

Contents

特集：景気底入れ後の日本経済	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”Decoupling 2.0” 「デカップリング論の逆襲」	7p
< From the Editor > トリビア	8p

特集：景気底入れ後の日本経済

「日本経済の最悪期は過ぎた」 今週発表された月例経済報告は、3年3ヶ月ぶりの上方修正となりました。4月の貿易統計も、アジア向けを中心とする輸出の反転を示唆するものでした。2四半期連続の実質GDP二桁マイナス成長の後、ようやく景気は底打ちした模様です。喩えていえば、バンジージャンプ状態だった日本経済が、やっと命綱が伸びきって動きが止まったというところでしょうか。

これから先の日本経済の鍵を握るのは外需の行方でしょう。米国ではGM処理策が土壇場に差し掛かり、来月以降はきわめて不透明な状況。それとは対照的に、アジアからは強気のニュースが多くなっています。おそらく今後の日本経済は、「米国の悲観、アジアの楽観」の狭間で揺さぶられることになるのではないのでしょうか。

月例経済報告は上方修正に

5月25日に発表された今月の月例経済報告では、基調判断が「景気は、厳しい状況にあるものの、このところ悪化のテンポが穏やかになっている」となり、2006年2月以来、3年3ヶ月ぶりの上方修正となった。

それ以前の基調判断は、「景気は、急速な悪化が続いており、厳しい状態にある」であった。およそ文章表現として、これよりも悪い書き方はちょっと考えにくい。おそらく月例経済報告の歴史上、もっとも悲観的な基調判断が2009年2月から4月まで、続いた。そして今月、まことに微妙な表現ながら、それよりは若干、マシになったことを内閣府が宣言したのである。

月例経済報告は、よく「月例文学」、あるいは「霞ヶ関文学」などと揶揄される。とはいえ、景気という本来、数値化しにくい現象を、文章というアナログ的な手法で表現するからには、ある程度は避けられないことでもある。過去には、バブル崩壊直後の「景気は減速しながら拡大している」という自己矛盾した表現や、堺屋太一経企庁長官の筆による「変化の胎動が見られる」というわけの分からない基調判断もあった¹。そもそも言葉の受け止め方は人によって違うものであるから、かつては経済企画庁の長官と現場が、「『停滞』と『弱含み』ではどちらが弱い表現か」で意見が合わないこともあった。

そういう意味では、今回の「悪化のテンポが穏やかになっている」も苦しい言い方をしており、「文学性」の高い表現といえそうだ。それでも内閣府が言わんとするところを意識するならば、「景気は底を打った」、もしくは「最悪期は脱した」となる。

ところが各論の部分を見ると、下記の通り「輸出、生産、公共投資、倒産件数」などで5月は4月より改善しているものの、「雇用情勢」はさらに悪化している。景気が底打ちしたからといって、全体が一斉に良くなるものではない。当たり前の話であるが、経営者が社員を増やそうとするとか、消費者がぜいたく品を買おうとするのは、景気がかなり良くなった後の話である。

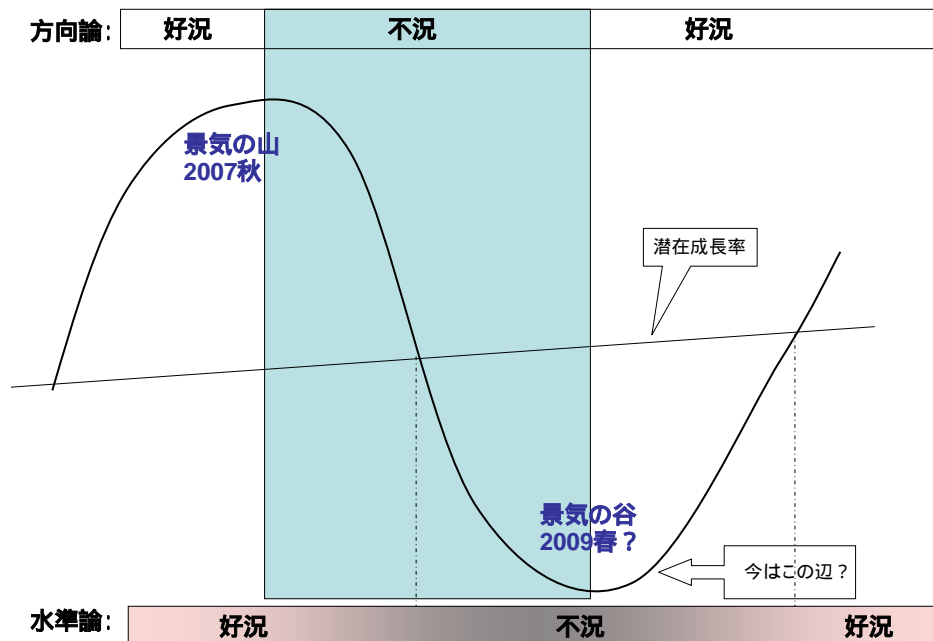
4 月月例	5 月月例	変化
* 輸出は大幅に減少している。生産は極めて大幅に減少している。	* 輸出、生産は、下げ止まりつつある。	()
* 企業収益は、きわめて大幅に減少している。設備投資は、減少している。	* 企業収益は、きわめて大幅に減少している。設備投資は、減少している。	()
* 雇用情勢は、急速に悪化しつつある。	* 雇用情勢は、急速に悪化しており、厳しい状況にある。	()
* 個人消費は、緩やかに減少している。	* 個人消費は、緩やかに減少している。	()
* 公共投資は総じて低調に推移しているが、このところ平成 20 年度補正予算等の効果がみられる。	* 公共投資は平成 20 年度補正予算の効果もあって、このところ底堅い動きとなっている。	()
* 倒産件数は増加している。	* 倒産件数はこのところ増勢が鈍化している。	()

