

Contents

特集：2000年度日本経済を読む	1p
<今週のThe Economistから>	
"Taiwan's China dare" 「台湾にからむ中国」	7p
<From the Editor> 「当てにならない数々の指標」	9p

特集：2000年度日本経済を読む

1999年度もいよいよ最終日。4月からは2000年度が始まる。ここはひとつ日本経済の現状を再確認しておきたいところである。

この3月、日本経済にはグッドニュースとバッドニュースがあった。悪いほうは、99年10～12月期の実質GDP成長率が、1.4%（年率5.5%）の大幅減となったこと。これで2四半期連続のマイナス成長となり、「景気は緩やかな回復過程」という説明が怪しくなった。政府見通しである「99年度+0.6%成長」の達成も微妙になった。

反対に良いニュースは、いわずと知れた株価の上昇である。本日の日経平均終値は2万0337円。年初から約2000円上げた計算になる。個人消費にはプラスだし、時価会計の導入を控えた企業にとっても朗報といえる。

こうした明暗分かれる材料を元に、2000年度のイメージを描いてみよう。

1999年度の成長率は？

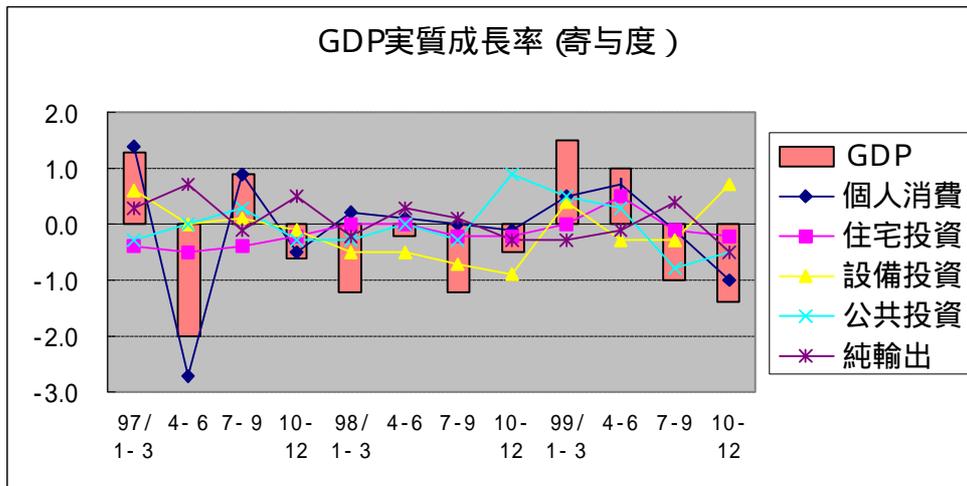
日本経済がどん底だった時期、97年10-12月期から5四半期連続でマイナス成長が続いた。それがプラスに転じたのが99年1-3月期。続く4-6月期もプラスになったものの、その後の2四半期はまたまたマイナスゾーンに逆戻りとなった。米国では"Recession"を、「2四半期連続のマイナス成長」と定義している。この定義に従えば、日本経済は再び不況入りしていることになる。

99年10-12月期成長率の寄与度を見てみると、目をひくのは個人消費の落ち込みである。-1.0%とは、97年4-6月期の消費税増税直後（-2.7%）に次ぐ落ち込みである。GDPの

6割を占めるだけに、個人消費の不振は影響度大である。

これに対し、孤軍奮闘しているのが設備投資である。これまでほとんどマイナスゾーンで推移していたが、情報関連を中心に持ち直しの動きが見られる。「設備投資の半年先の先行指標」と呼ばれる機械受注も、10～12月期は前期比+9.9%の大幅増なので、今後の景気回復の原動力として期待がかかる。

