

Contents

特集：2009 年度、L 字型回復への視点	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”Learning the hard way” 「大統領は学習中」	7p
< From the Editor > PPIP をどう見るか	8p

特集：2009 年度、L 字型回復への視点

今週水曜日の4月1日をもって、新しい年度が始まりました。いろんな場所で新入社員を見かける季節でもあります。今週はきっと全国各地で、訓示や研修や歓迎会が行なわれていたことでしょう。とはいえ天気は今ひとつ、桜前線の開花も遅れ気味。そして何より日本経済は大変な状況を迎えています。

それでも、始まったばかりの2009年度の先行きは、巷間言われているほど悪くないのではないかと考えています。それは足元の4-6月期に、いわゆる「L字型回復」の可能性が見え始めているから。今週号では、日本経済の現状について考察してみます。

1年前とは大違いの春

もはや遠い昔のことにように思えるが、1年前、2008年4月1日の話題は「物価高」だった。醤油、牛乳、ジャム、はちみつ、食用油、菓子類、ビールなどが値上がりし、小麦売り渡し価格が30%引き上げられた。これがパン、麺類、パスタなどの価格に波及し、やがてフライドチキンやアイスクリームなどにも及ぶ。「スーパーマーケットの商品がすべて値上がりするスーパーインフレ」なんてジョークも飛び出したほどである。

そういえば、「どこを探してもバターがない」という騒ぎもあった。慌てた主婦がバターの買い置きをするので、ますます商品が品薄になってしまう。今から考えると、あの騒ぎはなんだったのか¹。打って変わって1年後の現在では、これから物価が下落することはほとんど疑う余地のない趨勢である。

¹ 筆者の自宅の冷蔵庫には、まだ当時の買い置きバターが残っている。

2008年4月1日当時の石油価格は、ちょうど1バレル100ドル前後であった。それが3ヵ月後には147ドルまで一気に駆け上がる。新興国を中心とする投資過熱によって資源価格が高騰し、それが穀物価格などにも転じた。現在の石油価格は、昨年末に比べるとかなり上がったが、それでもまだ50ドル前後である。再上昇の懸念がないではないが、前年同期比で見て大きなマイナスになることはほぼ疑いが無い。このことは当面、可処分所得の増加という形で個人消費を下支えするはずである。特に年金生活者にとっては、「2009年は2008年に比べるとずっと暮らしよい」ということになるだろう。

思えば1年前の頃は、不思議な話を聞いたものだ。例えば「マンホールの蓋や、公園の鉄製遊具が盗まれている」。間もなく北京五輪が開催されるため、中国ではいくら鉄があっても足りない。そこで日本の鉄屑を横流しする地下ネットワークができた、という触れ込みであった。とはいえそんな小さな単位の鉄屑が、どんな役に立ったのだろうか。その後、スクラップ市況は暴落して今では見向きもされなくなっている。今から考えれば、「鉄盗人伝説」は典型的なバブルの兆候であった。それでも資源価格高騰の最中には、この手の噂がもっともらしく聞こえたのである。

あるいはまた昨年春頃には、「世界中の建設機械の4分の1がドバイに集まっている」というドバイ伝説や、「ロンドンの地下鉄の初乗り料金が1000円を超えている」というロンドン伝説もあった。今はどうなっているかと言えば、ドバイの建設ラッシュは多くが砂上の楼閣となりつつあり、英国は「金融立国」シナリオが崩壊してポンドが暴落し、初乗り料金は600円程度になったと聞く。

昨年の頃には、これらの話が「いかにも当世風」に聞こえていた。今では遠い昔の出来事のように思えるが、「素人が聞いて奇異な印象を受けることは、やはり間違っているものだ」ということを今後の教訓にしたいところである。

それにしても、なぜこんな違いが生じたのか。簡単に言ってしまうと、2008年度は前半(4~9月)と後半(10~3月)がまるで別世界であったということに尽きる。前半は資源インフレの時代、後半は国際金融危機の時代。その折り返し点となったのは、言うまでもなく9月15日のリーマンショックである。

なぜ日本が米欧より落ち込みが深いのか

リーマンショックで、「これは大変なことになった」と誰もが思った。それでも、「これが日本経済を直撃する」と思った人はどれだけいたろう。日本経済が受けた傷は相対的に浅く、それほど極端な落ち込みには至らない、というのが当時の通説であった。

