

Contents

\*\*\*\*\*

特集：米国経済に関する3つの証言	1p
<今週の”The Economist”から>	
“Greenspan’s glimmer” 「グリーンズパンの薄明かり」	8p
<From the Editor> 「再び参院無用論」	8p

\*\*\*\*\*

特集：米国経済に関する3つの証言

ジェノバサミットの評判が大変悪いようです。それを端的に示しているのが、今週に入ってからの日米の株価。とはいえ、G8首脳が集まったところで打てる手段は限られています。今回の米国発の「IT不況」は、従来型の発想や経済政策では対応できず、各国首脳も経済の専門家も頭を痛めている様子です。

今週号では、米国経済運営の重責をになう3人の証言を取り上げてみました。グリーンズパン連銀議長、リンゼー経済担当補佐官、そしてハバートCEA委員長の3人。それぞれに米国経済の「新しい現実」を捉えようとしていることを興味深く感じた次第です。

深刻な米国経済と無力なG8

「後世の歴史家は、今年のサミットを『サミットの終わりの始まり』と言うだろう。世界同時不況と言われかねないような現状なのに、具体策は何もない。だから、日本で株価が下がり、バブル期以降最低になった。アメリカでも株が下がった」（加藤紘一自民党元幹事長）<sup>1</sup>

反グローバル派の反対活動により、死者1名を出したという点もさることながら、ジェノバ・サミットは「世界経済の不安を目前にしながらかんが何もできなかった」ことでG8の限界を示してしまった。紛争予防や中東問題、デジタル・オポチュニティや債務切り捨ての問題などに関するコミュニケは発表されたが、その多くは世界同時好況下で行われた昨年の沖縄サミットからの引継ぎ事項。目前の経済問題に対しては、有効な議論がなされなかった。

---

<sup>1</sup>7月24日、鹿児島県鹿屋市で。「評論家としては一流」か？

現在の世界経済が抱えている悩みは、米国発の「IT不況」の急速な拡散である。ブームの過熱が、IT関連の「株価」や「在庫」を過剰な水準に押し上げた。しかし、ITを利用してサステナブルな収益を上げることは思ったより難しい。アマゾンやヤフーといった先端企業の収益が伸び悩む中で、ITに対する過剰な期待が剥落し始めた。最近ではハイテク企業が軒並み、収益予想の下方修正を繰り返している。これが97年のアジア通貨危機並みの速度と伝播力で世界を駆け巡っている。

IT投資が加速してきた「スピードの経済」は、これまで何度も予想を裏切って高い成長率や生産性の伸びを実現してきた。ところが、いったん縮小が始まると、今度は調整過程も予想を超える速さで進行中である。どの地点で止まるのかは容易に推測がつかない。

このような新しい事態に対し、G8首脳は適切な対応策を打ち出せない。「サミットにIT担当大臣が集まって、『世界的にブロードバンド化をどう進めるか』といった議論をすれば、少なくとも株式市場は聞く耳をもつはず」<sup>2</sup>といった声があるものの、そこまでの柔軟性は期待薄のようだ。

この間、米国の経済専門家たちは、現状をどう見ているのだろうか。

#### ハバートCEA委員長：経済観の転換

CEA (Council of Economic Advisers) とは、米国大統領直属の経済諮問機関である。かつてケネディ政権の頃には強い影響力を持ったこともあるが、最近では「盲腸」的な機関となりつつある。とくにクリントン政権がNEC (National Economic Council) を作り、ここで経済政策の調整を行うようになってからは、存在意義が分かり難くなった。

とはいえ、CEA委員長はときの超一流エコノミストの証であり、過去にはグリーンズパン、フェルドスタイン、スティグリッツなどのビッグネームが務めたポストである。かのクルーグマンは、クリントン政権下で自分が指名されなかったことに腹を立てたともいう。また、年に1度、CEAが公表する大統領経済報告は、わが国の経済白書のように多くの人の目に留まる<sup>3</sup>。

さて、ブッシュ政権が選んだCEA委員長はグレン・ハバート・コロンビア大学教授である。弱冠42歳。共和党支持者らしい「レッセフェール主義」の経済学者。公共経済学が専門であり、関心分野は金融、税制・財政、国際金融、金融政策、規制など。本人のホームページ<sup>4</sup>には無数の著書や論文が紹介されている。この中に、ITやニューエコノミーに関する論考はほとんど見られない。

<sup>2</sup> 伊藤洋一・住信基礎研究所首席研究員、Foresight7月号

<sup>3</sup> 毎日新聞社が「エコノミスト臨時増刊」として全訳を刊行している。『2001米国経済白書』は「生産性は以下に上昇したか ニューエコノミーを総括する」が主題。

<sup>4</sup> <http://www.gsb.columbia.edu/faculty/ghubbard/> 学界では、ハバート氏は「退屈」だという評価があるらしい。実際、HPに掲載されている膨大な数の論文は、どれひとつとして興味が湧かなかった。

ハバート新委員長は、5月23日に初の議会証言を行った。これを見ると、これまでのクリントン政権下とはまったく違った認識を示している。ベイリー前委員長がまとめた2000年度版経済報告は、米国経済の成功の理由を「クリントン政権下で始まったニューエコノミー」に帰していた。しかしハバート委員長は、80年代のレーガン・ブッシュ時代からの規制緩和を高く評価している。政権が変わると、経済史観も変わってしまうところが米国らしい。

以下にハバート委員長の証言のポイントをまとめておくが、世の中が「ニューエコノミーからオールドエコノミー」に回帰しつつある現在、経済に対する見方も「民主党型から共和党型へ」転換していることが興味深い。

#### ハバート C E A 委員長の議会証言から<sup>5</sup>

- ( 1 ) 長期の景気拡大：現在の景気拡大は、80年代に始まった多数の変革の結果である。これらの新しい政策には、安定した金融政策による物価安定の追求、広範な規制緩和の促進、米国の家計と企業の負担を取り除く減税が含まれる。80年代以降の生産性の上昇やインフレ抑制は、ミクロ経済における規制緩和（航空・トラック輸送・エネルギー）、減税による労働参加率の上昇や企業家の功績などに起因する。
- ( 2 ) 景気の現状：2000年後半から景気減速が鮮明となり、実質 G D P 成長率は第4四半期には1.0%にまで低下した。しかし今後もプラス成長が見込まれるので、米国経済のリセッション入りはありそうにない。
- ( 3 ) 制約要因：消費は比較的堅調。今後の鍵を握るのは失業率だが、向こう数ヶ月は増加の見通し。民間設備投資は過去2四半期停滞。I T 関連投資も減少。I T 関連株の高騰が、過剰な I T 関連投資を促進した可能性がある。この過剰投資を調整して均衡に戻るまでには、数(a few)四半期を要するかもしれないが、年末までの回復を期待。
- ( 4 ) エネルギー価格：98年後半から2000年にかけて、輸入原油価格は1バレル10ドル程度から30ドル以上まで上昇した。カリフォルニア州の計画停電が、経済に与える影響は微々たるものと考えられる。しかし安定した電力供給を望む企業は、カリフォルニア州さらには米国外に位置することを選択する可能性が高い。
- ( 5 ) 海外経済：99年から2000年にかけての米国経済の急激な成長は、輸入を通じて東アジアの経済を支えた。米国経済の減速、とくに電気や半導体製品の不振は、これらの製品に特化している東アジア経済の成長見通しを、相当程度引き下げた。
- ( 6 ) 海外経済：金融システムの危機を別にすれば、海外で発生したことが米国経済に大きな影響を与えることはありそうにない。G D P に占める貿易の比率は11%に過ぎない。米国の経常赤字は対 G D P 比4.4%（2000年）であるが、これは世界の投資家が米国に投資しようとする意欲を反映した結果である。

---

<sup>5</sup> [http://www.usembassy.it/file2001\\_05/alia/a1052302.htm](http://www.usembassy.it/file2001_05/alia/a1052302.htm)

- (7) 米国経済の長期見通しは引き続き明るい。過去数年の生産性上昇のトレンドは加速し、生活水準の上昇と低インフレを可能にするだろう。われわれの未来の繁栄は、生産要素への干渉を最小化する政策から構築されるべきである。

ハバート氏は5月3日に竹中経済担当大臣と会談した際に、米国経済の回復は「VでもUでもない、チェックマーク型」と答えている。つまり厳しい落ち込みのあとに、緩やかで長期にわたる回復過程が来るという見方。本誌がたびたび主張している「レの字型」論と似ている。ただし、景気の鍵を握るIT投資の回復時期については、「情報が限られているために、どのくらい過剰であるかを見積もることは困難」としている。

### リンゼー経済担当補佐官：減税効果をアピール

リンゼー補佐官はブッシュ大統領の腹心であり、これにオニール財務長官（金融などマクロ担当）と、ゼーリックUSTR代表（貿易などミクロ担当）を加えたトリオが、ブッシュ政権の経済閣僚の主要メンバーである。

このうち、「外様」格のゼーリックが能吏ぶりを発揮し、瞬く間に政権内で信用を獲得したのとは対照的に、「譜代」格のオニールは評価が下がりっぱなしである。ローマでのG7財務相会議では、「米国経済は来年3%以上の成長軌道に戻る」と楽観論をぶち、これが国際公約になってはかなわないと、リンゼー補佐官があわててテレビ出演して悲観論を展開した。記者団に対するガードが甘いこともさることながら、「国際金融が分からない人」というイメージがついて回り、「オニール・プロブレム」という言葉まで誕生する始末。

かくして、リンゼーの孤軍奮闘が目立つというのが昨今のブッシュ政権の経済運営である。さて、そのリンゼーがサミット直前の7月19日にフィラデルフィア連銀で講演を行った。主に1.35兆ドルの大型減税の効果を訴えたものだが、急速な景気の悪化により財政黒字の縮小も見込まれる中で、ところどころ苦しい議論を展開していることが注目される。

### リンゼー補佐官の講演から<sup>6</sup>

- (1) 上院の新予算委員長（民主党）は、今度の減税が財政状況の悪化を招くと言う。だがブッシュ政権は、国の資源配分は資源を生み出している人々が決めるべきだと考える。
- (2) 幸いなことに、経済評論家の多数派は今回の減税が経済的に意味があるだけでなく、必要なものだとの見解を有している。このタイミングで減税が実行されたのは偶然ではない。ブッシュ知事は99年12月に減税を提案し、この公約にこだわり続けてきた。ウエイトレスであれ起業家であれ、アメリカ人にとって高い税率は悪いことである。

---

<sup>6</sup> <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2001/07/20010719-4.html>

- ( 3 ) 99年第4四半期の成長率は年率8.3%だった。こんなペースは持続不可能である。経済が好調なときに減税を主張するのは馬鹿げているという意見もあったが、経営者であるブッシュは「保険」としての減税が必要だと見抜いていた。そして2000年3月には株式市場がピークをつけ、今年5月に減税が成立した。経済はやはり「保険」を必要としていた。
- ( 4 ) 向こう9ヵ月の間に、納税者は4通りの方法でふところを暖める。 7月1日からの税率引き下げ、 2001年減税分の戻し税を小切手で受け取り、 2002年1月からの減税(含む結婚税)、 子育て減税。よって経済が支出拡大を必要とする次の4半期において、年収5万ドルの4人家族は1100ドルを受け取る。この効果は小さくない。
- ( 5 ) 2002年に景気が力強く回復する理由として、 減税効果、 12~18ヵ月後に現れる金融緩和の効果、 エネルギー価格の安定、をあげることができる。ここで増税をしようという意見もあるが、そういう人は97年に消費税を上げた橋本政権の例を想起してほしい。
- ( 6 ) 債務削減と経済の問題については、F.ルーズベルトの意見が的確だ。「債務管理は重要だが、秩序だった、たゆまぬ削減により、経済政策の目的を曲げないことが必要だ」。景気が1%上向けば、歳入は1.4%増える。賢明で慎重な政府は、成長を最大化するように財政を管理する。今日の黒字をもたらしたのは成長にほかならない。
- ( 7 ) 目指すべきは「常識の経済学」である。経済には共和党も民主党もない。経済史から得られた教訓に基づく健全財政のレシピが必要である。

大型減税は、ブッシュ政権の発足後半年における最大の成果である。その効果をアピールするのが補佐官の仕事となるのは当然だが、「これで年内のV字型回復が可能」とは言えないところがつらい。それどころか、さりげなく「利下げの効果にはタイムラグがあるから、2002年には回復」という言い方をしている。

サミットを直前に控えており、「景気の先行きに対してなるべく慎重な言い方をして、事前の期待値を下げておきたい」という思惑があったのだろう。たしかに日欧の経済が不振で、アルゼンチンやトルコの金融不安が生じている現状では、「年内の景気回復」を主張しても説得力は弱いといえよう。

### グリーンズパン連銀議長：技術の要素を重視

米国景気の変容について、同じくサミット直前の7月18日に証言しているのがグリーンズパン議長である。下院金融サービス委員会での講演の中で、同議長は米国経済の先行きに対する懸念を示し、FRBが今年の成長見通しをこれまでの2.0~2.75%から1.5~2.0%に引き下げたことを報告した。

要旨は以下にまとめた通りだが、現在の経済問題についてIT投資や在庫が果たしている役割を重視している点が、技術に強いといわれる同議長らしい。なお、後半の金融政策に関する部分、成長見通しの下方修正に関する部分は省略した。

## グリーンスパン議長の講演から<sup>7</sup>

- ( 1 ) かつてない拡大基調にあった米国経済は、昨年末から減速に向かい、今年は脆弱な状態で推移している。連銀は金融緩和によって需要を支援し、減税やエネルギー価格の下落の効果も今後は加わってくる。それでも現下の経済を取り巻く不透明性はぬぐい去ることができず、リスクは残りそうだ。
- ( 2 ) 過去10年の米国経済では、技術の進歩とハイテク投資が民間設備投資を牽引し、生産性の伸びをもたらした。2000年初頭にはハイテク製品への需要と供給が急増。ハイテク製造業の生産能力が1年で50%近くも伸び、一時的な在庫過剰と収益の低化は避けられなくなった。現状のペースには明らかに緩和が必要である。
- ( 3 ) 貿易相手国である欧州、アジア、ラ米でも景気減速が始まっている。このため在庫調整が行われているが、自動車部品はともかく、コンピュータ、半導体や通信部品などは今年第1四半期も製造が続いていた。ハイテク製品の在庫調整はまだまだこれからである。
- ( 4 ) いずれ調整が済めば製造が回復するだろうが、これは最終需要次第。新技術への長期的な期待感が高いが、短期的な不透明さにより設備投資への意欲が減少している。企業収益やキャッシュフローも弱さも悪材料。 いずれハイテク産業が回復するにせよ、以前のようペースには戻らないだろう。
- ( 5 ) 消費についても、向こう数四半期は腰折れのリスクがある。 株価の下落による逆資産効果と、雇用市場の悪化による消費者の信頼感低下が懸念される。

ある大手電機メーカー首脳は、「米国におけるITの在庫調整は思った以上に時間を要するだろう」との見方を示しているという。なぜなら米国のベンチャー企業は、これまで最新鋭の機器を大量に買い込んでいたが、今では経営難に陥ってどんどん手放している。ゆえにIT機器市場には大量の「新古品」が出回り、値段の下落に拍車をかけている。公表されているIT機器の在庫データには、こうした「新古品」がカウントされていない。ゆえに統計はもっと悲観的に見る必要がある、とのこと。

さらにIT関連製品は、いったん在庫になってしまうとすぐに陳腐化する。携帯電話やパソコンなどの商品は、普通の素材商品と同様には考えられないのである。シスコシステムズのチェンバース社長が、在庫25億ドルの一括償却という英断を下したが、同社の主力商品であるルーター（インターネットの中継器）などは文字どおり日進月歩の商品。売れ残りは産業廃棄物とする以外にない、というのが正直なところだろう。

この手のデータに現れない部分を考えると、米国発のIT不況の深刻度が理解できよう。

---

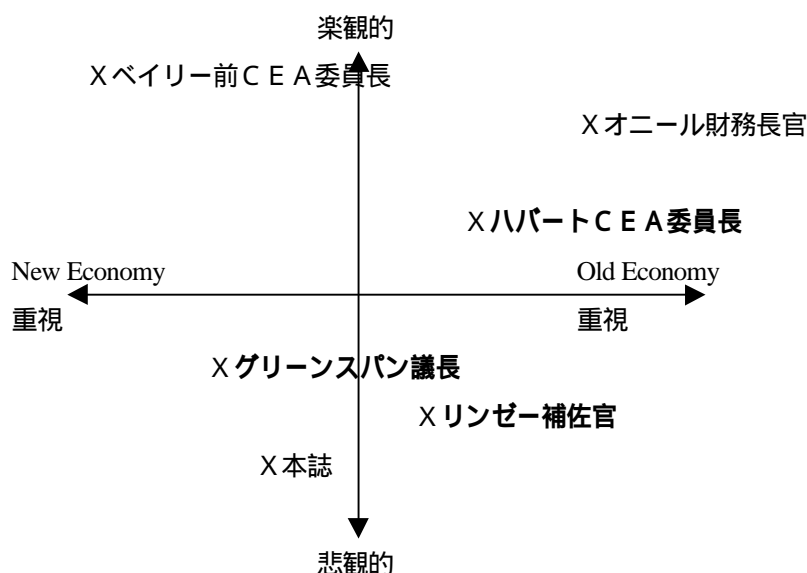
<sup>7</sup> <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/HH/2001/July/Testimony.htm>

## 浮上する悲観論

米国経済に関する3人の専門家の証言を振り返ってみると、「規制」(ハバート)、「減税」(リンゼー)、「ハイテク」(グリーンSPAN)とそれぞれ切り口は違っても、**米国経済の前途については「短期悲観、長期楽観」という結論で一致する**。問題は目先の落ち込みがどの程度になり、回復の時期がいつになるかである。

1998年のロシア危機とその直後のLTCM経営破綻の際は、連銀が金利を0.25%ずつ3回下げたことが大いに役立った。ところが2001年の景気減速は、0.5%下げを5回連続しただけではならず、都合6回、2.75%も下げたのに効果が上がらない。前者は金融不安という「カネ」の問題であったため、利下げが良く効いた。今回はIT不況という特殊な「モノ」の問題であり、利下げの効果はなかなか患部に浸透しないように見える。

### 米国経済への見方



上の図は「楽観と悲観」「ニューエコノミー重視とオールドエコノミー重視」という2つの視点から、今週号で紹介した経済専門家の意見を整理したものである。

筆者自身の意見としては、過剰なIT投資と在庫が調整されないことには回復のきっかけがつかめないで、底打ちの時期はそれほど遠くなくても、反発力は非常に弱いものになると推測する。カタカナの「レ」、もしくは「チェックマーク型」の回復になると見ている。

## < 今週の”The Economist”から >

”Greenspan’s glimmer”

July 21th, 2001 Business

「グリーンस्पンの薄明かり」

( p.60 )

\* 米国景気が大底をつける時期はいつか。グリーンSPAN議長は5月18日の議会ヒアリングで、多少の楽観論を披瀝しているようです。

< 要約 >

「大底が形成され始めたような兆候があります」。カネや太鼓で知らせるほどのことはないが、これはグリーンSPANの意見である。7月18日、年に2回の公聴会の席上、連銀議長は質疑応答の場であらかじめ用意した講演よりも踏み込んだ言い方をした。景気見通しは「自分が6、8、9ヶ月前に予想していたよりもずっといい」「調整期間は長く間我慢してきたし、今も続いているが、私が知る限りこれはいいニュースである」

7月27日に発表されるGDP統計はマイナス成長かもしれない。それでもグリーンSPAN氏は大底に近いかもしれない理由を持っている。ここ数週間、主要な指数のうちいくつかの下落が止まり、いくつかは反転し始めたのである。

NAIPM指数は6月に反発し、製造業よりもサービス部門が強かった。両者を併せた指数では5月の45.8から6月には50.9まで上昇。シカゴ購買部指数は6月に昨年12月以来の伸びを示した。鉱工業指数が9ヶ月連続でマイナスでも、製造業者はトンネルを抜けるのは近いと見ていることを示している。7月13日にはミシガン大学の消費者信頼度指数が3ヶ月連続で伸びた。マネーサプライの伸びは、1983年以来GDPの伸びを超えている。

膺者の夜明けかもしれない。グリーンSPAN氏が言うように、ダウンサイドリスクはなおも大きく、追加の金融緩和も必要だ。失業率はなおも上がっており、これは消費者の信頼を傷つける。しかし雇用がどうであれ、減税とモーゲージレート下落により、可処分所得は今年一杯は伸びる。

株価がさらに下げた場合は大きなショックとなる。たしかにばら色の企業利益が株価を過剰にしていた。だが今は夏だし、少しばかり楽観的であってもいいのでは？

## < From the Editor > 再び参議院無用論

先々週号の当欄で、「なぜ戦後日本は一院制にならなかったのか」という疑問を提示しました。GHQの原案では、国会は一院制になっていたのに、日本側が頑強に二院制を主張して参議院を作ったのです。おかげでこんな話があります。

日本国憲法の第7条4項には、「(天皇は)国会議員の総選挙の施行を公示する」とあります。普通、「総選挙」は衆議院だけを意味するので、これは変です。参議院は半数ずつの改



選ですからね。この個所は本来なら単に「選挙」でなければおかしい。後から参議院を押し込んだために、直すのを忘れていたという日本国憲法の「うっかりミス」なんです。

こんなにまで急いで押し込んだ参議院。なんのためにそこまで頑張ったのか。ひょっとして国会議事堂が左右対称形だったから、中味も二院制にしたんじゃないですか、てなことを申し上げたのですが、こんなピッタリの回答を頂戴しました。教えてくれたのは国際大学の信田智人助教授です。多謝。

「どうして、日本側がGHQに対抗して、二院制に固執したか」というと、やっぱり政治家に対する不信感があったのだと思います。ひとつは政治が不安定で解散が繰り返された場合でも、解散のない参議院が継続することで、対応できるように。もうひとつは、一回の選挙で一党独裁の状況に陥らないようにするため。でも、一番大事なのは衆院が地元利益重視になるのを見越して、もう少し良識のある人物を参議院に選び、その対抗勢力としたかったという点です。この点は、GHQの民生局の資料『日本の政治再編成（1949）』にはっきりと書かれています。

こういう説明を聞くと、戦後の日本の指導者層が、いかに真剣に国の将来を考えていたかが分かります。つまり衆議院をチェックするために「良識の府」を作りたかった。戦後日本があえて二院制を選んだ背景には、こんな思いが秘められていたわけです。

ところが現実の参議院は「衆議院のカーボンコピー」ですし、政党や派閥の論理が幅を利かせる世界です。しかも今度の選挙では、賞味期限の過ぎたテレビタレントだのプロレスラーなんぞが名乗りを上げています。参議院を作った先人たちがこの事態を知れば、さぞかし嘆くでしょう。

とはいえ、そうも言ってはいられません。明日の日本のために、今週末の参議院選にはしっかり投票しましょう。皆さんもお忘れなく。

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。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1

<http://www.nisshoiwai.co.jp>

日商岩井ビジネス戦略研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183

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