

Contents

\*\*\*\*\*

特集：2004年の内外情勢展望 < 前編 >	1p
< 今週の”The Economist”から >	
”Skin deep” 「薄氷」	7p
< From the Editor > 「イマジン」	7p

\*\*\*\*\*

特集：2004年の内外情勢展望 < 前編 >

師走に入りました。そろそろ来年のことを考え始めたいところです。

2004年は「サステナビリティ」という言葉が鍵であるように思います。内外の情勢を展望すると、持続可能性が低いと思われることがあまりにも多い。すなわち、「自民党政治」「国内景気」「ブッシュ外交」「ドルへの信認」そして「アジアの安全保障」などです。

サステナブルでないということは、近い将来に調整局面が来ることを意味します。その一方で、金正日の体制のように「サステナブルではない」と言われ続けつつ、案外と長持ちするものもあるわけで、その辺の見極めが難しいところです。さて、2004年は何が持続し、何が持続しないのでしょうか。駆け足で概観してみます。

**国内政治：自民党の政権維持能力は？**

思えば11月9日の総選挙は、自民党にとってはこれ以上ないくらいに恵まれた環境下で行なわれた。

- ・ 景気も株価もそこそこの水準だった。
- ・ テロや北朝鮮などの「地政学的リスク」もなかった。
- ・ 小泉首相 = 安倍幹事長の人気コンビがフル稼働した。
- ・ 公明党との選挙協力は十分な準備ができた。
- ・ 投票率はそれほど上がらず、6割を割るといふ頃合いの水準だった。

選挙に不利な材料といえば、直前に発生した「藤井道路公団総裁の更迭を巡る泥仕合」や「中曽根大勲位引退をめぐるトラブル」などの自損事故だけで、文句を言えないほどの好条件が揃っていた。ところが、それでも自民党は比例代表の得票では民主党の後塵を拝し、小選挙区でも詰め寄られてしまった。次に行なわれる選挙では、これよりいい条件が揃うとは考えにくい。その場合はどんな結果になるのか。**「自民党の政権基盤は意外と脆い」というのが、2003年総選挙の結論**である。

選挙後、11月14日に発表された7-9月期GDPも、+0.6%（年率2.2%）という悪くない数字が出た。しかるに小泉政権の支持率は急落している<sup>1</sup>。イラク情勢の悪化と日本人外交官2人の死亡、それに伴う自衛隊派遣問題への対応が最大の焦点である。さらに年内は、2004年度予算編成とともに、「年金改革案」、「道路公団民営化最終案」、「国と地方の三位一体改革」という三大課題に目処をつける必要があるが、これらの議論も迷走気味だ。

せっかく総選挙をくぐり抜けたものの、2004年の小泉政権は求心力低下が否めない。過去、小泉首相はこうした危機を、何度も「外交マジック」で切り抜けてきた。今回も同じことができればいいが、そうでなければ政権支持率が低迷した2002年上半期と同じように、低調な政治状況が続くことになるだろう。

こんな中で、2004年7月25日には1998年に当選した参議院議員の任期が満了する。**ここで行われる参議院選こそが、2004年の国内政治における最大の焦点**となる。小泉自民党が勝利すれば、「自民党が衆参両方で多数を握り、なおかつ向こう2年間は選挙がない」という状況が実現する。2006年に任期が切れる小泉首相が、思う存分に改革を進める条件が整うわけだ。願わくばその時期に多くの懸案課題を片付けてくれるといいのだが、どうも国民はそこまで自民党を信用していないようである。

かといって、民主党が大勝利を収めたとしても、参院での多数を形成するには到底及ばない。結局はまたも、「民主党が勝って、自民党が負け渋る」ことになるのではないかと。**自民党にサステナビリティはなくとも、小泉政権は何とか続く**ということになりそうだ。

## **国内経済：景気はいつ頃までもつのか？**

現在の景気回復についても、自民党と同じく持続性を疑われるところである。

「円高で腰折れする」説や、「所詮は米国経済次第」、「実質で伸びても名目で伸びないと意味がない」など、弱気説は少なくない。景気は確かに回復しているという論者でも、「2004年の年央まで」あたりが多く、筆者は「2004年の年末頃まで」説だが、これはやや楽観派に属するようだ。いずれにせよ衆目の一致するところ、**2年も3年も続くような大型景気の始まりと受け止めている人はほとんどいない**。

