

Contents

特集：日本悲観論にリセットボタンを	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”A hard act to follow” 「余人をもって替え難い」	5p
< From the Editor > 「宇宙船と100円玉」	6p

特集：日本悲観論にリセットボタンを

今週は、10月19日配信のQuick「エコノミスト情報」に寄稿した景気に関する記事を転載しておきます。

本誌における景気認識は、年初から少しずつ強気になってきました。

「日本経済、本格回復への条件」(2月18日号) = 企業がカネを使うことが大事

「ホリエもんが教えてくれたこと」(4月1日号) = 嵐を呼ぶ男の登場は日本経済への福音

「05年度貿易動向と日本経済」(6月17日号) = 輸出は足下で伸び悩むが年度後半に回復

「景気動向の再点検」(8月5日号) = 日本経済の「平常への回帰」が始まった

今週号はいわば駄目押しです。不安材料がなくなったわけではありませんが、日本経済の長期低迷は終わったと感じています。

景気指標予測

【景況判断】現状(3ヵ月前比)：改善 先行き(3ヵ月後)：改善

GDP予測：05年度2.5%(2.1%) 06年度2.5%(1.9%)

【金利】短期：上昇 TIBOR3ヵ月 0.15%

長期：上昇 10年物新発国債 1.7%

【円相場】横ばい 115円/1ドル

【株価】上昇 日経平均 14,000円

* GDP予測値は実質GDP成長率、前年比%。カッコ内は直近10回分の平均値

* 長短金利、円相場、株価は3ヵ月後(06年01月末)の予測値

景気見通し：「今後の焦点は雇用の地域格差」

景況感の改善が明らかになってきた。先月行なわれた総選挙においては、与野党ともに「景気が良くなっていない」ことを前提に経済政策を議論していたことを考えると、なんとも皮肉な感じさえする。

とくに好調なのが雇用状況である。おりから大学生の就職活動が始まっているが、今年の新卒は久々の売り手市場であり、長らく続いた「就職氷河期」の雪解けが始まっている。転職市場も活況を呈しており、転職支援ビジネスが脚光を浴びている。8月の労働力調査によれば、完全失業者数は前年同月比30万人減の284万人。完全失業率は4.2%まで改善している。特に長らく2ケタ台であった「15～24歳男性」の完全失業率が、9.4%にまで改善していることは、フリーターやニートといった社会問題が長期化している中で、明るい材料といえよう。

それでも「景気が良くなった」と言いにくいのは、地域格差が大きいからだ。8月の有効求人倍率を見ると、全国では0.97とほぼ完全雇用に近い数字になっているが、これを都道府県別に見ると、愛知県の1.71から青森県の0.40まで、これが同じ国かと思えるほど格差が広がっている。先月の総選挙の結果は、「北海道と沖縄以外は自民党が楽勝」だったが、これは北海道が0.61、沖縄が0.41と依然として苦しい雇用環境下にあることと無縁ではないだろう。逆に、関東・関西などの大都市圏で自民党が圧勝したのは、これらの地域では総じて雇用が堅調であり、「景気回復途上で政権を変える必要はない」と有権者が判断したからだと見ることができる。

それでも「地方は景気が悪い」という認識は依然として強い。たとえば、現在、17都府県ではすでに有効求人倍率は1.0を超えており、「不況の代名詞」となっている大阪府でさえ、今年6月以降は1.0を超えている。また、群馬県の有効求人倍率は1.56と日本で2番目に高いけれども、県庁所在地の前橋市は典型的な「シャッター通り」が目立つ。景気実態が景気認識を変えるまでには、まだまだ時間がかかるだろう。

日銀短観を見る限り、2年前には大きかった「大企業と中小企業」「製造業と非製造業」における景況感の格差は解消しつつある。今後の課題は「中央と地方」の格差がどうなるか。かつての高度成長期であれば、地方の若者が太平洋ベルト地帯に集団就職する、という形で雇用のミスマッチが解消した。しかし、少子・高齢化が進んだ今日では、地方の若者が親元を離れて労働移動することは難しくなっている。

