

Contents

特集：円高と財政赤字の政治学	1p
<今週の”The Economist 誌から”>	
”From summit to plummet” 「真っ逆さまの総合電機」	7p
<From the Editor> 四国旅行	8p

特集：円高と財政赤字の政治学

今週は為替が円安に向かい、半年ぶりに 1 ドル 80 円台をつけました。日経平均も 9500 円を超えて少し明るさが見えてきました。円安にはさまざまな理由がありますが、それぞれは一時的な要因であっても、それで一気に景色が変わって見えるのが面白いところです。

円高という重しが少し軽くなると、次なる日本経済の懸念材料は財政の問題です。というより円安に一步踏み出したからこそ、財政再建を急がねばならないのではないのでしょうか。そしてこれから先は、「一寸先は闇」である政治の世界の問題となります。

為替と財政、という 2 つの問題について考えてみました。

●為替：久々に見る「80 円台、9500 円以上」の景色

ここ 1 年くらい、講演会などの席で筆者がよく受ける質問は、概ね以下の 2 点に集約することができる。

- A 「為替はどうなるのでしょうか。1 ドル 50 円になるという意見があって心配です」
- B 「財政はどうなるのでしょうか。長期金利が高騰するんじゃないかと心配です」

為替と財政、言い換えれば「円高と長期金利」が、日本経済にとって最大の懸念材料であることは言を待たない。エコノミスト側からすれば、どちらも答えにくい嫌な質問であるが、聴きに來られる方々からすれば、「この 2 つに対する明快な答えが得られないのなら、経済講演会に出席することには意味がない」というのが本音かもしれない。

とりあえず質問 A については模範解答（ごまかし方）があつて、それは「1 ドル 50 円にはならないでしょう。それを言っているのは 2 人だけですから」である。大概はこれで笑いが取れて、話を逸らすことができる¹。

真面目な話をすれば、2012 年の為替レートは「上半期に軽く 70 円台前半にタッチして、下半期は元に戻る」というのが年初からの筆者のイメージで、変動のレンジは大きくないと予測している。円、ドル、ユーロという 3 大通貨の関係は一種の「弱さ比べ」であつて、その弱さは甲乙付けがたい。たまたま今はユーロの弱点に注目が集まり、円資産が「逃避先」になっているものの、何かの弾みで方向が変わっても不思議はないだろう。

そして今月に入って、次の 3 つのニュースが重なった。

- ① **米国経済の復調模様**：雇用統計などの経済指標が好転している。今週は NY ダウ平均が 1 万 3000 ドルを越えた。が、本誌の前号でも述べた通り、完全復調はまだ先と見るべきだろう。
- ② **日銀による追加緩和策 (2/14)**：事実上のインフレ目標の導入と、基金による国債買入れ額の 10 兆円増額を発表。これで全世界の中央銀行が、文字通り緩和に向けて足並みが揃うこととなった。
- ③ **1 月貿易収支 (2/20) が大幅赤字**：曜日の配列や中国の春節などの特殊事情、さらにはイラン核開発問題に伴う石油価格上昇などが重なり、1 月の貿易収支は 1.4 兆円の大赤字となった。日本の経常黒字縮小懸念が強まり、円売り材料につながった。ただし筆者自身は、現下の赤字拡大は一過性のものと見ている²。

こうなると急に「円の弱さ」が際立ってくる。そして実際に 1 ドル 80 円台の為替レートを目にしてしまうと、すっかり景色が変わって見えるのが面白いところである。「1 ドル 50 円」の不安心理はどこかに消え去り、むしろ 90 円、100 円へと向かうように思われてくる。いつものことながら、市場は理屈通りに動くというよりも、気分が左右されることの方が多いものだ。株価も同様で、日経平均が 9500 円台を回復すると、投資家心理は「次は 1 万円以上」を意識するようになる。

もちろん心理の問題だけではない。大手製造業の想定レートは 78~79 円に集中しているから、80 円の一步手前には実需の為替予約が大量に入っていたはずである。また投機筋からは、80 円を超えたところで利食い売りも出るだろう。つまりは 80 円前後で出来高が増えるので、ここが相場の「節目」となる公算が高い。

「前門の狼」である円高が視界から消えると、今度は「後門の虎」である財政赤字が気になってくる。ただしこの 2 つは独立した別個の問題ではなく、本来は結び付けて考えなければならぬはずである。

