

Contents

特集：外患と内憂の日本経済	1p
＜今週の”The Economist 誌から＞	
”How to save Spain” 「スペインを救済する方法」	7p
＜From the Editor＞ ビックリする日々	8p

特集：外患と内憂の日本経済

久しぶりに国内問題を取り上げてみたいと思います。

日本経済は「3/11」以降の混乱がようやく収まりを見せ、景気の基調判断もようやく上方修正されたところ。ところが最悪のタイミングで、ギリシャ再選挙に代表される「海外の不穏な動き」にぶつかりました。そろそろ内需から外需へとエンジンの切り替えを図りたいところなるも、先進国も新興国も当面の景気はやや期待薄であるようです。

そして国内政治も混乱の極みです。国会の会期切れまであと2週間ですが、消費税増税法案の行方は視界不良。与野党の合意は果たして成立するのでしょうか。

●内閣府は半年ぶりの基調判断上げ

本誌4月6日号でも指摘した通り、月例経済報告の基調判断は昨年11月からずっと同じ文言が続いてきた。「月例文学」としてはめずらしい現象で、景気はいわば人間の体調のように微妙な波がつきものであるから、「いつも同じ」ということはあまりない。それがとうとう先月になって、半年ぶりに上方修正された。

<基調判断・現状>

- (旧) 「景気は、東日本大震災の影響により依然として厳しい状況にあるなかで、緩やかに持ち直している」（2011年11月～2012年4月）
- (新) 「景気は、依然として厳しい状況にあるものの、復興需要等を背景として、緩やかに回復している」（2012年5月）

「持ち直し」から「回復」へ。最近の景気データを素直に読めば、上方修正という判断に違和感はない。

特に1-3月期 GDP 成長率は、2次速報で年率4.7%という高さであった¹。寄与度をみると、四半期で+1.2%増のうち、民需が+0.7%、公的需要が+0.3%、外需が+0.1%という内需中心型である。個人消費が緩やかに増加し、雇用情勢も持ち直し、公共投資も堅調に推移している。と同時に、昨年10-12月期は以前-0.7%成長とされていたものが+0.1%に修正されたため、**3四半期連続のプラス成長**という形になっている。

ただし今後はどうかと考えると、個人消費は「3/11」以降の正常化プロセスにあるとはいえ、そろそろ頭打ちになるかもしれない。年初からの好調な自動車販売を牽引した「エコカー補助金」も、間もなく打ち止めになりそうだ。今後は夏場の電力不足によって、製造業の稼働率低下も懸念される。そして公共投資は、復興用の第3次補正が秋には途切れることになりそうだ。

となれば、**秋頃には成長エンジンを内需から外需へとバトンタッチすることが必要**になってくる。貿易収支は4月も5200億円の赤字であったが、ここへ来てようやく輸出が前年同期比でプラスに転じている。原油価格が5月から急落していることも明るい材料だ。2011年度の貿易収支は3.4兆円の赤字となったが、これは「3/11」や円高によって輸出が前年比-3.7%と減少に転じた反面、輸入が+11.6%も伸びたからである。しかるに輸入全体69.7兆円のうち、3分の1に当たる鉱物性燃料の寄与度が+8.0%もある。数量はほとんど増えていないので、輸入増の7割程度は原油価格の上昇に伴うものであった。

ちなみに世間的には、「**貿易収支が赤字になったのは、原発が止まったために代替燃料として LNG 輸入が急増したから**」という説明がされている。それはある程度までは正しくて、LNGの輸入額は前年比5割増しの5.4兆円であった。ところがLNGの輸入数量は8318万トンと、前年比17.9%増に過ぎない。つまり**量の増加よりも、値段の増加の方がはるかに効いた**ことになる。日本のLNG購入価格は原油価格に連動しているため、どうしてもそうになってしまうのだ。

今後は、①世界経済の減速傾向、②米国のシェールガス革命、③イラン核開発問題の緩和、などの要素が重なり、原油価格は低下に向かうだろう。企業収益にはもちろんプラスであるし、貿易赤字もある程度縮小に向かうはずである。

