

Contents

| | |
|------------------------------------|----|
| 特集：米国経済、利上げ後の透視図 | 1p |
| < 今週の”The Economist”誌から > | |
| ”Playing it cool” 「景気をクールに冷やす」 | 7p |
| < From the Editor > 「ワシントンDCの住宅事情」 | 8p |

特集：米国経済、利上げ後の透視図

6月30日、日本時間の7月1日未明、FOMCは大方の予測通り0.25%の利上げに踏み切りました。4年続いた利下げ局面が終わりを告げ、利上げ局面に移るわけですから、小さな刻みといえども大きな一歩といわざるを得ません。今月、連銀議長として5期目を迎えたグリーンズパン氏は、熟練の手腕で静かな転換点を演出して見せました。

これに伴って、今後の経済はどうなるのでしょうか。「米国経済に死角はないのか?」「真に恐れるべきはインフレ懸念か、それともデフレの逆襲か?」「日本やエマージング経済への影響は?」 いくつかのポイントに対し、ささやかな論考をまとめてみました。

マクロの脆弱性よりミクロの強さ

クリントン前大統領は自叙伝『マイ・ライフ』の中で、ジョージタウン大学時代を回顧し、当時の学業成績の中で「マクロ経済学」がA、「ミクロ経済学」がCであったことを明かしている。そしていわく、「まるでその後を予言しているかのようだ。大統領だった時期に米国経済は繁栄したが、自分自身の家計は火の車だった¹」。

冗談としては面白いが、本当の意味で米国経済を語るのであれば、強いのはマクロではなくてミクロである。過去、米国経済の構造面に目を向ける者は悲観的な予想をし、循環面を重視する論者は楽観的な予測をしてきた。そして一貫して後者が勝って来たというのがこの業界の歴史である²。

¹ 裁判の費用のために巨額の借金を抱えたという。でも本書のヒットで帳消しになるだろう。

² 谷口智彦氏、「マネー&ワールド」6月26日放映分での発言から。

これは日本のエコノミストに多いパターンだが、「双子の赤字」や企業部門の過剰債務、家計部門の貯蓄率の低さなどのマクロ面に注目してしまうと、米国経済について楽観的な見通しを語るのが非常に難しくなる。逆に米国経済の経営力、技術力、グローバル化の進展、競争的な市場環境、柔軟な労働市場、効率的な金融市場といったミクロ面に目を向けると、米国が日欧よりも高い成長を続けていることが納得しやすくなる。

そして2004年の米国経済は、またしてもミクロの強さがマクロの脆弱性を補うようにして、4%台後半の成長を実現しそうである。「好景気は減税効果による一時的な現象で、下期には減速する」という論者も少なくないが、実際に行われた税の還付は予想ほど多くはなく、減税効果はそれほど大きくなかったようだ。米国経済を押し上げているのは、雇用や所得の増加を通じた消費の拡大であり、景気拡大は「腰の入った強さ」と見るべきだろう。

日本のエコノミストではめずらしく、「米国経済のミクロの強さ」に着目している一人にみずほ総研チーフエコノミストの杉浦哲郎氏がいる。著書の『アメリカ経済は沈まない』（2003年、日本経済新聞社）では、ピラミッド型の日本経済に比べ、分権型・分散型の米国経済には以下のような強さがあると指摘している。

- ・大企業、中堅・中小企業、個人事業主を合わせると、日本の470万に対し米国は2180万で、日本の4.6倍。なかでも個人事業主数は、日本の300万に対して米国は1600万。無数にひしめき合う中小企業や個人企業が新たな付加価値を生み、経済成長を支えている。
- ・米国の特許登録は大企業2割、中堅・中小企業6割、個人2割となっている。日本の場合は企業が97%。米国の技術革新は中堅・中小企業が主に担っている。
- ・90年代の米国経済で成長したのは、ニューヨークやカリフォルニアといった大都市地域ではなく、人口規模の小さい地方の州や都市だった。失業率は地方州の方が低い。

大企業よりも中小企業や個人、大都市よりも地方が支えている米国経済。一極集中型の日本経済に慣れた眼から見ると、その辺が盲点になるのかもしれない。

デフレ懸念を払拭した「双子の赤字」

今から思えば、今年の年頭の時点で、「年内にも利上げがある」という予想は少数派であった。それくらい米国経済の先行きは楽観されていなかったし、インフレを懸念する声もほとんどなかった。というよりも、ほんの1年前にはインフレよりもデフレ懸念の方が強かったのである。事実、連銀も2003年5月のFOMCでは、「インフレのリスクよりもデフレのリスクの方が大きい」と判断していた。

それが約1年で情勢は大きく好転し、デフレよりもインフレのリスクを警戒すべき状況になった。米国経済は、2000年のハイテクバブル崩壊から手ひどい被害を受けたものの、日本が陥ったようなデフレスパイラルの泥沼には落ちなかったのである。

なぜ米国はデフレを回避できたのか。この1年の米国経済を回顧してみると、以下のような理由を挙げることができよう。

商品価格は下落しても、サービス価格が下がらなかった。

石油価格の上昇や（予想外の？）ドル相場の安定に助けられた。

イラク戦争という「究極のケインズ政策」が行われた。

相次ぐブッシュ減税により、有効需要が喚起された。

連銀が「非伝統的な政策手段を動員しても、デフレからの脱却を図るべき」（バーナンキ理事）と、強くデフレファイターの姿勢を示したこと。

筆者は上記のうちでも + 、すなわち財政支出の拡大がデフレ退治に有効だったと考えている。90年代の日本経済の経験が示す通り、**バブル崩壊後の経済に有効なのは金融政策よりも財政政策である**。「9・11」からイラク戦争への国家非常事態は、戦争からテロ対策、果ては航空会社支援まで「何でもあり」の支出拡大を可能にしたし、ブッシュ減税はあらゆる階層にわたって行われた。つまり2000年のハイテク・バブル崩壊後の米国経済では、万全のケインズ政策が取られたわけである。

その結果、民間部門に生じたはずの赤字は政府部門に吸収された。お陰で財政赤字は拡大の一途をたどったが、米国経済はデフレに陥らなくて済んだのである。つまり「**双子の赤字**」の増大は、**デフレを乗り切るためのコスト**だったのではないか。

この点で本誌は、昨年末にも下記のように予測している。

このような見方はまったくの少数派だと思うが、財政赤字の増加は米国がバランスシート不況を回避した証しであり、現在の米国経済の好調さは「ピンチの後にチャンスあり」なのではないだろうか。つまり米国経済は大きな不均衡を抱えつつ、2004年はサステナブルであり続けるだろうというのが筆者の予測である。（2003年12月5日号、「2004年の内外情勢展望〈前編〉」より）

昨今の景気好転を目の当たりにして、共和党はブッシュ再選に向けて経済政策の成功をアピールし始めた。もっとも上記のようなファインプレーは、「意図せざる」性質の政策が偶然にうまく行ったという面が否めず、筆者は毎度のことながら皮肉を込めて、ブッシュの「デジャ・ブードゥー経済学」と呼ぶことにしている。

日米デフレの明暗を分けた差は？

米国の政策当局者たちは、日本という「悪しき前例」があったこともあり、デフレを強く警戒していた。デフレ懸念が払拭されたのはそのお陰もあるのだろうが、政策上の配慮とは別の次元で、米国経済はもともとデフレには強かったのではないかという気もする。

すなわち、日本と比較して考えた場合、米国経済は「分権・分散型」であったために、経済の中核部分がバブル崩壊の被害を受けた後も、中小企業や地方が活力を失わなかった点を指摘することができる。つまり、ニューエコノミーが失速すると同時にオールドエコノミーが復権してくるとか、金融機関の経営が悪化してもM & Aによって再生されるとか、不良債権が出てそれを買い叩いて新たなビジネスに転換する企業家が現れるといったダイナミズムが働いたのである。

その点で「一極集中型」の日本経済は、不動産バブルの崩壊によって金融セクターが軒並み打撃を受けてしまうと、これを救済する術がなかった。公的資金投入の道筋ができるまでには長い時間が必要であったし、不良債権処理ビジネスもほとんどが外資の独壇場であった。破綻企業を再生する経営のプロも少なかった。かくして日本経済の再生には、文字通り十年以上を必要としてしまったし、今日に至っても完全にデフレを払拭できたかどうかは定かでない。

それどころか、この間の地方経済の疲弊や中小・零細企業の廃業増加により、「一極集中」スタイルはさらに強まってしまったように思える。たとえば最近、首都圏で乱立気味の高層マンションだが、これらが供給過剰で値崩れした場合はどうなるのか。規模は小さくとも、またしても似たようなことが繰り返されるのではないかと心配になる。

また日米を比較した場合、米国では移民の増加が住宅需要を堅調に維持しているのに対し、日本では少子化現象が恒常的な「デフレ要因」となっているという違いもある。堅調な人口動態は、米国が日欧に対して有している比較優位のひとつである。

と、このようにデフレをめぐる日米経済の明暗は、ほとんどが金融政策以外の部分で説明できてしまうのではないかと思うほどである。

用意周到な利上げへの「根回し」

ここで話を米国の利上げに戻したい。

利下げから利上げへの転換点を演出した連銀の手法は、ほとんど水際立った見事さであった。市場においてもメディアにおいても、6月30日以前に「0.25%上げ」というコンセンサスが醸成されており、当日、実際に決断が下されたときには、ほとんどニュースにならないほど静かに受け入れられた。

注目の声明文の中には、“the Committee believes that policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured.” 「金融緩和は粛々とした (Measured) ペースで解除することが可能であると、当委員会は信じている」と、すでにお馴染みになったフレーズが盛り込まれていた。そしてインフレに対する評価としては、“a portion of the increase in recent months appears to have been due to transitory factors.” 「最近数ヶ月のインフレ率上昇は、長続きしない一時的な要因によるものである」と、楽観的な見通しを示している。つまりサプライズが入る余地はほとんど排除されていた。

さらに芸が細かいと感じるのは、それ以前の「仕込み」段階である。6月8日、ロンドンで行った演説において、グリーンSPAN議長は「FOMCは物価の安定を守るというわれわれの義務を達成するためには、必要なことをする用意がある」と強めの言葉を使い、いったんは「6月30日は0.5%上げもありうべし」という印象を与えた。その上で6月15日の議会証言になると、「インフレ圧力は当面深刻なものとはならないだろう」と述べ、さりげなく期待値を修正した。

最初にゼロを思い描いていて0.25という結果を聞くのと、0.5を予期していたところに0.25という結果を知らされるのでは大きな違いがある。かくして市場には、**「FOMCは6月30日で0.25%上げ。8月10日でさらに0.25%上げて、合計で0.5%下げ」という相場観が形成された。**4年ぶりの利上げへの転換点、しかも歴史的な超低金利からの反転の瞬間が、これほどまでに抵抗なく受け入れられるというのは画期的なことであろう。今回の「市場との対話」は、グリーンSPAN議長としても会心の出来ではなかったか。

もちろん、これから先は経済指標を見ながらの舵取りとなる。インフレ圧力が思ったより強いのか、あるいはむしろデフレの逆襲こそを恐れるべきなのか。その先の利上げについては、「1年かけてせいぜい1%程度」から「来年の今頃までは3%上昇」まで、さまざまに見通しが分かれている。

筆者は前者の見方を支持したい。今年に入ってから物価上昇は、本格的なインフレ時代の到来というよりも、石油価格の上昇などの外的要因によってもたらされた一時的な現象という性質が強い。設備稼働率の低さを見るにつけても、産業界の景気が過熱しているという兆候はない。**当面の米国経済は、暑くもなければ寒くもないという、「頃合い」の状態が続くのではないだろうか。**

予想外の事態：日本も利上げ？

米国では金利が上昇に向かったが、では日本はどうなるのか。

7月1日に発表された日銀短観では、大企業・製造業の業況判断指数(DI)はプラス22となり、91年8月の+25以来、約13年ぶりの高水準となった。そして中小企業も製造業DIが+2と、91年11月以来のプラスに転じるなど、改善に広がりが見られる。

日銀短観の業況判断指数(DI)

| | | 前回(3月) | 今回(6月) | 先行き(9月) | 参考:(昨年9月) |
|------|------|--------|---------|---------|-----------|
| 大企業 | 製造業 | 12 | 22(+10) | 21 | +1 |
| | 非製造業 | 5 | 9(+4) | 11 | -13 |
| 中堅企業 | 製造業 | 5 | 11(+6) | 7 | -10 |
| | 非製造業 | -7 | -1(+6) | -3 | -25 |
| 中小企業 | 製造業 | -3 | 2(+5) | 2 | -23 |
| | 非製造業 | -20 | -18(+2) | -18 | -31 |

日銀短観は昨年9月分の調査において、初めて「大企業・製造業」が+1とプラスゾーンに転じた。そのときは、「全規模・全産業のDIがプラスゾーンに達するかといえば、それは非常に考えにくい」（本誌昨年10月24日号「日本経済の3つの断層」）と思えたものだ。が、現在は6つの数字のうち、すでに4つまでがプラスとなっている。「大企業から中小企業へ」「製造業から非製造業へ」という景気波及の道筋は途絶えてはいなかった。

こうした企業部門の好調が、去年の後半からは家計部門にも浸透し始めている。実質金額で見た可処分所得や消費支出は今年から上昇に向かっており、「ダム（企業）に貯まった水が下流（家計）に向かう」という当たり前の、しかし2000年の好況時には見られなかった現象が始まっている。つまり自律的な景気回復が始まっている。

そんな中で長期金利の上昇が始まっている。正直なところ、筆者は半信半疑でこの現象を見ている。日本国債の需給がかくも激変する理由が見えないし、民間の資金需要が急速に増えている兆候もない。何より、人口の減少という究極のデフレ材料を持つ日本において、そう簡単にデフレ観測が後退するとは思えないからだ。

ひとつだけ確かなことは、日銀が超低金利からの出口政策を模索できるような状態ではないということだ。物価の下げ止まりも不確かなら、金融システムも万全の状態とは程遠い。要するに本当の意味で市場メカニズムを取り戻すには、まだまだ時間がかかる。昨今の長期金利の上昇は、せいぜい「出口への入口にたどり着いた」ところだろうか。

米利上げと「BRICS」

最後に残り少ない紙幅で触れておきたいのは、米国の金利上昇によって、もっとも深刻な影響を受けそうなのは新興国であるということだ。1994年2月に始まった米連銀の金融引締めが「エマージング市場」を混乱させ、その年の暮れにはメキシコ通貨危機に至った経緯を忘れるわけにはいかない。

当時の「エマージング市場」の現代版は、ずばり「BRICS」である。2003年10月に発表されたゴールドマン・サックス社のレポートが、「ブラジル、ロシア、インド、中国」という4つの国への投資を推奨した。「資源大国がゆっくりと成長する時代」と考えれば、中長期の夢としては悪くない。しかし実際のBRICSブームの正体は、「米国で低利の資金を調達し、高利のBRICS市場で回す」というキャリー・トレードであった。従い、米国で金利先高観が生じると共に、これらの国の株式市場は下落している。

特に注意が必要なのは、対外債務返済負担が大きく、原油の輸入国なので石油価格上昇のダメージが大きいブラジルであろう。そもそも「BRICS」は、中国経済の活況にヒントを得ており、他の「BRI」3カ国はこじつけ気味の論理構成になっている。つまり証券会社の「Story Telling」という面があるので、その辺は割り引いて聞いておく必要がある。

今後の世界経済に死角があるとすれば、この辺だろう。

< 今週の”The Economist”誌から >

”Playing it cool”

「景気をクールに冷やす」

United Staete

June 26th 2004

* FOMCの利上げを目前に、「インフレ警戒派」と「インフレ楽観派」の2つの見方が交錯しています。”The Economist”誌は前者の立場です。

< 要旨 >

6月30日、米中央銀行は4年ぶりに短期金利を0.25%上げて1.25%にする。仕込みは十分で、すでに既定の路線。しかるにこれは大きな転換点だ。深刻な不況に対して金利を1%にまで下げた後で、今度は経済に歪みを与えず、異常に緩やかな金融政策を引き締める必要がある。

今のところ連銀は漸進主義だ。5月の前回会合では、「粛々とした」(measured)速度で引き締めると語っている。先週の上院公聴会の席上でも、グリーンズパン議長は「インフレ圧力は深刻なものとはならない」と述べている。それゆえに市場は0.25%を当然と予測し、むしろ声明文の中身を気にしている。しかしそんなのんびりペースで間に合うのか。

本誌のようなインフレ懸念派は、6月30日後も実質金利はマイナスとなることに着眼する。第1四半期の成長率は過去20年で最速、消費者物価は5月までに3.1%上昇、インフレ期待も高まっている。これに対し楽観派は、インフレは歴史的には低水準であり、昨今の加速は一時的と見る。生産性の伸びが高く過剰な供給力がある中で、インフレは考えにくいと論じる。

確かに米国経済は、依然として余剰(slack)が多い。失業率5.6%は歴史的に見て上々の部類だ。年初の物価上昇の勢いも随分と和らいだ。ワシントンの連銀理事たちはこのグループに属する。古株のカーン理事は、今月初めの演説の中で、年初からのインフレ加速は低インフレの反動、エネルギー価格やドル安のせいだと述べた。これに対し、地方の連銀総裁たちは伝統的タカ派に属し、「GDPギャップ」を信用しない。が、彼らの影響力は小さい。

最も重要なのは、グリーンズパン自身がどう見ているかだ。6月19日に連銀議長として5期めの任期に入り、金融政策を司る男。その彼が漸進主義を率いている。6月8日の講演で、彼は物価の安定を維持するために、中央銀行は「必要なこと」をすると述べた。その1週間後には語調を和らげた。漸進主義とはいえ、必要あらば逐次利上げの権利は留保したいのだ。

この種の「様子見」手法は問題を残す。向こう2~3ヶ月の経済指標は、タカ派ともハト派とも取れるようなものとなろう。去年のインフレ率が低いことを思えば、前年比の物価統計は大きな伸びを示すはず。これは人々のインフレ期待を高める。そしてインフレが生じていることが分かったときには手遅れであり、何ヶ月にもわたる高金利が必要になるのだ。

連銀の漸進主義はギャンプルというべきだ。グリーンズパン議長は上院証言の際にゴルフの喩えを使い、「経済を守りつつ金利を正常化するのは、OKボールではない」と述べた。ならば言わせてもらおう。ドライバーショットを打ち損じても、「マリガン」(1回に限り打ち直し可のルール)はない。米国経済はそんなに慈悲深くはないのである。

< From the Editor > ワシントンDCの住宅事情

先月の米国出張の際に、古い友人のジョン君が自宅に招いてくれました。

新居があるタコマパークは、正方形を斜めに置いた形のワシントンDCでは、頂点から少しだけ右辺を下ったあたりに位置します。筆者が住んでいた12年前の知識では、その辺は「危ないから行っちゃダメ」なゾーンの一角でした。ところが時代は変わり、新婚早々のジョン君夫妻（弁護士と証券アナリストの組み合わせ）が、かろうじてDC内で買えたのがここだったというから驚きました。

あらためてよく見ると、DC内は昔に比べ、とてもきれいで安全になっているのです。90年代の大型景気は、首都の住宅街の一定部分を見違えるように変えてしまいました。1991年には原因不明の暴動が起きたアダムス・モーガン地区さえ、今では道の両側に新しい家とクルマが並んでいる。以前は確かに「先進国の首都にある途上国」地区でも、エスニックな魅力のあふれる街だったのですが。

こんな調子では、不動産をレントする際の利回りも相当に上昇したことでしょう。日本から見ていると、米国の住宅価格高騰はしばしば「バブル」の一語で片付けられますが、治安や利便性の改善という現実を加味すると、それなりに裏づけのある価格上昇であるということを実感しました。

さて、タコマパークの新居に着いてみると、木立の中の一軒家は米国人ミドルクラスの住居としてはまことに理想的なものでした。飼っている大きな犬、庭に自分で掘ったという池、わざわざ日本で買ってきて作った畳の部屋など、ジョン君の趣味も存分に発揮されていて、新生活をエンジョイしていることがすぐに分かりました。

悩みの種は案の定、住宅ローンで、5%の金利はやはりツライとのこと。「日本では、住宅ローン10年もの金利1%というテレビCMをやってるよ」と教えたら、「日本のお金で米国の不動産を買うローンを作ってほしい」と言っていました。

金利が本格上昇に向かう前に、どこか本気で検討してみる銀行はありませんかね？

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、双日株式会社および株式会社双日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>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL: (03)5520-2195 FAX: (03)5520-2183

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com