

Contents

\*\*\*\*\*

特集：米国経済の分岐点	1p
< 今週の”The Economist”から >	
”No end in sight” 「通信業界五里霧中」	6p
< From the Editor > 「政治リスクにご用心」	7p

\*\*\*\*\*

特集：米国経済の分岐点

2002年第1四半期の米国経済は年率5.8%の高度成長となりました。「9・11」のショックから予想外にすばやく反転したことになります。昨年秋には「世界同時不況」の懸念が議論されていましたが、どうやらその恐れはなさそうです。

しかし最近の株安といいドル安といい、米国経済の先行きが強気一色であるようにも見えませんが、おそらくマーケットは、景気が順調に拡大基調に戻る場合と、腰折れする場合の両方の可能性を天秤にかけているのでしょう。実際、両方の可能性があるといわざるを得ません。

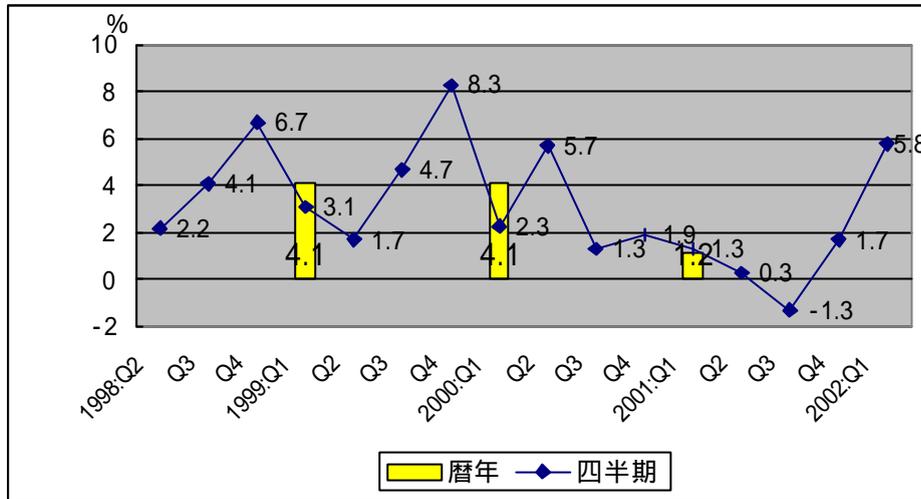
重要な岐路に立つ米国経済について考えてみました。

驚くほど強い2002年第1四半期

通常、景気後退局面（recession）とは、「2四半期連続で実質GDP成長率がマイナスとなること」が目安となっている。だが、これは暫定的な目安であり、正式な判定は非営利民間団体である米国経済調査局（NBER）が、GDP以外の種々のデータを月単位で勘案して判定している。そのNBERは昨年末、米国景気が2001年3月に景気後退局面入りしたことを認定した。これにより、1991年4月から続いていた米国史上最長の景気拡大は、ちょうど丸10年で幕を下ろしたことになる。

過去の平均を取ると、米国経済の景気後退局面は約11ヵ月となっている。ということは、経験則からいけば、今年の春には再び拡大基調に戻るかもしれない、ということになる。もっともこれは、「9・11」ショックやIT不況などの問題をすべて無視した乱暴な議論である。それでも今年第1四半期の成長率を見ると、楽観論が勢いを得てくるのも当然だ。

## 米国の実質GDP成長率



今年第1四半期のGDP成長率は年率で5.8%となった。これは2000年第2四半期以来の高水準。また、マイナス成長に陥ったのは昨年の第3四半期だけで、リセッションは非常に短かったように見える。

## 強い官需と弱い民需

とはいえ、問題なのはGDPの中味である。以下、GDPの構成要素について見ていこう。

### GDPの構成要素の増減

	2001	2001:Q1	2001:Q2	2001:Q3	2001:Q4	2002:Q1
実質GDP	1.2	1.3	0.3	-1.3	1.7	5.8
個人消費	3.1	3.0	2.5	1.0	6.1	3.5
民間設備投資	-3.2	-0.2	-14.6	-8.5	-13.8	-5.7
住宅投資	1.5	8.5	5.9	2.4	-4.6	15.7
政府支出	3.6	5.3	5.0	0.3	10.2	7.9
(うち国防支出)	4.7	7.5	2.3	3.2	9.0	19.6

