイデアを強く薦めたい。

2) 浜岡原子力発電所の停止はやむを得ない、他の原子力発電は維持へ

政府は東海地震の震源域の中心にある中部電力浜岡原子力発電所の停止を中部電力に求め、中部電力も津波対策などが完了した後の再稼働を条件に、これを受け入れた。

私は東海地震がいつ起きてもおかしくない時間帯に入ってきている状況の中では、浜岡原子力発電所を止めることはやむを得ないと考えている。ただ、廃炉が事実上確定している福島第一原子力発電所と今回停止した浜岡原子力発電所を除き、他の原子力発電所は必要があれば安全対策を強化することを前提に、なるべく多く維持すべきだと判断している。

その理由は、第一に、原子力発電は日本の電力供給の中で29%を占める基幹電源である。第二に、原子力発電のコストは、原子力事故のリスクを織り込むともう少し高くなると思うが、現状6-8円/キロワット時と、石油火力の14-5円/キロワット時、LNG火力の9-10円/キロワット時に比べ、低い。このため、原子力発電所を止め、石油火力やLNG火力に切り替えると、燃料費の上昇に直結する。仮に、原子力発電所をすべて止めると、3兆円強の燃料費増となり、20%近い値上げをしないと電力業界は現状の収益を維持できない。賠

償資金の拠出はもとより、電力の安定供給に向けての設備投資資金も出ない形になろう。

結局、福島第一原子力発電所事故による周辺住民の方々への損害賠償は、①財政資金、すなわち、国民の税金で行うか、②原子力発電を止め、高騰する燃料費に見合う値上げを利用者、国民が負担するか、③安全対策をしっかりと行った上で、原子力発電から上がる収益の中から捻出するか、私は③をベースに②と①を組み合わせる形での対応が現実的だと考えている。政府はこの点を曖昧にせず、国民に選択肢をきちんと説明すべきである。

3) 原子力の新設は見合わせ、ガスタービン発電、太陽光などで増加分を確保

それでは、省エネを徹底した上で経済の成長に必要な電力を中期的にどのように確保していくか。私は1-5年の短期での切り札はLNGを燃料としたガスタービン発電、10-15年単位の中期では太陽光、地熱、風力などの自然エネルギーであろうと判断している。原子力については、既存の発電所は安全対策を強化した上でなるべく活用していくとしても、これだけの原子力事故を起こした以上、新設については当面見合わせるのが妥当だと考えている。もちろん、長期的には技術革新、世界の原子力政策を参考にして、判断していくことになるだろう。

まず、LNGを使うガスタービン発電だが、石油火力よりもコストが30%以上安く、CO₂の発生も少ないのが利点だ。加えて、米国で「シェールガス」が登場したことによるガス価格の低下メリットも大きい。また、納期が半年から1年と短く、発電量も一基30-40万キロワットと手頃で、既存の火力発電所の中に組み入れて建設できるため、立地コストも安い。大震災の後、東京電力も電力の供給力を短期的に増やせるガスタービン発

電に着目、三菱重工業などに大量発注している。

太陽光発電も有力だ。太陽光は太陽の光を太陽光パネルで電気に変換して、電力を取り出すもの。私自身は20年以上前に三洋電機の研究所で太陽光パネルをサハラ砂漠に敷き詰めて発電し、電力損失のない超伝導ケーブルで世界中に供給するというジェネシス計画という気宇壮大なプロジェクトに魅せられて以来、関心を持ち続けてきた。

近年は光電変換効率も高まり、各家庭が太陽電池パネルを自宅の屋根に乗せ発電した余剰電力を電力会社に買い取ってもらう「太陽光発電の余剰電力買い取り制度」が2009年11月よりスタートし、キロワット時42円の価格で買い取りを始めて、大いに普及するようになってきている。この大震災を機に、導入機運がさらに高まるものと期待される。

4) 長期ではマグネシウム発電の実用化を急ぐ、政府は積極支援を

最後に、2025年、15年先以降の長期的観点で注目しているのが、CO₂、二酸化炭素を出さず、放射能汚染もないクリーンなエネルギーとしてのマグネシウムの活用である。マグネシウムが酸素と反応して酸化マグネシウムになる時に熱がでる。キログラム当たりの熱量は石炭の83%とそんななく、石炭を燃やすと必ず出る二酸化炭素や硫黄酸化物は出ないという燃料としては優れた特徴を持っている。資源量も問題なく、マグネシウム化合物を含む鉱石は地上ではゴビ砂漠に大量に存在し、また海水中にはほぼ無尽蔵にある。さらに、水素のような爆発の危険もない。

ただ、今の製法ではキログラム当たり300円もして、とても高くして燃料に使えない。だが、東京工業大学の矢部孝教授が開発した太陽光励起レーザーを使った画期的製錬法を使うと、キログラム当たり100円前後になり、燃料としての活用が見

えてくる。すでに、太陽光励起レーザーを使ったテストプラントで、実用化が進められている。海水からマグネシウムを取り出す低コストの「淡水化装置」の開発も進んでいる。

矢部教授は、海水からマグネシウムを取り出し、レーザーで精錬し、燃料として利用して、生じた酸化マグネシウムを再度マグネシウムに製錬する「マグネシウム循環社会」のビジョンを描いている。教授はまずマグネシウム空気電池車のように、内燃機関に応用し、大量にマグネシウムが供給できるようになった後は、火力発電所の燃料を石油・石炭からマグネシウムに置き換えることを考えている。既存の火力発電所のインフラはそのまま使え、燃料を換えることで、CO2問題も解決できるわけで、まさに実現すれば画期的な「マグネシウム循環社会」がやってくる。

教授によれば、日本国内よりも海外の方の関心が高く、モンゴル、トルコなど、海外から招かれることが多い一方、日本国内の関心は今一つのようなうだ。せっかく可能性のある国産の技術開発である。ぜひ、政府も国民も関心をもってこの開発を後押ししたいものだ。このマグネシウムの活用、マグネシウム発電については、矢部孝、山路達也著「マグネシウム文明論」(PHP新書、2010年刊)が分かりやすい。

4. サプライチェーン問題からの教訓

1) 自動車はマイコン不足で大減産、購買・在庫管理の在り方見直しへ

今回の大震災では、電力供給問題と並び供給網の寸断、サプライチェーン問題がクローズアップされた。この問題が大きく影響したのが、部品点数が20,000点以上と多く、数多くのサプライヤーから部品を購入し、ジャストインタイムという在庫を持たない経営を実践してきた自動車産業であ

る。

自動車産業は3月11日の大震災後、部品調達が困難になり、4月18日に生産を再開できるまで1カ月以上にわたり生産停止を余儀なくされた。2011年3月の鉱工業生産が2月比15%も落ち込んだ最大の理由が、この自動車の生産停止であった。しかも、4月18日に生産を再開しても、5月までは操業度50%と極めて低い操業が続いた。

なぜ、ここまで自動車の減産が大きくなったのか、2つの問題が関係している。1つは自動車用マイコンで40%以上の世界シェアを持つルネサスの主力の日立那珂工場が大震災で壊滅的被害を受けたことだ。このため、当初7月まで生産再開できないと言われ、リードタイムを考えると、8月のお盆明けにならないと、マイコンの供給が再開されないという悲観的状況になった。

このため、自動車メーカーは当初2か月のマイコン在庫を操業度50%に落して4月中旬から8月中旬までの4か月間使い、8月中旬からマイコン供給が再開されるのを待ち、操業度を上げていくとの生産計画を立てた。その一方、ルネサス日立那珂に業界あげて応援部隊を派遣し、前倒し生産の可能性を探った。結局、ルネサスの生産再開は1か月早まり、6月初頭に生産再開、7月下旬には供給再開となった。このため、操業度を6月から上げ、8月以降通常操業という見通しになってきた。

2つは、2007年の中越沖地震の折に理研のピストンリングの供給がストップし、1週間ほど自動車生産が止まった時の反省にたち、その後、部品の複数購買を強化してきたが、川上の素材の供給が1社に集中していて、複数購買が機能しなかったというのがある。

すなわち、自動車メーカーは複数のサプライヤーから部品購入していたので、リスク分散できていると思っていたが、部品メーカーが川上の同じ素

材メーカーから仕入れていたため、素材メーカーが被災し、リスク分散になっていなかったというものだ。こうした問題を受け、自動車各社は、このあと購買、在庫管理の在り方を考え直すことになるだろう。

2) 在庫管理は部品の重要性に応じてランク分け、ルネサスの収益性は正も課題

では、どういったことを教訓にするのか。第1は、在庫管理を部品の重要性に応じてランク分けすることだ。エンジン制御に使うマイコンのように車種別に調達先のメーカー、製造ラインの認証を必要とし、簡単に他社から調達できないような最重要部品は従来の2か月ではなく、4か月ほどの在庫を持つ。

実際、建設機械などもエンジン制御等にマイコンを使っているが、5か月ほどの在庫を持っていて、減産に追い込まれなかった。念のため付け加えると、半導体メーカーはルネサスではなく、米系のフリースケール社と聞いている。

一方、汎用的な自動車部品の多くは、マイコンのようにシリコンの投入から製品供給まで1.5-2か月もかかるということはなく、ここはジャストインタイムの在庫管理を続けたら良いだろう。ジャストインタイムは平時においては、効率的で優れたものである。

第2は、複数購買によるリスク分散がきちんと

機能するかどうかという問題だが、川上の素材調達先まで購買担当者が把握し、リスク分散の実があがる仕組みを導入することだろう。素材メーカーのシェアが高く、どうしても集中するのであれば、素材メーカーの他工場での並行生産をお願いするなどが考えられる。

それから、これほど重要な部品を扱い、世界シェアも高いルネサスの収益性が低く、財務の安定性も十分でないという課題がある。もちろん、ルネサスはマイコン以外にシステムLSIを手掛けており、そちらの収益性が極端に低いことが影響している可能性があるが、おそらく自動車用マイコンだけをとっても、世界シェアが40%以上ある割には、収益性が低い可能性が高い。

自動車メーカーが協力し、品種の数をもう少し絞り、量産効果が出やすい形にすることやもう少し利益が出るように価格面で配慮することなどが必要だろう。収益性が向上し、財務が安定することは、設備投資、研究開発投資の面でもプラスは大きく、長い目で見れば、自動車メーカーにとってもメリットはあるはずだ。また、システムLSIの収益性の低さは、日本の半導体メーカーに共通しており、思い切って台湾や韓国のファンドリーに生産委託するなども考えられよう。

いずれにしても、今回のサプライチェーン問題から、いくつかの教訓を引き出し、今後に生かしていく必要がある。

(注) ルイス転換点とは工業化の過程で農業部門の余剰労働が底をつくこと。マグネシウム空気電池車は、マグネシウムを燃料として走る自動車である。

提言1 市場に立脚した財政・金融のマクロ政策

- 1) 今後必要な復興事業予算 16兆円

大震災に伴う被害額	20兆円*
11年度第一次補正予算	-4兆円
今後必要な復興事業予算	16兆円

*内閣府推計 16-25兆円の間値
- 2) 復興事業予算財源案
 - ・復興国債 16兆円を発行
 - ・13年度にデフレから脱却。14年度から4年間、増税で償還
 - ・年4兆円の臨時増税の内訳

消費税率1%アップ	2.5兆円
所得税の臨時増税	1兆円
固定資産税・都市計画税の臨時増税(国税)	0.5兆円
	計 4兆円
- 3) 日本銀行による量的緩和政策の拡充
 - ・長期国債の買い取り枠、リスク資産の買い取り額を増加

(出所)筆者

提言2 長期的なエネルギー政策の骨子

- 1) 震災を機に省エネ施策の徹底
 - ・LED照明にエコポイント
 - ・省エネと同時に新産業育成の視点を加える
- 2) 浜岡以外の原子力発電所は維持へ
 - ・日本の電力供給の29%を占める原子力発電の現実
 - ・原子力発電はコストが低く、電力会社の収益源
- 3) 原子力の新設は見合わせ。電力供給の増加分はガスタービン発電、太陽光などを活用
 - ・ガスタービン発電はCO2排出量が少ないLNGを燃料とし、出力が30-40万kWと小さく、建設までに時間がかからない
- 4) 長期ではマグネシウム発電の実用化を急ぐ
 - ・マグネシウムの製造コストを下げ、石油、石炭に代わる燃料として利用
 - ・既存のインフラが使え、CO2発生が防げる画期的なもの

(出所)筆者

震災復興を新しい国の形を再考する契機に

山 田 大 介

目 次

はじめに

1. 東日本大震災の特徴・影響

2. 復興を考える上での幾つかの視点

3. 東北復興に向けたコンセプト

4. 復興ファイナンスをどう考えるべきか

5. エネルギー政策に関する視点

終わりに

震災復興に際して、「守るべきもの」は被災地を含む日本国民の生活であり、そのためには企業活動が円滑に営まれ、雇用が持続的に創出されるような環境を整備しなくてはならない。電力不足等に起因する生産活動のなし崩し的な海外移転は絶対回避せねばならない。震災前から日本経済・産業を襲っていた構造要因から目を逸らさず、むしろ復興を通じて構造問題に対処して行く、新しい国の形・あり方を再考して行くとの視点が重要である。

はじめに

リーマンショックに端を発した金融危機から、漸く回復の足掛かりを掴み始めたかに見えた日本経済を、東日本大震災という未曾有の衝撃が襲った。先の金融危機が世界全体を「平等に」襲ったのに対して、今回の危機はまさに日本固有のものである。2011年3月11日を境に国家、企業、家計の何れもが戦略の描き直しを求められている。

一方、震災前後で、日本経済が多くの構造問題

を抱えている状況に聊かの変化もない。例えば企業の競争環境についてみると、①市場の中心が新興国にシフト、②そうした需要構造の変化に、持続的な円高圧力が相俟って、企業の生産拠点の海外シフトが続いていること、③世界貿易環境の変化(WTO<世界貿易機関>を軸とする多国間の議論から、個別FTA<自由貿易協定>への重点シフト)など、不可逆的とも思える変化が生じている。また、そもそものマクロ環境についても、少子化・高齢化の進展はもとより、長期間にわた

山田 大介 (やまだ だいすけ)

株式会社みずほコーポレート銀行執行役員産業調査部長。1984年東京大学経済学部卒業。同年日本興業銀行入行。同行ニューヨーク支店、業務部、みずほコーポレート銀行業務管理部次長、企画グループ統括役員付コーポレートオフィサー、産業調査部次長、産業調査部部長を経て、2011年4月より現職。

る超金融緩和にも拘わらず解消の兆しが見えないデフレ、先進国の中で突出した財政赤字水準等、日本経済・企業の健全な発展のために早急に何らかの手立てを打つことが必要な問題が山積している。

今回の震災は、多くの課題を抱えている日本にとって、更なる艱難辛苦を与えるものであることは間違いない。しかしながら、過去、日本経済、企業は幾多の試練を乗り越えてきた歴史がある。今回もそうした柔軟性、対応力を発揮できるはずであり、「今回の震災によって日本のダウントrendは決定的」との一部の論調を必ずや見返せねばならない。

1. 東日本大震災の特徴・影響

東日本大震災の主な特徴を、過去の自然災害との比較に留意しつつ整理してみる。まず指摘できるのは、その規模の大きさ、被災範囲の広さである。みずほコーポレート銀行産業調査部では被害総額を約17兆円(GDPの3.5%)と見積もっているが、これは阪神・淡路大震災の1.7倍であり、

明治以降では関東大震災(当時のGNPの40%の被害総額)に次ぐ大きさである。被災地域という観点からは、阪神・淡路大震災では、兵庫県南部の都市機能が麻痺状態に陥ったが、被災地域自体は限られたものであったのに対し、今回は津波に襲われた東北地方太平洋岸はもとより、内陸部も含めて広範な地域に被害が及んだ。

また、震災のサプライサイドへの影響の大きさも顕著である。もちろん、震災による消費マインド、企業マインドの悪化を反映した需要の落ち込みも無視できないが、今回は被災地に集積していた短期的に生産代替が効かない部品を生産している企業の多くが被災した。サプライチェーンが寸断された結果、国内のみならず海外における川下産業(完成車、電機等)の生産活動に多大な影響が及んだ。阪神・淡路大震災時に比して、生産活動のグローバル化、サプライチェーンの高度化が進展したことも、影響を拡大させた一因となっている。

更にはエネルギーインフラへの影響である。先に述べた被害総額17兆円のうち、エネルギー関

図表1 東日本大震災の被害総額推計

被害総額(推計)				
単位：兆円		阪神淡路	東日本	備考・試算根拠等
家屋・ビル		5.8	3.1	阪神淡路： 5.8＝家屋 3.0(256千戸)＋ビル等 2.8 東日本： 3.2＝家屋 1.8(147千戸)＋ビル等 1.4
インフラ	港湾	1.0	0.7	神戸港／大船渡港、仙台塩釜、釜石、鹿島、常陸那珂、日立外 ＊物流規模は略同じ、基幹港としての神戸を勘案し、0.7掛けて試算
	鉄道 道路外	0.9	1.0	
エネルギー	電力 石油	0.4	3.2	【原子力】：福島第一(廃炉)・女川・東通【火力】：東北3割、東京2割被災 【水力】：被害軽微【送配電】：変電所、断線【石油】：鹿島、仙台、千葉
	原発 賠償	－	2.0	
				原発30km圏内人口＝21万人 JCO臨海事故損害賠償(150億円)をベースに試算
商工関係		0.6	4.4	阪神淡路損壊率(5.9)－ビル被害(1.4)
農業関係		0.2	0.9	含む 津波被害に伴う土壌改良費用
文教・医療等		1.1	1.8	兵庫県：岩手、宮城、福島等＝100：160
その他共計		9.9	17.2	GDPの3.5％程度

(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部

連のみで5兆円に達すると推計される。震災直後、東北・関東地方では大規模停電回避の観点から計画停電が実施され、震災によって生産設備自体に大きな打撃を被ることがなかった産業においても、生産活動に支障を来たした(とりわけ、品質管理上、常時通電が必要な電機等)。そして今なお震災復興に深刻な影を投げかけている福島第一原子力発電所の事故である。地震及び津波に加え、原発事故の勃発によって、震災の影響は複雑骨折の様相を呈している。中長期的に見れば、地震・津波によるインフラの毀損もさることながら、原発問題が日本経済、企業行動に及ぼす影響が懸念される。

では、突出した被害規模、また、原発事故により複雑性を増している今回の震災の影響をどのように捉えたら良いのであろうか。震災を含む自然災害の経済への影響を時系列的に整理すると、一般に、①設備、社会インフラ等の資本ストックの毀損を通じた生産活動の停滞、各種マインド悪化による支出の減少等により、経済が需要面・供給面の双方から縮小、②その後、毀損した各種ストックの再建(復興)を通じて、中長期にわたって、需要・供給の双方から景気が押し上げられることになる。

今回の震災でも、足許、各種インフラ、サプライチェーンの寸断による生産活動の落ち込みが、とりわけ自動車、電機関連等にて顕著である。また、震災直後こそ、非常食、乾電池、ミネラルウォーター等に対する一時的な需要増がみられたが、「買占め」が鎮静化する中で、むしろ、未曾有の災害を前にした消費者マインド、企業マインドの落ち込みが消費や設備投資等の企業活動を抑制する効果が懸念されている(連休中の行楽地の人手は、地域差はあるもののますますであったようであり、過度な自粛は回避されつつあるように窺えるが……)。

一方、やや長めの時間軸でみると、復興需要による一定の景気押し上げ効果は期待し得る。既に政府は応急仮設住宅の供与、災害復旧公共事業費(道路、港湾の補修など)等を含む第1次補正予算を編成済であり、東日本大震災復興対策本部を中心に検討が進められている各種復興プランを反映した第2次補正予算の編成も視野に入っている。今後、累次の補正予算編成、更には来年度当初予算への反映も含めた兆円規模の復興財政支出が予想される。こうした「真水」の増加は、確実にGDPを押し上げるとみられ、短期的な需要の下振れを緩和して行くこととみられる(実際、阪神・淡路大震災の際も同様の動きが見て取れた)。

しかし、景気・企業活動が上記のような「想定通り」の展開を辿るかどうかに関して、不透明感を投げ掛けているのが電力問題である。企業活動にとってはまさに血液ともいえる電力供給に制約が生じていることの影響は、東北・北関東地方に生産拠点を有する企業に留まらない。懸念された夏場の電力供給に関して、現状、5,500万^{キロ}ワット程度の供給に目処との報道もみられるが、東北・関東エリアにおいて電力供給が総量として不足している状況に変化はない。更に中部電力浜岡原子力発電所の停止を受け、中部圏での電力供給に関しても、予断を許さない状況となっている。夏場の天候次第では、全国的に深刻な電力不足が発生する可能性も否定できず、そうしたリスクの存在によって、震災前から激しい国際競争に晒されていた自動車、電機等の輸出産業における生産拠点の海外等への移転が加速する虞がある。

また、一時に比しては鎮静化しつつあるように見えるが、「風評被害」も心配の種である。価格や品質面以外の根拠のない理由で「日本」が忌避される理不尽さに風評被害の特徴があり、その影響は食品、観光のみならず、工業製品、対日直接

投資にまで拡大する気配を見せている。風評被害の怖さは、一度拡大してしまうと対応が困難であるところにある。「人の噂も七十五日」、「時が解決する」といった待ちの姿勢では、新たな人災の種となってしまう。正しい情報をタイムリーに開示する政府の役割が切に求められる。

2. 復興を考える上での幾つかの視点

震災の影響は複雑な様相をみせ始めており、対応を誤ると日本産業の衰退を決定的にしかねないリスクを孕んでいる。災害復興支援策の策定に関しては、被災者・被災地の個々の事情に十分配慮すべきことは言うまでもないが、一方で復興策を考える上での「羅針盤」の如きものが求められる。そうした観点から、重要と思う視点を幾つか述べておきたい。

第1に震災前から日本経済・産業を襲っていた様々な構造要因から目を逸らさず、むしろ復興を通じて構造問題に対処して行く、復興を新しい国の形・あり方を再考する契機とするとの視点である。言葉を変えれば、震災前に想定していた日本経済・産業の「ありたき姿」、例えば「産業構造ビジョン」で示された「国を挙げてのグローバル競争力強化」を目指す姿勢を変えてはならない。復興に際して、国内のみならず海外のヒト・モノ・カネを効果的に活用するとの観点に立てば、法人税減税の見送りやTPP（環太平洋経済連携協定）への参加検討先送りが果たして正しい選択なのかどうか、疑問の余地大である。

第2に、復旧・復興において短期間に多くのことを成し遂げなければならないが、「守るべきものは何か」を明確にした上で、やるべきことの順番にプライオリティをつけることである。言うまでもなく「守るべきもの」は被災地を含む日本国民の生活であり、そのためには雇用が持続的に創

出されるような環境を整備しなくてはならない。国内において雇用が創出されるためには、企業活動が円滑に営まれ続けることが必要となる。経済成長があってこそ、雇用・所得の回復、震災復興の原資となる税収増が実現する。電力不足等に起因する生産活動のなし崩し的な海外移転→国内企業活動の縮小→雇用減→人々の所得減少→生活水準の低下、といった悪循環を断ち切ることが重要である。復興対策、原発事故への対応を考える際にも、「守るべきは人々の生活」との視点を忘れてはならない。

第3に震災、原発事故を受けて、企業や家計が先行きに不安を感じている状況下、政策当局の混乱によって更なる不透明感、不確実性が付加されることがあってはならない。指揮系統の徒な複雑化、場当たりの対応の繰り返しは、天災を人災としかねない。震災復興において「想定外」という言葉が聞かれないようにすることが重要である

上記3点を念頭におきつつ、以下、復興について幾つかの具体的なアイデアを述べてみたい。

3. 東北復興に向けたコンセプト

震災復興に向けたグランドデザインのあり方を考える場合、そもそも今回の被災地、即ち東北地方がどのような特徴、トレンドを有する地域であったのかを踏まえる必要がある。国土の18%に人口の7%が居住し、6%（域内総生産ベース）を稼ぎ出す東北地方の特徴としては、①豊かな自然を背景に農林水産業が発達する一方で、日本の中でも人口減、高齢化の進展が顕著であったこと、②昭和50年代以降、エレクトロニクス系の生産拠点が多数進出して産業集積が進んだ結果、製造業でみると電気機械産業の規模、国内シェアが高かったことなどを指摘できる。

①に関して、震災前から人口密度の低下を背景

に一人当たり行政コストは増加傾向にあり、今後、社会インフラの復旧が進んでも、東北地方における労働人口の減少傾向を反転させることが出来なければ、再建したインフラの維持・更新は、早晩、困難となる虞がある。「元に戻す」、「災害に強い街造り」のみでは地域の衰退を防ぎ得ないことは、北海道奥尻島の震災・復興の例をみても明らかである（復興は順調に進んだが、被災前からの人口減少傾向は変わらず、足許の人口は被災前の2/3程度）。復興策は東北地方の弱点を補い、強みを活かすような内容でなければならない。各自治体や被災者の個別事情に最大限配慮すべきことは論を俟たないが、一方で錯綜する利害関係の調整に手間取っている間に、結果として「原状復帰」となってしまうことは避けねばならない。

先述の通り、地域の復興において重要なのは雇用の創出であり、そのためには東北地方の特性を活かした産業の育成が不可欠となる。東北地方ではエレクトロニクス関連の集積が進んでいたことを背景に、自動車・半導体・医療機器を核とする産業集積を図る「東北ものづくりコリドー」構想が展開されていた。その他、医療機器等のライフサイエンス分野を中心としたクラスター化を図る構想や、内閣府の募集した総合特区提案の中では、冷涼な気候を活かしたデータセンター集積の提案も目立った。もちろん、産業振興は既存のアイデアのみに縛られる必要はないが、これまでの取組を活用することは時間節約の観点からもプラスと考えられる。産業誘致によって雇用をしっかりと確保した上で、東北地方の復興を通じて、日本の直面する諸問題、即ち少子化、高齢化、産業の空洞化、社会インフラの老朽化等を一体的に解消する取組、例えばコンパクトシティ構想の実現を試みることも一案である。繰り返しになるが、財政資金による復興によって社会インフラ等が整備され

ても、東北地方における産業育成・誘致なくして、持続的な地域経済の発展はあり得ない。産業誘致による雇用創出がなければ、コンパクトシティ等のエコタウンを作ってもゴーストタウンとなるだけである。

こうした施策を実現に移すためには、特区制度の拡充等の強力な政策的インセンティブに加え、地域社会の自発性を十分に踏まえた合意形成が行われなければならない。その点、被災県（岩手、宮城、福島県）を中心とする東北地方全体の最適に配慮しつつ、被災地自治体の個別事情への目配りも可能とすべく、省庁横断的なコントロールタワーを設置（例えば「復興庁」：仮称）することは一考に値しよう。復興庁は復興のグランドデザインの策定、各種立法措置、予算措置、規制緩和等を担当する一方で、各論に関しては地元事情に精通した民間セクターのノウハウを大胆に活用する等の棲み分けも有効となろう。復興策は「中央のプラン」と「地元の感覚」の双方が程よくミックスされたものであることが理想である。

4. 復興ファイナンスをどう考えるべきか

復興にはカネが掛かる。第1次補正予算は、基礎年金国庫負担の年金特別会計への繰り入れ減額、子供手当の減額、高速道路料金割引の一部凍結、予備費の活用等を通じて、国債の追加発行なしでの編成となった。しかしながら、本格的な復興対策の反映が見込まれる第2次補正予算では財源問題、即ち財政赤字増大の悪影響を顕現化させずに復興資金を如何に調達するか、が大きな論点となる。

復興資金の調達は、単純化すると歳出削減、増税、国債発行の何れか、またはその組み合わせに拠らざるを得ない。見合い財源を明確にしないままの単なる建設（赤字）国債発行は、財政のサステナビリティに対する市場の疑念を喚起しかね

ない。ましてや国債の日銀引き受けに至っては日本国に対する信用を決定的に傷つけることなろう。米国の格付会社S & Pは、4月27日、日本国債の格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げたが、理由として、膨大な震災復興費用を背景に日本の財政悪化がこれまで以上に進みかねないことを指摘している。

まず、公的資金で賄うべき復興策と民間資金の活用が可能な復興策をしっかりと峻別することが重要である。被災者の当面の生活資金や道路、港湾等の社会的インフラの整備の見合い資金としては、基本的に公的資金が中心となろう。一方、民間部門が事業主体となり得る分野(住宅建設、工場再建等)、将来のキャッシュフローによる債務償還を期待し得る公共施設建設等については、民間

資金の活用が考えられる。このような仕分けをしっかりと行った上で、短期的には国債発行による繋ぎファイナンスを行いつつも、公的資金部分の最終的な財源は増税に拠らざるを得ないと思われる。もちろん、政策の優先順位、不要不急の歳出の見直し等を十分行い、また、増税の景気への悪影響にも十分配慮する必要はあるが、財政赤字の現状に照らせば、何らかの増税による財源手当てが必要であろう。その場合、電力不足による重荷を背負っている企業部門の国際競争力をこれ以上殺ぐべきではないとの観点から、法人税増税(税率引き上げ、租税特別措置の改廃等)もしくは消費税率の引き上げが選択肢となろう。

図表2 復興ファイナンスに対する考え方

対象	代表的な資金使途		見合い資金		
被災者	消費性	足許の生活資金	給付	政府・地方自治体支出 (地方交付税を活用した復興基金) 義援金	公的資金
被災企業	投資性	住宅建設	貸付・出費	官民連携による 体制構築	民間資金
政府・自治体		運転資金 設備投資 基礎インフラ建設 (道路・港湾等)			
		公共投資		政府・地方自治体支出 (税金、国債・地方債等)	公的資金

(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部

なお、復興資金ファイナンスにおける民間資金の導入に際しては、政府系機関等が公的信用補完を通じて低利調達した資金(政府保証債の発行等)を呼び水的に活用することが考えられる。「財投復活」との批判もあろうが、本来、民間の余剰資金を政策的に正しい方向に導く上で公的信用力を活用することは間違っていない。「財投」は、公的信用力を利用して、民間資金を歪んだ方向に誘

導したことに問題があったのではなかろうか。

官民がスクラムを組んだ復興ファイナンスの前提となるのは、金融システムの健全性が維持されていることである。震災によって、東北地方の一部の金融機関は店舗閉鎖を余儀なくされる等、甚大な被害を被っているが、日銀による潤沢な資金供給(リスク性資産を中心に5兆円程度資産買入基金を増額、総額40兆円程度)などが奏功して、

