

Contents

\*\*\*\*\*

特集：2000年日本経済を回顧する	1p
<今週のThe Economistから>	
“The big telecoms bust” 「巨大通信会社が危ない」	6p
<From the Editor> 「さよなら20世紀」	7p

\*\*\*\*\*

特集：2000年日本経済を回顧する

今年『経済ってそういうことだったのか会議』という本がよく売れました。この本の「そういうことだったのか」は眼から鱗が落ちるといふ、いわば前向きな表現。ところが今年、「日本経済ってそうだったのか」(!?)と呆れ返ることが多かった気がします。こちらは「信じられない」「聞いてないよ」「当てが外れた」といふ、いわば裏切られた思いです。

かくして年初の期待感は剥げ落ち、年末は激しい株価の下落とともに迎えることになりました。少し気が早いといわれるかもしれませんが、今の日本経済には「小春日和の終わり」といふ表現が似合いそうです。どこでどう間違えてしまったのか。過ぎ行く1年を振り返ってみたいと思います。

いくつかの「そうだったのか」

- ネットバブル：Y2K問題が大過なく済んだ。これは文句をつけるまでもない。ただし日米の金融当局が、Y2K対策で市場に流動性を供給したことが、間接的には「ネットバブル」を生んだ。米国ではナスダック指数が急騰し、3月に5000ドルの大台をつけた。日本では12月末に誕生した東証マザーズが、ベンチャー企業への投資に火をつけた。しかし春には日米のバブルは相次いで崩壊。とくに、光通信の投資家への説明が二点三転したり、ネット企業に暴力団がらみの事件があったことで、新興のIT企業やベンチャービジネスのイメージは大きく傷ついた。さらにソフトバンクや光通信を組み込んでいた投資信託は大きな痛手を受けた。郵貯の大量満期を当て込み、大宣伝によって春頃に多くの資金を集めた投信の多くが、元本割れで年末を迎えている。

- 日経平均：株価にとって予期せぬ痛手となったのは、4月24日に行われた日経平均の銘柄入れ換えだった。銘柄として採用されている225種は、これまでほとんど入れ換えが行われてこなかった。「古い企業ばかり入っているから、日経平均が上がらない」という批判があり、そこで日経新聞社は一気に30社を入れ替えた。

ところがインデックス買いをしている機関投資家は、不採用銘柄を売って採用銘柄を買わなければならない。新規採用銘柄はNTTドコモのような値嵩株が多いので、たくさん売らないことには買いきれない。これで相場が崩れてしまった。日経平均は以前に比べて2000円程度安くなり、TOPIXの動きと乖離が生じるようになった。証券アナリストの間でも「もう日経平均は使わない」人が増えている（本誌も同じ）。

- 金融機関の決算：99年3月の公的資金投入以来、金融機関は不良債権処理を粛々と進めてきた。4大グループへの再編と99年の株高により、不良資産の償却は加速したように見えた。しかし99年末に「ペイオフ延期」の決定が行われ、今年2月には「手心発言」で越智金融担当相が辞任するなど、少しずつ怪しげな動きが見られ始めた。

2000年3月期末の決算が発表されると、例によって「不良債権処理は峠を越えた」とのコメントが相次いだ。そうでないことは9月中間決算で明らかになった。大手百貨店そごうの民事再生法申請、2生保の経営破綻、ゼネコンの債務放棄要請などがあいつぎ、株安も手伝って金融機関の経営には逆風が吹き荒れた。こうなると相場が下がると分かっている、持ち合い株の解消を急がなければならない。ところが市場は買い手不在。買い手の半数は外国人投資家だが、彼らも売り浴びせられると分かっている日本株に手出しはしない。

21世紀を目前にした現下の株安は、直接の引き金を引いたのは米国の株安かもしれないが、構造的な原因は上の3点によるところが大きいと見る。

ちなみに、今年を上記のほかにも「そうだったのか」が多かった。夏には雪印のずさんな製造過程や三菱自動車のリコール隠しが発覚。IT戦略会議で、ソニーの出井会長がブロードバンドの充実を訴える前は、NTTのISDN回線が「早くて安い」と騙されていた。