個人消費は堅調に推移している。これは米連銀が大胆かつ迅速な利下げを行ったことが貢献している。特にゼロ金利ローンのおかげで自動車販売が好調だった。「テロ事件による、消費者の家庭への引きこもり」現象が懸念されたが、その分、DVDやゲーム機などが良く売れた。年末に減税の還付金があったことも消費を下支えした。失業率の急激な上昇も、それほど消費行動に影響した様子がない。米国社会は90年代前半に6~7%程度の失業を体験しており、労働者側の「慣れ」があることが一役買っているようだ。

住宅投資も好調だった。金利低下により、ローンの借り換えによるメリットが生じたことが追い風になっている。移民向けの住宅需要が増えていることも手伝って、**不動産市場が堅調に推移しており、住宅購入がよい投資だという認識も広がっている**。2000年3月末から2001年末までの間に、家計が保有する株式資産は3.1兆ドル減少したが、住宅資産は1.9兆ドル増加して、「逆資産効果」を軽減しているという。

特筆すべきは**政府支出**の増大。昨年第4四半期から急増しており、これは明らかに「テロ特需」を意味している。**とくに国防関連の支出の伸びは目覚ましい**。昨年末から半導体市場が回復しているのは、「Defense Electronics」の需要が貢献しているから、という指摘がある。このほかにも、セキュリティ関連の支出が伸びたことが景気に貢献した。

これらとは対照的に、**民間設備投資**は引き続きマイナス成長となった。つまり民需にはまだ火が点いていない。ここをどう判断するかが難しい。

### なおも尾を引く「ハイテクバブル崩壊」

クリントン時代には、民間設備投資こそが米国経済の繁栄の鍵であった。下の表をご覧ください。1992年と2000年を比較すると、民間設備投資がなんと実額で倍になっている。この間、実に年率10%というハイペースだった。

#### 鍵を握るのは情報関連投資

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
GDP成長率	3.0	2.7	4.0	2.7	3.6	4.4	4.3	4.1	4.1	1.2
失業率	7.5	6.9	6.1	5.6	5.4	4.9	4.5	4.2	4.0	4.8
民間設備投資(億ドル)	6,306	6,836	7,446	8,175	8,994	10,093	11,359	12,286	13,507	13,080
同(前年比伸び率%)	3.4	8.4	8.9	9.8	10.0	12.2	12.5	8.2	9.9	-3.2
情報関連投資(億ドル)	1,630	1,834	2,066	2,428	2,873	3,498	4,293	5,062	6,095	5,871
同(前年比伸び率%)	14.2	12.5	12.6	17.5	18.3	21.8	22.7	17.9	20.4	-3.7
情報関連の比率(%)	25.8	26.8	27.7	29.7	31.9	34.7	37.8	41.2	45.1	44.9

その中でも注目しているのが、旺盛な情報関連投資の伸びだ。民間設備投資といえば、普通は建設関係や電力などの公益事業がまず念頭に浮かぶ。しかし90年代の米国経済においては、情報関連、つまりコンピュータや周辺機器、およびソフトウェアなどに対する投資が年平均18%成長をとげ、2000年には投資全体の45%を占めるに至った。

