

Contents *****

| | |
|------------------------------|----|
| 特集：米国経済の誤算と処方箋 | 1p |
| <今週の The Economist 誌から> | |
| ”Hard bargain” 「通商交渉という難題」 | 7p |
| <From the Editor> 不動産「王」の怪しさ | 8p |

特集：米国経済の誤算と処方箋

米大統領選挙の投票日まで、いよいよ残り 1 か月となりました。今週末には 2 度目のテレビ討論会（タウンホール方式）も開かれます。

ところが今年の選挙戦は政策論争が不足しています。両者ともに相手を批判するばかりで、議論を深めるという感じではありません。トランプ候補は現状を全否定するけれども、建設的な提案はほとんどない。クリントン候補は党内左派に配慮して、本来の主張からズレている。特に経済政策は、両者がともに大きな政府を指向し、反自由貿易の論陣を張っている。これでは対立軸も見えてこないというものです。

上記のような感想は、「木に抛りて魚を求むる」の類かもしれません。米国経済の現状とあるべき処方箋について、本誌なりの見解をまとめてみました。

●期待外れだった米国経済

今週末はワシントンで世銀 IMF 総会が行われる。そうすると、WEO こと「世界経済見通し」（World Economic Outlook）も更新される。これまで年 4 回の改訂のたびに、下方修正を繰り返してきただけに、今回の評価がどうなっているか気になる場所である。

10 月 4 日に公表された新バージョンは、”Subdued Demand: Symptom and Remedies” 「抑制された需要：その兆候と対策」という表題になっている¹。主要部分は次頁をご覧ください。世界経済は、今年 3.1%、来年 3.4%という低成長シナリオになっている。つまり 2012 年以来続いている 3%台前半という低水準が続く見込みである。

¹ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/>

○World Economic Outlook 最新版

| (単位:%) | 2014 | 2015 | 2016 | 4月から | 2017 | 4月から |
|--------------|------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|
| 全世界 | 3.4 | 3.2 | 3.1 | -0.1 | 3.4 | -0.1 |
| 先進国 | 1.9 | 2.1 | 1.8 | -0.3 | 1.8 | -0.2 |
| —アメリカ | 2.4 | 2.6 | 1.6 | -0.8④ | 2.2 | -0.3 |
| —ユーロ圏 | 1.1 | 2.0 | 1.7 | +0.2 | 1.5 | -0.1 |
| —日本 | 0.0 | 0.5 | 0.5 | 0.0 | 0.6 | +0.7③ |
| 新興国 | 4.6 | 4.0 | 4.2 | +0.1 | 4.6 | 0.0 |
| —中国 | 7.3 | 6.9 | 6.6 | +0.1 | 6.2 | +0.1 |
| —インド | 7.2 | 7.6 | 7.6 | +0.1 | 7.6 | +0.1 |
| —ブラジル | 0.1 | -3.8 | -3.3 | +0.5 | 0.5 | +0.5 |
| —ロシア | 0.7 | -3.7 | -0.8 | +1.0① | 1.1 | +0.3 |
| —ASEAN5 | 4.6 | 4.8 | 4.8 | 0.0 | 5.1 | 0.0 |
| 世界貿易量 | 3.9 | 2.6 | 2.3 | -0.8⑤ | 3.8 | 0.0 |
| 石油価格 | -7.5 | -47.2 | -15.4 | +16.2② | 17.9 | 0.0 |
| 非燃料 | -4.0 | -17.5 | -2.7 | +6.7 | 0.9 | +1.6 |

ただし、これまでとはやや違う傾向も見られ始めた。今年4月分と比較してみると、以下のような違いに気がつく。

(プラス面)

1. 新興国経済が少しだけ上向いている。中国とインドが少し上向き、マイナス成長となっていたブラジルやロシアは最悪期を脱した模様。
2. 資源価格の下落に歯止めがかかり始めた。石油価格は来年には上昇に向かい、非燃料の資源価格もほぼ底打ちしたように見える。
3. 消費増税を先送りしたことにより、2017年の日本経済見通しは大きく改善された。

(マイナス面)