ところが皮肉なことに、政府が月例報告を上方修正した5月18日頃から、世界経済は暗転し始める。すなわちギリシャ問題の再燃であり、ユーロ危機であり、円高の加速であり、株価の下落であり、加えて新興国経済の不調も伝えられ始めた。これでは「**上期の内需主導から下期の外需主導へ**」というシナリオが崩れてしまう。皮肉にも内閣府が基調判断を上方修正した5月中旬から、海外に暗雲が立ち込めてきたのである。

¹ 6月8日発表。5月17日発表の1次速報は4.1%だった。

●海外からの悪いニュースが続々と

悪い時には悪いニュースが重なるもので、6月1日夜に発表された米雇用統計はまさしくネガティブサプライズであった。非農業部門雇用者増減数（NFP）が6万9000人（市場コンセンサスは15万人の増加）となり、失業率も8.2%とわずか0.1pながら、久々の悪化となった。オバマ大統領の待望久しい7%台は、また一步遠のいてしまった。

昨年12月～今年2月までは、NFPは月間20万人台の増加が続いていた。それが4月は7.7万人、5月は6.9万人と回復ペースが低下している。この程度の改善では、人口増加を満たすにとどまることになる。すなわち失業率の改善はもたらされないことになる。

○米国の非農業部門雇用者増減数

	NFP(万人)
2008年	-362.3
2009年	-474.0
2010年	111.0
2011年	172.0
2012年(1-5月)	82.3
合計(2008～現在)	-471.0

ここ数年のNFPの推移をまとめてみると、上表の通りリーマンショック前後の雇用喪失は、わずか2年間で合計800万人にも及んだ。それが2010年以降、少しずつ改善しているとはいえ、まだ半分も取り戻してはいない。

本誌4月20日号「世界経済、20年後への考察」などでも触れている通り、米国経済ではイノベーションが起きているにもかかわらず、雇用の創出につながっていない。おそらく産業構造と労働市場に、質的な変化が起きているのであろう。リーマンショック以前の雇用情勢に戻るには、まだまだ時間がかかることだろう。

他方、欧州の問題はギリシャからスペインへと飛び火した。2つの問題はまったく性質が異なるものであり、ギリシャはユーロへの信認を脅かす質的な問題とすれば、スペインは不動産バブル崩壊で銀行の資産が劣化したという量的な問題である。The Economist誌の分析（本号P7を参照）にもあるように、古典的な問題だけに解決方法はそれほど難しくはない。かつての日本がやったように、「GDP比10%程度の公的資金枠を用意して、資本注入、銀行の再編、淘汰などを大胆に素早くやる」、ということに尽きる。

ただしスペインの場合の特殊性は、銀行の処理を急ぐと政府財政が悪化してしまうので、国債の格付けが下がってしまう。すると当該銀行はスペイン国債を多く保有しているので、銀行の資産内容もつられて悪化してしまう。いわば金融不安と財政不安のスパイラルが始まってしまうのだ。

こうしてみると、米国経済の問題は日本の将来の課題であるように思えるし、欧州経済の問題はかつて日本が体験した懐かしい性質のものである。どちらの問題も、日本からは手が出せない。そして先月の G8 が空振りに終わったように、おそらく今月下旬に控えている G20 も有効な対策が打ち出せるとは考えにくい。

●国内政局は波乱含み

まるで「鬼は外、福は内」ともいうべき経済情勢だが、こうなると相対的な安心感から日本の資産が買われるのは自然な成り行きである。せっかく収まっていた円高も再燃したし、株価は 2003 年や 2009 年の安値に近い水準まで売り込まれてしまった。

ところが日本国内にも「鬼」がいる。それは国内政局である。

焦点となるのは消費税増税法案で、これの成否如何では日本経済にも影響が及ぶだろう。増税の時期は、2014 年 4 月と 2015 年 10 月という比較的先に設定されている。また、「景気弾力条項」があるために、来年の後半になって増税が取り消される可能性もゼロではない。「だったら、今通常国会での成立にはこだわる必要がない」との声もあるかもしれない。しかるに 2 つの理由からそれは通らない。

ひとつは、野田首相が政治生命を賭けてしまっているから。仮に法案が不成立ということになれば、野田内閣は不信任を受けたも同然である。解散か総辞職に値するだろう。そうなれば、しばらく政治空白は避けられない。

