

Contents

特集：2003年の注目点と4つのリスク 1p

< 今週の”The Economist”から >

” In a hole, digging deeper” 「墓穴を掘る」 7p

< From the Editor > 「年の瀬のご挨拶」 8p

特集：2003年の注目点と4つのリスク

年の瀬の本誌は、来年の内外の注目点を特集することを常道手段としています。とはいえ、2003年の世界は、そんなに生易しいものではなさそうです。かつて経験したことがないリスクが、ゴロゴロと転がっているような気がします。

今年は、「国際情勢」「世界経済」「国内政治」「国内経済」の4つの分野に分けて、それぞれ1つずつのリスクに焦点を絞ることにしました。それぞれにおける不確実性は、「イラク」「米国経済」「解散・総選挙」「デフレ対策」の4点です。2002年を回顧しつつ、2003年の注目点を考えてみます。

国際情勢「イラクをめぐる緊張」

2002年の国際情勢は、一般教書演説におけるブッシュ大統領の「悪の枢軸」論に振り回される1年となった。「9・11」以後のショックが癒えぬ米国は、「テロに対しては先制攻撃も辞さず」というブッシュ・ドクトリンが支持される状況にある。国内においては、テロ対策のために安全関連の機関を統合し、16万9000人の大組織「国土保安省」を発足させた。対外的には、大量破壊兵器の開発疑惑のあるイラクをきびしく批判し、武力行使の可能性をちらつかせた。国際社会は米国の単独主義路線（ユニラテリズム）の高まりを懸念しつつ、遠巻きにして見守る状態で推移した。

しかしブッシュ大統領は9月の国連総会で安保理決議を求め、イラク問題での国際社会の協調を訴える。11月9日には安保理決議1441が満場一致で成立し、「ブッシュ対フセイン」のストリートファイトは、「国連対イラク」という形で衆人環視のリングに上がった。

12月7日、イラクは国連に対し、大量破壊兵器開発計画に関する申告書を提出した。全体で1万2000ページにも及び、これを精査するだけでも何か月かかかってしまいそうな大作である。イラクの核爆弾ならぬ「紙爆弾」をどう扱うかが、目下の最大の関心事といえる。

ブッシュ政権としては、申告書の中の決定的な落ち度を発見し、安保理であらためて制裁決議を取った上で武力行使に出るのが理想的である。しかし所詮は文書上の問題であり、誰もが納得するような戦争の理由となりうるかといえ、そこは疑問が残る。そこで次善の策としては、イラクが大量破壊兵器を隠しているという明らかな証拠（たとえば偵察衛星やスパイによる資料）を、米国自身の手で示すという方法がある。しかし、これは敵に対して手の内を明かすことにつながるの、実際問題としては難しいようだ。

いずれも難しいとなれば、次のタイミングは国連監視検証査察委員会（UNMOVIC）のブリクス委員長が、イラクの申告書や査察への協力状況に関する最初の報告を行う1月27日である。ここで「クロ」という結論が出れば、堂々たる戦争の理由ができる。しかし国際官僚たるブリクス委員長の立場になってみれば、「シロ」と書きにくいと同じくらい「クロ」とも書きにくい。「さらに時間をかけて精査が必要」といった玉虫色の結論になる可能性が大。

つまるところ、開戦のきっかけをつかむのは容易なことではない。そうこうする間にも、米軍は着々と中東周辺に兵力を増強しており、1月中にも10万人体制が整うものと見られている。ここから、「最後は見切り発車で開戦に踏み切る」という観測がある。3月になれば砂嵐の季節が始まるので、開戦のタイミングは2月がベストとなる。

いったん戦争が始まってしまえば、終結は極めて早いだろう。RMA（軍事におけるIT革命）が進行中の米軍は強力無比だし、イラク軍の士気は低い。一瀉千里でフセイン政権瓦解まで行き、狙い通りに親米政権が誕生するようであれば話は早い。この場合、イラク問題は3年前の「Y2K」騒動のように速やかに忘れ去られる可能性もある。石油価格の下落など、経済面でもプラス効果が期待できよう。

