

Contents

特集：景気予測の再検証 1p

<今週のThe Economistから>

“Now bust Microsoft’s trust” 「マイクロソフト支配を打ち砕け」 6p

<From the Editor> 「金利が低いのは誰のせい？」 7p

特集：景気予測の再検証

そろそろ年末。エコノミストたちにとって忙しい季節となる。18兆円の経済新生対策が打ち出され、追加刺激策の規模が見えてきた。また、12月上旬に7-9月期のGDP速報が出る¹。これらの条件をもとに、銀行やシンクタンクなどの民間予測機関は、いっせいに経済見通しを改訂しなければならないのである。こうして作られる経済予測をベースに、人々は2000年以降のビジネスや生活を考えることになる。

ところがこれらの予測は当たらない。昨今の頃、ほとんどの機関は99年度をマイナス成長と見込み、政府目標の0.5%成長は非現実的だと批判していた。しかし99年1-3月期のGDP成長率が、2.0%と予想外の強さを示したことで流れは変わった。5四半期連続のマイナス成長に歯止めがかかり、4-6月期もプラス成長となった。今では98年末から99年春頃のどこかで、景気が底を打ったことがコンセンサスになりつつある。

こうした読み違いはどこから生じるのだろうか。今回は景気予測のあり方も含めて、99年度の日本経済を再検証してみる。

おそろべし「ゲタ」効果

本誌7月9日号「GDPサプライズと景気の行方」でも紹介したように、1-3月期の成長率が高いと、翌年の成長の発射台が高くなり、いわゆる「ゲタ」効果が働く。99年度の経済成長率も、相当な嵩上げ効果が働く。具体的な数字を見てみよう。

¹ 昨年の7-9月期QEは12月3日発表。

下の図のように、98年度の実質GDPは478.4兆円だったが、最後の99年1-3月期が高い成長を示して482.9兆円となった。この分の差、0.9%がいわゆる「ゲタ」の正体である。この時点で、政府見通しの0.5%成長(480.8兆円)は達成されてしまっている。このあと7-9月期以降は伸び率がゼロでも目標は達成される。

四半期別実質GDP(年率)の推移

	97年度 487.8兆円			98年度 478.4兆円			99年度		
	97.10-12	98.1-3	4-6	7-9	10-12	99.1-3	4-6	7-9	
兆円	492.9	488.3	478.9	477.5	473.5	482.9	483.9	?	
%	-0.9	-1.2	-0.7	-0.3	-0.8	2.0	0.2	?	

(注) 上段は実質GDP実額の季節調整済み年率。下段は季節調整済み前期比

下図は大蔵省による試算である。99年度はかなりいい結果が期待できることが分かる。

もしも7-9月期以降が0.77%で推移すると、ちょうど99年度はゼロ成長になる。

0.5%成長であっても、政府目標の0.5%成長が実現してしまう。

伸び率がゼロであれば、通年では1.2%成長がする。

かりに0.5%成長だとすれば、2%近い線までいってしまう。

仮定の計算例

7-9以降伸び率	-1.0	-0.77	-0.5	-0.3	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.5
99年度成長率	-0.3	0.0	0.5	0.7	1.0	1.2	1.3	1.6	1.9

堺屋長官の狙い通りの展開

では、当面の7-9月期の成長率はどうなるのか。各予測機関の意見を総合すると、「かろうじてプラスか、ほぼゼロ成長」ということになりそうだ。一例を挙げよう。

野村総研「99年7-9月期のGDP暫定推計」(11月1日)

個人消費	-0.8%
民間住宅	-1.8%
民間設備投資	+2.6%
公的資本形成	-1.3%
純輸出	+3.2% (輸出+5.2%、輸入2.0%)
<u>国内総生産</u>	<u>+0.1%</u>

個人消費は、減税などの政策効果が年の前半に集中したので、反動が出ると見られる。住宅投資も4 - 6月期が良すぎたので伸び悩む。公共投資も2次補正の効果は翌年以降となるので、前期に引き続きマイナス。しかし鉱工業生産が改善しているので、民間設備投資はやや改善を見込む。そして何より輸出の伸びが明るい材料となっている。これはアジア向け輸出が急拡大しているから。すなわちアジア経済の回復に助けられている面が強い。