そしてもうひとつは、今年も例によって特例公債法案が成立していないことだ。変な話だが、消費税増税法案が成立するくらいなら、特例公債も「ついで」で通ってしまうだろう。しかし消費税がダメなら、与野党の関係修復は難しくなるので、下手をすれば秋頃まで放置されかねない。欧米各国で政府財政を巡る混乱が生じている折に、「日本版 Fiscal Cliff (財政の崖)」のチキンレースはいただけない。筆者は、日本の財政が明日にも破綻するという見方は否定するものだが、特例公債法案の動向にはハラハラせざるを得ない。

それでは消費税法案の行方は、といえば、これはごく簡単な算数の問題である。「小沢派の動向」は、それほど重要なファクターとは言い難い。

○国会の議席数

	衆議院	参議院
民主党	289	104
国民新 (小沢派)	3 (60)	3 (20)
自民党	120	86
公明党	21	19
その他	47	30
合計	480	242

なんとなれば、「衆院 60 人、参院 20 人」と言われる小沢グループの賛成が得られなくても、消費税増税法案は自民党が賛成すれば衆参ともに通過する。逆に小沢グループが賛成しても、自民党が反対に回れば法案は成立しない。だとすれば、野田首相のやるべきことは決まっています、谷垣総裁との合意を目指す以外にない。小沢元代表との 2 度の会談は、単なる手続きに過ぎなかった。「二股愛」は最初から論外なのである。

●消費税を巡る与野党の立場のズレ

それでは自民党の立場はどうか。

自民党はもともと消費税増税に賛成であった。自民党で消費税増税の筋書きを描いたのは与謝野馨衆議院議員である。その後、離党して「たちあがれ日本」に移り、そこから菅政権に一本釣りされて経済財政担当大臣に転じ、今の消費税増税法案を書き上げている。だから消費税問題については、与党案と自民党案はベースが同じなのである。

違いはどこかと言えば、与党案には民主党マニフェストにあった「最低保障年金」「後期高齢者医療制度の廃止」「総合子ども園創設」という 3 点が追加されていること。与党がこの 3 点を落とした瞬間に、自民党はほとんど反対できなくなる構図なのである。

個人的には、「最低保障年金」は遠い先の話であるし、「後期高齢者」は制度が発足してもう 5 年もたつので、この辺はもともと不要ではないかと思う。もっとも、この 3 点セットを放棄した瞬間に、民主党マニフェストは完全に息の根が止まる。民主党のコアな支持者は怒るだろう。そして次の選挙が遠くないことから、議員たちも下手な妥協はできないと考える。この 3 点を全部捨てて自民党案を丸呑みすると言い出したら、次の選挙ではどう申し開きをすればいいのか。

逆に自民党側は、自分たちが増税を決めるのは気が進まないが、「野田首相が目指す増税」に賛成するのは気楽な立場になる。まして与党が自民党案を丸呑みしてきた場合、これは反対するわけにはいかないという大義名分がある。どうせなら、この機に増税を決めておきたい、というのが正直なところだろう。

ところが民主党内では、増税に反対する議員が少なくないから、あまり自民党案を押し付けると話が壊れてしまう。小沢グループ、あるいは輿石幹事長の狙いは簡単で、6 月 21 日の会期末まで採決を遅らせれば「勝ち」ということになる。

本稿執筆時点では「一寸先は闇」だが、筆者は何とか妥協が成立するのではないかと考えている。その理由は、自民党が用意した対案である「社会保障制度改革基本法案（仮称）骨子（案）」という文書の中にある²。この第 8 条に、「社会保障制度改革を行うために必要な事項を審議するため、内閣に、社会保障制度改革国民会議（以下「国民会議」という）を設置」という項目がある。

² <http://tamtam.livedoor.biz/archives/51875538.html> を参照。

この「国民会議」は、(4) 公的年金制度の見直し等、(5) 医療保険制度の見直し等、(6) 介護保険制度の見直し、(7) 少子化対策というたいへん広範な問題を審議することになっている。何とも柔軟な構えであり、民主党がこの案を丸呑みした瞬間に、上記の3点セットは「**国民会議で向こう1年くらいかけて決めればいい**」ということになる。つまり問題の先送りができてしまうのだ。