第2次湾岸戦争後の世界においては、米国の発言力は圧倒的になる。イスラム圏における反米感情は高まるだろうが、テロや反米運動は沈静化せざるを得ない。せいぜい米国製品へのボイコットといった消極的な形にとどまるだろう。こうした米国の一極支配体制は、「9・11」後の混乱続きの国際情勢に、とりあえずの安定をもたらさだろう。

逆に開戦のきっかけがつかめず、膠着状態が続くようだと、不安定な国際情勢が続くことになる。世界には数多くの火種が残っている。対テロ戦争ではいまだビン・ラディンの消息がつかめず、中東和平は暗礁に乗り上げたままであり、印度パキスタン紛争は核保有国同士にらみ合いとなっており、チェチェン問題はモスクワの劇場占拠事件を引き起こし、さらに北朝鮮はみずから核開発を認めるといった不穏な行動に出ている。

これらの問題は皆、「イラクが片付いた後で」という但し書きがついている。複数の火種が同時に火を噴き、果てしない混乱が続くというリスク・シナリオも厳然として存在するのが2003年の悩ましいところである。

世界経済「米国経済の先行き不安」

2002年の世界経済は、エンロンの経営破綻とアルゼンチンの債務危機問題で明けた。前者は米国型資本主義の問題点を明らかにし、90年代後半の繁栄が終わりを告げたことを印象づけた。後者は途上国経済にありがちな問題の再燃であり、グローバル化時代においてはこの種の危機が繰り返されることを再認識させた。より重要なのは明らかに前者である。**2003年の世界経済における最大のリスクは米国経済**といえよう。

2002年の米国は大型倒産が多かった。ワールドコム（通信）、グローバル・クロッシング（国際通信）、アデルフィア・コミュニケーションズ（CATV）などの経営破綻は、その規模の大きさもさることながら、いずれも粉飾決算を行っていた点で市場に衝撃を与えた。米国の株価重視経営が、企業会計という株式会社制度の根幹に触れる部分を歪めていたことは、会計監査法人アーサー・アンダーセンが廃業に追い込まれた過程によく表れている。

日本経済の90年代の経験に当てはめれば、ちょうど1991年に証券不祥事が発覚した頃といえるだろうか。秋にはダウ平均が8000ドル台を割り込み、「米国型資本主義」への信頼は、日本においても地に落ちた感がある。それでは諸外国の資本が米国を見捨てるかといえば、他に有力な代替投資先があるわけでもなく、消去法で選ばれるのはやはり米国市場ということになる。目下の米国株式市場は、とりあえず「心理ショック」は吸収したようだ。

むしろ米国経済にとっての本格的な問題は、**「ハイテクバブル崩壊からの立ち直りに、どれだけの時間がかかるのか」**であろう。90年代後半における米国経済の未曾有の繁栄は、IT分野への活発な投資によって牽引されていた。IT投資はたしかに米国経済の生産性を高めたが、その一方で過大で無駄な投資も多かった。過剰な借り入れで強気の経営計画に突き進んだドットコム企業の多くは、「宴の後」は死屍累々となっている。とくに通信関係では、大容量高速回線に巨額の資金が投じられたものの、利用度はきわめて低い水準にとどまっている。これまた日本の経験に照らしあわせると、不動産バブルの崩壊が明らかになった1992年頃の状況といったところである。

バブル崩壊からの脱出には、機動的な金融政策と思い切った財政政策による需要の喚起が欠かせない。いずれも満点に近い形で発動されている。米連銀は政策金利を1.25%まで下げ、デフレ局面を断固として食い止める姿勢を示している。ブッシュ政権は10年間で1.35兆ドルの大規模減税を行い、2002会計年度にテロ関連で1020億ドルを支出した。さらに年明けからの議会で減税による景気刺激策を通す構えである。こうして考えると、2003年の米国経済が腰折れする可能性はそれほど高くはなさそうだ。

2003年の米国経済は、日本でいえば、93～94年頃の「ゆるやかな景気回復」期を連想すればいい。株価は最高値を戻せないまでも、一定水準までは回復する。財政赤字は拡大するものの、長期金利は上がらない。生産に関するデータは改善しても、失業率の高止まりと物価の安定（もしくは下落）は、続く、といったイメージである。

