

Contents

| | |
|--------------------------------|----|
| 特集：2006年の日本経済を読む | 1p |
| <今週の”The Economist”誌から> | |
| ”Time to talk” 「東アジアを語れ」 | 7p |
| <From the Editor> 「2006年のお楽しみ」 | 8p |

特集：2006年の日本経済を読む

今年も残り少なくなってきました。そろそろ来年の日本経済の予測をしておきましょう。かねがね述べてきたように、筆者は「2005年は日本経済の長期低迷がリセットされた年」であったと思います。2006年は久々に明るい年明けとなるでしょう。

とはいえ、そこは留保すべきポイントもある。長期低迷が日本経済に残した傷跡は深く、そのひずみが随所に見られます。昨今、世上をにぎわせている「みずほ証券の誤発注による巨額損失」や、「マンション耐震構造偽装問題」なども、長年にわたる日本経済の緊縮モードがもたらした弊害と言えるのではないのでしょうか。

景気の回復は今後も順調に進むでしょうが、あらためて日本経済の正常化を進めるとなると、2006年は多くの課題が立ちはだかっているように思います。

株価と為替を両方当てられるか？

12月6日夜、ホテルオークラにて恒例のエコノミスト懇親会が行なわれた。

この会合の売り物は、日本を代表する経済専門家たちが、来年11月末の株価と為替を当てるアンケートに参加することである。2005年は「日経平均1万5000円、円ドルレート120円」が正解であった。そしてそれぞれに正解者がいて、壇上で表彰されていた。

しかしこの2つの数字を両方当てたという人はいなかった。それもそうだろう。もしも2004年末の時点で、「来年末は日経平均が1万5000円、為替は120円」という予測を提出した者がいたとしたら、「バカなことをいうな」と笑われていただろう。あまりにも虫が良すぎて、普通ならば恥ずかしくて出せない答えである。

それくらいこの2つの数字は、奇妙な組み合わせである。日経平均1万5000円はまことに結構な話である。時価総額は500兆円を越え、名目GDPとほぼ並んだ。最安値の2003年春には200兆円まで落ち込んでいたわけだから、「空白の10年」に失われた企業価値はあらかじめ取り戻したことになる。日本経済の復活を表す、これ以上の指標はない。

ところで普通、これだけ株が買われると、円高が同時進行するのが過去の経験則であった。ところが120円と円安が進行している。果たして株高と円安は持続可能なのだろうか？

そもそも**円安が進んだのは、日米の金利差拡大が原因**である。欧米の金利が上昇しつつある中で、日本だけは金利がゼロに張り付いたままだ。にもかかわらず、あらゆる経済指標が景気の回復を示している。かかる状況下では、外国人による日本株買いも、もっぱら日本国内で資金を調達して行われることになる。さらに金利差を狙って、国内投資家による外債投資や外貨預金も増加基調にある。かくして円売りドル買いが増えるという理屈である。

他方、景気の回復を受けて、日銀は量的緩和政策の解除に意欲を見せている。消費者物価は間もなく前年比でプラスに転じるものと見込まれているので、来年春頃には解除される公算が大である。とはいえ、ゼロ金利自体はその後も継続される公算が高い。だったら**来年春からその後のゼロ金利解除までは、実質マイナス金利が確定する**。すでに資産価格が上昇しているところへ、さらに金融緩和が行われることになる。

11月上旬に日経平均が1万4000円台をつけた頃までは、だいたい日本企業の実力通りと考えてよかったと思う。その後、中川政調会長の発言などにより、「政府は財政再建を急ぐためにも、日銀の利上げを許さないらしい」という見通しが市場に浸透してから、株高と円安の流れが急に加速した。

12月5日には日本経団連の奥田会長が「バブル期の雰囲気」と警告を発したが、たしかに**市場のリスク感覚は麻痺し始めている**ように見える。こういうときに行き過ぎが生じるのは市場の常とはいえ、「株高と円安」が同時進行する余地はそう長くはないだろう。

企業部門には負担が増加する

と言っている間に、すでに円安の方は、足下から怪しくなり始めた¹。今週13日、米連銀が再度の利上げを行い、FFレートを4.25%に上げたところで、ムードは変わり始めた。同時に発表された声明文の読み方については諸説あるものの、利上げの天井が見えてきたことは異論が少ないだろう。そして日本では、遅くともいつか金利は上昇する。**それがたとえ小さな一歩であったとしても、「ゼロが1になる」ことのインパクトは大きい。**

為替市場はそろそろ金利差というテーマに飽き、2006年のどこかの時点で、再び経常収支に注目が集まることになるのではないだろうか。そして後述する通り、日本の経常黒字は拡大傾向にある。2006年の為替相場は、じょじょに円高方向に転換すると見る。

¹ 本稿執筆時の12月16日時点で、115円台まで戻している。

株高はどうだろうか。景気の回復は2006年も続くだろうが、企業収益という点から考えると、上値は限られているように思える。2005年の景気回復は、たしかに企業部門がリードした。企業が厳しいリストラに耐えて、設備、雇用、債務という三つの過剰を整理したところへ、アジア向けの輸出の増加という追い風にも助けられ、設備投資が堅調に推移した。経常利益で1000億円を超える企業が続出した。本誌でも何度も繰り返してきたように、「2005年は日本経済の長期低迷がリセットされた年」となった。

とはいえ、世間を騒がせている最近の事件は、この間のひずみがいかに大きかったかを示している。みずほ証券の誤発注事件は、証券界が行ってきた苛酷なリストラと無縁ではないだろう。東証のシステムも、今日の売買高の水準になると障害が多発するようで、過去のシステム投資が適切だったかどうか疑問が残る。またマンション耐震強度偽装問題は、鋼材価格の上昇に対して供給側が「手抜き」で応じてしまった。「背に腹は変えられない」とばかりに消費者を犠牲にしたわけだが、この手の話はほかの業界でも絶無ではあるまい。

日本経済が正常な姿に戻るにつれて、これら長期低迷期の負の遺産が企業にあらたな支出を迫るようになるだろう。そして企業のコストアップをもたらす要因はほかにも少なくない。

- ・ 来年の春闘に向けて、日本経団連は「賃上げ配慮」の指針を示している。雇用状況は改善しており、企業の労働コストは確実に上昇するだろう。
- ・ M&Aへの防衛策や株主重視経営の浸透に伴って、増配や自社株買いなど配当政策によるコストが上昇している。
- ・ CSR経営の浸透。松下電器は石油温風器による事故を重く見て、製品の引き取りをアピールしている。企業が社会的責任を自覚するのは時代の趨勢であり、同様な経営姿勢が今後は広がるだろう。

景気の主役は企業から家計へ

しかし、これらは悪い話ばかりではない。企業のコスト増は、家計部門にとっては収入増を意味する。すなわち賃上げ、株式配当、商品やサービスの充実といった形で、家計の可処分所得が増大するだろう。

思えば本誌の2月18日号「日本企業本格回復の条件」では、以下のように述べている。

今後の景気を見る上で、もっとも重要なのは企業の行動であろう。つまり企業の動向次第で、景気は本格回復にも向かうし、あるいは腰折れに向かうかもしれない。

家計部門の貯蓄率が低下傾向にあるのに対し、企業収益は空前の状態にある。こういうとき、普通であれば企業は、「設備投資」「雇用拡大」「配当の増加」などの形でカネを使う。そうすることによって、企業活動が活発になるだけでなく、家計部門が潤って消費が伸びるという前向きな景気循環が可能になる。

ところが企業はカネを使わずに溜め込んでいる。昨年9月までの1年間で、企業部門が吸収した金額は26兆円あまり。この間に政府部門が取り込んだ資金は28兆円にもなる。企業部門の黒字が、そのまま財政赤字を補填している形になる。数字から浮かび上がってくるのは、「せっかく儲かるようになったのに、カネの使い道が分からず、低利の日本国債を買い込んでいる消極的な企業経営」の姿である。

年初の時点では、企業がカネを使ってくれないことが悩みの種であった。それから10ヶ月後の現在、企業はちゃんとカネを使うようになった。かつて日銀が唱えた「ダム論」を援用するならば、「川上の企業収益が川下の家計部門に流れ込む」ようになったのである。

2006年の日本経済は、個人消費が牽引役となるだろう。理想的な展開であるといっていい。今回の景気回復局面は、まずアジア向けを中心とした輸出が点火し、次に企業収益の増加から設備投資に広がった。来年は最大のエンジンである個人消費が動き出す。そしてこの間、公共投資は一貫して減り続けた。途中で「足踏み期間」を挟みはしたものの、民需を中心とした息の長い拡大が続いているのである。

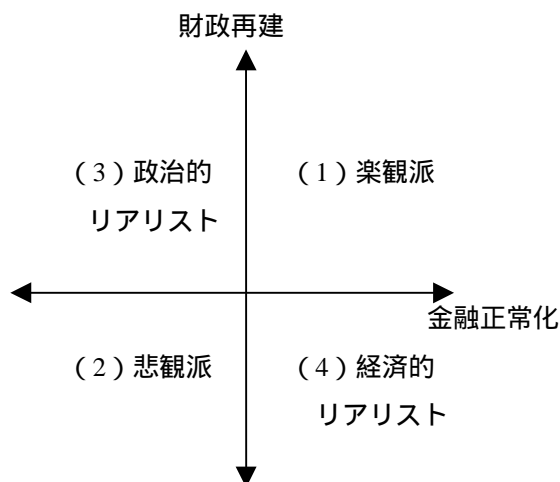
財政と金融、どちらを急ぐ？

次に経済政策の面に話を移したい。

2006年の日本経済には2つの課題がある。ひとつは財政の再建であり、慢性的な財政赤字を減らすことである。もうひとつは金融の正常化であり、ゼロ金利という異常な状態を解消することである。財政と金融という2つの課題を乗り越えないことには、日本経済は健全な状態に戻れない。

そこで2つの課題をどう乗り越えるかについては、いくつかの選択肢がある。

2006年、経済政策の座標軸



- (1) 楽観派：まず「両方やれ」という意見がある。これだけの好景気であれば、財政再建と利上げの二兎を追うことも可能だという見方である。が、いささか欲張り過ぎだろう。少なくとも、財政と金融のどちらを優先するかを決めておく必要がある。
- (2) 悲観派：「両方とも急くな」という意見もある。日本経済を悲観的に見る立場からは、デフレはまだ終わったとはいえず、財政再建や金利上昇はゆっくり取り組むべきだということになる。が、これは弱気過ぎる意見ではないかと思う。

となれば、財政再建を優先する政治的リアリストと、金融正常化を優先する経済的リアリストの意見にそれぞれ耳を傾けるべきであろう。

- (3) 政治的リアリスト：郵政民営化という山場を越えたことで、小泉改革はようやく本調子がついた。今こそ財政再建に取り組むべきである。究極的には、消費税を含む増税が避けられないだろう。本格的な少子・高齢化に向かう日本経済を支えていくためであれば、国民の側の理解も得られよう。ただし、その前に財政支出の削減をギリギリまで追求しなければならない。
- (4) 経済的リアリスト：日銀は物価の上昇を見届け、来年春頃に量的緩和政策を解除するだろう。それでもゼロ金利政策は継続する公算が高いので、その先の日本経済は事実上のマイナス金利になる。これではバブル経済を招くのではないか。というより、すでにバブルは始まっているかもしれない。財政再建のために低金利を据え置くのでは、1980年代後半と同じ失敗を招くのではないか。

煎じ詰めれば、急ぐべきは財政再建か金融正常化かという話になる。興味深いことに、自民党内で両者の対立軸が出来つつある。

- ✓ **政治的リアリスト**：「竹中総務大臣 + 中川政調会長」ペア　日銀を厳しく牽制しながら財政支出の削減を主張。インフレ・ターゲティングも視野に。
- ✓ **経済的リアリスト**：「与謝野金融財政担当大臣 + 谷垣財務大臣」ペア　金利の上昇をとやかく言わない代わりに、増税も辞さずの構え。日銀の独立性に理解。

「9・11総選挙」の大勝により、もはや抵抗勢力は不在になり改革政党になったといわれる自民党であるが、改革の進め方について早くも上記のような対立軸ができているところはさすがといえようか。

対立の裏側には、「ポスト小泉」をめぐる生臭い葛藤があるようなので、答えは簡単には出ないだろう。ともあれ2006年の経済政策は、まずは「財政か金融か」の議論から始めなければならない。その上で、景気の行き先を見定めながら、慎重な舵取りが求められる。

貿易動向が語る日本経済

最後に、貿易面から見た日本経済について述べておきたい。

以下の小文は、12月9日付の日経金融新聞「視点論点」欄に寄稿したもの。筆者は本年度の日本貿易会、貿易動向調査委員会の座長を務めたが、同会は「日本経済を貿易面から見る」作業を長年にわたって続けている。今回の調査結果も、普段は報道されることの少ない「日本経済の足腰の強さ」が見えてくる内容なので、あらためて関心を喚起したいと思う。

