

Contents

特集：日米欧・先進国経済の明暗	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”Be afraid” 「世界経済を恐れよ」	7p
<From the Editor> Think different	8p

特集：日米欧・先進国経済の明暗

2011 年度が始まった 4 月冒頭は、日本経済にとって文字通り暗黒の中のスタートでありました。「3/11 震災」直後の状況はあまりにも不透明で、経済も政治も迷走を重ねてきました。唯一の頼りは海外経済の堅調さで、「ここを何とか乗り越えれば、後は外需主導型の成長路線に回帰できる」と考えていたものです。

ところが半年後の現在、状況はまったく逆転しています。今や海外経済が最大の不安材料で、欧州発の「リーマン 2」型危機が懸念されている。逆に国内経済は、着実に「3/11」以前の状態に戻りつつある。むしろ被災地というフロンティアを抱えているために、やるべき課題が見えやすいというメリットもある。何という逆転劇でしょうか。

先進国経済は、かくも劇的な変容を遂げています。これから先はどうなるのか。日米欧三極経済の現状を俯瞰してみました。

●内外経済：「半年で逆転」の構図

今週 10 月 3 日に発表された「日銀短観」では、大企業の景況感が半年ぶりのプラスに転じ、製造業で+2、非製造業で+1 となった。もちろん先行きの見通しは慎重であるし、中小企業は製造業で▲11、非製造業で▲12 のままである。それにしても、前回 6 月調査に比べれば大幅改善であるし、水準的には「3/11」と無縁な昨年 12 月調査の頃に戻っている。設備投資計画が思ったよりも慎重であるとか、売上・収益計画も冴えないといった問題はあるけれども、半年前の「お先真っ暗」ムードを思い起こせば、よくまあここまで挽回したものだと感じたくなる。

それでは今後とは言え、海外経済の減速と円高効果があるので、外需はあまり期待できない。それでも 10-12 月期はまだ生産の回復によるプラス効果が続き、来年 1-3 月期には第 3 次補正が動き出すはずである。幸か不幸か「被災地の復興」という明白な目標があるために、どこでどうお金を使えば良いかが分かりやすい。忘れられて久しい「内需」エンジンが、今後の日本経済にとっては頼みの綱であろう。

他方、外需の動向は予断を許さない。先月以来、金融市場には以下に挙げるようなシグナルが散見され、世界経済の「異変」を伝えている。3 年前のリーマンショック前夜のような様相、と言っても過言ではない。

- *米長期国債利回りが 2%を大きく割り込んでいる。
- *ユーロが急落しており、1 ユーロ=100 円割れも近そうである。
- *一時は 2000 ドルを目指していた金価格も 1 オンス 1600 ドル台まで急落。
- *WTI 原油価格も 1 バレル 80 ドル前後へ下落傾向。

欧州はギリシャ危機への対応をめぐって迷走している。米国経済の手詰まり感も深刻である。いずれにも共通しているのは、「財政政策はもう使えない。金融政策は効かない」という政策的な無力感である。おそらく外部から見た場合、「先進国経済の中では、日本がもっとも安心感がある」という評価になるのではないだろうか。

ここへ来て、「オヤジ世代」としてはふと妙な感慨を覚えてしまう。「欧米に追いつき追い越せ」が国家目標であった時代は、それほど遠い昔のことではない。だから、われわれの体内には「欧米はどこへ向かうのか、従って日本は何をすべきか」式の行動パターンが沁み込んでいる。日本は欧米という模範を追いかければよく、問題が起きたとしても、その解決策は彼らの中に見出せるはずであった。

ところが現下の世界経済では勝手が違っている。今の欧米が直面している困難は別名を「日本化」と呼ぶ。それは経済の低成長化、低金利の常態化、不動産価格の低迷、雇用状況の悪化、財政赤字の増大、そして政治の機能不全などの一連の症状であり、日本のこの 20 年ほどの軌跡とよく似ている。

皮肉な言い方をすれば、「欧米が日本に追いついてきた」という感さえある。むしろ欧米の側が、日本の経験の中から解決策を探さなければならない。ところが生憎なことに、日本側には答えがないのである。