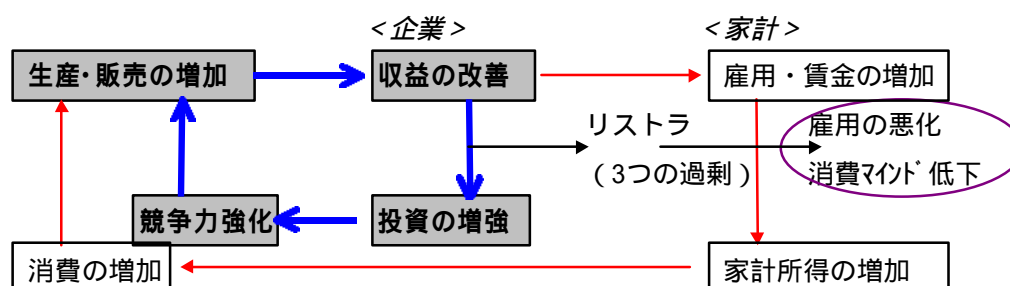
年末のQEでは新基準「93SNA方式」が導入され、過去の経済統計が一気に様変わりしてしまった。たとえば99年度のGDP成長率は0.5%から1.4%に。

あまりにも変わり身が早すぎる議論が多く、**何度も「御破算で願いあげましては」をやらされたのが2000年の日本経済**という印象が否めない。

## ジョブレス・リカバリーのシナリオ

株価が経済にとって重要であることは自明であろう。90年代の東証株価は、TOPIXでいえば1000～1600pの間でほぼ行ったり来たりを繰り返したが、その間の上げ下げは非常に正確に景気の先行きを示していた。実はそれだけではなく、株高の継続こそが日本経済再生への鍵を握っているのである。

## 景気循環のプロセス



2000年の日本経済は、アジア向けの輸出の伸びにも助けられ、民間設備投資を中心として進んできた。上の図でいえば、企業をめぐり景気サイクル(内側の矢印)は順調に回転し、企業収益の改善 積極的な投資 競争力の強化 生産や販売の増加、が好調に推移した。史上最高益を上げた企業も珍しくない。

しかしこの間、個人消費は本格的な回復には至らなかった。上の図でいえば、家計をめぐり景気サイクル(外側の矢印)は十分に稼働しなかった。なんとすれば、企業は高収益をあげながらリストラの手を休めず、せっせと過剰設備、過剰債務、過剰雇用を減らしていたからである。失業率が戦後最悪の4.9%に達するような雇用不安を抱えていては、消費マインドに火が点くはずがない。

本来であれば、企業部門と家計部門の両輪が回転しないことには、自律的な景気拡大は考えにくい。しかるに企業部門が競争力を回復し、3つの過剰の処理に目処をつけないことには、本当の意味での日本経済の再生はあり得ない。ゆえに一見、片肺飛行のように見えても、当面は企業中心の緩やかな景気回復を続け、民間部門の体質強化を十分に果たすことが当面の日本経済の課題であった。

これと同じような状態は、1990年代前半の米国にも見られた。いわゆる「ジョブレス・リカバリー」と呼ばれるもので、「実感なき成長」「物価の安定」「企業の高収益」「失業率の高止まり」「企業の積極的なIT投資」などの共通点がある。こういった状況が約3年も続いたことから、米国企業は効率性を高めて国際競争力を回復し、90年代後半には力強い成長を持続することができたのである。

ところが90年代前半の米国と今日の日本では、ひとつだけ違った点があった。それはジョブレス・リカバリー下の米国では、株式投資ブームが生じたことである。企業が収益力を回復していれば、株価が上昇するのは当然の話。米国の経験では、株高が企業のさらなる投資を可能にしたし、家計における賃金の伸び悩みを下支えした。

日本においても、同じメカニズムを働かせる必要があった。しかるに冒頭に述べた3つの「そうだったのか」が不幸にも重なったことにより、株価は年初のTOPIX 1700p台から年末には1200p台まで、1年で約3割も下げてしまったのである。

## バランスシート問題に回帰する

現在の株価水準が続くようでは、ジョブレス・リカバリーによる日本経済再生のシナリオは持続できないと見るのが自然であろう。もちろん株価はこれから上昇に転じるかもしれない。また株価が低迷しても、緩やかな景気回復が持続する可能性は残っている。設備投資の先行指標である機械受注を見ても、依然として堅調な数字が出ている。出遅れていた個人消費が、そろそろ動き出すという見方も可能だろう。

しかし一般的には、株安は日本経済再生の大きな障害になる。たとえば株価の下落は銀行の決算を直撃する。ジャーディン・フレミング証券によると、12月21日の株価は9月末に比べ日経平均で2300円下落しており、5兆4000億円が吹き飛んだことになる。9月末に2兆8000億円あった含み益は、一転して2兆6000億円の含み損となる計算だ。これでは、不良債権処理は進まない。

結局のところ、日本経済の根本的な問題である「バランスシート問題」が解消しない限り、株価は上昇しないし、本格的な景気回復も不可能というのが筆者の見方である。ではどうやったらバランスシート問題が解消できるかといえば、堂々巡りになってしまうが、景気と株価を安定させて、その間にすばやく処理する以外にない。

このように考えてみると、2000年の日本経済は、惜しいチャンスを逃してしまったのではないだろうか。なぜなら冒頭で紹介した3つの株安要因は、いずれも天災よりは人災に近いネットバブル崩壊は、いろんな意味で日本の資本市場の未熟さによるものだった。日経平均の銘柄入れ換えは、自ら墓穴を掘って市場のモノサシを狂わせてしまった。金融機関の不良債権処理は、金融監督庁の妙な温情や不徹底さも手伝って順調に進まなかった。

99年春から今年にかけての日本経済は、一種の「小春日和」状態だった。前半は小渕政権による「何でもあり」の経済対策の積み上げが下支えし、後半は世界的なITブームによる民間設備投資の活況が推進力となった。この状態があとどれだけ続くかは怪しくなっている。今後の米国経済の減速やアジア向け輸出の減少といった外的要因の変化いかんでは、2001年は「秋霜烈日」になるかもしれない。

景気の状態のいいときに、バランスシート調整が十分に進められなかったことは、大いに悔いが残るところではないだろうか。

## ブッシュ政権アドバイザーからみた日本経済

もしも2001年に景気が失速した場合、日本政府に打てる手段はごく限られている なにしたる財政事情の悪化により、景気刺激策を打つ余裕はほとんどない。金融政策については、ゼロ金利への復帰が検討されるかもしれないが、実際問題として0.25%の再利下げがどの程度の効果を上げるかは疑問が残る。規制改革などの構造政策は、実効をあげるまでにタイムラグが発生する。いったい何ができるだろうか。

ひとつのヒントになりそうなのが、ブッシュ政権の経済アドバイザー、ローレンス・リンゼー元FRB理事による日本経済への見解である。リンゼー氏は12月1日にワシントンの共和党系シンクタンク、AEIで「次期政権における日米関係」という講演を行っている<sup>1</sup>。この中でリンゼー氏は、民主党政権下の対日政策を批判し、「日本に対して財政の出動を求める外圧をかけたのは誤り」と指摘している。以下はその要点である。

- 財政・金融政策は国際交渉の対象ではなく、国内政治マターである。民主党政権下の財務省は、日本に対して好んで「経済成長への道は財政赤字の拡大の中にある」と説いてきた。しかし日本にとって適切な財政・金融政策とは何か。それは3つの原則があてはまる。
- 成長率が税収を決める。成長率は政府資金の使い道で決まる。政府が下手な投資（たとえば破綻企業の活動の維持など）をすると、長期的には債務の罨が生じる。財政の問題はいかに調達するかではなく、いかに使うかにある。財政は景気変動の緩和剤として使える。
- 日本が抱える最大の問題は、財政資源の間違った配分だ。巨額の政府債務は、日本の貯蓄の収益率が上昇しない限り返済が難しくなるだろう。借入を削減し、いくつかのプロジェクトに対する支出を取りやめるだけで、日本は総資産収益率を上昇させることができるだろう。
- 日本が財政支出を削減すれば、短期的な悪影響を及ぼすだろう。そこで役立つのが日米の協調的な行動だ。日本の財政再建の結果、財と資本が両方とも米国へ流入するだろう。ふたつが同時に生じれば、ドル円の為替レートへの影響はネットでゼロになる。財の流入に対しては、米国の競合産業は不満を抱くかもしれない。反対に資本の流入は歓迎されよう。
- したがってブッシュ政権にとっての課題は以下の3点。日本に対する「口撃」を減らすこと。日本に対する注文は普遍的な原理原則に限定すべき。日本の改革の米国経済への影響について注意深い検討が必要。「外圧」の代わりに相互間の協力と尊重の政策を。

## 2001年のテーマは「財政支出改革」

クリントン政権はたびたび日本の経済政策に口を挟んだ。1997年のデンバーサミットの際には、橋本首相に対して財政構造改革の発動を遅らせるよう求めた。このアドバイスを無視したために、97年には景気が腰折れし、しまいには「北拓・山一ショック」につながった。その後も方針転換ができない日本政府に対し、ルービン/サマーズの財務省コンビは減税など大型景気刺激策の出動を求めた。結局は98年夏の参院選で橋本政権が退陣したことにより、小淵政権下で景気重視型への経済政策の転換が実現する。

これに対してリンゼー氏は、米国は日本の経済政策に口を出すべきではなく、景気対策は量よりも質が重要だと批判する。ケインジアン経済学者は、よく「穴を掘って穴を埋める」公共事業であっても、それで需要を喚起して失業を減らせるのなら効果がある、と主張する。

---

<sup>1</sup> [http://www.aei.org/past\\_event/conf001201b.htm](http://www.aei.org/past_event/conf001201b.htm)

しかしリンゼー氏は否定的だ。無駄な投資は政府の債務を増やすだけである。政府が民間よりも上手に資金を使えるのであれば、公共投資は多いにやったらいい。その自信がないのなら、むしろ投資を減らした方がましだ、と考える。

いわれてみれば、かつてはたしかに日本政府が賢明かつ効率的な公共投資を行っていた時代があった。東名高速道路や東海道新幹線の費用対効果を考えれば、巨額のリターンがあったはずである。「日本株式会社」に高い評価が寄せられていた時代である。それでは現在の整備新幹線はどうか。あるいは農業の基盤整備はどうか。漁港やダム建設は本当に必要なかどうか。公共投資がそれに見合ったリターンを得ているかどうかは、はなはだ心もとないのではないだろうか。

リンゼー氏は「日本が財政支出を急に減らせれば、短期的には打撃になる」と認識している。そこで「米国は日本からの財の流入を引き受ける用意がある」とまで言っている。つまり、いざとなったら対米輸出ドライブで景気を下支えしても可、という申し出である。政治的には勇氣ある発言といえよう。額面通り受け取るべきではないかもしれないが、ブッシュ政権の対日経済政策はおおむねリンゼー氏の考え方に沿ったものになるだろう。

ローレンス・サマーズとローレンス・リンゼーは、いずれも有能な経済学者である。二人の Larry のどちらが正しいか、ここではあまり重要ではない。間違いないのは、2001年に景気が失速した場合、日本政府にこれ以上の財政出動の余力は少ないから、リンゼーが主張するような「支出内容の大胆な見直し」くらいしか、打つ手はないことだ。政府予算の歳出規模は約80兆円もある。効果の低い支出を大胆に削減し、効果の期待できる分野に振り向けるという形で、経済対策を実施するしかない。

おそらく2001年の日本経済は、増税や大幅な支出の削減を許すような状況にはならないだろう。つまり低成長、低金利、デフレ気味の経済状況が続くだろう。ということは、財政構造改革は中期的なテーマにならざるを得ない。この間に推し進めるべきは財政支出改革である。これは政治的には非常に難しい作業になるはずだが、取り組む値打ちのある課題ではあるまいか。

#### < 今週の “The Economist” から >

“The big telecoms bust”

Dec.16th, 2000 Leaders

「巨大通信会社が危ない」

(p19 - 20)

\* 最近の株安の中でも、NTTドコモ株の盛大な下落ぶりが目立つ。実は何の不思議もない現象であり、世界的に同じことが起きているのだと、“The Economist”誌が書いている。

< 要約 >

ついこの間まで、株式市場がこよなく愛していた巨大通信企業が、株価下落と負債の増加と将来見通しへの不安で苦闘している。新しい技術が進む方向を見定めることはかくも難し

い。科学者でさえ、新技術がどう使われるかを誤る。それを商業化しようとする経営者が間違うのも不思議はない。散々調べた挙げ句に、消費者が望む技術を見誤る。

90年代前半がいい例だ。電話会社は双方向テレビに巨額の投資をし、ホームショッピングを売り込んだ。その代わりに栄えたのはインターネット。今度は携帯電話会社が巨額の投資をし、インターネットをポケットにと売り込んでいる。だが欧州の消費者は短いメールを好む。英国では1月7億件のメールが飛び交うが、電話会社の収入は1本16セントに過ぎない。

いずれの失敗でも、通信会社は「コンテンツを売ろう」と考えた。しかしAT&Tの研究によれば、「人々が欲しいのはコンテンツより、つながっているという感覚」。テレビのような情報伝達なら、消費者は受け身の状態で満足する。しかしいったん発信することを覚えると、話し合うことが楽しみになる。ゆえにメールや掲示板が、インターネットの人気メニューになる。携帯電話の成功は、人々が互いに気軽に話せるようにしたことに尽きる。

19世紀には電報が情報交換の手段だった。電話が登場すると、これでコンテンツを流せると思った人がいた。第2次世界大戦前のハンガリーでは、電話会社が1万人に対して音楽やニュースを配信していた。ラジオも事情が許せば、半世紀前に双方向使用ができたはずだ。

人々が離れて暮らしていることは、通信会社にとって朗報である。つまるところ彼らは、コンテンツを売るよりも、会話を運ぶことで儲けている。第三世代携帯電話の伝道師たちは、電子商取引などあまり気にするべきではない。人々は通常、携帯電話では固定電話ほど長く話さない。英国では、携帯電話の1日当たり使用時間は3~3.5分で過去5年間変わっていない。この間、固定電話の使用時間は11分から18分に伸びている。うち半分がインターネットへの接続に使われている。つまり携帯電話の使用時間は、固定電話の1/3ということだ。

19世紀の大西洋を越える電信は、人々が利用可能な水準まで料金を下げることで繁栄した。第三世代携帯電話も、人々がより話せるように値下げしてはどうだろう。その分、画面情報や音楽を流すといったサービスを提供し、収入を上げることができる。そうやって顧客を獲得していけばいい。電話会社が繁栄するためには、とにかくコンテンツに関心を持ってもらわないとまずいのだ。

## <From the Editor > さよなら20世紀

今世紀も残りわずかとなりました。ということで目立つのは、「20世紀とはいかなる時代だったか」という特集です。不思議なくらいに暗い話ばかり並びます。10大ニュースを挙げるとなると、常連になるのは第2次世界大戦や広島、長崎への原爆投下など。たとえば19世紀末には、世界の面積のほとんどが植民地として分割されていたはずですが、それが解消したというだけでも大きな前進があったはず。そういう良い話はめったに出てこない。「20世紀は戦争と殺戮の世紀だった」という論調がほとんどです。

本当にそうでしょうか。仮に19世紀末の人と人生を交換できるとしたら、「イエス」と答

える人がどれだけいるでしょう。100年前の世界では、衛生状況も栄養事情も悪く、平均寿命は極端に短く、今日の人々に比べればはるかに悲惨な暮らしをしていたはずです。そもそもこの1世紀でこれだけ世界の人口が増えたということは、この間の生活状況の改善を意味するものでなくてなんでしょう。

20世紀には、少なくとも偉大な成果が3つあったと思います。

第1にペニシリンの発見。1929年にフレミングが、アオカビが菌に対する強い抗生を持っていることを発見しました。今日の医薬品の中心的存在である抗生物質の誕生です。これがどれだけ多くの人々の命を救ったか。結核が死に至る病いでなくなっただけでも、全人類にとっては大きな前進であったはずです。

第2に緑の革命。60年代から80年代にかけて、世界の農業の生産性は飛躍的に進歩しました。わが国における減反政策などは、輝かしい成功による負の効果といえましょう。少ない人手、少ない面積で高い農業生産が可能になり、世界が60億人もの人口を養えるようになったのは、19世紀の常識から考えれば奇跡的なことに違いありません。

第3は荻野式避妊法の発見。カトリック教徒に唯一認められるこの避妊法は、1924年に日本人が発見しました。この技術がどれだけ人類の生活改善に寄与したかは、多言を要しないと思います。

20世紀が成し遂げた偉大な進歩はほかにも多数あると思います。去りゆく世紀を振りかえるときに、反省するばかりが能ではないはず。これらの発明・発見に対する感謝の念も忘れたくないものだと思うのです。

編集者敬白

**\*2001年は1月12日号からお届けする予定です。皆さまよいお年を。**

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社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。  
日商岩井ビジネス戦略研究所 吉崎達彦 TEL:(03)3588-3105 FAX:(03)3588-4832  
E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp