

Contents

特集：米国経済の常識・非常識	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”Yuan step from the edge” 「崖っぷちの人民元」	7p
< From the Editor > 「 二大政党の明暗」	8p

特集：米国経済の常識・非常識

国際情勢を考える際には、良くも悪くも米国の動向を無視することはできません。そしてまた世界経済も、米国経済の存在が重要であることは自明でありましょう。

思うに米国経済は、米国政治と同じような「過激さ」を秘めています。つまり、普通の国の経済とは違い、短期間で大きく変化してしまう柔軟さがある。そこを見誤ると、思わぬ影響が自国に及ぶのだが、そのわりに誤解や神話が多いのも米国政治と似ています。

本号では、過去11年分のGDPの変化を手がかりに、この間の米国経済の変遷を考えてみました。ここから見えてくる米国経済の新常識は、「双子の赤字」「住宅バブル」「バーナンキ新議長」といった紋切り型の常識とは一味違います。月並みですが、「ほんの10年でここまで変わるか」ということにあらためて驚く次第です。

常識 1：人口増を支える個人消費

次ページの表は、過去11年間の米国経済の実質GDP成長率（1行目）と、その中身を米国基準で示したものである。

これを見ると、2001年から02年にかけて短い景気後退期があったものの、米国経済の成長率は先進国としてはきわめて高く、過去11年の平均で3.3%となっている。そしてまた大方の印象とは違い、ブッシュ政権下における昨今の好況（04～05年）は、クリントン時代の好況（97～99年）と比べても、成長率自体はそれほど遜色がないことに気がつく。とはいえGDPの構成要素を勘案すると、2つの時代には大きな変化があることが分かってくる。その違いを見極めることが、今週号の狙いでもある。

1995年～2005年の米国経済（前年比伸び率）

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	平均
1 GDP	2.5	3.7	4.5	4.2	4.5	3.7	0.8	1.6	2.7	4.2	3.5	3.3
2 個人消費	2.7	3.4	3.8	5.0	5.1	4.7	2.5	2.7	2.9	3.9	3.6	3.7
3 耐久消費財	4.4	7.8	8.6	11.3	11.7	7.3	4.3	7.1	6.6	6.0	4.5	7.2
4 非耐久消費財	2.2	2.6	2.7	4.0	4.6	3.8	2.0	2.5	3.2	4.7	4.4	3.3
5 サービス	2.6	2.9	3.3	4.2	4.0	4.5	2.4	1.9	2.0	3.0	2.9	3.1
6 国内民間投資	3.1	8.9	12.4	9.8	7.8	5.7	-7.9	-2.6	3.9	11.9	6.0	5.4
7 民間設備投資	6.5	9.0	9.2	10.2	8.3	6.5	-3.0	-5.2	3.6	9.7	8.1	5.7
8 非住宅投資	10.5	9.3	12.1	11.1	9.2	8.7	-4.2	-9.2	1.3	9.4	8.7	6.1
9 構造物	6.4	5.6	7.3	5.1	-0.4	6.8	-2.3	-17.1	-4.2	2.2	2.0	1.0
10 部品/Software	12.0	10.6	13.8	13.3	14.2	9.4	-4.9	-6.2	3.2	11.9	11.0	8.0
11 住宅投資	-3.2	8.0	1.9	7.6	6.0	0.8	0.4	4.8	8.4	10.3	7.1	4.7
14 輸出	10.1	8.4	11.9	2.4	4.3	8.7	-5.4	-2.3	1.8	8.4	7.0	5.0
15 財	11.7	8.8	14.3	2.2	3.8	11.2	-6.1	-4.0	1.8	8.9	7.3	5.4
16 サービス	6.3	7.2	5.9	2.9	5.6	2.9	-3.7	1.9	1.7	7.4	6.2	4.0
17 輸入	8.0	8.7	13.6	11.6	11.5	13.1	-2.7	3.4	4.6	10.7	6.4	8.1
18 財	9.0	9.3	14.4	11.7	12.4	13.5	-3.2	3.7	4.9	11.0	6.9	8.5
19 サービス	3.3	5.5	9.4	11.4	6.9	11.1	-0.3	2.1	3.0	9.6	3.7	6.0
20 政府消費支出												
21 連邦政府	-2.7	-1.2	-1.0	-1.1	2.2	0.9	3.9	7.0	6.9	5.2	2.3	2.0
22 国防支出	-3.8	-1.4	-2.8	-2.1	1.9	-0.5	3.9	7.4	8.8	7.0	2.6	1.9
23 非国防支出	-0.4	-0.7	2.6	0.7	2.8	3.5	3.9	6.3	3.4	1.8	1.9	2.3
24 州政府	2.6	2.3	3.6	3.6	4.7	2.7	3.2	3.1	0.6	0.4	1.5	2.6

真っ先に注目すべきは、個人消費（2行目）が一貫して伸び続けており、最低でも2.5%（01年）になっていることである。そもそも米国経済においては、個人消費がGDPの70%を占めている。その個人消費が平均3.7%で伸びているからには、米国経済が大きく崩れる（例えばマイナス成長になる）ことは考えにくいといえよう。

では、どうしてこれだけ、個人消費が堅調なのだろうか。種明かしは非常に簡単。人口が増えているからである。1995年時点の米国の人口は2億6304万人であった。それが今年秋には3億人を突破するという。しかも人口増は、95～00年には年平均0.9%であったが、00～03年になると2.4%という高い伸びを示すようになる¹。一人当たりの生活水準が一定であるとすれば、これは米国経済の成長率が2%以上のゲタを履いているようなものである。

¹ 世界国勢図会（2005/06）

人口の増加は、先進国としては高い米国の出生率と、昨今では政治問題となっている不法移民の急増という両面からもたらされている。とすれば、この勢いは今後も持続するであろう。ゆえに米国の個人消費は、引き続き堅調な伸びを維持するだろうし、人口増加が続く限り、近い将来の米国経済が大きく崩れることは考えにくい。また、人口の流入が継続することは、2010年頃から本格化を迎える米国社会の高齢化と、それに伴う医療や年金問題を展望する上でも、明るい材料であるといえるだろう。

もっとも、人口増はかならずしもいいことばかりではない。一人当たりの成長率が低くなるので、個人にとっては「景気統計が良いわりには、好況を実感できない」ということになる。これはまさしく、米国で現在進行形の事態と合致している。逆にいえば、今後の少子・高齢化時代の日本経済においては、「景気統計が冴えないわりには、生活実感は悪くない」現象が起きることになるのかもしれない。

ともあれ、人口の増加が個人消費の堅調さをもたらすという点は、欧州や日本との際立った違いである。「人口増が経済の安定成長をもたらしている」ことは、海外から米国経済を見る場合の盲点となりやすいのではないだろうか。

常識2：ハイテクバブル崩壊からIT革命第二幕へ

個人消費の安定した伸びに比べると、設備投資関連の数字は過去11年で大きな増減を示している。日本でいう「民間設備投資」は、米国では「非住宅投資」（8行目）に相当するが、過去10年の間に+12.1%（97年）から-9.2%（02年）まで大きく変動している。特に「部品及びソフトウェア投資」（10行目）では、95年から99年まで5年連続で二桁成長を続けており、この間の情報化関連投資がいかに凄い勢いであったかが窺える。90年代後半は「ニューエコノミー時代」という掛け声の下、IT産業が急成長した時代であった。

しかしブームがこれだけ続くと、投資効率はさすがに悪化する。2000年のハイテクバブル崩壊とともに、設備投資は急速な冷え込みを見せ始める。01年、02年のマイナス成長は、この間の爪あとの大きさを物語っている。エンロン、ワールドコムなど、IT関連で急成長した企業が続々と経営破綻したのもこの時期のことだ。

そうしてみると、「部品及びソフトウェア投資」が直近では04年、05年と連続して二桁成長している点が興味深い。情報化関連投資は復活している。どうやら調整は一巡し、新たな成長シナリオが始まっているのではないだろうか。

本誌ではハイテクバブル崩壊の当時、「IT革命第二幕」説を唱えたことがある²。インターネットの誕生は画期的な事件であったが、収益性の高い事業を生み出せないことが難点であった。当時の読み筋としては、「5年後くらいに画期的な新技術が誕生し、収益性の高いビジネスが生まれるのではないか」と考えたのである。

² 2001年11月30日号「ITビジネス復活への条件」、同6月15日号「ITブームの後に来るもの」など

その後、ウェブサイトがブログに変わり、Google に代表されるような検索エンジンが発展するといった変化はあったものの、それほど目覚ましい技術が誕生したという実感はない。それでも、書籍流通の変化から「ネットとメディアの融合」の議論まで、われわれの身の回りのさまざまな場所で「ITの深化と拡大」が進んでいる³。その意味では、向こう2~3年のIT業界には、大きな飛躍があると期待できよう。

常識3：景気を支えてきた住宅投資

あらためて90年代と2000年代を比較すると、クリントン時代の米国経済がいかに好調であったかがよく分かる。この時期の米国経済は、連邦政府支出を大幅に減らしつつ（21行目）、民間設備投資中心の成長を継続し（6行目）、98年と99年には実に個人消費が連続して5%もの伸びを示している（2行目）。この時期、財政収支は黒字となり、失業率は4%を下回り、ダウ平均は1万ドルの大台に乗せた。

それに比べると、現在の景気回復局面は脆弱である。前述の通り、個人消費の伸びは人口増によるところが大きく、底堅くはあっても、個々人にとって景気回復の実感は乏しいものになっている。雇用状況や株価も大きく改善しているわけではない。しかも原油価格高騰という重石がついている。

そんな中で、ブッシュ政権下の景気回復を下支えしたのは、住宅投資（11行目）の活況である。金利低下を受けて住宅価格が上昇し、低利ローンを生かした住宅建設が活況を呈した。さらに住宅ローンのリファイナンスによって、家計にキャッシュが流入したことも個人消費を活発にした。

2004年6月以降の金利上昇局面においては、「住宅をテコにした景気浮揚」がだんだん難しくなりつつある。それでも住宅建設の増加には、人口増という「実需」があるので、これを一概に「住宅バブル」と呼ぶのは適切ではないだろう。むしろ、住宅価格の上昇を当てこんで、借り手に優し過ぎる住宅ローンの開発が増えており、「住宅金融バブル」が生じている可能性がある。そして今後の金利上昇効果の浸透に伴って、おそらくは貸し倒れの増加といった形で、バブルはつぶれていくだろう。

それでは「住宅金融バブルの崩壊」は、今後の大問題になるだろうか。この点で、日本の90年代の経験を当てはめて考えるのは適当ではない。日本の経験は、「全国でほとんどの地価が下落し」「当時の地価には収益還元法のような物差しがなく」「すべての金融機関が不良債権を抱え」「金融当局も一緒になってそれを隠そうとした」という、非常に特殊な例である。仮に米国版の「住専問題」が起き、不動産融資をめぐる焦げ付きが生じたとしたら、ただちにハゲタカファンドが登場して買い叩き、処分してしまうだろう。少なくとも透明性が担保されていれば、バブル崩壊は大事には至らないはずなのである。

³ この点については『メディア進化論』（梅田望夫／ちくま書房）が参考になる。

常識4：ブッシュ経済の隠し味 = 「国防支出」

クリントン政権からブッシュ政権に代わったことで、もっともドラスチックな変化が生じたのは連邦政府の支出（21行目）である。特に02年から04年にかけての国防支出（22行目）の増加は目覚ましい。これはブッシュ時代の米国経済における「隠し味」のようなものといえよう。国防支出の増加は「究極のケインズ政策」として、景気にいくばくかの浮揚効果をもたらしているはずである。

今年2月、ブッシュ政権は4年ごとの国防報告書（QDR）を発表した。これは国防長官が中期的な防衛戦略とそのための装備計画をまとめるもので、日本でいえば「防衛計画大綱」と「中期防衛計画」を併せたような存在である。

今回の「06QDR」は、テロとの「長い戦争」から「米軍再編の具体策」、あるいは「戦略的岐路に立つ中国への警戒感」に至るまで、たくさんのアイデアを盛り込んであり、世界中の安全保障関係者の注目を集めている。が、これを政治的に見た場合、予算面の手当てについて触れていない点が重要な意味を持つ。しかも、従来からの課題であったミサイル防衛や、昨年のカトリーナで話題になった国土安全保障上の任務に深入りせず、イラクの現状が示すような「陸上兵力の決定的な不足」という問題にも目をつぶっている。

国防関連の支出は、年間でざっくり5000億ドル規模にも達するが、全世界的な米軍再編やら、国内の基地の統合などまで取り組んでいると、いくらカネがあっても足りないというのが正直なところである。イラクへの兵士増派も、ペンタゴンは必要性を感じていても、あまりに不評であるために踏み込めない。いわば軍事的なりアリズムが、政治的なりアリズムに妥協を迫られているわけだ。かくして「06QDR」は非常に意欲的な内容ではあるのだが、所詮は予算のつけられない「絵に描いた餅」である。つまり世界最強の米軍は、「財政赤字」という壁に直面しつつある。

こうして見ると、ブッシュ政権下の「国防バブル」はそろそろ限界に近い。米国経済に占める地位としては、やはり「隠し味」と考えるべきなのであろう。

常識5：貿易不均衡の流れは止まらない

米国経済を語る際に、経常赤字や通商摩擦は頻繁に語られるが、貿易自体に関心が及ぶことは少ない。「米国経済は国内市場が巨大なので、貿易が占める割合は低い」と思われているのだろう。が、05年の財・サービス輸出は1兆2722億ドル（対GDP比10.2%）、輸入は1兆9958億ドル（同16.0%）にも達する。実に堂々たる「貿易立国」である。

GDPに占める貿易の伸び（14行目～19行目）を見ると、過去11年間の平均で輸出の伸びが5.0%であるのに対し、輸入は8.1%で伸びている。しかも「GDP成長率が4%を越えた年は、輸入は二桁増となる」ことが分かる。

このことから分かるのは、最近の米国経済は「内需が伸びればその分、国内生産が増えるのではなく、輸入が増えるような体質」になっていることだ。現に 04 年は 4.2%、05 年は 3.5% という高成長が続いたにもかかわらず、稼働率は最近になってやっと 80% を超えた程度である。ようやく 00 年頃の水準に戻ったに過ぎない。また、足下の失業率は 5% 台を割り込んで改善を続けているが、製造業の雇用回復は思わしくない。これでは、「米国経済はモノ作りをあきらめてしまっている」ように見える。

他方、米国の「年間 2 兆ドルの輸入」は、諸外国から見た場合は巨大なビジネスチャンスを意味する。米国の財・サービス輸入が 1 兆ドルを超えたのは 1997 年のこと。過去 10 年近くで増えた 1 兆ドルの需要のお陰で、どれだけ多くの国が潤ったことだろう。高度成長を続ける中国はもちろんのこと、「アウトソーシング」で国作りを急ぐインド、資源価格の高騰で笑いが止まらない産油国、そして EU やカナダ、メキシコもまた、この 10 年で対米輸出を倍増させている⁴。

その背後で広がっているのが貿易不均衡である。米国の財・サービス収支は 7236 億ドル、経常収支では 8049 億ドルの赤字が生じている。こうした赤字はときに通商摩擦を生む。が、たとえば人民元の対ドルレートが上昇したとしても、不均衡の改善には大きく役立たないことだろう。貿易不均衡の拡大は続くと考えておくべきだろう。

結論：極端な悲観も楽観もない米国経済

こうして比較して見ると、この 10 年で米国経済がいかに様変わったかが実感できる。

簡単にまとめると、クリントン時代は絶好調であったが、現在のブッシュ時代は「人口増加」というゲタを履いている。それに「住宅金融バブル」や「国防バブル」を加えて、かろうじて 3% 台の成長軌道に乗っている。かといって今後の希望がないわけではなく、「IT 革命第二幕」が新境地を切り開くという楽しみもある。そして米国経済の発展がなければ、現在の BRICs をはじめとする世界経済の活況も危うくなってしまふ。

筆者の感想を言えば、米国経済はあまり楽観することも出来ないが、それほど悲観する必要もない。「双子の赤字でドル大暴落」「住宅バブル崩壊でマイナス成長へ」といった恐怖の予言（日本ではなぜかこの手の説が好まれる）は無視してよいと思うが、高齢化の進行による将来の負担増はリアルな恐怖であり、現在のブッシュ政権ではそうした問題の多くは先送りされている。また景気循環からいっても、ピーク時はすでに過ぎており、今後はゆっくりと減速過程に入るだろう。

総じてここに書いたような内容は、米国経済に対する認識としては、きわめて「常識的」な線であると思うが果たしてどうだろう。

⁴ 面白いことに、過去 10 年で対米輸出が大きく伸びていないのは、日本と NIES くらいである。これは日本や NIES 製の部品が、中国で組み立てられて米国に輸出されているからであろう。つまり間接的な受益者なのである。

< 今週の”The Economist”誌から >

”Yuan step from the edge”

Leaders

「崖っぷちの人民元」

April 1st 2006

* 胡錦濤国家主席の訪米を前に、人民元の対ドルレートに注目が集まっています。が、それは間違ってますよ、と今週の”The Economist”誌が警告しています。

< 要旨 >

米国は4月20日の胡錦濤訪米を前に、中国に人民元の対ドルレート切り上げを迫っている。中間選挙を考えれば無理もないが、危険なことである。米国の巨額な経常赤字は、中国の為替のせいではない。中国製品に保護関税を課すとなると、傷つくのは米国自身であろう。

昨年7月に2.1%の切り上げがあって以来、人民元は1%しか上昇していない。4月に発表される米財務省の為替報告書は、中国を為替操作国と呼ぶだろう。そうすると米議会は中国製品に保護関税をかけることができる。

なぜ切り上げが必要なのか。米国は昨年、対中赤字2020億ドルをあげている。だが、米国の過去5年分の赤字増加中、中国が占めているのは3分の1だけだ。2001年のWTO加盟以降、中国は製品加工地としての魅力を増し、台湾や韓国の輸出を代替した。中国は対米で巨額の貿易黒字を上げる一方、他のアジア諸国から資本財や部品を輸入して赤字である。かくして中国の昨年の貿易黒字は、対米黒字の半分の1020億ドルとなった。

人民元の過小評価は、議員たちは3割というが、民間エコノミストは10~15%程度であるとする。また、ドルが強含んだせいで、元は実質的には昨年10%も強くなっている。いずれにせよ、人民元の切り上げは米国の貿易赤字を減らさない。中国の輸出品のほとんどは、玩具や靴やオフィス機器など、もはや米国で作っていないものばかりだ。中国から買わないなら、別のどこかから輸入しなければならない。

中国製品に保護関税をかければ、中国よりも米国の消費者が敗者となる。中国の輸出の2/3は米国企業を含む非中国企業による。そして中国側は制裁措置を発動するだろう。

対外赤字の真の原因は、消費過剰と貯蓄過少である。為替レートはこの事実を変えられない。むしろ中国の為替政策は、米国を助けている。安い輸入品はインフレを低下させ、金利を低下させる。中国による米国債の大量購入は、長期金利を低く抑える。ローンが安くなるお陰で、住宅価格ブームに火がつく。もし中国が人民元の切り上げを急げば、金利は上昇していただろう。その上、米国が愚かにも中国製品を制限するならば、中国はドル資産を売るかもしれない。史上最大の対外借り入れをしている国は、債権者に乱暴をすべきではない。

中国も身ざれいではない。紛争を避けたければ、知的財産権を守り、米国企業の市場参入を改善し、国内消費を喚起して輸入を増やすべきである。そして米国もまた、咎なしとしない。国内貯蓄を増やすために何もしてない。自国の経済政策がもっとちゃんとしていれば、中国に対して説教をするにも、もっと説得力が出ただろうに。

< From the Editor > 二大政党の明暗

今週4月6日をもって、小泉首相の在位期間が中曽根政権を抜いて戦後歴代3位となりました。今月24日には政権発足から丸5年になるわけですから、思えば長く続いたものです。

そもそも議院内閣制の首相は、任期途中で心ならずも引き摺り下ろされるものです。平成になってからの首相は小泉さんで11人目ですが、10人目までの政権は突発的な辞任、内閣不信任、選挙敗戦の引責、任期中に死去など、無念のうちに終わりを迎えるのが普通でした。そして今となっては、10人の名前を正しい順序で言える人がどれだけいることでしょうか。

任期を全うして辞める、という贅沢を味わった首相は、戦後では佐藤栄作と中曽根康弘しかいません。小泉さんが9月末に退陣するとしたら、これは実に19年ぶりの快挙ということになります。1987年の中曽根さんは、最後は「ご祝儀」で支持率が上昇しました。今年、それと同じことが起きるとしたら、小泉政権の支持率は現在の5割台からさらに上乘せすることになる。これでは、ポスト小泉が誰になっても、当初は低空飛行になることでしょうか。

ところで、この間に小泉首相と対峙した最大野党・民主党の代表とはいえば、鳩山、菅、岡田、前原と実に4人を数え、4月7日には5人目の代表が選出される予定です。まるで一時期の首相のように頻繁に入れ替わっており、今となっては何が理由で辞めたのか思い出せない人もいるくらいです（鳩山：自由党との合流の失敗、菅：年金未納が発覚、岡田：総選挙で大敗、前原：永田メール問題）。

つくづく今週は二大政党が明暗を分けました。小泉さんが強過ぎたために民主党がダメになったのか、それとも野党が不甲斐ないから長期政権になったのか。いずれにせよ、2つの政党の間に、政治家の質や政策能力で大きな差があったとは思われません。

強いて言えば、党執行部のマネジメント能力とか、組織のディシプリンといった点で差がついたように見える。自民党は党内では評判の悪い小泉さんの下で、とにかく5年も辛抱を続けてきた。逆に民主党の場合は、その手の我慢ができない。

では、なぜそういう差がつくかということ、自民党には「とにかく政権の座から降りたくない」という思いが強くあるからでしょう。野党の場合は失うものがないだけに、あと一步の我慢ができない。二大政党に大きな違いがあるとしたら、その辺ではないでしょうか。

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あてにお願いします。

〒107-0052 東京都港区赤坂2-14-27 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4954

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