景気認識における方向論と水準論

そもそも現状では、「景気は回復途上にある」と言っても納得してくれる人は少ないだろう。これは景気の捉え方に2通りの方法があるからである。

エコノミストは景気を「方向論」で考えるので、景気の「山から谷」までの部分が不況であると見る。しかし経営者や消費者は、「水準論」で考える方が多数派だろう。「方向は上向きかもしれないが、こんな低水準で好況だと思えるか」ということだ。

¹ 堺屋長官の名誉のために申し添えると、「変化の胎動」という表現が使われた98年12月は、小淵政権下で景気が短い回復過程に向かう基点となった。



方向論で捉えるのは、月例経済報告も含めた景気観測のプロの世界である。与謝野経済財政担当相が「最悪期を脱した」と言っていたのも、この文脈に沿っている。それでも普通の人から見れば、そういった言葉が浮世離れして見えてしまうのも無理からぬところであろう。生産や輸出が回復していても、雇用情勢の悪化が続き、個人消費や設備投資が冴えないままであったら、改善を実感することなどできないからだ。

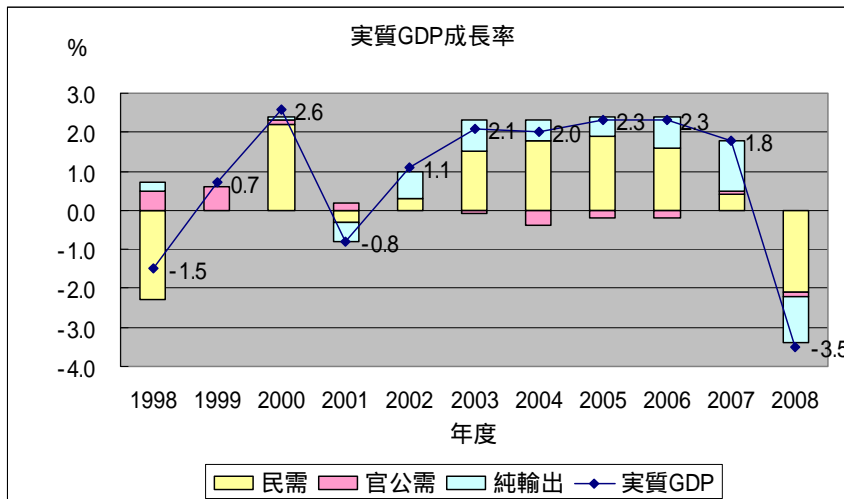
しかし方向論からいうと、現在はめずらしいくらい鮮明に、「まだ先行きは不透明だ」から「もう底を打った」へと転換点が認識されたところである。景気後退期間は2007年秋から2009年春までの約1年半ということになり、落ち込みの深さは前代未聞であったけれども、戦後の日本経済の不況期間としてはごく平均的といえる。

やはり景気を把握するときには、方向論と水準論の両面から捉えた方がいい。そして「方向は上向いたが、水準はまだまだ低い」という時期は、経営者や投資家にとっては仕込みの好機といえる。何らかの理由で景気が二番底をつける可能性は残っているとはいえ、今後はたとえ緩やかでも、回復プロセスが続くと見ることができるからだ。