---

<sup>1</sup> いつも本誌が使っているフジテレビ「報道2001」の世論調査では、11月30日発表分で支持42.8%、不支持48.2%と8ヶ月ぶりに不支持が支持を上回った。[http://www.fujitv.co.jp/b\\_hp/2001/chousa/chousa.html](http://www.fujitv.co.jp/b_hp/2001/chousa/chousa.html)

現在の回復の裏付けとなっているのは設備投資と輸出である。輸出については、アジアの旺盛な需要を反映して、強気に見ることが許されよう。今週発表された日本貿易会の貿易動向見通し<sup>2</sup>においても、**輸出は2003年度で5.3%、2004年度は4.2%と堅調な伸びを予想**している。なお経常収支は、いずれも史上最高額を更新して16兆円台に達する見込み。

設備投資については、デジタルAV機器の人气が注目を集めている。本誌でも何度も取り上げてきた愛着のある題材<sup>3</sup>だが、この仮説を発展させていくと、「IT製品を軸とするヒットのサイクル」は、だいたい2~3年で一巡している点が気懸かりである。

第1期 1995~1996年：基礎的なIT製品が普及

PC、Windows95、携帯電話など

第2期 1999~2000年：日本発の国際標準続出

プレイステーション2、iモード、ポケモンなど

第3期 2002~2004年?：デジタルAV機器のブーム

カメラ付き携帯、新三種の神器(DVD、薄型TV、デジカメ)

おそらく**デジタルAV機器のブームは2004年一杯くらいで一段落し、2005年はITヒット商品の端境期**になるのではないかと。この世界における最重要テーマは、「移り気な消費者の感動をいかに捉えるか」であり、感動が続くのは2~3年と心得ておいた方が良さそうだ。

また、個人消費についてはさすがに悪材料が多すぎる。国民負担増が見えている上に、年金改革論議は「負担増か、給付抑制か、その両方か」という結論になるだろう。2003年までは大健闘してくれた個人消費も、さすがに2004年は息切れするのではないかと。

そうだとすると、2004年の秋頃には天井感が出てきたり、株価がそれを先取りして下落に向かうかもしれない。その頃、目前に迫っているのは2005年4月に控えているペイオフ解禁である。それまでに「日本の銀行は安全です」と宣言できるようになるか、といえは大いに疑わしい。**2004年中に、破綻処理や公的資本注入があつて何回必要なのか**。この点は2004年の国内経済における最大のリスクファクターといえよう。

もうひとつ気になるのは、2004年中に景気が下降に向かうとなると、「今回も景気回復は地方にまで浸透しなかった」ということになる。日本経済には三つの断層(大手と中小、製造業と非製造業、中央と地方)ができていて、景気の良い側から悪い側への波及効果が小さくなっている。地方でいえば、東海、近畿、九州のように製造業がある地方は明るさが見られる一方、北海道や東北のように農林水産業の比率が高い地域は回復が遅れている。こうした中で公共事業の減少が続き、道路公団民営化、三位一体改革の論議などが進む。「地方経済の再生」という課題はますます重い。

<sup>2</sup> <http://www.jftc.or.jp/research/statistics/statistics.htm>

<sup>3</sup> 8月22日号「民需が牽引する日本経済」ほか

## 国際情勢：ブッシュ政権とイラク復興

2004年の世界を見渡して、もっとも危険なもの、もっともサステナブルではないのは、イラク情勢であろう。ブッシュ大統領は「中東の民主化」という目標を降ろすつもりはないようだし、実際、降ろすことはままならない。かといって、現状のリスクとコストを維持することも非現実的であり、なおかつ「出口政策」が見えてこない。とりあえず「2004年6月」という政権移譲の締め切りだけは示したものの、イラクからの「名誉ある撤退」ができるかどうかは保証の限りではない。

その一方で、2004年11月2日に行なわれる大統領選挙において、ブッシュ政権の再選可能性は非常に高い。というよりも、民主党候補がホワイトハウスを奪える可能性があまりに低いと言ったほうが正確だろう。本誌では何度も取り上げているが、下記のような条件を考えれば、民主党にはほとんど物理的に勝ち目はない<sup>4</sup>。

