

Contents

\*\*\*\*\*

特集：土壇場の日本経済 1p

<今週の“The Economist”から>

"A heart-rending but necessary war" 「心の痛む、それでも必要な戦争」 6p

<From the Editor> 「スポーツと景気」 8p

\*\*\*\*\*

**特集：土壇場の日本経済**

10月下旬、日本経済に関するショッキングなデータがあいつぎました。2001年度上半期の貿易黒字が前期比43.1%減の3兆3047億円に。9月の鉱工業生産指数が92.8とバブル崩壊後最低となった94年1月(92.6)以来の低水準に。9月の完全失業率が5.3%と、過去最悪だった前月から0.3ポイント下回る。

日本経済が1998年以來の正念場を迎えていることは間違いありません。対テロ戦争の影響、ITバブル崩壊、中国経済の追い上げ、不良債権問題、デフレの進行、そして小泉改革の視界不良と、見渡す限り悪材料だらけの状態。しかも政策的な手段は限られています。この悩ましい問題を取り上げてみました。

**崩れた「底打ち」シナリオ**

正直なところ、9月11日にテロ事件が勃発する直前まで、筆者は「日本経済は年末くらいには底入れするのではないか」と思っていた。理由は簡単である。

ここ数年の日本経済は「山低ければ谷浅し」。2000年の8月に景気の山があったと考えれば、下降局面はもう13ヶ月。そろそろ底打ちしてもおかしくはない。

鉱工業生産指数や稼働率指数はすでに98年度平均を下回っている。このまま果てしなく低下していくとは思えない。そして製品在庫率指数は伸びが止まって来た。

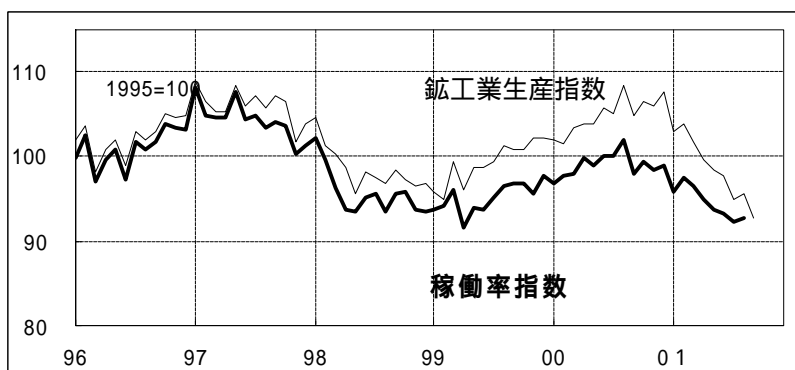
つまり、循環的にそろそろ上向くのではないか、という感触である。

後から知ったのだが、90年代の日本経済には、「景気一致 / 遅行比率」が底を打ってから12～14ヶ月程度たつと、景気が上向くというサイクルができていた。この指数が底打ちしたのが2001年2月<sup>1</sup>。ということは、来年早々に景気が反転するシグナルはあったのである。

とはいえ、もはやこのシナリオは前提が崩れていると見るべきだろう。たしかに日本企業のコスト削減努力は粘り強く続けられており、雇用や在庫の調整はある程度進んできた。しかしテロ事件後の米国経済の急激な減速は、IT分野を中心に「もうひと押し」の調整を迫ることになるだろう。

今年の夏までは、「鉱工業生産指数や稼働率指数がW型を描いて上昇に向かう」というイメージを描いていたが、2001年のボトムは1998年のボトムよりも深いものになることは避けられそうにない。

### 鉱工業生産指数と稼働率指数



### キューハチとゼロイチの違い

1998年と2001年では、日本経済にとってはどちらの危機がより深いといえるだろうか。経済指標の簡単な比較表を作ってみた。

#### 経済指標で見る「'98 vs '01」

	1998年度（年度平均）	2001年度
名目GDP	514兆円	500兆円（4-6月期）
実質成長率	-0.6%	-1.2～-0.9%（日銀） <sup>2</sup>
卸売物価指数（1995=100）	99.0	96.4（9月）
失業率 / 完全失業者数	4.3%、294万人	5.3%、357万人（9月）
有効求人倍率	0.50	0.57（9月）
貿易黒字	15兆9819億円	3兆3047億円（上期）

