

## Contents

\*\*\*\*\*

特集：日米の不況と経済対策	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”The Obama rescue” 「オバマ救援隊」	8p
< From the Editor > オバマは世界を救えるか	9p

\*\*\*\*\*

## 特集：日米の不況と経済対策

今週は日米の景気について、大きなイベントが相次ぎました。日本では2月16日(月)にGDP速報値が発表され、昨年10-12月期成長率が年率 12.7%の大マイナスであったことが判明しました。第1次オイルショック以来のことだそうで、「戦後最大の経済危機」(与謝野経済財政担当相)の声が漏れたのも無理のないところです。

米国では2月17日(火)にオバマ大統領が、遊説先のデンバーで景気刺激策法案に署名し、就任から1ヶ月を経ずして総額7870億ドル、「300万人の雇用創出を目指す」法案が成立しました。とはいえ、この日はGMとクライスラー社の再建計画の提出日。これから先はビッグスリー救済の是非をめぐる大論争が始まるわけで、前途はなおも多難です。

今週は、厳しい局面を迎えている日米の不況と景気対策についてまとめてみました。

## 統計を見て初めて分かる体感温度

寒冷地に住む人に聞くと、零下20度と零下30度の違いは体感できないという。つまり温度計を見て初めて「あ、今は零下30度か」と気づくものらしい。

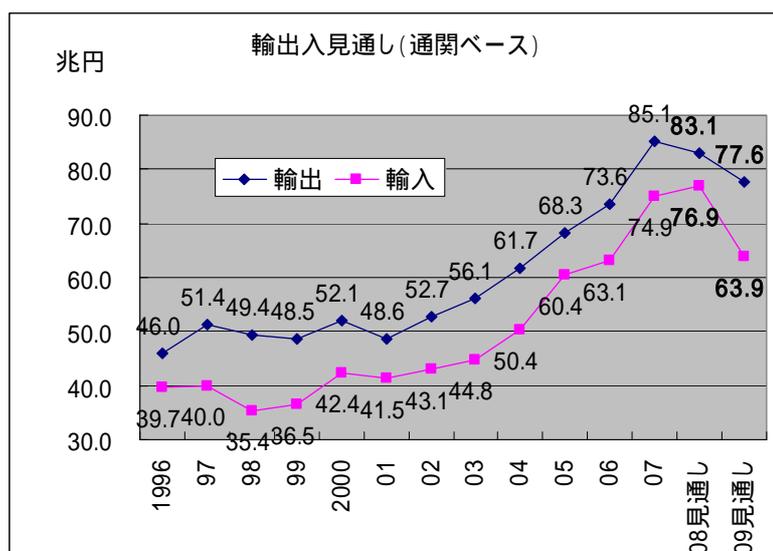
昨今の景気の悪化もそれに近く、2月16日に発表された10-12月期GDP速報値が「温度計」の役割を果たしてくれたようだ。前期比年率 12.7%成長(前期比 3.3%)という二桁マイナスとなり、市場コンセンサスの 11.6%(前期比 3.1%)も下回った。これは1974年1-3月期の 13.1%以来の低成長率。それも「狂乱物価」と呼ばれた第1次オイルショック当時とは違い、これだけ物価が安定している中で、実質成長率がかくも大幅に低下したことによる衝撃は大きい。

この結果を受けて、民間シンクタンク各社は一斉に予想を下方修正している。おそらく2009年度の経済成長率予測はかなり低い水準となるはずである。足元の1-3月期も激しい悪化が続いており、2009年4月の「発射台」が低くなるので、いわゆるマイナスのゲタを履いてしまうからだ。改訂後は、おそらく「08年度 2%台、09年度 4%前後」といった数字が並ぶことになるのではないだろうか。こんな予測を前提にすると、企業における来年度の予算作りなどは文字通り頭を抱えたくなるところである。