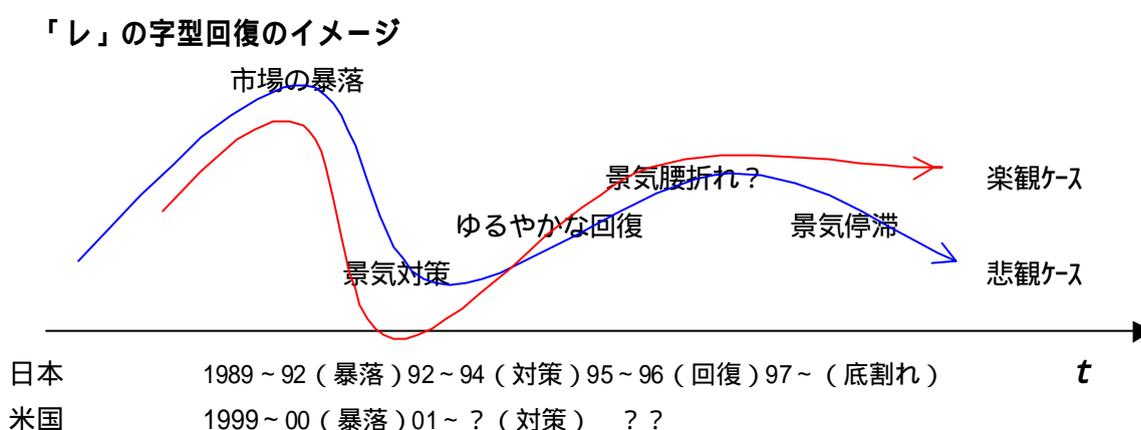
**ニューエコノミーとは、情報化投資が米国経済を効率化し、競争力を高めること**であった。実際に90年代後半には労働生産性の向上が確認されている。このことがインフレを伴わない、持続的な成長を可能にした。

とはいえ、これほどまでに加速度的な投資がいつまでも続くわけがない。2000年春にはナスダック市場が暴落し、ハイテクバブルの崩壊が明らかになった。米国企業は、投資のための資金を主に株式市場から調達していたので、株価の下落はそのまま投資の停滞を意味する。

2001年には民間設備投資の伸びがマイナスに転じた。過去の情報関連投資の巨額さを考えると、ITバブルの調整にはかなりの時間を要しそうに思える。

## 日本に学べる米国経済の処方箋

2001年春に始まった米国経済の減速は、「ハイテクバブルの崩壊」が原因だった。では、バブル崩壊からどういう道筋で回復することができるのか。ここで役に立つのが、日本経済が体験した株と不動産に関するバブル崩壊後の歴史である。



上は毎度おなじみの筆者の持論、「レの字型回復説」の図。日本がたどった道を思い起こしてみよう。

対象が株でもIT投資でも、市場が過熱したときは異常な水準に達する。

いったん暴落が始まると、政府は対策を採らざるをえなくなる。日本の場合も、90年代前半には利下げと減税、財政支出の拡大が行われた。

そこで個人消費や政府支出を牽引役に、ゆるやかな回復が始まる。しかし企業収益は、すぐには回復しないので、民間設備投資は伸びにくい。金利は上昇しない。

景気回復は脆弱なものとなるので、腰折れの恐れが絶えない。日本の場合は、97年の消費税の税率アップ、アジア通貨危機の発生などが引きがねとなって、景気は失速した。

景気の落ち込みが金融不安を加速し、深刻な停滞を招いた。

このような日本の経験から、今回の米国経済は重要な教訓を得ることができる。

- (1) 景気対策は、徹底的なものにすべきである。
- (2) 回復過程に入っても、利上げや政府支出の削減を急いではいけない。
- (3) 株価や為替レートに対しては、多くを望んではならない。

## 「ゆるやかな回復」の正体

結論を先に言えば、ここにあげた教訓を、米国の政策担当者たちは十分に理解しているように見える。

まず、第一の関門（景気対策は徹底的に）については、「9・11」という安全保障上の問題が発生したことにより、理想的な状態でパスすることができた。すなわち、迅速かつ大胆な金融政策の発動と、ブッシュ減税と政府支出の拡大というポリシーミックスである。その結果が今年第1四半期の高成長。つまりブッシュ政権は、はからずもケインズ政策を成功させたということになる。

「小さな政府」を旨とする共和党政権としては、意外に思えるかもしれない。だが、1980年代の前半には、レーガン政権による「減税と軍事支出拡大」というセットが、米国経済に同様な効果をもたらしたことを思い起こせばいい。「レーガノミクス」というと規制緩和だという認識が浸透しているが、米国経済が70年代末の不況から脱出した直接的な理由はむしろ財政政策の効果にあった。

第二の関門（利上げや政府支出の削減を急がない）は、政治的に困難な問題である。数字の上で景気の改善が明らかになると、政府は支出を渋るようになるし、中央銀行は利上げをしたくなる。その見事な反面教師となったのが、日本の「空白の十年」である。米国も少しばかりの改善で慢心すると、手痛い目に遭うことになるだろう。

この点で、以前から日本の経験に着目していたグリーンSPAN議長は、すでに十分な研究を終えている節がある。おそらく米連銀は利上げを急がない。バブル崩壊からの回復局面では、物価の上昇は起きにくいことを承知してからだ。ゆえに利上げがあるとしても、年の後半になってからだろう。

政府支出の削減については、新たな減税の財源を求めてやまないブッシュ政権は前向きだが、議会民主党が抵抗勢力となって反対に回るので、これも進まないだろう。まして秋には中間選挙がある。その結果、財政状況は急速に悪化するだろう。しかし、景気を腰折れさせて、税収減を招くくらいなら、その方がはるかにましといえよう。

第三の関門（株安、為替安を覚悟）が問題である。ITバブル崩壊によって生じた需給ギャップが解消するまでは、企業収益の改善ははかばかしくなく、株式市場は弱含みで推移せざるを得ない。いわゆるドットコム企業は死屍累々だし、通信企業も巨額の損失を抱えて苦勞している。金利は上がりにくいので、ドルの上値も限界がある。「レ」の字型回復の過程にあっては、株価は冴えないし、為替も弱くなりがちと見ておいた方がいい。

おそらく市場関係者は、「経済データは良くなって見えるが、実感を伴うようなものではないらしい」ということに気がつき始めている。ここ1週間の株価や為替の不安定な動きは、そのために起きているのではないだろうか。

## 2002年の米国経済

問題は調整のスピードである。90年代の日本の場合は、株安と円安が金融機関の経営を弱らせ、それがますます不良債権処理の速度を遅らせるという悪循環が続いた。そこで米国の場合はどうなるか。すなわち、不良債権ならぬハイテクバブルの残骸をすばやく処理し、新たな民間設備投資が出勤できるような体制が整うかどうか。

現時点での筆者の看立ては、「日本のような失敗は繰り返さないだろう」である。

ひとつには前述の通り、米国の政策当事者は日本のケースを十分に学習済みと考えられるからだ。米連銀はまだ景気がよかった1999年夏にシンポジウムを開催し、日銀の山口副総裁から「資産価格と金融政策～日本の経験」というテーマの講演を聞いている。このときの講演録を読むと、山口氏の結論は「資産価格が、何らかの転換点を迎えると急速に下落しがちであり、これをソフトランディングさせることは難しい」とある。これだけの備えがあったからには、「失政による景気腰折れ」のリスクは低いと考える。

もうひとつは、いささかの期待を込めてだが、「IT革命はかならず2つめの波が来る」と考えるからだ。米国商務省が発表した「デジタル・エコノミー2002」は、90年代後半の情報関連投資による米国経済の生産性効果を検証している。つまり、「ハイテクバブルが崩壊しても、ニューエコノミーは死せず」である。

仮に米国経済が景気腰折れに至るとしたら、それは中東情勢などによる「不測の事態」が引き起こす場合であろう。この可能性は、別途考察する必要が有りそうだ。

### < 今週の”The Economist”から >

"No end in sight"

May 4<sup>th</sup> 2002

「通信業界五里霧中」

( p.59-60 )

Business

\* 「営業利益1兆円」のNTTドコモはまだ傷が浅いようです。”The Economist”誌によれば、世界の通信企業大手は軒並み打撃を受けている模様。

< 要約 >

通信業界は毎週ごとに悪い知らせが届く。ワールドコムの上層部が更迭され、クエスト社の株価が最安値を更新し、独ジーメンス社は通信部門で6500の雇用を削減する。景気全体は改善しているのに、通信業界では「底無し」状態だ。アナリストによれば、過去の経験則では、通信業界は経済全体から6ヶ月遅れで回復する。しかし巨大な構造問題があるために回復には至らない。改善に向かうためには痛みを伴う合理化が欠かせない。

通信はインフラ事業であり、構築には長い時間がかかる。いきおい将来の需要に対してはギャンブルになる。だが、ここ数年の賭けは固定電話でも携帯電話でも行き過ぎていた。

固定電話の問題は供給過剰。インターネットブームのさなかには、需要は年率100%で伸びると見られていた。ピーク時の通信会社は1年で7年分のインフラを建設した。その結果は供給過剰と競争の激化、そして価格の下落。稼働率が上がっても収入は増えない。通信設備の供給元にとっては悪いニュースだ。ノートルとルーセントは5万人の雇用を削減した。

倒産か合併しか策はない。しかし倒産しても供給過剰は解決しない。製鉄会社なら高炉は止まるが、通信会社がつぶれてもネットワークは残るから。他方、合併はこの環境下では魅力的ではない。買い手は少ないし、規制上の問題もある。いつの日かブロードバンド化で通信の稼働率は上昇するだろう。しかしブロードバンド化はいろんな理由で遅れている。

携帯電話もまた、将来の需要に対して間違った賭けをした。音声の収入が安定し、データのサービスや第三世代ネットワークが伸びると踏んだ。しかし消費者は思ったほどついて来なかったし、欧州企業は第三世代用の権利を取得するために借金付けになった。携帯電話は単なる低成長の公益事業か、と投資家は悩んでいる。こうした不透明さが、無線インフラの供給業者に打撃を与える。エリクソンやモトローラはそれぞれ4万人以上の雇用を削減した。

あらためて整理統合が必要かもしれない。欧州に1ダースも携帯電話会社があるのは意味がない。ここで問題になるのが規制。第三世代の権利を持つ会社が廃業するときは、権利は失効させるべきだ。だが、欧州政府は権利が売買できるようにルールを変更すると見られている。高い値段で買った権利がいくらになるかで、さらに痛みが生じるだろう。

インターネットの稼働率が向上し、携帯電話が人気でも、通信会社は需要の激増に賭けてしまっており、その当ては外れている。大虐殺はまだ続くだろう。

## < From the Editor > 政治リスクにご用心

以下はNewsweekの4月29日号で、Fareed Zakariaが書いているコラム、「Colin Powell's Humiliation」（パウエルの屈辱）の冒頭部分の拙訳です。

ジョージ・W・ブッシュが外交政策の「ドリームチーム」を作ったとき、オリンピック級の幹部たちの間で衝突が避けがたいのではないか、と思った人は多かった。心配ないよ、と言われたものである。大統領の命令が下れば誰もが従う。みんなプロなんだから。お説はごもっとも。だが過去3週間に起きた現実、外交政策とは無縁の苦々しい内紛であり、世界における米国の信頼の失墜だった。

パレスチナ問題をめぐるブッシュ政権の対応は、お世辞にも見事なものではありませんでした。とくに調停に当たったパウエル国務長官は、文字通り「二階に上げて梯子をはずす」ような仕打ちを受けました。ザカリア氏はそのことを辛辣に指摘し、「これではまるでクリ

ントン時代のような」とこきおろします。そこで結論：「ブッシュは国務長官を支持するか、さもなくば別の人物を探すべきだ」。

「9・11」以来、鉄の結束を誇ったブッシュの外交チームに、救い難い亀裂が走っているようです。チームプレーヤーであるパウエルが、中東情勢を放り出して「イチ抜けた」とは言わないでしょうが、今年に入ってから、トケル・パターソンNSCアジア部長、そしてカレン・ヒューズ広報担当補佐官が辞めたのもちょっと嫌な感じです。

米国経済にとって最大のリスクとは、石油価格の高騰やドル安などではなく、意外とこの政治リスクではないかという気がしています。

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にてお願いします。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1

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.co.jp](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp)