

## Contents

\*\*\*\*\*

特集：双子の赤字とブッシュ政権	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”The next big thing” 「年金の次の難題」	7p
< From the Editor > 「ホリエもんへの提案」	8p

\*\*\*\*\*

## 特集：双子の赤字とブッシュ政権

2期目のブッシュ政権は、1期目とどこが違うのか。外交の分野で注目されているのと同じことが、経済政策の面でも注目されています。ことに、米国経済の「双子の赤字」問題の深刻さを考えると、ドル安の可能性が嫌でも気になります。

他方、米国経済自体は、景気は順調、雇用も回復、なおかつ低金利が続くという好調ぶりを続けています。これでは不均衡是正への意欲も湧いてこない。では、こんないい話がいつまで続くのか。米国の政治と経済の結節点について考えてみます。

### ブッシュ政権の無関心

ブッシュ政権の行動には理解しにくいことが多い。それでも4年以上も続くと、さすがに判断材料が増えてきて、最近では以下のような特色が知られるようになった。

- ・ 保守的な政権だが、その保守主義には「ラジカル」な要素が含まれている。
- ・ 大統領が口に出したことは、たとえ常識はずれのことであっても当人は本気である。
- ・ とはいえ、言ったことを100%実行するつもりはなく、現実と妥協する柔軟性がある。
- ・ 目標を達成するためには、見え透いた手段でも平気で使ってくる。
- ・ 好き嫌いがハッキリしていて、敵味方を峻別して事に当たる。
- ・ チームの管理は徹底しており、ホワイトハウスの秘密は滅多に外に漏れない。

これらの特色の中に、次の法則を追加してもよいかもしれない。

・ 関心のないことに対しては、徹頭徹尾、冷淡である。

典型的な例が、現在、俎上に上がっている世銀総裁人事である。

国際機関のボスは、IMFは欧州人、世銀はアメリカ人の指定席になっている。そして現ウォルフェンソン総裁はハッピー・リタイアメントを迎えようとしている。後任には当初、パウエル前国務長官が擬せられ、瞬間的にクリントン前大統領をとという声が出た。それからゼーリックUS TR代表が本命視され、穴馬としてテイラー財務次官の名も挙がった。その後、浮上したのがウォルフォビッツ国防副長官と、フィオリーナ前ヒューレット・パカードCEOである。この人事の迷走ぶりを、The Economist誌<sup>1</sup>が面白おかしく評している。

ポール・ウォルフォビッツとカーリー・フィオリーナの共通点は何か。片や米国のいかつい国防副長官であり、ブッシュ政権のネオコンの総領である。片やテレビ映りはいいが、HPのCEOの座を追われたばかりの落ちた大物経営者である。今週、両者は相次いで、世銀総裁候補のショートリストに名前が挙がった。ウォルフォビッツは即座にこれを否定。しかしフィオリーナは考慮中である。ホワイトハウスは創造力に富んでいるのか、それともヤケになっているのか？

元軍人の国務長官、前大統領、辣腕の通商交渉者、金融のテクノクラート、そしてネオコンの総領にカリスマ女性経営者である。これだけの名前が脈絡もなく飛び出るのは、ホワイトハウスがいかに世銀総裁のポストを軽く考えているかの証左であろう<sup>2</sup>。現ウォルフェンソン総裁が、1995年にクリントン大統領に指名されてから、ブッシュ政権下をしぶとく生き抜いたのも、何の事はない、「世銀という組織が、ブッシュ政権のリーダーサイトに入っていない」からではないかと思えてくる。90年代後半のアジア通貨危機の際も、共和党人脈は世銀やIMFの対応に批判的であった。国際機関は無駄なことばかりしているし、米国が途上国経済の救済に汗を流す必要などない、というのが彼らの基本認識である。

余談になるが、フィオリーナ女史に対するThe Economist誌の評価は辛らつである。

彼女には開発の経験もなければ、シュワルツネッカー知事に対するケチな顧問を務めたことを除けば、政治の経験もほとんどない。彼女のマーケティングの才能は有用であろう。世銀総裁の仕事は、ほとんどが名調子の説教師なのだから。しかしHPでの業績は、ガタの来た組織を動かす能力に疑問を感じさせる。コンパックとの合併は当初から欠陥が多く、株価は任期中に下落した。だからといって彼女を排除することもあるまい。フィオリーナの評判は、ウォルフェンソンのそれと似たり寄ったり 大きなビジョンを持つが統率力のない指導者 なのだから。神のみぞ知る。おそらくフィオリーナはIMFとの合併を推進するのであろう。

