

**Contents** \*\*\*\*\*

特集：インフラ投資は米国経済を救えるか	1p
＜今週の The Economist 誌から＞	
”France’s next revolution” 「次なるフランス革命」	7p
＜From the Editor＞ Beware the Ides of March!	8p

\*\*\*\*\*

## 特集：インフラ投資は米国経済を救えるか

先週はトランプ大統領が、「意外なくらいにまとも」な議会合同演説を行ないました。「やれやれ」と思ったら、今度は米連銀が「3月利上げ」に向けて動き始めました。確かに米国経済の指標は年明けから好転しているし、株価も上げている。ここにトランプ政権の減税とインフラ投資が重なれば、景気は過熱するかもしれない。先手を打って利上げというのは、中央銀行としては合理的な判断なのでしょう。

とはいうものの、米国経済は本当にそんなに強いのか。あるいはトランプ政権の政策は本当に実現するのか。そして「1兆ドルのインフラ投資」は、米国経済にどんな効果をもたらすのか。悲観と楽観が交錯する今の米国経済について考えてみます。

### ●ほんの1週間で景色が変わった

筆者が出演しているテレビ東京『モーニングサテライト』では、毎週月曜日に「モーサテ・サーベイ」を公表している<sup>1</sup>。毎週末ごとに、約30人のレギュラーコメンテーターを対象に、内外経済の現状に対するアンケート調査を行うものである。

その中の定番の設問に、「米国の次の利上げは？」というものがある。この調査のコンセンサスが、ほんの1週間で激変してしまった。

* 2月6日放送分	3月17%、5月17%、6月59%、9月3%、2018年以降3%
* 2月13日放送分	3月6%、5月12%、6月76%、9月3%、2018年以降3%
* 2月20日放送分	3月24%、5月12%、6月62%、2018年以降3%
* 2月27日放送分	3月9%、5月21%、6月67%、2018年以降3%
* 3月6日放送分	3月94%、5月6%

<sup>1</sup> <http://www.tv-tokyo.co.jp/mv/nms/survey/>

2月一杯までは、「6月利上げ」がメインシナリオであった。特に1/31-2/1分のFOMC議事要旨が2月22日に発表されると、そこには「多くの参加者が、利上げを”fairly soon”に実施することが適切になるとの見方を示した」との文言が入っていた。「比較的早期に」というからには、少なくとも今年の前半を意味しているのだろうが、「さすがに次の3月はないだろう」との見方がかえって強くなってしまった。

以下に、日米欧の金融政策決定会合の2017年版日程を掲げておく。米FOMCの会合は合計8回予定されており、記者会見が行われる3月、6月、9月、12月の都合4回に、金融政策が変更される確率が高い。年初の時点では、「利上げが年内3回なら、それは6月+9月+12月だろう」というのが市場における多数説であった。

### ○日米欧の金融政策カレンダー

	FRB	BOJ	ECB
1月	1/31-2/1	1/30-31☆	1/19
2月			
3月	<b>3/14-15*</b>	3/15-16	3/9
4月		4/26-27☆	4/27
5月	5/2-3		
6月	<b>6/13-14*</b>	6/15-16	6/8
7月	7/25-26	7/19-20☆	7/20
8月			
9月	<b>9/19-20*</b>	9/20-21	9/7
10月	10/31-11/1	10/30-31☆	10/26
11月			
12月	<b>12/12-13*</b>	12/20-21	12/14

(\*は記者会見あり。☆は展望レポートあり)

ところが先週3月3日にシカゴで行われた講演において、イエレン議長は月内の利上げに太鼓判を押すような言い方をした。「今月行われる会合(注:3/14-15)においても、雇用とインフレがわれわれの期待に沿っているかどうかを見定めることになるが、そうであれば FF金利の更なる調整が適切であるということになるだろう」(a further adjustment of the federal funds rate would likely be appropriate.)

この文言を素直に読めば、「2月の雇用統計(3/10公表)がそれなりの数字(例えば非農業部門雇用者が10万人以上の増加)であれば利上げへGo!」ということになる。わずか1週間で、市場は「3月利上げ」を織り込んでしまった。

確かに年初から、米国の景気指標は強い数字が続いている。株価も高い。中央銀行として、「”Behind the curve”になるくらいなら先手を取るべし」という判断に傾くのもわからないではない。だが2015年末に始まった利上げは、昨年も12月の1回のみだった。足元の米国経済は、本当に年3回の利上げに耐えられるのだろうか。