日本は「課題先進国」と言われるようになって久しい。少子高齢化、金融危機、それに伴うバランスシート型不況、さらにそれに続く政府財政の悪化など、先進国における今日的課題はことごとく日本がトップランナーであった。もしわれわれが答えを持たないのであれば、欧米経済にも答えはないということになる。逆にわれわれに答えが提供できるのであれば、それこそが日本としての最大の貢献となるだろう。

●金融不安：本当に「リーマン2」なのか

さて、現下の危機の震源地は欧州である。

最初にギリシャ問題が浮上したのは 2009 年の秋であった。それ以来、何度も支援策が打ち出されてきたが、小手先の対応に終始し、問題を先送りするばかりであった。この過程は、90年代の日本における「CRIC サイクル」という批判がきれいに当てはまる。Crisis（危機）が浮上するたびに Response（対策）があり、そこで事態は少しだけ Improve（改善）するのだが、すぐに Compliancy（慢心状態）に陥って次の危機を招いてしまうのだ。

この間に欧州の実体経済は不振が続いた。失業率は上昇し、なおかつ物価も上がるので利上げが行われ、これが南欧経済には特に重荷となった。結果としてギリシャ経済は 2010 年からマイナス成長を続け、経済規模はピーク時から 12%も減ってしまった。これでは借金が返せるはずがない。現在の財政再建計画では、ギリシャ経済は 2012 年にプラス成長に転じることになっているが、それは望み薄と言わざるを得ない。

他方では「質への逃避」が起きており、安全なドイツ国債には資金が集中することになる。かくしてユーロ圏各国の 10 年債利回りは、ドイツの 1.9%からギリシャの 23.3%まで 2 割以上も差が開いている¹。さらにポルトガルの 11.2%、アイルランドの 7.6%という PIGS 予備軍が続く。さらにイタリア 5.5%やスペイン 5.0%にまで問題が広がった日には、ユーロ圏経済は文字通りお終いであろう。

こうなると欧州の金融システムは不安定化する。金融機関の資産内容は急速に悪化しており、仮にどこか大手が経営破綻ということになれば、危機は全世界に広がるかもしれない。2008 年 9 月には、リーマンブラザーズ社の倒産を契機に金融機関同士が互いを信用できなくなり、一気に流動性が枯渇した。同様な「リーマン2」はあり得るのだろうか。

米国の著名エコノミストであるエド・ハイマン氏は、2008 年と 2011 年を比べて以下のように整理している²。

<良くなった点>

- 民間セクターの負債は減少
- 住宅バブルは崩壊済み
- 自動車と住宅市況は拡大中
- 企業の手持ちキャッシュは潤沢
- 銀行は健全化している
- ゼロ金利、QE、ツイストオペなど
- 2008 年の記憶がまだ鮮明である

<悪くなった点>

- ×ユーロ圏周辺国でのバブル発生
- ×伝染による金融ショックの可能性
- ×ユーロ圏の財政引き締め
- ×米国の選択肢が少ない
- ×銀行は新規モーゲージ貸し出しに慎重
- ×オバマ大統領と議会は膠着状態

¹ いずれも日本時間で10月6日夕刻時点。

² ISIウィークリー・レポート2011年9月26日

上記をよくよく見ると、最後の「2008年の記憶がまだ鮮明」という点がもっとも大きなポイントではないかと思う。仮にギリシャ国債が本当にデフォルトになったとしても、それはサプライズとは言えないだろう。3年前の混乱が大きなものになったのは、「リーマンがつぶれるはずがない」と誰もが思っていたからであり、さらにその半月後、「米下院が金融安定化法を否決する」という番狂わせが続いたからであった。

金融危機はすぐれて心理学の問題である。皆が身構えている中においては、「オクトーバー・サプライズ」とはなりにくい。もちろん政策対応が極端な「期待外れ」となれば、別の意味で「ショック」をもたらす可能性は残る。しかるに EU、ECB、IMF からなるいわゆる「トロイカ」への期待値は、お世辞にも高いと言えないのが実情である。

●欧州：「秩序あるデフォルト」への道

つまるところ欧州ソブリン問題の本質とは、「上策と下策はあるが、中策がない」ことではないかと思う。理想論と現実論を兼ね備えた、手頃な具体策がないのである。

中国 4000 年の歴史が生み出した知恵のひとつに、「難題にぶち当たったら、上策、中策、下策という 3 つの案を用意せよ」がある。そして 3 つの案の提示を受けたら、「では中策は何か」と、真ん中から聞くのが作法なのだそうだ。上策は出来ないことが多く、下策はそもそも採るべきではない。ゆえに困ったときは中策を求めるにしくはなし、というのがこういうときの経験則である。

欧州ソブリン問題における上策とは、「ユーロ圏の財政統合」であろう。つまりは、強い国が弱い国の面倒をみることである。それができれば、ギリシャ問題は夕張市の財政破綻と同質の問題になる。ギリシャ政府の借金は総額でも 2480 億ユーロ（25 兆円程度）である。ギリシャには払えなくとも、ユーロ全体であれば十分に処理可能であろう。これが米国や日本ならば、政府が財政資金を投入することもできるし、中央銀行が銀行をチェックすることもできる。しかるにそれができない。ここにユーロ圏の構造的欠陥がある。

従って、下策であるところの「中途半端な支援策による時間稼ぎ」が行われてきた。それも 2 年も続けると、さすがにこれ以上は難しくなる。

それでは中策は、本当に見当たらないのか。「実は誰かがちゃんと用意しているのではないか」と筆者は邪推している。欧州統合を成し遂げた原動力は、ユーロクラットと呼ばれる元貴族階級の外交官や官僚などのエリートたちであった。その彼らの目から見たら、「欧州を潰しかねないギリシャは許せない」ということになる。たぶん今頃彼らは、ギリシャ問題解決に向けての「裏シナリオ」を用意しているのではないだろうか。

それはどのようなものになるのか。おそらくは「秩序あるデフォルト」といった形になるだろう。一時期言われていたような「ギリシャをユーロ圏から切り離してドラクマに戻す」のは、さすがに物理的に難しい。そこで、「ユーロ圏内で管理された厳しい条件の債務再編を行い、他国への波及を食い止める」ことが次善の策となる。

具体策としては、まずギリシャに対する債務リストラを実施する。と同時に、FESF の大規模化と銀行化を図って他国への波及を回避する。できれば ECB による FESF への資本投入にも踏み切る、といったプロセスをたどるのではないだろうか。実際に「裏シナリオ」が発動されれば、市場にとってはポジティブ・サプライズとなるだろう。

●米国：「日本化」にはプラス面も

9月21日、IMFはWorld Economic Outlookの最新版”Slowing Growth, Rising Risks”を公表した³。この中には、「世界経済は危険な新局面にある」「リスクは明らかに下を向いている」といった判断が盛り込まれている。米国とユーロ圏の実質成長率は前回の6月予測から大幅下方修正され、**2011、12年ともに実質成長率が1%台にとどまる**と予測している。

WEOが今年6月と9月でどう修正されたかは以下に示した通りである。さらに年末には、もう一段の下方修正があると見ておくべきだろう。

	2011年	2012年
世界計	4.3%→4.0%	4.5%→4.0%
米国	2.5%→1.5%	2.7%→1.8%
ユーロ圏	2.0%→1.6%	1.7%→1.1%
日本	▲0.7%→▲0.5%	2.9%→2.3%
先進国計	2.2%→1.6%	2.6%→1.9%
途上国計	6.6%→6.4%	6.4%→6.1%

本来であれば、米国経済はせめて3%台の成長が欲しいところである。そうでないと、9%台の失業率の改善が見込めない。また、潜在成長率を大きく下回るような状態を長く続けていると、潜在成長率自体が下がってくるという悩みもある。とはいえ、「住宅と雇用」という2大問題を抱えた米国経済は、すぐに良くなる見込みは乏しい。

そしてまた、リーマンショック後に多くの政策手段を発動した後では、選択肢も限られている。米連銀が「ツイストオペ」を打ち出す、オバマ大統領が「雇用対策法案」を提案する、といった動きはあるものの、これらは大勢には影響しないだろう。

米国経済が「日本化」しているということは、**①低成長化、②金利の低下、③財政状況の悪化、④金融政策の無力化、⑤政治の機能不全、などが長期化する**ことを意味する。これらはもちろんバッドニュースだが、過去の日本経済との類推でいくなれば、物価上昇は起きないし、景気の底割れもないということになる。「良くなると期待すると悪くなり、悪くなると覚悟すると意外と底堅い」状態が、当面は続くのではないだろうか。

³ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/>

家計部門のバランスシート調整にはなおも時間がかかりそうだが、米国企業の生産性はなおも高い。「強い企業と弱い家計」の組み合わせは、ちょうどウォール街における抗議行動の一因ともなっている。それでもアップル社が示す創造性、GM が示す回復力、あるいはフェイスブックのような企業が誕生する革新的な土壌なども含め、米国経済はなおも他に類のない力を秘めていると考えてよいのではないだろうか。

だとしたら、本誌がかねてから繰り返している「米国経済は短期楽観、中期悲観、長期楽観」の筋書きは変更の必要はないだろう。ただし「中期悲観」の時期は、最低でもあと1年程度は続くと考えておきたいところである。

●日本経済：意外な安全地帯

本号で見てきたような世界経済の危機は、日本にいると実感しにくい。なにしろこの国は株安に慣れて久しいので、世界的な株価下落がかならずしもショックにつながらない。投資信託や FX による対外投資で損害を被っている人も少なくないが、むしろ円高による差損の方が目立ったりもする。

あらためて考えてみると、今回の危機において日本経済は比較的安全地帯に立っている。場合によっては、メリットを享受する局面もあるかもしれない。

- 欧州経済が景気後退に入ったとしても、日本の輸出先に占める欧州の比率は 11.3% (2010 年) に過ぎない。
- 新興国経済の成長率はある程度低下するだろうが、「景気過熱によるインフレ」の懸念も低下した。例えば、中国における不動産バブル崩壊の懸念は遠のいたはずである。
- 資源価格や農産物価格の低下は、世界的な可処分所得の増加をもたらす。この点は特に、日本とのつながりの深い東アジア経済にとってプラスとなるだろう。
- 原発が稼働できずに化石燃料の輸入が急増している日本経済にとっては、円高と資源価格の低下は「干天の慈雨」といえる⁴。
- 今後、欧州危機が深まるにつれて、企業や資産の投げ売りが始まる可能性が高いが、即座にキャッシュを動かせる国は少なく、日本にとってのバーゲンチャンスとなり得る。

もっとも来年に向けての日本経済は、復興需要を中心に据えた内需中心の成長シナリオを描くことが基本線となる。第3次補正がかくも遅れたのは褒められたことではなかったが、ちょうどいいタイミングで「真水」が注入されることになる。貴重な財政資金を有効に使い、力強い復興と効率的な景気刺激を目指したいものである。

⁴ 8月の貿易収支は予想外に7753億円の大赤字となったが、これは鉱物性燃料が2.0兆円と前年同期比41.9%増となったため。輸出も+2.8%と健闘したが、輸入の+19.2%の伸びに圧倒された形。

<今週の”The Economist”誌から>

”Be afraid”

「世界経済を恐れよ」

Leaders

October 1st 2011

*リーマン以来最悪の7-9月期が終わった。ここから先は政治家が本気で行動しないと、世界経済はブラックホールに吸い込まれるぞ、と The Economist 誌が警告しています。

<要約>

暗黒時代にも人はわずかな希望を求めるものだ。欧州首脳は単一通貨救済に大胆に動くのではないかと——投資家はそんな思惑からリスク資産を買い、株価は大きく上昇した。

だがこの望みは潰えるだろう。①ワシントンでの IMF 世銀総会の様子では、ユーロ救済策は前途遼遠である。②欧州の破局が避けられても、先進国は財政引き締め、新興国は景気減速で見通しは暗い。③米国では、またも議会在予算編成の瀬戸際作戦でもめている。

この責めを負うべきはユーロ圏の指導者たちである。ワシントンでネジをまかれて何をすべきか認識はした。イタリアのような国は防火壁で守る／金融機関を支える／ギリシャに断固たる措置をとる、などだ。11月初旬、カンヌの G20 までに案をまとめる必要がある。

だが具体化にはなおも時間がかかる。浪費こそ問題だと考えるドイツは、救済ファンドに消極的だ。しかしもっと巨額の資金、メルケルやサルコジにない政治的勇敢さが求められている。危機が後退すれば、彼らは安易な案に雷同し、問題を先送りしてしまうだろう。

世界は経済の悪化という形で、臆病さのツケを払っている。ユーロ圏の景気は後退しつつある。ユーロの危機が明日で解決したとしても、GDP の縮小はしばし続くだろう。

米国経済も減速している。連銀は支援策を試しているが、年末には減税と雇用保険が切れるから、2012 年は巨大な財政引き締めが生じる。11 月までにオバマの雇用法案が通り、中期支出削減合意ができれば少しはマシだが。民主共和両党の妥協がなければ、過酷な支出削減が 2013 年まで続く。2012 年に選挙があることで、景気失速のリスクは高まる。

新興国経済による下支えも期待薄だ。最近の通貨安、株安を見ても、金融危機と無縁ではいられない。中国を含む新興国経済は、2008～09 年のような刺激策を発動する余地に乏しい。利下げも行なわれるだろうが、新興国は世界経済を浮揚させるほどの力はない。

これらの制約条件は避けがたい。そして政府は行動に失敗し、混乱を深めている。

リーマン危機後の政策は正しかった。ただしバランスシート不況の後に急回復は難しい。政治家たちの間違いは、成長以上に短期的な財政節度を求めたことだ。ドイツは財政を緩め、英国は引き締めを遅らせよ。先進国が競って短期の財政節度を求めるべきではない。

もうひとつの間違いは、先進国の政治家たちが有権者に問題の規模を語っていないことだ。雇用が回復しているドイツでは、危機は怠け者のギリシャ人やイタリア人のせいになる。メルケル首相は、これがドイツの銀行の問題でもあると説明すべきだ。米国ではオバマが階級闘争を仕掛ける一方、共和党が何でも反対主義で単純化している。危機の時代には政治家が小人化する。それこそまさに恐るべきことなのだ。

<From the Editor> Think different

スマホも i-pad も持ってない、それどころか生涯で一度もマックを使ったことのない Windows ユーザーの筆者であります。今週逝去した自分より 5 つ年上の同世代人に対し、無関心ではいらないと感じるものであります。

そのスティーブ・ジョブズ氏は、1997 年のアップル社の CM、”Think different”の中で次のようなメッセージを送りました。そしてその言葉通りの人生を送ったのです。

Here's to the crazy ones. The misfits. The rebels. The troublemakers. The round pegs in the square holes. The ones who see things differently. They're not fond of rules. And they have no respect for the status quo. You can quote them, disagree with them, glorify or vilify them. About the only thing you can't do is ignore them. Because they change things. They push the human race forward. And while some may see them as the crazy ones, we see genius. Because the people who are crazy enough to think they can change the world, are the ones who do. - Apple Inc.

クレイジーな人たちがいる。反逆者だ。造反者だ。厄介者だ、などとも呼ばれる。四角い穴に丸い杭を打ち込んでしまう。まるで違う目で、物事を見ているからだ。彼らは規則を嫌う。そして現状に敬意を払ったりはしない。

彼らの言葉を引用してもいい。反対してもいい。賞賛しても、謗ってもいい。ただひとつ、無視することだけは出来ない。なぜなら彼らは物事を変えたから。彼らが人類を前進させたのだ。

ときに彼らはクレイジーと言われることもある。だが、われわれは天才だと思う。自分が世界を変えられると、本気で信じられる人たちこそが、本当に世界を変えているのだから。

(CM の現物をご覧になりたい方は、下記のユーチューブをご参照)

http://www.youtube.com/watch?feature=player_embedded&v=cFEarBzelBs

世界を変えることなど、自分には出来ない。そのことは百も承知で、「砂糖水を売り続ける」毎日のことを、ちょっとだけ反省しました。ほんの少しでも、彼のように生きたいものです。肝に銘じましょう。

”Stay hungry, stay foolish.”

*次号は 2011 年 10 月 21 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までお願いします。

〒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