こうしてみると、「個人が冷え込み、企業が動意づいている」のが、99年10-12月期GDPの特徴である。



さて、こうなると気になるのは、99年度成長率がどの程度になるかである。堺屋経企庁長官は、「0.6%ならホールインワンだが、0.3%くらいまではグリーンの上」と早くも予防線を張っている。要は2000年1-3月期の成長率がどう出るかにかかっているが、そのシミュレーションは以下の通りとなる。

2000年1-3月期成長率と99年度成長率の関連

1-3月期	-0.5	-0.2	±0	+0.5	+1.0	+1.5	+2.0	+2.5
99年度	-0.1	±0	+0.1	+0.2	+0.3	+0.4	+0.6	+0.7

もしも1-3月期が2.0%成長であれば、「ホールインワン」が達成できる。難しそうに思えるが、意外と追い風もあるので不可能な数字ではない。

- ・ 「うるう年要因」によるプラス効果。例年の1-3月期は90日だが、今年は1日多い。
- ・ 99年11月の経済新生対策（18兆円規模）に伴う公共投資が顕在化し始める。
- ・ Y2Kなどで10-12月期に輸入が急増した反動で、1-3月期の外需がプラスに寄与する。
- ・ 1月の家計調査報告は前月比1.6%増で、今年に入り個人消費に明るい兆しも。

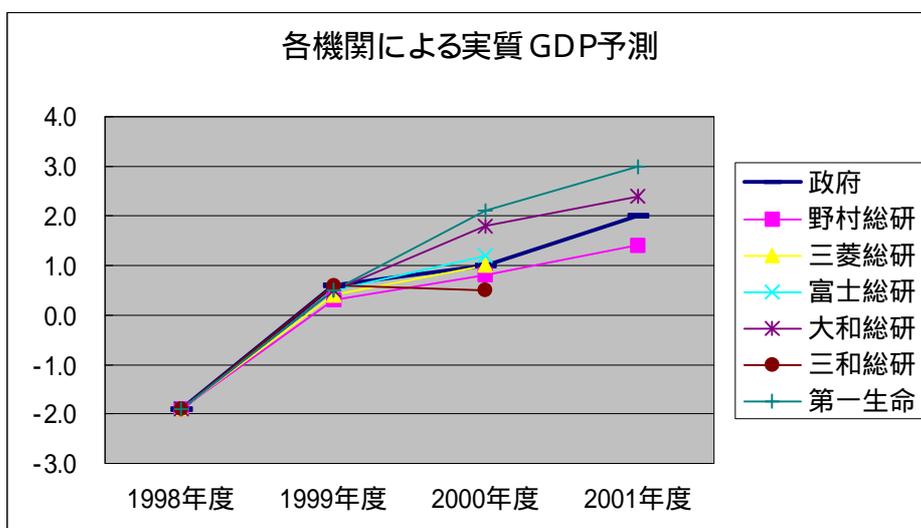
とにかく1-3月期が1.0%成長を超えれば、堺屋長官がいう「グリーン上」の数字が可能になる。逆に99年度が通期でマイナス成長になることは考えにくい。

また、1-3月期が高い伸びを示すということは、2000年度の日本経済が昨年同様に「高いゲタ」を履くことを意味する。

2000年度日本経済の予測

2000年度の実質成長率は、政府見通しでは1.0%となっている¹。2001年度については示されていない。ただし小淵首相は、テレビ朝日番組『総理と語る』の中で「1%の次は2%というのが理想だ」と語っていたので、2001年度は2%として考えてみる。すると、98年度の-1.9%を起点に、一直線の上昇トレンドを描く（下図の太線を参照）。

主要シンクタンクの予想を集計してみると、およそこの前後に散らばっていることが分かる。2000年度については、悲観派から順に数字を並べると、三和総研0.5%、野村総研0.8%、三菱総研1.0%、富士総研1.2%、大和総研1.8%、第一生命経済研究所2.1%となる²。下図のように、トレンド的には「緩やかな回復過程」がコンセンサスとなる