ところが11月6日には「トヨタショック」が発生する。日本経済のフラッグシップとも言うべきトヨタ自動車が、連結利益を1兆円下方修正したことにより、関連業界に広範な影響が及んだのである。(日米の自動車産業が一蓮托生である背景については、本誌3月6日号「日米自動車産業の憂鬱」で詳述した通り)。

しかし事はそれだけにはとどまらなかった。今年2月16日には、「10-12月期 GDP 成長率は、先進国ではもっとも日本が低い」という「GDP ショック」が追い打ちをかける。修正後の数字は 3.2%(年率 12.1%)で、第1次石油危機の1974年1-3月期の年率 13.1%に次ぐ戦後2番目のマイナス成長であった。

こうなると、「どうして日本経済の方が、米欧よりも落ち込みが深いのか」が嫌でも気になってくる。すでに多くの議論が出ているが、まとめると以下のようなになる²。

1. 日本は経済全体に占める製造業のシェアが大きい(約23%)。製造業の中でも、輸送機械、電気機械、一般機械という3業種の落ち込みが激しく、これらが鉱工業生産全体の5割を占めている。

「いざなぎ越え景気」(2002~07)においては、これら3業種が輸出の伸びに大きく寄与し、景気回復の原動力となった。

2. 日本との貿易量が多い韓国、台湾、シンガポールなどでも同様に二桁マイナス成長が生じており、東アジア全域で急激な在庫調整が行われている様子が窺える。

この調整スピードの速さは、東アジアで「サプライ・チェーン・マネジメント」が確立したことによる負の効果かもしれない。

3. 日本では部品や素材の国内調達比率が高いので、最終需要の減少が他の産業に大きく影響する。これが米国などでは、調達は輸入品に依存する度合いが高い。

2004年頃から進んだ製造業の国内回帰により、高付加価値部門が国内に作られるようになったが、その部分が大きく影響を受けている。

こうしてみると、日本経済が直面している事態とは、「モノ」が動かなくなったことによる需要の急激な落ち込みといえる。つまりは循環的な問題であるから、在庫調整が一巡し、外需が回復することによって解決を見るはずである。

「腕のいい職人さん」の不運

言ってみれば、世界経済における日本の立場とは、「腕のいい職人さん」みたいなものである。自動車でも電気製品でも、他よりは高価だけれども、確実に良質な製品を作ってくれる。ところがある日突然、職人さんへの仕事の注文が半分になってしまった。外部環境の悪化が原因であって、職人さん自身の腕が落ちたわけではない。

これで当人が、「宵越しのカネは持たねえ」という無頼派タイプであれば大変なことになるけれども、幸いなことにそこそこの蓄えはある。従って、しばらくは貯蓄を取り崩して生活していくよりほかはない。

² 例えば金融経済月報2月号では、「最近の鉱工業生産の大幅な減少について」というBOX記事を設けて、日米製造業の構造の違いについて分析している。

そこで当面は、ケインズ的な政策を行って景気を下支えすることが必要になる。それはおそらく、1999年に小渕政権が行ったような伝統的手法（減税、公共投資、雇用対策、地域振興券など）となるだろう。単純な問題に対しては、単純な答えが有効なのである。

ちなみに日本とは対照的に、米国経済の問題点は1990年代の日本と同様、「カネ」が動かなくなったことによる経済全体の麻痺である。構造的な問題であるから、景気刺激策だけでは不十分であり、金融の安定化を図らなければならない。そうすると不良債権処理策こそが焦点となってくる（3月23日に発表された「官民共同投資プログラム」= PPIP への評価については、今週号の”From the Editor” = P8 を参照）。

財政事情が厳しい折から、昨今は「ワイズ・スペンディング」（単なる需要の穴埋めではなく、将来の経済成長につながるような財政支出）を求める声がある。筆者は懐疑的であり、”Wise Spending”とは、外交における”Smart Power”論に似ていて、誰も表立って反対はできないけれども、所詮は「ないものねだり」ではないかと考えている。本当に賢明な支出ができるのであれば苦労はないが、政府や経済学者はかならずしも賢明ではない。投資対象は環境か医療か観光か、などといった議論をしているうちに、それこそ「賢明な利益誘導」の餌食になったり、むなしく時間を浪費したりすることになるのではないか。

