

## Contents

\*\*\*\*\*

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 特集：景気回復の次のステージ                       | 1p |
| < 今週の”The Economist”から >             |    |
| ”The Vietnam Syndrome” 「ベトナム・シンドローム」 | 6p |
| < From the Editor > 「バルカンの台頭」        | 7p |

\*\*\*\*\*

## 特集：景気回復の次のステージ

景気に対する強気の見方が増えてきました。ちょうど1年前には、「株式市場は死んだ」などと言われていたのがウソのようで、「日本経済はデフレと長期低迷を脱しつつある」という楽観論まで聞くようになってきました。ちょっとブレが大き過ぎるようです。

外部環境に支えられて、日本経済が回復基調にあることは間違いないでしょう。しかし、その先には、今の回復の持続可能性(サステナビリティ)はどこまであるか、 仮に回復が続くとして、日本経済が本調子に戻ったといいか、という2つの疑問があります。「景気回復のその先の日本経済」をそろそろ見極める必要があるように感じています。

### 久々の大型景気か？

4月16日発表の月例経済報告は、いよいよ明るい表現が目立ってきた。日本経済の基調判断は、「景気は、企業部門の改善に広がりが見られ、着実な回復を続けている」とある。さらに「輸出は増加、生産も増加」「企業収益は改善の動きが広がっている。設備投資は増加」「個人消費は持ち直し」「雇用情勢は依然として厳しいものの、持ち直しの動き」と続く。「実感なき回復」といわれた日本経済に、ようやく回復に「実感」が伴うようになってきた。

景気回復は、いつも「一点突破、全面展開」の形を取る。最初はある部分だけが良くなり、それが少しずつ他の部分に広がっていく。この途中経過では、必ずといっていいほど、「は良くなってもXXはダメだ」「この景気は本物ではない」「構造問題があるから、回復は短期で終わる」といった悲観論が出るものだ。昨年の夏から秋にかけても、この手の議論をよく聞いたものだ。

しかるにある時期を過ぎると、景気回復の速度は尻上がりに弾みがつく。また日本経済に深刻な構造問題はあるにしても、1997年や2000年をピークとする短い景気のサイクルは確かにあったわけで、今回も2002年初頭をボトムとする回復局面が順調に坂を登っていることは間違いない。

1997年と2000年をピークとする景気サイクルは、いずれも財政政策や金利低下に支えられての回復過程であった。今回の回復局面では、政策面でのサポートがほとんどない中で、民需のみを頼りとしてここまで来ている。前2回の回復局面に比べて今回は、景気の裾野は広いし、足腰も強いといえる。今回の景気回復は、80年代後半のような大型景気とはならないだろうが、前2回よりは息の長いものになるであろう。

### 「3つの断層」を越えて浸透？

昨年秋の時点では、景気回復は「大企業、製造業、都市部」を中心に確認されていた。「中小企業、非製造業、地方」では回復の実感が伴わないとされ、本誌ではこれを称して「3つの断層」と呼んでいた<sup>1</sup>。しかるに現在の景気回復は、いよいよ3つの断層を越えて浸透し始めたようだ。

#### 大企業 中小企業

中小企業金融公庫が4月21日発表した今年1～3月期の中小企業動向調査では、大企業を中心とする景況感の改善が、中小企業にも拡大してきていることが確認された。業況判断指数(DI)は2.0と、97年1～3月期以来7年ぶりにプラスに転じた。昨年10～12月期より6.6ポイントの改善。同指数の改善は、マイナス15.5だった昨年4～6月期以降3期連続。今年4～6月期の見通しも4.4と、プラス幅が拡大する見込み。

#### 製造業 非製造業

日銀が4月1日に発表した3月の企業短期経済観測調査(短観)によると、企業の景況感を示す業況判断指数(DI)は、主要指標の大企業・製造業がプラス12と4期連続で改善した。これは予想通りだったが、大企業・非製造業もプラス5となり、1996年11月調査以来のプラスに転じたことが注目される。大企業・非製造業は、2000年の景気回復局面でもずっと「水面下」にあったわけで、それが今回はプラスに転じたことは、景気の裾野が広がっていることを示すものといえる。

ただし「先行き」は、大企業・製造業、中小企業・製造業ともに横ばい。中小企業・非製造業はマイナス21と悪化を予想。依然として続いているデフレや進行する円高に対する懸念を示している。