今にして思えば、日銀が1月の金融政策決定会合で示した「08年度 1.8%、09年度 2.0%」という予想さえ、やや甘かったかもしれない<sup>1</sup>。新年度の始まりを前に、「日本経済の景色が変わった」と言っても過言ではないだろう。

ちなみに前期比 3.3%の中身を分解すると、3.0%が外需、0.3%が内需の落ち込みということになる。「いざなぎ超え景気」の原動力となった外需の伸びが完全に壊れた形となっており、これでは日本経済の建て直しは容易なことではない。

## 貿易動向見通し（日本貿易会）<sup>2</sup>



上記は毎度お馴染み、年末に発表される日本貿易会の貿易動向調査の予測である。今世紀に入ってから、順調に右肩上がり伸び続けてきた輸出入が、2008年で完全にピークアウトしていることが見てとれる。この間、日本経済の貿易依存度は10%程度から17%程度へと上昇した。つまり、「世界とともに繁栄する日本経済」に向かっていたわけであるが、今回の国際金融危機はこのシナリオを打ち砕いたといっていいたいだろう。

<sup>1</sup> むしろ民間シンクタンク各社が、この数字よりも低い予想を出すことをためらっていた感もある。一部の外資系金融機関は、最初から09年度4%台のマイナス成長を提示していた。

<sup>2</sup> 2008年12月5日発表。 <http://www.jftc.or.jp/research/index2.html>

## ポスト自動車産業の可能性を占う

中でも深刻なのは、これまで日本の輸出をリードしてきた自動車および自動車部品における急速な需要の縮小である。内外の自動車へのニーズは今後どうなるのか。この点はもっともホットな関心事となっているが、正直なところ「一寸先は闇」である。

ここで補助線として、明治維新以降、日本の輸出品目の第一位を挙げてみると、興味深いことにほぼ3つの商品に集約できることができる。「貿易立国」日本を背負ってきたヒット商品は、意外なほどに「長寿」なのである。

- (1) 生 糸：1870年代から1940年代まで
- (2) 鉄 鋼：1950年代から1970年代まで
- (3) 自動車：1980年代から2000年代まで

約30年間続いた鉄鋼時代から自動車時代に移り変わったのが1980年頃。すでにそれから30年近くがたっており、日本経済はそろそろ「ポスト自動車」の輸出品目を模索すべきかもしれない。実際に米国におけるビッグスリーの経営危機や、環境志向による自動車需要の減少、トヨタ自動車の史上初の営業赤字など、時代の変わり目を感じさせる出来事が続いている。しかるにポスト自動車産業となる輸出商品とは何だろうか。

輸出商品として成功するためには、国際的な価値があり、移動がたやすく、国内に比較優位のある商品でなければならない。その意味で自動車は格好の条件を備えていた。すなわち、自動車へのニーズは全世界にあり、性能のいい日本車は「ブランド」であった。自動車は小さくて高価であり、持ち運びも簡単だった。1台3万点の部品を使う自動車は、多様な産業の参加を必要とするので、日本がモノづくりの総合力を発揮することができた。これに代わる商品を成功させることは簡単ではないはずである。

そこで今後については、3通りのシナリオを念頭に置く必要があるだろう。

- (1) まずは楽観シナリオで、北米市場における自動車需要が復活し、新興国市場も回復に向かうのであれば、「自動車の時代」はまだまだ続くことになる。日本の自動車メーカーの国際競争力は健在であり、さほど心配は要らない。
- (2) 次は努力シナリオで、T型フォードの誕生から101年目となる今年は、そろそろ自動車という道具に画期的な変換が生じても不思議はない。イノベーションは得てして不況期に起きるものであり、例えば電気自動車への転換が日本主導で実現すれば、新たな輸出のヒット商品の誕生となるであろう。
- (3) 最後は悲観シナリオで、世界的な自動車需要が長期的に衰退し、それに代わる産業もすぐには見当たらないというケースである。環境・エネルギー問題の動向によっては、こうした事態の可能性も無視できないことになる。