## 関心を持ってもらえない「双子の赤字」

<sup>1</sup> The World Bank succession “Looking Around” March 5<sup>th</sup> 2005, P71

<sup>2</sup> その後、スノウ財務長官が、ロックバンドU2のリードシンガー、Bonoの名前を上げたと聞いては、もはや呆れ果てて言葉もない。たしかに、貧困問題に取り組んでいる人ではありますけどね。

このようにブッシュ政権は、ときに投げやりなほどに冷淡な姿勢を見せることがある。

第1期ブッシュ政権において、見事に無視されてしまったのが「双子の赤字」問題であった。内外のエコノミストの多くは、これを無責任な態度であると見た。実際、米国に投資している諸外国から見ると（特に米国のメインバンクと化しつつある日本から見れば！）、「せめて気にしている素振りくらいしてほしい」ところである。が、その辺に妙な妥協がないところがブッシュ政権のカラーといえようか。そして、「猫のことを猫と呼んではいけない」<sup>3</sup> 伝統をもつ欧州から見れば、こういう点こそ「ブッシュ嫌い」が増える理由なのである。

あらためて「双子の赤字」の実態について概観すると、財政赤字についてはいささか誇張されている感がある。2006年度予算は歳入2兆1780億ドル、歳出2兆5680億ドル、財政赤字は3900億ドルの見込みであるが、対GDP比で見た場合は3.0%である。最悪だった1993年の5.3%に比べればまだまだ低い。

これに比べれば、経常赤字の方がはるかに桁外れであり、より深刻に捉えるべきであろう。2004年の対GDP比は7%近くに達した計算になる。これはプラザ合意以降、80年代後半よりも大きく、史上最悪の水準である。

とはいえ、「経常赤字拡大＝危険」と即断するのも早計である。90年代後半の米国においても経常収支が悪化したが、同時期の財政収支は健全化しつつあり、資金を吸収したのは主に米国の民間部門であった。世界から集まったマネーは米国内で高いリターンを上げ、インフレなき好況をもたらし、輸入拡大という形で経常収支の悪化を招いた。ゆえにこの時期の経常収支悪化は、むしろ米国経済の強さの表れであったといえる。

それでは2000年代に入ってから経常赤字増大はどうか。日本と同様に、米国の民間部門はむしろ借金の返済に向かっており、海外から入ってくるマネーは連邦政府の赤字を穴埋めしている。これでは生産性の向上につながらない。さらにいえば、米国経済はアウトソーシングとオフショアリングによって国内経済の空洞化が進み、2004年などは4.4%という高い成長を果たしながら、製造業稼働率は通年で76.7%に留まった。つまり景気がよくなって需要が増えても、国内の供給は伸びず、輸入が増える構造になっているらしい。これでは経常収支が改善する見込みは、ほとんどないということになる。

このように考えれば、米国経済の現状は「双子の赤字」という言葉が示す通りだということになる。すなわち、財政収支が改善しない限り、経常収支の悪化には歯止めがかからず、いつかはドルの減価という形で調整が行われることになる。昨年11月、ブッシュ大統領の再選が決まると同時に、為替市場ではドル売りが始まった。「向こう4年間も同じ事が続くのであれば、流れは止まらない」という発想があったのだろう。

---

<sup>3</sup> 「政治、外交に携わる者は、思っていることをストレートに言うな」（n'appelez pas un chat un chat）というのがフランスの掟であるという。（倉田保雄、Bush と米欧関係の帰趨、「国際情勢」2005年2月）。

## アジア諸国の苦しい立場

海外の投資家がなぜ双子の赤字を恐れるかといえば、ドル安によって対米投資に損が生じるからだ。とくに米国債を大量に保有しているアジアの中央銀行にはその不安が強い。

2月中旬、韓国政府が外貨の多様化・分散化（Diversification）について言及したところ、たちまちドル下落を招く局面があった。韓国の外貨準備高は2002億ドルで世界第4位<sup>4</sup>。アジアの中央銀行が溜め込んだドルを、ユーロなどの他の通貨や非国家資産に振り向けるとしたら、需給関係からみて当然、ドルは暴落する。

その意味では自業自得なのだが、内情は自縄自縛といったほうが正確であろう。米国の経常収支が赤字になるのは、アジア向けの貿易赤字が大きいからである。そのまま放置しておく、アジア通貨が対ドルで強くなり、競争力を失ってしまう。そこでアジア諸国は、大量の為替介入という形で米国の経常赤字をファイナンスする。結果として、アジア諸国は外貨準備が膨れ上がってしまい、利回りの低さとドル急落の懸念に悩むという寸法だ。