## ●流れを変えたのは大統領の議会演説

米連銀の背中を押したのは、2月28日に行われたトランプ大統領の議会演説であろう。

1月20日の就任演説とは打って変わって、「大統領らしい」(Presidential)演説となった。今までのトランプ氏の攻撃性や排他性は影を薄め、歴代大統領が一般教書演説で使ってきた「お作法」に丁寧に則っていた。特に対テロ軍事行動で殉職した兵士の未亡人を紹介したシーンでは、会場全体が数分間にわたってスタンディングオベーションに包まれた。直後に行われたCNN調査では、演説を聞いた人のうち57%がVery Positive、21%がSomewhat Positiveと答えている。

「単にプロンプターを読んだだけ」「事前の期待値が低過ぎたお陰」といった悪口もあったし、演説の内容自体も今までとはさほど変わっていない。それでも軌道修正から浮かび上がってくるのは、トランプ政権の懸命な姿勢である。いかに大統領令を乱発しても、ワシントン政治は簡単に動かさない。とにかく内政で何かを決めようと思ったら、議会の合意を得て法案を通さなければならない。

ところが共和党は上下両院で多数を握っているものの、閣僚人事の議会承認さえ全部は済んでいない。この調子では、局長級や大使人事が揃うのはいつになることか。9人目の最高裁判事に指名した保守派のニール・ゴースッチ判事の承認も渋滞している。

内政、特に経済面で成果を挙げるためには、早く税制改正なりインフラ投資、あるいは規制緩和を実現しなければならない。ところがその前に立ちはだかる壁は少なくない。例えば「オバマケアの廃止」。共和党議員にとっては長年の悲願だが、本当に廃止したら医療保険を失う人たちが騒ぎ出して一大事となる。ライアン下院議長が中心になって代替案をまとめたものの、党内の取りまとめも容易ではないらしい。

党内コンセンサスがあるはずの法人減税でさえ、財源が覚束ない。そこでVAT(付加価値税)ならぬBAT(国境調整税=Border Adjusted Tax)というアイデアも浮上したのだが、議会演説では言及されなかった。今まで「驚くべき税制改革」(phenomenal tax reform)と言っていたものを、「歴史的な税制改革」(historic tax reform)と言い換えただけである。

トランプ大統領としては辛いところであろう。仮に内政には目をつぶって、外政面で成果を挙げようとしても、トランプ支持者たちは全然評価してくれないだろう。となれば、「大人になったふり」をしてでも、選挙期間中に切った手形を1個ずつ落としていくほかはない。共和党内でも、「この大統領にはほとんど手を焼くが、それでも8年ぶりの政権復帰の機会を無にするわけにはいかない」との現実論が強まっている。

かくして翌3月1日、大統領の議会演説を好感したニューヨーク市場では、ダウ平均が2万1000ドルを超えて終値で史上最高値を付けた。政策はまだ動いていないのに、期待は着実に米国経済を動かしつつある。米連銀としては、利上げの前倒しに動かざるを得なくなった、ということであろう。

## ●米国経済は AC から BC に戻れるか？

大統領の議会演説は、細部のプランには踏み込まなかった。具体的な数字と言え、せいぜい「官民で1兆ドルのインフラ投資」があった程度である。これも本当に予算化されるのか、投資対象は何が選ばれるのか、財源はどうするのか、などまったく不案内である。  
**普通であればどこかで期待が剥落し、株価が調整しても不思議はない。**

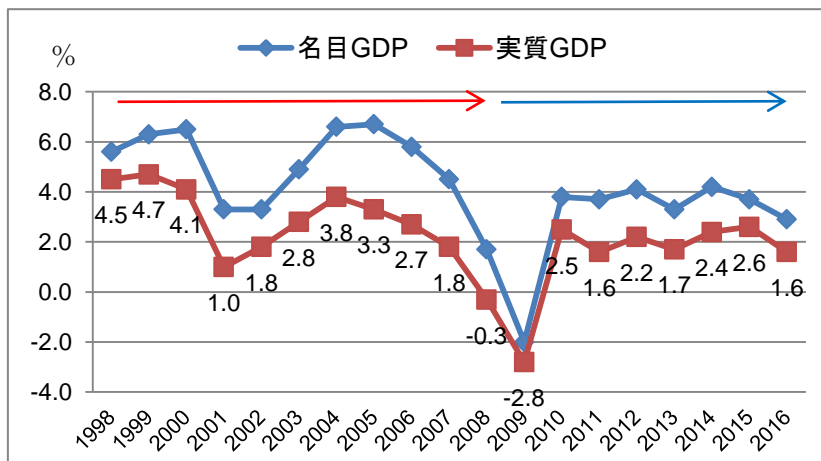
ちなみに8年前にオバマ政権が発足した時は、2009年2月25日に議会演説が行われ、この時点で既に7870億ドルの財政刺激策が議会で成立していた。当時はリーマンショックの半年後であり、経済状況は今とは比較にならないくらい悪かった。政治的な緊張感があったし、オバマ政権には求心力があった。それにしても現在との差は大きい。