つまりは増税だけ先に決めておいて、お金の使い道である社会保障は、超党派の「国民会議」でゆっくり決めましょう、ということである。いかにも自民党らしい手法だが、わずか1週間で合意を得るためには、これくらい柔軟でないと難しいのではないだろうか。

●限りなく不透明な内外情勢

今月は内外ともに重要日程が多い。

海外では何と言っても **6月17日のギリシャ再選挙が台風**の目。タイミングよく、その翌日からG20首脳会議が開かれるが、野田首相はさすがに欠席できないだろう。とすれば、増税法案の衆院採決は6月15日がベストだが、民主党内はおそらく揉めるから1週間ではまとまらないだろう。結局、6月21日の会期末を大幅に延長し、野田首相がメキシコから帰国後に採決することになるのではないかと。

○当面の重要日程

6月10日(日)：沖縄県議会選挙、投開票
6月10日(日)：フランス議会選第1回目
6月14～15日：日銀政策委員会・金融政策決定会合
6月17日(日)：**ギリシャ再選挙**、フランス議会選第2回目

6月中旬?：**衆院が「社会保障と税の一体改革」法案を採決**

6月18～19日：G20首脳会議（メキシコ・ロスカボス）
P5+1とイランの第3回会合（モスクワ）
6月19～20日：FOMC
6月20～21日：ECB政策・一般理事会（独・フランクフルト）
6月21日（木）：通常国会会期末
6月23日（土）：慰霊の日・沖縄全戦没者追悼式（沖縄・糸満市）
6月26日（火）：米大統領選、ユタ州予備選挙（これで予備選挙は終わり）
6月下旬：東京電力株主総会

期日未定：**国会事故調査委員会が報告書を取りまとめ**

今月中のもう一つの注目イベントは、月内に国会事故調が提出する報告書である。民間事故調や政府事故調以上に厳しい内容となるだろうが、これが世論にどんな波紋を投げかけるか。今後の政局にも影響するのではないかと筆者は考えている。

<今週の”The Economist”誌から>

”How to save Spain”

「スペインを救済する方法」

Leaders

June 2nd 2012

***ギリシャの迷走はさておいて、GDP 世界第 12 位のスペイン経済が立ち往生するのでは、世界経済の混乱は必至。The Economist 誌は「財政よりも金融を」と助言しています。**

<要約>

短期的にはユーロの未来はギリシャ次第だが、単一通貨最大の難問はスペインである。ユーロ圏で第 4 位の経済は、不況と銀行破綻と借入れコスト増大のスパイラル過程にある。

スペイン企業と銀行は外資への道を断たれ、5 月 30 日には 10 年もの国債金利が 6.6% を超えた。これはギリシャ、アイルランドが救済を求めた水準。政府がバンキア銀行の国有化に失敗し、取り付け騒ぎもありそうだ。ギリシャ再選挙でユーロ離脱の怖れもある。

時間は残り少ない。スペイン政府はもとより、EU とドイツも再考が必要だ。緊縮財政よりも銀行の不良債権処理。他の欧州諸国も、共同救済基金による資金注入が必要だ。

単に政治家にガッツがない、というだけではない。保守党のラホイ新政権は労働市場改革に取り組んできた。この 1 年で年金を削減し、憲法に債務上限を入れてもいる。

スペインの問題は誤診にある。課題は財政赤字（去年は GDP 比 8.9%）であり、直ちに減らして信認を回復し、借入れコスト低下が急務とされている。スペインの政治家たちは、資本注入による財政悪化を怖れて、国内銀行の損失処理をためらっている。

スペインの財政はギリシャとは違い、問題の原因ではなくて結果である。スペインの公的債務は GDP 比 70% 程度でドイツよりもマシだ。アイルランドと同様に、債務問題の根源は民間部門にある。家計と企業部門の借金体質で、不動産バブルが過熱した。スペインの家計、企業、政府部門は海外からネットで 1 兆ユーロ、GDP 比 90% も借りている。これはギリシャ並みで、先進国でも格段に高い。スペインの銀行はこの借入れの窓口である。

幸いにも長い銀行危機の歴史が教えてくれる。「ツーリトル、ツーレイト」ではなく、政府は素早く問題を認め、不良債権処理や閉鎖や資本注入を通して銀行を正常化すべきだ。それには公的資金が必要で、先進国は市場で調達し、新興国は国際機関から借り入れる。

スペイン政府が 1000 億ユーロ（GDP 比 10%）を資本注入しても、公的債務は 100% 以下で済む。ただし問題がアイルランド並みなら、他国の助けが必要であろう。欧州の基金から資金を入れる方が信頼回復は早い。ユーロ圏諸国が集中して手伝えば、銀行の弱体化と財政赤字拡大という悪循環を断ち切ることが出来よう。

IMF や EU も協調での救済を支持している。ただし政治的ハードルもあり、各国の議会の承認を得る必要がある。それでは改革が遅れるからとドイツは反対するだろう。だが、そうとは限らない。銀行への資本注入の条件として、改革を求めることは出来る。スペイン政府への貸付とは違い、実際に機能するかもしれないではないか。

<From the Editor> ビックリする日々

先週から今週にかけては、驚くことの多い日々でした。オウム事件の菊地容疑者が逮捕されたこと、防衛大臣に森本敏先生が起用されたこと、そして橋下大阪市長が原発再稼働にゴーサインを出したことなど。

そんな中でも、これには驚きましたねえ。それは6月2日に自宅に届いた、野村ホールディングス株式会社「第108回定時株主総会招集通知」。第2号～第19号まで、株主提案がズラリと並んでいる時点で尋常ならざることが起きていることは明白なのですが、この株主(1人)は「商号を野菜ホールディングスに変更すること」など膨大な提案を行っているのです。

以下、この株主提案のほんの一部をご紹介しますおきましょう。

第3号議案 定款一部変更の件(商号の国内での略称および営業マンの前置きについて)

提案の内容: 当社の日本国内における略称は「YHD」と表記し、「ワイエイチデイ」と呼称する。営業マンは初対面の人に自己紹介をする際に必ず「野菜、ヘルシー、ダイエットと覚えてください」と前置きすることとし、その旨を定款に定める。

提案の理由: 「社を挙げた意識改革」を求めて提案する。

貴社の現在の称号は長すぎて、著しく業務効率を悪化させている。17のモーラがあれば俳句も詠めようというものだ。これから三菱東京UFJ銀行の支配下に入りでもしたら、野菜証券は三菱UFJモルガンスタンレー野菜証券となってしまうのではないかと考えると今から悩ましい。ただ、まあこの変更によって当面年間のべ1000人日の人件費を節約することができる。

第8号議案 定款一部変更の件(役員報酬としてのストックオプション制度について)

提案の内容: 役員に報酬の一部として新株予約権を付与する制度を廃止し、定款に明記する。

提案の理由: 快樂とはなんであろうか?

辛うじて100円以上の交換価値を持つ債権を1円で受け取ることはないか。

貴社は役員報酬の一部として新株を1円で買い取る権利を付与する制度を実施し続けているが、この制度は貴社の株価を1円に近づける効果しかないので即刻廃止すべきである。役員は自分が勝った新株が売却できるまで株価上昇を望まない。「株主とリスクを共有する」のであれば「一株を5000円で買い取る義務を付与する」べきであろう。

第12号議案 定款一部変更の件(日常の基本動作の見直しについて)

提案の内容: 貴社のオフィス内の便器はすべて和式とし、足腰を鍛錬し、株価四桁を目指して日々ふんばる旨定款に明記するものとする。

提案の理由: 貴社はいままさに破綻寸前である。別の表現をすれば今が「ふんばりどき」である。営業マンに大きな声を出させるような精神論では破綻は免れないが、和式便器に毎日またがり、下半身のねばりを強化すれば、かならず破綻は回避できる。できなかつたら運が悪かつたと諦めるしかない。

*ちなみに全部見てみたいという方は、下記の URL をご参照ください。

<http://www.nomuraholdings.com/jp/investor/shm/2012/data/report108.pdf>

さて、来週以降もサプライズはありそうです。ただしここまで来ると、さすがに慣れてきたという感もある。とりあえず心の準備は出来たから、矢でも鉄砲でも持ってこい、という心意気でこの6月を乗り切りたいと思います。

*次号は2012年6月22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