むしろ景気対策の手法としては、企業減税という形で助け舟を出すか、あるいは単に雇用対策に予算をつけるというシンプルな形が望ましい。発想の基本は、「仕事にあぶれた職人さんの救済」と考えると分かりやすいだろう。

今は「職人さん」にとっては我慢のときである。自分が悪いわけではなく、環境変化という「不運」に遭ったわけだが、ここで自暴自棄になるわけにはいけない。外部環境が回復して仕事が戻ってきたときに、仕事の腕が衰えていたらそれこそ食いはぐれてしまう。日本経済の国際競争力が衰えないように、企業は自己研鑽を怠ってはいけない。それと同時に、次世代を育てることも重要である。その中には、新入社員を採用して育成するという仕事も含まれる³。

今年度予算が成立して間もなく、来月を目処に補正予算の編成が始まっている。「雇用対策こそが焦点」という点については、官民どこからも異論は出ないのではないだろうか。

近づいたL字型の直角部分

さて、4月1日に発表された日銀短観は、大企業製造業のDIが58という悪さであった。「1975年を下回って過去最悪」と聞くと、ここまで落ちたかと暗澹たる気持ちになるかもしれない。ただしアンケート調査が行われたのは3月であるから、2008年度後半の「フリーフォール状態」のさなかということもあり、悪い結果が出るのはある程度は想定範囲内である。

³ 「不況の年には優秀な社員が入る」という法則は、筆者の周囲だけ見てもかなり当たっているように思う。

ここでは「大企業製造業」のうち、以下の部分に注目してみたい。すなわち日本の輸出を支えてきた3業種、今回の不況でもっとも大きな影響を受けている「輸送機械(自動車)・電気機械・一般機械」の景況感である。

	2008年12月	2009年3月	先行き
自動車	41	92 (-51)	83 (+9)
電気機械	37	69 (-32)	58 (+11)
一般機械	22	64 (-42)	68 (-4)

いずれも3月期がボトムで、先行きの予測は改善ないしはほぼ下げ止まりしている。もとより日銀短観はアンケート調査であるから、これだけ一気に下がってしまうと、これ以上下げる余地はあまりない。しかしこのデータを、3月時点で各社が「在庫調整は進んでいる」「需要はいずれ増加に転じる」という手応えを感じていると読むこともできる。いずれにせよ、「景気が底打ちした」という確証は持てないまでも、「下げ止まりが近い」ことは信じて良いのではないか。

景況感とデータの乖離という問題もある。1-3月期の成長率はまだ分からないが、ざっくり言ってしまうと2008年度のGDP実績は2.5%前後であろう。そして民間シンクタンク各社による2009年度の予想は、4%前後に集中している。この数値は、2009年度の「マイナスのゲタ」とほぼイコールなので、「4四半期連続ゼロベース」を想定したものにほぼ等しい。つまり2008年度後半の落ち込みがあまりに急激であったために、2009年度の出発点は極端に水準が低くなった。従って、これから先はそれほど悪くなりようがない。

ところが「2008年度は2.5%で、2009年度は4.0%」と聞くと、多くの方は2009年度の方が悪いように錯覚するだろう。しかるに2009年度は「ほぼフラット」になると見込まれているので、日本経済がいちばん辛かったのは、「ほとんどフリーフォール状態だった2008年度の後半」ということになる。

どうやら日本経済は、フリーフォールからフラットへと移行しつつあるのではないかと。すなわち、「L字型回復」の直角部分に近づいている。もちろん「L字型」ということは、生産なり売り上げなりが目に見えて回復するわけではなく、一定水準をキープするようになるに過ぎない。「回復と言うからには、V字型やU字型でなければならない」という声もあるだろう。ただし、ベクトルが垂直運動から水平運動に変わった瞬間に、企業を取り巻くムードは一変するだろう。少なくともフリーフォールが終わるだけで、企業活動はそれなりに安定してくるし、日本経済の景色もずいぶんと変わって見えるはずである。