それでも財政支出への期待が高まっているのは、**近年の米国経済の回復があまりにも不満が残るものであったから**だろう。

本誌がかねてから注目しているルチル・シャルマ氏<sup>2</sup>は、新著”The Rise and Fall of Nations”の冒頭で、「2008年の金融危機以前はBC (Before Crisis)、それから後はAC (After Crisis)と分けて考えるべき」という面白いアイデアを披露している。ACの世界はBC時代とは一変しており、米国経済もすっかり様変わりしている。

端的に言ってしまえば、**米国経済のBCは「山あり谷ありの平均3%成長」であったが、ACは「フラットな平均2%そこそこ」**である。そして米有権者がACの経済状況に満足しなかったからこそ、トランプ政権が誕生したということになる。

### ○米国経済の”BC”と”AC”



- **BC : 1998-2007年** Ave.名目 5.35%、**実質 3.05%**
- **AC : 2008-2016年** Ave.名目 2.82%、**実質 1.28%**
  - 直近の2013-16年では名目 3.53%、**実質 2.08%**

<sup>2</sup> モルガンスタンレー投資顧問の新興国市場責任者。前著『ブレイクアウト・ネーションズ』（早川書房）は、過去に本誌で何度も取り上げている。

実際のところ、トランプ大統領がよく言う「忘れられた人々」に景気回復の恩恵が及ぶには、最低でも 3%以上の経済成長が必要となるだろう。つまり、米国経済を BC の世界に戻さなければならない。問題はどうしたらそんなことができるのか、である。

### ●「長期停滞」は政治の混乱を招く

「BC と AC」のギャップは全世界的に確認することができる。2008 年を AC 元年とすると、2012 年 (AC5 年) くらいまでは各国とも危機対応に追われていた。この間には、ギリシャ債務危機なども発生したが、全体として危機は収束方向に向かった。特に米国における QE 政策と、中国における 4 兆元の景気対策に負うところは大きかったと言える。

### ○BC から AC への世界経済の動き

	2001-07 (BC) グローバル化と成長	2008-12 (AC1~5) 金融危機への対応	2013-17 (AC6~10) 長期停滞論？
世界	新興国の台頭 資源価格上昇 貿易量急増、FTA ブーム	G8 から G20 の時代へ 資源価格の高騰と下落 貿易量の急減	再び G7 の時代へ 産油国の苦境と減産開始 <b>保護主義の高まり</b>
米国	ハイテク/住宅バブル 金融政策万能時代	リーマン経営破綻 QE (量的緩和政策)	<b>トランプ政権発足</b> Tapering から利上げへ
欧州	新通貨ユーロ (02~) 統合の深化と拡大	ドイツ経済の独り勝ち <b>ギリシャ債務危機</b>	<b>英 EU 離脱</b> 南欧の不良債権問題
中国	高度成長続く 「世界の工場」へ	<b>4 兆元の景気対策</b> GDP 世界第 2 位に	景気減速 ( <b>New Normal</b> ) 過剰生産能力
日本	輸出主導型の回復 量的緩和政策	3/11 震災、原子力災害 超円高と製造業空洞化	少子・高齢化の加速 黒田日銀の異次元緩和

AC6 年となる 2013 年くらいからは、そろそろ世界経済が本格的に復調しても不思議はなかった。ところが貿易量は伸びず、資源価格も低迷が続いた (石油価格だけは、少し遅れて 2014 年夏から急落する)。

このことは政治的にも大きな問題となり、昨年には英 EU 離脱、米トランプ政権の誕生というサプライズを招くこととなる。さらに今年も、オランダ下院選挙 (3 月)、フランス大統領選挙 (4~5 月)、ドイツ総選挙 (9 月) などのイベントが続く。経済の「長期停滞」を放置しておく、有権者の不満が蓄積して政治が迷走してしまいかねない。

こうしてみると、「日本だけは政治が安定している」と不思議がられる理由がよく分かる。日本は 90 年代に既に金融危機を迎えており、他に先駆けて After Crisis の時代に突入しているのだ。仮に 1997 年の「山一・北拓ショック」を日本の AC 元年と考えると、今年には既に AC21 年ということになる。まさに「課題先進国」ではないか。