金融システム全体としては健全性を確保している。その点、リーマンショックに起因する金融危機との大きな差異となっている。

こうした中で懸念されるのが、東電債を始めとする電力債の信用スプレッドが拡大していることである。足許の社債発行残高約60兆円のうち、電力債は約13.5兆円(シェア22%)、東電債は約5兆円(同8%)となっており、電力債が社債市場の指標銘柄と言われる所以となっている。公共性の高い電力会社が発行する債券は、社債市場において、あたかも「暗黙の政府保証」が付されているかの如く高い信用力を享受してきた。現在生じているのはこうした前提が大きく崩れようとしていることであり、同様に「暗黙の政府保証」を享受している財投機関債等への波及も懸念される。電力債や財投機関債は、多くの金融機関(とりわけ預貸率が低下している地域金融機関)が投資対象としており、そうした債券の信用劣化は、金融機関のバランスシートの悪化に繋がり、民間金融機関による円滑な復興ファイナンスに悪影響を及ぼしかねない。

政府は原発補償の枠組みを正式決定したものの、今後、枠組みを具体的な法案に落とし込む過程で、なお、細部の調整が行われるとみられる。原発補償に関する曖昧な状況が続くと、東電を始めとする電力各社の資金調達、ひいては電力の安定供給のための設備投資に支障を来しかねない。守るべきものは、①被災者の生活、即ち被災者への早急かつ十分な補償、②システムの安定性、即ち電力供給、金融市場の安定性の確保であるとの基本認識の下、冷静な議論が求められる。

5. エネルギー政策に関する視点

上述のように、東日本大震災への対応を非常に難しくしているのは原発問題である。日本産業の

競争力を維持するためにも、原発問題の解決並びに電力供給の早期回復が求められる。

短期的には、被災火力発電の早期復旧に努めつつ、民生/業務(オフィス)を中心とした節電対策(例えば、家電の待機電力カット、オフィスでの日中照明削減、エアコンの設定温度引き上げの徹底等)により需給をバランスさせることに注力し、産業への影響を最小限に留めることが重要である。足許の電力需給バランスは依然として予断を許さない状況であるが、東京電力による既存火力発電の復旧努力等を背景に、今夏の電力供給は5,500万^{キロ}ワット程度の確保に目処がつつきつつあるとされており、大口需要家の需要抑制は当初の▲25%から▲15%へと緩和の方針が示されている。

当然ながら、情勢は流動的であり、今夏の電力需給に関してなお油断できないことは言うまでもないが、より重要なのは足許の需給対策に加えて、中期的な電力需給回復に向けたロードマップを示し、企業の直面する不確実性を少しでも軽減することであろう。まずは、2012年夏の電力供給不足の解消に向けた道筋を早期に公表することによって、電力供給面が各種復興策を制約するような状況を回避し、生産拠点のなし崩し的な海外移転を未然に防ぐことに注力すべきである。

阪神・淡路大震災前の神戸港は世界第6位のコンテナ貨物取扱を誇る国内最大の貿易港であったが、一方で、高雄、釜山などの新しいアジアの港湾の猛追に押され、地位が徐々に脅かされる状況であった。震災で大打撃を受けた神戸港は、官民の協力のもと2年で完全復旧をみたが、その間に貨物の流れは劇的に変化し、高雄、釜山にシフトした貨物は戻らず、現時点でも神戸港の貨物取扱高は震災前の半分程度に留まっている。この例からも分かるように、グローバルな競争が激化する中、企業活動・物流は非可逆的であり、一度失っ

た流れを復興後に回復することは極めて困難であることを十分に踏まえる必要がある。

火力発電所を中心とする緊急避難的な供給力の増強が一段落すれば、中期的な電力供給インフラのあり方を議論するステージが待っている。原発の新設はもとより、定期検査中の原発の再稼働までの時間軸の見極めが困難な中、原発を代替し得るベースロード電源としてはLNG火力発電に頼

らざるを得ない。一方、LNG火力発電は原発に比して、発電コストの高さと、何よりも温暖化ガス排出量削減の流れに反するという問題を抱えている。こうした状況下、中期的な電力供給体制に関しては、①新エネルギーの本格導入、②スマートグリッドの導入、③東西融通の本格化、④原発運転の再開の検討といった合わせ技による総合的な取組が必要となろう。

図表3 東日本エリア 電力供給回復への道筋

	2011年夏	2011年冬	2012年夏	中期課題
戦略目標	経済活動停滞の極小化	経済活動停滞の極小化	経済活動停滞懸念払拭	持続可能性追求
戦術目標	計画停電回避 産業界への電力配分	最小限の節電対策	供給不足の解消 総量規制回避	コスト抑制 CO2排出抑制
対策	東電火力一部復旧 IPP再開・他社電源復旧	東電火力全部復旧 LNG火力新設	他社電源復旧 LNG火力新設	LNG火力増強・効率化
		新エネ緊急導入	新エネ緊急導入	新エネ本格導入
		柏崎刈羽一部運転再開	柏崎刈羽全面運転再開・女川・東通再開	
	節電啓発、効率規制	節電啓発、効率規制	節電啓発、効率規制	スマートグリッド (ダイヤモンドコントロール)
			周波数変換増強 (30万kW)	東西融通の本格化 (周波数変換600万kW)

(出所)みずほコーポレート銀行産業調査部

(1) 新エネルギーの本格導入

太陽光発電は、設置工事が比較的簡単で短期的に導入加速が可能な発電ツールである。その導入促進を図る場合、本年4月からのインセンティブ低下(補助金:7万円/Kw→5.6万円/Kw、買取:48円/wh→42円/wh)の撤回は必須である。仮に一都六県の戸建て住宅の2割に太陽光発電設備が新規導入されれば、最大発電時4.5百万kW程度の能力増強効果があると試算できる。一方、風力発電に関しては、東北地方におけるポテンシャルの高さに加え、太陽光発電対比で低位に抑えられている買取料金の見直しや建築基準に関する規制緩和、電力事業者による買取りを義務付ける等、

政策的な後押し余地が大きいことも魅力である。日本の風力発電建設コストは諸外国対比で割高となっており、今後の建設コストの引き下げ余地も小さくない。

こうした新エネルギーの課題として、出力の急変動、余剰電力の発生が指摘されており、新エネルギーの導入に際しては、合わせて蓄電コストの引き下げを図る必要がある。この点、これまで原発の夜間電力の蓄電用に建設されてきた揚水発電設備の有効活用が考えられる。今後、原発の稼働率が下がる中で、余剰となる揚水発電所を活用することによって、新エネルギー発電の弱点をある程度補強できると考えられる。

(2) スマートグリッドの導入強化

スマートグリッド導入に向けた議論は、日本では極めてユニークな展開を辿ってきた。先行する諸外国では、主に経済成長や人口増加を受けた電力需要の拡大(電力不足)への対応や、投資不足による不安定な電力供給(頻発する停電、高い送電ロス率等)への対策として、供給サイドでのスマートグリッドと需要サイドでの各種抑制策が同時並行的にとられてきた。

これに対して日本では、電力が余剰傾向にあり、また、継続的な投資に支えられた堅固な電力供給体制(停電時間の短さ、低い送電ロス率、電力量の確実な計量＝料金の確実な回収)を誇ってきた。こうした中で、太陽光発電や風力発電等の再生可能エネルギーの円滑な導入をサポートするとの観点からスマートグリッドの議論が展開されてきた。

今回の震災により電力供給不足の長期化が現実問題となり、また、広域送電インフラ網の容量不足が顕在化する中で、諸外国と同じような視点での議論が活発化することを期待したい。具体的には、スマートメーターの導入により、個別家庭ベースでの電力使用量を「見える化」することを通じた需要の抑制、更には強制的な需要抑制による大規模停電回避をシステムとして担保して行くような施策も必要となろう。電力使用量の「見える化」に関しては、既に一部のサイトで「東京電力エリアの電気予報」という形で実現しているが、例えば、使用率が設定上限を超える場合、市町村による電力需要放送、TV放送等を通じた呼び掛け等の対策によって、節電を国民的運動として展開することも一案と思われる。更には、分散型スマートグリッドの導入によって、インフラ投資を極小化したスマートコミュニティの実現に向けた議論も活発化して行くと思われる。

(3) 東西融通の本格化

これまで電力供給不足を論じてきたが、実は日本全体でみると震災後も電力は供給超の状態にある。電力供給を偏らせているのが、東西の周波数の相違である。良く知られているように日本では歴史的な経緯から、東日本(50Hz)と西日本(60Hz)で電力周波数が異なっている。現在、周波数変換所は、佐久間周波数変換所(電源開発)、新信濃変電所(東京電力)、東清水変電所(中部電力)の3箇所があるが、設備容量は合計で100万Kwに過ぎない。周波数変換設備の増強工事に対して、従来、電力会社は時間と費用の面でネガティブなスタンスをとってきたが、今回の震災を契機に全国規模での周波数統一に向けた議論が喚起される可能性もあろう。

(4) 原子力発電政策の今後

東日本大震災はこれまでのエネルギー政策の抜本の見直しを迫るものである。近年、地球温暖化対策の切り札として世界各国が進めてきた原子力発電の促進は、足踏みを余儀なくされよう。既に中国、スイス、イタリア等で原発計画の一時停止がアナウンスされている。今のところ、多くの国々は中長期的に見て原発建設の方針は不変としているが、点検強化や基準見直し等の議論喚起は必至と思われる。日本は、成長戦略の一貫として、原発輸出を促進してきたが、当面、セールスに歯止めをかけざるを得ないと思われる。

福島第一原子力発電所は依然として予断を許さぬ状況であり、詳細な事故原因の解析・評価・対策には相当の時間を要する見込みである。既に国民の原発に対するネガティブな反応が明らかになっており、当面、①着工済の新設工事中断・延期、②着工計画棚上げ、③旧式炉の点検/停止、④定期検査等で停止中の原子炉の稼働先延ばし、⑤点

検サイクルの緩和策の見直し、⑥プルサーマルの見直し等の影響が予想される。原発再開に際しては、安全面の確認・整備、地元の同意はもとより、原子力発電政策を巡る国民的議論の喚起は必至と思われる。議論が収束するまでには相応の時間を要するとみられるが、一方で、震災前、日本の電力供給の30%を原発に頼っていたということは厳然たる事実である。加えて、低ランニングコスト、低炭素という原発の強みは変わらず、究極的には「原発との出直し共存」、「低炭素化の放棄」、「生活水準・産業活動の切り下げ」の選択を国民が迫られることになる。現在、原発はタブーの感があるが、一方で原発なしに日本経済、産業が国際競争に生き残って行けるかどうかとの難問に冷静に向き合っていくことが求められる

終わりに

アメリカ人にとって9・11が決して忘れることの出来ない日であると同様に、日本人にとって3・11は長く記憶に残る日となろう。震災直後、人々は言語を絶する光景にしばし思考停止状態に陥った。しかし、人間は強い。被災地では復興に向けた槌音が響き始めており、(心に傷を負いながらも)子供の笑顔が戻りつつある。

日本は、当面、被災地の復興に官民あげて全力投球すべきであることは論を俟たない。しかし、

一方で、そこに全力投球する余り、周囲の景色が全く目に入らない状況に陥ってはならない。日本経済、産業を取り巻く外部環境は震災前後で変わる訳ではない。アジアを中心とする新興国の経済成長を受け、日本の製造業の競争力はかつての輝きを失いつつある。たとえ震災がなくても、サプライチェーンの海外移転は不可避であったかもしれない。FTA/EPAを始めとする各国間の包括的経済連携等の締結は勢いを増しており、日本は周回遅れになってしまうリスクがある。エネルギー原材料価格を始めとした資源価格の高騰も、これから当面火力発電に多くを依存せざるを得ない状況下、資源小国の日本にとっては大きな痛手である。震災を契機にサプライチェーンの国際分散を進める動きが取り沙汰されている。もちろん、一企業の戦略として海外展開は好ましいものであり、その結果、その企業が強くなれば、回りまわって日本経済の強さに繋がるはずである。しかし、復興を巡る混乱や電力不足を背景に、企業がなし崩し的に日本脱出を余儀なくされるような事態は避けねばなるまい。「合成の誤謬」を回避するためには、現状を直視し、やるべきことにプライリティを付け、間断なく実行に移すことが求められる。この期に及んで「想定外」が起こらないようにすること、それこそが震災復興の基本であろう。

過去2回の大震災の3共通点、「円高デフレ・金融危機・政治不安」は回避可能か ——バランスシート問題に不可欠な「三位一体原則」

高田 創

目 次

1. はじめに一飢饉は人災
2. 1995年阪神・淡路大震災との比較
3. 関東大震災の教訓は
4. 過去の2回の大震災の3共通点
5. 震災に対応した「経済戒厳令」政策
6. 復興の課題はリスクマネー創出にあり
7. まとめとして、アナリストとしての課題

過去2回の大震災、関東大震災(1923年)、阪神・淡路大震災(1995年)の共通点は、①円高でのデフレ、②金融危機、③不安定な政治、にあった。以上の歴史教訓を背景に、震災における3原則は、①大震災で不足したのは「資本」であることを認識した上で債務肩代わり、②金融政策による円高回避も含めた収支・資本充実策、③先行きマインドを改善させる政策策定、政治安定。以上の3項目を三位一体として対応する「経済戒厳令」が必要。戦後の復興は以上の3項目が暗黙裡に実現した好例であり、戦後と同様に新たな資本創出システムでの成長シナリオ作成、「日本モデル」策定に向けた対応が重要。

1. はじめに一飢饉は人災

1980年代半ば、筆者が英国留学中にオックスフォード大学教授であったアマルティア・センの講義で聞いた飢饉に関する分析が今でも忘れられない。セン教授はベンガル(現在のバングラデシュ)の出身で、同地域は洪水等の自然災害に幾度とな

く見舞われた。そこでの体験も含めた分析は、飢饉が生じるのは洪水等の「自然災害」が直接の要因ではなく、大半の要因は、社会的混乱等で物流機能が不全になったことに伴う「人災」であったということだった。すなわち、洪水など自然災害で凶作が生じることもあるが、深刻な飢饉が生じるのはその後の社会不安や情報の不足等に伴う買



高田 創 (たかた はじめ)

みずほ証券 執行役員 チーフストラテジスト。1982年東京大学経済学部卒、1986年オックスフォード大学開発経済学修士。1982年日本興業銀行入行、2000年みずほ証券投資戦略部、金融市場調査部長を歴任。共著書に、「世界国債暴落」(2010年)、「金融社会主義」(2009年、東洋経済新報社)。2009年、行政刷新会議の事業仕分けに参加。

占めでの価格高騰など分配メカニズムの混乱に基づく「人災」的側面に伴うものであったことにある。

1995年の阪神・淡路大震災の被害総額はおよそ10兆円程度とされる。今回の大地震の規模はその水準を大きく上回るとの試算がすでに公表されているが、その水準は阪神・淡路大震災の2-3倍の20-30兆円程度とされる。ただし、1990年代以降のバブル崩壊後の日本経済を振り返れば、バブル崩壊に伴う金融機関の不良債権処理額は優に100兆円を上回る金額に上った。また、バブル崩壊に伴う国富の消失額は1,000兆円以上とGDPの2年分近い金額に上った。

1990年代以降の日本を襲った疾患が、バランスシート調整という、いわば「内科的な慢性疾患」であったとしたら、大地震に伴う疾患は「外科的」なものであり、その外科的なショックに伴う一時的金額は、実際には1990年代以降のバランスシート調整に伴う損失と比べて限定される。

ただし、先に示したセン教授の飢饉論に示されたように、飢饉という悲劇は、自然災害という純然たる「外科的」な症状によって生じるものではなく、むしろ、その後の影響・混乱によって引き起こされる、「人災」的色彩を持ったものである点にある。すなわち、地震そのものの直接的被害は限られても、マインドの低下、投資の減退、消費の減少等がスパイラル的に働くことにより成長率を引下げ、その結果、金融システム問題につながり、「複合感染」で、一層の信用収縮に繋がることの影響が大きい。