- ・ 米国社会の保守化。今や「リベラル」は全人口の19%に過ぎない。
- ・ 「シュワちゃん効果」により、カリフォルニア州を共和党が取るかもしれない。
- ・ 民主党候補者が乱立している上に、「勝てそうなタマ」がない。
- ・ 景気は回復貴重にあり、雇用も改善が見込まれること。
- ・ 選挙資金に圧倒的な差がついていること。

米議会はここへ来て、暗礁に乗り上げていたメディケア改革法を成立させたが、最終段階のやり取りを見ると、明らかに共和党が一本取った形である。民主党はまとまり切れず、上院の採決では賛成11、反対35と中途半端な結果となった。ブッシュ大統領は週明け早々にも同法案に署名することで、「共和党の勝利」を印象付けようとするだろう。「高齢化時代を見据えた内政のブッシュ」というわけである。どうも現在の民主党には、多くを期待することはできないようだ。

今のイラク問題は、米国にとっては重大な国難といえる。ここで救世主が出るとしたら、それは民主党からではなく、共和党の中から出るのであろう。すなわちブッシュ第2期政権における路線変更に期待するしかない。第1期の外交・安全保障スタッフは相当数が入れ替わるだろう。特に注目したいのは共和党穏健派の動きである。

フロリダ再集計から「9・11」、そしてイラク戦争へと至って、ブッシュ政権の右寄り路線はいよいよサステナブルでなくなってきた。事態を正常化するには、「ブッシュ大統領が中道に歩み寄ること」だ。シュワルツネッガー新加州知事と仲良くテレビに映っている姿を見ると、そんなに望み薄でもないような気がするのだが……

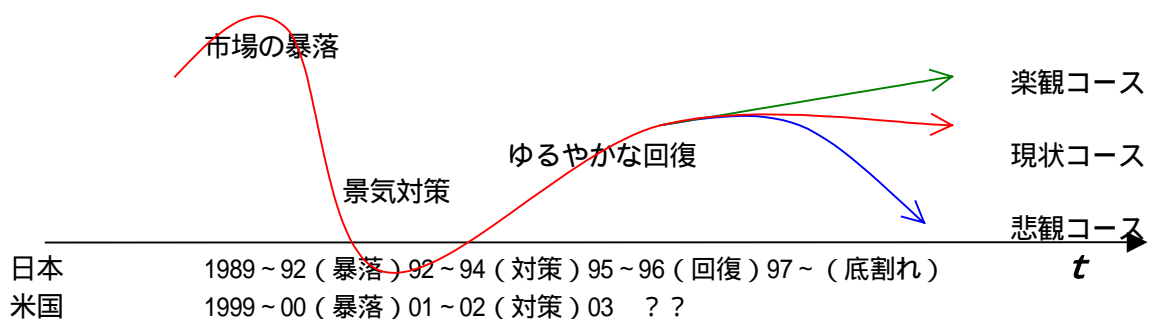
---

<sup>4</sup> 日経金融新聞12月5日「視点論点」に、「ブッシュ大統領の再選濃厚」という記事を寄稿したのでご参考まで。

## 米国経済：財政赤字は悪玉か？

11月下旬のページブックでも確認されたように、現下の米国経済はかなり強い。本誌7月18日号「米国経済の3つの可能性」で書いたシナリオでいうと、現状維持コースと楽観コースの中間くらいをいっている感じである。案の定、悲観コースには行かなかった。年末商戦も非常に好調で、先行きを悲観する声は少ないようだ。

## 日本と米国、バブル崩壊後の軌跡



ところが、米国経済の先行き楽観論は日本のエコノミストの間では非常に少ない。というより、米国経済やドルの持続可能性を疑問視する声が多い。「双子の赤字があるから」というのが、毎度お馴染みの理由である。

だが、財政赤字の増加は、かならずしもネガティブに捉える必要はないと筆者は考えている。バブルが崩壊し、経済がバランスシート不況に陥りそうなとき、政府が取りうる最良の方策は財政赤字を思いきり増やすことである。民間が借金の返済を最優先するようになると、経済全体が底割れしてしまう恐れがある。とにかく民間部門を健全な状態に戻すことが先決で、財政赤字の解消はその後で考えればいいと、日本の経験は教えている。