2003年の世界経済にとって、ワイルドカードとなるのがドルの安定である。経常赤字の拡大に歯止めがかからず、米国の製造業ではドル安を望む声が高まっている。イラク情勢の推移いかんによっては、ドルの大幅安という不安がつきまとう。2003年の為替市場は、各国がデフレ懸念を払拭するために、「為替調整」の誘惑に駆られやすい。スノウ財務長官とフロードマン経済担当補佐官の新コンビの下でも、「強いドル」政策に変更はないだろうが、ドルの脆弱性は過去に比べて高まっていると見ておくべきだろう。

国内政治「解散・総選挙の可能性」

2002年の国内政治は、野党が大荒れの1年だった。野党第一党の民主党は、サポーターも巻き込んで選んだ鳩山代表を、わずか3ヶ月後には引き摺り下ろして菅代表を選ぶという混乱ぶり。また北朝鮮による拉致問題が明るみに出たことで、左派野党のこれまでの対応に批判が高まり、社民党が謝罪したり、共産党と公明党が非難合戦をする局面があった。さらに、与党の一角を占める保守党でも、「党首の夜逃げ」騒動があったり、民主党の一部と合流を目指すなど、党としての存在場所を探すのに苦労している。

こうした野党の停滞は、2002年を通じて小泉首相を多いに利した。1月に田中真紀子外相を更迭したことで内閣支持率は大幅に低下したが、9月の日朝首脳会談を梶子にカムバックすることができた。また、野党を潜在的な応援団とすることで、心置きなく道路改革や郵政民営化問題で、自民党内の抵抗勢力を相手に喧嘩ができたともいえる。

しかるに2003年の国内政治は、むしろ自民党内が大荒れになりそうな雲行きだ。小泉首相に対する党内の反発は強く、9月に予定されている自民党総裁選挙で再選されることは非常に難しい。2001年4月に行われた前回の総裁選では、小泉候補が地方の票を集めて地滑り的な勝利を収めた。しかし次回の選挙からはルール変更があり、総裁任期が3年に延びるとともに、地方票300票がドント方式で配分されるようになった。各都道府県3票×47=141票を基礎票とし、残り159票は党員数に応じて比例配分されるのだ。この方法では、党内基盤の弱い小泉首相は不利になり、地方組織が強い橋本派が有利になる。

そこで小泉首相としては、9月までに解散・総選挙を行って、党内への支配力を強めたいところ。小泉首相がそのときまで現在の5~6割程度の支持率を維持していれば、野党の選挙準備は整っていないこともあって勝利はほぼ確実だからだ。

具体的には以下のようなスケジュールが語られている。

年明け通常国会の冒頭解散（1月）

通常国会で補正予算が通った後の解散（2月）

通常国会で平成15年度予算が通った後に、4月の統一地方選挙とのダブル選挙に（4月）

通常国会の会期切れ解散（6月）

自民党総裁選で小泉氏が負けたあとに行う解散（9月）

このうち と はイラク情勢を考えれば実行困難、 は公明党の選挙協力が得にくいのでこれも非現実的。やや可能性があるのが 説であり、ここまで引っ張れば衆議院の任期切れまで残り1年となるので、それ以後はハプニング次第でいつ解散があってもおかしくないと考えていだろう。面白いのは の可能性で、小泉純一郎は「自民党総裁ではなくなっても、日本国首相の座にとどまる」手が残されている。この場合、次の瞬間にどんな政界再編成が起こっても不思議ではない。

ところで2003年は、4月の統一地方選挙も非常に興味深い。県知事選、政令市長選が18件予定されているが、現職が引退して新人同士の対決となる選挙が多いのだ。三重県の北川正恭知事の不出馬はさまざまな憶測を呼んでいるし、大分県の平松守彦知事は実に連続6回の任期を終えての引退となる。このほか神奈川県、福井県、山梨県、佐賀県、札幌市で現職が引退を宣言し、北海道でも堀知事の引退が噂されている。

この事実が示すことは、単に地方政治で世代交代が進むということにとどまらない。景気の低迷、地方財政の悪化、第三セクターの経営不振、公共事業の減少など、地方自治をめぐる環境は激変している。首長選挙においても、「オール与党体制」よりも「市民団体の推薦」が有効となり、「長年の行政経験」や「中央とのパイプ」がうたい文句にならない時代である。長野県で始まった地方の政変は、ドミノ現象的に全国に波及しつつある。

