

Contents

特集：米国経済のハードランディング仮説	1p
<今週のThe Economistから>	
“Up and down” 「浮き沈み日本経済」	6p
<From the Editor> 「マケイン旋風がもたらすもの」	7p

特集：米国経済のハードランディング仮説

思わず派手なタイトルをつけてしまったが、筆者は「米国経済がクラッシュに向かう」ことを予言しているわけではない。現下の市場のコンセンサスは、「2000年の米国経済はソフトランディングに向かう」である。まことに結構なシナリオであり、ぜひそうなってもらいたいと思う。

ただし、米国経済に対する見通しはここ数年はずれ続けている。なにしろ今月で、米国経済は史上最長の107ヶ月という景気拡大期間を迎える。日本のいざなぎ景気が57ヶ月、バブル景気だってそれ以下だった。それを思えば**異常な事態が進行中**なのである。

たとえメインシナリオではなくても、ハードランディングの可能性は当然考慮に入れておくべきではないだろうか。

予想がはずれ続けた米国経済

「われわれは新しい世紀を迎えた。新しい2000万人の雇用とともに、過去30年でもっとも高い成長率とともに、過去30年で最も低い失業率とともに、過去20年でもっとも低い貧困率とともに、最も低い黒人とヒスパニック人口の失業率とともに、43年ぶりの財政黒字とともに。そして来月、米国は史上最長の経済成長を達成するだろう。（拍手）われわれはnew economyを打ち立てたのだ」

1月28日、最後の年頭一般教書のなかでクリントン大統領は高らかに宣言した。ここに示された認識は、まったく文句のつけようがない。99年の米国経済は、10-12月期も5.8%

(速報値)の高成長となり、3年連続で4%以上の成長率を達成した模様である。

4%成長とは恐ろしい数字である。米国経済のGDPはおよそ9兆ドルにも達しており、4%は実にインド1国分(3574億ドル/97年)に相当する。こんな好調がいつまで続くのだろうか。

2000年の米国経済はソフトランディングに向かう、というのが市場やエコノミストの大勢である。下記の通り、主要な機関の予測は、ほぼ.5%-3.0%のレンジに収まっている。

米国経済の成長率見通し

	1999年	2000年	発表日時
政府予算局(OMB)	3.9%	2.4%	99年 6月28日
議会予算局(CBO)	4.0%	2.4%	99年 7月 1日
F R B	3.5-3.75%	2.5-3.0%	99年 7月22日
I M F	3.7%	2.6%	99年 9月21日
O E C D	3.8%	3.1%	99年11月16日

しかし彼らは99年も同じような予測をし、後から訂正した経緯がある。下記は各機関がいかに予測を修正したかという記録である。

99年成長率見通しの変遷

OMB	2.4% (99年 2月)	3.9% (99年 6月)	
C B O	2.3% (99年 1月)	4.0% (99年 7月)	
I M F	1.8% (98年12月)	3.3% (99年 4月)	3.7% (99年 9月)
O E C D	1.5% (98年11月)	3.6% (99年 5月)	3.8% (99年11月)

この結果を見ると、2000年ソフトランディング説が疑わしく思えてくるだろう。実は98年も似たようなものだった。米国経済は各機関の予測を大きく越えて、力強い成長を続けてきた。つまり、現在の米国経済においては常識はずれの事態が進行しており、先を見通すことがきわめて難しいのである。ゆえに今年も高度成長に終わったとしても、あるいはハードランディングになったとしても、正直なところどちらでもあまり違和感はない。

ちなみに戦後、米国経済の長期景気拡大局面は2度あった。60年代(61年3月から69年12月)と80年代(82年12月から90年7月)である。前者はベトナム戦争拡大によるインフレによって、後者はブラックマンデーによる金融の混乱と、湾岸危機による石油価格高騰で終息した。過去の経験は、米国景気に軟着陸は少ないと教えている

山高ければ谷深し、という。われわれは米国経済がハードランディングする、という可能性を考慮に入れておくべきではないか。

以下、米国経済失速について3通りのリスクシナリオを検討してみよう。

その1：インフレ・シナリオ

まず、過去のパターンからいけば、長期景気拡大が終焉する理由としてインフレが考えられる。1バレル30ドルに接近した石油価格、4%近くにまで下がった失業率など、インフレが生じる材料はそろっている。

こんな面白い指摘がある。「一生のうち、11回も職を変えるアメリカ人は、3年半に1回、1ヶ月仕事をしない時期がある。それだけで失業率は3%になる」(ローレンス・リンゼー前FRB理事)。つまり米国の労働市場は流動性が高いので、失業率は一定水準以下にはならない。99年通年で4.2%という失業率は、ほぼ完全雇用と考えていい。労働力不足によるコストの上昇は十分にあり得る。

米国経済の潜在成長力は3.5%程度と見られているので、現在の4%台の成長は過熱気味であることは間違いない。株価の高騰による資産インフレの効果も無視できない。

こうした情勢をFRBは十分に承知している 昨年後半に3回の利上げを実施し、今年も最初のFOMCで利上げを実施した。4期目の再任が決定的となったグリーンスパン議長は、「選挙の年でも利上げをためらわない」ことは過去に何度も実証済み。市場においても、まだ利上げの「出尽くし感」はない。インフレ再燃の際に、金融政策が出遅れるリスクは低そうだ。

FOMCの決定

	5/18	6/30	8/24	10/5	11/16	12/21	2/1-2
FFレート	4.75	5.00	5.25	5.25	5.50	5.50	5.75
公定歩合	4.50	4.50	4.75	4.75	5.00	5.00	5.25

(は利上げの実施)

ここで上げたインフレシナリオとは、「インフレ」「利上げ」「株安」というルートをたどる。可能性は低くなさそうだが、この場合はハードランディングとはならず、ソフトランディングに終わるような気がする。なにしろ市場はインフレも利上げも強く意識しており、いざ実現したときにもさほど驚きがない。株価も相当に調整しない限り、パニックになるとは考えにくい。

その2：ドル安シナリオ

2番目に考えられる米国経済の不安要因は、民間部門の過剰借入れである。"The Economist"1月22日号は、「世界の2大借金王は、日本の公的部門と米国の民間部門」と指摘し、前者よりも後者の方が危険であると結論している。米国の民間部門の債務はG D

P比で132%にも達しており、仮に株式市場の暴落があれば予想以上に深刻な結果をもたらすという。

たとえば1998年の米国では、民間部門が2840億ドルを借入れ、公的部門では200億ドルの余剰が生じた。不足分の600億ドルは海外から流入した計算になる。海外から借りたお金で、バブルのような繁栄がもたらされているという点では、そこだけ見れば97年のタイや98年のロシアと同様、危うい状態だといえる。

もしも米国経済が海外のマネーに頼らず、持続可能な発展を続けようと思えば、家計の貯蓄率を高めるか、企業が借入れを減らす、のいずれかが必要にある。前者の場合は個人消費が冷え込み、後者の場合は設備投資に影響する。その結果、米国経済はめでたくソフトランディングとなる。しかし、現下の過熱気味の景気を見ていると、どちらも実現しそうには思われない。

それでは米国経済が、このまま家計の貯蓄率を減らし、世界中から金を借り続けた場合、どうなるのだろうか。民間部門の借入れが成長分野に投資され、それで企業収益が更に伸びるようであれば問題はない。しかしROE20%以上などという投資先が、そんなにたくさんあるはずがない。そこで資金の少なからぬ部分が自社株買いに向かい、株価をつり上げるために使われている。さらに市場から買い集められた自社株は、ストックオプションという形で経営者や社員に分配されていることが多い。これでは何のことはない、借りたお金で給料を払っているようなものである。

海外の投資家は、IT産業など米国企業の将来性に期待して投融資を行っている。これらが利益をもたらしている間は、新たなマネーが流入し続ける。しかし、それが期待外れだということが分かれば、資本の引き上げが始まって、極端なドル安に至る可能性がある。

たとえばドルが円に対し、急激に1ドル80円程度まで売られるとしたら、FRBはドル防衛のために利上げを迫られる。そこで株が暴落する。つまり「ドル安」「利上げ」「株安」というシナリオである。これは相当なハードランディングになりそうだ。

しかし本当にドル安が実現するかといえば、実は筆者は懐疑的なのである。たしかに米国の経常収支は悪化しており、99年は3000億ドルを超える赤字になった見込み。経常収支の赤字は資本収支の黒字で埋め合わせなければならず、それができないときはドル安という形で調整される。

ところが現実にはドルは、年初から対円でも対ユーロでも強含んでいる。日本でゼロ金利政策が長期化し、ドルは金利の先高観があるのだから、日本から米国への資金の流れは続くだろう。また欧州ユーロ圏の景気は予想外に堅調だが、ドイツの政治の迷走など不安定要素が多すぎる。要するに投資家にとっては、ドル売りをしたくても代わりに買うべき通貨が見当たらないのである。

たしかにドル急落によるハードランディング・シナリオはあり得るが、その可能性は非常に低いのではないかと思う。

その3：カリスマ崩壊シナリオ

3番目のリスクとして、「カリスマ崩壊」のシナリオを指摘しておきたい。1987年以来、金融政策の舵取りを行ってきたグリーンズパンFRB議長は、今や米国経済の守護神として市場から信仰にも近い信頼を集めている。しかし神ならぬ人の身、まして4期目の任期を終えるときには78歳の高齢になる。この間、グリーンズパン神話は本当にいつまでも続くのだろうか。そもそも米国のように巨大な市場の安定が、一個人の超人的な判断に委ねられているとは怖い話である。

グリーンズパンが本当に神のごとき人であったなら、これだけ株価が上がるのを放置しなかつたらう。それどころか、彼の度重なる警告に逆らいつつ、株価は上昇を続けてきた。1996年12月に「根拠なき熱狂(irrational exuberance)」と警鐘を鳴らしたとき、株価はまだ6400ドル台だった。その後も「行き過ぎた楽観主義(excessive optimism)」(97年2月)、「バブル崩壊(bursting bubble)」(99年10月)といった強い言葉で沈静化を図ったが、いずれも株価は一時的に下げ、その後は反転している。「グリーンズパン発言は絶好の買い場」という誤った解釈が定着してしまった。

これまでグリーンズパン議長は、「市場にやさしい」微調整型の金融政策を実行してきた。危機を乗り切るたびにその評価は上がり、株価も上昇し、危険は大きくなって先送りされている。いわゆる成功のジレンマである。もしもFRB議長の判断に対し、市場の信頼が失われたらどうなるか。信仰は失望に転じ、株価は下落し、売りが売りを呼ぶ展開になるかもしれない。

株価が急落すると、今度は利下げに踏み切らざるを得ない。すると今度はドル安という形で破局が広がってしまう。これこそ米国経済にとり、最大にしてもっとも現実的な恐怖シナリオではないだろうか。

ニューエコノミーは可能か

最後に3つの悲観シナリオをまとめると以下のようなになる。

				可能性	被害
インフレ・シナリオ	インフレ	利上げ	株安	十分あり	軟着陸
ドル安シナリオ	ドル安	利上げ	株安	小さい	パニック
カリスマ崩壊シナリオ	株安	利下げ	ドル安	無視できず	パニック

冒頭にも述べたように、米国経済のメインシナリオは「ソフトランディング」である。しかし本当のところ、これで軟着陸というのはいかにも話がうますぎるという気がする。なにしろ米国経済がハードランディングを迎えた場合、全世界への影響ははかりしれない。

確率は低いにしても、警戒しておくにこしたことはない。

「ニューエコノミー論」という言葉が登場してから、もう3年になる。筆者も含めて、当初は否定的な見方が多かったが、いまやクリントン大統領が自信を持ってその誕生を宣言するに至った。たしかに「ITが新しい経済の可能性を切り開く」という意味なら、ニューエコノミーは誕生しつつあるといえよう。しかし「米国経済から景気循環が消えた」とまで極論するのであれば、これは大いに疑うべきである。「山高ければ谷深し」という経験則の方がずっと説得力がある。

<今週の“The Economist”から>

“Up and Down” February 12th 2000 Leaders

「浮き沈み日本経済」(p 15)

*** 日本経済は、99年10-12月期GDPがマイナスになりそうだ。それでも引き続き、諸外国が日本を見る目は強気である。“The Economist”誌もしかり。**

<要約>

去年前半は快進撃だった日本経済は、再び低調に推移し始めたように見える。巨額の財政刺激とゼロ金利政策にもかかわらず、最近の不況は経済が思われていた以上に重傷であることを示唆している。それでも水面下では、快方に向かいつつある証拠がある。

99年前半の日本経済は、年率5.1%の成長を示した。しかし第3四半期にはマイナス成長となり、経企庁長官は第4四半期もマイナスかもしれないと警告している。2四半期連続の減少は再度の不況を示唆する。しかし日本のGDP統計は、信用できないことで悪名高い。大きくぶれる上に後から訂正される。事実、生産関連指数は改善を示している。

99年度の日本経済は、0.6%成長になると予測されている。威張れるほどの数字ではないが、本誌が半年前に予測したよりはいい。少なくとも財政政策は効いている。99年末には財政の効果が途切れたが、今年の春には新しい予算が刺激を与えるだろう。ただし財政赤字は対GDP比8%にも達しており、今後は民需に火が点くことが必要になる。

家計支出は、長引くデフレ圧力で不振が続いている。日銀はより積極的な金融緩和を目指すべきであり、為替介入の非不胎化政策や国債引き受けを検討すべきである。これは円安をもたらす効果も期待できる。

今年は日本経済の回復の年となるだろう。それでも長期的な見通しはどうか。政府は構造改革で後戻りの徴候を見せている。それでも企業はリストラ努力を続けている。昨年年初から6割も上げた株価がそれを示している。短期的には企業の過剰設備・雇用・債務の削減が、設備投資や個人の収入を抑制するだろう。それでもこうした変化は、不可避免的に投資機会を作るだろうし、成長を刺激するはずだ。

日本においては、今後も構造問題は残る。それでも金融の規制緩和は企業の投資効率を

高め、海外からの直接投資は競争を促進する。流通の規制緩和は大型店の進出を促し、メーカーの合理化を求めている。さらにインターネットが価格競争に拍車をかける。

今日の日本は90年代初頭の米国に似ている。企業は痛みを伴う変化に取り組み、労働者は収入の目減りに直面している。しかしこの国が効率と生産性を改善する余地は大きい。

<From the Editor > マケイン旋風がもたらすもの

ニューハンプシャー州予備選で、マケイン候補が18%の大差をつけて本命・ブッシュに勝利したことで、重大な変化が共和党内で生じつつあるようです。

そもそもブッシュがガチガチの本命になったのは、共和党指導部が「何がなんでも2001年にはホワイトハウスを奪回する」と決意したことに始まります。96年にドール候補が苦杯をなめ、98年の中間選挙でも事実上の敗北を喫し、クリントンの弾劾にも失敗した共和党にとって、2000年選挙が駄目なら当分は立ち直れない。すでに下院の多数派は民主党に奪われるという見方が有力です。ギングリッジ下院議長が辞めてからは、党内のガバナンスもうまく機能していない。ここに及び、「勝てそうなタマなら何でもいい」という気分になったことが、ブッシュの独走を可能にしてきました。

ブッシュがなぜ勝てそうかといえ、共和党内では思想的に左派で、民主党右派の票を取り込めそうだから。伝統的に共和党が不得手とする、若者や女性に人気があるキャラクターも好材料。さらにスペイン語が得意だから、ヒスパニック層にも受けがいい。要は選挙のたびに投票行動を変える、無党派層を味方につけたいから、ブッシュが有力候補になったという経緯がある。

ところが現実には、共和党内では受けが悪く、とことんわが道を行く路線のマケイン候補に人気が集まり始めた。ニューハンプシャー予備選の結果を受けて、その後1週間で220万ドルもの献金が、インターネットなどを通じてマケインの下に集まった模様。これは共和党主流派に対し、重大なメッセージを与える現象です。

端的にいえば、ここ数年の共和党とは「小さな政府、減税、中絶反対」というワンパターンの政党でした。「反共」という共通の旗印を失ってから、過激で先鋭的な主張を繰り返す小集団に振り回され、「現実主義外交、自由貿易、親ビジネス」といった共和党らしさを失っていました。クリントンがあれだけエラーを続けたのに、結局は追い込めなかったのは、みずからの戦略ミスにつきると思います。

たとえば米国民が減税を願っているかといえ、かならずしもそうではない。むしろクリントン政権が目指しているように、財政黒字で過去の債務を返済するか、年金制度や医療制度の充実を実現してほしいというのがホンネらしい。

この点、マケイン候補はきわめて柔軟で、クリントン政権の方針を支持しています。ほかにも人工中絶に寛容であるとか、意外なほど左寄りの路線を取っている。その一方、外

交政策は純然たるタカ派路線で、力による外交を目指すらしい。共和党としては、セオドア・ルーズベルト以来の「外交は現実主義、内政は理想主義」の候補者。これが米国の無党派層には新鮮に映っている。

ちょうどレーガンが党内反主流派でありながら、国民的な支持を集めて共和党自体を変えてしまったように、マケイン旋風が共和党の新しい可能性を切り開くかもしれません。対照的にブッシュ候補は、従来の共和党路線に忠実な路線を取るあまり、党内の受けはいいけれども、一般の有権者からは新鮮味のない候補と見られかねません。

いずれにせよ両者が激突する次の舞台は、2月19日のサウスカロライナ州予備選。ここでマケインが10%以上の差をつけて勝つようなら、奇跡の大逆転への道筋が見えてきます。一方、ブッシュは党内組織を固めて万全を期しています。マケインは、同州では軍人OBのネットワークが強いのが頼り。両雄の激突は見物です。

ところでマケイン旋風が無党派層の支持を集め始めたことで、第三政党には出番がなくなりました。さらには民主党のブラッドレー候補も失速気味。米国民の民意は、民主党のゴア、共和党のブッシュ、無党派層のマケインに3分されるのかもしれません。

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