すでに日経平均は、3月上旬をボトムに上昇を続けている。「期末の株価維持を目指した公的資金による買い支えであり、高値は持続不可能」といった声もよく聞くが、筆者はすでに「不況下の株高」が始まっていると考えている。つまり株式市場は、景気のベクトルが「垂直から水平に変わる」ことを評価しているのではないだろうか。

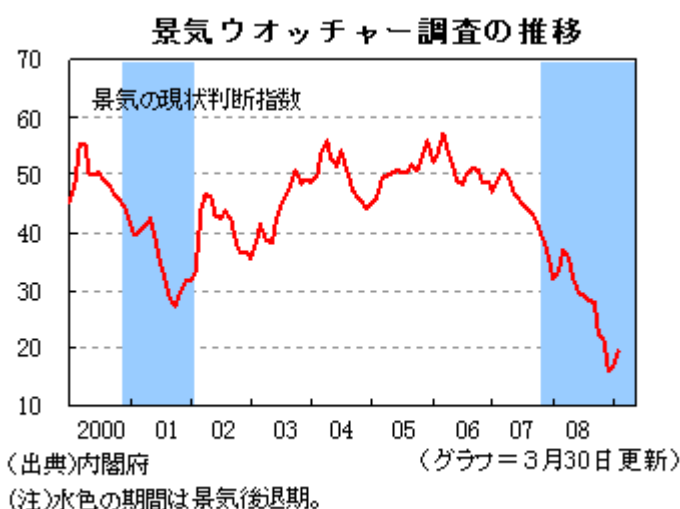
潮目の変化を感じさせるもの

まとめると、2009年度の始まりは、以下のような点で日本経済の「潮目の変化」を意味しているのではないかと思う。

1. L字型回復：上述の通り。
2. 心理的变化：リーマンショックから半年を経過し、「国際金融危機」が常態化した。その結果、人間の自己防衛機能、「慣れる、飽きる、忘れる」が作動し始めた。
3. 景気対策：政争に明け暮れていた政治が一段落し、景気対策を真面目に検討するようになった。これまで否定的な評価が多かった「定額給付金」や「高速道路の休日値引き」などの政策も、実際に動き出すと意外に好評であることが分かってきた。

昨年秋以来、毎日のように発表される景気指標は、ほとんど「0勝10敗」といった状態が続いてきた。それがここへ来て、ようやく「1勝9敗」くらいになってきた。ここでの1勝は貴重な1勝である。おそらく次のステップは「2勝8敗」となる。この状態を「景気はまだ悪い」と表現することは容易だが、どこかで「景気はもう良くなり始めた」ことを指摘するのがエコノミストの仕事である。

明るい指標を強いて1点だけといえ、景気ウォッチャー調査が昨年12月分をボトムに1月、2月とわずかながら上昇していることを挙げたい。この調査は例年、1~2月に高い数値が出やすいので、素直に信じにくいところもある⁴。それでも「街角景気」の過去の実績を考えるならば、これは大いに注目したいプラス材料である。



⁴ 筆者は昨年もそれで騙されている(2008年1~3月まで連続で上昇し、4月から悪化した)。

<今週の”The Economist”誌から>

”Learning the hard way”

「大統領は学習中」

Cover story

March 28th 2009

* 会社には新入社員が入ってくる季節ですが、米大統領も就任してまだ3ヶ月目。これまでの成果を評しつつ、”The Economist”誌が激励しています。

<要約>

民主党予備選でオバマと死闘を繰り広げた際に、ヒラリーが放ったもっとも効果的な一言は、「大統領は OJT できない」だった。雄弁な若き上院議員は行政経験が乏しく、シカゴ政界でも外交でも巨大利権と対立したことがなく、それが最大の懸念であった。

目下のオバマは、特に外交で成果を挙げている。イランに手を差し伸べ、グアンタナモの閉鎖を指示した。友邦にも敵にも滑らかに接している。問題は内政面で、本誌の期待には及ばない。オバマ支持者たちも疑問を持ち始めた。世論調査によれば、無党派層が民主党よりも共和党を選び始めている。好条件を有しているのに、不思議と弱々しく見える。

なぜだろう。第1にオバマは経済問題に専念していない。巨額な景気刺激策は議会で手を加えられ、危機に役立ちにくくなった。予算案はブッシュ時代より正直になったが、いささか楽観的過ぎる。不良債権買い取り案を発表するまでに時間をかけすぎた。