各社の見通しの数字は微妙に違っているものの、大筋の認識にそれほど大きな違いはない。もっとも控え目な三和総研でも、「設備投資がIT関連を軸に次第に増勢を強めるほ

¹ 1月28日に閣議決定した。経済企画庁のHPを参照。<http://www.epa.go.jp/2000/b/0128b-mitoshi.gif>

² 2000年度の見通しにおいて、野村総研は「真水3~4兆円程度の追加景気対策」、大和総研は「例年並の補正」、三菱総研は「後半に事業規模7~8兆円の補正予算」を想定している。ちなみに三和総研は「政策面からの対応はほぼ手を打ち尽くした」とし、他の2社は「追加景気刺激策は不要」と見ている。

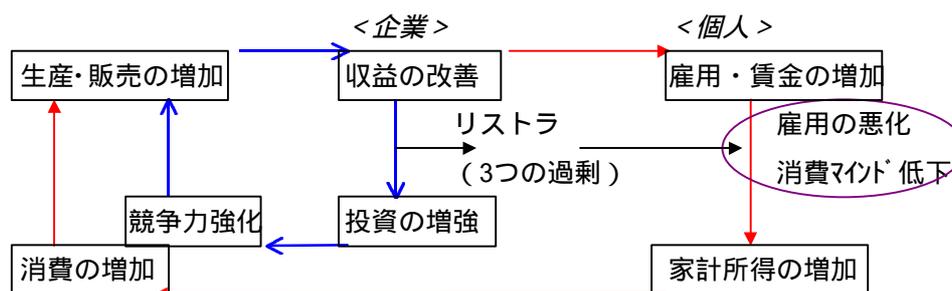
か、海外景気的好調に支えられ、外需が増勢を維持する。さらに年度後半には所得環境が次第に改善するため、個人消費の回復力がじょじょに強まってくる」としている。逆にもっとも強気な第一生命経済研究所でも、「景気の自律回復を確認できるのは、企業収益の回復が家計の所得の増加につながる2000年度後半となる」という。

つまり2000年度の日本経済は、企業 個人の順に回復していくことになる。

生産（企業）と需要（個人）のギャップ

最近の日本経済においては、鉱工業生産、機械受注、日銀短観、法人企業統計などの生産に関する指標は明るい。反対に家計調査報告、百貨店販売、求人倍率などの需要に関する指標が振るわない。要するに企業はいいけど、個人がさえない。このギャップをどう考えればいいのか。

景気循環のプロセス



上の図でいうと、企業に関しては、「収益の改善 投資の増強 競争力強化 生産・販売の増加」という望ましいサイクルがすでに始まっている。ただし個人や家計部門を取り込んだ外側の大きなサイクル、「雇用・賃金の増加 家計所得の増加 消費の増加 生産・販売の増加」には火が点いていない。むしろ**企業は雇用、負債、設備という「3つの過剰」の処理に追われ、雇用の悪化や消費マインドの低下をもたらしている** 企業の行動が個人の景気回復を妨げているともいえる。

それでは春闘で連合などが主張していたように、企業は大幅な賃上げを行って消費需要を喚起すべきなのだろうか。マクロ的に見れば正論になるのかもしれないが、それでは日本企業の体質は脆弱なままで維持されてしまう。

90年代の日本経済は、成長率の低下という負担を主に企業部門が受け止め、株や不動産などの含みを吐き出す形で持ちこたえた。この間、企業の投資効率は低下し、労働分配率が上昇した。つまり、個人は比較的負担をせずに済んだのである。しかし90年代も末になると、企業の含み益は底をつき、国際競争力も低下してしまった。**これから先の企業に必要なことは、労働分配率を下げ、投資効率を改善することである。**

具体的にいえば、企業は「3つの過剰」などの後ろ向きの処理を進めるとともに、新たな収益源を追求しなければならない。特に重要なことは、**「これからの時代に、わが社は何をやって稼いでいくのか」**を早く明確にすることだ。その上で改善した収益を使って、前向きの投資を行うことである。その意味で、IT関連の投資が伸びているのは明るい徴候である。