<sup>1</sup> 2003年10月24日号「日本経済の3つの断層」、11月7日号「地方経済を考える」

## 中央 地方

日銀が4月19日に開いた支店長会議では、各地から景気の緩やかな回復を指摘する報告が相次いだ。支店長会議は四半期ごとに開かれるが、前回の1月会議に比べ、主な11の支店・地域報告では、北海道を除く10地域が景気の総括判断を上方修正した。

また、3月の景気ウォッチャー指数を1年前と比較すると、北海道以外のすべての地域で街角景気指数が50を超えている。とくに東海、近畿など、「アジア向け輸出」「デジタル家電」関係の製造業が多い地方が好調であることが分かる。

### 景気ウォッチャー指数（内閣府）

|     | 現状判断DI(各分野計) |         |      | 先行き判断DI(各分野計) |         |      |
|-----|--------------|---------|------|---------------|---------|------|
|     | 2003年3月      | 2004年3月 | 格差   | 2003年3月       | 2004年3月 | 格差   |
| 全国  | 42.2         | 53.7    | 11.5 | 38.6          | 53.6    | 15.0 |
| 北海道 | 42.2         | 48.4    | 6.2  | 39.0          | 50.8    | 11.8 |
| 東北  | 39.3         | 50.7    | 11.4 | 35.9          | 50.0    | 14.1 |
| 関東  | 39.4         | 52.6    | 13.2 | 38.5          | 52.7    | 14.2 |
| 東海  | 42.6         | 57.6    | 15.0 | 40.4          | 56.3    | 15.9 |
| 北陸  | 39.9         | 51.8    | 11.9 | 38.4          | 53.8    | 15.4 |
| 近畿  | 39.9         | 57.6    | 17.7 | 39.2          | 56.6    | 17.4 |
| 中国  | 45.1         | 55.0    | 9.9  | 40.7          | 54.9    | 14.2 |
| 四国  | 42.9         | 52.9    | 10.0 | 38.5          | 52.3    | 13.8 |
| 九州  | 43.3         | 51.4    | 8.1  | 38.9          | 53.4    | 14.5 |
| 沖縄  | 43.5         | 61.3    | 17.8 | 31.5          | 57.7    | 26.2 |

ひとつ気になるのは、今回の3月発表分を見ると、好調なはずの東海、近畿などでは「先行き」が「現状」を下回っていることだ。このことは、回復の頭打ちが意外と近いかもしれないことを示唆している。

### リスクの総点検

次に現在の回復が、「腰折れ」や「頭打ち」になるリスクを検証してみよう。経済評論家の三原敦雄氏は、昨今の堅調な株式市場に対して、以下のようなリスクがあることを指摘している。

**A : America : 米国経済** （ドル安や金利急騰などの理由で米国経済が失速する場合）

**B : Bond : 債券** （景気回復 債券売り 金利上昇という悪夢）

**C : China : 中国** （1 3月期はまだ9%台の成長が続いており、明らかに過熱気味）

**D : Deflation : デフレ** （引き続き需給ギャップは大きく、デフレ脱出はおぼつかない）

**E : Energy : エネルギー価格** （石油価格の上昇が景気に冷や水を浴びせる？）

**F : Foreigner** : 外人買い (いつ止まるか心配。円高が止まったときは要注意かも)

**G : Geopolitical Risk** : 地政学的リスク (イラク人質事件が示すように、世界各地でどんな事件が生じるか分からない)

上記のようなリスクを、筆者なりに多少変えながら整理してみたい。

### 意外と低いリスク

**A = 米国経済** : 今月に入ってから強い経済指標が相次ぎ、経済失速どころか利上げが現実味を帯びてきた。IMFの4月21日発表の経済見通しでも、2004年は4.6%成長、2005年は3.9%成長となっている。仮に腰折れがあるとしても大統領選挙後か。

**E = エネルギー** : 90年代以後、何度も石油価格の高騰局面はあったものの、景気に大きな影響を与えたことがない。石油ショックの頃とは違い、「日本経済の原油依存度の低下」、「高水準の備蓄による安心感」という事情があり、さらに最近では「円高による相殺効果」や「規制緩和による価格抑制効果」が重なるため。

### ある程度現実的なリスク

**C = 中国経済** : 景気の過熱抑制のために、銀行貸出の窓口規制(鉄鋼、自動車、セメント、アルミ、不動産などの急成長セクター向け)を行っているものの、貸し出しレートはこの2年間変わっていない<sup>2</sup>。つまり、金利メカニズムによる引き締めができない状態。それもこれも、金融システムの不安定さが原因であり、景気のソフトランディングを図ることは案の定、難しいようだ。年後半に向けて、中国経済のボラティリティは高まりを見せるだろう。中国の好況を示す「不定期船運賃」が、ピーク時から2割ほど下落したのは危険な兆候か？

**G = 地政学的リスク** : 日本人質事件により、日本もテロに無縁ではないことが確認された。それでも米国や欧州に比べれば、日本に対する脅威のマグニチュードは相対的に低い。人質事件に対する日本政府の対応も、「国際標準」に沿ったもので、この手の危機に対して「一皮むけた」感がある<sup>3</sup>。今後も同種の事件はあり得るが、そのために景気回復のシナリオが崩れるという筋道は考えにくい。

### 真剣に考慮すべきリスク

**B = バランスシート / D = デフレ / F = 金融市場**

: 要するに、日本経済にはあいも変わらぬ問題が残っている。不良債権処理は、今度こそ峠を越したという認識が浸透しつつあるが、株高効果に救われている部分が小さくないし、今後は減損会計の導入が進む。

<sup>2</sup> The Economist 4月17日号“The temperature is rising”より。

<sup>3</sup> 事件発生翌日の4月9日には、外国人買いが2000万株の買い越しになった。外国人投資家が、日本政府の対応に安心感を覚えたからであろう。

過剰債務という問題が残る限り、デフレ圧力の解消や金融システムの安定化は望めない。来年4月にはペイオフの全面解禁を控えており、いよいよ先送りは許されないのだが、上記のようなリスクを勘案すると、ちょうどその頃に景気がピークアウトしている公算が高い。それまでに必要な処理が終わるのだろうか？

### 金利上昇に耐えられるか？

現金なもので、これだけ景気回復の材料が出揃うと、「失われた10年からの脱却」や「日本人の自信回復」といった指摘が増え始めた。しかしこれが本格的、あるいは自律的な回復につながるかということ、そこは疑問である。

景気が本格的に回復するのなら、その先には「景気回復 金利上昇 金利メカニズムの再生」という出口が見えてくる。この時点ではじめて、デフレからの脱却も可能になるだろう。しかるに金利が上昇する場合、そこから先には、政府債務の増大、過剰債務企業の淘汰、国債価格の下落による銀行の資産内容悪化、といった副作用が生じるはずである。この場合の「痛み」は相当なものになるだろうが、日本経済の正常化に向けての必要な筋道であり、避けて通れない道のりといえる。

端的に言えば、いよいよ財政赤字削減に本腰を入れなければならないときがやってくる。金利上昇という痛みを背中を押されるとき、財政再建は待たなしの課題になる。1993年に発足したクリントン政権が、増税してまで金利低下に期待をかけたのはその好例だ。逆に2000年の加藤政局においては、加藤紘一氏の財政再建の訴えは未曾有の低金利局面においては説得力がなく、かえって橋本政権の失敗を繰り返す恐れの方が強かった。そして実際にその後の日本経済を振り返ってみると、デフレの継続は財政赤字の増大を可能にしたのである。

現在の金融市場はまことに奇妙な様相を呈している。株式市場は活況を呈している一方、債券市場には「10年もの国債が1.5%であれば押し目買い」という投資家がいる。株式市場は「日本経済復活」を思い描き、債券市場は「10年後もデフレが続いている日本」を想定しているわけだ。2つの未来像は本来、両立しないはずである。現在の楽観論は、「短期では、景気は良くなる」「長期では、金利は低いまま」という「いいところ取り」によって成り立っているのである。

もしも株式市場が正しく、今回の景気回復が本格的なものだとしよう。その場合、金利は上昇し、次のステージにはかなりハードな事態が待ち受けているだろう。これは悪い話ではない。日本経済の正常化に向けて、助走段階にあると自覚すべきだろう。

逆に債券市場が正しく、今回の回復は一過性のものであり、デフレは今後も続くと考えてみよう。すなわち、今の輸出と設備投資主導の景気回復は確かに強いけれども、日本経済を過去10年の停滞から再生させ、市場メカニズムを取り戻すほどのものではない場合である。おそらく外部環境の変化（たとえば中国経済の調整）によって景気は再び下降し、来年の春頃には、またも「3月危機」という言葉が世間を賑わすのではないだろうか。

おそらく後者の方が蓋然性は高い。少なくとも日本銀行は、後者の立場にあるようだ。去る1月20日には、日銀は景気指標が改善していることを確認しつつも、追加的な量的緩和を実施している。察するに福井総裁の頭の中は、「いかにしてペイオフ全面解禁をクリアするか」という一点で占められているのではないだろうか。

## 金利上昇をめぐる日米の差異

日本と対照的な動きを見せているのが、今週の米国経済である。4月20日の議会証言において、グリーンズパン議長はデフレ懸念を否定し、金利上昇の可能性を示唆した。たちまち市場は大荒れとなったが、ほんの少し前まで、「大統領選挙の年だから、年内一杯利上げはないだろう」という予想が主流だっただけに、最短なら5月4日のFOMCでも利上げがあるかもしれないという状況変化は、ショッキングなものだっただろう。

ちなみに筆者は、純粋に政治的な理由から、「グリーンズパンはたとえ0.25%であっても、選挙の前に金利を上げてみずからの中立性を示そうとするだろう」と以前から考えている。ただし実際に利上げをして景気の腰を折っては元も子もないので、できる限り機会を先延ばししつつ、金利の先高観を醸成したいのだろうと解釈している。

対照的に日本では、景気は強いといわれつつも、金利が上がり始めるのは非常に遠い未来のことのようだ。そして日銀はFRBとは正反対に、「金利は上がらないようにしますから、皆さん、安心してください」というメッセージを発している。市場メカニズムの復活は近い未来にはないと宣言しているようなもので、日本経済が陥っている問題の深さがあらためて窺い知れる。

ところでこのところ、ブッシュ政権批判をエスカレートしているポール・クルーグマンが、「政治はちょっとお休みして」金利の動向について予測している。ニューヨークタイムズの連載コラムの4月20日分で、“U.S. interest rates are likely to rise sharply”という文字通り「恐怖の予言」である。「金利は上がるぞ。僕の計算ではまあ、10年もの国債は7%（現在は4.3%）、モーゲージレートは8.5%（同5.8%）ってところかな」もちろんそうになったら、米国の家計も企業も耐えられない。なぜそこまで金利が上がるかということ、財政赤字がヒドイことになっているからで、と、結局はブッシュ政権たたきになってしまうところが最近のクルーグマン先生の面目躍如である。

筆者は毎度のことながら、1996年頃の日本経済との類推から、当面の米国経済は「高失業と低金利下の景気回復」になると見ている。長期金利が7%だなんて、「狼が来る」もいいたころだと思うが、「金利が上がる心配」をできる米国経済は、「金利が上がらない不安」を抱えている日本経済よりもはるかに健全ではないだろうか。

このように考えると、「年後半には円安ドル高」に向かうのが自然な流れといえるだろう。これは日本経済にとって、ささやかなグッドニュースである。

< 今週の”The Economist”誌から >

”The Vietnam Syndrome”  
「ベトナム・シンドローム」

Lexington  
April 17<sup>th</sup> 2004 P.36

**\* イラク戦争はベトナム化しているのではないか？この疑問について、“The Economist”誌が相変わらず鋭い問題提起を行っています。**

< 要旨 >

イラク戦争の深刻さを測る尺度には、このところ急増中の死者の数がある。だがレトリックとしての「ベトナム化」という言葉も重く響く。ブッシュは滅多にしない記者会見の席上、そんな比較は意味がないと退けたが、これはケリー中尉のことも念頭にあったからだろう。

昔の戦争と現代の冒険を比較することには無理がある。米国はもはやソ連と戦っているわけではなく、徴兵制もすでにない。何かというとベトナムを持ち出す報道陣は、この10年、湾岸戦争でもバルカンでもアフガンでも恥をかいたものだ。しかし止まった時計もときに正確な時間を指す。イラクの現在の泥沼は、ベトナム症候群（「米国が海外で武力を行使する際の正当性と有効性に対する懐疑主義」）に関する2つの問題を提起する。ブッシュのタカ派外交は、この病を克服したか？イラクの混乱はこの病を再発させるのではないか？

ベトナム戦争は、ブッシュの戦争内閣の形成期にあった。彼らは左派とは違い、米国はより軍事に投資することが必要だと考えた。ソ連崩壊後も、テロや無法国家の脅威に対抗するためにと。そして60年代のような反米気運や、21世紀に軍事は不要といった風潮を警戒した。

ベトナム症候群を脱しようという熱意は、ネオコンたち及び、ペンタゴンと副大統領府のタカ派たちの協力を得た。なるほど国務省にはハト派がいるが、ジェームズ・マン描くところの『バルカンの台頭』によれば、その差異は手段であって目的ではない。タカ派もハト派も「米国の軍事力をベトナム戦前に戻す」という共和党的な夢を共有しているのだ。

パウエル、アーミテージはレーガン政権下のタカ派、ワインバーガー国防長官の下で職務を始め、国務省よりは国防総省でキャリアを築いた。アーミテージはソ連の息がかかった国で武装勢力を支援することで名を上げ、パウエルは予算分捕りに功があった。

「9・11」以後、保守派は米国の軍隊に栄光を取り戻した。彼らはアフガンを征し、バグダッドを抑えた。米国民の軍隊への信用はなおも高く、62%の米国人が非常に信用している。ケリーでさえ、イラクにはより多くの兵士が必要だと信じている。

それでもベトナム症候群は、2つの点でブッシュを脅かしている。イラクはベトナムと同様に国を二分している。左派はこの戦争が不法な試みだと見なしている。イラクの泥沼は底が知れない。1997年にネオコンのバルカンであるウォルフォビッツは、ブッシュ父政権がバグダッドに侵攻しなかったことを正当化し、「米国は統治不可能な地域にいつまでも居残ることになりかねない」と述べた。中東を民主化しようという夢より現実味があった。

おそらく歴史的類似の最たるものは人材であろう。マン氏は、ブッシュのバルカンたちが、

JFKをベトナム戦争に駆り立てた『ベスト・アンド・ブライテスト』たちに似ていると論じている。バルカンたちは、先駆者たちと同様、米国の力に限りない楽観を有し、自らの理想に限りない信念を持った。彼らもまた、地上の現実よりも優雅な理論を重視したとの批判に晒されよう。ドナルド・ラムズフェルドは、ベトナム戦争時の国防長官ロバート・マクナマラに重なって見える。当面、ベトナムの幻影はバルカンたちを脅かしつづけるだろう。

## < From the Editor > バルカンの台頭

今週のThe Economist誌が取り上げている『バルカンの台頭』"Rise of the Vulcans --The history of Bush's War Cabinet"(James Mann / Viking)は、長らく筆者の自宅で「積ん読」状態になっている本です。

この本の優れた点は、表紙だけで30秒は笑えること。チェイニー、ラムズフェルド、パウエル、ライス、ウォルフォビッツ、アーミテージの6人の似顔絵が描かれていて、なかなか似ているのです。本の中には6人の若い頃の写真も載っていて、これまた3分以上は笑える。海軍でレスリングをしていたラムズフェルド、女子大生姿のライス、海軍兵学校時代のアーミテージ、ニクソン大統領と握手しているパウエル大尉などの写真は、これだけで本代くらいは回収できた気になってしまい、それが「積ん読」状態の理由だったりする。

本書は、ブッシュの「戦争内閣」を支える上記6人の戦略家たちを描いています。アメリカ外交を担ったグループというと、アチソンやケナンのような"Wise Men"や、マクナマラやバンディのような"Best and Brightest"が有名ですが、現在のブッシュ・チームはそれらに匹敵する有力グループとあっていいでしょう。全員が軍に関係が深いことが特色であり、ローマの軍神「バルカン」という呼び名はピッタリだといえましょう。こういう強力チームが現在のブッシュ外交を支えているわけです。

通説では、「ハト派のパウエル&アーミテージが、タカ派のチェイニー&ラムズフェルド&ウォルフォビッツにおされて孤立している」ということになっている。新しいボブ・ウッドワードの本でもそのような解釈がされているようです。でも、これらの6人は元から仲良しなんですよ、というのが本書のポイントで、彼らは"a long history, a collective memory"を共有している。つまり「仲間」ということ。たとえばアーミテージは浪人中に、自分が経営するコンサルティング会社でチェイニーの娘を雇用していたというのは意外な感があります。

「昔から仲良し」といったところで、偉い人たちというものは立場が変わると、大久保と西郷のように仲違いしてしまうのはよくある話。だからパウエルとラムズフェルドの路線が対立しても、少しも不思議なことではない。それでも、「バルカン」チームはお互いに気心が知れているという指摘は重要だと思います。「あいつのことは昔から知っている」というだけで、無駄な時間を大幅に短縮できるという経験は誰もが持っていることでしょう。

バルカンのグループはきっと体育会系のノリがあって、深刻な対立があっても、どこかサ



バサバした気風が流れているように感じます。もっとも、それが政策の正しさにつながるかどうかは、まったく別問題なのでありますが。

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>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com)