したがって、雇用のミスマッチ解消のためには、「企業の地方移転」が必要になるだろう。近い将来に、北海道や沖縄に工場が新設・移転するというニュースが聞かれるのではないだろうか¹。

¹ 少々加筆。今後の景気を支えるのは、雇用の安定を通じた個人消費の拡大になるだろう。この点で、佐治信行・みずほ証券チーフエコノミストが個人消費の強さの理由として、「少子化と人手不足を背景にした女性の労働参加率上昇」に着目しているのは卓見だと思う。

金融環境：「株高が円高を招かなくなった理由」

バブル崩壊後の日本では、何度か「緩やかな景気回復局面」があった。1996年、2000年、2003年などだが、いずれも株高と円高が重なり、「円高の進行による景気腰折れ懸念」が話題になったものだ。そのたびに、金融当局が大規模な円売りドル買い介入を行なったことは記憶に新しい。ところが、2005年の回復局面は、為替介入が行なわれていないにもかかわらず、株高が円高を伴っていない。このことが、ますます輸出企業の経営環境を明るくしている。話がうま過ぎるような気がするが、本当に大丈夫なのだろうか？

株式市場を見る限り、依然として「外人買い」が強い。これに対し、外人買いを打ち消すほど、国内投資家の外貨預金や対外直接投資が増えているからだ、という観測がある。それだけ売り買いが交錯しているのであれば、円のボラティリティが高まりそうなものだが、ドル円レートは拍子抜けするほど落ち着いているように見える。

筆者の仮説は、外人買いのかなりの部分がすでに円ファンディングで行なわれており、為替とは無関係になっているというものだ。思えば90年代以来、外資系金融機関の日本での活躍には相当な年季が入っている。その過程では「大勝利」もあつたはずだし、不況下に安値で買い込んだ円資産が膨れ上がったことも想像に難くない。運用できる円資産も大きくなっており、わざわざ高金利のドルを調達してくる必要がなくなったのではないか。さらにいえば、日米間の法人税格差や、米国における本国投資法という政策的な要因を勘案すれば、米国企業には「日本投資で儲けた分を本国に移す」インセンティブが働く。これらはむしろ円安要因となる。

そうだとすれば、われわれは「外人買いが円高を伴う」という過去の常識を清算しなければならない。「外人買い」が為替に無縁だと考えれば、ドル円レートの焦点は日米の長期金利差となるだろう。目下のところ、米国の利上げ継続姿勢は明確であり、日本のそれはなおも不確実性に満ちている。それどころか、消費者物価がプラスに転じて量的緩和政策が解除されたとしても、ゼロ金利が続くとすれば、実質の短期金利はマイナスに低下することになる。従って、当面は円安傾向が続くと見る²。

注意点：「リセットボタンが押された対日悲観論」

10月8 14日号のThe Economist誌は、カバーストーリーで"The sun also rises"(日はまた昇る)

² 少々加筆。本来であれば、米国の短期金利が4%から5%と上がることに比べ、日本の金利がゼロから1%に上がる方が、はるかに衝撃度は大きいはずである。となれば、日銀の判断次第で急激に円高に振れる可能性もあるはずなのだが、市場はその可能性はきわめて低いと見ているのであろう。実際、日銀が過去の言動と整合性の取れた形で、つまりみずからの信認を傷つけない形で方向転換することは難しそうだ。そんな中で為替市場は、円安の進行という形でゼロ金利解除を催促しているように筆者には見えるのだが。

と日本経済の復活を取り上げた。同誌編集長のビル・エモット氏は、かつて同誌東京支局長であった1989年に『日はまた沈む』を著し、バブル絶頂期の日本に警告を発した。それが今回、日本の復活を唱えたことは、長らく続いてきた西側世論の「対日悲観論」がリセットされた転換点と見る事が出来よう。

同論説記事によれば、日本はカメの歩みのように(slow and steady)、細かな改善を積み重ねて(a long wave of incremental reforms)きた。中でも企業や政治、金融のガバナンスを立て直したことが重要だった。日本は90年代には生産性が低下したが、それは公共事業やゾンビ企業救済にカネを使ったり、企業が雇用削減を渋ることで労働力を無駄遣いしたりしたからだ。今後は資本と雇用を普通に使うだけで、生産性は向上するだろうし、少子・高齢化にも対応できるだろうとする。

思えば「カメの歩みのように」「細かな改善を積み重ねる」とは、まさに日本的な危機突破法であった。1853年にペリー艦隊が浦賀に来航してから、1868年に明治維新が行われるまでがちょうど15年。バブル崩壊(1990年)から今日の脱出までも、同様な手法で15年かかったと見ることができるのではないか。

これに先立って、9月に発表された I M F の World Economic Outlook では、石油価格の高騰を受けて2005年の各国成長率が軒並み下方修正される(米国3.7% 3.5%、EU1.6% 1.2%) 中で、日本は0.8% 2.0%と上方修正されている。日本経済の復活が本物だと見られている上に、石油高は省エネ先進国の日本にとってはむしろ「追い風」となると判断されたのだろう。

なお、同調査は通常、8月下旬に各国に対する照会が行なわれる。とすれば、9月12日に4 6月期 GDP 統計が上方修正されたことを折り込んでいない。もちろん、カトリーナ台風の被害による米国経済への影響も含まれていない。従って、日本経済はさらに強く(2.0% +)、米国経済はやや弱めに(3.5% -)受け止めるべきだろう。

○ I M F "World Economic Outlook" 2005年9月版

	2003	2004	2005	2006
World	4.0	5.1	4.3(-)	4.3(-0.1)
United States	2.7	4.2	3.5(-0.2)	3.3(-0.3)
Euro area	0.7	2.0	1.2(-0.4)	1.8(-0.5)
Japan	1.4	2.7	2.0(+1.2)	2.0(-)
United Kingdom	2.5	3.2	1.9(-0.7)	2.2(-0.4)
China	9.5	9.5	9.0(+0.5)	8.2(+0.2)
India	7.4	7.3	7.1(+0.5)	6.3(-0.1)
ASEAN 4	5.4	5.8	4.9(-0.5)	5.4(-0.4)
Russia	7.3	7.2	5.5(-0.5)	5.3(-0.3)
Brazil	0.5	4.9	3.3(-0.4)	3.5(-)
Middle East	6.5	5.5	5.4(+0.3)	5.0(+0.1)

* 2003、2004年は実績値。2005、2006年は I M F 推計。()内は4月の予測からの変更。

< 今週の”The Economist”誌から >

"A hard act to follow"

Leaders

「余人をもって替え難い」

October 15th 2005

* グリーンスパン米連銀議長の後継者について、The Economist誌がダークホースを推奨しています。米連銀議長は、米国大統領や英国首相並みの重要人物ということでしょう。

< 要旨 >

ワシントンの米連銀ビル1階にはテレビゲームがある。観光客は「インフレ」とか「株暴落」といった事件に沿って金利を決定する。全問正解すると、次期連銀議長と呼んでもらえる。だが現実の世界では金利変更には正解はない。次期連銀議長を選ぶ簡単な試験もない。

来年1月31日にグリーンスパンは18年半の任期を終えて退任する。ブッシュは至急後継者を選定しなければならない。お友達人事が多いブッシュといえども、自分の金庫番を連銀議長にはできない。なにしろ米国で、そして世界で最も重要な経済職である。

新旧交代の際には、金融市場は揺れる。グリーンスパンが就任した2ヵ月後、1987年10月には株が大暴落した。その点、今が交代の好機とはとても言い難い。米国経済の不均衡は際立っている。家計貯蓄率はマイナス、住宅バブル、財政赤字、経常赤字、インフレ懸念など。

グリーンスパンは偉大なる中央銀行家と崇められ、その信認は長期金利を低め、ドルを下支えしてきた。しかし米国内外の赤字はグリーンスパン効果により拡大し、来年にはドルを下げ、長期金利を上げ、住宅バブル崩壊となるかもしれない。インフレ圧力増大により、次期議長には短期金利を下げる余地は少なからう。誰がこんな仕事を引き受けたいだろうか？

かつてはグリーンスパンも、ボルカーの後釜は務まらないと思われたものだ。連銀議長たるものは、金融政策の達人であり、経済データに強く、政治への洞察力が求められる。金融市場の尊敬を集め、危機にあっては冷静、政治的には独立。試験では決められない。

現時点の候補者は一長一短だ。ブッシュ大統領は先週、政治的に独立で世界の信認を得られる人物を選ぶと述べた。しかし主要候補者はブッシュのために働いた人ばかり。グリーンスパンもそうだからといって、忠実なる共和党員を選ぶのでは世界の信認は得られない。

本当に中立の人物を選ぶなら、無党派のドン・コーン連銀理事がベストな選択だと本誌は考える。2002年にグリーンスパンの推薦で理事に昇進したが、実に24年にわたって金融政策に携わってきた。難しいときには彼の経験が生きるだろう。エコノミストとしては、連銀とウォール街の双方で評価が高く、グリーンスパンの右腕として長く、継続性でも問題がない。

本誌は長らく、グリーンスパン議長は90年代後半の株式バブルを放置し、最近では住宅バブルを加速していると非難してきた。それでも最近では風向きが変わり、彼は住宅バブルに警鐘を鳴らしている。バブル崩壊となれば、住宅の方が株式よりも害は大きい。最近では、低インフレと低金利をもたらした連銀が、バブルを作ったかもしれないと認めている。

中央銀行が資産バブルに対応すべきかどうかは議論が分かれる。責められるべきは米国の

不均衡であり、それこそ次期議長の悩みとなろう。コーンの連銀内の経験が役に立つはずだ。それを見守ることで、グリーンSPANは自らの栄光を深めることが出来よう。結局、偉大な中央銀行家であるからには、自らの失敗を認めることが出来るべきなのだ。

< From the Editor > 宇宙船と百円玉

ネット上でこんなアネクドットを発見しました。

「東アジア各国の代表4人が集まって、互いに誰が一番存在感があるかを勝負しようという事になった。

北朝鮮の将軍は、大量の軍事予算を計上し、核ミサイルを配備した。

韓国の大統領は、北朝鮮にエネルギーと食料を大量に支援すると発表した。

中国の国家主席は、予算と人材を惜しげなく注ぎ込み有人宇宙船を打ち上げた。

日本の首相は、神社にコインを一枚投げ込んだ。」

10月17日に小泉さんが靖国神社で投げたお賽銭は、果たしていくらだったのか。できれば500円玉であってほしいと思いますが、テレビでちらっと映った感じだと、100円玉っぽいですね。そうだとすると、有人宇宙飛行万歳と中国の善男善女が沸き立っていた日に、小泉さんが投げた100円玉は、日中の対比を綺麗に映し出しているように思われます。

今週のNewsweek日本版で、ジェームズ・ワグナー副編集長が「中国と対決しない日本の大人な行動」というコラムを寄稿しています。日本はノーベル賞の獲得や安保理常任理事国入りには熱心だが、宇宙開発には「国防と同じように独自の取り組み」をしている。これがアメリカなら、「なぜ出遅れたか」と大騒ぎになるだろうが、宇宙での日中対決を避ける日本の態度は「私にはとても正気に映る」とのこと。

おそらく日本人は無理して冷静さを保っているわけではなく、単に宇宙開発に燃えないのだと思います。今さら国威を高揚する必要もないし、納税者は税金の使い道に敏感になっています。スペースシャトルに日本人が乗り込むのは歓迎だけど、何が楽しくて宇宙に巨費を投じなきゃいかんだ、というのが正直なところでしょう。

それに比べると、神舟6号にかかる中国側の思いの深さは計り知れないものがあります。有人宇宙飛行の成功は単に国威高揚や愛国心の涵養といった段階を超えて、自分たちの歴史上のトラウマに対して復讐を果たしているようなところがある。この辺は、他国から見ると理解しがたいところがあると思います。

その一方で、小泉首相がこだわる100円玉も、他国に対して説明しにくいものがあります。とくに中国では「こんなめでたい日に」という怒りもあったとか。

かくして日中の摩擦は、ますます收拾しがたくなっていく。せめて上述のようなアネクド

ートが、少々の息抜きになればいいのですが。

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あてにお願いします。

〒107-0052 東京都港区赤坂2-14-27 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4954

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