¹ H 教授と S 元財務官を誹謗中傷しているわけではないので念のため。

² 日本経済新聞 2012 年 2 月 5 日号「日曜に考える 日本は経常赤字に陥るか 菅野雅明 & 吉崎達彦」

●物価：インフレ目標導入の神学論争

ここで気になるのは、2月14日に発表された日銀の追加緩和策である。発表された内容は以下の3点。

1. 「中長期的な物価安定の目途」の導入（CPI2%以下のプラス。当面は1%を目途）
2. 緩和姿勢の明確化（CPI上昇率1%を目指す。それまで金融緩和を推進）
3. 資産買入等の基金の増額（55兆円→65兆円、対象は長期国債）

このうち1と2が、「事実上のインフレ目標導入」として耳目を集めたわけである。具体的に言えば、従来は「物価安定の理解」としていた文言を「目途」に変えただけ。2月17日に行われた白川総裁の日本記者クラブ講演によれば、「理解」は各政策委員の見解だったが、「目途」は日本銀行としての判断である。しかるに「目標」(Target)ではなく、なぜなら金融政策とはそんなに機械的な運営ではないから、という説明である。

これだけ聞くと、言葉をもてあそんでいるだけに聞こえる。しかし今まで日銀が消極的だと批判していた”The Economist”誌などは、今週号でさっそく”Importantly, the term in Japanese *medo*, does not mean <target> but implies vaguer aspiration, unsurprising given that Japanese bureaucrats must <take responsibility> if formal targets are not met.”と揶揄している³。

しかしながら、日銀の従来の説明では、「日銀には物価上昇を達成する手段がない」と書いていたはずである。自分が動かせないと思っていることに対して、目標（目途）を作ることにはどんな意味があるのか。あるいは日銀がインフレ目標を掲げたからといって、日本国内のインフレ期待が本当に高まることになるのだろうか。

この点については、”Wall Street Journal Asia”紙が発表翌日の社説で取り上げていたように、”Japan has an animal spirits problem, not a monetary problem”という評価が妥当であると思う⁴。いくら市場に資金を供給しても、企業にアニマル・スピリッツがなければ資金需要は増えない。デフレの原因は中央銀行とは違う場所にあるというのである。

ちなみに同紙は、今回の決定を非難しているわけではない。「日銀は、バーナンキがやろうとしていることに合わせてインフレ目標を掲げたが、これは円ドルレートの相対的安定を促すかもしれない。それはやってみる価値 (a worthy goal) がある」というのが結論である。思い切り意識すると、日銀は米連銀に「お付き合い」しただけで、それで円安に動けば儲けものでしょ、ということになる。

その通りであれば、まさに「結果オーライ」。だが本当に重要だったのは、むしろ3の「基金の増額」だったのではないか。

³ “Time for Action” February 18th 2012 （日銀は行動の時）

⁴ “Beating a Dead (Monetary) Horse” February 15th 2012 （金融という死に馬を蹴る）

●金融：日銀は圧力に屈したのか？

「資産買入等の基金」は、2010年10月に35兆円でスタートしたものだが、現在は55兆円に拡大している。今回はさらに長期国債の買い入れを10兆円程度増額し、総額65兆円とすることになった。

○「資産買入等の基金」の増額⁵

	2010年10月	2011年3月	2011年8月	2011年10月	2012年2月
総額	35兆円	40兆円	50兆円	55兆円	65兆円
長期国債	1.5兆円	2.0兆円	4.0兆円	9.0兆円	19.0兆円

こうして見ると、まるで測ったように規則的に増額され、長期国債の買い入れ額が増え続けている。上記の表をさらに右に延長して行けば、今後も無制限に日銀の国債買い入れ額が増えていくように思えてしまう。

さらにこの基金とは別に、日銀は長期国債を月間1.8兆円、年間21.6兆円のペースで買い入れている。白川総裁は講演で、「年率換算で約40兆円のペースで大規模に長期国債を買い入れていくこととなります」が、「日本銀行としてこれまでも繰り返し申し上げてきていることですが、財政ファイナンスを目的とした国債買い入れは行いません」としている。

だが言うまでもなく、年率40兆円は大変な金額である。今年1月に発表された財務省の試算によれば⁶、名目成長率が1%台半ばとした場合、歳出と税収等の差額は2012年度から2015年度にかけて44~45兆円台で推移する見込みである。「年率換算で約40兆円のペース」とは、新規国債発行額のほとんどを日銀が引き受けてしまうことを意味する。いくら総裁が「財政ファイナンスではない」と強調しても、結果的にそれに近いことになってしまうのではないだろうか。

重ねて白川総裁は、「中央銀行による国債の買い入れが、金融政策運営上の必要性から離れて、財政ファイナンスを目的として行われていると受け止められると、かえって長期金利の上昇や金融市場の不安定化を招きかねない」と述べている。もしも足元の円安がその懸念を反映しているのなら、これは「結果オーライ」どころではなくなる。

重要なことは、かかる決定が本当に日銀のイニシアティブで行われているかどうかである。基金の増額が、政治の要求に沿って諸々に行われているのであれば、「財政ファイナンス」そのものとなる。そうならないように、日銀には独立性が付与されていたのではないか。ところが実際には、政治サイドから日銀批判が高まり、「日銀法改正も辞さず」との声と同時にかかる決定が下されている。ここは怪しまれても無理からぬところであろう。

⁵ 2月17日、白川総裁の講演資料の図表3より抜き書き

⁶ 平成24年度予算を基に「社会保障・税一体改革素案」及び「中期財政フレーム」を前提とした後年度歳出・歳入への影響試算 <http://www.mof.go.jp/budget/topics/outlook/sy2401a.htm>

● 財政：消費税増税への高いハードル

もしも足元の円安要因の一つに、「日銀の財政ファイナンス疑惑」が含まれているのだとしたら、これは深刻に受け止めなければならない。極論すれば、「円高デフレ」の心配は不要になったが、今後は「円安インフレ」の心配をしなければならない。実は冒頭の **A、B2** つの懸念はトレードオフの関係にあり、**A（円高）の懸念が遠のいたら、今度は B（財政）の懸念が色濃くなる**のである。

ここから先は政治の世界の問題となる。何度も繰り返されてきた議論だが、財政再建のための増税の際にはかならず次の2つの意見が対立する。

- α) 財政再建を急ぐと、景気が失速する恐れがあるから慎重に
- β) 財政再建が遅れると、財政が破綻する恐れがあるから迅速に

つまり急がず遅れずに増税を行う必要がある。が、経済は生き物であるから、しかるべきタイミングをピンポイントで示すことは困難である。仮にエコノミストが絶妙のタイミングを示し得たとしても、今度は政治家がそれに合わせて決断できるとは限らない。政治もまた、すぐれて「ナマモノ」であるからだ。

開き直って考えるならば、**タイミングを後ろに外してβのリスクを冒すよりは、手前に外してαのリスクを甘受する方が、ほんの少しだけマシ**であろう。かくして政治と経済を両にらみすると、「とにかく消費税増税を急げ」という声が多くなる。さらに言えば、「今回、増税できなかったら、次のチャンスが限りなく遠のく」という事情がこれに加わる。

ただし消費税増税は、政治的なハードルがじょじょに高くなっている。野田内閣の支持率は足もとで2割台に低下しており、大胆な決定を行うにはいかにも苦しい。野党が協議に乗ってこないどころか、そもそも党内をまとめきれていない。2月17日には消費税増税大綱を閣議決定したものの、すぐに足元から反論が飛び出している。

また、**昨年中は消費税に理解を示していた世論も、増税の現実味が増すとともに否定的な意見が多くなっている**。世論調査を見ると、「政府の無駄削減努力が足りない」「議員定数や公務員総人件費の削減が必要」などの意見が目立つが、「何が何でも反対」という声はそれほど多くない。つまりは「必要だとは思いますが、嫌なものは嫌」ということだ。