一例を挙げると、近年の日本企業には「なるべくキャッシュフローの範囲内で設備投資を行なう」という性向がある。ファイナンスの面から言えば堅実な手法といえるが、これを実践していると設備投資のタイミングが遅れてしまう。結果として、「景気が成熟した頃になって、ようやく新しい生産設備が完成する」「製品が市場に出る頃には、すでに値崩れが始まっている」といったことが少なくない。少し前の半導体業界などは、このパターンを繰り返してDRAM分野での競争力を失っていったのではないだろうか。水準論だけで考えていると、経営の意思決定は遅れがちになるのである。

モノづくりの復活は近い？

5月20日、1-3月期GDPが発表された。年率換算で15.2%という衝撃的な悪さであり、2四半期連続のマイナス二桁成長となった。4四半期連続のマイナス成長も戦後始めてである。この結果、2008年度の成長率は下記の通り3.5%という戦後最悪の数値となった。



成長率を、「内需、官公需、純輸出 (= 外需)」の3つに分けてみると、上記の通り「**いざなぎ超え景気**」の原動力であった外需が失速し、景気全体の足を引っ張っていることが見て取れる。リーマンショック以降の世界的な景気悪化は、自動車や家電製品といった日本が得意とする耐久消費財への需要を激減させた。これが景気を直撃したわけだが、特に日本の場合は部品の国内調達比率が高く、最終商品の需要減が川上部門まで一気に浸透した。かくして生産活動が大幅調整となり、「米欧の金融不安が原因で生じた世界同時不況で、日本経済の落ち込みの方が深い」という逆説的な状況をもたらしたわけである。

ただし、**問題の本質は製造業の生産調整にあるのだから、それさえ解決すれば戻りは早いはず**である。今年になってからの鉱工業生産は、1月に10.2%、2月に9.4%(前月比)という急速な減少を経験したが、その3割程度を占めていたのは輸送機械工業の寄与であった²。自動車産業は裾野が広いので、減産の影響は鉄鋼、非鉄、プラスチック製品など、広範な分野に負の波及効果をもたらしたことは想像に難くない。

ところが、足元の自動車産業の生産調整はほぼ完了している。むしろ4月からは自動車重量税・取得税の減免効果などの追い風が期待されている。**これまでの落ち込みが深かった分だけ、自動車の増産は鉱工業生産の回復に寄与するはず**である。事実、鉱工業生産はその後3月+1.6%、4月+5.2%となり、5月、6月も上昇が見込まれている。

² 内閣府「今週の指標」No918 自動車の減産が製造業の生産活動に与える影響から(2009年4月6日)

外需の見通し～明暗分かれるアジアと米国

以前にも書いたように、日本経済とは「腕のいい職人さん」的な存在である。高付加価値商品を作って世界に供給するという製造業主体の構造である。従って、海外の景気の影響を受けやすい。リーマンショック以降は、客に日本製品を買う余裕がなくなり、「ある日突然、仕事量が半分に減った」。幸いなことに、自分の腕が悪くなったからではないので、ここは過去の蓄えを取り崩して凌ぎつつ、需要の回復を待つほかはない。

それでは外需の行方はどうなっているか。5月27日に発表された4月の貿易統計は、輸出数量の悪化が収束に向っていることを裏付けるものとなった。

特にアジア向けが明瞭に上向いており、電気機器や化学製品が持ち直している。逆に一般機械などは改善していない。これは中国の景気回復が、対米輸出の増勢によるものではなく、主に景気対策による内需の伸びによってもたらされているからであろう。日本製の部品や資本財の対中輸出が伸びるようになるには、やはり中国から米国への輸出が伸びることが条件となる。その意味では、「めでたさも中ぐらい」といえようか。

他方、日本からの米国向け輸出も減少テンポが緩やかになってきている。大変低い水準とはいえ、輸送用機器の輸出も反転しつつある。とはいえ、米国経済の現況を考えると、この先の急回復は望み薄であろう。

こうして見ると、アジアと米国の経済は対照的である。アジアでは中国経済の持ち直しに加え、インド経済も好調である。韓国や台湾、シンガポールなども1-3月期から持ち直しの動きが見られる。対東アジア貿易が全体の半分を占める日本としては、これらの国の後を追って浮上したいところである。

米国経済はこのところ楽観ムードが流れていたが、それはストレステスト発表後の金融市場の安定によるところが大きかった。資本不足を指摘された10行が、順調に増資を行っているために安心感が漂っているのだが、これでは来月からのPIPP（官民共同ファンド）による不良債権買い取りが進まないのではないか。

金融不安からの脱出がいかに難しいかは、「日本の経験」が何よりも雄弁に物語っている。かつての日本の右往左往振りを、ロバート・フェルドマン氏は「CRIC サイクル」（危機が起きると対策を打つが、景気が回復に向うとすぐに忘れてしまう）と命名したが、それに近いことが米国でも起きるのではないだろうか。

もうひとつの懸念は、言うまでもなくGMの経営破綻に伴うものであり、こちらは実体経済への影響が読みきれない。失業の増加はもちろん、自動車産業の裾野の広さを考えると、サプライヤーやディーラーへの影響から予期せぬ景気悪化を招く可能性がある。それが金融不安を再燃させるというのが、最悪のシナリオといえよう。そこまでは行かないとしても、米国経済は二番底をつける「W型回復」の可能性が無視できない。

米国の悲観、アジアの楽観

こうして見ると、「世界同時不況からアジアが真っ先に抜け出す」という図式が浮かび上がってきたといえよう。今週の”The Economist”誌は、”Decoupling 2.0”というコラムを掲載し、「巨大新興国経済でデカップリング論が復活の兆しがある」ことを指摘している（本誌 P7 を参照）。もちろん新興国全体が良くなっているわけではなく、対米依存度が低く、赤字の少ない国が、政策のよろしきを得て改善しているわけで、その代表格が中国とインドであるという。

BRICs のブームが戻ってきているのだと考えれば、ここへ来て資源価格が上昇していることも納得が行く。人口の多い国の経済発展は、資源の需要増を意味するからだ。石油価格で言えば、昨年の 1 バレル 100 ドル超という事態は極端だとしても、しばらくは現行の 50～60 ドル台が続くのではないか。この水準で安定するのであれば、景気回復の足を引っ張ることもなさそうだし、長期的な資源開発や省エネの観点からいっても望ましいことといえるのではないか。

今週、メリルリンチ日本証券のチーフ株式ストラテジスト、菊地正俊氏に話を聞く機会があった。米国とアジアを相次いで出張したところ、双方の投資家の日本株への認識は正反対であったという。要するに米国は否定的、アジアは前向きだというのである。

< 米国投資家 >

「米国の金融システムや景気回復に自信が持てないため、日本株の評価が低い」

日本株は世界景気に対する敏感株としての位置づけ

「日本株はアジア株と一体化して運用」

「欧米企業の B/S は日本企業異常に信頼性が低い」

< アジア投資家 >

「アジア株は新たなブルマーケットの始まりとの見方」

「日本株をアジア株より出遅れた景気敏感株として評価する」

「アジアへ資金が戻りつつある」

「世界経済の中心が米国からアジアへシフト」

この指摘はまことに興味深い。つまり日本経済には、「先進国の一部」および「東アジアの一部」という二面性がある。先端技術や金融の関係から言えば、明らかに日本は先進国に属する。他方、貿易量で言えばすでに半分は東アジア向けであり、製造業の生産ネットワークもアジアとの水平分業を行っている。

果たして日本経済は、「先進国の一部」なのか、「アジアの一部」なのか。これは古くて新しいテーマといえよう。今後の日本経済にとっては、「米国を向くか、アジアを向くか」が運命の分かれ道となるのかもしれない。

< 今週の”The Economist”誌から >

”Decoupling 2.0”

Leaders

「デカップリング論の逆襲」

May 7th 2009

* そろそろこういう議論が出てくるのではないかと思っていました。”The Economist”なら
ではの論評です。

< 要約 >

デカップリング論をご記憶だろうか。1 年ほど前、本誌を含む多くの評論家が、新興国
経済は内需の強さとマクロ政策の堅実さゆえに、米国よりも不況に強いと論じたものであ
る。他方では米国の脆弱性は新興国にも及ぶという意見もあった。この半年の世界同時不
況では、懐疑論者が正しく見えた。デカップリング論は嘲笑の対象となったのである。

それでもこの議論を捨て去るのは早過ぎる。巨大新興国は確かな反転を示す兆候がある。
新デカップリング論のお手本は中国であり、その経済は今年最初の 4 ヶ月で加速している。
固定投資は 2006 年以来的速度で成長し、消費も上々。中国の GDP 統計には疑念があると
はいえ、成長が加速していることは間違いなく、今年は 8% 近い成長になるだろう。かか
る楽観は一次産品価格を上昇させるので、ブラジルなどの資源輸出国を勢いづける。

とはいえ、もっとも好調な国であっても 2004 ~ 07 年の高成長には及ばないだろう。新興
国のすべてが強いわけではなく、借金漬けの東欧は金融不安の影響を受けるだろうし、メ
キシコのように米国と連動している国はなおも苦難が続こう。貿易依存度の高い小国経済
も同様である。デカップリング論の逆襲は、借金の少ない 2 ~ 3 の大国に限られる。

これまで見過ごされてきたことだが、巨大新興国経済はさほど米国の支出には依存して
おらず、経済的弱点を克服する能力と意欲がある。中国やブラジルのような経済は、昨年
米国の需要減退で手ひどい打撃を受けた。(中国の輸出の半分は他の新興国に向かってお
り、最近では米国を抜いてブラジル最大の輸出相手国となった) 彼らは国際的な信用市場崩
壊、企業の機能麻痺をもろに受けた。加えて多くの新興国が少し前まではインフレ対応で
金融政策を引き締めていた。結果として国内需要は輸出と同様に落ち込んでいた。

しかしショックは回避されつつある。企業の在庫調整には限界があるし、投資家心理の
安定とともに信用市場も機能し始めた。米国はこれで力強い回復とはいかないが、新興国
経済では重石が取り除かれた。ましてや各国政府は、劇的に財政と金融政策を緩めている。

政府の活発さは多とすべきだが、それだけで長期の回復性は保証されない。中国経済の
回復には官製投資から民間消費へのシフトが必要だ。それには厳しい構造変革が求められ、
国有企業が配当を増やして社会的な安全網を強化する必要がある。インドなどの他の国で
は、政策金融の使い方に注意しなければならない。デカップリング論のアイデアは生きて
いる。だからと言って、巨大新興国経済の長期繁栄が確実というものでもない。

< From the Editor > トリビア

「GM のチャプターイレブン申請は避けられない」などよく言いますが、米国の連邦破産法というのはどうなっているのか。ウィキペディアの説明を見たところ、以下のような章立てになっているのですね。そう、奇数ばかりなのです。チャプターイレブンやチャプターセブンは出てくるけど、偶数が出てこないのはそういうわけだったのです。

- 第 1 章：総則
- 第 3 章：案件管理
- 第 5 章：債権者、債務者、および財団
- 第 7 章：清算
- 第 9 章：地方公共団体の債務整理
- 第 11 章：更正
- 第 12 章：定期的収入のある農家もしくは漁師の債務整理
- 第 13 章：定期的収入のある個人の債務整理
- 第 15 章：国際倒産

章立てが奇数のみになっているのは、その後の改正による挿入を予定したから。実際に 1986 年には第 12 章が追加されています。この発想、いかにも米国的で面白いですね。西部のインターステート道路は中央分離帯が分厚くあって、将来の交通量の増加に備えて、内側に車線を増やせるようになっているのを思い出しました。

さて、この連邦倒産法が成立した 1978 年、クライスラーの CEO に就任したのがリー・アイアコッカでした。経営危機に陥っていた同社を立て直すべく、翌年には民主党議員をかき口説いて、政府から 15 億ドルの資金を手に入れます。同社の虎の子だった防衛産業部門を売却したのもこのときでした。今から 30 年前にも、クライスラーは倒産しかかっていたのですね。当時も、米国の年間自動車販売台数は 1000 万台を割り込む大不況でした。

クライスラーの窮地を救ったのは、前輪駆動車 (FF 車) 開発の成功と、ミニバンブームでした。要はクルマが売れたからこそ、会社は再建できたのです。やはり「強い指導者の下で本業が儲かる」ようでない、民間企業は良くなりません。

新生 GM は、その 7 割の株を政府が保有することになりそうです。これでは「GM とは "Governmental Motors" のことか？」なんてことになりかねない。政府には、会社に資金をつけることができるし、債権者や労働組合との調停を働きかけることができる。でも、それで会社の財務を一時的に立て直しても、ビジネスを再生する保障はありません。

大事なのは「売れるクルマを作る」こと。それは政府の仕事ではない。心の底からクルマが好きな経営者と技術者たちでなければ、なしえない仕事なのだと思います。

* 次号は 2009 年 6 月 12 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あてにお願いします。

〒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