仮に米国の財政赤字がまったく増えなかったとしよう。その分だけ民間部門では需要が減少し、不良債権が発生したはずである。それで金融不安やデフレを招いていけば、米国も日本型の長期停滞に入っていたかもしれない。ところが現実の米国経済は、年明け早々にも利上げがあるかもしれないという好調さだ。

思えばブッシュ減税は、非常にいいタイミングで行われた。例えていえば、1993年の日本経済で7兆円くらいの恒久減税をやったような感じだろうか。日本も結局は財政赤字を増やすことで、民間部門の赤字を減らしているわけだが、10年がかりでやったために金融システムの不安定化を招くなど、いろいろ回り道をした。減税ではなく、主に公共事業という道筋を使ったために、経済の非効率な部分を残したという問題点もある。

このような見方はまったくの少数派だと思うが、財政赤字の増加は米国がバランスシート不況を回避した証しであり、現在の米国経済の好調さは「ピンチの後にチャンスあり」なのではないだろうか。つまり米国経済は大きな不均衡を抱えつつ、2004年はサステナブルであり続けるだろうというのが筆者の予測である。

### 為替：「ドル落城」はあり得るか？

大幅なドル安も、あまりにも多くの人々が心配しているがゆえに、かえって考えにくい（「地震が来る、来る」と言っているときには、めったに地震は来ない）と思う。

米国の経常赤字の増大に歯止めがかからず、海外からの資金流入が細ってきている。そうなれば米ドルに調整圧力が強まる理屈であり、かろうじて日本や中国の為替介入によるドルの買い支えが資本を供給している。こんな無理が続くわけがないから、先行きは「ドル落城」（UFJつばさ証券/斉藤満氏）という読みは、まったく合理的であるし、ほとんどのエコノミストが共有している懸念だと思う。なおかつ、こうした事態に対するブッシュ政権の関心の薄さも、市場関係者にとっては頭の痛いところである。

それでも、2004年には急速な円高ドル安はないだろうと筆者が見るのは、以下のような理由からである。

1. 日本の輸出企業で、「2004年は、一時的に1ドル100円割れもありうべし」と考えていないところは1社もないだろう。つまり大幅なドル安があっても驚かないし、できる範囲の備えもしてあるということだ。こういうときは大事には至らない。相場が行き過ぎるのは、得てしてサプライズを伴うときである。
2. ユーロ圏や円圏に比べて、明らかにドル圏の方が成長率が高い。金利の先高観が強いのもドル圏である。ドルからの資本逃避が生じた場合、その代わりに一体何を買うのかが見えてこない。
3. ドルにベッグしている中国経済も、広い意味では「ドル圏」であり、ともにドルを支える立場である。米国だけに着目すると、この点を見逃してしまう。

「ドルの復権」というほどの強さはないけれども、ドルはサステナビリティを疑われつつ、2004年は大きく崩れないものと予想する。レンジで言えば100～120円といったところか。むしろ年の後半になると、日本経済の懸念材料の方が目立つ局面があるかもしれない。

\* 本当は日米だけでなく、「アジアの経済と安全保障問題」まで切り込みたかったのですが、紙幅と時間が尽きてしまいました。それは来週号で。

## < 今週の”The Economist”誌から >

”Skin deep”

「薄氷」

Finance and economics

P.76

\* 日本の銀行の中間決算に対し、”The Economist”誌が冷たい視線を送っています。真新しい点はありませんが、ほとんど反論の余地なし、ですね。

< 要旨 >

11月25日に発表された中間決算は、日本の大銀行が回復途上にあることを示している。第5位のりそなだけは例外で、5月に2兆円の公的資金注入を受けたばかりだが、上半期に1.8兆円の損失を報じている。しかし4大メガバンクの当期利益は急増している。

それでも銀行の未来がばら色というわけではない。まず、利益の増加分のほとんどは持続できないものだ。株式による未実現利益と春先の債権取引による利益など、市場の活況に助けられた部分が多い。これ以上続くことは考えにくい。また景気の回復を前提に、不良債権に対する引当金を利益に計上していること。繰り返しが効くかどうかは未知数だ。

コアビジネスにおける銀行の収益性は改善していない。貸出の利鞘はほとんど伸びておらず、融資総額も落ちている。日銀によれば、10月の銀行貸出は前年同期比で4.7%減少している。過去5年間で、課し付け残高は2割以上減っている。新規の貸出を増やしてリスクを取ることは、銀行は依然として消極的だ。借り手も負債を増やすことを警戒している。

不良債権処理額の減少は、銀行が最悪期を脱した証拠かもしれない。帝国データバンクによれば、10月の倒産件数は前年比19%も減り、10ヶ月連続で減少している。それでも「水面下の潜在的倒産は増えている」と帝国DBの中森は言う。中小企業の多くは政府保証などの金融支援に助けられている。銀行は債務免除で借り手を救済し、新規の貸出を行ったり、債務を証券化したりしている。向こう数年間、これらの措置が裏目に出る可能性がある。

銀行の自己資本の質も改善していない。竹中平蔵金融担当相は改革が進んだと言うものの、銀行はまたも「税効果会計」を資本に算入している。銀行が向こう5年間に十分な課税可能利益を上げれば、これらは実現できる。これが最大手のみずほ銀行のTier 1において44%を占めている。2位の住友三井G、4位のUFJでは半分だ。民主党の政策通りわく、税効果会計を抜いて、公的資金を返済したと考える、大手7行の平均自己資本比率は国際基準の8%を大きく下まわり、10.4%から1.1%になるという。

## < From the Editor > イマジン

間もなくジョン・レノンの命日がやってきましたが、それより少し早く、クリーブランド連銀による「イマジン」の替え歌がやってきました。

**Imagine**  
(by the Cleveland Fed)

**Imagine strong expansion,  
It's easy if you try,  
There'd be no unemployment,  
Just think what you could buy,  
Imagine all the people  
Living well today...**

**Imagine budge balance,  
It isn't hard to do,  
Adjust the rate of spending,  
Adjust the revenue,  
Imagine all the people  
Living without debt...**

**Imagine there's no trade gap,  
I wonder if you can,  
No need for strain with China,  
No need to peg the yuan,**

**Imagine all the people  
Sharing all the world...  
You may say I'm a dreamer,  
But I'm not the only one,  
Price stability has happened,  
No one thought it could be done.**

**Imagine**  
(by John Lennon)

**Imagine there's no heaven,  
It's easy if you try,  
No hell below us,  
Above us only sky,  
Imagine all the people  
living for today...**

**Imagine there's no countries,  
It isn't hard to do,  
Nothing to kill or die for,  
No religion too,  
Imagine all the people  
living life in peace...**

**Imagine no possessions,  
I wonder if you can,  
No need for greed or hunger,  
A brotherhood of man,**

**Imagine all the people  
Sharing all the world...  
You may say I'm a dreamer,  
but I'm not the only one,  
I hope some day you'll join us,  
And the world will live as one.**

ブッシュの経済政策に対する、エコノミストたちの良心の声といった感じですが、「誰もがダメだと思っていた、物価の安定は実現したじゃないか」のオチに噴き出しました。

最後に若干の自己宣伝を。今週、こんな本が出ましたのでご報告申し上げます。産経新聞のワシントン特派員、古森義久さんとの対談本です。お手にとっていただければ幸いです。

**『ナイーブな「帝国」、アメリカの虚実』 古森義久、吉崎達彦**

本体価格：1400円、単行本：247 p、 出版社：ビジネス社 ; ISBN: 4828410848 ; (2003/11)

[http://www.amazon.co.jp/exec/obidos/ASIN/4828410848/ref=sr\\_aps\\_b\\_1/250-6110342-0325857](http://www.amazon.co.jp/exec/obidos/ASIN/4828410848/ref=sr_aps_b_1/250-6110342-0325857)

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、日商岩井株式会社および株式会社日商岩井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までお願いします。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1 <http://www.niri.co.jp>

日商岩井総合研究所 吉崎達彦 TEL: (03)5520-2195 FAX: (03)5520-2183

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