社員の立場から考えても、自分が勤める企業の体質が弱いまま、賃金だけが上がったとしたところで、それで財布のひもを緩めるとは思えない。「こんなことじゃウチは危ないぞ」とますます儉約に走るのが落ちだろう。減税による可処分所得の増加分が、そのまま消費に回らないのと同じ理屈である。つまり、企業のコンフィデンスが回復しないことには、個人のコンフィデンスも戻らないと考えたほうがいい。

もちろん本格的な景気回復のためには、企業と個人両方のサイクルが改善することが必要である。ただし、**企業のサイクルが自律的な軌道に乗るまで、個人のサイクルには我慢の時期が続く**だろう。問題はそれがいつ、どういう形で終わるかである。

ジョブレス・リカバリーとは何か

1990年代前半の米国経済が、ちょうど同じような局面を体験していた。

1990年代の米国経済

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
GDP	1.7	-0.2	3.3	2.4	4.0	2.7	3.7	4.5	4.3
CPI	5.4	4.2	3.0	3.0	2.6	2.8	2.9	2.3	1.6
失業率	5.6	6.8	7.5	6.9	6.1	5.6	5.4	4.9	4.5

Recession

Jobless Recession

Economic Expansion (Prosperity)

米国経済が底打ちしたのは、統計上は1991年3月だった。しかし、93年一杯くらいまでは失業率が高止まりし、社会全体がグルーミーな状態が続いていた。**数字の上では景気回復しているが、生活実感は伴わない**。いわゆる“Jobless Recovery”（雇用なき回復）ないしは“Growth Recession”（実感なき成長）の状態だった。

この時期の米国企業は大胆なリストラを実施し、投資効率を改善して国際競争力を強化した。積極的にIT投資を行い、その分ホワイトカラー労働者を削減した。その一方で中小企業が成長して雇用を吸収した。90年代後半の米国経済は、「高い成長、低インフレ、低失業率」という理想的な組み合わせを謳歌するが、それは90年代前半に経済の構造調整が十分に行われたことが役立っている。

当面の日本経済においても、同じようなことが求められている。すなわち、痛みを耐えながら前向きな投資を行うというプロセスである。このように考えると、2000年度の日本

経済が高い成長率を示したとしても、失業率は高止まりし、個人のレベルで景気の回復を実感することは難しいのではないだろうか。

ここで注意が必要なのは、経済におけるジョブレス・リカバリーの時期は、政治的には「不機嫌な時代」になることである。米国政治を語る上でよく使われる指標に、失業率と消費者物価上昇率を足し合わせた「窮乏インデックス (Miserable Index)」がある。この数値が10%を超えると、国民の不満が高まって政治的に不安定になる。1990年から92年までがまさにその通りで、ブッシュからクリントンへの政権交代が生じた。

ギャラップ社の世論調査によれば、「現状に満足か、不満か」という問いに対し、92年秋には実に8割以上の米国民が「不満」と回答した。その後、「不満」の答えが目に見えて低下するのは96年を過ぎてからである³。

もしも日本経済がジョブレス・リカバリーのプロセスに入るとしたら、それは政治不安という副作用をもたらすだろう。単なる不況であれば、「みんなで我慢して乗り切ろう」と考えればいい。しかし回復期においては失業率が高まる一方で、はなばなしい成功を収める人々も現れる。二極化現象の進行は、社会的な不満を生みやすいのである。

株価の反騰をどう見るか

さて、最後に最近の株高について考えてみたい。年度末を控えて企業の決算対策の売りもあつたはずなのに、3月の株価は急激な上昇を見せた。

日経平均株価 (2000年1-3月)