<sup>1</sup> クレディスイス・ファーストポストン証券の岡田靖チーフエコノミストによる。

<sup>2</sup> 10月29日に発表された「経済・物価の将来展望とリスク評価」から、大勢見通し。

この表から、現下の日本経済の問題点を読み取ってみよう。

2つの年には含まれた1999年と2000年は、それぞれ+1.4%、+1.0%というプラス成長を記録したのだが、この間のデフレの進行により、名目GDPが減少した。このことが不良債権の処理を遅らせ、景況感を実際よりも深刻なものにしている。

**失業率が丸1%上昇し、完全失業者数は約60万人増えた。**その分、個人消費は抑制され、労働力という貴重な資源が浪費されている。ただし現在の有効求人倍率は、まだ98年の水準を上回っており、わずかながら雇用の流動化が進んでいる様子が窺える。

貿易黒字はほぼ半分の水準に落ち込む公算が高い。「ITバブルが崩壊した後、日本経済がどの分野で稼いでいくのか」が見えないと同時に、**生産拠点のアジアシフトによる空洞化や中国からの輸入品の急増**によって、国内景気の足が引っ張られている。

次に日本経済を取り巻く98年と現在の環境をそれぞれ比較してみる。

キーワードで見る「'98 vs '01」

	1998年度	2001年度
政府	橋本 小渕政権	森 小泉政権
経済政策	財政支出拡大	聖域なき構造改革
国際環境	金融危機（アジア～LTCM）	対テロ戦争
IT事情	ニューエコノミー	IT不況
金融	長銀、日債銀の破綻	不良債権問題
市場の注目点	円安	財政赤字

98年に日本経済が迎えた危機は非常に深いものであったが、対応策は比較的はっきりしていた。ひとつは97年の国民負担増大によるショックを打ち消すため、減税や補正予算による財政政策を打出動すること、そして経営が不安になった金融機関に対して、セーフティネットを用意することだった。それでも、「財政構造改革路線の転換」と「金融機関への資本注入」はいずれも政治的に困難な課題であり、実現のためには政権の交代、長銀・日債銀の破綻といったコストを必要とした。

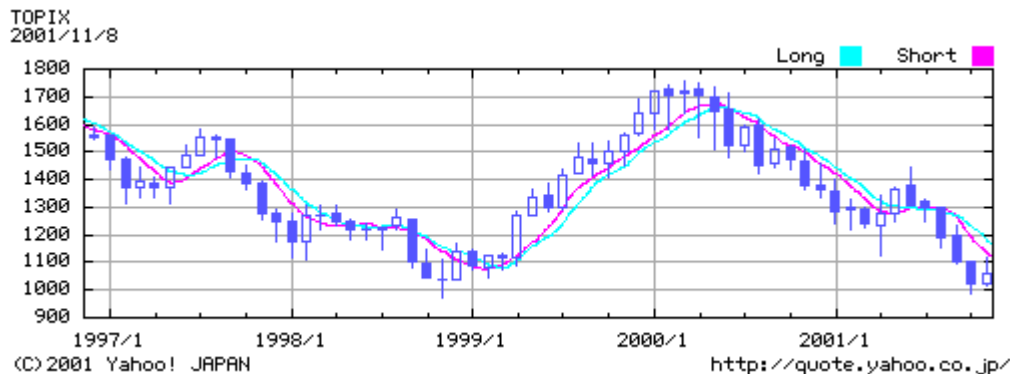
この間、米国経済は4%台の成長を続けていたし、日本国内にもiモードのようなIT関連のヒット商品があった。97年にアジアで始まった金融不安は、ロシア、中南米と全世界を駆け巡っていたが、実態経済はそれほど悪くなかった。そして実際に財政の支出と堅調な外需によって、その後の日本経済は短い「小春日和」を得ることができたのである。

2001年の経済危機が深刻なのは、**今度はこの「財政と外需」のカードが使えない**ことである。そして金融システムの脆弱性の問題が解決される前に、ニューエコノミーが転じてIT不況になってしまった。つまり**金融とともに、実態経済も悪化した**。そして最悪のタイミングで、9月には同時多発テロ事件が重なってしまったのである。

## 株価は「W型」に？

他方、株価は意外な堅調さを見せている。日経平均はさておき、TOPIXを見ると株価は今年の9月下旬を底に「W型」を描きそうである。

### TOPIX 株価は「W」型？



その場合、「株価は上向くが景気指標が下向く」というギャップが生じることになる。どう解釈するか悩ましいが、おそらく以下の3通りの説明が可能であろう。

- (1) 景気指標が正しく、株価は再び下落する。
- (2) 株価が正しく、景気指標は後を追って反転する。
- (3) 不況下の株高、いわゆる金融相場が続く。

まず(2)は話がうますぎて、当てにしない方がいいだろう。むしろ今週は銀行株が売られ、いかにも(1)の解釈が順当に(?)正しいように見える。

それでも、ちょうど米国の株価が同様な底堅さを見せていることを考えれば、(3)の可能性が高いように思える。テロ事件後の全世界的な金融緩和により、ちょうど「Y2K」問題を控えた99年末に近い状況になっているからだ。株高に向かうとすれば、個人消費の下支え材料や不良債権処理の原資となるので、日本経済にとっては数少ない好材料となるだろう。

## ボタンを掛け違えた構造改革

2001年の日本経済危機を考える上で、小泉政権をどう評価すべきだろうか。結論を先に言ってしまうと、「たいしたことできないし、大失政をやるとも思えない」、つまり深く考えるまでもない、というのが筆者の見方である。

小泉政権発足から半年が過ぎ、「構造改革が掛け声倒れになっている」「テロ問題のせい

で経済への対策が遅れている」といった批判が各方面からあがっている。まことにごもつともではあるが、構造改革路線が順調に進んでいけば景気にプラスになるかといえば、そうとも思えないのである。

本誌では何度も繰り返していることだが、「小泉構造改革」には 財政再建、 不良債権処理、 規制改革、 官民の役割見直し、という4つのテーマが混在している。そして現臨時国会の最大のテーマになっているのは、 から派生した特殊法人改革。では、たとえば道路公団を民営化すれば、景気にはどんなメリットがあるのか。市場原理の貫徹は望ましいことだし、無駄な支出を減らすことにもなる。不採算道路が拡大し、道路公団が「第2の国鉄」になるのを食い止めることもできる。とはいえ、その効果は中長期の問題であり、当面の経済の問題にどの程度資するかは疑問である。

察するに小泉政権の経済政策は、「財務省主計局」的な発想に沿って組み立てられている。そこで 財政再建が最優先されてしまう。「国債発行額30兆円以下」「道路特定財源の一般財源化」「地方財政の見直し」「医療制度改革」など、主要な改革テーマはことごとく財政に結びついている。しかし現下の最優先課題は財政ではなく、金融であるはずだ。

内外の注目が集まっているのは、 不良債権処理である。ところがこの問題で小泉内閣は迷走を続けている。つまるところ、現状通り金融機関の自主性に任せて時間をかけてやるか（持久戦）、ある時期に強制的な方法で片をつけるか（短期決戦）、大きく分ければ2通りしかない。そして後者は政治的に不可能であろう、という前提で前者がとられている。その一方、前者では時間がかかりすぎるし海外の評判が悪いから、という理由でさまざまな代案が提案され、否定されては消える、という作業が繰り返されている。

たとえば渡辺喜美衆議院議員は「産業再生委員会」を作り、貸し手と借り手の両方を同時にリストラする必要があると主張している。一時はかなりの賛同を得たものの、「政府が企業の生殺与奪の権を握るのは問題」ということで、実行不可能という見方が優勢になった。次に金融コンサルタントの木村剛氏が、「大手30社問題」という手法を提案。各銀行が大手の貸し出し先で経営不安説のある企業2～3社に、それぞれ十分な引き当てを積み増せばそれで十分、という発想だ。とはいえ、これを行えば銀行が資本過少に陥るかもしれないというのに、どうやって実現させるのかという問題が残る。

これらの提案が退けられた後で、実際に採られたのは「RCCの機能拡充」と「特別検査の実施」といった地味な政策であった。結局、小泉政権は死活的に重要な部分で蛮勇を振るうことはできない（政策によるポジティブ・サプライズはない）、というのが市場の見方である。その結果として、今週は銀行株がほとんど投げ売り状態になっている。

結局、小泉政権がこれから何をするかは、日本経済の危機という目前の問題とはそれほど関係がない。軌道修正が行われればよいが、これだけ深刻なボタンの掛け違いがわずかな時間で解消するとはとても思えない。やけくそ気味に聞こえたら恐縮だが、今後の日本経済がどうなるかは、おそらく政治以外のファクターによって決まるように思える。

## 野口悠紀雄論文の衝撃

このような状況で異彩を放ったのが、10月22日付け日経新聞の経済教室に載った野口悠紀雄教授の「政府依存脱し真の改革」という論文である。その要旨は以下の通り。

- 日本経済の問題の本質は企業収益が低下したことにある。企業収益が回復して税収が回復しない限り、財政収支の改善はあり得ない。
- 金融緩和によって非効率な企業が温存されている。必要なのは、古いビジネスモデルにしがみつく過大債務企業の退出を促すこと。古い非効率な活動が破壊された後でなければ、新しい活動は生まれない。
- 不良債権処理への公的介入の拡大は、目先の混乱を回避するための対症療法に過ぎない。銀行中心の古いシステムを温存することは長期的には問題である。本来必要なのは、直接金融中心の仕組みを構築すること。
- 必要な構造改革は、政府による改革ではなく、民間企業が取り組む改革なのである。「政府の積極的なイニシアチブで事態が好転する」という幻想から目を覚ます必要がある。

たいへん耳の痛い正論といえよう。たしかに企業収益さえ回復すれば、財政の再建も不良債権の処理も同時に達成できる。そしてそれは政府や中央銀行ができることではなく、企業が自身でアイデアを出し、汗をかいて実現する以外にない。

臨時国会では補正予算が閣議決定され、早くも二次補正を求める声が上がっている。だが、それは全国各地から沸き上がるというよりは、政局に絡めた意図的な動きのように見える。実際、そんな大きな規模にはできないことは最初から分かっている。それならば、最初から「政府を当てにしない」方がいい。改めて感じるのは、「痛みを伴う改革」の主役は民間部門であり、政府ではないということである。

### < 今週の”The Economist”から >

"A heart-rending but necessary war"      Nov 3rd, 2001      Cover story  
「心の痛む、それでも必要な戦争」      (p.11 12)

\*9月11日の同時テロ事件以来、一貫して主戦論を唱えてきた”The Economist”誌ですが、アフガン戦線の膠着を前に何を思うか。結論は「地上軍投入も」。

< 要約 >

西側の戦士たちの心は揺れ動いている。炭疽菌、アフガン難民、民間人の犠牲と誤爆などがテレビや新聞をにぎわしている。そしてタリバンを倒すことも、ビンラディンを見つけることもほとんど成果がない。それどころか10月26日には、米軍の努力も空しく、反乱軍の指

導者にと期待されていたハク氏がタリバンに抹殺されてしまった。

こうした懸念は2つの違った意見を結合させている。無辜の人々を殺すのは間違っているという反対論と、軍事行動はいいが米国は大きな犠牲に耐えられないだろうという慎重論である。さらに神経を尖らせてつ、状況を見守っているグループがいる。アルカイダへの行動は支援するが、大きな犠牲を出さずに早く終わってほしいと切望するイスラム諸国だ。

こうした溝は埋まらない。平和主義者はとにかく平和をと主張するが、現実主義者は戦線を布告されたからには戦わざるを得ない。ビンラディンは明らかに平和主義者ではないのだから。このテレビ時代には、楽しからざる映像が遠慮なくお茶の間に届いてしまう。しかし戦争には時間がかかる。空爆が始まってからまだ4週間しかたっておらず、ブッシュ大統領は難しい戦いになる、すぐには終わらないとたくさん警告を発していたのだから。

確かに忍耐は必要だ。アフガンの地形においては、タリバンは探すことも破ることも難しい。とくに民間人を殺すまいとした場合は。なにしろ敵は洞窟に隠れるのではなく、努めて民間人の中に混ざろうとしている。かような中で、米国は犠牲を広げずにうまくやっている。そうでない場所においては、タリバンは崩壊ないしは降伏に近い状態になっている。

ある意味では非難すべき理由は見当たらない。米国の決意は今だ堅いし、9月11日の記憶は鮮明だ。それでも急いだ方がいいのは2つの理由があるからだ。

ひとつには、アフガンを取り囲むパキスタンなどの支援が必要だから。米軍は補給路と現地の拠点が必要とする。イスラム教徒の民間人に犠牲が増えれば増えるほど、近隣政府への圧力は高まり、米国を支援する決意は薄れていく。彼らの我慢には限りがあるのだ。

ふたつめには、タリバンが強いと思われれば、他のイスラム教徒たちも同調の誘惑に駆られかねないことだ。すでに数千のパキスタン人が志願して国境を越えている。とくに他の政府や資金のある組織が力を貸そうとすれば、悪夢となろう。80年代のソ連のように、ゲリラと戦っているつもりが、相手は他国から武器や訓練を受けていたというリスクが生じる。

では、急ぐとしたら何をすべきか。今の作戦が遅いとは断じられない。それでも特殊地上部隊によるヒットエンドラン攻撃の展開は、一部の軍事専門家が予想したほど早くはなかった。たしかに危険なやり方ではある。米国の世論は犠牲を受けとめようが、軍の兵士たちはそうではないかもしれない。93年のソマリアでは米軍兵士の遺体が引き回された。そうなれば後退は避けられまい。だがこの危険は冒されるべきである。

軍事評論家は、湾岸戦争のような通常地上軍の投入はアフガンには不適切だという。それでも作戦には段階というものがある。米国はアフガン領内に補給のための拠点を作る必要がある。米軍がどこから来るか分からない、という恐怖をタリバンに与えることも必要だ。

ブッシュ、ブレア、そして他の政府や軍の高官たちはよく士気を鼓舞している。地上軍の必要性にも言及した。それ以上のことも為さねばならない。他のすべてが失敗したら、たとえそれが悪い選択だとしても、米英は大規模地上軍を送る必要がある。今ここにその決意をタリバンに対して示すべきだ。この戦争にもう止めたはないのである。

## <From the Editor> スポーツと景気

「景気は気から」というくらいですから、人々の心理状況は馬鹿になりません。かねがね気になっているのは、「経済大事件のときには、スポーツで感動的なことがある」というジंकスがあることです。

<その1> 97年11月。日曜の夜に、ワールドカップ出場をかけたジョホールバルでの日本対イラン戦、苦しい試合を延長に持ち込み、中田のアシストを岡野が決めて、日本が逆転勝利。岡田監督胴上げを深夜に見て、「あ～あ、世の中にこんなうれしいことがあるものか」と思った翌日に拓銀が倒産。同月には山一証券も自主廃業。

<その2> ということまで迷走した日本経済。早く景気対策をやれ、とアメリカからは矢の催促。ところが橋本政権は、財政構造改革路線からの転換にひと苦労。他方、3月末までに金融機関に公的資金を入れなければならなかった。ところが98年2月、人々の心を占めていたのは長野オリンピック。原田の失敗ジャンプとその後の137メートル大飛行は、多くの日本人の感動を呼んだ。

<その3> 円安は止まらず、長銀の経営不安が市場を騒がせていた98年6月は、いよいよ日本が初めてワールドカップに登場したときだった。結果は3連敗。中山ゴンのゴールが唯一の成果だった。悔しかった。でもおかげで経済の不安を忘れた。ワールドカップが終わると、それから金融国会が始まった。

つまり98年の経済危機は、あまりにも鮮烈なスポーツの印象によって、心理的に中和されていたように思うのです。

この法則は今年も有効です。2001年は大リーグに渡ったイチローと新庄の大活躍、ベルリンでの高橋尚子による女子マラソン世界新記録、コンフェデレーションカップで日本が準優勝、長嶋監督引退などスポーツの話題が盛だくさん。とくに9月は集中した感があり、ジंकスは健在のようです。

2002年の冬季オリンピックとワールドカップでの日本勢の活躍が今から気にかかります。

\* 来週は出張しますのでまたも休刊となります。次号は11月22日にお送りします。

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、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にてお願いします。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1

<http://www.nisshoiwai.co.jp>

日商岩井ビジネス戦略研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp)