

Contents*

特集1：リチャード・メドレー氏のアメリカ経済分析	1p
特集2：GDPサプライズと景気の行方	3p
<From the Editor> 「組織変更のお知らせ」	6p

*

特集1：リチャード・メドレー氏のアメリカ経済分析

7月8日、国際金融情報センター（J C I F）の講演会に出席した。講師はメドレー・グローバル・アドバイザーズ代表のリチャード・メドレー氏。エール大学の経済学博士にして、議会に強い民主党系のエコノミストにして、ソロス・ファンド・マネジメントの経営にも携わった人物。ヘッジファンドにいただけあって、同氏が提供する情報誌「スミック・メドレー・インターナショナル」は、金融界ではその名も高い。

メドレー氏が見立てる米国経済の分析は非常に面白い。以下、余計な説明抜きで堪能していただきたい。

再利上げはありうる

90年代の米国経済は、インフレのない状態で高い、長い成長を続けてきた。情報革命などによる生産性の向上が、インフレを克服してきたのだ。だが、98年春頃には労働力不足が懸念されるようになった。しかも夏にはロシア危機、L T C Mの経営破綻が続き、F e d（連銀）は合計3回、0.75%も利下げをして危機をしのいだ。

今年の初め、F e dはもちろん国際機関や民間金融機関まで、皆が99年の成長率は2%以下を予想していた。モルガンスタンレーなどは0%と見通していた。しかし2月には、市場には「大きな危機は去った」というコンセンサスができていた。今や失業率は4%台、N Y平均株価は1万1000ドルだ。経済成長は今年も4%台になる公算が高い。これがバブルだという認識に反対する人は少ない。

F e dは米国経済を、なんとかが%台に減速させようとしている。しかし正直なところ難しい。旺盛な設備投資意欲など、底堅い実需を考えただけでも3%成長は達成できそう。これに

住宅投資が伸びれば、それ以上になるだろう。さらに問題なのは、財政が予想以上に黒字化しているために、議会共和党が減税の実現を目指していること。キャピタルゲイン減税や、相続税の減免が候補に上がっている。これが1%程度の成長を嵩上げする可能性がある。そうなればインフレ・シナリオが現実味を帯びてくる。賃金上昇によるインフレや、商品価格の高騰も気がかりだ。

結論としてF e dは利上げを考えている。今後、0.25~0.75%の範囲であり得るだろう。6月30日のF O M Cでは、F e dはF F レートを0.25%上げ、判断を「中立」に戻した。利上げを年頭においているのなら、「引き締め」を継続すれば良さそうなものだ。なぜそんなことをしたのかといえば、「市場に対してサプライズを与える余地を残したい」から。意外性を好むのは中央銀行として当然のことである。

資産バブルが好ましくないのは当然だが、現実問題としてF e dができることは少ない。かつて日本では三重野日銀総裁が、大胆に利上げをしてバブル退治を行ったことがある。日本は貯蓄率の高い国だから、バブルが崩壊しても今の程度で済んでいるが、米国で同じことをしたらとんでもないことになる。アメリカ人のほとんどは、株や不動産の形で資産を保有しているのだから。その意味では、グリーンズパン議長は極端な行動には出られない。

米国大統領選挙の行方

グリーンズパンは12年もF e d議長を続けているが、大統領選挙の最中でも遠慮なく利上げを行ってきたことで定評がある。91年の利上げは、そのおかげで選挙に負けたと、今でもブッシュ前大統領は怒っているらしい。今の「クリントン=ゴア」コンビにとっては、「利上げするんだったら早いうちにしてくれ」ということになるだろう。

その大統領選挙は、現時点ではブッシュ・ジュニアの支持率が圧倒的に高く 今にもホワイトハウスを乗っ取りそうな勢いだ。確かに彼は、スピーチもうまいしスペイン語もうまい(それゆえヒスパニック系に強い支持層を持つ)。それに引き換え、ゴアは英語さえあんまりうまくない(笑い)。

それでもブッシュにはいくつかの死角がある。

今の共和党は70年代の民主党のように分裂している。穏健派はとにかくホワイトハウスを取り戻したいの一念だが、宗教的右派はそうは思っていない。ロス・ペロー候補が3度、大統領選挙に挑戦した場合、右派がペローに乗る可能性がある。これは民主党を利することになるだろう。

ブッシュには政策がない。そもそも今の米国には政策になるようなテーマがない。ブッシュとしては、「自分の方がゴアよりは魅力的だ」と訴えるかもしれないが、それなら民主党側は、「俺達はブッシュの親父よりはうまくやってきた」と反論するだろう。

ブッシュにもクリントンと同じような「過去」がある。もっともスキャンダルが候補者

にとって不利に働くかどうかは分からない。クリントンの支持率は、ルウインスキー事件のおかげで78%まで上がったほどだ。

今年の米国大統領選挙は、選挙法の改正によって大きな変化があった。従来はイリノイ州、ニューハンプシャー州といった、小さな州から順に予備選挙を行って、候補者が知名度を上げつつ選挙資金を集めていった。ところが今回は、ニューヨークやカリフォルニアといった大きな州が序盤戦で予備選挙が行うことになる。これでは序盤から大量の選挙資金が必要になる。最初から知名度の高い候補者でなければ勝ち残れない。今後、新しい候補者が予備選挙を勝ち上がってくるのは容易ではないだろう。

ことによると、今回いちばんおもしろいのは、ヒラリー・クリントン対ジュリアーノNY市長が対決するニューヨーク州上院議員選挙かもしれない。

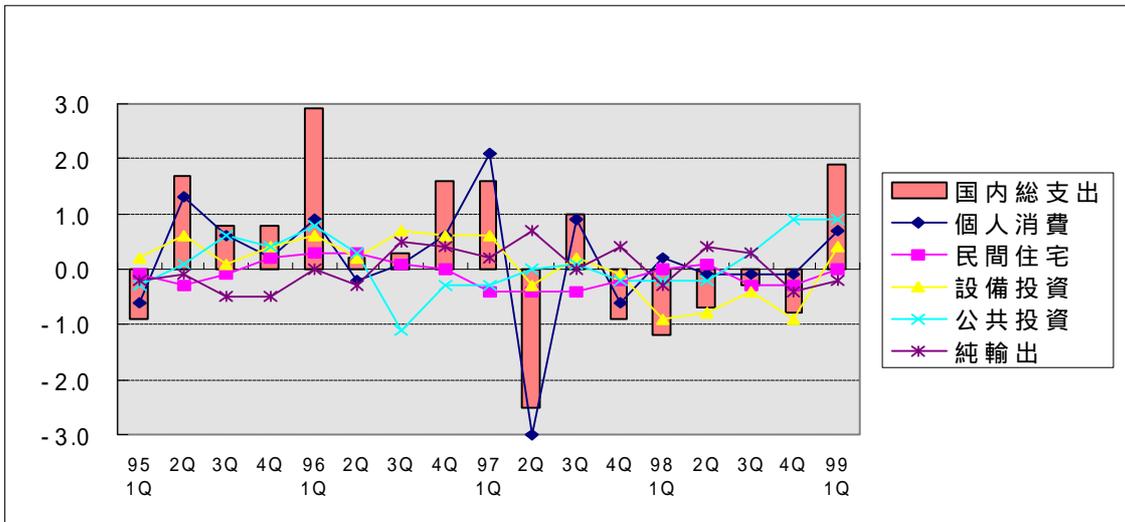
特集2：GDPサプライズと景気の行方

先月発表された99年1 - 3月期の国民所得統計（QE）は、前期比1.9%のプラスと大方の予測を裏切って高い数値が出た。マイナス予想が多かったエコノミストたちは、さながら「GDPサプライズ」といった様相を呈している。各シンクタンクは1999、2000年度の成長率見直しに余念がないが、皆一様に懐疑的である。経企庁記者クラブの記者によれば、先のQEに対しては、経企庁内部でも「本当か？」という声が少なくなかったとか。以下、サプライズの中身についてまとめてみた。

「ゲタ」による効果

5四半期連続のマイナス成長が止まった。それだけならたいした問題ではない。それがほかならぬ1 - 3月期であったことが大きな意味を持つ。これは99年度の日本経済が、高い発射台についたことを意味する。業界用語でいうと、「高いゲタをはいた」のである。

高い伸びを示した99年1 - 3月期成長率



多くの経済統計は「前年同期比」を問題にするが、GDPは「前期比」の伸び率に着目する。ここから生じるのが「成長のゲタ」の存在である。ちなみに、わが国以外ではあまり問題にされないのが、筆者はこれを英語で何というのか知らない。

ゲタの原理をご紹介しよう。仮に1998年の日本のGDP平均値が500兆円だったと仮定しよう。さらに4四半期に分けて、以下のようなパターンを想定してみる。

3通りのGDP成長率

	パターンA	パターンB	パターンC
98年4 - 6月期	500兆円	500兆円	500兆円
7 - 9月期	500兆円 (0%)	450兆円 (-10%)	550兆円 (+10%)
10 - 12月期	500兆円 (0%)	500兆円 (+11%)	500兆円 (9%)
99年1 - 3月期	500兆円 (0%)	550兆円 (+10%)	450兆円 (-10%)
平均値	500兆円	500兆円	500兆円

A、B、C、どのパターンでも、年間の平均値は同じであるが、パターンBは「プラスのゲタ」、パターンCは「マイナスのゲタ」を履いた状態である。要は年度最後の瞬間に、経済がどれだけ伸びたかが次の年に響いてくるのだ。

次にそれぞれのパターンにおいて、99年度は4四半期連続でゼロ成長だったと仮定しよう。

99年度の日本経済

99年4 - 6月期	500兆円	550兆円	450兆円
7 - 9月期	500兆円	550兆円	450兆円
10 - 12月期	500兆円	550兆円	450兆円
2000年1 - 3月期	500兆円	550兆円	450兆円

平均値	500兆円	550兆円	450兆円
前年比伸び率	0%	10%	10%

3パターンとも現状維持に終わったにもかかわらず、パターンBでは10%成長となり、パターンCではマイナス10%成長になってしまった。これはかなり極端なケースだが、1-3月期の成長率が高いことが、いかに重要か分かるだろう。

つまり、99年度の日本経済が現状維持で推移したとしても、政府の目標である.5%成長は楽々とクリアできそうなのだ。小淵政権が強気になるのも無理はない。

個人消費～トリクルダウン効果？

1-3月期GDPのサプライズは、全体の高さもさることながら、個人消費と設備投資がプラスに転じたことも意外性を持って受け止められた 公共投資が伸びるのは当然だが、見たところ民需は冷えている。特に失業率が5%に近づいており、雇用不安を抱える人が増えているのに、消費マインドが強いというのは信じがたいところがある。

と思ったら、7月6日に発表された家計調査で興味深い結果が出た。勤労者世帯(サラリーマン)よりも、勤労者以外の世帯(自営業、自由業など)の消費が伸びているのである。5月には勤労者以外の世帯の消費が、前年同期比で実質4%も伸びた。案の定、勤労者世帯の消費は伸び悩んでいる。やはりサラリーマン家庭は、消費マインドが萎縮しているのか。

理由として考えられるのは、減税の効果、株高の効果、などである。ここで想像できるのは、「金持ちが金を使っているのではないか」ということ。

本来、消費拡大には、金持ちに金を使わせるのがもっとも効果的である。1000人が使う1万円よりは、一人が使う1000万円の方が、おそらくは景気刺激効果が大きいはず。とはいっても、日本では長らく「金持ち優遇」という経済政策がタブー視されてきたそれが破られたのは昨年秋に決まった定率減税によってである。現時点では即断しがたいが、減税が引き金になって高額所得者の消費が伸び、個人消費を牽引している可能性がある。

かつてブッシュ時代の共和党の経済政策は、「トリクルダウン・エコノミクス」と呼ばれていた。これは「金持ちが気前良く金を使えば、水が高いところから滴り落ちる(trickle down)ように、社会全体に金が回るようになる。だから金持ちを優遇することが大切なのだ」といった意味。共和党らしい考え方で、キャピタルゲイン減税などの「金持ち優遇政策」の理由付けとして使われた経緯がある。

現時点で進行しているのは、「日本版トリクルダウン効果」かもしれない。

楽観できない設備投資

設備投資がプラスになったことも意外だった。多くのエコノミストたちがこの疑問に答

えを探している。たとえば三和総研の「99、2000年度日本経済の展望」(6月23日)では、「1 - 3月期の設備投資は、前期比+2.5%と6四半期ぶりに増加したが、これは政府の信用収縮対策の効果が出て、先延ばしされていた中小企業の投資が増加したものと推測され、一時的な増加と考えられる」と結論している。

設備投資の先行指標である機械受注は、4月は前月比 - 13.8%となっている。これを見る限り、設備投資がこれから盛り上がるとは考えにくい。4月は稼働率指数が91.2(前月比5.9%減)と1957年3月に次ぐ低水準となったこともあり、設備の過剰感が感じられる。1 - 3月期はプラスになったものの、これは将来、失速すると見ておいた方が無難だろう。

今回のGDPサプライズをどう見るかは、エコノミストの間でも意見が割れている。「今回の数字は統計上のぶれ。実態を表していない」(植草一秀)、「景気はすでに98年末に底を打っている」(高木勝)の両論がある。どちらが正しいかは次のQE、つまり4 - 6月期のGDPが出れば結論が出るだろう。次回QEは9月10日頃に発表される。

<From the Editor >

7月1日から筆者が所属する「調査・環境部調査課」が、国際統括部との統合により、「業務部調査チーム」に変わりました。電話番号やFAX、場所などは変わりません。今後ともご利用くださいますようお願いいたします。

新しい部は「フリータイトル制」を採用しました。ということで、筆者は唐突ながら「主任エコノミスト」になりました。「課長代理」よりもずしりと重い感じですが、中身はまったく変わらないのですけれども。

フリータイトル制は、ひとつ間違えると肩書きだか能書きだか分からないようなカタカナ名前が増えてしまいますが、当人の自覚を促すという面ではいいこともあるように感じます。少なくとも筆者は新しいタイトルに、いささかのプレッシャーを感じています。これに恥じないようなレポートを書いていきたいと思います。

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あてにお願いします。

日商岩井株式会社 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