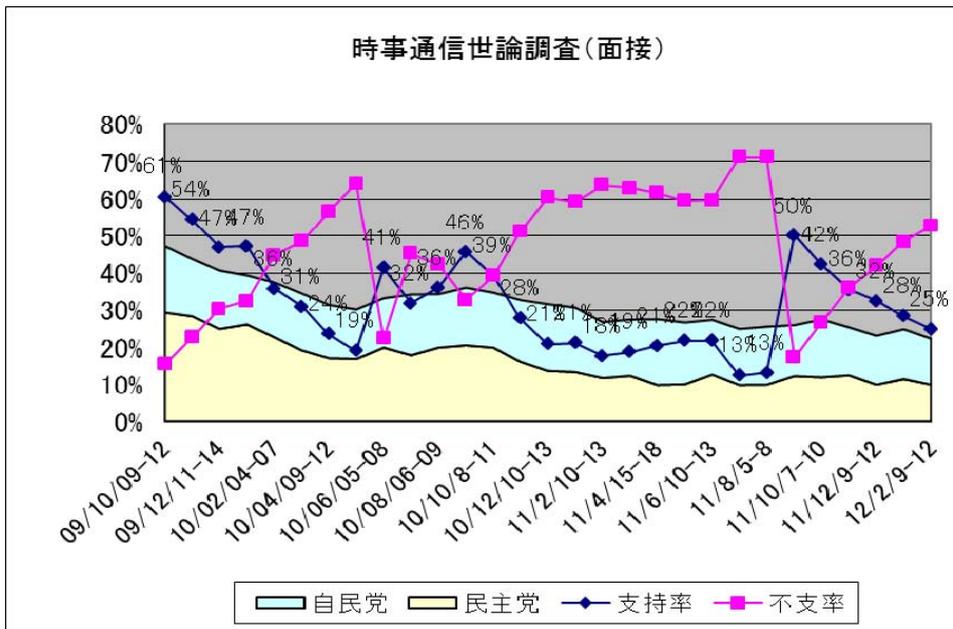
さらに言えば、税制の問題はきめ細かな議論が必要であるのに、現実にはそうならない。本誌の1月24日号所収の「平成版・消費税の6つの懸念」で挙げたような論点を、ひとつずつ解消していくべきであろう。

すべての人が関与する消費税こそは、「神は細部に宿る」の典型的な世界である。「脅迫型の説得」や「見切り発車」は論外で、無理に通そうとすると最後の瞬間にひっくり返されてしまう。**丁寧な仕事がいちばん早い**と心がけるべきだろう。

●民意：無党派への接近が近道

以下に掲げるのは、唯一、面接方式で行われている時事通信の世論調査である。

これを見る限り、野田内閣の支持率は鳩山政権、菅政権とほぼ同じような動きを示している。そして **2大政党の支持はそれぞれ1割少々で、無党派が68.2%**という異常に高い水準になっている（これでは橋下大阪市長旋風が起きるのも無理はない）。



有権者の側としては、毎年のように同じ芝居を見させられているわけで、この後の展開はだいたい見当がつく。1~2か月後には支持率が1割台に落ち、政権はいよいよ立ち行かなくなるのであろう。その場合、「4人目の総理」となるのか、それとも解散・総選挙に向かうのか、**桜が咲く季節には文字通りの「政局」となりそうだ。**

ただし野田首相が前任者と違うのは、「民主党支持者以外の支持を多く得ている」点である。すなわち鳩山首相、菅首相の政権末期には、「政権支持率≒民主党支持率」になっていた（青の折れ線グラフと黄色の帯グラフが接触する）。ところが直近の2月9-12日調査を見ても、内閣支持率24.9%と民主党支持率10.1%の間には、14.8%もの「民主党支持者以外の野田首相支持」があることになる。

だとしたら**野田首相が取るべき戦略は、無党派層への働きかけ以外にはあり得ない。**ところが実際には、奇妙な閣僚人事に見られる党内融和の姿勢や、「最低保障年金制度」に見られるマニフェスト路線へのこだわりなど、無党派層が呆れてしまうような行動が目立つ。むしろ政党再編を恐れずに行動することが、局面を打開する道であると思うのだが、果たしてどうだろうか。

<今週の”The Economist”紙から>

”From summit to plummet”

「真っ逆さまの総合電機」

Business

February 18th 2012

* ソニーやパナソニックの赤字決算は衝撃的なニュースでした。The Economist 誌は NEC を例にとって、「日本の総合電機が失墜した理由」を解き明かしています。

<要約>

銀座の目抜き通りでは、アップルは混み合っているがソニーのショールームは人気がない。2011 年度決算は 170 億ドルの赤字の見込み。パナソニックも 100 億ドルの損失を見込む。他方、サムソンは 150 億ドル、アップルは 220 億ドルの黒字である。日本の 5 大総合電機の時価総額は 2000 年以來 3 分の 1 になった。問題は高コスト体質、円高だけではない。

そもそも企業の数が多過ぎる。携帯電話は 8 社、炊飯器は 10 社、テレビは 6 社。効率は悪く、R&D は模倣され、規模の経済が働かず、価格決定力がない。競争力を失った企業も市場に残り、利益部門が敗者の損失を埋める。もちろん持続可能ではない。フィッチは最近、ソニーとパナソニックの負債をジャンクから 1 段階上に格下げした。

日本の総合電機転落の好例は NEC である。かつては世界最大の IT 通信企業だったが、株価は 10 年で 10 分の 1、昨年だけで 4 割減となった。リストラを繰り返し、この 1 月 26 日発表分では 9% に当たる 1 万人の社員を削減する。1899 年の創業以来、政府を最大の顧客とする官僚的な会社であった。通信自由化後も NEC は、開発コスト全てをカバーする価格を享受した。NTT の高い技術的要求が、内外ライバルに対する参入障壁となったのだ。

短期ではバラ色の環境も、長期では危険となる。NTT 向けの技術は他社向けには売りにくい。他社向けの販売増は忠誠心の欠如と見なされ、今も両社の結びつきは深い。かくして NEC はネットワーク向け商談から取り残され、海外ビジネスにも出遅れた。高収益事業が増えている中で、急速にコモデティ化するハード商売に固執することになった。

ドコモとの取引も排他的であった。ドコモは製品が競合することを避け、会社ごとに「スリムなボディ」や「本格カメラ」などとスペックを割り振った。それゆえに日本のケータイはガラパゴス化した。国内では 3000 万台も売れるが、海外で売れないのである。

自由化以降のコスト削減で NEC の稼ぎは減ったが、社内改革は進まなかった。多角化を目指して買収したベル社はいきなり失敗。かくして NEC は国内で孤高を保った。技術力には定評があり、スパコンではクレイや IBM と張り合っていた。宇宙衛星計画を担ったが、その市場は小さかった。研究所は世界最高でも、R&D 予算は 2008 年から半減した。

難問山積の中で、NEC は液晶 TV や携帯、PC 部門などを売却している。もたもたしている間にもヒットは生まれず、他社にない強みのある商品が少なくなっている。

残念なことに、日本はその手の話が多過ぎる。「NEC は他人事ではない」と有力企業 OB は嘆く。「変化が必要なことは皆が分かっているが、誰もそれを実現できないのだ」と。

<From the Editor> 四国旅行

先週後半、会社を休んでプライベートな四国旅行をしてきました。松山空港から愛媛県に入り、そこから琴平、丸亀、高松を経て瀬戸内海アートめぐりをする、という駆け足の日程でしたが、この間に訪れた観光スポット TOP10 を紹介しておきます。

1. 地中美術館：謎めいた導入部から鮮やかな結末まで、館内はよくできた推理小説のごとき味わい。建築家・安藤忠雄にしてやられた！
2. ベネッセハウス：アートとホテルが混然一体。噂にたがわずすごい施設でした。いつの日か、ここで G8 サミットを開催してはどうでしょう。
3. 道後温泉本館：『坊ちゃん』で松山をけなしまくった漱石が、ここだけは褒めた日本最古の温泉。『千と千尋の神隠し』のモデルでもあります。
4. 金刀比羅宮：誰でも知っている「こんぴらさん」。もちろん 785 段を制覇しましたとも。膝は笑っても、なんとかなるものです。
5. 子規記念博物館：正岡子規関連の資料が豊富に揃っている松山市立の博物館。あらゆる言葉が五七五と化してしまうご当地の俳句熱は、ここが原点か。
6. 猪熊玄一郎現代美術館 (MIMOCA)：丸亀駅下車徒歩 1 分。世界標準の現代美術作家の作品が一堂に。失礼ながら「鄙には稀な」美術館でした。
7. 豊島美術館：フェリーとレンタカーを乗り継いでたどり着いた非日常空間。水滴の不思議な動きにしばし時間を忘れます。
8. 坂の上の雲ミュージアム：NHK スペシャルドラマの威力はなおも健在で、展示物は少なくても、司馬遼ファンはうれしくなってしまうます。
9. 秋山好古のお墓：道後温泉近くの墓地にあります。でも見つけ出すのが大変でした。「秋山好古之墓」とだけ記した、お人柄通りのシンプルな石碑です。
10. 松山市の市電：どれだけ乗っても 150 円。松山市は「生まれながらのコンパクトシティ」であるを見つけたり。

基本は配偶者の趣味に合わせた日程だったので、「行ってみて初めてわかる」サプライズの多い旅行でした。これだけ驚くことができるのですから、日本は狭いように見えて、つくづく広くて深い。時間とお金のやりくりをした甲斐があったというものです。

*次号は 2012 年 3 月 9 日（金）にお届けします。

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