1995年の阪神・淡路大震災を振り返れば、大震災の直接的な被害金額は10兆円程度と限られても、その後、円高が急激に加わったことで企業

マインドが急に冷え、同年3月に地下鉄サリン事件も加わって民間セクターに不安が生じ、しかも、1990年以降の深刻なバランスシート調整が深く進行したなか「複合感染」として、1997年には金融危機にまで行き着いたことで膨大な被害をもたらした。1995年の阪神・淡路大震災は1997年以降の金融危機やその後10年以上続いたデフレ状況、「失われた20年」（第二の敗戦）の重要な岐路にあったと振り返ることが出来る。もう一段歴史を遡った1932年の関東大震災もその後のデフレと金融危機、さらには第二次大戦敗北（第一の敗戦）に向う大きな岐路になったと評価される。歴史的に、過去2回の大震災は、過去1世紀の「二つの敗戦」の一因になった可能性もある。

本論では20世紀以降に日本を襲った2回の大震災の教訓を検討しながら、今回の大震災の課題を考えることにする。今回の政策的課題も、大震災の「自然災害」の側面が、「人災」へと「複合感染」することを遮断することにある。過去の歴史をたどれば、2回の大震災の「人災化」には政治的背景も大きな役割を果たし、今回、その政治リスクをいかに回避するかも大きな課題である。同時に、日本が戦後行なってきたような復興の道を再び志向することが出来るかも改めて考えてみたい。まず、以下で2回の大震災を振り返ることにする^(注1)。

2. 1995年阪神・淡路大震災との比較

1995年の阪神・淡路大震災を振り返るうえで、図表1のように1993-95年と2009-11年の日米の政治環境とマクロ環境を比較するとそこには幾つかの類似性がある。当該時期は日米ともに政権交代が生じた時期で、日本ではそれまでの長期政権

(注1) 本論の執筆に当たっては、みずほ証券金融市場調査部、チーフフィナンシャルアナリストの柴崎健氏から多大なアドバイスを頂いた。この場を借りて御礼を申しあげたい。

からの転換期でその政治的指導性が問われる状況にあった。1995年の大地震後も、1995年4月の地下鉄サリン事件、債務調整に伴う住専処理問題

等が追加的に生じ、先行き期待の改善が充分に実現できないまま1990年代後半の金融危機に向かった。

図表1 1993-95年と2009-11年の比較

	1993-1995年	2009-2011年
米国の政治	1993/1、クリントン政権誕生(共和党から転換) 1994/11、クリントン政権中間選挙敗北(民主党)	2009/1、オバマ政権誕生(共和党から転換) 2010/11、オバマ政権中間選挙敗北(民主党)
日本の政治	1993/8/9、細川内閣誕生 1994/4/28、細川内閣退陣(在任263日) 1994/6/30、村山内閣誕生(62日後) 1996/1/11、村山内閣退陣(在任561日)	2009/9/16、鳩山内閣誕生 2010/6/8、鳩山内閣退陣(在任266日) 2010/7/11、参院選 2010/9/14、民主党代表選、菅内閣誕生
日本経済環境	1993年からの景気回復 金融問題再燃(住専)	2009年からの景気回復
海外環境	米国長期金利急上昇 1994年、メキシコ危機	2010年、欧州を中心にソブリン危機
為替	1995/3までの急激な円高	2010/11までの急な円高
その他環境	1995/1/17、阪神・淡路大震災 1995/3/20、地下鉄サリン事件	2011/3/11、東日本大震災

(出所)筆者

マクロ環境から1995年を振り返れば、震災という「自然災害」が1990年代後半の金融危機を経て「人災」となり、「複合感染」が生じたきっかけに円高によるマインド低下が存在した。今回も多く海外ファンドを中心に円高シナリオを流布することで投資機会を狙う動きも散見された。

図表2は1995年と2011年の日本の金融環境をバランスシート状況とそれに絡むレバレッジ状況

から比較したものだ。1995年から16年を経た日本の金融の大きな転換は、バランスシート調整が大幅に進展したことにある。1995年に存在した日本の企業の過剰債務問題と金融機関の不良債権を中心としたバランスシート問題は過去のものとなった。ただし、問題は過去16年で民間セクターのマインドが極端に悲観に転じたことである。今回の場合、本来、民間と金融機関のバランスシ

図表2 1995年と2011年の日本のバランスシート状況の比較

	1995年	2011年
日本のバランスシート問題	バランスシート調整で深刻な状況 但し、実態の把握はされず	バランスシート調整は2000年代半ばで概ね完了、 その後も企業はより債務圧縮に
企業の調整	過剰債務問題で深刻 レバレッジ高い	20年間の債務圧縮で筋肉質 レバレッジ低い
金融機関	レバレッジ高い 資金繰り問題生じうる	レバレッジ低い 資金繰り問題生じにくい
日本政府のバランスシート	比較的軽く、財政の余裕存在	バブル崩壊後の負担で債務が大きく、追加の余裕に乏しい
民間のマインド	インフレマインド、資産価格神話が残存し、 マインドは高かった	バブル崩壊後の20年の履歴でマインドの低下
為替	1995/4までの急激な円高	2011/3の歴史的円高

(出所)筆者

トの問題が軽微なだけに、民間セクターの一層の
マインド屈折を予防することが急務である。

1995年の特徴は、阪神・淡路大震災のような
危機が生じて、極端な円高にともない外需への
依存が困難な点だった。しかも、当時は日米の経
済摩擦が戦後最も緊迫した環境にあり、米国の対
日対応策も1990年代以降は対日強硬路線を為替
円高圧力で行なうなか、海外からの外需による収
支上のサポートを受けにくい状況にあった。1990
年代半ばは、中国を中心としたアジア新興
国からの需要は未熟であり、米国への依存偏重の
なか、海外からの支援不足が決定的なマイナス要
因になった。その結果、日本の産業・金融のバラ
ンスシート調整の本格化で信用収縮が進むなか、
マインドの低下が一層のデフレスパイラルに陥ら
せることになった。また、円高の進行が日本企業
の海外シフトでの空洞化、デフレマインドに至る
岐路になった可能性がある。今回も円高リスクか
らの回避をいかに実現できるかが重要な課題にな
る。

3. 関東大震災の教訓は

マクロ環境からみて、1923年に生じた関東大
震災の教訓は、その後の金本位制への復活(円高
の進行)でデフレ策をとってしまったことにある。
しかも、世界恐慌のなか、景気回復を外需に依存
することは困難であった。商品市況の下落も生じ、
東北を中心にした農村の疲弊が生じ社会問題化し
た局面でもあった。

関東大震災後の金融システムの変化も重要な論
点である。即ち、関東大震災で生じた不良債権は
震災手形として長期間、日本経済の足枷となった。
しかも、その処理が進まないなか、マクロ金融環
境がデフレ化し、昭和金融恐慌が発生して、金融
システム問題に至った。景気回復が進まないなか

では、不良債権処理の進捗は困難であり、関東大
震災により発生した不良債権の規模が大きいなか
で、一定の負担を民間銀行が担うことで、金融シ
ステム全体に対する信頼を毀損した。早期に巨額
の公的支援を実施することが金融危機対応では重
要であることの事例でもある。

昭和恐慌が収束した後、5大銀行(三井・三菱・
住友・安田・第一)への預金が集中し、中小銀行
の整理といった金融再編が進んだ点も注目すべき
である。1928年には銀行法が施行され、今日の
銀行システムの礎が築かれることになる。

今回、東日本大震災による不良債権の発生もま
た、金融システムに大きな影響を与える可能性も
ある。ただし、関東大震災では政府サポートに対
する不安や情報発信の不備によって金融システム
問題を生じさせた点を勘案すれば、今日、金融検
査マニュアルの特例措置・運用の明確化措置、監
督指針の特例措置や金融機能強化法の改正の議論
といった政府の金融システムに対する強いコミッ
トメントは高く評価されるべきである。歴史を遡
れば、今日のプルーデンス策の基礎である銀行法
の制定は昭和金融恐慌が収束した後の行なわれ、
現在の金融システムの枠組みが構築された。今回
の震災による金融機関の損失は大きいと想定され、
金融機能強化法等の枠組みを用いた資本充実対策
の拡大や一層の債務肩代りが展望される。

政治的な類似性も存在する。関東大震災が生じ
た1920年代の日本の政治環境は「二大政党」時
代から、少数政党の台頭が目立つ「小政党化」
に変化する環境であったが、その政治的な不安定
さが金融面の不安を強めた面があったことも重要
である。関東大震災の後、大正デモクラシーの潮
流のなか、政党政治の台頭が注目された。政友会
と民政党の「二大政党時代」は「憲政の常道」と
されて民主主義の発展とされたものの、現実には

政治の混乱とポピュリズムで両党の足の引っ張り合いに陥ったことは重要な点である。

4. 過去の2回の大震災の3共通点

大震災後の3共通点は、①円高デフレ、②金融システム問題、③政治不安

以上を総括し、1923年関東大震災、1995年阪神・淡路大震災と今回を比較したのが図表3である。

過去の大震災の歴史を振り返った共通項は、①円高デフレ、②金融危機、③政治不安の3点であ

る。今回、いかに過去の状況に陥ることがないかが中心課題となる。今日、日本の金融システムは1990年代以降の対応から大幅に改善したが、依然、デフレ環境下での信用収縮状況を脱することが出来ていない。更に、政治環境面から過去の2事例との類似性は大きい。

過去の危機事例のなかには供給制約からのインフレ不安も内包するが、今次環境においては、デフレマインドが残存するなか、再びデフレスパイラルに陥って金融機能が低下するリスクをより重視すべきとの認識を筆者は強く抱いている。

図表3 過去の大震災との比較

	関東大震災	阪神・淡路大震災	東日本大震災
為替	金解禁での円高に世界規模での競争的通貨切下げ競争に	1995年1月以降の歴史的な円高	2011年3月11日以降、歴史的円高も
物価	デフレ化	デフレマインドへの転換点	デフレマインド残存
政治環境	二大政党制(政友会、民生党)、少数政党による政治不安定化	1993年の政権交代以降の連立政権	2009年の政権交代以降の連立政権
金融システム	金融恐慌(昭和恐慌)への流れ	1997年以降の金融危機	

(出所)筆者

いまや財務状況が改善してもマインドが落ち込んだ点が問題に

今次大震災を巡る環境を評価すれば、過去の危機局面と比べて難しい環境要因が存在する。それは、日本が1990年代以降の「失われた20年」の過程で大規模な信用収縮が生じ、デフレマインドに感染して「マインドセット」が完全に落ち込んだ状況にある点である。

世界経済は2007年のサブプライム問題、2008年のリーマンショックという世界的な金融危機を体験した。それは世界全体の需要が大幅に収縮する戦後最大のグローバルな経済危機であったが、今回の危機は基本的に日本固有のものである。仮に、今次大震災がリーマンショック直後の混乱期に生じたならば、復興に向けたシナリオは大きく

異なったであろう。欧米のバランスシート調整は依然継続するが、2007年からの調整は4年が経過するなか、その調整における危機的状況は後退し、グローバルなマインド改善が生じるに至っている。加えて、新興国経済の回復という大きなサポートも存在する。それだけに、海外の成長をいかにサポートに結びつけることができるかが重要である。

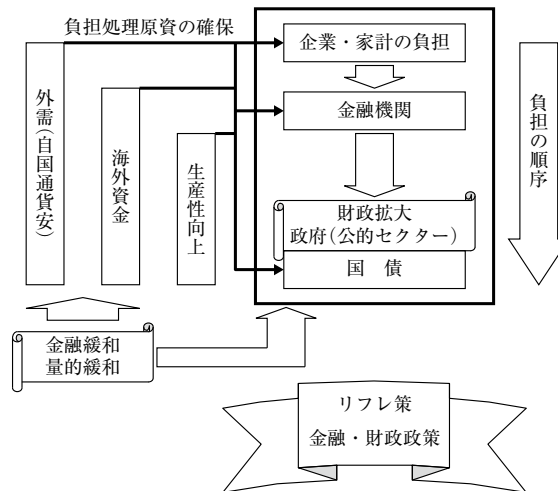
債務調整の基本パターン

国債の発行も含めたバランスシート調整の基本形では、以下の図表4が示す通り、国債は様々なストレスで生じた負担を肩代わりして膨れ上がった「身代わり地蔵」に喩えられる。国債はバランスシート調整にともなう損失処理のプロセスのな

かで、段階的に、「時間を確保して対応する器」の機能を果たす。同時に、時間を確保したなか、同図表では左側に示される負担処理の原資を確保して負担を償還させることが必要で、同図表でも負担の原資には海外への依存が大きいだけに、為替の円高回避は重要になる。過去の2回の大震災

は、円高の影響もあり海外に十分に依存できずにデフレに陥ったことが大きな問題になった。過去各国が陥ったバランスシート問題の歴史的事例を振り返ったなかでの常套手段は金融政策による自国通貨下落策、「リフレ策」での対応であった。

図表4 バランスシート調整の概念図



(出所)筆者

図表4におけるバランスシート調整プロセスの重要性は右側に示される負担の「肩代わり」であり、そこでは財政が重要な役割を果たす^(注2)。大震災に伴って資本が大幅に毀損したなか、その負担を一義的には財政機能で肩代わって、金融機関、企業の負担を除去することが債務処理の基本形である。阪神・淡路大震災を岐路とした1990年代のバランスシート調整は、初期段階における公的資金注入の遅れに伴う肩代わりの遅れ、財政機能

の不全がその処理の長期化を招いた。今次、大震災における民間セクターの資本の消失は巨額に上るものであり、それは、平時における融資のレベルで対応できる次元を越える。金融の分野でも地震に伴う損害保険は地震保険制度を通じて公的なサポートが備わっている。一方、通常の銀行分野を中心とした信用活動にも「保険」の機能を活かして消失した債務を肩代わりする機能を検討する必要も考えられる。

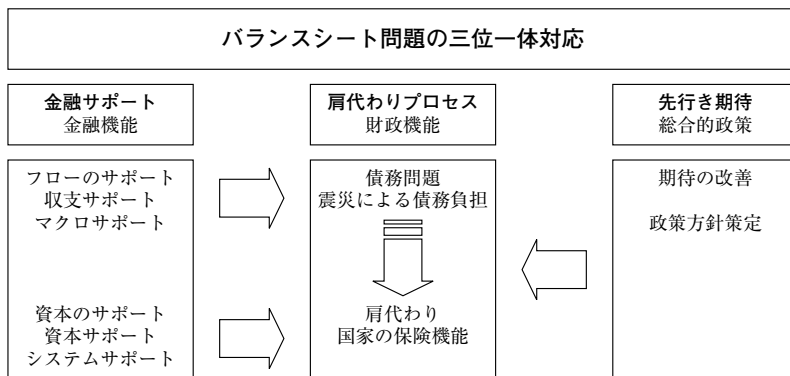
(注2) 肩代わりは、まず金融や民間で行なわれるが、その負担の重さから結局、財政に依存する面が大きい。今次、東日本大震災の震災地域では同じ拠点でも「支店」は災害地以外からの負担肩代わりで再建が進みやすいが、本拠地の場合は肩代わりが出来ず、再建が滞るケースも多いという。これは、民間による肩代わりの重要性和その限界を示すものである。できるだけ、民間からの資金に依存する道筋をつけるべきだが、財政機能による補完は不可欠と考える。

バランスシート問題への三位一体対応、3原則

今次、震災の対応は基本的にバランスシート問題、資本問題である以上、バランスシート調整の

基本形は「3原則、三位一体対応」として以下の図表5に集約される。

図表5 バランスシート問題の三位一体対応の概念図



(出所)筆者

資本が毀損した時の対応策は、以上の3原則、すなわち、①債務の肩代わり、②政策的な収支対策での資本充実、③先行きの見通し改善に向けた政策対応、を三位一体のパッケージとして行なうことにある。以上の対応の実現には、負担の肩代わり機能を中心に、通常の平時環境の対応から「危機」モードのなかでの認識が必要になる。

既に、日銀の国債直接引き受け論が議論されている。ただし、安易に日銀の国債直接引き受けを行なって信認の低下に歯止めがかからないとの思惑を醸成させることは得策ではないだろう。今日のグローバルな資本市場では従来の国債は「リスクフリー」との概念への信認が失墜し、「クレジット商品の一つ」としてグローバルな市場で国債の信認を競いあう、さながら「ソブリン・ワールド・カップ」の状況にある。これまで日本国債が高い評価を受け安定的な調達力を確保してきたなか、日本の国債の資金調達力は「日本の国力」そのものと言っても過言でない。イソップ童話の寓話が示すように、安定調達力の「国力」を生み出す、「金

の卵を産む鶏」を安易に殺すことは避けるべきであり、日銀の直接引き受けは国際的にも国債の格付けを毀損するリスクをもつ。ただし、同時に、デフレの進行が大きなリスクとなったのも歴史が語る教訓であるなか、先行き期待改善の観点から債務の肩代わりによって民間の負担を軽減させる姿勢を示す必要があるだろう。

5. 震災に対応した「経済戒厳令」政策

ストレス対応時の政策ミックスは「経済戒厳令」の発想

今次ストレスケースでのポリシーミックスは、先に示した「三位一体対応」にある。それは、国家による対応を含めた負担の肩代わり、資本も含めた収支支援、先行きへのシナリオ策定である。図表6は以上の観点を8分野の具体的な施策にまとめたものである。

斯かる環境では「平時」の環境から一歩進め、国家的観点で「経済戒厳令」^(注3)の発想のもと、先に示した「三位一体対応」を実現させることに

あり、その鍵は、安心感と先行き期待の実現にある。さらに、サプライサイドの対応策を加え、「平成版傾斜生産方式」等の発想も必要になる。

図表6 今次、大震災における危機対応策の具体的8項目

概 要	論 点
政 策 方 針	・ 金融市場安定へのコミットを明示 ・ 経済政策全般への国家的対応の一元対応 ・ 政治的安定の確保(政策の一貫性、安定性) ・ 資本創出に向けた国家ファンド再建スキーム ・ 財政を活用した債務肩代わり対応
金 融 政 策	・ 流動性供給の強化 ・ 金融資産のリスクプレミアム拡大に対応した資産買い取り ・ 資産買い取り基金拡大でリフレスタンス(臨時金融政策決定会合の開催も含め、リスク資産重視、期限も限定)
財 政 政 策	・ 復旧への財政支出の拡大 ・ 予算の抜本組替え等での財政規律確保 ・ 社会保障と税制の一体的改革の推進 ・ 財源確保に関する姿勢 ・ 国債管理政策の強化、コンティンジェンシー策
金融システム	・ 金融円滑化対応の延長 ・ 改正金融機能強化法(公的資金) ・ 支払い猶予 ・ 株式の買い取り枠設定 ・ 緊急融資枠の設定
海 外 向 け	・ 為替の安定に向けた対応(介入等) ・ グローバル規模での協調的流動性供給 ・ 日本のブランド維持に「海外向け報道官」の設置
規 制 対 応	・ 期末評価の弾力的対応 ・ グローバル規制適応の弾力化 ・ 空売り規制等の過度な売却防止
供 給 対 策	・ 電力を中心とした供給対策 ・ 電力会社の安定運営へのサポート(金融システム問題に類似) ・ 「平成版傾斜生産方式」での重点的対応 ・ 重点産業への支援
政 治 環 境	・ 政治環境の安定 ・ 政策執行に対するガバナンス確保

(出所)筆者

政策の方向性の明確化、安心・信認・先行き期待

「経済戒厳令」には、「有事」を意識した上で安心、信認、先行き期待改善といった3要素をあらゆる方策から実現させることにある。以上の政策の基本は国家としての強い意志に伴う経済政策の明確化、コミットメントにある。前述の「3原則の三位一体対応」としたように、その第一歩は、

国のコミットメントとしての損失肩代わりの促進、それ以上の民間セクターの損失を防ぐ保険機能である。復旧に向けては財政機能の発揮も不可欠となり、その負担に対し、いかに安定的な調達を実現するかには、政府の姿勢への信認が必要となる。

(注3) 財政機能も含めた肩代わりはモラルハザード論や平等の原則から「平時」においては実現に制約が大きい。また、一般的世論としても「なんでもあれ」的な発想には反発も大きい。それだけに、その規律を意識しつつも「有事」対応としての肩代わり機能をいかに実現するかが重要である。

本当に必要なのは通常の融資ではなく「資本」とリスクマネー

金融危機における応急措置の鉄則は流動性の供給にある。ただし、大震災における大幅な資本損失の環境下、必要なものは「資本」となり、ここでは財政機能が必要となる。先の図表5に示した負担の肩代わり機能としての財政の活用、同時に資本性資金をいかに供給できるかが重要になる。大震災に対応して、日本が戦後もっていた国家ファンド的な資本創出機能を回復させる仕組みを考える必要がある。加えて金融面からの肩代わりも重要な機能を果たしうる。

大震災後の2011年3月14日に日銀が追加緩和策として、資産買い取り等の基金を5兆円増加したことは危機対応における大量の資金供給の鉄則に沿ったものだ。潤沢な流動性が積み上がれば、海外への資金流出による円安圧力が加わり実体経済へのサポート要因になる。また、運用難の状況下、安全と見られるクレジット資産のスプレッドを縮小させる動きにつながると考えられる。こうした動きは米国でも2009年3月のQE1以降で見られた現象だった。今後も日銀の臨時金融政策決定会合も含め追加的に基金の積み増しを行い、なかでもリスク性資産であるETF、REITの購入を期限を区切って行うことは効果を持つ。こうした対応によって、日銀が資産市場に対して追加的にいくらかでもサポートするとの信認を植え付けることが重要と考えられる。

斯かる環境下では連続的対応もありうることを市場に認識させ、マインドセットを転換させることも重要になる。財政出動には政治プロセス上も

時間を要するため、初期段階として金融政策の役割は大きい。1990年代以降、政府のバランスシートが過度に膨張したのが日本の特徴である。今後、政府のバランスシート拡大への過度な依存を高めただけでなく、民間のマインドセットに変化を与えてバランスシート縮小を抑制する観点からも、日銀によるリスク資産の買い取りで対処することも重要であろう^(注4)。

1990年代以降のバランスシート調整時のような「慢性的症状」に対し中央銀行のバランスシートの過度な拡大、更にリスク性資産保有は健全性の観点からの問題も生じうる。ただし、今回のように、「急性期症状」に直面した場合、そこでのマインド悪化がスパイラル的に進む場合には、日銀の連続的緩和姿勢で資産市場への強い姿勢を示すことは市場のマインドセットの転換を図る観点からも資する面がある。

電力問題のもつ金融システム問題との共通性

1990年代以降の金融システム危機を経験してきた我々にとって、今回の原子力発電事故に伴う電力問題は1990年代以降の金融システム問題のデジャヴに映る。危機が生じたことに対し、その責任論が議論され、時にはその企業体質まで議論の対象になった。1990年代を振り返れば、完全な保護者と見てきた政府・当局サイドが一転し、その批判に回る面もあった。政府の財政支出拡大に及ぶことに慎重な姿勢が示されたことが背景となって、海外を中心とした投資家による株式や債券の売り仕掛けが加速し、その結果、生じた資金繰り問題にともない深刻な危機がスパイラル的に

(注4) バランスシート問題の3原則に示した資産の買取は、財政の機能に依存する面が大きい。しかし、現実的観点から日本では財政の運営に政治的な制約が大きいなか、財政・政府の不備の補完を中央銀行が担う面も否定できない。米国において2008年にTARPとした不良債権買取スキームが結果として大きな役割を果たした。

もたらされた。

当初、国民は金融に対し不良債権拡大への批判を強めたが、金融が有するインフラ性から経済全体に影響が及ぶことを認識し、包括的な対応が求められることになった。その際の公的支援は「当該企業」にではなく、「金融インフラ」に対するものであった。しかし、公的支援が遅れた結果生じた負担は先述のように、桁が異なる水準に及んだ国富の消失だった。今日の電力問題は以上のようなリスクを内包する。また、電力問題への負担を安易に金融機関に寄せれば、先に図表3で議論したように、過去の大震災の反省事例としての金融不安を惹起させるだけになってしまう。

電力問題についても、経済のインフラである以上、先の図表5のバランスシート問題と構造は同じである。すなわち、基本の3原則で、①負担の肩代わり、②収支対策の実施、③基本方針の策定である。具体的にはエネルギー企業の根幹である以上、肩代わりに関しては原子力賠償において国家の補償・保険機能の発揮が基本となる。収支対応は継続的な安定を金融調達環境も含めて可能とする収支支援は不可欠である。③の基本方針は、国のエネルギー政策における原子力の位置付けを改めて明確化したなかで、その安全性を確保することにある。

筆者が今年5月に米国出張した際に、投資家からの質問のなかで、日本が国家のエネルギー政策の一環として原子力発電を行ない、しかも国の定めた基準に沿った対応をしたなかで起きた災害は政府でもって負担を行なうのが当然との見方があった。原発災害への補償機能の存在を前提に海外投資家は日本に投資を行なってきた面もあるだけに、原発問題への不十分な対応が日本へのリスクプレミアムの高まりや日本向け保険引き受けコスト上昇を招く不安がある。電力、原子力への対応が海

外から見て日本の政策不信の象徴的なものになっている。1990年代の不良債権処理における問題は政治的不安定な環境において公的支援への国民合意が遅れ、危機を強めた結果が「失われた20年」の一因になった。今回もその反省を踏まえた上でのリーダーシップが望まれるところである。

6. 復興の課題はリスクマネー創出にあり

戦後の日本の金融システムは復興に向けた資本性資金供給にあった

前段では、今日、有事の「経済戒厳令下」において求められるのは「資本」としたが、過去、その「資本」を作り上げて復興に結びつけた典型的事例が日本の第二次大戦後の発展であった。先に、バランスシート問題における「三位一体対応」での3原則を示した。戦後の発展は、暗黙裡に以上の「三位一体対応」が完璧に実施されたことによる。すなわち、有事下における極端な事例として、負担の肩代わりの代わりに戦後の預金封鎖によって債務調整を一気に行なった。次いで、第二に、金融を中心に超過利潤を与え、資本性の資金供給を可能にしたこと。第三に、明確な経済の針路を策定し先行き期待を示したことによる。戦後の復興は、本論における「三位一体対応」での3原則を十分に活かした対応であったことが戦後の発展を可能とした。以下で具体的に見てみよう。

日本の戦後の金融システムは、国家が主導する復興金融システムであり、それ自体がSWF (Sovereign Wealth Fund) のようなものだった。戦争で喪失した国内の生産設備の復興が迫られたが、同時に資本と長期安定資金の創出が求められた。その供給の担い手が銀行中心の信用仲介と財投活用スキームであった。第二次世界大戦で「財閥解体」等によって、国内の資本が大幅に消失し

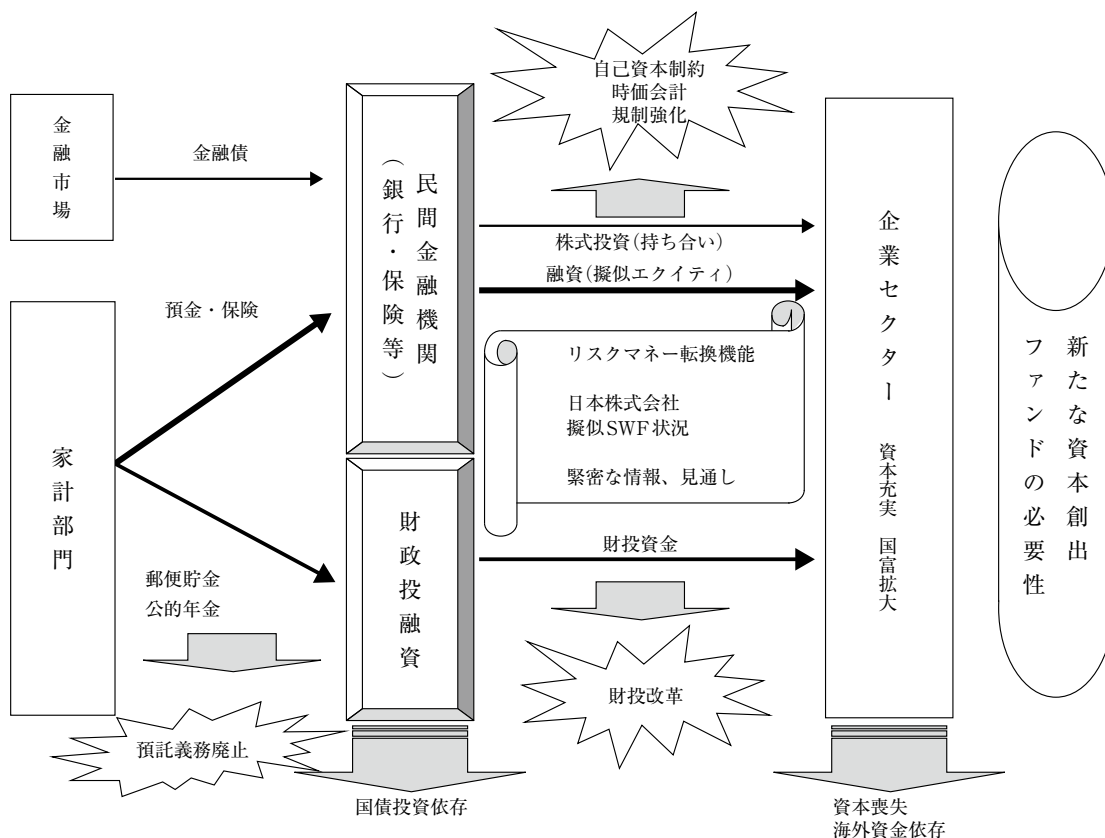
たなか、金融資本の安定性を確保すべく、家計の小口の預貯金を銀行や公的金融を通じて吸収し、それを銀行や財投機関を通じて「擬似エクイティ」としたリスクマネーに転換する「壮大なSWF」だった。同時に、復興の観点から1947年には復興金融金庫が創設され、長期資金の確保には長期信用銀行制度も作られた。そこで発行された金融債は政府の暗黙のサポートを内包した「カバードボンド」^(注5)の性格を帯びたものだった。即ち、社会インフラ等を整備するための長期投資を促進するために、資金調達面においても長期資金を調

達する手段が可能な金融制度の担保が存在した。

同時に、政府は生産力を早期に回復させるため、傾斜的・選別的な対応を行うという「将来への指針」を示すことで、明確な復興ビジョンを示した。以上に示された、エクイティ性資金、長期資金供給には一定の政府サポートと国家の意思が必要になる。

今日の状況は、流動性の観点からは資金が十分な状況にある。但し、関西・淡路大震災が岐路となった「失われた20年」の環境も含め、不足したのは「リスクマネー」であり、「資本」である。

図表7 日本の戦後のリスクマネー供給構造とその転換の概念図



(出所)筆者

(注5) カバードボンドは銀行等の金融機関が保有する住宅ローンや公的セクターの優良な債権等を担保として発行する債券である。欧州では普及しているが、日本では発行されていない。

今回、大震災により日本として既に大幅な「資本」が喪失したという状況を直視し、国富の資本喪失を前提条件とした対応を行なう必要がある。

今回の大震災においても置かれた環境は変わらない。不足したのは「資本」であることを初期条件として、それを補う対応をどのような仕組みで行なうかを改めて考える必要がある。今日、被災地での課題は事業を行ないたくても、「二重ローン」状況で債務を増やしたり新たな事業を行なうインセンティブが生じないことにある。かかる環境においては、先の図表5に示した負担の「肩代わり」を保険的機能で行なう必要があるだろう。1990年代のバランスシート調整と同様の発想で被災企業の資産買い上げと金融機関の不稼動資産の肩代わりを促進する対応、米国が2008年に行った不良資産買い取りのような「日本版TARP」の発想も必要だ^(注6)。

1990年代以降、戦後の資本供給システムを暗黙裡に破壊してしまい資本創出機能を喪失したことが「失われた20年」の実態であったことを認識した上で、新たな資本創出ファンドを官民で再生する必要がある。既に、2009年に産業革新機構での官民ファンドが存在するが、国家全体のシステム・意思として資本を創出するマクロ的な発想や広がりが必要とされる。債務肩代わりと同時に、資本創出システムでの成長シナリオの両輪が不可欠である。

復興に向け資本創出の必要

復興の観点から、第二次世界大戦後のシステムは一つの参考事例となる。これまでもリスクマネー

拡大が議論されるのは、以上の問題への対応と考えることもできる。1970年代以降の世界的資源問題、環境問題、金融セクターの問題等、国家としての戦略性が問われるなか、改めて日本におけるリスクマネー創出が議論されるべき段階にある。今後の震災復興や社会インフラの整備においては、巨額の長期資金の調達が不可欠であり、現在の金融機関の枠組みだけで必要なリスクマネーを供給することには限界がある。新たな長期資金を担う市場を構築するためには、法的な課題も存在するため、社会的なコンセンサスや政策対応が必要となる。図表7に示された戦後のリスクマネー創出機能を我々は無意識のうちに喪失したなか、今日、大震災で改めて資本を喪失する状況に対峙している。そこでは新たな資本創出を行なう機関を官民協働で創出する必要があり、国富を作り上げる国民的コンセンサスを再生する必要がある。同時に海外からの資本の導入も不可欠だ。

7. まとめとして、アナリストとしての課題

戦後の復興からの教訓はなにか

大震災の後、2011年3月の貿易収支は大幅に落ち込み、リーマンショック以来の大幅な貿易収支赤字の不安も存在する。

日本が1990年代以降、バブル崩壊にもかかわらず、1995年の阪神・淡路大震災直後に80円割れの歴史的円高に進んだことは大きなマイナスだった。今回、震災から3ヶ月余が経過し、過度な円高を回避した点は大きいですが、一層の外需に依存するのは供給制約のクリアや「日本ブランド」復活が不可欠だ。幸いにも日本の製造業に対する信頼

(注6) 1990年代以降の処理過程では、整理回収機構や産業再生機構が処理を担った。1990年代以降の不良債権処理過程では債務の「回収」が重要な命題になったが、今回は債務削減に向けた肩代わりが重要な機能になる。関連の議論は、「公的機関の介在で被災企業の債務削減を急げ」(小林慶一郎、金融財政事情、2011年5月15日)に存在する。

の高さを海外投資家から改めて感じた数ヶ月でもあった。

第二次大戦後、日本は深刻な供給制約に対峙し、政府傾斜生産方式で資源を鉄鋼・石炭に集中投入して生産回復を狙った。今回は、「平成版傾斜生産方式」で電力も含めサプライチェーン復活に向け成長産業に重点的に資源配分することも必要だ。同時に、「海外向け報道官」を設置して日本の製品や日本の安全性を世界にアピールする広報活動を国を挙げて行う外交力も必要だ。「海外向け報道官」の機能は海外環境をサポートに向けるために最低限の施策である。

日本は戦後、国防の発想がレベルや国民の意識のなかで低下したなか、グローバルな面での戦略性と広報的発想が低下したのが実情である。戦後最大の危機としたなか、グローバルな働きかけが不可欠な状況である。

同時に、今回、原子力発電を巡る日本の混乱は、多くの国では原子力政策は重要な防衛技術との国民コンセンサスが存在することにある。日本においても、経済的安全保障の観点から原子力政策の重要性の位置付けを改めて行なう必要がある。戦後の日本は、物理的な供給制約、国内の資本・資金制約、海外関係の制約と「3重苦」の状況からのスタートとなった。今回も同様に、供給制約と、バブル崩壊後の資本制約を負っている。そこからの対応には改めて過去の教訓を踏まえる姿勢も必要と考えている。

今次災害から「日本モデル」を

本論では過去の2回の大震災が歴史的に「日本の2回の敗戦」の一因とした。第二次世界大戦の

敗北、更に、1990年代以降の「第二の経済面の敗戦」である。今回、「第三の敗戦」に向うのか、それとも「失われた20年」とされる状況からの転換とするかは日本の英知に依存する。そこでは、今回の局面は単なる平時ではないとの認識からの総力戦、「経済戒厳令」状況とした。同時に、アナリストの立場として、諸問題の本質を認識した上での分析と処方箋も問われる。まさに、我々アナリストの真価が問われる局面と認識している。

筆者は2011年5月の米国出張で海外投資家から、日本が全体として異様な悲観に陥っているのではないかと指摘された。本来発揮できる潜在力があるのに、自らを政策対応も含めて、あえて「gridlock（金縛り）状態」^(注7)にしているのではないかとの意見である。海外投資家は日本の財政状況の悪さを強く認識するものの、今回のような危機環境では政府が財政を活用して対応しないならば、どこで対応するのか、という素朴な意見も多かった。米国ではサブプライム問題を含め、「危機」と認識すれば、平時とは異なる発想で、戦時的状況として対応するのが基本である。米国でも2009年以降、TARPといった財政を用いた資産の買い取りを行ってきた。

今日の世界は自らが策定したルールや規制をグローバルなスタンダードとして自らの持ちうる経営資源を競い合う「規制戦争」の時代である。今後は電力・原子力の活用に関する規制の強化と、その規制に沿った新たなビジネスモデルが生じうる。日本は今回、歴史的な被害を負ったなかで、最も厳しい基準を設定しつつもその新たな活用を行なうための「日本モデル」を示すことが出来る立場にある。「日本モデル」で信頼を勝ち得て新たな日本ブランドを形成することも可能となる。

(注7) そもそも、この用語は、車の渋滞等で全く身動きがとれない状態を指すことが多い。

もとより、現在の政府は2009年に「2020年までに温室効果ガスの排出量を1990年比で25%削減する」目標を掲げており、その目標に沿った原子力発電の比率上昇を掲げていた。今日の問題は、その直接被害にとどまらず、将来展望を示すことに対する国民の「思考停止」不安にあり、それも海外から見た「gridlock（金縛り）状態」である。

日本が過去20年の「失われた20年」の局面において日本のなかだけの縮み意識でがんじがらめになっているとの認識を今年5月の海外出張で海外投資家と議論して改めて感じた。

今回事例に挙げた1995年の阪神・淡路大震災の頃と比べて今日の日本の名目GDPが低下した

水準にあることは意外と知られていないのはいか。1994年度の名目GDPは489兆円だったが、2010年度の見通しは479兆円に過ぎない。我々アナリストには「海外との窓」として海外市場からのメッセージを日本に吹き込むミッション（使命）が課されているように感じている。そして、がんじがらめの状況が少しでも解きほぐされる「触媒」になれば望外の幸せであり、それが今回の復興への路につながると信じるものである。

（本論に記載した見解は、筆者の所属する組織を代表するものではなく、筆者の個人的な見解であり、内容に関してはすべて筆者の責に帰する。）

以上

東日本復興で明日の世界をリードする 日本のモデルを作ろう

武者 陵 司

目 次

1. 復興と改革の方向、震災を転機に変えよ
2. 東日本復興で分散型・ネットワーク型
国土・国民経済の建設の雛形を
3. 産業と国民生活の背骨、エネルギー戦
略の大転換
4. 復興原資に隠れた埋蔵金、「円安＝賃
金上昇」と「資産高、株高」を使え

震災復興を日本変革のモデルに、第三の開国を。東日本経済繁栄の鍵はグローバル分業での地位獲得と自立自給経済・生活圏の組み合わせをもつ多層分業構造の建設。強い権限を持った地域政府を創立し、資源投入優遇と規制・制度のしがらみを排除し、(経済)合理性の徹底を。域内資源の有効活用、キャッシュフローを金融資産に換える創造的金融、分散型・再生可能エネルギーへの長期転換のさきがけを。「円安＝賃金上昇」と「資産高、株高」が復興原資となり、震災はデフレ脱却の契機となりえる。

1. 復興と改革の方向、震災を転機に変えよ

「黒船」は百家争鳴の議論を一気に収斂させた。「大震災」は日本改革の方向性「第三の開国」にむけ、一気に国民合意を形成させ改革を推進するものとなる可能性がある。震災が無かったとしても、現状の政治、経済、生活のフレームワークが20年30年続くことは困難であった。進展するグ

ローバリゼーション・インターネット革命と取り残される地方、高齢化する農業・漁業、過疎、原子力依存のエネルギー体制等々、震災を機に持続可能な環境を作ることが求められる。

⇒世界はフラット化、開放化、民主化、公正化に向かっている、日本は第三の開国によりその先頭に



武者 陵司 (むしゃ りょうじ)

武者リサーチ代表、ドイツ証券アドバイザー、埼玉大学大学院客員教授。1973年横浜国立大学経済学部卒業。大和証券株式会社入社、企業調査アナリスト、大和総研アメリカチーフアナリスト、大和総研企業調査第二部長を経て1997年ドイツ証券入社、調査部長兼チーフストラテジスト、2005年副会長に就任。2009年7月 株式会社 武者リサーチ設立。著書；「失われた20年の終わり」「新帝国主義論」「アメリカ蘇生する資本主義」東洋経済

⇒震災の復興は、そのような明日の日本の原型作り、拠点作りに

⇒東日本の地に「日本が世界に誇る幸せの形」「繁栄(生産性上昇)の形」をつくろう

⇒それにしては、課題の多い日本、日本の何が変わるべきか

(1)歴史的課題、世界的課題

輪郭を現しつつある「世界共和国(Global Commonwealth)」のかたち

日本はどのような国でありたいか、今求められる理念と制度のフレームワークは何か、キーワードは経済民主主義とフラット・ネットワーク化、グローバル化であろう。今世界は大きく変わろうとしている。あえて概念的に言えば、アメリカによる覇権的世界統治から世界共和国へのシフトである。アメリカは世界の覇権国から「世界共和国(Global Commonwealth)」のリーダーへと変質しようとしている。徐々に実態を形作りつつある「世界共和国(Global Commonwealth)」の理念作りに、各国が競争して案を提示しプレゼンスを主張している。ことにアメリカの変化が顕著である。良くも悪くも米国価値観を押し付けようとしていると受け取られたブッシュ前大統領のアメリカから、オバマ大統領のアメリカへの転換である。オバマ大統領は初の黒人大統領であるだけでなく、核廃絶の呼びかけ、自制的リビア攻撃、イスラエルに対する1967年以降の占領地返還協議要求など、著しく国際世論に配慮した政策にシフトしつつある。

なぜアメリカが変質しようとしているか、3つの要因が指摘される。第一は米国経済の相対的地盤沈下・新興国の発言力の高まり、第二に米国の価値観と制度の世界普及が鮮明になったこと、第三に米国が世界新時代の潮流であるフラット化・

分散化・開放化の技術変化、制度変化を主導していること、である。つまり米国は「世界共和国(Global Commonwealth)」の実現により国益を貫徹しようとしているのである。それでは「世界共和国(Global Commonwealth)」の理念として共有されつつある事柄とはどのようなものか。

①民主主義、人権擁護、②市場経済、資本主義、③インターネット環境への対応、適用、フラット化、④地球環境の保全、⑤Global Governanceの発揮(世界各国の夜警国家化、治安権力化)などが骨格となるアジェンダではないか。各国政府は「世界共和国(Global Commonwealth)」の理念遂行を、分担して担う主体となりつつある。今世界各国は「幸せの形作り」つまり生活水準向上のパターンづくりで競争している、と考えられるのではないか。

日本の「第三の開国」の意義

こうした世界環境の中で、「第三の開国」と呼ばれる日本の転換が迫られている。「第三の開国」とは、世界の中での日本のポジショニングの再定義である。明治維新で実現した第一の開国は列強の世界分割、帝国主義時代への対応であった。自らを世界分割の勝者たらしめるための、「富国強兵」が政策の軸となった。第二次大戦敗戦によって実現した第二の開国とは、パックスアメリカナ、米国の覇権的世界統治への対応であった。「軽武装町人国家」に象徴される経済偏重時代であった。そして今求められる第三の開国とは、「世界共和国(Global Commonwealth)」Global citizenshipへの対応ということになるだろう。日本は「世界共和国(Global Commonwealth)」の時代に繁栄し尊敬される国として存在し続けることができるか、が問われている。そのカギは「日本が世界の人々が求める幸せのモデル」を提供できるか

どうかである。

(2) 日本の何が問題か

露呈した日本の弱点

「世界共和国(Global Commonwealth)」の時代の到来を考える時、震災があっても無くても日本は変わらなければならなかった。震災は日本の新時代に適応できない弱点を曝け出した。最も深刻な日本の問題点は、(経済)合理性がほとんど働いていない、と言うことであろう。人々の営々たる努力が、豊かな生活や明るい明日に繋がっていないあり様では、世界の共感を得ることは不可能である。日本には報われない努力と不当な利得が共存している。例えば日本の企業労働者は生産性を先進国で最も上昇させてきたのに給料は全く上がってこなかった。企業は利益を増加させているのに株価は長期下落から脱したとは言えない。政府の赤字が増えれば増えるほど政府の借金のコスト(金利)が低下する。同一労働同一賃金の原則が全く働かない(例えばごみ収集や給食労働者の顕著な官民格差、元請と下請けの給与格差など)。共同体志向で内と外の著しい差別(正規・非正規の格差)が存在している。Intelligenceや調査情報に対する軽視がはなはだしく、論理的な政策立案・企業戦略・投資戦略の策定ができず、決定的な誤りを冒すことが頻発している。

これらは日本社会が原生的ゲマインシャフト(gemeinschaft = 共同体)であり目的合理的なゲセルシャフト(gesellschaft = 利益社会)化していないことと関連がある。(経済)合理性の欠如が著しい無駄をつくり、資源配分を歪ませ生活の質を劣化させている。不平等な所得配分、生産者に薄く財政や年金等社会保険に依存している人々に厚い報酬、老前の勤労期間より老後の不労期間が長い人生(前期高齢者の知的資源が浪費されてい

る)、民間金融からの資本の継続的流出、長期投資(教育・研究開発・新規ビジネスモデルの開発)のサボタージュ、起業困難と不能企業の延命、資産家の日本脱出、勤労意欲と出世意欲の低下、Japanese Dreamの喪失、模範の喪失、規範の喪失などである。

そうした構造を背景に不適切な思想と政策が展開されている。場当たりで主体性のない政策(継続性や先例、他国例依存の責任取らぬ政策、意思決定)、問題解決と危機管理能力の著しい欠如は今回震災でも見せ付けられた。これでは「世界共和国(Global Commonwealth)」において、主導的役割を果たすことはできない。

(3) 日本が目指すべき方向と東日本復興

震災復興で日本改革のモデルを

日本国の再定義を震災復興の過程で実現して行く(新生日本の模範を作る)こととは、「世界共和国(Global Commonwealth)」で尊敬され、繁栄できる国とは何か、「日本が提供できる世界の人々が求める幸せのモデルとは何か」の追求でなければならない。その第一は民主主義・人権・資本主義市場経済という世界共通の価値観の確立と主張である。ことに(経済)合理性の貫徹が求められる。第二に日本固有の優位性の再確認と維持(技術・品質・チームプレー・伝統重視)が求められる。第三にアジアでの存在感(最大の民主主義国・環境・技術・民度・自然・歴史)に対する配慮が必要である。

震災復興に際しては、上述の日本の欠陥(行政制約・規制・慣行)をスキップすることにより、東日本が「世界共和国(Global Commonwealth)」の中で位置づけられる必要がある。東日本復興は、(経済)合理性の徹底と言う、世界基準に沿って遂行されなければならない。日本と言うより東日本

が世界に如何に役立つか、シリコンバレー、スイス、シンガポール、香港、ドバイ、など世界各地域がそれぞれの独自性を有利に活用して「地球共和国(Global Commonwealth)」に参加しているように、東日本が自給経済圏として、世界にかかわって行かなければなるまい。つまり地方分権というより地域国家の創設といった大胆な構想が必要ではないか。

2. 東日本復興で分散型・ネットワーク型国土・国民経済の建設の雛形を

- ⇒「東日本の幸せ作り」は資源投入優遇と規制・制度のしがらみのスキップで
- ⇒グローバル分業での地位獲得と自立自給経済・生活圏の組み合わせを
- ⇒域内での無駄の有効活用、人と金、土地、資源
- ⇒創造的金融を、キャッシュフローを金融資産に、親切の貯金箱を
- ⇒強力な地域政府の創設を、首長は公選、徹底した地方・地域分権を

(1) 多層分業設計に基づく、産業雇用配置をグローバル分業のための産業集積を

東日本を過疎、少子高齢の辺境から、成長の拠点に変換しなければならない。そのためには第一

に自立した地域経済圏の確立が必要である。産業、物流、金融、社会保障、その推進主体となる復興院と著しく自由度を増した地方・地域政府の創設が必須である。第二に多層の分業構造を前提とした経済・産業設計をする必要がある。多層分業構造とは、下の表に示すように、地域がグローバル分業、日本国内分業を担う(世界や日本全体を顧客とする産業・企業を持つ)ことで外から所得を取り込むとともに、多くの要素を地域内で自給できると言う、バランスの取れた域内産業構造を意味する。

グローバル分業に参加するという観点からは、東日本の地に世界に敵う産業集積を築き上げる必要がある。まず既存のハイテク素材・部品・装置を軸としたグローバルハイテク生産の拠点、サプライチェーンの核という位置づけを強化する必要がある。また近年勃興しつつある自動車・機械産業の集積も強化するべきである。サプライチェーンの漏出を回避するための優先的政策配慮が緊要である。製造業に加えて観光業(アジアの観光拠点)や一次産業もグローバル分業の対象となりえる。農林水産業を東日本でハイテク化・高付加価値化し、農産物のブランドづくりをするべきである。青森りんご、山形さくらんぼ等の成功例を広げ、アジアに販路を拡大する余地があるのではないか。TPPの参加によるグローバル基準に即した農業

図表 東日本で求められる多層分業構造の設計

顧客→世界	→国内	→地域内	→町村内
ハイテク	政府	建設	介護
自動車	漁業	電力	福祉
教育	農業	行政	理髪などサービス
	観光		教育
	(国会移転?)		
	(東大移転?)		

(出所)筆者作成

改革と国際競争力の強化が必要であろう。

また震災復興を促進する観点から、新たな産業・雇用基盤を政策によって付与することも有効であろう。東日本に国家プロジェクトとして資源投入を行い首都機能分散移転、文化教育センターを建設することなどが考えられる。首都移転案としては国会を阿武隈山系か那須山系に移すこと、東大の阿武隈移転(塩崎元内閣官房長官)、東北大学の産学協同の技術開発センターとしての拡充、例えばシリコンバレーにおけるスタンフォード大学のような形態に育てる、などの可能性が考えられる。

自給経済・生活圏に必須の分散型インフラ整備

グローバル分業や日本国内分業の拠点建設とともに、被災地を主体に民度の高い自給経済・生活圏の創設、地域、都市新規開発も重要である。そのための資源として、地域にある無駄(有効に活用されていない)な資金、土地、人の有効活用が必要である。そうした資源を適切にマッチングさせる市場の創設が期待される。そのためには後述する地域クレジットの創設や、最先端のインターネットファシリティーを導入することが有用であろう。地域資源の有効活用の仕組みとしては、復興街づくり会社による雇用確保、復旧した設備の売却益による資金確保(5.11日経新聞大西隆氏)、などの提案が示されている。過疎による行政やサービスのコスト高を回避するためには、ある程度の人口集中を実現するコンパクトシティの創設などの創意が求められる。

多層分業構造設計に見合う、供給力体制としてのインフラの整備(エネルギー・交通・通信・金融・行政サービス)は、国家プロジェクトとして国が制度設計と所要資金調達の道筋をつけるべきである。交通面でのグローバルアクセス、分散エネルギー体制スマートシティ、スマートグリッドの実

験は特に望まれる。例えば自然エネルギーは、大規模発電所に比べて極めて小規模かつ短期的に投資ができる。太陽光発電工事は町の工務店や電気屋さんでできる。他方地域金融は預貸率が低く地域の投資先がない。そこで地域のエネルギー事業に信用保証協会の保証をつければ、地域金融から数兆円単位の資金を回す仕組みができる。

規制と既得権益をクリアする自立権力を

新機軸導入に際して、規制と既得権益をクリアする必要がある。その第一は土地利用制度改革である。八田達夫氏、吉田修平氏は「土地の集約化による有効利用を妨げる規制、所有権を迂回する仕組み、つまり所有権変換」や「定期借地権による土地集約」を提案している。「被災した地主たちが各自の土地を借地人(地方自治体や第三セクター、企業)に、定期借地権を活用して例えば50年間貸すと、借地人は集約化された土地に集合住宅を建設できる。被災した地主たちは、地代の受け取りに代えて集合住宅の区分所有権を取得できるので、無償で建て替えができることになる。」また「現在の農地法では株式会社は農地を保有できず、農地集約化の障害となっている」として「農地法の制約」のクリアを提案している。(5.10日経新聞)。

同様に伊藤隆敏氏、伊藤元重氏は「復旧を断念する海岸沿いの地域の土地の買い上げ、移転先候補地の確保、区画整理、容積率緩和など土地や建物に関する詳細な規制を適用除外するため、震災特区も活用すべき、土地売買や土地交換に関する税制を弾力的に運用する必要がある。」と主張している(5.23日経新聞)

漁業の再興のためには漁業権の開放が有効である、との主張がある。小松正之氏は、「東北は日本の漁業生産の15%、水産加工・冷凍冷蔵業で

は15から30%、漁業者は3.6万人、全国の15%を占めていたが、震災により壊滅に近い被害を受けた。近代的資源管理制度を導入し、漁獲削減により価格下落防止と資源確保を図る一方、高齢化する漁業(60歳以上が50%)、後継者不足を解消するために、漁業権の開放をすすめ新規参入を促すべきである。ワカメ、カキ、ホタテ養殖を含む漁業権を売買可能になれば、被災地への民間資金の投入が可能になる」として、企業化による自立を求めている(日経新聞5.24)。養殖カキの所有権販売や漁業者による起業などの事例が報道されている。

(2)金融の整備

将来キャッシュフローを裏づけとする証券金融の創設を

被災復旧、原発補償は公的資金で賄うべきであり、まずは国債発行で手当すべきである。増税は復旧・成長実現の後にすべきである。復興原資の確保にはいわゆる財政埋蔵金の活用も考えられる。

しかしより重要な復興原資には民間金融が充当されるべきである。震災を機に日本型の直接金融、証券ファイナンスの雛形を追及するべきではないか。例えば東北の遊休資本、銀行や信連などに眠っている預金を投資ファンドに誘導することなど、民間主体の金融循環の確立が望まれる。そのカギは、企業や家計などの経済主体が将来生み出すと予想されるキャッシュフローを金融資産化し、その流通市場を整備することである。キャッシュフロー資産の売却により資本確保が可能となり、投資が促進されることとなる。東電の送電部門、被災農地・漁場、住宅、工場など生産設備、土地所有権、漁業権などがその対象となるだろう。

こうした金融の確立のために、政策による収益

ビジネスモデルの揺籃、投資家の勧誘、企業収益化と金融のリターン化の支援、所有権を整理し売却し、復興投資や新規ビジネスの原資とするスキーム、市場機能を軸とした制度政策体系づくりが望まれる。

復興資金ファイナンスとして、公営企業の将来収益を担保としたレベニュー債、民間のプライベートエクイティとしての東北復興ファンド、企業創生ファンドなども考えられる。日銀と政府資金の寄与でコストが引き下げられる等の制度整備し例えば、東北復興自由金融市場の創設が可能となる。それは海外からの投資招聘に役立つだろう。

太陽電池の普及に当たっては、ドイツで成功した太陽光発電電力の長期固定価格買い取り制(FIT、Feed in Tariff)の活用が有効であろう。FITは設備を設置する主体に対して長期にわたるキャッシュフローを保証するので、直ちに金融資産として証券化でき資金調達が可能となる。地域の遊休資本が投資に転換するきっかけになるかもしれない。

前述の地域の資源マッチングにあたっては、地域通貨(クレジット)の創設が有用であろう。いわば「親切の貯金箱」(いわば親切ポイントの積み立て、流通)である。これをインターネットを活用すればより広範に運用できる。

(3)改革主体の形成

地域政府の創設を、首長は公選で

世界に通用する地域開発を遂行するためには、規制・慣行など(経済)合理性を損なっているしがらみを突き破る強いリーダーシップが必要である。その核となる地域政府は、選挙区は大きく広がるが首長は公選とし、地域分権、地域自治のモデルを作らなければならない。地方議会と選挙制度改革、改革特区の創設など多くの可能性を検討する

べきである。既得権益(合理性を阻害する最大勢力)の打破、教育の変革とグローバル人材の育成なども必要である。新理念の担い手としての新政党、地域政党の創設、インターネットを基盤とした新しいメディアの創生も必須であろう。日本人を糾合する新しい旗印がやがて憲法の改正、ネット時代に不可避の直接民主制の導入となって国政改革に結びつくことが望まれる。

3. 産業と国民生活の背骨、エネルギー戦略の大転換

- ⇒短期的電力供給は原発とLNG火力で
- ⇒集中大量電源から分散型スマートエネルギーシステムへ
- ⇒原発から再生可能エネルギーへの長期転換を
- ⇒「世界的熱効率向上競争」に勝てる供給主体の確立を
- ⇒東電をゾンビ(「第二のチソ」)にするな

(1) エネルギーの発展段階と原子力の限界

集中・大規模発電から分散小規模発電へ

人類の経済発展は生産性上昇とともに実現してきたが、その推進力となったのはエネルギー革命である。人力・家畜・水車・風車といった一次エネルギーの時代から、1800年代以降の化石燃料革命により、現代の石油・電力文明が発展した。この石化革命の限界が見え、エネルギー戦略が転換点を迎える。将来的には再生可能エネルギー、分散電源へのシフト、が趨勢となりつつある。分散革命は情報・金融ですでに起きたことであるが、今後エネルギー分野で進展すると見られる。集中・大規模発電から分散小規模発電へという流れは、エネルギー需要構造の変化、つまり「産業主体から民生主体へ、エネルギー多消費産業か

ら省エネ産業へ」、という需要シフトとも符合している。情報通信の世界では大型コンピュータと固定電話の集中型から、パソコンと携帯電話の分散型に発展することで、様々な機器需要とサービスが花開き、雇用も生まれた。エネルギー分野でも類似したことが起きる、と考えられる。分散電源のモデルの確立は自給的経済・生活圏作りの中核になるだろう。

原発国策の背景と高コスト性

石化燃料から再生可能エネルギーへの移行における過渡期のクリーンエネルギー源として注目を集めていた原子力で、福島原発事故により、その安全性の瑕疵が浮上した。事故が起きて初めて原子力発電が実は高コストであったこと、不可欠の国策として推進されてきたこと(核兵器開発能力維持という政治要因と不可分の核技術)、が明らかとなりつつある。それ故に、経済合理性や安全性の客観的検証が十分なされないままに、「原発推進」「原発反対」の二者択一の不毛な議論が展開されてきた。

植田和弘氏は「原子力に偏重する計画が作られた理由の一つは、原子力発電の経済性にあったが、原発の発電コストは過小評価されていた。放射性廃棄物処理などバックエンド(後処理)の不確実性が十分考慮されていないし、原発のための巨額の財政支出が発電コストに組み込まれていなかった。立命館大学の大島健一教授の「再生可能エネルギーの政治経済学」によれば、財政支出も含めて発電に要する総費用を計算すると、原子力発電は高価な電源になる。原子力発電の経済性は国家によってつくられた経済性と言わざるを得ない。特定の発電を支援する財政支出は、様々な発電技術の実用化の可能性が出てきているにもかかわらず、電源相互間の競争をゆがめていると言う問題もある」

(5.19日経新聞)、と主張している。政府や電気事業連合会による公式コスト比較では原子力がもっとも安価な電源とされている。電気事業連合会によると水力10.2円/kwh、LNG火力7.0円、石炭火力7.2円、石油火力12.2円に対して原子力7.3円となっている。しかし大島教授は1970年から2007年までの有価証券報告書を使って10電力会社合計の実績コストを算出し、原子力が最も高コストであることを発見した(大島氏による実績試算では水力3.98円、火力9.90円、原子力10.68円、揚水を含む原子力12.23円)。しかし大島氏の試算にも、原子力に投入されている財政コストや、後世に残される廃棄物処理コスト、原発の廃炉コスト、原発事故の補償費用は含まれていない。しかも原発は他電源に比して圧倒的に固定費が大きい、稼働率と設備耐用年数により、コストは劇的に変化する。電事連の公表原発コスト7.3円の前提は耐用年数は16年と法定耐用年数になっているが、稼働率は80%と現状のほぼ2倍となっている。それらを修正すれば原発コストが著しく上昇することは明白である。

加えて今やキッシンジャー元国務長官、ペリー元国防長官も核軍縮、核廃絶を訴える時代となり、オバマ大統領は2009年、プラハで核廃絶にむけての米国の包括的構想を表明した。核によるポーカーゲームの時代は終りつつある。核に頼らない平和が展望される時代、核保有をしても利用できないことは明白な時代にあって、明白に利用できない核兵器は軍事戦略上無意味となる。原子力は軍事的にも経済的にも再検討されるべき時期に至りつつある。

(2) エネルギー戦略の方向、分散電源、再生可能エネルギーへ

分散電源化で熱効率の向上を

長期的観点からは再生可能エネルギーへの転換が不可避である。そうすれば年間17兆円(GDP比3%強)の石化燃料輸入コストを削減できる。とは言え、石油価格の急騰、CO2排出削減の中で、今まで大きく依存してきた原発に当分頼らざるを得ない。しかしつなぎとしての天然ガスも大いに注目される。天然ガスは石炭に比べてCO2の排出量が40%も低い上、最近の米国で展開されているシェールガス革命(頁岩中に含まれる天然ガスの採取が技術革新で可能となり天然ガスの可採埋蔵量が急増し天然ガス価格が急落、資源限界は当分消えた)により、「低炭素社会への懸け橋」との期待が高まっている。

幸い天然ガス発電は、熱効率が高く分散電源に適している。この際コージェネ(熱電併給)の導入により熱効率を一気に高めるべきではないか。熱効率を比較すると、LNG火力50%、石油火力40%、原子力30%となっている。また自動車ではガソリンエンジン32%、ディーゼル46%、電気自動車70%となっている。

石井彰氏はコージェネの効果を次のように説明している。「日本では、消費している全エネルギー量の45%を発電に投入しているにもかかわらず、発電時に熱エネルギーの約60%を喪失し、化石燃料が本来持っているエネルギー量(熱量)の約40%しか電気になっていない。さらに送変電時のロスにより最終エネルギー消費に占める電力の比率は25%にしかない。この無駄を減らし有効利用することが、既存技術で、しかも低コストで可能である。……例えば既存の石炭火力を新型のガス複合発電機に切り替えれば、発電効率は一挙に5割向上しCO2排出量は約6割も減少する。

また、従来の需要地から離れた臨海部の大型発電所に換えて、燃料電池を利用した分散型電源を商業ビル、ホテル、学校、病院、マンションなどに設置すれば、これまで無駄に捨てられていた廃熱も温水や暖房に有効利用でき、エネルギーの有効利用率は最大で90%程度となる。」(5.24.11エコノミスト)

(3)市場経済をベースとし、日本の優位性を生かすエネルギー改革を

エネルギー政策確立の国民的議論を

エネルギー政策の根本的転換は不可避であり、それに向けた国民の合意形成が必要である。徹底した情報公開の下で日本国民全員が当事者意識を持ってエネルギー問題を議論し、方向を決めることが望ましい。それは国民教育的な意味でも、国民が自分の将来に責任を持つと言う点でも、きわめて大きな意味がある。次いでエネルギー統括の司令塔を作るべきである。原子力委員会、資源エネルギー庁、総合エネルギー調査会という既存のエネルギー政策機関をすべて解体、新しいエネルギー政策機関として総合エネルギー戦略会議を内閣府の下に設けて、その下に環境エネルギー省をつくるべきと言う提案がなされている。

菅首相は「エネルギー基本計画を白紙に」戻し「原発事故調査委員会」を発足させると発表した。さらには「発送電分離」について検討することを示唆した。また5月のドービルG8のサミットにあたっては「2020年代の遅くもない時期までに再生可能エネルギーを20%まで高める」と国際公約した。その方向性は間違っていないが、国民のより深い理解と支持、コミットメントを得る努力が必要である。それなしには改革は不可能である。

市場経済の基盤にたつ電力改革を

電力改革に当たっては市場競争の導入が不可欠である。平田育夫氏は以下のように主張している。「日本の電力料金は韓国や中国の2倍以上と高い。…東レは今年初め、韓国に炭素繊維の量産工場を作ると発表した。電気代の安さは、大きな魅力。」「これまでの電力自由化で発電事業への新規参入、工場や商店への小売解禁などが実現し、電力会社の送電網を使い小売などを手がける特定電気事業者(PPS)といった新規事業者が誕生した。ところが、仏造って魂入れずで、10電力の支配はほとんど変わらない。電力の全国販売量のうち新規事業者が担うのは、3%弱。送配電網の使用料が新規事業者の販売価格の2割と(高いため)。…大手電力会社間の競争も無いに等しい。…競争を促すカギは送配電網を多くの事業者が使いやすくすること。切り札は発電部門と送配電部門を分ける発送電分離。経産省は10年ほど前、これを目指したが、電力会社の猛反対で断念した。英国ではサッチャー政権が1990年にイングランド・ウェールズ地域の国営電力会社を3つの発電会社と1つの送電会社に分割・民営化し発電を自由化した。小売では12の配電局を民営にし新規参入も認めた。…電気代の半分を占める発電部門で競争が進めば、コスト削減の効果は大きい。…発電に参入する企業が増えれば、大手が事故の時にも停電を避けられる。風力・太陽光発電も、送配電を安く使えるようになれば利用しやすくなる。」(5.16日経新聞)

日本が再生可能エネルギー革命の先頭に→新たな生産性革命

日本でもスマートグリッドの実験は、部分的には進んでいる。第一生命は関東、東北の保有ビル100棟を対象に、使用電力量をリアルタイムで把

握し、使用量の限界に達すると必要性の低い順に供給を止めるシステムを稼働させたと報道された(5.18日経産業)。発電と消費の状況を瞬時に捉え、適切な配電を行い、需給を管理する仕組み、スマートグリッドの導入は電力の効率化をもたらす。

日本には世界で最も関連技術、関連企業が集積している。日本が再生可能エネルギー革命の先頭に立つことで生産性革命が期待できるのみならず、関連技術は日本に一大産業をもたらすだろう。環境、エネルギー関連はいずれも複合技術ゆえ、日本型総合企業に優位性がある。また素材技術、半導体技術、重電技術、通信技術、システム技術など、膨大な技術の裾野をもち、その全てを一国内で賄えるのは日本だけと言っても過言ではない。WHを買収し原発を事業計画の柱として位置付けてきた東芝は、スイスの世界最大手のスマートメーター企業ランディス・ギア(シェア32%)を買収し、再生可能エネルギーへのシフトを鮮明にしている。分散電源関連では、マイクロガスタービンや燃料電池、太陽光発電、風力発電、バイオマス発電などの普及が展望される。

仮にエネルギー革命により化石燃料の輸入が不要になれば、年間で20兆円のコストが節約できる。それを引き率3%として資本還元すれば660兆円となる。つまりエネルギー転換投資には最大で660兆円という巨額の経済価値があるといえるのである。故に税制、金融面での促進、誘導制度の創設が望まれる。

(4) 東電の処理……保証債務を電力事業から遮断せよ

解決はプラグマティズム(実利主義)で

今回の事故の第一義的原因が想定外の天災であること、そもそも原発はコスト論議を超えた国策としてスタートしたこと、の二点から法と道理に

基づいた、満点の解決策は無い。どのような政策にも、欠陥、批判、不満が残るのはやむをえない。正しい回答はプラグマティズム(実利主義)の観点から下されるべきである。つまり望ましい結果をもたらす解決策を誘導するべきである。そして望ましい解決策とは、東電(または東電の後継企業)が歴史的な重大な使命、日本に産業の血液である電力を供給し続ける使命、再生可能エネルギーと分散型電源ネットワークを軸とするエネルギー革命の推進主体になることである。

その観点から最悪の選択は、東電が存続しかつ無制限の補償義務を負担し続けることである。コストは電力料金として課され、新規投資は抑制され、エネルギー革命は大きく足止めされる。東電を補償支払いのためにのみに存続する「チッソ」のような企業にしてはならない。

原子力は国営に

東電解体と第二東電の創設、東電送電部門の売却益の活用、は検討に値する方策であろう。すでに東電株式時価総額は3.6兆円から0.63兆円へと3兆円下落、10電力合計では5兆円減少しており(3.11から5.17までの2ヶ月強で)、株主は予想される賠償などのコスト増をすでに織り込んでい。つまり補償、賠償金の支払いや原発処理などの追加コストを存続会社に残しこれから生まれるキャッシュフローを享受する第二東電を創設すれば、そこで3兆相当の資金調達が可能となる。いずれにせよ、どうすれば東電がエネルギー革命とスマートグリッド建設の推進者になれるのか、が問われる。

その際異常なコスト負担が明らかとなった原発は東電のみならず、国有化することが望ましい。民間電力企業が国策としての原子力発電コストを払い続けることには、無理がある。原発民営維持

の現行システムは、電力会社が(経済)合理性を追求することを困難にし、ひいては望ましいエネルギー改革推進の足かせになってきたのではないか。

4. 復興原資に隠れた埋蔵金、「円安＝賃金上昇」と「資産高、株高」を使え

⇒震災復興の成否のカギは「デフレ脱却」のマクロ環境の下でおこなうこと

⇒「デフレ脱却」のマクロ環境の下では「円安＝賃金上昇」と「資産高、株高」が復興原資となりえる

(1)円安とデフレ脱却が復興のエンジンになる 円安転換でデフレは終る

震災は日本に20年間続いたデフレを終わらせる引き金になる可能性が高い。その第一の要因は需給ギャップの縮小、リフレ政策の本格化である。16～25兆円の災害被害の復旧には大型の財政出動は必須である。また、緊急の流動性供給も待ったなしである。平時では小出しであったリフレ政策が本腰を入れて行われなければならない。震災の復旧は予想されたとおり急ピッチで進み、秋口には震災前の生産水準に戻ることはほぼ確実である。

第二に震災によって誘導された意外性のあるG7による協調介入は、長期円高トレンドを転換させるものとなるだろう。過去G7の協調介入は5回あったがいずれも協調介入は為替の長期トレンドの転換点となっている。今回も介入はファンダメンタルズに合致しているので、成功する可能性が高い。日本が震災で更なる金融緩和を迫られているのに対して、米国や欧州は金融緩和政策の出口が検討され始め、金利差の拡大が視野に入っている。

円高の終焉は日本の「失われた20年」を終わらせるだろう。1990年代円は購買力平価の2倍という異常な過大評価となり、日本企業のコストを一気に国際水準の2倍に押し上げた。日本の労働者の賃金も国際比較で2倍となったために、企業は雇用削減、正社員から非正規雇用へのシフト、生産の海外移転など劇的なコスト引き下げを迫られた。その結果企業競争力は維持されたが、労働賃金はその犠牲となり、日本を長期デフレに陥れた。同様に2008年以降、リスク回避から円が突出して買われたが、それにより日本は再びデフレに陥り、日本株の極端な不振をもたらした。しかし円安になれば日本の賃金は割安になるので、引き上げの余地が出てくる。円安はグローバル企業の収益をV字型で押し上げると言う効果もある。

(2)資産価格上昇を震災復興の原資に

日本のデフレ＝市場価格が本来の価値を著しく下回っている状態

日本には過去20年間の潤沢な蓄え(いわば埋蔵金)があり、震災がそれを発揮する契機になると考えられる。過去20年間の蓄えとは、円高とデフレである。円高とデフレは日本の賃金、株や不動産などの資産価格において本来価値(Value)からかけ離れた低市場価格(Price)を形成せしめた。価値と市場価格の差額は蓄えと言え、いずれ賃金上昇、株高となって戻ってくる。適切なリフレ政策が実施され、賃金と資産価格が本来の価値を取り戻せば賃金上昇と株高が起り、日本経済を長期停滞から救出するだろう。それは格好の震災復興原資になる。

円高阻止は日銀の掌中に、日銀は量的緩和拡大へ

どうすれば円高とデフレを終らせることができるかは、FRBが見事な処方箋を示してくれた。

ゼロ金利でも効かない時には量的金融緩和を続ければよいのである。昨年末からのQE2によりFRBのバランスシートは大きく増加し、株高とドル安が米国のデフレ圧力を著しく減殺した。日銀もFRBに追従する姿勢を見せている。白川日銀総裁は「必要な場合には適切な措置を講じる」と語り、西村副総裁は量的緩和の拡大(資産買取を10兆円から15兆円に増額)を提案した(4月28日金融政策決定会合で)。円高阻止でG7の合意が得られている以上、円安誘導に何の問題もないはずである。この日銀の姿勢は円の天井感の形成に、大いに役立つ。世界的にはドル安が続いたとしても、対円では80ドル/円を超える円高はあり得ない、(あったとしてもごく一時的)と考えられるのである。

「値下がり準備金」が超過利潤に

FRBが示したように、量的金融緩和は株価など資産価格に対しても大きな影響を及ぼす。日本の株式益回り(1株当り純利益÷株価)は平均7%、長期金利は1%、差し引き6%のプレミアムがある。このプレミアムは歴史的にも諸外国との比較でも極端に大きく、日本株の割安さ(価値と価格とのギャップ)を示している。この6%のプレミアムは「値下がり準備金」と考えられるのではないか。過去20年間で株価は3分の1に下落した。それは年率5%のペースであり、投資家は5%の値下がり織り込んだ価格を求めていると考えられる。しかしこれ以上の値下がりが無いところまで株価が低下したとすると、この5%の「値下がり準備金」は投資に対する超過利潤となる。

株高が経済好循環の起点に

FRBの経験に習い日銀が(資産購入を増額して)株価のフロアを設定すれば、5%の超過利潤を求

めて投資家が日本株に殺到するだろう。同様の事情は不動産価格にも共通する。東京の不動産のスプレッド(投資利回りー長期金利)は世界最低であり、日本の不動産の割安さを示している。

過去20年間で日本から1500兆円前後の株式、不動産時価が消えた。毎年100兆円弱、GDPの20%近い富が減少して来たわけであるから、深刻な負の資産効果を経済に与えた。極端なリスク回避が行われ、国民の金融所得の減少は内需に深刻な影響を及ぼし続けた。しかし現在の資産価格は、妥当な水準よりも大幅に下がっている。それは言わば「マイナスのバブル」であり、今回の震災によって本腰を入れたリフレ政策が打ち出されれば、資産デフレが資産インフレに転換する可能性が高まる。それはこれまでとは逆に年間50～100兆円レベルという膨大な資産効果をもたらす。

「マイナスのバブル」是正に当局もコミットせよ

リーマンショックは大不況を招くことなく収束した。そのカギとなったのは総予算7000億ドルのTARP(Troubled Assets Relief Program)の成功である。実際に支出された額は4110億ドルであるが、その6割を占める銀行支援プログラムは、返済と売却益等で既に黒字(回収超過)となっている。今残っている残高の大半はAIGとGM、クライスラーの自動車2社の株式であり、それらも赤字は回避できると推測されるので(AIGは5月にIPO実施)、結局巨額の財政支援はコストゼロ(または若干のプラス)で終ることとなる。この成功の要因は資産価格の上昇である。売りたたかれ、価値(Fair value)に比べて著しく割安となった市場価格(Price)に当局が介入し、その後の価格上昇で経済と金融が安定化したばかりか、支援プログラムに利益をもたらしたのである。2008年末時点での米国の社債大暴落、住宅ローン債権

暴落が価値を反映したものでないことは、その後市場価格が急回復していることから明らかであろう。

資産価格が「マイナスのバブル」化している(市場価格が価値を大きく下回っている)ことは、市場が恐怖心に冒され正常に機能していないことの現れであるが、米国当局の果敢な対応により、価

格是正と経済金融回復が同時になされたと言えるのである。これはそのまま現在の日本に当てはまる。日本は政策しだいで賃金上昇と株高を実現できる好機にある、と言える。これこそ「失われた20年」に蓄えた日本の貯蓄である。空前の国難の今、それを使わない手は無い。

本著作物の著作権は、公益社団法人 日本証券アナリスト協会®に属します。
本著作権の全部または一部を、許可なく印刷、複写、転載、磁気もしくは光記録
媒体への入力等、その方法の如何を問わず、これを複製することを禁じます。

震災・復興に対する市場からの提言

—証券アナリストの立場から—

編集兼発行所：公益社団法人 日本証券アナリスト協会

〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町2-1

東京証券取引所ビル5階

電話 03(3666)1515

<http://www.saa.or.jp>

(本提言集は上記ウェブサイトからご覧になれます)

印刷所：株式会社 サンエー印刷

2011年6月発行



公益社団法人 日本証券アナリスト協会
The Securities Analysts Association of Japan