4. 米国経済は明らかに期待外れで、今年は1%台の成長にとどまる見込み。その結果、先進国全体も1%台の成長となってしまった。
5. 世界貿易量は2年連続でわずか2%台となり、世界経済の成長率を下回ることになりそうだ。10年くらい前には、2ケタ成長で成長率の2倍以上あったものだが…。

まとめると、中国経済の減速懸念が一段落し、新興国経済がやや浮揚して資源価格の下落が止まったけれども、米国経済の弱さと「スロートレード」という伏兵によって帳消しにされた、といったところだろうか。

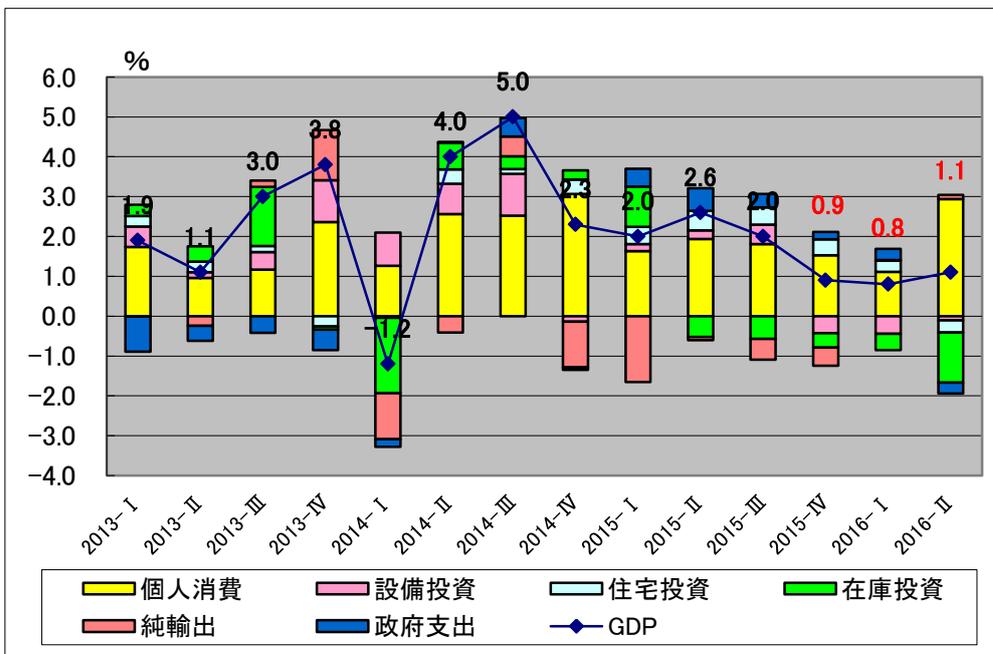
年初の時点では、米国経済は世界経済を牽引する存在として期待されていた。しかるに3四半期を終了した現時点では、「期待を裏切る存在」であったと言わざるを得ない。いったいどこに誤算があったのだろうか。

●7-9 月期 GDP は反転するのか

昨年 12 月、米連銀は 7 年ぶりのゼロ金利解除、もしくは 9 年ぶりの利上げに踏み切った。わずか 0.25% とはいえ、長らく続いた量的緩和政策からの「出口の入口」に到達したわけである。米国経済は他国に先駆けて、「危機対応の時代」に終止符を打った。そしてイエレン議長は、今後の利上げペースは”Gradual”に、意識すれば「年 4 回程度」になると言っていた。

ところが今年になってみると、ここまで 6 回行われた FOMC での利上げ回数はゼロである。昨年のわずか 1 回の利上げが、景気の足を引っ張ってしまったのだろうか。特に **GDP 成長率は、3 四半期連続で 1% 前後にとどまっている。**

○米 GDP 成長率と寄与度



過去 3 年半を振り返ってみても、米国経済の成長率が 2% を下回ったことは数えるほどしかない。2016 年がいかに期待はずれであったかがよくわかる。特に寄与度で分解してみると、個人消費は堅調なのだが、設備投資が 3 四半期連続でマイナスになっていることが目を引く。企業部門の意欲が低下しているようだ。

他方、在庫投資が 5 四半期連続でマイナスになっていることが、全体の足を引っ張っていることに気づく。在庫投資は長期ではかならずゼロになるはずなので、次の 7-9 月期にはそろそろプラスに転じるのではないか。7-9 月期の GDP 速報値は 10 月 28 日に発表されるが、これが仮に 3% 程度の成長率になってくれるようなら、米国経済への過度な悲観も修正されるかもしれない。

●なぜ財政政策に期待が集まるのか

とはいえ、「出口戦略」を歩み始めたばかりの米国経済は、非常に脆弱な回復過程をたどっている。大きな金融危機の後には、どこでも大規模な金融緩和や財政出動が行われる。それで最悪期を脱した後は、回復が想像以上に緩慢なものになってしまう。そのこと自体は、日本経済がかつて身に沁みて体験したことでもある。

あらためて整理してみると、世界経済全体が 2008 年の国際金融危機を契機に、「長期停滞」(Secular Stagnation) 的な状況に突入しつつある。ところが、通常の経済対策は既に散々カードを切った後である。各国政府としては手詰まりになっている。

○世界経済の「3 段活用」

| | 2001～2007 グローバル化と成長 | 2008～2012 金融危機と対応 | 2013～ 長期停滞？反グローバル？ |
|------|---|--------------------------------------|--------------------------------------|
| 米国 | バブルの生成と崩壊 9/11 からイラク戦争へ 金融政策万能の時代 | リーマンショック オバマ政権の登場 QE (量的緩和政策) | 緩やか過ぎる回復 トランプ vs.ヒラリー 利上げへの苦心 |
| 中国 | 8%成長がノルマ？ 「世界の工場」へ 胡錦濤体制 | 4兆元の景気対策 GDP 世界第2位へ 既存の国際秩序に挑戦 | 景気減速 (New Normal) 過剰生産能力 習近平体制 |
| 欧州 | EU 統合の深化と拡大 アテネ五輪 | ドイツの独り勝ち ギリシャ債務危機 | 英 EU 離脱 南欧の不良債権問題 |
| 日本 | 輸出主導型の成長 東京一極集中 小泉構造改革 | 「3/11」、原子力災害 超円高と空洞化 民主党政権 | アベノミクスの始まり 本格的な少子・高齢化 安倍一強時代 |
| 世界経済 | 新興国経済の台頭 (BRICs ブーム) | 資源価格の高騰と暴落 G8 から G20 へ | 低成長、低金利、低インフレ 産油国、資源国の苦境 |
| 世界貿易 | 貿易量は 2 ケタ増 FTA ブーム | 貿易と金融の収縮 TPP 交渉始まる | スロートレード 保護主義の台頭？ |

現在進行中の米大統領選挙においては、クリントン、トランプ両候補が共に「大きな政府」と「反自由貿易」を掲げている。これでは対立軸が成立しないから困るのだが、「いまこそ財政政策を」という声は確実に高まっているようである。

しかるに「インフラ投資はいいとして、何にカネを使うのか」「いつまで、いくらくらいまで使うべきなのか」といった具体的な議論はあまり聞こえてこない。せっかく大統領選挙という機会があるのだから、各候補が「大陸横断新幹線」のような夢のあるプランを掲げて競わせればよいと思うのだが、聞こえてくるのは「メキシコとの国境に壁を作る」ことくらいである。国境に壁を作る事業は乗数効果が低そうであるし、意外と高くつきそうである(米墨間の国境のほとんどは私有地であるとのこと)。何より、米国の威信を高めるような事業とはまったく思われない。

●貿易自由化という成長戦略を

遠慮なく言わせてもらえば、今日の財政政策論議とは「他策なかりし」がために、仕方なく検討されている **Defensive** な選択肢なのではないだろうか。

それというのも、米国経済は 1990 年代から「金融政策万能の時代」が続いてきた。端的に言えば「グリーンSPAN議長にお任せ」で良かったのである。1998 年に LTCM 社の経営破綻に端を発する金融不安が発生した際も、金融調節のよろしきを得てソフトランディングすることができた。米連銀の「ファインチューニング」さえあれば、経済成長は永遠に続くかのようにさえ思われた。

ところが米国における住宅バブルの発生と、リーマンショック以降の国際金融危機ですべては変わった。米連銀はゼロ金利政策に加えて 3 度にわたる量的緩和 (QE) を実施した。そこからの出口たるやまことに遼遠で、利上げの回数は 2015 年に 1 度、2016 年も 1 度、2017 年度はせいぜい 2 回か 3 回か…といった歩みである。金融政策の自由度は著しく低下したと言わざるを得ない。

その点、米国の財政赤字は昨年対 GDP 比 3% 台にまで改善しているし、金利低下による借入れコストの低下という追い風もある。そして交通手段など国内のインフラは劣化が目立っている。さらに米国内の民意はかつてないほどに内向きになっている。大統領候補者にとっては、「財政出動＝大きな政府」はお手軽なうえに、リスクの少ない政策手段と見えるのかもしれない。

ただし冒頭の WEO の観点に戻ると、世界経済が抱える大問題は、年間の伸びがわずか 2% 台になるという「スロートレード」の方にあるはずだ。本来は貿易自由化による成長戦略を目指すべきのだが、米国における今の政策論議は全く逆の方向を向いている。

今週号の The Economist 誌は、カバーストーリー”Why they’re wrong”でグローバル化批判を真っ向から否定している²。が、それもいささかむなしく響く。「グローバル化で得をするのはエリートだけ」と思っている貧困層は、そんな高級誌の論調を受け入れるはずがない。ちなみに同じ号の経済記事”Hard bargain”では、TPP 批准や TTIP 交渉もかなり困難になった、という見方を示している（本号の P7-8 に抄訳を掲載）。

これとは対照的に、安倍内閣は今臨時国会で TPP の早期批准を目指す構えである。TPP の発効には日米両国の批准が欠かせないので³、場合によっては「骨折り損」に終わってしまう恐れもある。とはいえ、仮にトランプ政権が誕生して TPP がご破算になってしまうにせよ、日本の早期批准には以下のような政治的なメッセージが込められることになる。

² 日経新聞 10 月 4 日付紙面に全訳が載っている。最近はこのように多いので、本誌の抄訳ではなるべくカバーストーリーを避けるようにしている。

³ 域内 GDP 合計額の 85% 以上を占める 6 개국以上の承認が必要。ゆえに日米抜きでは条件を満たせない。

1. 米国内の TPP 支持派やアジア外交重視派への支援材料になる。
2. 他の TPP 参加国を勇気づけることになる。特にベトナムやマレーシアは、国内の反対を押し切って合意を受け入れている。
3. 米新政権による TPP 「再交渉」 要求を受け入れない、という態度表明になる（どうしても必要ならば、米側に不満が残る点を補足協定としてまとめるという手段がある）。

さらに言えば、現在進行中の日 EU 間の FTA 交渉にもプラス効果が期待できる。

自由貿易を止めないためにも、日本の TPP 早期批准は意義のある試みであると筆者は受け止めている。

●レイムダック議会の展望

米側には、「レイムダック議会で TPP を批准する」というかすかな期待も残されている。ただしレイムダック議会は、下記の通り 11 月 14 日から 12 月 16 日までの 4 週間であり、さらに 11 月末には感謝祭休暇があるから実質は 3 週間に過ぎない。

この間に与野党が片づけなければならないのは、まずは新年度（2016 年 10 月～2017 年 9 月）の歳出法案である。9 月末に通った暫定予算は 12 月 9 日に失効するので、それまでに通す必要がある（さすがに政権引き継ぎ期間の「政府閉鎖」はあり得ないだろう）。

また、アントニン・スカリア判事死去によって空席になっている最高裁判事の承認も「やり残し」となっている⁴。なおかつ、この間には次期政権の人事も同時進行することになる。

この多忙な日程を縫って、国民に評判の悪い TPP 審議ができるかどうか。おそらくはオバマ大統領の意欲次第、ということになるだろう。このところ支持率が上がっている様子だが、果たして「最後のご奉公」となるかどうか。

○投票日以降の米国政治日程

- | | |
|-------|---|
| 9/30 | 議会在閉会。本格的な選挙戦に突入。 |
| 11/8 | 投票日→次期大統領と上下両院の議席が決定。 政権引き継ぎ期間へ 次期大統領による閣僚人事（首席補佐官、国務長官、国防長官、財務長官 etc.） |
| 11/14 | 上下両院が開会＝レイムダック議会が始まる |
| 12/9 | 暫定予算が失効 |
| 12/16 | 議会在クリスマス休暇入り |

<2017 年>

- | | |
|------|--|
| 1/3 | 第 115 議会（2017-19）が発足 |
| 1/20 | 大統領就任式 第 45 代大統領が誕生。正午に就任演説（Inauguration） |

⁴クリントン大統領誕生の場合は、議会共和党は急いで穏健派のメリック・ガーランド判事を承認しなければならない。逆にトランプ大統領誕生の場合は、次期政権で保守派判事を指名しようとするだろう。

<今週の The Economist 誌から>

”Hard bargain”

「通商交渉という難題」

Finance and economics

October 1st 2016

*貿易は停滞し、通商交渉は座礁する。そんな中で今何ができるのか。自由貿易を標榜する“The Economist”誌としては、つつい嘆き節が出るところです。

<抄訳>

WTO ロベルト・アゼバド事務局長は、ジュネーブの本部でドーハラウンドの破綻を嘆いている。過去 15 年間で初めて貿易の伸びは 1.7%に低下し、世界の GDP を下回る。

米国と日本、その他太平洋 10 か国からなる TPP も 2 月の署名以来迷走している。9 月 26 日のテレビ討論会に登場した両大統領候補は、ともに距離を置こうとしている。トランプ氏は、「TPP は米製造業にとって最悪の NAFTA と同じくらい悪い」と決めつけた。

米国内には TPP への懸念がある。しかしオバマは、「レイムダック」議会でこれを通したいと願っている。分断政治の害毒と取引内容への懸念が交錯し、共和党議員はオバマのレガシーが座礁すれば良しと考え、民主党議員の支持を得るのも難しそうだ。

EU も同様で、カナダ間の CETA 合意は激しい抗議活動に遭ったが、9 月 23 日のブラチスラバ大臣会合で OK が出た。ただし EU 加盟国がひとつでも批准しなければ成立しない。

CETA できえ危ういのなら、米 EU 間の TTIP は推して知るべし。交渉はスローだし、英国の離脱で EU の立場は弱まり、米国の姿勢は硬化している。仏独の選挙が近づくにつれて抗議は無視できなくなっている。次期大統領の就任式までに交渉が終結しなければ、「自然中断になるだろう」とマルムストローム EU 貿易相は言う。交渉再開は難しそうだ。

政治的日和見主義と有権者の猜疑心に原因がある。だが、貿易自由化が困難になるには他の理由もある。TPP は米国の自動車や日本の牛肉関税を下げるが、他国は非関税障壁に狙いをつける。規制緩和、国有企業改革、知財保護などで、これらは簡単ではない。

米欧間の関税は既に平均 3%以下だから、TTIP はさらに深い経済統合を目指す。とはいえ、1 国で許可された薬が他国でも認められるかといえば、そこは容易ではない。TPP と TTIP の両方で ISDS 条項も論議的である。大企業を喜ばせるだけだということである。

TPP と TTIP の座礁による衝撃は短期的には大きくない。関税撤廃よりもルール作りに焦点があるからだ。しかるにこれは、米国の自由貿易主義からの撤退を意味する。オバマは中国ではなく、米国こそが 21 世紀の「ルール作り」を主導すべしと喧伝するのだが。

中国主導の通商交渉ならば、国有企業の競争条件やデータ交換の自由といったところまでは踏み込むまい。関心は東南アジア 10 カ国と中印日などによる RCEP に移るだろう。

世界貿易の 36%を占める RCEP (TPP は 28%) は、お手軽なところから始めるだろう。新興国の保護関税率は高く、中国は今でも平均 10%だ (欧州は 5%、米国は 4%以下)。それらを切り下げることによる景気刺激効果は大であろう。

WTO は 164 全加盟国の合意を得る困難を避けて、複数国間の交渉を推進するだろう。既にこの 9 月には、中国がハイテク商品への関税を切り下げるなどの成果を得ている。

TPP と TTIP が失敗すれば、WTO に再び機会が回ってこよう。ただし野心的なものにはなるまい。ドーハで期待は地に落ちている。アゼベドは「貿易のために声を上げねば」と言う。しかるにトランプは保護主義を叫ぶし、クリントンは話題をそらそうとするのだ。

<From the Editor> 不動産「王」の怪しさ

ドナルド・トランプ候補は、長年にわたって所得税を払っていなかった、と 10 月 1 日のニューヨークタイムズ紙がスクープしました。過去の事業における 9 億ドルの損失を使った税額控除で、「合法的な手段である」というのはたぶんその通り。とはいえ、腹を立てる人は少なくないでしょうし、これまで税務申告書を提出していなかった理由がそれだとしたら、「存外せこい奴」という印象は否めません。

日本のメディアは、トランプ氏に「不動産王」という肩書をつけています。あれは二重の意味で奇妙な話で、そもそも役職名に「王」がつくのは不自然です。また、トランプ氏が本当に「王」と呼び得たのは、せいぜい 80 年代までのことでしょう。

例えば、ニューヨーク 5 番街のトランプタワーは 1983 年の建設です。今もランドマーク的な存在であり、58 階建ての最上階 3 フロアは今もトランプ一家が住み、俳優のブルース・ウィリスや、サッカー選手のクリスティアーノ・ロナウドといったセレブ達も住んでいる。現在はトランプ選対本部も置かれているとのこと。思えばこのビルを成功させ、『ジ・アート・オブ・ザ・ディール』（邦訳は『トランプ自伝』）をベストセラーにした頃が、「不動産王」としての栄光の日々であったのではないかと思います。

その後は米国経済の不況により、1991 年にはグループ企業であるタージマハル・カジノリゾートが、92 年にはプラザホテル&カジノが経営破綻し、戦線縮小を余儀なくされます。ニューヨークとワシントン間を 1 時間おきに飛んでいた「トランプ・シャトル」も人手に渡る。この時期のトランプ氏は持ち株を吐き出し、恥も外聞もなく身内から支援を受けた。今回の節税の「原資」は、この時期にあったと考えて良いでしょう。

90 年代後半になって、米国経済が復調するにつれてトランプ氏のビジネスも回復してきます。ところが 04 年には、トランプホテルズ&カジノが再び倒産。その 5 年後には、倒産後の受け皿会社となったトランプエンターテイメント・リゾートがまたまた倒産する。これだけ続くと、どこか意図的なものを感じざるを得ません。

米国のビジネススクールでは、「チャプターイレブンは経営者の権利」と教えるそうですが、トランプ氏は 4 回の倒産劇で負債の減免措置を受けている。つまり金融機関を犠牲にして、自らの損害を最小化している。この間に持ち株比率は低下したけれども、ご自身の資産はしっかり守っている。

トランプ氏の資産は、ご本人は 100 億ドルと豪語し、フォーブス誌は 45 億ドル、ブルームバーグは 29 億ドルと推定している。他方、テレビ討論会でヒラリーさんに冷やかされたように、「実はそれほど金持ちでないことが、バレるのが嫌なのでは？」という見方もある。

なにしろ事業主体であるトランプ・オーガニゼーションは、同族経営による非公開企業。従って、経営内容は容易に窺い知れません。ただし世界中にある「トランプ」の名を冠したホテルやカジノ、さまざまなブランド商品などは、ほとんどが直営ではなくフランチャイズであることが知られている。4 度の破産に懲りたトランプ氏は、自らの名前を使ったライセンス事業に活路を見出しているのでしょう。

従って経営者としては、「トランプ」の名をいかに轟かせるかが主要な任務ということになる。2004 年からトランプ氏は、「お前はクビだ！」の決め台詞で有名な『アプレンティス』というリアリティ TV の司会兼製作者として名を馳せるようになる。「悪名は無名に勝る」とばかりに、美人コンテストやプロレスにも進出している。もはやどう見ても「実業」の人ではありません。

その意味でも大統領選への出馬は、格安かつ効率的なパブリシティであったのでしょう。それなりの実績を挙げて、カッコよく撤退すれば「トランプ」の名前にますます箔がつく。ところが予想外なことに、正式な大統領候補となってしまった。

こうなるとご本人にも欲が出てくる。しかるに大統領になって何かをしたいという欲は元よりない。こんな「元不動産王」の虚業家を、本当に大統領にできてしまっただろうか。と言っても、投票日までは残り 1 か月。祈りつつ結果を待つほかはないようです。

* 次号は 2016 年 10 月 21 日（金）にお送りします。

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、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をお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com