こうしてみると、**最近の日本経済は四半期ごとに成長の主役が交代している**ことに気がつく。98年10 - 12月期の主役は公共投資。99年1 - 3月期は個人消費。4 - 6月期は住宅投資。ここまでは大型景気対策や減税などの政策効果が大きかった。さらに**7 - 9月期は、アジア経済の回復という予期せぬ「神風」が吹き、純輸出が景気を下支えした**。もしも10 - 12月期に民間設備投資が盛り上がってくるようだと、理想的な展開になる。

これは堺屋経済企画庁長官が描いたシナリオに近い。最初は大型経済対策という官需で景気をてこ入れし、じょじょに個人消費や設備投資といった民需につなげ、最終的に自律的な回復軌道に乗せるという展開だ。昨年12月に堺屋長官が、「変化の胎動が見られる」と形容したときには、いささか時機尚早という感が否めなかったが、今から考えればちょうどあの頃が景気の底だった可能性が高い。

経済成長率予測の実態

ところが、「さすがは堺屋長官」という声がどこからも聞こえてこないのが面白いところである。

多少、うがった見方をすれば、マスコミも民間シンクタンクも、自分たちの間違いを認めるのが嫌なのであろう。意地悪を承知で、各予測機関がいかに見通しを変化させてきたかを下図にまとめてみた。経済は生き物であり、政府による対策などで変化するの当然とはいえ、ある社は大胆に、またある社は小刻みに、見通しを上方修正していることが見て取れる。

次回12月見通しは、臨時国会で決まる18兆円の「経済新生対策」と、7 - 9月期のQEを含んだ条件で改訂される。おそらく**12月にはさらに上方修正が行われよう**。最近は「官庁エコノミストはあてにならない」という批判が多いが、民間もあまり威張れた話ではない。

各予測機関の「99年度成長率見通し」の変化

予測機関	3月見通し	6月見通し	9月見通し	12月見通し
野村総研	- 1.3%	- 0.6%	+ 0.3%	?
大和総研	- 1.8%	- 0.8%	+ 0.9%	?
三菱総研	- 0.8%	- 0.6%	+ 0.2%	?

本筋から離れるが、民間シンクタンクには優秀の人材が集まっているとはいえ、経済予測を発表するときはしょせん会社の看板を使う。そうなれば組織にありがちな思惑だの遠慮だのが入ってくる。かくしてたびたび改訂される成長率見通しや、全然当らない為替予測が生まれてくる。つまるところ、サラリーマンのエコノミストたちは、「本気で予想を当てにっていない」のである。

以上、経済予測を使う人々にとっては、こうした舞台裏を知っておかれることは決して無意味ではないと思うので、あえてご紹介する次第。

それでも残る悲観説の数々

筆者自身は、99年度の成長率は「1.5%前後」になるものと見ている。現時点では少数派の意見であろうが、12月改訂後は「1%以上」の予測が増えるだろう。ちなみに大手のシンクタンクでは、第一生命経済研究所が9月20日時点で「1999年度1.5%、2000年度2.0%」という強気の見通しを発表している。

しかし冒頭で説明したように、**今後の98年10 - 12月期、2000年1 - 3月期に景気が失速しない限り、99年度はそこそこの数字が出る**はず。つまり、多数派のエコノミストは、足下の景気がこれから伸び悩むと見ていることになる。

たしかに回復の足を引っ張りそうな要因はある。しかし、聞いていて首をかしげたくなるような講釈も多い。典型的な声と、それに対する筆者の所感を以下並べてみる。

不安1：企業リストラの進展が景気の回復を遅らせる。

たしかに日本経済には構造調整圧力がかかっている。企業が債務や設備を圧縮すれば、短期的には景気にマイナスだし、失業率の高さは個人消費の足を引っ張るはずである。今後の景気回復は、90年代前半の米国に見られたような“**Jobless Recovery**”（**雇用なき回復**）、あるいは“**Growth Recession**”（**実感なき成長**）になるだろう。その意味で、「景気が回復しても暮らしは良くなる」というなら話は分かる。

しかし、日本経済が自律的な回復軌道に乗るためには、企業リストラは避けて通れない道である。むしろ企業がリストラを先送りし、設備や債務や社内失業を抱えていたために、バブル崩壊後の立ち直りにこれだけ手間取っているのではないか。「リストラで景気が悪くなる」というのは、「ダイエットをしているからお腹が減る」と言っているようなもの。だからといって、ここでダイエットを止めていいほど、日本経済は健康体ではないはず。

不安2：円高が企業業績を圧迫する。

円高懸念はあいかわらず根強い。しかし90年代前半と今とでは、企業の対応力が変わっていることを忘れてはならない。企業の生産拠点はグローバル化しているし、企業の内部では、プラザ合議以後の円高を経験した世代が中核を占めている。円高メリットを享

受できる産業もたくさんある。

現下の円高の原因となっているのは、日本経済の予想外の強さ、巨額の対米黒字、海外投資家の対日投資の活況などである。しかし、はすでに相場に織り込まれてしまっている。また、これが理由で円高になって景気が冷え込むのなら、その時点で円高も止まるはずである。の日本の貿易黒字は減少傾向に転じている²。もすでに峠を越えた。むしろこれからは、「日本国債の格下げ懸念」「郵貯2000年問題」などの円安要因が表面に出てくるはずである。

ドルが対ユーロでも切り下がって、**深刻なドル不安が生じるならともかく、100円を切るような極端な円高ドル安は、あったとしても短期で終わる**だろう。

不安3：財政赤字やゼロ金利によって作られた幻の景気回復である。

赤字国債に頼った景気対策や、市場を歪めるゼロ金利政策は、当局としてもなるべくなら続けたくはないところ。しかし、急にこれを止めたら、治りかけた病がぶりかえすかもしれないので、やむを得ずに続けている次第である。

幸いなことに、99年度は3年ぶりのプラス成長が見込まれている。ということは、少なくとも**景気刺激策やゼロ金利政策は効果が確認できる**ということだ。もしも効果がないのであれば、それこそ一大事である。財政の悪化を懸念する声や、ゼロ金利の弊害を指摘する意見も分からないではないが、今は経済を自律的な回復軌道に乗せることが先決で、二兎を追うべきではないのではないかと。早急な財政再建を求めた1997年の失敗は、あまりにも大きかった。

などなど、いろいろな議論が出てくるのだが、いわゆる「悲観は気分から」を絵に描いたような弱気論も目立つ。こうしてみると、日本経済における90年代の「失われた10年」は、マインド面で大きな負の遺産を残したように思える。

日本経済に求められる2つの「C」

景気がいい、悪いとは、人々の経済に対する感じ方の加減をいう。気分の問題というのは馬鹿にできない。10年も経済の不調が続くと、それが当たり前になってしまって、先行きに対する期待値が低下してしまう。若い学生が「先行きが不安だから公務員になりたい」とか、経営者が「自分の任期中はボロがでないように」と思うようでは、経済が伸びるはずがない。

経済活動においては、”Credibility”(信用)と”Confidence”(自信)という2つのCが重

² 貿易黒字の対名目GDP比は、98年度に3.2%と久々に3%を超えたが、99年度は2%台にとどまる見込み。

要である。まず、政府や銀行に「信用」のない社会では、経済活動は低調にならざるを得ない。旧社会主義国や途上国では、よく見られる現象である。97年11月の「山一・北拓ショック」後は、日本でも一時期それに近い状況が出現した。幸いなことに、98年9月の金融安定化法と早期健全化法の成立により、金融不安は峠を越したと見られる。

もうひとつの「自信」が問題だ。消費者や経営者が、将来に対して自信を持っていなかったら、お金をため込むばかりで経済活動は冷え込んでしまう。**長期金利の低下や少子化現象は、日本国民が自分たちの未来を信じていない証左**である。年金や介護から、財政赤字の拡大まで、たしかに心配することは多い。

では、どうやって自信を取り戻すか。逆説めくが、これは景気回復という結果を出すことによって取り戻すほかはない。

筆者は不況のドン底にあった1991年の米国を体験したが、とことん自信をなくしているアメリカ人を大勢見た。その後、米国経済は「実感なき景気回復」時代から「ニューエコノミー」時代をへて、今や100ヶ月近い景気拡大を続けている。新しいミレニアムを前に、今やその自信たるやたいへんなものがある。

結果を出すことで自信を取り戻し、少しずつ景気回復を本格化する。2000年の日本経済はこういうシナリオで行きたいものである。

<今週の“The Economist”から>

“Now bust Microsoft’s trust”

November 13th “Cover Story”

「マイクロソフト支配を打ち砕け」(p13-14)

***注目の反トラスト裁判で、「マイクロソフト社は独占企業」という事実認定が行われた。** “The Economist” 誌も司法省の肩を持っているようだ。

<要約>

マイクロソフト(MS)裁判でのジャクソン判事の事実認定は、不思議なほどきびしい。今後の諸般の手続きをへて、MS社が最高裁まで争うには2年はかかるし、司法上の遅れを見込めば被害が出るまで更に2年はかかる。それでも判決の枠組みは動かしがたく、「ジャクソン判事はコンクリートを流し込んだ」との評もある。

しかしこれからが大変。MS社の独占が有害であることを示した上で、これをどうするかを決める必要がある。司法省反トラスト局には3つの問題が残る。

変化の速度。インターネットの発展はPC市場の独占を無意味化するから、対策など不要という声がある。しかしMS社の巨額の利益と高い株価は、技術変化への対応力を保証する。ライバル企業の革新を遅らせることさえ不可能ではない。

そこで対策を取ろうにも、MS社はしたたかである。

本質的な措置を取るためには、独禁法の問題にして企業分割を目指すことになるが、

そうすると弊害の方が大きくなるかもしれない。

司法省はそこでどうするか。消費者に選択肢を持たせ、技術革新を刺激することに尽きよう。企業分割なしで済ませる方法としては、ウィンドウズの仕様を全公開させる手がある。さらに行くなら、ウィンドウズのソースコードを他社に提供させ、サンマイクロやオラクルなどに乗り入れさせる手がある。

どちらも駄目なら、企業分割というアイデアを再考せざるを得ない。MS社をOS部門とアプリケーション部門に分ける。ウィンドウズ企業が2~3社になれば、価格や利便性や特色で競争が始まるだろう。真の競争は技術革新を進め、消費者に選択肢を与えるはずである。また、産業の未来を危うくすることもないだろう。

<From the Editor> 金利が低いのは誰のせい？

景気の問題について、好き勝手なことを書いたついでにもう少し続けます。

「もう少し金利が上がらないことには、経済は良くなる」　こういうことを言う人が結構います。とくに年配の方に多い。金利が上がってくればもっとお金を使うのに、という気持ちは分かるけど、これは経済学的には間違っています。すなわち、経済が良くなれば金利は上がりますが、逆は必ずしも真ならず。例を使って説明しましょう。

日本国民すべてが、それぞれに自分の家を持ったとします。この場合、アパート経営は成立するでしょうか。おそらく単身赴任や引越しなどの例外的な需要を除き、家を借りたいという人はいなくなり、家賃は大暴落するでしょう。どんなに立派なアパートでも、需要がなければ空き家になり、家賃が入らないのは当然です。

預貯金だって、借りてくれる人がいれば金利がつきますが、誰も借りてくれなければ金利は果てしなくゼロに近づきます。今起きているのはまさにそういう現象であり、日本銀行のゼロ金利政策とは、現状の追認にほかなりません。今の日本経済には、お金を貸したい人が多すぎて、借りたい人が少なすぎるのです。こういうときに公定歩合を挙げたところで、空き家の家賃を値上げするようなもの。金利を上げることは、景気対策にはならないのです。

要するにConfidenceの問題です。事業者は自信がないから、新しい投資を手控える。むしろ借金を返して、バランスシートを良くしようと頑張る。消費者も自信がないから、消費を手控えて貯蓄に励む。それも株や外債は怖いから、なるべくリスクの少ない預け先を選ぶ。こういう悪循環が金利を低くしているのです。

誰も金を借りないから、政府が国債を発行してお金を借り、派手に景気対策を実施している。早いとこ民間部門が自信を取り戻して、経済活動を活発にしないことには、年金生活者も含めてみんなが困ることになります。

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、日商岩井株式会社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をお願いします。

日商岩井株式会社 国際業務部 調査チーム 吉崎達彦 TEL:(03)3588-3105 FAX:(03)3588-4832

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp