

Contents

特集：ポスト・リーマンショックを考える	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”Pay for delay” 「遅延の代償」	8p
<From the Editor> 求む、四番打者	9p

特集：ポスト・リーマンショックを考える

今週は 11 月 10 日に岡三証券の法人セミナーで、エド・ハイマン ISI 会長とともに「米
国経済展望」を議論する機会がありました。昨年この時期に同じ企画があったのですが、
「30 年連続全米エコノミストランキング第 1 位」のハイマン氏と 2 年連続で一緒できた
のは、まことに光栄で勉強になる経験でした。

昨年 11 月は危機の真っ只中でした。それに比べると今はいろんな意味で改善している。
「われわれは大恐慌を避けられたのかもしれない」と考えれば、この間の 1 年はまことに
有益だったし、逆に「リーマンショック以前の水準には二度と戻れないだろう」と思うと、
暗澹たる気持ちになってしまう。楽観と悲観、両方の見方が交錯する状況の中で、米国と
日本経済の先行きを考えてみました。

米国経済はジョブレスリカバリーへ

米国経済に関する指標で、最近もっとも衝撃的だったのは 11 月 6 日の雇用統計であろう。
10 月の失業率は 10.2% とついに二桁台となった。もちろん 9.8% (9 月) との 0.4% 差は、
統計上はほとんど誤差の範囲であるけれども、二桁台の失業率は米国では 26 年ぶりであ
るし、「労働力人口の 1% は 150 万人」と考えると、かなり重く感じられる数字である。

さらに言えば、前回のレーガン政権期における二桁失業は、ちょうどベビーブーマー世
代 (1946 年 ~ 1964 年生まれ) の最後の部分が労働市場に入ってきた頃に当たり、女性の職
場進出が急増していた頃でもある。つまり労働力人口という分母が増え続けていた時期で
あるから、今と単純に比較することは出来ない。

また同日に発表された非農業部門雇用者増減数をカウントすると、今年1～10月に失われた雇用は432万人となり、昨年からの合計では740万人となる。今回の経済危機の爪あとの大きさがよく分かる。そしてまた、オバマ政権下で行われた景気刺激策が、雇用面ではさほど効果を挙げていないことも一目瞭然である。

他方、10月29日に発表された7-9月期のGDP速報値は、3.5%と5期ぶりプラス成長であった。これは大方の市場予想を上回るパフォーマンスといえるが、だからと言って雇用がすぐに回復するとも考えにくい。雇用は景気の遅行指標であるし、成長率が低い間はいわゆる「ジョブレスリカバリー」になる公算が高い。

クリントン政権の前半(1993～1996年)が典型的だったが、米国経済は成長率が十分に高まらなると、雇用の改善は限定的なものになる。ところが、1996年頃からいわゆる「ニューエコノミー」ブームが生じ、IT関連を中心に民間設備投資が二桁程度の伸びを続けるようになる。その結果、米国経済は97年から4年連続の4%超成長となり、そこではじめて失業率が4.0%に近づくという画期的な状況に至ったわけである。

1990年代の米国経済

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
GDP	3.0	2.7	4.0	2.7	3.6	4.4	4.3	4.1	4.1	1.2
失業率	7.5	6.9	6.1	5.6	5.4	4.9	4.5	4.2	4.0	4.8
民間設備投資	3.4	8.4	8.9	9.8	10.0	12.2	12.5	8.2	9.9	-3.2

それでは今後の米国経済は、劇的に雇用が改善する速度(GDP4%以上)で成長できるだろうか。

よく知られている通り、米国経済においては個人消費が7割を占める。過去の景気回復局面を検証してみると、その多くは個人消費主導型となる。ところがリーマンショック後の株価や住宅価格の下落により、米国の家計部門には大きな穴が空いてしまっている。実際に家計貯蓄率が上昇しているところを見ると、しばらくは家計部門のバランスシート調整が続く模様である。これでは当面、本格的な景気拡大は望むべくもない。