さらに衝撃的なのは財務省幹部の不在である。上院の承認が必要な23のポストのうち、2つしか決まっていない。悪いのは上院ではなく、オバマの指名に失態が相次いだからだ。厳しい選定基準を設けているためだが、財務省スタッフを決めることこそ先決ではないか。

第2に議会との関係を誤っている。中道派で超党派の政治を約束したのに、景気刺激策には共和党議員3人の支持しか得られず、温暖化ガス問題や医療改革の審議にも影響している。もっとうまく立ち回って、反対を難しくすることもできたはずなのに。

党内支配の確立もうまく行っていない。民主党は労組寄り法案を推進してオバマを困らせ、銀行叩きを続けて経済再生を難しくし、景気刺激策には利益誘導を盛り込んで政権と党の評判を落としている。何よりオバマが、彼らにやりたい放題にさせてしまっている。

政権が学習しつつある兆候はある。満身創傷状態のガイトナー財務長官が、とうとう銀行救済策の詳細を発表した。成功の保証はないが、議会や世論にはこれで駄目なら後がないとの機運が広がっている。イラクからの撤退でも、オバマは見解を柔軟に修正している。

しかしオバマの前途は遠遠である。世界中で近隣窮乏策が忍び寄る中で、G20 ロンドン会議で最も重要な課題は、保護主義を断固排除することであろう。しかるに米国自身がメキシコとの些細な貿易戦争をしているのではないか。あるいは党内のアフガン撤退勢力を宥めつつ、どうやって NATO60 周年首脳会合で新たな進路を決めることができるのか。

今週の記者会見で、オバマは改めて達者なところを見せ付けた。民主党議員の多くが彼のカリスマ的人気を負っている。オバマはもっと強気で行ってよいはずだ。

< From the Editor > PPIP をどう見るか

3月23日にガイトナー財務長官が発表した PPIP(官民共同投資プログラム)について、簡単にコメントしておきます。

不良債権買い取りのためのこのプラン、非常に良くできていて、例えば 90 年代の日本の場合にはなぜこんなアイデアが出なかったかなあ、という気がします。でも正直なところ、これでうまくいくとは思えない。もっと愚直な方法が必要ではないかと思うのです。

変な話ですが、PPIP には「ラムズフェルド・ドクトリン」に似た印象があります。イラク戦争開始直前のときに、「5 万程度の兵力による電撃作戦で勝てる」というラムズフェルド国防長官と、「開戦には十分な兵力を用意すべきだ」という現場の意見が対立した。企業経営者でもあったラムズフェルドは、戦争の費用対効果を考えて、「少ない兵力で勝つ戦争」を志向した。ハイテク兵器で人数は補えるというのが、当時流行の議論であったのです。

これに対し、制服組は反発する。十分な兵力を用意して、出口戦略を描いた上で参戦するという「パウエル・ドクトリン」を主張した。このときは、現場の意見が通って兵力を増加したわけですが、後から考えるとそれが大正解だった。というより、もっと大量の兵士を動員しておけば、イラク戦争後の混乱はあれほど酷いものにはならなかったでしょう。

ガイトナーチームが考案した PPIP は、「民間資金の入札により、市場価格で不良債権を買い取る」政府がレバレッジをかけて資金効率を高める」といったアイデアになっている。カッコいいけれども、ちょっと理屈倒れではないかと思うのです。

本気で不良債権の買い取りをやるのなら、まずはドカンと予算を獲得するところから始めなければならない。ところが現実にはそれとは正反対。景気対策には 7870 億ドルを投じるけれども、金融安定化策は TARP の残金 3500 億ドルの範囲内でやれ。でも、ストレステストの後で銀行への資本注入も控えているから、使える真水はせいぜい 1000 億ドルくらい。それでも 1 兆ドル程度の不良債権を買い取る方法はないか。おそらくはそんな発想で、この PPIP は設計されている。

いろんな現実とうまく辻褃を合わせて、PPIP は設計されている。でも、そういう小賢しいやり方ではダメなんだと思います。もちろん成功を祈ってはいませんがね。

* 次号は 2009 年 4 月 17 日(金)を予定しています。

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までお願いします。

〒107-8655 東京都港区赤坂6-1-20 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4945

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