## ● 「財政支出」で「長期停滞」の夜は明ける？

長期停滞 (Secular Stagnation) に対し、かなり以前から「財政出動」という処方箋を提示していたのはラリー・サマーズ元財務長官 (クリントン政権) である。日本の過去の経験から行くと、金融危機後の財政出動はあまり効かなかった記憶がある。それでも試してみる価値はあるだろう。現在、トランプ政権が目指している 1兆ドルのインフラ投資は、「AC10年におけるダメ押しのグローバル・リフレ政策」となり得るからだ。

それではサマーズ氏は最近、どんな論陣を張っているのか。同氏のブログを見ると、トランプ政権に対する批判や懸念が「これでもか」というほど書き並べてある。しかしインフラ投資については、前向きな意見が述べられている (“The case for a proper program of infrastructure spending” 01/17/2017)<sup>3</sup>。その要旨は以下の5点である。

1. インフラを改善する効果は、投資収益率の改善という形で長続きする。
  - ✓ 例えばダレス空港の拡大工事は、北バージニアの経済発展に役立っている。
2. 特にメンテナンス投資の緊急度は高い。
  - ✓ 壊れそうな橋を修理するコストは、壊れてから立て直すよりもはるかに安い。
3. 確実に高いリターンをもたらすような新たなインフラ投資計画は少なくない。
  - ✓ 米国の空港システムは今も第2次大戦中のものが多く、GPSが使われていない。
4. インフラ投資においては量よりも質が重要である。
  - ✓ 公共投資の意思決定は費用便益分析よりも利益誘導が横行しやすく、改革の必要がある。目下検討中のPPP (官民パートナーシップ) にも注意が必要だ。
5. ケインズ効果などとは別の次元で、長期停滞期には公共投資を増やす方がいい。
  - ✓ 過剰貯蓄と過少投資が実質金利を低下させてしまう恐れがある。

最終的な結論としては、「トランプのインフラ刺激策は間違いが多いけれども、公共投資を十分に拡充すべき理由は否定し難い」となっている。従来からの主張はさすがに変えていないし、意外と細かな点まで目配りが行き届いていることには素直に感心した。

とはいえ、インフラ投資が実現するためへのハードルはまだまだ高い。大統領自身はインフラ投資に積極的で、トランプ支持層も期待をかけている。ところが議会共和党はあまり乗り気ではなく、本来ならば賛成するはずの議会民主党は「何でも反対」モードになっている。トランプ氏が相当「大人」にならないと、この取引は実現しそうにない。

マクロ政策としても、利上げを進めて金融政策を正常化しつつ、財政支出を増やしていくことは理に適っている。米国経済がAC時代を脱するために、まさしく必要な実験になると思うのだが、果たしてどうだろうか。

<sup>3</sup> <http://larrysummers.com/2017/01/17/the-case-for-a-proper-program-of-infrastructure-spending/>

## <今週の The Economist 誌から>

”The next French revolution”

「次なるフランス革命」

Cover story

March 4<sup>th</sup> 2017

\*たまには気分を変えてフランスを取り上げてみましょう。来たる仏大統領選挙はなるほど大変な選択ですね。”The Economist”誌の辛辣な表現が冴えわたっています。

<抄訳>

先の革命からは既に久しい。左右の既成政党の間で権力の交代はあったにせよ、フランスは政治と経済両面で長らく停滞を旨としてきた。だが、今年の大統領選挙は括目すべきである。1958年の第5共和国誕生から初めて、社会党と共和党が共に4/23の第1回選挙で振り落されよう。有権者が選ぶのは国民戦線のマリーヌ・ルペンか、昨年誕生した「前進！」運動を率いるエマニュエル・マクロンという急浮上の2候補に絞られる。

この選挙は世界的潮流の典型である。左右の対立はもはや意味をなさず、開放か閉鎖かが問われている。それに伴う政界再編は仏国内に留まらず、EUを活かしも殺しもしよう。

革命の大義は、役立たずで身勝手な支配階級に対する有権者の怒りである。社会党のオランダ大統領はあまりの不人気さに再選を断念。共和党のフィヨン候補は妻子に対する不正給与支払いを暴かれた。まだ撤退はしていないが、当選可能性は劇的に減少した。

怒りに油を注ぐのがフランスの実態である。国民は世界で最も悲観的で81%が世界は悪化し、3%だけが良くなると答えている。最大の要因は経済で、GDPの57%を占める政府に活力を吸い取られ、低迷が続いている。若者の4人に1人は職がなく、あっても非正規ばかり。重税と規制を嫌って企業家は海外、しばしばロンドンに向かう。生活水準は我慢できても、度重なるテロが神経を逆なです。イスラム人口も多くて、文化的亀裂は深い。

数十年かけて積み重なった問題ばかりだが、右派も左派も解決できなかった。90年代にはシラク政権が年金と社会保障に切り込んだものの、大規模ストの前に潰え去った。爾後は挑む者さえ出て来ない。サルコジは大口を叩いたが金融危機で失速。最高税率75%を導入したオランダも不人気。有権者がこれら全部を投げ出したくなっても不思議はない。

マクロンもルペンもかかる不満を利用しているが、処方箋は正反対だ。ルペンは外敵を批判し、障壁と福祉で有権者を守る。反ユダヤ主義からは卒業したが、グローバル化は雇用の敵、イスラムはテロの扇動者、EUは「反民主的な怪物」だと訴えている。一部のモスク閉鎖、移民制限、貿易抑制、フラン復活、そしてEU離脱の国民投票を公約する。

マクロンは逆に、開放でフランスは強くなる。貿易、競争、移民とEUを支持している。文化の変容や技術的破壊を容認する。労働規制を減らすことが鍵と考え、具体的政策は示していないものの、自らをグローバル化推進の革命者として売り込んでいる。

よくよく見れば、2人ともアウトサイダーではない。ルペンはプロ政治家であり、マクロンはオランダ政権の経済相だ。いずれが勝っても革命は容易ではない。ルペンの党は議会で多数を得られないだろうし、マクロンの方は政党の体を為してすらいない。

それでも両者は現状拒否勢力である。マクロンが勝てば、まだ欧州では自由主義が勝てる証左となろう。ルペンが勝てば、フランスは貧しく偏屈な国になろう。ユーロ離脱となれば金融危機を招いて EU は崩壊する。プーチンは喜ぶだろう。ルペン側がロシアの銀行から借入れをし、マクロン側が 4000 回のサイバー攻撃を受けたのは偶然ではあるまい。大統領選まで残り 2 か月、ルペンは第 1 回投票で勝っても第 2 回で敗退する見込みだ。しかし選挙で何が起きるか分からない。フランスは再び世界を揺るがすかもしれない。

### <From the Editor> Beware the Ides of March!

ジュリアス・シーザーが暗殺されたのは 3 月 15 日。事前に占い師から、「シーザーよ、3 月 15 日に気をつけよ (Beware the Ides of March!) 」と警告を受けていたのに、本人は軽く受け流していたために凶行は生じてしまいます。

ということで、3 月 15 日は何かと気になる日付なのですが、来週のそれはいくつものイベントが折り重なるようになっていきます。いやもう、どれに注目すればいいのやら。

#### ○来週の主要日程

3 月 12-15 日	サルマン・サウジアラビア国王が来日
3 月 14-15 日	<b>米 FOMC</b> →FF レート上げの公算が大
3 月 15 日	<b>オランダ下院選挙</b> →極右の自由党 (ウィルダース党首) が最大政党に? 中国 CCTV 『315 晚会』放送→外国製品へ消費者の批判が殺到することも TPP 関係閣僚会合 (チリ) →南米で敗者復活戦が始まります。 ティラーソン米務長官が訪日 (~19 日までに日中韓を歴訪) 春闘集中回答日 東芝が「監理銘柄」に指定
3 月 15-16 日	日銀・金融政策決定会合
3 月 16 日頃	トランプ大統領が <b>米予算教書</b> (概要版) を議会に提出
3 月 16 日	<b>米国債の債務上限規定</b> が復活
3 月 17-18 日	G20 財務相・中央銀行総裁会議 (独・バーデンバーデン)
3 月 19 日~	安倍首相が独、仏、伊を歴訪
3 月 20-22 日	WBC 決勝ラウンド (ドジャースタジアム)
3 月内	<b>英国が EU 離脱を正式に表明</b>

米国経済に関して言えば、FOMC の利上げと予算教書が最大の注目点。後者はおそらく簡略版となる見込みですが、これがないと議会で予算の議論が始められない。

16 日には、米国債の債務上限規定が復活します。大統領選挙の期間中は停止されていましたが、規定復活となれば新たな上限を設定するか、期間の延長を承認する必要があります。もっとも議会がこれを放置した場合でも、財務省が臨時措置を取ることで数か月は問題を先送りができる。これは「いつか見た光景」で、またまた与野党のチキンレースが始まるのかもしれない。



個人レベルでは、3月14日のホワイトデーのお返しを忘れないようにしたいものです。当日になってから気づいてももう遅い。身に覚えのある人は、なるべく週末の間に手を打っておきましょう。

\* 次号は筆者出張により、2017年3月31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](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com)