全国で3000を越える地方自治体は、文字通り生き残りをかけた努力を始めている。ちょうど従来型の大企業が行うリストラにも似て、大型再編（自治体の合併）や経営陣の交替など、何でもありの様相を呈している。日本政治の新しい芽が生じることに期待したい。

話変わって、小泉首相のあらたな人気でこ入れ策として、一部で語られ始めているのが、第2回目の日朝首脳会談説である。2003年1月9日から12日のロシア訪問の際に、最初はモスクワでプーチン大統領と会談し、ハバロフスクへ飛ぶことになっている。ここで金正日総書記と会談し、拉致家族の帰国を実現するというシナリオだ。

うまく決まれば劇的なウルトラCとなるが、下手をすればブッシュ政権の不信感を買ったり、韓国に対する「頭越し外交」となる懸念もある。最低でも、12月19日の選挙で金大中大統領の後任に決まった盧武鉉氏に仁義を切っておく必要はありそうだ。

対北朝鮮外交は、2003年も国民の大きな関心事となるだろう。出方の読みにくい相手を御するためには、これまでと同様に「日米韓の一致」が基本線となる。日本外交には、韓国の新政権と米国ブッシュ政権の橋渡しをすることが求められよう。

国内経済「デフレは止められるか」

2001年末に底を打ち、輸出主導で緩やかな回復軌道に乗っていた日本経済は、2002年秋頃から先行きが怪しくなってきた。異常な株安、異常な低金利を見れば、マーケットはこの国の将来を楽観していないことはすぐに分かる。

2003年の日本経済を占う要素として、2つのポイントに注目したい。

3月19日に誕生する第28代日本銀行総裁と、その下での金融政策

4月に発足する産業再生機構の具体的な中身

速水日銀総裁の後継者は、「デフレファイターを」との声がもっぱらだ。実際、誰が総裁になるにせよ、デフレとは取り組まなければならない。政府の見通しによれば、2002年度の経済成長は実質で+0.9%、名目で-0.6%、2003年度は実質で+0.6%、名目で-0.2%である。つまり当面の日本経済は、名目ベースではますます縮むということだ。その実効性には疑問が残るものの、インフレ・ターゲティング政策に踏み出すことになるかもしれない。

ただし、本当の意味で問題なのは、フローよりもストックのデフレである。バブル崩壊によって株や不動産で1300兆円の国富が失われ、そのために銀行のバランスシートには大穴が開いた。ところが簿価と時価のギャップがあるために、損失が見えにくくなっている。この差額は、いつか誰かが負担しなければならない。この差を埋めることが不良債権処理となるのだが、不良債権の実態は儲からなくなった企業群。つまり、金融と産業構造の両方を再生しなければならない。

そのための道具として浮上しているのが産業再生機構。1月末から2月前半に国会に法案を提出し、4月に発足させる。「設置期間は原則5年。最初の2年間で集中的に債権を買い取り、買い取り対象企業は3年以内に経営再建計画を策定。そして、計画終了時点での債務削減を義務づけ」、というのが現時点の基本方針だ。ただし個別業界ごとの基準作りや、二次損失の回避、政治介入の恐れなど、難しい問題が多く残されている。

それでも産業再生機構が間もなく誕生するという事実が、さまざまな業界のリストラを加速していることは間違いない。問題は、「プチ金融危機」が常態化してしまった現状では、改革のための緊張感が維持できないことだ。「日本経済不作為の罪」をもたらしたのは、政治力と危機感の欠如である。2003年も「3月危機説」は流れるだろうが、ドラスチックな不良債権処理を進めるだけのプレッシャーになるかどうか危ぶまれる。

实体经济については、2003年の夏頃までは輸出主導の回復が続きそうである。日本貿易会の予測によれば¹、2003年度の貿易黒字は12兆7880億円、経常黒字は15兆2980億円となる。とくに経常収支は史上最高を伺う勢い。「日本の黒字がなくなる」という2~3年前の論議は何だったのかと思うほどだが、「モノ作り」という日本のお家芸はずたれてはいない。2002年は、「カメラ付き携帯電話」「PDPテレビ」「バウリング」などIT関連のヒット商品が目立った。2003年もこの勢いが続くことを祈りたい。

¹ <http://www.jftc.or.jp/research/statistics/statistics.htm>

< 今週の”The Economist”から >

” In a hole, digging deeper”