このような仕組みでもたらされる**奇妙なドル相場の安定を「プレトンウッズ2」と呼ぶ議論がある**<sup>5</sup>。すなわち、アジア諸国は戦略的に、対ドルレートの低位安定による輸出主導型成長を目指している。これは60年代まで、欧州と日本が「プレトンウッズ体制」下で高度成長を果たしたのと同じ構図であろう。そんなアジア諸国にとって、米国債を買う以外にどんな運用方法があるというのか、というのである。

外貨準備を急速に増やしている中国などは、典型的な「プレトンウッズ2」体制下にある。中国政府は牽制の意味も込めてか、ユーロなどへの分散投資をたびたび示唆している。実際に外貨準備が急増した昨年10～12月期においても、対米証券投資は228億ドルに留まっている。しかし市場では、「**中国の外貨準備の一部が金融機関に預けられ、欧州経由で対米投資に向けられている**」といった観測が絶えない<sup>6</sup>。

「プレトンウッズ2」の議論は、日本人にとっても耳が痛い。本来であれば、日本が「円の国際化」を通じて、貿易取引における円建て比率を高めてゆけば、円高を恐れる必要はなくなり、外貨準備を積み上げる必要もなくなる。アジア諸国も国内の資本市場を整備して、潤沢な貯蓄を直接、国内投資に向けていけば、ドルの買い支えを「卒業」できるはずなのである。そうなった場合でも、世界にはBRICsのような「輸出主導型の経済成長を目指す予備軍」が多数、控えているので、「プレトンウッズ2」は意外と長持ちするかもしれない。

が、これはあくまで政府や中央銀行の視点の論議であって、民間の資金がドル資産に向かうか否かは、純粹に米国経済とブッシュ政権の対応を見て決めればよい話である。差し当たって気になるのは、ブッシュ政権が第2期になって、どれだけ1期目と変わったか。つまり「双子の赤字」に対し、以前のような無関心が続くのかどうか、である。

<sup>4</sup> 日本（8410億ドル）、中国（6099億ドル）、台湾（2427億ドル）に続く。

<sup>5</sup> 黒田東彦「ドル暴落説は現実的ではない」（エコノミスト、2005年2月1日号）

<sup>6</sup> 「中国の外貨準備運用のカラクリ」（エコノミスト、2005年3月8日号）

## 理解しにくいブッシュ政権の経済思想

日本からブッシュ政権を見た場合、もっとも気になるのは「イラクと財政赤字」ということになるだろう。が、筆者の見るところ、ブッシュ政権の認識は違うようだ。

イラクは選挙が成功したので、もはや米軍の大規模な出動は必要なく、あとは活動を縮小していただくだけだ。ブッシュ訪欧時の発言を振り返ってみても、イラクは建て前論に終始しており、主要な関心はイランや対中武器輸出、ロシアなどに移ってしまっている。中東和平も明るいニュースが続き、シリアもレバノンから撤退するかもしれない。「中東を民主化する」というブッシュ大統領の大目標が、にわかに現実味を帯び始めている。

「財政赤字を2009年までに半減」という公約も、世間が思っているほど難しくはない。ブッシュ政権の定義は、「2005年度予算をたてたとき（2004年2月）」に予測した、「2004年度財政赤字」の「対GDP比」が基準である。この見積もりは5210億ドルであり、対GDP比では4.5%である。したがって、ブッシュ政権の定義による「財政赤字の半減」とは、2009年度の財政赤字を対GDP比で2.25%以下に抑えること。予算教書によれば、財政収支の2009年度予測は2330億ドル、-1.5%の赤字なので悠々セーフとなる<sup>7</sup>。

それでは、相変わらず双子の赤字には無関心が続くのだろうか。筆者の見立ては違う。ブッシュ政権の2期目は1期目よりも内政重視になるし、「レガシー・ビルディング」のために「公的年金改革」を公約したからには、財政に対して無関心でいることは許されない。そして他国から流入する資金に対しても神経を研ぎ澄まさなければならない。「強いドル政策」の重要性も、あらためて認識された。長期金利の変化に一喜一憂したクリントン政権ほどではなくとも、ブッシュ政権の2期目は1期目に比べて「経済重視」になるだろう。