「来年度の経常黒字は二〇兆円超」 日本貿易会が発表した二〇〇六年度の貿易動向見通しが、十二月六日の紙面で報道された。大台突破にはそれなりのニュース性があったと思うが、細部にも興味深い点が少ない。今年の見通しの取りまとめを担当した筆者としては、本調査から見えてくる日本経済の姿について個人的な見解を披露してみたい。なお全文をご覧になりたい方は、日本貿易会のホームページ²をご参照願いたい。

今回の見通しの第一印象は、輸出入の数字が随分大きくなることだ。通関ベースで行くと、足下の〇四年度は輸出が六一・二兆円、輸入が五〇・三兆円であるが、見通しでは〇六年度には輸出が六九・六兆円、輸入が五九・五兆円に達する。九〇年代における日本の貿易額は、ざっくり輸出が五〇兆円、輸入は四〇兆円が相場であったが、それが間もなく七〇兆円と六〇兆円になるわけで、今世紀に入ってから貿易額の急増ぶりが目につく。

というと、「ああ、中国のお陰か」という声が聞こえてきそうである。確かに中国向けの寄与度は大きいですが、対中貿易の実額は輸出で八兆円、輸入で十兆円（いずれも〇四年度）に過ぎないから、それだけが理由ではない。世界貿易全体が拡大基調にあることと、機械機器を中心とするわが国産業界の活況が原因と見ておくべきであろう。

見通しの次なるポイントは、国際商品市況の高騰によって〇五年度の輸入は資源価格の高とうにより、二年連続で二ケタ台の伸びとなる。しかし〇六年度には、価格上昇圧力が剥落して伸び悩む。前提条件をやや円高（一一〇円）に置いたこともあって、鉱物性燃料、原料品などの項目が、〇六年度には前年比マイナスに転じると見られる。

日本貿易会では、会員である商社各社が手分けをして、貿易品目ごとに営業の現場へのヒアリングを実施し、ミクロの数字を積み上げて見通しを作成している。こうして得られた調査結果は、ここ二年ほど続いた資源価格高が峠を越えつつあることを示している。

ここで気になるのは、昨今、消費者物価上昇率がマイナスからプラスに転じつつあることを前提にして、金融緩和政策の変更が議論されていることだ。老婆心ながら、今後も輸入物価の動向は、慎重に見ておく必要があると思う。

第三のポイントは、輸出が伸びて輸入が伸び悩む結果、〇六年度の貿易収支はIMFベ-

² <http://www.jftc.or.jp/research/index2.html>

スで一二兆三七八〇億円の黒字となる。さらに所得収支も一一兆九四二〇億円と順調な伸びを示すので、すべてを集計した経常収支は、史上初めて二〇兆円の太台に乗る見込みだ。

堅調な貿易黒字は、日本経済がなおも国際競争力を維持しており、「貿易立国」であることを示している。そしてまた、所得収支は過去に積み上げた海外資産からのリターンを示すので、これが雪だるま式に増大を続けていることは、日本経済が「投資立国」の地位を固めつつあることを意味する。

これでは話がうま過ぎるかもしれない。クローサーの発展段階説によれば、貿易黒字国はやがて債権国となるが、成熟するに従って貿易収支が赤字となり、その分を所得収支の黒字で埋めるようになる。しかるに日本の場合は、自動車だけで年間十兆円も輸出するような産業大国でありながら、所得収支で十兆円以上も稼ぐ債権大国となりつつある。良くも悪くも、日本経済は常識外れの存在なのである。

こんな「いいとこ取り」が、いつまでも続くことはないだろう。それでも日本の進むべき道は、投資立国としての知恵を深めつつ、モノ作りを得意とする貿易立国の地位にこだわり続けることであろう。

それにしても、日本経済のマクロ環境の良好さは、もう少し注目されても良いのではないだろうか。

< 今週の”The Economist”誌から >

”Time to talk”

Leaders

「東アジアを語れ」

December 10th 2005

*** 歴史的な東アジアサミットの開催に際し、”The Economist”誌は何を述べているか。やはり注目点は日中関係にあるようです。**

< 要旨 >

来週、世界の人口の半分を代表する人々が、東アジアサミットのためにクアラルンプルに集結する（なかには専制主義国家も含んでいるが）。この中には巨大な人口を抱え、急発展中の中国とインドも含まれる。そして中国の長年のライバルで、東アジアでは最も富裕な経済大国であり、最近では政治大国ともなりつつある日本も。そして韓国、ASEAN10カ国に豪州、ニュージーランドが集結する。新しいアジアの夜明けに興奮の声もあるが、16カ国が同意したのは集まることだけだ。それでは何のための会合なのか。

集まっただけでも偉業だともいえる。今日の欧州とは違い、東アジアには広範な連合の支えはなく、不安定な競争関係による反目がある。いまだに国力がミサイルの飛距離や戦艦の数で量られ、ときには地下資源がありそうな岩や浅瀬、台湾や北朝鮮の核能力をめぐる紛争が起きる。それでもこの地域における対話の場所といえばAPECとARFと、副産物であるところのASEAN+3くらい。全て台本と振り付けがついたイベントである。

相反する見解が、初めての東アジアサミットという外交的舞台を痙攣させている。温家宝首相は、靖国問題を理由に小泉首相との会談を拒否している。

アジア太平洋地域の安定と安全を任じている米国が招待されていない。地域的な指導力を目指す中国が、そのように事を運んだ。それでも東アジア専用クラブを、上海協力機構のように安全保障次元にしようというもくろみは、日米や他の友邦によって妨害された。インドを招くことで中国の影響力を薄め、豪州とニュージーランドも招かれた。米国は除外されたことに不満があり、自国が当初メンバーでないクラブには関心がないと装っている。

東アジアサミットは用なしかもしれない。が、そのように望むのは間違いだ。EUのアジア版を望むのは全くの時期尚早である。とはいえ軍事対立を除けば、東アジア共同体には他の利点がある。貿易、投資、金融協力をAIDSや鳥インフルエンザ、海賊やテロ対策などだ。

EUと比べて成否を語るのも間違いだ。漁獲割り当てや労働規制といった負担なしに、東アジア経済はすでに緊密化している。参加する16ヶ国は、貿易量で世界の半分を超える。いつの日かアジアが一つとなって、米国やEUと貿易や世界経済を語ると期待する声もある。

中国、日本、インドや将来の統一コリアがあい争う中で、そんなことが可能とは思えない。だがアジアの代償さまざまな国が現実的に語り合うのは結構なことだ。日韓の前外相は、ユーラシアグループ（六カ国協議から北朝鮮を抜いた5カ国）での常設対話を提案した。しかしそれも日中韓が歴史問題を解決し、未来志向になることが欠かせないだろう。

< From the Editor > 2006年の楽しみ

2006年にはどんな予定があるのでしょうか。

政治面では、日本におけるポスト小泉（自民党総裁選挙、9月）や、米国における中間選挙（11月7日）などが注目点。人事ではグリーンズパン米連銀議長が1月31日に引退し、バーナンキ新議長が誕生します。

とまあ、この辺のお堅いところはおいおい研究するとして、以下は12月7日付の日経MJが掲載した「トレンドもの」の予定から。2006年は楽しいイベントが多いようです。

スポーツイベント：トリノ五輪（2月10～26日）、ワールド・ベースボール・クラシック（3月）、サッカーW杯ドイツ大会（6月9日～7月9日）

新ゲーム機対決：「Xbox360」（05年12月10日）、「プレイステーション3」（3月）、任天堂の次世代ゲーム機「レボリューション」（06年内）

大型商業施設の開業：表参道ヒルズ（2月11日）、大洗リゾートアウトレット（3月）、IKEA船橋（4月24日）、豊洲プロジェクト（秋）、ららぽーと柏の葉（11月）

Windowsの新OS「ビスタ」。あの「XP」から5年ぶりの投入。

トヨタ、レクサス「LS」を投入（夏頃）。

個人的に気になるのは、ひとつは米国産牛肉の再開に伴い、吉野家の牛丼がいつ再開されるか。「牛丼最後の日」となり、長蛇の列が出来た2004年2月11日が同社にとっては意義深い日であるらしく、現時点では同日が最有力といえそうです。

もうひとつ、11月1日からは「ナンバーポータビリティ制度」が導入されます。携帯会社を変えても同じ番号を使えるようになるというサービスで、この機会に乗り換えようと考えているユーザーは筆者以外にも少なくないでしょう。

乗り換えがブームとなれば、この時期にあわせてケータイ料金の値下げ競争が始まるでしょう。特に若年層の間では、「ケータイのコスト」は支出のかなりの部分を占めているらしいので、低額商品を扱う業者にとっては、この時期はひとつの勝負どころになるでしょう。

などと、いろいろ来年が気になる年の瀬を迎えております。本誌来週号では「米国政治経済の2006年」を取り上げる予定ですが、今年最後の号が通巻300号となることに、若干の感慨いたものを覚えております。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記あてにお願いします。

〒107-0052 東京都港区赤坂2-14-27 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL: (03)5520-2195 FAX: (03)5520-4954

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com