December 14th 2002

「墓穴を掘る」

Finance and economics

* ”The Economist”誌が日本の特定企業を取り上げることはそう多くありません。今回、俎上にあがったのは、不可解な行動が多い日本の四大銀行です。

< 要約 >

「三井住友銀行にそんな力があつたか」と塩川財務相は驚いた。ソフトバンクはみずからの経営難のため、保有する49%のあおぞら銀行（旧日債銀）の株式放出を希望している。なぜ三井住友が買おうとしているのかが分からない。

資本を増やしたいのだという説がある。公的資金と税効果会計を除けば、たしかに三井住友の資本は過少だ。しかしあおぞら銀買収で増える資本比率はわずか0.5%。地域の支店網を除けば、得るものは少ない。コメルツ証券は三井住友が墓穴を掘るのではと考えている。優秀な行員は辞めたがっており、合併によるシナジー効果もほとんどなさそうだ。

そもそもあおぞら銀自体が大量の不良債権を有している。民営化されたときに瑕疵担保条項を得ており、その権利は来年9月には失効するものの、まだ行使をしていない。米投資ファンドのサーベラスもあおぞら銀に関心があり、こちらは負担を納税者に転化する恐れが少ない。他方、三井住友は、敢えて権利を行使して政治的ナリスクを取る可能性がある。

いや、これこそ三井住友の抜け目のない動きだと見る者もいる。金融庁は今でも外資よりは国内に売りたい。竹中金融相は、金融検査の厳格化と資本基準の強化で銀行を脅している。三井住友はあおぞら銀を買うことで、金融庁の歓心を得ようとしているのかもしれない。

奇妙な動きをしているのは他行も同じことだ。みずほとUFJは、株価が10万円を割るやいなやりストラ策を発表した。みずほは来年3月に二階建ての持ち株会社を設立するという。カード事業とシステム事業の会社を取り込むことにより、銀行部門で発生する損失を補填する。それ以外に二階建てがどう役立つのかはよく分からない。

みずほとUFJはまた、持ち株会社の下に新組織を立ち上げ、銀行部門の不良債権を移転することを計画している。その上で債務を集めて再生を試みるという。両銀行とも、こうした不良資産を売ること、外資から新たな資本を得ることを希望している。

メリルリンチによれば、これらの戦略の共通点はコアビジネスを改善するよりも、とにかく資本を増やすことを目的としていることだ。優先株を発行して、親しい企業から増資を得るといった選択肢は、もはや使い果たしたも同然だ。資本を得たいがために貸し剥がしに走り、重要な顧客である中小企業の怒りを買ってもある。竹中の厳しい改革が実現すれば、銀行の収益性にはさらに圧力がかかるだろう。

< From the Editor > 年の瀬のご挨拶

早いもので今年も年の瀬。今年は40本の溜池通信をお送りしました。また来年もよろしくお願ひします。

と、ここで過ぎ行く1年を回顧したのですが、ご多分にもれず、あわただし師走を過ごしておりますので、2002年を振り返るといふ心の余裕がありません。とりあえず、今年読んで印象に残った経済関連の本を5冊、ご紹介しておきます。

『リスクに挑む』（福間年勝／バジリコ）：成功した財務マンは何を考へていたか。ひたすら脱帽の書です。

『敗戦真相記』（永野護／バジリコ）：現在の日本が抱えている問題は、そのほとんどが過去にもあったということを実感。

『チャイナ・リスク』（藍正人／NTT出版）：中国関連本の中では随一の出来。慎重な楽観論に説得力あり。

『メガバンクの誤算』（箭内昇／中公新書）：金融界迷走の歴史への悔恨の情が濃密に込められている。

『日本経済不作為の罪』（滝田洋一／日本経済新聞社）：同上。米国関連の記述で、ところどころ本誌をご利用いただきました。

こうしてみると、日本経済の問題点を指摘する本がズシリと心に残った1年だったと思います。来年はもう少し読書の幅を広げたいと思います。

次号は1月17日（金）にお送りする予定です。

読者の皆様におかれましてはよいお年をお迎えください。

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、日商岩井株式会社および株式会社日商岩井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にてお願いします。
〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1 <http://www.niri.co.jp>
日商岩井総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183
E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.com