野村総研の植草一秀氏がたびたび指摘しているとおり、「株価は景気動向を約8ヶ月先取りして動いている」。鉱工業生産指数のグラフと、日経平均株価のグラフを8ヶ月ずらしてかざると、なるほど見事に重なる。この前の景気のピークは、消費税増税直前の97年4月だったが、これに先立つ96年6月から株価は下落している。逆に景気の底といわれる

³ 96年後半に「満足」が「不満」を逆転し、その後はずっと「満足」が多い状態で推移している。

99年6月に先立ち、98年10月から株価は上昇している。そうだとすれば、1-3月期の株高は2000年後半に本格的な景気回復が来ることを予言していることになる。

ところが気になる点もある。植草氏はたびたび、「政府による景気回復優先の姿勢が明確に示されるたびに、株価は上昇してきた」ことを指摘する。ところが3月25日土曜日、小淵首相は沖縄で「二兎を追うものは一兎をも得ずとって来たが、財政改革も重要課題として取り組まなければならない」と述べた。景気回復最優先からの転換を示唆したにもかかわらず、月曜以後の株価は上昇した。

実は3月の株価上昇は、4月からの郵貯2000年問題を控え、極端な需給環境の改善によってもたらされたものである公算が高い⁴。実際、今年に入ってからの株への関心の高まりはちょっとしたもので、都内のある大型書店では販売の上位50冊のうち22冊が株に関する本だという。低金利を嫌った個人マネーが動き出し、株式市場が活気づいている。こうした状態では、かならずしも株価が景気の先行きを示すとは言い難いのではないか。

現在の株高は、カネ余り現象による需給相場と考えたほうがよいように思う。それだけに多少、荒っぽい動きをすることも不思議ではない。2月以降のソフトバンク、光通信などIT関連銘柄の乱高下は、その典型例である。2000年度の株式市場は活況を呈するだろうが、波乱に満ちた展開になるのではないか。これをもってリスクと感ずるか、一攫千金の好機と捉えるかは、ひとそれぞれであろう。

結論的にいえば、2000年度の日本経済に関する筆者のイメージは、以下のようにまとめることができる。総じてあんまり明るいとはいえないが、2001年度以降を考えればそう悪い話ではないだろう。

- ・ 民間設備投資と外需を中心に、緩やかな経済成長（1%台）が続く。
- ・ 企業収益は改善するものの、リストラが続いて労働分配率が低下。
- ・ 企業はIT関連など、新分野への投資を積極化。投資効率が改善。
- ・ 失業率は高止まりし、個人レベルでは景気回復を実感しにくい。
- ・ 個人マネー1300兆円が動き出し、株式市場は活況。銘柄によっては乱高下も。
- ・ 政治的には不安定な状態に。秋の総選挙では政権交代の可能性も。

< 今週の “The Economist” から >

“Taiwan’s China dare” March 25th 2000 Cover Story
「台湾にからむ中国」(p 17-18)

⁴ 本誌1月14日号「マネー大移動の予感」を参照。

*** 陳水扁總統当選のニュースは中台関係の緊張をもたらすか。今週のThe Economist"誌は、いつもにもまして中国にきびしい。**

<要約>

平和な時代の到来かと思ったら、突然に言葉の戦争が始まった。台湾における50年の国民党支配が終わり、独立支持政党の候補者、陳水扁が総統に当選したことは、中国共産党をいたく刺激した。独立の動きには力で対抗する、統一への協議を遅らせても武力を行使する、陳水扁は受け入れがたいと脅したが、台湾人が選んだからには仕方がない。

中国指導部は、当面は陳の出方を見守るとしている。もし気に入らなかったらどうするつもりなのか。中台海峡に火が点けば、小競り合いでは終わらないはずだ。東アジア第2位と第4位の経済の対決は、米国や日欧も巻き込んでしまうだろう。

だがこれはチャンスでもある。陳水扁が対決すべきは、腐敗した国民党であって中国ではない。彼は独立宣言をしないと声明し、中国への平和会談を呼びかけた。中国側は、不用意な威嚇が自国の経済発展を妨げることを承知している。手出しをすればWTO加盟はおじゃんになるだろう。少なくとも憎き李登輝は失脚してくれた。

中台はともに戦争より平和を望んでいる。現下の双方の不一致は言葉だけのものだ。中国は「ひとつの中国」原則に基づく対話を望み、陳はそれを前提条件とはしないという。こんな言葉の遊びは止めて、ビジネスの話を始めてはどうなのか？

それほど簡単ではない。「ひとつの中国」という言葉は爆弾である。中国も台湾も周辺国も、これまで「ひとつの中国」を当然としてきた。「共産党独裁」か「民主制」か、「一国二制度」か「一国二政府」か、双方が納得している間はそれでも良かったが、いまや中国以外の誰が見ても台湾は独立している。政府があり、通貨があり、かつては国連に議席も持っていた。成熟した民主国家でもある。それに比べて中国は一党独裁国家である。

中国は台湾に対し、香港やマカオ以上の自治権を与えるという。独立支持者は多数派ではないが、統合論者はそれ以上に少ない。当然である。小さくて金持ちで民主主義の台湾が、大きくて貧しくて共産党支配の中国に統合されるのでは、失うものが大き過ぎよう。

交渉して駄目なら武力で統一を。中国がそこまで踏み込むのは、イデオロギーの殻が抜け落ち、国民の民族主義に訴えるしかないからだ。台湾の独立は、二重の意味で共産党への脅威となっている。

中国は台湾人の民意を無視してもいいと考えるかもしれない。だが米、欧、日など外部はそう思わない。米国は中国の武力行使を看過しないこと、台湾は挑発すべきでないことを明らかにすべきである。中台は交渉を通じて解決を求めるしかない。だが台湾は変わり、中国はさらに硬化しつつある。今回は回避されても、また次の危機がやってくるだろう。

<From the Editor > 当てにならない指標の数々

昔の秀才が急に成績が落ちて、努力してもなかなか成績が戻らなくなった場合、だいたい次の3通りのことを考えるのではないのでしょうか。

- (1) テストの仕方が悪い。俺の実力はこんなもんじゃない、と開き直る。
- (2) テストの点だけが人生じゃない、もっと大事なことがある、と目先を変える。
- (3) 勉強の仕方が悪いのかもしれない、と素直に反省してみる。

今の日本経済についてもこの3通りの議論があり、特に最近流行しているのが(1)。つまり経済を表す指標に問題があるのではないかという指摘です。家計調査に単身世帯の動向が反映されていない、消費者物価指数ではパソコンや携帯電話通話料が対象になっていない、設備投資にソフトウェアの購入が含まれていない、求人倍率には就職情報誌を經由した分が入っていない、などなど。

これらの統計を見直すのは当然ですが、「だから日本経済の実力はもっと上」というのはおかしい話です。それ以前に日本のGDP統計は、「四半期ごとに数字が大きくなる」、「経企庁が後から大きな訂正を行う」など、海外からもさんざんな評価をされています。発表の時期についても、1999年度の成長率が6月上旬にならないと分からない、しかも何日に発表されるかは直前まで教えてもらえない、など不便な点が多い。日本経済の実力もさることながら、統計の実力にいささか問題があるように思われます。

ちなみに、(2)は「これだけ大きくなった日本経済で、成長ばかりを目指しても仕方がない」という議論で、要は価値観の問題へのすり替えです。「個人の幸福感」などという数値化できない概念を持ち込む手合いが多いので警戒を要します。今の日本経済が、潜在成長力といわれる2%程度さえ達成できないことは、素直に反省すべきでしょう。

大切なのは(3)のような建設的な態度だと思います。公共投資のやり方ひとつ取っても、現在の努力の仕方には問題があるらしい。ところが、多くの人々が指摘しているわりに具体論につながりません。実力が発揮できないときは、「素直な反省」と「惰性を断ち切る勇気」を持ち続けたいものです。

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