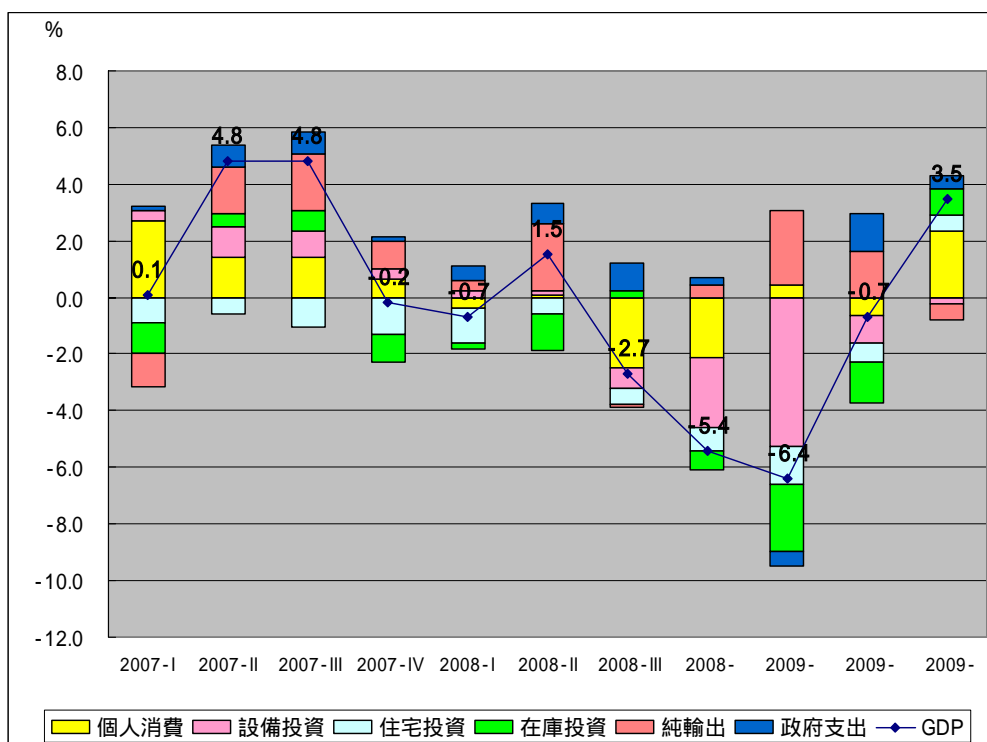
ハイマン氏の意外な強気

ところがエド・ハイマン氏の読み筋は意外なほどに強気であった。

まず、世界経済が劇的な回復が続いている。世界各国が足並みを揃えて財政、金融の両面からさまざまな手を打ったことが功を奏した。特に新興国経済の成長が目覚ましい。その結果、購買力平価ベースの名目GDPは、2010年には新興国経済(51%)が先進国経済(49%)を逆転する見込みであるという。これは歴史的瞬間といえるだろう。それと同時に、米国のグローバル企業の業績は急速に改善している。

米国内を見ても、住宅市況が底入れしている。自動車販売も、この夏は「キャッシュ・フォー・クランカーズ」という販売促進策が当たって急速に改善した。なるほどあらためて GDP 統計を確認すると、7-9 月期の GDP 寄与度では個人消費が久々に大きなプラスであり、住宅投資に至っては、なんと 2005 年第 4 四半期以来のプラスとなっている。

米国経済の GDP 成長率と寄与度



つまり、この1年で米国経済はあらゆる水準が極端に低くなっているのも、来年に向けて輸出も住宅投資も自動車販売も十分な「伸びしろ」がある。例えば現在、年率換算 1000 万台ベースになっている新車販売台数が、2010 年に 1200 万台に伸びるとすれば、それだけで 20% 増となる。もちろん 2007 年までの「年間 1600 万台ベース」に戻る見込みはないけれども、目先を考えれば十分に明るい展望といえる。同様に、「雇用が 5% 前後の失業率に戻れるのは何年先か」を考えると前途遼遠ということになるだが、目先の成長率は 4% 前後に達すると思われるので、「雇用が改善に向かう時期は近い」という見通しだった。

いわゆる「出口政策」に関する意見を求めてみると、きわめて慎重な答えが返ってきた。現在、米国の経済論壇は、インフレを怖れる議論とデフレを怖れる議論に二分されている。興味深いことに、クルーグマンのように「日本の経験」をよく知っている学者ほど「デフレ警戒論」になる傾向がある。ハイマン氏は「日本通」であるから、もちろん後者に属する。「米連銀は来年後半に利上げに踏み切る」という予想ではあるものの、その先（2011 年以降）について明確な見通しを聞くことはできなかった。

短期楽観、中期悲観というコイン

逆に筆者の側からすれば、米国経済についての関心はもっぱら「出口政策」後ということになる。

本誌の前号では、10月17日付け”The Economist”誌の”Loose thinking”という記事を紹介した。同記事は日銀の白塚重典氏の未公表論文を紹介し、「日本が採った量的緩和政策は、銀行救済には役立ったが、デフレを止めることはできなかった。現在、世界各国の中央銀行が行なっている非伝統的な金融政策も、同様な結末に至る恐れがある」と指摘している。

バーナンキ連銀議長は、「Fedが行なっている政策は『信用緩和』であり、日銀が実施した量的緩和とは似て非なるものだ」と言っている。しかし白塚論文は、両者はいずれも中央銀行のバランスシートを使って経済の衝撃を受け止めるという点で「驚くほどの類似性」があり、量的緩和を長く続けると金融市場の機能が低下する副作用もあると指摘している。ことによると、同記事はバーナンキ議長の心胆を寒からしめたかもしれない。

実際問題として、米国経済は日本ほどの需給ギャップがあるわけではなく、デフレスパイラルに陥っているわけでもない。非伝統的な金融政策も、日銀のように追い込まれてそうしたわけではなく、Fedは積極的に踏み込んで実施している。日米のアナロジーにはおのずと限界があろう。

それでも、リーマンショック後の緊急措置からの「出口政策」が論じられるようになるにつれて、「日本の経験」には世界の注目が集まる。そして日本の前例は、「中央銀行ができることには限界がある」という結果を残している。残念ながら「日本の経験」は反面教師であって、「こうすればうまく行く」と教えてくれる親切な先生ではない。

そういう経験がある日本から米国を見ると、ついつい「今はうまく行っても、その先は...」ということが心配になってくる。ただしこれは同じコインの両面であって、米国側から見れば、「まだ景気が良くなってもいけないのに、その先を考えても意味がない」となるのだろう。そしてまた、昨年この時期には大恐慌の到来が真剣に議論されていたのだし、「今年に比べれば、来年は良くなる可能性がある」という主張ももっともである。要は「コップに残った半分の水」を、楽観と悲観の両方から議論しているに過ぎない。

ここでふと思い出すのは、ある歴史家から聞いた教訓である。「歴史のアナロジーを語る議論には、語り手の期待が隠されている」のだそうだ。例えば明治維新を語りたがる論者には、みずからを維新の志士に重ね合わせる「願望」がある。同様に、現在の米国経済に「日本の経験」を重ね合わせたくなる論者（筆者も含む）には、「やはり米国もダメだったか」という結論に安心したいという「よこしまな期待」が隠れているのであろう。「だから歴史のアナロジーを語る時は慎重でなければならない」というのがこの歴史家の結論であり、これは拳拳服膺すべき教訓ではないかと思う。

「街角調査」は先行きを懸念

この辺で日本経済に話題を転じよう。今月に入ってから景気指標の中には、いくつか明るいデータが見られるようになっている。

- * 11月7日：9月の景気動向指数ではCI一致指数が6ヵ月連続の改善。内閣府は基調判断を「下げ止まり」から「上方への局面変化」に上方修正した。
- * 11月11日：9月の機械受注は前月比+10.5%と市場コンセンサスを上回り、2ヵ月連続の増加で底入れの兆し。来年度以降の設備投資が回復することが期待される。
- * 11月16日発表予定の7-9月期GDP速報値も、2期連続のプラス成長になる見込み。

おそらく今年3月頃が景気の「谷」と認定されることになると思うが、現在の景気がこのまま自律的な拡大局面に至るかといえば、そこは疑念が残る。本誌が愛用するところの「景気ウォッチャー調査」では、11月10日発表の10月現状判断指数は2.2p減の40.9となり、北海道から沖縄までの全地域でマイナスとなっている。

実は前回の9月調査(43.1)は、「シルバーウィーク」の効果で飲食店や旅行業が上ぶれしており、現状判断指数は7月(42.4)をピークに下降曲線をたどっていると考えるのが適当ではないかと思う。また先行き判断指数も、10月は1.7p減の42.8となっており、こちらは6月(45.6)がピークとなっている。つまり来年に向けて、景気は「足踏み局面」を迎えそうだし、海外の動向いかんでは「二番底」も警戒が必要ではないかと思う。

なんとすれば、米国経済ではまさにこれからという「リーマンショック後の極端な落ち込みからの回復」が、日本では既に起きてしまっている。日本の場合は金融部門の痛手が相対的に小さく、製造業が中心であっただけに、「落ち込みも早く、戻りも早かった」。そこで「景気の次のけん引役が見当たらない」という問題に直面しているのである。

まず、輸出の増加のお陰で生産はかなり回復したとはいえ、リーマンショックの前から見れば「5割減って、そこから5割戻した」状態であり、ピーク時に比べれば75%程度の水準である。ハイマン氏の見通し通り、米国経済が上向くとすれば朗報であるが、すでに輸出の増勢はやや一服しつつあり、今後の伸び代はさほど期待できないだろう。

次に個人消費においては、実質雇用者所得が減り続けている中で、消費総合指数が微増している。つまり現在の消費は、エコポイント制やエコカー減税などの政策効果によるところが大きく、持続性には疑問符がつく。雇用情勢が悪化しており、冬のボーナスが期待できないなど、当面は所得環境が改善する見込みも乏しい。

加えて政策面にも不安がある。鳩山政権は「アンチビジネス」とまでは言えないまでも、経済界よりは労働組合に近い政策を取る傾向がある。環境規制、労働規制、消費者保護などが強化され、企業マインドが冷え込むことが予想される。また補正予算の削減による公共投資の減少も、景気にマイナスとなるはずである。

リーマンショックからの1年は、「どうやったら元に戻るか」が関心事であったけれども、世界経済が異常事態を脱しつつある現在、今度は「元に戻らない部分をどうするか」が次の課題になる。これは自然体で解決するような性質の問題ではないだろう。いわば「ポスト・リーマンショック」の経済成長戦略を考えなければならないのである。

再考を迫られる自動車産業

10月6日付けの日経新聞「生活関連消費 中高年が主役」という記事は、驚くべき2つのデータを紹介している。2009年度は、眼鏡の売り上げにおける老眼鏡の割合が50%を超え、紙おむつ市場では大人用が乳幼児用を逆転する見通しであるという。「少子高齢化」という現象を、これだけ象徴的に表すデータもめずらしい。こういうニュースを聞くたびに、「外需から内需主導型への転換を」という掛け声はむなしく響く。国内需要に限界があり、製造業に競争力がある日本経済は、外需主導型になるのが当然ではないだろうか。

2002年から07年にかけての「いざなぎ超え景気」は確かに外需中心の回復であった。日本の輸出金額は2001年には49兆円だったが、2007年には84兆円に伸びている。この間に日本経済の輸出依存度は、10%程度から16%（07年）に上昇している。

具体的に伸びた品目はなんであったかといえば、自動車輸出が7.2兆円(01年)から14.3兆円(07年)へとちょうど2倍になっている。つまり小泉政権時代の景気回復は、自動車産業に負うところが大きかった。裾野の広い自動車産業が、多くの関係企業や産業を潤してきたのである。

リーマンショックは、この自動車産業を直撃した。リーマンショック直後の反応は、日本では「蜂が刺した程度」(与謝野経済財政担当大臣)であった。真実の姿が見えてきたのは、11月6日の「トヨタショック」からである。北米市場でクルマが売れなくなったら、中間決算におけるトヨタ自動車の利益見通しが1兆円下方修正された。米国の金融危機は自動車ローンの麻痺をもたらし、北米でクルマが売れなくなると一気に日本メーカーの業績が悪くなる。わが国経済が、いかに自動車という単一製品に依存し、なおかつ北米市場に頼っていたかがここで明らかになった。

本誌でもたびたび指摘してきたとおり、ビッグスリーは退職者向け医療給付などの「レガシーコスト」を上乗せした価格でクルマを国内で販売し、米国の消費者はそれを当然のこととして受容してきた。この間、競合する日本車は北米市場で高い利幅を得ることができ、その結果が日本メーカーの高収益体質につながっていた。つまり、ビッグスリーの放漫経営があったからこそその日本メーカーの繁栄であった。

この1年で、米国ではGMとクライスラーが経営破綻し、年間の販売台数は1600万台ベースから1000万台前後へ落ちた。台数は今後、ある程度は戻るにしても、かつてのような高い利益率は望むべくもない。日本経済にとっての「ポスト・リーマンショック」戦略を考えるためには、まずこの問題を直視しなければならない。

クルマの未来はローカルに？

それではもう一度、海外の自動車需要は復活するだろうか。

新興国経済は全体に好調であり、中国では今年の自動車販売台数が 1300 万台となり、世界最大の自動車大国となる見込みである。普通の国では自動車はほとんどが「買い替え需要」だが、中国には「生まれて初めてクルマを買う」消費者がほとんど無尽蔵にいる。従って、いくら売れても「反動減」が起きにくい。環境問題などで、何か深刻なボトルネックが生じない限り、この需要はかなり強そうだ。そして中国市場においては、値段などの面で他国とは違うタイプのクルマが主流となりそうだ。同様なことが新興国市場全体で生じるのではないだろうか。

こうして考えてみると、これまでの米国を中心とする自動車文明のひとつの時代が終わり、クルマは誕生からほぼ 1 世紀を経て大きな変化を遂げるのであろう。

それでは新しいクルマの未来とは何か。明確なビジョンはまだ誰も持ちえていないが、11 月 2 日付け日経新聞のコラム「転換点の自動車産業」が面白い指摘をしていたと思うのでご紹介する。

環境制約の観点から「脱・ガソリンエンジン」が求められているが、エネルギー密度の高さ、安定性、手軽さなどの点において、ガソリンに代わるエネルギー源はそう簡単には見つからない。「2020 年時点で、世界の新車販売に占める電気自動車の比率は 10%程度だろう」という予測もある。従って、当面は電気自動車、ハイブリット、バイオ燃料など、いろいろな手段が同時並行的に模索されることになるだろう。

この間、「地域ごとにクルマの動力形態が多様化する」のではないか。すなわち、欧州ではディーゼル、南米ではバイオエタノール、日米ではプラグイン・ハイブリット、といった風に、さまざまなローカル基準が並び立つ時代が到来するだろう。「ポスト・ガソリン」の本命は燃料電池だが、開発まで 10 年以上の期間が必要といわれている。その間は過渡期となり、いくつものタイプのクルマが世界各地で併走する時代となるだろう。

いずれにせよ、当面の自動車産業は試行錯誤の時期が続くそうである。この間、クルマはグローバル商品ではなくなるかもしれない。例えば携帯電話のように、世界の各地域で独自の仕様が発展することになり、今は世界に冠たる日本車の技術も、今後は「ガラパゴス化」の危険と隣合わせとなるのかもしれない。

「ポスト・リーマンショック」の経済成長戦略には、そんな難しさがある。この問題に取り組むことは急務だと思うのだが、現下の政治情勢ではそのような機運は悲しいかな乏しいようである。

<今週の”The Economist”誌から>

”Pay for delay”
「遅延の代償」

Finance and economics
November 7th 2009

* 米国で失業率が二桁に達したが、欧州経済では失業の増加が緩やかになっている。双方の得失をどう考えるかは、経済政策を考える上で重要な分かれ道になる模様です。

<要約>

繁栄の時期には米国が先進国のお手本だったが、不況への対応では欧州が才能を発揮している。ユーロ圏の失業率は危機以前に比べて3割増しだが、米国の失業率は2倍以上。域内最大のドイツ経済はGDPで米国以上の下げを体験したものの、失業率の上昇はわずかであり、消費支出は驚くほど良好だ。それに比して米国の困難はまことに深刻である。

大陸欧州はなぜか粘り強いのか。雇用保護法のお陰で企業は解雇にコストがかかり、新たな失業者は得べかりし報酬の2/3を受け取ることが出来るのだ。米英並みの福祉しか得られないのはイタリアだが、それでも要求すれば以前の収入の28%を得ることが出来る。欧州政府は介入にも気兼ねが不要である。OECDの最新報告によれば、不況下ですでに14種類の雇用対策が実施され、特にフランスではうち12種類を実行している。

特に効果を挙げているのは時短に協力した労働者への補助金である。ドイツでは約140万人が時短に協力して4~50万人の正社員雇用を生み出している。それだけで失業率は1%低下する。かかる調整のない米、英、スペインなどは、失業増加率が明らかに高い。

これが平時であれば賃金への補助金は齟齬モノだが、資金収縮の時代には賢い財政資金の使い方となる。減収を懸念する企業は、現金に事欠き信用も乏しく、雇用削減に走りがちだ。これでは信用と支出の縮小スパイラルになる。欧州では、政府が鷹揚に失業給付を行う。将来の回復期を考えれば、熟練工を維持する方がはるかに良いではないか。

もちろんあらゆる政策には欠点があり、経済が衝撃を吸収することを助けるとダメージが長引く。見込みのない雇用を助けると回復を遅らせ、衰退産業から新興産業への労働移動が阻害される。空き家が多いのに、建設会社を補助するスペインは狂気の沙汰だ。

企業にとっても、政府資金による賃金補助は魅力的かもしれない。上手な枠組みを作ることでこれは止められる。オランダでは企業が解雇を行なう場合は、補助金の半額を返済する義務がある。保護件数が多いほど、補助金の枯渇も早くなる。スウェーデンではさらに上手に、金詰り企業の解雇を防止している。賃金補填の代わりに、社会保障の付与を遅らせることを認めるのだ。賃金補填の代わりに減税する国もある。

不況を和らげる他の手段としては福祉を広げる手もある。OECDの約半数の国が危機以降にこれを導入している。失業世帯にはお金がないので、これは素早い景気刺激策となる。勤労意欲を阻害しないためには、ポーランドやチェコのように福利水準を高くして期間を短くする手がある。不況が長引いている米国ではその逆をしており、かつて失業保険は6ヶ月だったが、人々が困窮しないように支援を延長している。

無情に聞こえるかもしれないが、失業が多いときでもインセンティブは重要である。先進国の企業は、全体の 14~5%の社員を不況期に採用する。失業給付が寛大過ぎると雇用回復が遅れてしまう。また失業中の人々への教育訓練や相談なども無視されがちである。

過去の不況の経験から見て、失業率は簡単には下がらない。欧州ではさらに上昇する見込みだが、補助や給付を延長する誘惑は大きいだろう。だがそこは抵抗が必要だ。ユーロ圏も米国も失業率は 10%に近い。危機前の欧州では、労働市場の硬直性ゆえに失業率は高目だった。危機対策が回復を遅らせるようであれば、それは残念なことである。

< From the Editor > 求む、四番打者

本稿の最後で紹介した日経コラム「転換点の自動車産業」について、書き手である西條都夫編集委員にメールでいろいろ伺ったところ、「ガソリンエンジンという『不動の四番バッター』に代わるものは簡単には見当たらない。ゆえに当面は、『ON 引退後の巨人のように』小粒なバッターでしばらくつなぐしかないでしょう」とのコメントを頂戴しました。

なるほど、クルマのエンジンを巨人の歴代四番打者に喩えるのも一興でありましょう。そこで早速、こんなことを考えてみました。

ON時代：ガソリンエンジン（頼もしい。一時代を築く）

原 辰徳：電気自動車（さわやかだけど、どこか頼りない）

中畑 清：バイオ燃料（安上がりだが、好不調の波が大きい）

クロマティ：ハイブリット（使い勝手はいいが、所詮は過渡期の戦力）

落合博満：ディーゼルエンジン（即戦力だが、トラブルも多い）

ゴジラ松井：燃料電池（これぞ真打ち。ON 以来の信頼感）

やはりゴジラ松井までつなぐのに時間がかかりそうです。もっとも松井の場合は、メジャーリーグに渡ってしまい、なかなか戻ってきてくれませんね。それでもワールドシリーズの MVP になったんだから、大いに誉めてあげたいところです。

以上、筆者としては耐えがたきを耐え、日本一になった原・巨人（電気自動車？）に敬意を表し、ジャイアンツをネタにしてみました。来期はわが阪神タイガースの奮起に期待しますが、ポスト金本の四番打者は城島、ということになると思います。

* 次号は 2009 年 11 月 27 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