財政支出の削減にかける意気込みも本物だ。意外なことに、1期目のブッシュ政権は議会に対して1度も拒否権を使用していない。このことが保守派から「支出に甘いブッシュ」という批判を招いた。

他方、「やっぱり変わらない」部分も残る。何より、財政赤字を解消するために増税する、といった発想は現政権には皆無である。今日の共和党保守派にとって、減税は経済政策というよりもイデオロギーである。「赤字、大いに結構。財政が黒字だと、政府が小さくならないから困る」というのが、昨今の草の根保守派の基本スタンスなのだ。そういうグループが支えている現政権は、間違っても増税などは口に出せない。歳入の増加はもっぱら景気回復が頼りということになる。

## なぜか上がらない長期金利

---

<sup>7</sup> このギミックは、みずほ総研主任研究員、安井明彦氏が指摘している。

上記のような政治的事情を勘案した上で、果たして財政赤字は十分に縮小するのか、その結果として、経常赤字も無難な範囲に軟着陸できるのかと聞かれれば、何とも微妙なところである。おそらく市場が「ドル安～長期金利急騰～株安」の連鎖という形でシグナルを発しない限り、事態はこのまま推移するのだろう。逆にドル安になるかどうかは簡単な話であって、市場の関心が「双子の赤字」に向かえばドルは売られるし、「成長力格差や金利差」に向かうのならば、昨今の地合いから考えてドルは買われよう。

特に注目すべきは長期金利の安定である。2月16日の議会証言に立ったグリーンズパン連銀議長は、お得意の難解表現で”For the moment, the broadly unanticipated behavior of world bond markets remains a conundrum.”（世界の債券市場の動きは謎（conundrum）である）と述べた。昨年6月から、FFレートを1.5%（1.0～2.5%）も引き上げたのに、米国の長期金利は4%台で低位安定を続けている。こんな状態が続くのであれば、ブッシュ政権が「双子の赤字」を意識するインセンティブはますます低下するだろう。

なぜ長期金利が上がらないのか。あのグリーンズパン議長に「謎」と呼ばれてしまうだけに、以下のようななどの説明も不十分に感じられる。

インフレ期待の低下（これだけ商品価格が上がっているのに？）

アジアマネー流入説（中央銀行は長期債よりも短期債を愛好するはず）

景気の先行きに根強い悲観（株価の好調ぶりを説明できない）

資金需要不足（I/Sバランスから考えると、国内貯蓄も少ないはず）

強いて言えば、日本の事情ともかなり重なっているが気になる。先進国が揃って高齢化社会に入りつつある昨今、資金運用の機会は年々巨大化しているが、投資先はそれほど多くない。むしろIT産業が成熟化しつつある中で、次世代の成長産業が見えず、高利回りの投資先が見当たらない。BRICsなど途上国向け投資も、かつてのエマージング市場ほどではない。かくして、安全な米国債が買われる地合いが続いているのではないか。

結局、以下の3つの可能性を同時に見ておく必要があるのだろう。筆者は案外と（3）になって、「双子の赤字」問題は放置される可能性が高いと見ているのだが。

- （1）どこかの時点で長期金利が急上昇する リスクシナリオ。ドル安と株安へ連鎖する可能性あり。ただし多くのエコノミストにとって、「予想の範囲内」ではある。
- （2）緩やかな長期金利上昇 メインシナリオ。94年のメキシコや98年のロシアのように、ドル金利の上昇は途上国の危機を招くことがあり、警戒するとしたらそちらか。
- （3）このまま「謎の低金利」が続く 楽観シナリオ。この場合、成長力格差からドルは買われ、米国への資金流入が続く。

## < 今週の”The Economist”誌から >

”The next big thing”

「年金の次の難題」

United States

March 5<sup>th</sup> 2005

**\* ブッシュ大統領の年金改革提案が逆風を受ける中で、メディケイド（貧困層向け医療）問題が浮上してきました。**

< 要旨 >

今年の財政問題の大本命はメディケイド（連邦と州政府が支出する貧困者向け医療計画）かもしれない。年金改革は難航しており、フリスト上院院内総務が越年を示唆している。他方、大統領がメディケイドへの向こう10年間の支出2%（600億ドル）削減を提案したことは、憤怒を巻き起こした。ワシントンに集まった州知事たちは、他には目もくれず、議会への根回しに余念がない。年金危機は遠い先の話だが、メディケイドは応急手当が必要なのだ。

1965年に3200億ドルのコストで創設されたメディケイドは、今やメディケア（高齢者向け医療）とともに米国最大の医療計画である。各州の貧困度に応じ、連邦政府は50～77%の費用を払う。全米で5000万人が利用し、その多くは貧困家庭だが、実際の対象者は高齢者、身体障害者に多い。メディケイドの支出費は、過去5年で63%増加した。医療費高騰、高齢化、そして健康保険組合の減少などが原因だ。一人あたりの支出額は年率6.9%の伸びと、健保の12.6%に比べれば低いものの、新規参加者の増加が支出を伸ばしている。このまま推移すると、向こう10年間は年率8%の伸びが続くとCBO（議会予算局）は予測している。

かかる趨勢に対し、「無駄を省いて連邦政府支出を2%減とする」というブッシュ提案は穏当すぎよう。他の貧困者向け医療支出計画は150億ドル増なので、州政府の損失はもっと小さい。また処方薬への支出など、経費節減が可能な分野もある。多くの老人が財産を子供に譲渡した上で、貧困だと主張してメディケイドをせしめているという疑いもある。

ホワイトハウスは州政府による会計操作を止めさせたい。メディケイドを水増しすれば、中央からのお金が増える仕組みなのだ。厚生長官は州知事たちとの合意を急ぐ考えだが、州側は懐疑的である。メディケイドの費用抑制は必要と認めつつも、中央からの資金を制限する努力には怒り心頭だ。支出を制限するだけでは、負担を州に押し付けて終わってしまう。

たしかにブッシュ予算案は改革と呼ぶには程遠い。向こう10年で600億ドルのコストを削減するだけでは、基本的な問題を片づけることは出来ない。また実効性があるとも思われない。薬価を下げる努力も強力な圧力団体の抵抗で骨抜きにされる。予算編成で下手な削減をしたお陰で、制度そのものが長期的な混乱を余儀なくされる恐れもある。

高齢化によって、メディケアとメディケイドに圧力がかかるのは目に見えている。が、何も行われていない。州政府は連邦政府にツケを回すことばかり考えている。メディケイドは米国社会の巨大な謎だ。どうやって高齢者と貧困層に、巨額の財政負担を作らずに医療を提供するか。真剣な改革を行うためには、州と連邦政府がともに取り組む必要がある。

## < From the Editor > ホリエモンへの提案

ライブドアによるニッポン放送買収劇は、一種の膠着状況を迎つつあるようです。ここまで来ると、ホリエモンとしては株主総会で「プロキシファイト」を演じて経営権取得に賭けるか、あるいは持ち株を譲渡することにして、マネーゲームとして終わらせるか、くらいです。前者はコストがかかる上に勝ち目が薄く、後者は愛されるキャラクターのイメージ低下につながります。さて、どうしたらいいのか。

筆者の提案は、とりあえずフジテレビとは停戦協定を結ぶこととして、この際、ニッポン放送の経営を通じて、既存のメディアに一泡吹かせてはどうかというものです。なにしろホリエモンはニッポン放送に対して、すでに圧倒的な筆頭株主になっている。その経営権を握る分には、誰も文句は言わないでしょう。

たかがラジオ局というなかれ。ビデオ・ジャーナリストの神保哲生氏が指摘しているのですが、これは「ライブドアが記者クラブのアクセスを得ること」を意味しています。以下は神保さんのブログ (<http://videonews.jp/>) 3月2日分から。

私のように日々記者クラブの壁に苦労している身としては、そのことが持つ意味の方がフジテレビの帰趨がどうなるかよりもはるかに重大です。

記者クラブに入れるということは、ライブドアニッポン放送は(ライブドア放送に社名も変えるかもしれませんが)、プロ野球のインターネット中継だってできるわけです。プロ野球参入で意味不明の理由で楽天やソフトバンクとは格が違うかのような扱いを受けたホリエモンにとっては、これ以上の意趣返しは無いわけです。

もちろん総理官邸の首相ぶら下がりや、首相記者会見なども、ライブドア放送がインターネット配信してくる可能性はあります。相撲だってクラブの壁の中にあるし、東証の兜クラブだって、日銀クラブだって、全て記者クラブの壁があるから、新規参入の脅威に晒されることなく、既存報道機関は大手を振って情報へのアクセスを独占し続けることができたわけです。

フジテレビのコンテンツを配信するとか、女子アナと合コンするといった派手さには欠けますが、これはこれで時代の革新児の生きる道ではないかと思います。読者の中で、堀江社長に近い方がおられましたら、上記提案を是非お耳に入れてあげてください。

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。

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

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](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com)