

## Contents

\*\*\*\*\*

特集：地政学的リスクと米国経済	1p
< 今週の”The Economist”から >	
“How deep is the rift?” 「溝は深いか？」	7p
< From the Editor > 「西欧の衝突か」	9p

\*\*\*\*\*

## 特集：地政学的リスクと米国経済

G 7、財務相・中央銀行総裁会議が2月21、22日にパリで開催されます。日本から見ると、「デフレの回避」や「円安是正」、そして「速水総裁の後任人事」などが関心事項ですが、世界が固唾を飲んで見守っているのは「イラク情勢の世界経済への影響」。武力行使の是非をめぐる、米英と独仏が厳しく対立しているだけに重い会議となりそうです。

こんな中で、一種の流行語になっているのが「地政学的リスク」(Geopolitical Risk)。昨年夏頃から、グリーンSPAN議長の議会証言やG 7の議題などで、この言葉が盛んに使われています。世界経済は、はたして「地政学的なリスクが景気を危うくする可能性」を乗り越えられるのでしょうか。

### 「戦争に売りなし」は本当か？

株の世界には戦争に関する格言が多い。「遠くの戦争は買い、近くの戦争は売り」「砲声とともに買い、凱歌とともに売れ<sup>1</sup>」などだ。総じて「戦争に売りなし」、すなわち「戦争＝株高」とする格言が多い。

本当にそうだろうか。日本でも「朝鮮戦争特需」が戦後復興のキックオフになったことから、漠然と戦争になれば有効需要が喚起されると受け止める向きが多い。しかし、戦前の重工業主体の産業構造が残っていた1950年代と、今日の日本経済を同一に見ることはできまい。今日の「メイド・イン・ジャパン」はほとんどが平和産業である。いかにデフレだからといって、「究

---

<sup>1</sup> 戦いの始まりが底値で、終戦のタイミングが高値となる、という意味。

極のケインズ政策」に期待をかけるのは、いささか乱暴すぎよう。

また、昨今の戦争はあまりにも幅広い影響が出る。仮にイラクに対する戦争が始まったとすると、リスクの広がり方として以下のようなパスが考えられる。

石油価格の高騰	個人消費の減速 / 設備投資の先送り	景気後退	
米国財政赤字の拡大	長期金利の上昇	住宅バブルの崩壊	景気後退
米国からの資本逃避	ドル安 / 株安	金利上昇 / 逆資産効果	景気後退
消費マインドの悪化	経済活動の停滞	景気後退	

「地政学的リスク」という抽象的な表現は、上記のような幅広い懸念を包摂したものである。グローバル化時代の世界経済においては、こうした危険性は全世界が共有することになる。また言うまでもなく、「地政学」が意味するのは湾岸だけではなく、北朝鮮の核開発やアルカイダによる新たなテロ活動なども含まれる。

いずれにせよ「9・11後の世界経済は、この手のリスクから自由になることができない」。「戦争に売りなし」という格言は、今は疑った方がよさそうだ。

### 揺れ動く投資家心理

昨今の米国株の動きを振り返ってみたい。以下はブルームバーグによる米国株に対するコメントを、2月10日～19日分の冒頭部分のみ取り上げたもの<sup>2</sup>。

### 米国株の動きと日々のコメント

- ・ 10日の米国株相場は反発。イラクの国連大使が米偵察機の査察飛行受け入れを表明したことから、月内にも予想される武力衝突懸念が後退し、投資家の買いが膨らんだ。
- ・ 11日の米国株相場は反落。パウエル国務長官がこの日の議会証言で、ウサマ・ビン・ラディン氏からとみられる新たな声明は同氏とイラクの関係を裏付けているとの認識を示したことを手がかりに、売りが膨らんだ。
- ・ 12日の米国株相場は続落。米当局が新たなテロに向けた警備を強化するなか、対イラク攻撃が近づいているとの警戒感から、売り優勢の展開となった。
- ・ 13日の米国株相場は3日続落。小売売上高や失業保険申請統計が予想より堅調だったものの、対イラク攻撃に伴う景気悪化懸念を打ち消すにはいたらず、売りが先行した。
- ・ 14日の米国株相場は反発。国連監査検証査察委員会（UNMOVIC）のブリクス委員長がこの日の国連安全保障理事会で、イラクの査察継続を求めたことが好感された。

<sup>2</sup> エイチシーエス、長谷川忠康氏の協力による。 <http://www3.ocv.ne.jp/~hasetcs/index.htm>

- ・ 17日は休場。
- ・ 3連休明け18日の米国株相場は、イラクへの武力行使がすぐには実現しないとの見方から続伸。ブレア英首相がイラクとの戦争を「急がない」と述べたほか、ブッシュ大統領がさらに2週間の外交工作を容認すると伝えられたことが好感された。
- ・ 19日の米国株相場は反落。対イラク攻撃に伴う景気悪化懸念が再び台頭するなか、マイクロソフト、ゼネラル・モーターズ（GM）といった大型優良株が売られた。

非常にハッキリしているのは、「戦争が近い 売り」「戦争が遠い 買い」という相関関係である。それでは、市場は戦争がないことを望んでいるのかといえば、「早く始まって早く終わってほしい」との声も少なくない。なにしろ対イラク査察が延々と続くようでは、「地政学上のリスク」がいつまでも残ることになる。

おそらく現在の相場は、「地政学上のリスク」を折り込むことができずに逡巡している。その一方で、武力行使のタイミングは刻一刻迫っているように見える。いざイラク侵攻となった瞬間には、大量の売り買いが交錯することになるだろう。

1991年の湾岸戦争のときは、株価は戦争開始とともに反発し、2月の終結までに16%上昇した。ドルも約20%上昇し、原油価格は1バレル23ドルから17ドルへ急落した。つまり、前回の体験は「戦争は買い」であった。また、大手ヘッジファンドの中には、「イラク侵攻が始まると同時に買い出動に出よう」という動きもあるようだ。こうした動きを事前に先取りすることができないということが、現在の市場の特色といえるだろう。

### 実体経済と金融市場の落差

米国経済の現状を振り返ってみると、以下のような数字を挙げる事が出来る。90年代後半の好況時には比べるべくもないが、実体経済の数字はそう悪くもない。

#### 主要経済データ

	2000	2001	2002
実質GDP成長率	3.8%	0.3%	2.4%
鉱工業生産	4.7%	3.5%	0.6%
消費者物価上昇率	3.4%	1.6%	2.4%
失業率	4.0%	4.8%	5.8%
家計貯蓄率	2.8%	2.3%	3.9%

2003年の見通しについても、OECDが2.6%（02年11月）とIMFが2.6%（02年9月）、ブルーチップが2.8%（03年1月）と、「2%台後半」の成長率がコンセンサスとなっている。その背景には金融と財政の両面からの政策があり、大胆な利下げ（昨年11月6日からFFレートが1.25%）と、政府支出の拡大（財政収支は01年度の1271億ドルの黒字から02年度は-

1590億ドルの赤字へ)による下支え効果がある。こうしたデータを見る限り、実態経済の総崩れを予測することは難しい。

それではなぜ金融市場がしっかりしないのか。過去を振り返ってみれば、これは少しも意外なことではない。ダウ平均は2000年1月(約11,700ドル)、NASDAQは2000年3月(5000ドル以上)をピークに、株価は3年連続で前年割れが続いている。ハイテクバブル崩壊という事態に、昨年はエンロン・ショックによる企業会計不信が追い撃ちをかけた。ちょうど日本経済でいえば、バブル崩壊後に証券不祥事事件を経た1993年頃の状態といえようか。

しかも心配しなければならないのは「地政学的リスク」だけではない。以下は、つい最近発生した異常な事件である。

1月29日：AOLタイムワナー社が2002年通期決算で、986億9600万ドル(約11兆7000億円!)という米企業史上最大の赤字を計上。

2月1日：スペースシャトル「コロンビア号」が空中爆発。7人の宇宙飛行士は絶望。

2月7日：アシュクロフト司法長官が、テロの警戒水準を黄色(第3段階)からオレンジ(第2段階)に引き上げる。

投資家の心理を冷え込ませるような事件がこれだけ続けば、「この上、戦争までであるのではかなわない」というのが正直なところだろう。

### **安全保障と経済の論理の落差**

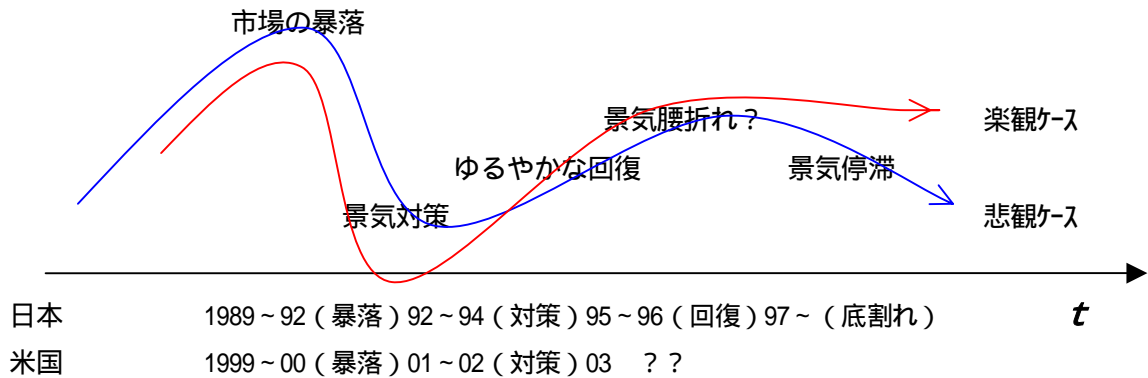
ここで感じるのは、米国における安全保障サークルと経済サークルの落差である。

安全保障サークルの人々は勝利に向けて自信満々で、イラク復興後の計画などに余念がない。すでにブッシュ政権としては、ポスト・フセイン政権に向けた行動計画も具体的に固めており、社会インフラの整備から教育方針(フセインしか知らない世代へのケア)まで検討していると伝えられている。

他方、市場に参加している経済サークルの人々は、投資先を決めかねてキャッシュを蓄えている。おそらく、「ブッシュ政権は自分たちのことをほとんど理解していない」と感じているのではないだろうか。先に発表された6700億ドルの景気刺激策も、政治的な思惑ばかりが先行し、即効性は期待しにくいものになっている。配当課税の撤廃というブッシュ案が順調に議会を通ったとして、減税が消費者の手に行き渡るのは今年の夏以降になる。

筆者は米国経済の前途に対しては、以前から楽観的であった。次ページの図は2000年春から何度も使っている「レ」の字型回復説。「00年代の米国経済は、90年代の日本経済と同様にバブル崩壊から、緩やかな回復という道のりをたどる」が、「日本経済の失敗を十分に学んだ米国経済は、十分かつ迅速な金利低下と財政出動によって、景気腰折れを回避する」とというのが従来からの観測である。

## 「レ」の字型回復のイメージ



しかしその前提となるのは、ブッシュ政権が正しい対策を打ち続けることである。筆者は、米国経済は上の図の「楽観ケース」に行くものと思っていたが、「悲観ケース」（つまり日本のようなデフレの罠に落ちるシナリオ）も3割程度はあるように思えてきた。

## 「9・11」と「イラク」の間

あらためて、最近の米国経済の変化をチェックしてみよう。以下は1月30日に商務省が発表した最新のGDP統計から。

### 米国経済の変化（前年比、年率、季節調整済み）

	01年10-12月	02年1-3月	4 - 6月	7 - 9月	10 - 12月
<b>実質GDP成長率</b>	<b>2.7</b>	<b>5.0</b>	<b>1.3</b>	<b>4.0</b>	<b>0.7</b>
個人消費	6.0	3.1	1.8	4.2	1.0
民間設備投資	-10.9	-5.8	-2.4	-0.8	1.5
住宅投資	-3.5	14.2	2.7	1.1	6.8
政府支出	10.5	5.6	1.4	2.9	4.6

米国経済は、あの「9・11」同時多発テロ事件という試練を見事に乗り越えた。01年10-12月期は、大方の予想を裏切って2.7%という高い数字が出たが、その原動力となったのは個人消費と政府支出の健闘であった。前者は低金利によりクルマなどの耐久消費財が大いに売れたこと、後者はテロ対策やアフガン戦線で政府支出が伸びたことによる。米国の歴史において、ときどき発揮される「火事場の馬鹿力」のようなものといえるかもしれない。

それから1年後。02年10-12月期の米国経済では、個人消費はやや息切れ気味である。株価下落による逆資産効果があり、失業率が6.0%に達するとあっては、これは仕方がないだろう。その代わりに、民間設備投資の調整が一巡して上向いてきた。これは明るい兆候である。また住宅投資は「バブル」と指摘する声が出るほどに活況を呈している。

では、ここで新たな地政学的リスクが実現した場合、米国経済は再び「火事場の馬鹿力」を発揮できるだろうか。おそらく対イラク戦争が始まって、似たようなことは起きないと思う。米国人の戦意は2001年秋ほどには強くない。対イラク戦争はたとえ短期間に終わったとしても、米国経済への効果はマイナスであろう。

結局、現在の米国経済は普通の状態ではないのである。それゆえに「地政学的リスク」を消化しきれないでいるのだろう。次の3点を強調しておきたい。

ハイテクバブル崩壊の傷痕はなおも深く、米国の投資家はまだ平常心からは程遠い。ブッシュ政権を動かしている外交・安全保障の論理と、日々のマーケットを動かしている経済の論理には深いギャップがある。対イラク戦争は「遠い戦争」でも、国内ではテロへの警戒感などがあり、前回の湾岸戦争とは違って「近い戦争」とならざるを得ない。

### 日本経済と地政学的リスク

最後に駆け足で、日本経済における地政学的リスクについても触れておこう。

来月にも第二次湾岸戦争が起きるとして、これは日本経済にとっては「遠くの戦争」となる。米国や欧州に比べれば、衝撃度は相対的に低い。また、日本ほど石油価格の上昇が響かない経済はめずらしい。この5年間、原油価格は1バレル10ドルから35ドルまで乱高下したが、日本のGDP成長率が受けた影響は軽微である。

このように考えると、イラク情勢を契機に、グローバルな資金が日本市場を選好することも十分に考えられる。その場合、春先にかけて株高と円高が進むことになる。もっとも地政学的リスクには北朝鮮問題も含まれるわけで、「テポドンが飛んで韓国売り、日本売り」という可能性も否定できないが。

### 日本経済の変化（前期比、季節調整済み）

	01年10-12月	02年1-3月	4 - 6月	7 - 9月	10 - 12月
<b>実質GDP成長率</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.1</b>	<b>1.3</b>	<b>0.7</b>	<b>0.5</b>
個人消費	0.6	0.4	0.4	0.8	0.1
民間設備投資	-4.7	-0.8	1.3	0.8	1.0
住宅投資	0.2	-2.8	-0.3	0.3	-0.9
政府支出	1.3	0.6	0.1	0.7	0.0

实体经济についていえば、2002年の日本経済を支えたのは、旺盛な輸出の伸びと意外にしぶとい個人消費だった。輸出は引き続きアジア向けを中心に伸びているが、そろそろ頭打ちの感がある。また、失業率の増加や医療費の国民負担増を考えると、個人消費も今後は大きな期待をかけにくい。

そこで、2003年は 企業の設備投資に期待がかかる。昔の製造業は、銀行からの借り入れで設備投資を行った。今はむしろ借り入れを返済しつつ、キャッシュフローの範囲内で投資をまかなおうとする。そのため、ここ2~3年の設備投資は手控えられてきた。今年、企業収益が回復することで、設備投資は市場予測以上に伸びるのではないだろうか。結果として2003年度の日本経済は、またも「名目ではマイナスだが、実質では1%程度のプラス成長」となる公算が高いと見る。

しかし戦争があるのかないのか分からないような状態が続くと、「先行き不透明」ということになって企業の投資は先送りされてしまう。イラク問題が「あと半年は査察を継続して」といったことになると、日本の経営者や投資家が悲鳴を上げることになりかねない。

日本経済にとっては、地政学的リスクの被害は少ないか、場合によってはプラス効果があるかもしれない。ただしそれは、第2次湾岸戦争が「早く始まって早く終わる」ことが前提となる。

#### <今週の”The Economist”から>

"How deep is the rift?"

February 15<sup>th</sup> 2003

「溝は深いか？」

On the cover

**\* 先週の国連安保理で、米国と欧州の間に大きな溝が空いてしまいました。西側の同盟の危機に、”The Economist”誌が遠慮のない見解をぶつけています。**

<要約>

イラクの独裁者に対する西側の突然の分裂は、大西洋の同盟に亀裂を入れるものだが、本誌といえどもフセインを非難できない。非難できるのは西側自身のみである。

どこが間違ったのか。答えの一部は指導者にある。ブッシュとブレアは、フセインは安保理決議1441の最後の機会を失い、力で武装解除されねばならぬと言った。シラクとシュレーダーは、外交はまだ尽くされていないと言った。仏独は査察官を増やすことを望み、プーチンがそれに味方した。（ただし、米国との友情に乗り換えそうに見える）。

事がイラクだけなら話は簡単だ。攻撃の準備は終わってないから、査察を少し伸ばすくらいブッシュは構わない。ブリクスは、「査察官をいくら増やしてもイラクの協力がなければ何もできない」と言っている。であれば、シラクとシュレーダーは、フランスが協力しドイツが歓迎した安保理決議1441にある「深刻な結果」を受け入れられるかもしれない。

だがイラクだけではない。亀裂は3つにわたっている。地質学、組織学、そして人間学である。西側が割れるのは、大地が動き、組織が揺れ、人々（特にシラク）が間違ふからだ。

地質学が最大の要素である。米国と欧州の間に無理解が広がっている。9・11以後、米国人は世界が危険になり、脅威は取り除かねばならぬと思っている。欧州人は逆に、9・11が超大国の判断を鈍らせており、危険な旅に乗り出したガリバーは、良き小人たちに拘束されるべきだと思っている。この点でイラクは格好のテストを提供している。

組織学がそれに続く。NATOとEUと国連は調整中である。NATOは冷戦後の役割を模索し、EUは15カ国から25カ国になることでルールを変更し、安保理はテロと大量破壊兵器の脅威から超大国を守るのか邪魔するのか試されている。ここで政治家たちが床を鳴らしている光景は覚束ない。その頭目が仏大統領だ。シラクは不要な戦争を避けることは高貴なことだと正当化した。しかし彼はシュレーダーと違い、戦争は必要かもしれないと認めている。だが、それを決めるのは米国ではなくフランスだと言いたいらしい。これは誇大妄想である。のみならず、更なる査察という代案を提示して、フセインを安心させてしまった。

始末に終わらないのは、査察官の数を増やせばイラクを武装解除できるという考え方だ。米国の戦争を止めるとか、イラクを封じ込めることはできても、安保理が何度もイラクに指示した武装解除を実行させられない。ブリクスいわく、査察官の仕事はイラクの降伏を確認することだ。イラクはそれを認めるところか、存在そのものを否定しているではないか。

戦争には及ばないと言う者たちは、どんな計略でも歓迎する。しかしシラクの戦法は戦争を止められない。それどころかシラクが信じる組織に打撃を与える。

まずはEUだ。ラムズフェルド米国防長官はぶしつけにも欧州には「古い」のと「新しい」のがあると言ったが、それは正しい。長年にわたって仏独はEUの方向を示してきた。しかし25カ国のうちの2カ国が残り全部を代弁すべきではない。英、スペイン、ポルトガル、伊など8カ国が米国との連帯を表明し、1週間後にはさらに10カ国が加わった。シラクは欧州が米国に対抗できることを望んでいるが、歴史はその逆のことをしたと判断するだろう。

次なる犠牲者はNATOである。独仏ベルギーが、他の16カ国に対してトルコの防衛要請に反対している。これに憤慨しているのが東欧の新加盟国だ。「欧州人は七首を突き付けられるまで戦おうとしない」と論じる米国人の声はますます高まるだろう。

米英が求める新しい決議を、シラクがあくまで妨害するならば、さらに安保理も弱体化させるハットトリックはどうだろう。イラクが武装解除しないなら、米国は決議なしでも戦うだろう。その対価は払うにせよ、米国自身の安全保障とイラクの12年にわたる不服従が理由である。フランスが得るものは、米国大統領が二度と安保理を信用しないということだ。

昨年9月にブッシュが「イラクを安保理で取り上げる」としたとき、政権内の単独行動主義者たちは呆れ返った。イラクに対する決議が満場一致で通り、彼らは沈黙した。今のシラクを見て納得しているだろう。「深刻な結果」が「査察官の増員」に過ぎないとは！

## < From the Editor > 西欧の衝突か？

米英対仏独。対イラク武力行使をめぐる安保理での議論は、大西洋を挟んだ「西欧の衝突」に発展しました。もっとも、これが「ガチンコ勝負」かどうかには若干の疑念があり、フランスはどこかでカッコ良く降りて、米国に恩を売る八百長相撲の予感もありますが。

ふと思い付いて、ハンチントンの『文明の衝突か?』を読み返してみました。言うまでもなく、冷戦後の世界の行方を見通した1993年の名論文です。「世界はイデオロギーの対立から文明の対立の時代を迎える」「今後の世界は西欧、儒教、日本、イスラム、ヒンズー、スラブ、ラテンアメリカ、アフリカの8つの文明間によって規定される」と予測し、その中で西欧は、「文化的に近い東欧やラ米を組み込んで」、「ロシアや日本とは協調的な関係を維持し」、「儒教とイスラム圏が結びつくことを警戒する」ことが必要だとしています。

では、ハンチントン論文は、西欧の分裂を予測していたか。その可能性に付いて述べたのはわずかに1行。「短期的に見た場合、西欧文明間、とくに欧州と北米間の協調と統合を促進することは、西欧世界の利益であることは論を待たない」と、これだけです。まさか西欧の意見が割れてしまうとは、かのハンチントン教授も盲点だったのかもしれませんが。

私たちはいつも「欧米」と気軽にひとことで片づけていますが、たとえ共通の文化や理念を有していても、旧大陸と新大陸の人たちが一枚岩でいられるはずがないのです。それこそ、ロバート・ケーガン論文(本誌2002年9月6日号を参照)が主張するように、両者の関係は「米国の料理をし、欧州が皿を洗うという不均衡な分業」になっているのですから。

イラクの問題が片付いた後も「西欧の衝突」は続くのか、それとも「血は水よりも濃い」と和解に向かうのか。あと1週間くらい、この問題をめぐる葛藤の行方が気になります。

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、日商岩井株式会社および株式会社日商岩井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。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1 <http://www.niri.co.jp>

日商岩井総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.com)