仮に日本経済が「ポスト自動車産業の不在」という事態に直面した場合も、日本は既に所得収支の黒字が貿易黒字を上回るようになって久しく、**「外貨を稼がないと食料もエネルギーも買えない」といった懸念は無用**である。現在の日本には、年間 15 兆円程度の所得収支黒字を生み出す対外債権があり、それらを稼いでくれたのは過去の輸出、なかんずく自動車産業に負うところが大きい。悲観シナリオが実現した場合には、この対外資産を元に日本経済の「脱モノづくり」を目指していく戦略が必要になるだろう。

### **古典的な不況に伝統的な景気対策を**

遠い先のことは別として、当面の外需に V 字回復は望み薄である。となれば、「内需中心の経済成長を」という声が強まることになる。しかしながら、1986 年の前川レポート以来、「内需振興」が掛け声倒れに終わってきた事実も重い。景気がいいときにできなかった内需振興が、これだけの不況に見舞われた今になって果たせるだろうか。

もちろん、日本には 1 億 2500 万人の人口が住んでおり、その生活水準は高く、情報の伝達速度も速い。これらを相手にするビジネスには無限の可能性はあるはずだ。それでも、少子・高齢化の国内市場が景気回復の原動力になれるかといえ、そこはやはり頼りない。21 世紀の日本経済は、「世界とともに繁栄し、世界とともに苦勞する」と考える方が自然であり、特にアジア経済との相互依存関係を深めることが重要になるはずだ。

そこで外需の回復までの時間を稼ぐ意味からも、追加の景気刺激策が必要となる。今までに検討された経済対策は、一次補正は資金繰りが中心、二次補正は定額給付金を中心だったが、これらはせいぜい「零下 5 度」くらいの事態を想定したものである。**「零下 30 度」の日本経済を救うためには、相当な規模の「真水」を投入する必要がある**だろう。

幸いなことに、今回の日本の景気悪化は米欧のような金融発の信用危機ではなく、内外の需要急減に伴う製造業の減速が原因である。問題が絞り込まれているだけに、景気の落ち込みは米欧市場に比べても大きく、一見、「日本がいちばん悪い」ように思える。しかし**在庫調整さえ一段落すれば、景気が底入れする時期は比較的に見えやすい**だろう。その点では、「戦後最大の経済危機」という言い方はややミスリーディングであり、われわれがかつて乗り越えてきた 1990 年代の経済危機 今日、米国経済が直面しているのと同じタイプの方が、はるかに先行きが不透明で深刻だったはずである。

個人的な感触で言わせてもらえば、景気刺激策としては執行までに時間のかかる公共投資よりも、減税などを中心に少なくとも 10 兆円を超える財政出動が望まれると思う。この際、政府紙幣のような奇手奇策の検討は不要であろう。**古典的な問題に対しては、伝統的な景気対策の出動でいい**。政府紙幣、無利子国債といったアイデアは、それこそ普通の景気対策が効かなかったときに考えればよく、今求められているのは小淵内閣がやったようなメニューで十分であるはずだ。

ところがあいにくなことに、経済政策の中心人物たるべき財務大臣兼金融担当大臣は、「飲酒による G7 記者会見での醜態」が原因で 2 月 17 日に辞任してしまった。結局、「政治の機能不全が日本にとって最大のリスク」と言わざるを得ない。

## 財政出動と金融処理のバランス

日本とは対照的に、米国では政治がちゃんと機能しているものの、経済の深刻さがあまりにも深刻であるために、こちらも楽観できない。

今日で就任から 1 ヶ月を迎えたオバマ政権は、すでに大型景気刺激策を成立させた。大きな成果と言っていいが、発足して 3 ヶ月間（100 日間）のハネムーン期間どころか、すでに綱渡りの日程となっている感もある。オバマ大統領が法案に署名した 2 月 17 日は、ビッグスリー再建策の締切日であり、これから先の米議会は自動車問題一色となる。

今回の景気対策は、「向こう 2 年間で 7870 億ドル」と規模と早さは申し分ない。とはいえ、中身を見ると公共投資の規模は全体の約 15% と少なく、教育や医療、失業対策などに多くが割かれている。すでに州政府などでは、教育や医療の事業が大赤字であるために、職員を解雇する動きが始まっている。今回の景気対策は地方自治体の赤字を補填し、雇用を守る面というでは意味がありそうだ。他方、これらの支出は乗数効果では公共投資に劣るので、景気を刺激するという面ではさほど期待できない。巨額であるが費用対効果はそれほど高くないといえるだろう。

## 景気対策法案の概要

**（歳出拡大：約 5000 億ドル = 64%）**

- 公共投資：1200 億ドル（15%）：インフラ整備と科学技術振興
- 教育・自治体向け支援：1060 億ドル（13%）
- 雇用・医療助成：1930 億ドル（25%）など

**（減税：2870 億ドル = 36%）**

- 所得減税：1160 億ドル（15%）：個人で 400 ドル、夫婦で 800 ドル
- 中間層向け負担軽減：700 億ドル（9%）
- 代替エネルギー投資促進：200 億ドル（3%）など

気になるのは、景気刺激策が素早く通った一方で、金融安定化策（TARP-2）が精彩を欠いていることだ。現に発表当日の 2 月 10 日には、プランへの失望から NY 株価が 4% 以上も下げている（この点については、8p の「今週の The Economist 誌」が詳述している）。

昨今のワシントンにおける経済政策論議は、常に「大恐慌の経験」がベースになっており、政府の役割拡大という点に異論は少なく、ケインズ政策への抵抗も少ない。また、「保護主義はいけない」という認識も、少なくとも経済学者の間では幅広く共有されているようだ。その反面、不良債権処理への資金投入は国民の反発が強く、ガイトナー財務長官も及び腰であるように見える。

端的な例を挙げると、昨年秋にブッシュ政権が導入した TARP の 7000 億ドルのうち、使い残された 3500 億ドルの支出が 1 月 15 日に議会上院で承認されたが、なんと 10 票差という僅差であった。財政支出のための 8000 億ドルは、たとえフレッシュマネーでも支持を得られるが、金融処理のための 3500 億ドルは、前政権で決定済みのものであっても嫌々ながらの承認となる。つまり米議会は、財政出動には意欲的でも金融処理には消極的なのだ。

しかし、議論のベースを「大恐慌の経験」ではなく「日本の経験」に置くならば、**金融発の経済危機に際しては、「財政出動は控えめに、金融処理は迅速に」が適切なアドバイス**となる。「公的資金を受け入れた金融機関のトップは年収を制限せよ」といったポピュリズムに囚われていると、不良債権処理が遅れて景気低迷が長期化してしまう。昨今のワシントン政治は、まさに日本の小渕政権の頃を髣髴とさせる展開である。

## 日本の経験～経済対策の4分類

下記の表は、小泉改革が始まった頃に本誌が何度も使っていた概念図である。

**1990年代の日本では、 と の間で何度も経済政策がスイングした。**すなわち、宮沢内閣 細川内閣 村山内閣 橋本内閣 小渕内閣&森内閣 小泉内閣である。この間、金融リストラにはなかなか手がつかず、 が発動されるのは 2002 年 9 月に竹中平蔵経済財政担当相が金融担当相を兼務してからであった。そして 03 年春、りそな銀行への公的資金投入を契機に、日本経済の金融危機からの脱出が始まるのである。

### 経済対策の考え方

	循環論 需要の拡大が必要	構造論 供給の革新が必要
伝統的手法	<b>支出拡大</b> 減税、公共投資、雇用対策、給付金など	<b>構造改革</b> 規制緩和、民営化、財政再建など
非伝統的手法	<b>リフレーション</b> ゼロ金利、量的緩和、インフレターゲットなど	<b>金融リストラ</b> 銀行国有化、不良債権買い取り、バッドバンクなど

今回の米国における経済対策では、 は着手されていない。もちろん、 と だけで景気が上向くのであればそれに越したことはないが、筆者は**いずれ「米国版の竹中プラン」が必要になる**のではないかと考えている。今の米国で経済政策がそこに行き着かないという事は、まだまだ苦しみ方が足りないからではないだろうか。

日本の経験が物語るもうひとつの教訓は、**財政支出は「止め時」が難しいことである。**オバマ政権が「公共投資で 300 万人の雇用を作る」ことができるとして、いずれは「公共投資を止めると 300 万人の失業者が出る」ことも考えなければならなくなる。財政支出は出口戦略を描くのが難しいのである。

オバマ政権の経済対策は、まだ緒に就いたばかりである。日本の経験を下敷きにして考えると、ちょうど小渕政権の頃まで来たといえるのではないだろうか。次なるポイントは、「不良債権処理の本格化がいつ始まるか」である。

## 景気刺激策の政治的コスト

ところで今回の景気刺激策には、共和党議員の賛成がほとんど得られなかった。下院は共和党の賛成はゼロ。上院は「総額を 8000 億ドル以下にする」「減税分を多くする」などの妥協をして、かろうじて共和党議員 3 人を味方につけたが、エドワード・ケネディ議員が病床にいたので、可決に必要な 60 人の賛成を得るのがギリギリとなった。

こうなると、景気対策を早期に成立させるために、党派的对立の再燃という政治的コストを払ったことになる。超党派の政治を標榜していたオバマ政権にとっては、望ましからざる展開といえよう。商務長官に指名されたグレッグ上院議員（共和党、NH 州）も、就任を辞退してしまったし、厚生長官の人事も空白のままである。ダッシュル元上院院内総務が納税の不備から就任を辞退したためだが、国民の関心が高い医療保険改革を実行するためには、このポストに相当な実力者が必要であり、前途は多難といえよう。

前述の通り、今回の景気対策論議では 1930 年代の大恐慌時代の話がベースになっている。ゆえに「大型の対応が迅速に必要」ということでは反論はほとんど出ないのだが、ニューディール政策をどう評価するかで議論が左右に割れる。概して民主党系は「FDR は偉大な大統領であった」と考えるし、共和党系は「ニューディールは失敗だった」と総括している。今から考えると、これがイデオロギー対立への火を点けてしまったようだ。

こんな風になってしまうと話が簡単で、「この景気刺激策が効けばオバマ大統領 & 民主党の勝ち」だが、「景気が良くならなかつたら共和党の勝ち」である。その結果は、2010 年 11 月の中間選挙で出るだろう。共和党としては、この賭けは分が悪くない。いずれにせよ選挙戦中とは違って、「ひとつのアメリカ」とばかりは言っていられない。

もっとも、オバマ自身が党派色を強めている面も無視できない。景気対策への支持を集めるために国内遊説を展開しているのだが、2 月 9 日にはインディアナ州、2 月 10 日にはフロリダ州、2 月 16 日にはコロラド州、17 日にはアリゾナ州を訪れている。要するに 2012 年に予想される激戦州において、早々と選挙運動を繰り広げているわけだ。特に 2 月 13 日に議会で成立した景気刺激法案への署名を、わざわざ翌週まで持ち越してデンバーで行ったのは、やり過ぎのパフォーマンスだったかもしれない。いうまでもなくデンバーとは、昨年 8 月に民主党大会が行われ、オバマが 8 万人を前に歴史的な演説を行った場所である。

「大統領候補」として絶大な人気を博していたオバマは、この 1 ヶ月は「大統領」としての職務を果たしている。仕事ぶりは上々と言って良いだろうが、危なっかしい面もちらほらと見え隠れし始めた。前号でも述べたとおり、「勝負は向こう半年」である。

## <今週の”The Economist”誌から>

”The Obama rescue”

「オバマ救援隊」

Leaders

February 20<sup>th</sup> 2009

**\* オバマ政権の景気刺激策が成立し、金融安定化策が発表されました。評判は今ひとつパツとしません。”The Economist”誌の評価は一勝一敗といった感じです。**

<要約>

オバマ救済案の2本柱が発表された今週は、世界同時不況の転機となる機会だった。ひとつは鳴り物入りの財政支出であり、議会上下院は大型刺激策で合意している。もうひとつがさらに重要な金融安定化策であり、ガイトナー財務長官が2月10日に発表した。

二つの試みは、不透明と憂鬱のスパイラルを打ち壊す可能性を秘めていた。しかるに景気刺激策は議会民主党に委ねられ、広範な支援を得るべき案が党派的戦いに転じた。さらにガイトナーの金融救済案は、ブッシュ政権時の漸進主義と不透明さを断つべきところ、臆病かつ不完全で詰めを欠いていた。何兆ドルもかけたのに、株価は崩落した。

財政刺激策にも欠陥が目立つ。多くの部分が2010年以降になり、効率性を度外視して民主党好みの案件に向けられている。しかも悪名高い「バイアメリカン条項」入りだ。

それでも財政支出は不況下にあって必要不可欠である。不完全であっても実行されるのは大きい。逆に金融安定化策は惜しまれる。金融システムが壊れたままでは、いくら財政を使っても持続的な回復は不可能である。日本の90年代の教訓が語るように、金融機関のバランスシート(B/S)は再生しなければならない。むしろスウェーデンのように、迅速な処理を行なうべし。カネはかかるし痛みは伴うが、一文惜しみは逆効果となる。

米国のバブル崩壊は歴史的に見ても巨大だ。不良資産は2兆ドル以上と見られ、メガバンクも倒産の危険がある。クレジットカードから不動産までの「証券化」が崩壊している。

混乱を收拾するにはガッツと想像力と公的資金が必要だ。ガイトナーはいみじくも、「漸進主義の方がリスクとコストは高い」と言った。しかし行動が伴っていない。今為すべきは、銀行の国有化や不良債権の買い取りである。メガバンクへの「ストレス試験」次第で資本注入も辞さずと約束したが、詳細は明らかにならず、不良債権買い取りの「官民投資基金」は曖昧なままだ。銀行は時価で不良債権を売却することには消極的であり、このままではB/S改善の目処が立たない。どうやってストレス検査をするのか。連銀が証券買取の資金を5倍増させたのは良かったが、投資家と政治家はこの案に深い失望を覚えた。

オバマチームは救済案への期待を扱い損ねているようだ。これは大いなる誤りで、期待を管理することこそが信用構築につながる。ガイトナーは厳しい決定を避け、議会に資金を求めることを恐れているのかもしれない。だとしたら未来は危うい。銀行をきれいにし、経済を立て直すためにはもっと資金が必要だ。不良資産を「バッドバンク」に集めるとともに、生き残れる「グッドバンク」を保証しなければならない。オバマチームが前任者同様、これを理解していないのなら、まさに政府自体が問題だということになる。

## < From the Editor > オバマは世界を救えるか

このところずっと「オバマ政権」と「経済危機」にかかりっきりの本誌ではありますが、そのものズバリ、『オバマは世界を救えるか』という本が今週になって発刊となりました。これまで本誌が取り上げてきた内容に、昨年末に大幅に加筆したものです。

<http://www.shinchosha.co.jp/book/313771/>

**オバマは世界を救えるか**  
吉崎達彦 / 著 (新潮社)

判型 : 四六判 頁数 : 236 ページ  
ISBN : 978-4-10-313771-9 C-CODE : 0095  
発売日 : 2009/02/18 1,365 円 (定価)



前回ご紹介した『世界経済 連鎖する危機』(東洋経済新報社)と併せて、読者の皆様の絶大なご支援をお願い申し上げます。

\* 次号は 2009 年 3 月 6 日 (金) を予定しています。

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、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。

〒107-8655 東京都港区赤坂6-1-20 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4945

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