

## Contents \*\*\*\*\*

特集：2023年の米国政治経済を占う	1p
＜海外報道ウォッチ＞	
「ダボス会議をめぐる2つのFT記事」	7p
＜From the Editor＞ 雇用制度の行方	9p

\*\*\*\*\*

## 特集：2023年の米国政治経済を占う

2023年を展望していくうえで、「今年の米国は何と見通しにくいのか！」と感じます。まず政治は連邦議会が無茶苦茶です。下院議長を決めるのに4日かかった、という時点でかなり「終わって」います。次に政治のゴタゴタにより、「今年は債務上限問題が深刻化する公算が大」です。実に12年ぶりに、瀬戸際まで行ってしまうのではないのでしょうか。

米国経済も視界不良です。インフレはCPIで前年比6%台まで低下してきましたが、これが2%前後に落ち着くのはいつ頃になるのか。本当に景気後退に至るのか、それともソフトランディングできるのか。その際に金融政策はいつ頃から緩和に向かうのか。

重要なのは政治と経済の両面を見渡すこと、そして時間軸を長く取ることでしょう。日々のマーケット情報を追っているだけでは、きっと見えてこないものがあるはずです。

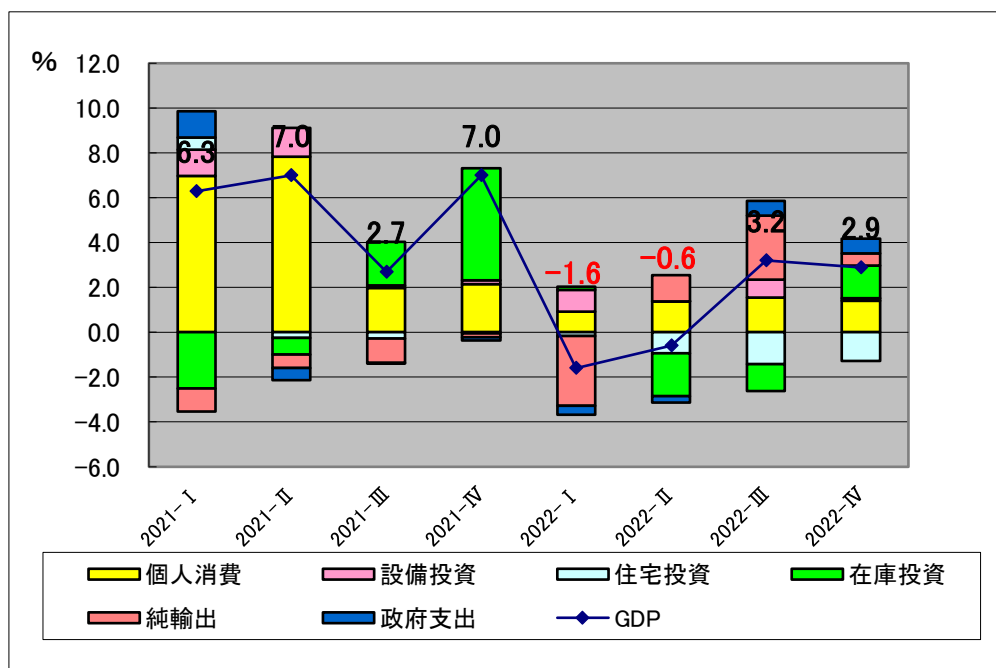
## ●米国経済は首尾よく(?)減速となるのか

1月26日、10-12月期の米GDP速報値が公表された。実質成長率は前期比2.9%とあいかわらず高かった。「いいニュースだ」とバイデン大統領も胸を張っていた。

とはいえ、よくよく中身をみると、以下の通り「見かけほど良くはない」と判断すべきであろう。

- (1) 寄与度で見ると在庫投資が+1.45%と半分近くを占めている。在庫投資は長い目で見れば「プラマイゼロ」に収斂するはずなので、この分は「かさ上げ」である。
- (2) 個人消費は前期の+1.54%から+1.42%へと減速している。インフレが起きている中では、むしろ健闘している部類かもしれない。さらに純輸出の+0.58%は、内需の落ち込みにより輸入が減ったことを反映している公算が大である。
- (3) 住宅投資が前期の▲1.42%からさらに▲1.29%と悪化が続いている。住宅ローン金利の上昇を背景としており、この部分は引き続き内需の足を引っ張る見込み。

○米 GDP 成長率（年率換算）



米国株式市場は、「利上げにより米国経済は早期に減速に向かう」→「FRB は年内に利下げに転じる」という「勝手読み」に基づいて、つつい強気に振れてしまう。しかるに米国経済は、独特のレジリエンス（強靭さ）があつて簡単には後退局面に向かいそうにない。ちなみに昨年の第 1、第 2 四半期の連続マイナス成長は、21 年第 4 四半期の上振れの反動であり、機械的に「景気後退」と見なすべきではないだろう。

それでは米国経済のレジリエンスは何に由来するのか。以下のように、米国経済には見過ごされがちな強みがあると思う。

- ① 雇用が強い。失業率はなおも 3.5%である。
- ② コロナ下で拡大したサプライチェーン問題が解消しつつある。
- ③ ガソリン価格が低下している。
- ④ 金利上昇により高齢者の資産所得が増えている（逆に株安もある）。
- ⑤ LNG 輸出が当面は伸びるだろう。

特に重視すべきは雇用である。IT 業界を中心に、連日のようにレイオフのニュースが伝えられている。しかし思い出してほしいのは、失業率は 2020 年 4 月には 14.7%であったことだ。約 2000 万人が労働市場を去り、その後に職場に戻っている。この人たちが再びレイオフされたとして、「まあ、なんとかなるさ」と考えるのが自然ではないだろうか。

今後、IT 分野の人材が他の職種、例えば人手不足のレジジャー&ホスピタリティの分野に移動して、その方面で DX が広がるとしたらどうか。雇用市場の流動性こそが、米国経済が有するレジリエンスの最たるものだと思うのである。

●今年上半期は「米債務上限問題」にご用心

そんな 2023 年の米国経済において、最大のリスクとなりそうなのが債務上限問題である。

イエレン財務長官によれば、さる 1 月 19 日に米国債の発行上限であるところの 31 兆 3810 億ドルに到達した。これから先は、米財務省が「公務員年金基金への資金繰り入れを止める」などの手段を駆使して資金ショートを防いでいく。それでも 6 月上旬には（今後の税収の多寡などにとり前後するが）、いよいよ誤魔化しきれない瞬間がやってくる。

米国政府が資金ショートになって、米国債がデフォルトするというのはほとんどの人にとっては「悪い冗談」であろう。世界で最も安全なはずの金融資産が、突如として紙くずになってしまうかもしれないのだから、これはもう国際金融界にとっては悪夢そのもの。それでも米連邦議会は魑魅魍魎が跋扈する世界なので、ときどき発作的にそういうこともある。りまっせ、というのはこの世界における「初歩」である。

6 月上旬に「X-day」があるとして、そのことは前後の日程にどんな影響をもたらすだろうか。いつものことながら「政治とは日程也」である。

<2022 年>

12 月 13-14 日

**FOMC**→政策金利を 0.5% 上げ。4.5% に

12 月 19-20 日

**日銀 MPM**→YCC の 10 年物国債変動幅を 0.25%→0.5% に拡大

<2023 年>

1 月 17-18 日

**MPM**→現状維持

1 月 19 日

米国債が発行上限に到達

1 月 31 日-2 月 1 日

**FOMC**→0.25% の利上げ? →4.75%

2 月 10 日頃

政府が国会に日銀人事案を提示

3 月 9-10 日

**黒田総裁最後の MPM** (金融政策決定会合)

3 月 21-22 日

**FOMC**→0.25% の利上げ? →5.0%

4 月 8 日

黒田総裁の任期満了

4 月 27-28 日

**日銀新体制下での初の MPM**

5 月 2-3 日

**FOMC**→据え置きか? →5.0%

5 月 6 日

英チャールズ 3 世とカミラ戴冠式 (ロンドン)

5 月 19-21 日

G7 首脳会議 (広島)

**6 月上旬**

**X-day?**

6 月 13-14 日

**FOMC**→据え置き?

6 月 15-16 日

**MPM**

7 月 25-26 日

**FOMC**→据え置き?

ここから以下のような推論が可能になる。

- \* FOMC は 2 月、3 月は 0.25% の利上げとして、5 月は利上げを躊躇するのではないか。
- \* 日銀新体制は 4 月末に船出するが、いきなり米国債の X-day に直面することになる→YCC に大きな変更を加えるなら、3 月会合でやっておく方が良いのかも?
- \* 内政上の勝負所を直後に控え、バイデン大統領は 5 月の外交日程 (英戴冠式&広島 G7 会合) をゆっくりエンジョイする暇はなさそう→長崎訪問は無理っぽい。
- \* 6 月中旬の「中央銀行ウィーク」 はかなり注目を集めそう。

## ●債務上限問題、12年前はこんな風だった

もう少し詳しくこの問題をおさらいしておこう。

「前回の卯年」であるところの2011年夏には、やはり債務上限問題をめぐる与野党対立がヒートアップした。そのときは史上初めて、米国債が格下げになってしまった。ムーデューズはトリプル A (Aaa) を維持したが、S&P 社が AA+に下げたのである。そうなればドル金利は上がるし、米国債の担保価値は下がるし、市場には混乱が訪れた。こんな馬鹿げたことはもう2度と起きないだろうと思ったものであるが、干支が一回りする頃にはみんな忘れてしまっているようである。

2011年と2023年を比較してみるといろいろ面白い。2011年当時には、債務上限は14.3兆ドルと今の半分以下であった。当時はそれで大騒ぎしていたし、実際に欧州は債務危機であったから、財政の健全性への関心は高かったのである。日本では東日本大震災があって、震災復興税が導入された時期である。その翌年には、野田政権下で三党合意により2段階の消費増税が決まる。2008年にリーマンショックがあった後だけに、「金融危機の後には財政危機が来る」ことがしきりと懸念されていたのである。

下記のようにまとめてみると、「2つの卯年」がシンクロしている様子が窺えて興味深い。いずれも「民主党政権に対して共和党議会が異議申し立てを行う」「財政の悪化に対して、共和党内に少数だが強力な強硬派ができる」「非妥協的な瀬戸際戦術で民主党に対して歳出の削減を迫る」点が共通している。

2011年	2023年
* <b>オバマ政権 (民)</b> * 共和党議会 (前年の中間選挙で上下院ともに大勝) * 問題は「 <b>ティー・パーティー</b> 」 * リーマンショック後の財政激策+銀行救済と不良債権処理+オバマケア導入	* <b>バイデン政権 (民)</b> * 共和党議会 (前年の中間選挙で下院のみ議席増) * 問題は「 <b>フリーダム・コーカス</b> 」 * コロナ対策などに合計6回、総額7兆ドル程度の財政支出を実施

債務上限問題はいつも揉めるわけではない。前回の2021年時には、あっさりと大幅な引き上げが決まっている。当時は上下両院で民主党が多数を握っていたし、パンデミックに対する緊張感はまだまだ強かったのだ。

ところが 2023年はいわば「惑星直列」状態 になっている。12年前と同様、コロナ危機対策で大型の財政刺激策で財政が悪化しており、インフレも猖獗を極めていいる。2020年から22年にかけての財政出動額は、ざっくり7兆ドルに達する。そして今回は「フリーダム・コーカス」と呼ばれる過激な共和党議員たちが火付け役である。

この問題については、「とにかく共和党が理不尽なことを言っている」という認識が一般的である。だが、これはむしろ歴史の記憶というかDNAというのか、米国の財政民主主義にはそういう過激な伝統があるのだ、と受け止めるべきではないかと思う。

## ●あらためて米財政は持続可能なのか

今後の債務上限の引き上げ交渉においては、共和党が見返りに歳出の削減を求め、民主党がそれを拒もうとする。このチキンレースが行き詰ると、米国債の利払いが止まる、償還できないなどの事態となり、最悪、デフォルトしてしまうかもしれない。

しかるに米国債は米国の強みそのものであり、国際公共財でもある。あらためてその強さの裏付けを考えてみると、①基軸通貨国であるために為替リスクがない、②軍事力の裏づけがあるので安全保障上のリスクが低い、③発行量が多いために流動性に不安がない、④格付けはもちろん「トリプル A」、などの要素がある。債務上限問題は、この世界最強の債券を自ら台無しにしてしまう恐れがある。

ちなみに米財務省には、「とっておきの秘策」がある。それは米造幣局に命じて「1兆ドルのコイン」を作らせることである。そのコインをFRBに預ければ、1兆ドルの資金を調達できる。もっともこの可能性、イエレン財務長官は「そんなギミックはダメ！」と説明しているらしいが。

あらためて米国の財政構造を見ておこう。2022年財政年度では歳入が4.9兆ドルで歳出が6.3兆ドル。差し引き1.4兆ドルの財政赤字である。日本も全然他人のことを言えた義理ではないが、やっぱり米国は「大きな政府」なのである。

<米 2022 年度予算：単位 Billion USD>

歳入	歳出
所得税 2,632	社会保障費 1,219
給与税（社会保障費） 1,484	医療費 914
法人税 425	生活保護費 865
不動産税 88	国防費 767
物品税 88	メディケア 755
関税 100	教育費 677
その他 135	利払い費 475
	復員軍人恩給費 274
	運輸費 132
	その他 193
合計 4,896	
財政赤字 1,375	合計 6,271

前回の2011年の債務上限問題は、国際金融危機（2008年）から3年後に生じている。そして今年は、パンデミックの始まり（2020年）からやはり3年後に当たる。「パンデミックの後に財政危機が来る」のは、いかにもありそうなことではないか。12年に1度くらいは、「ヒヤッ」とさせられるのも悪くないのかもしれない。

とりあえず一時的に流行した「MMT」（現代貨幣理論）のような怪しい議論は、この辺で打ち止めとしておきたいものである。

## ●夏には 2024 年大統領選挙への号砲が鳴る

2023 年が始まってまだ 4 週間に過ぎないが、ワシントン DC ではなんとも目まぐるしい変化が起きている。1 月 13 日には岸田首相が訪米し、バイデン大統領との日米首脳会談に臨んでいる。たまたま先方が「バイデン氏の機密文書漏洩問題」で炎上していたために、共同記者会見は開かれなかった。これまたマンガのようなお話である。

この問題に対しては、司法省の出方は難しくなった。起訴するか否かは特別検察官に「外注」することになるのだが、最終的にはガーランド司法長官の責任となる。理屈上、①トランプとバイデンの両方を起訴する、②トランプを起訴してバイデンを起訴しない、③トランプは起訴せず、バイデンを起訴する、④トランプもバイデンも両方起訴しない、という 4 択があり得る。とりあえず②と③はないだろう。①か④しかないのだとしたら、最終的には④（両方起訴しない）に落ち着くのではないか。

もちろんトランプ氏とバイデン氏では、問題の悪質さが全然違う。（1）トランプ氏の方が隠し持っていた量が多い。（2）公文書館から求められても提出しなかった。（3）召喚状にも応じていない。（4）マー・ア・ラゴの自宅を FBI が強制捜査してやっと見つかった。（5）なおかつ反省の色がない。逆にバイデン氏はワシントンの事務所やデラウェアの自宅から機密文書が出てきたが、「つい、うっかり」であるようで、捜査にも協力的である。これを「五十歩百歩」だとは言えないだろう。

それでもバイデン氏は現職の大統領であり、去年、トランプ前大統領をこの問題でさんざん非難した経緯がある。共和党側は当然、そのことを責めてくる。こうなると限りなく「どっちもどっち」となる。もちろん、トランプ氏を起訴するネタはほかにもいっぱいあるのだが（「1 月 6 日」の扇動罪、2020 年選挙集計への介入など）。

バイデン氏は、去年の中間選挙の後にメディアに対し、「民主主義にとって良い結果だった」とコメントし、ご自身の再選については「前向きに検討しているが、家族とも相談しなければならないので、年明けに最終判断する」と言っている。しかるに一般教書演説は 2 月 7 日の予定である。さすがにその前には「出馬するかどうか」を明言しなければならないだろう。さて、どんなタイミングですか。

民主党内部で言うと、左派はむしろバイデンに再選を目指してもらいたい。2024 年に新たな候補者を出すにしても、バーニー・サンダースやエリザベス・ウォーレンは同じくらい高齢だし、AOC ことアレクサンドリア・オカシオ＝コルテスはさすがに若過ぎる。だったら今のままバイデン大統領の方がいい。他方、民主党支持者の中では「もっと若い候補者を」「次こそは女性を」という声が少なくないはずだ。

もちろんこの問題には、「共和党は次は誰で来るのか？」によっても変わってくる。今年の夏には、2024 年に向けての大統領候補討論会も始まるだろう。今年はそういう楽しみも控えているのである。

## <海外報道ウォッチ>

ダボス会議をめぐる2つのFT記事

(観察対象：Financial Times 1月18日)

世界経済フォーラム（World Economic Forum）、通称「ダボス会議」が今月16日から20日にかけて開催された<sup>1</sup>。冬季にダボスで開催されるのは、コロナ後では初めてとなる。今年のテーマは「分断された世界における協調」“Cooperation in a Fragmented World”。全世界から2700人以上の政治家、経営者、メディア関係者が集まったとのこと。

日本からは西村康稔経産相や河野太郎デジタル担当相、黒田東彦日銀総裁などが出席した。特に日銀の政策変更に関心が高まる中、パネル討議に参加した黒田氏の発言が注目を集めた。黒田氏にとっては、国際金融界への「お別れツアー」も兼ねたことだろう。

ただしダボス会議全体の雰囲気は、かならずしもポジティブなものではなかったようである。FTの1月18日付けの記事2本、現地入りした名物記者の報告を取り上げてみよう。

まずは国際政治担当のギデオン・ラックマンから。“Geopolitics threatens the world Davos made”（地政学がダボスの世界を脅かす）という記事には、ウクライナの惨状と子猫を抱えた老女の写真が添えられていて、「1945年以降で欧州最大の戦争は、ダボスの豪華なホテルから1000マイル以下の場所で戦われている」というキャプションが付いている。

記事の冒頭、「トーマス・マンの代表作『魔の山』は、死病と世界大戦を背景にしたダボスを舞台に100年前に発表された」とある。ああ、そうか、欧州の知識層にとって現状は第一次世界大戦と重なるのか、と思い知らされる。20世紀初頭の世界は、ある意味、今以上にグローバル化が進んだ時代であったが、1914年からの世界大戦とスペイン風邪によるパンデミックがそれに終止符を打つ。グローバリズムの総本山のようなダボスにおいて、ラックマン氏はその終焉を予感しているかのようで、筆致はいかにも暗い。

\*COVID19はグローバル化に対する考え方に影響を与えた。商品や資源はいつでも簡単に世界中に発送できるという前提が崩れたのだ。「カリフォルニアで設計し、中国で組み立てる」製品を誇っていたアップル社は、今では生産の多様化を余儀なくされている。

\*ウクライナの紛争は続いている。核兵器の使用が回避されたとしても、NATOがウクライナに最新兵器を送り、イランはロシアにドローンを供給している。

\*西側諸国の指導者は、国内のポピュリスト圧力も心配しなければならない。WEFは不平等と根無し草の国際資本主義の象徴と見なされ、ダボスは多様な陰謀論に登場する。

\*「労働者のために戦う」と宣言しているバイデン大統領は、ダボスに出席するリスクは冒すまい。マクロン仏大統領は年金改革を推進する微妙な時期にある。金融界出身のスナーク新首相も、英国はストライキに見舞われている。いかにすれば戦争と経済の悲劇を避けられるか、『魔の山』のモデルになったホテルで静かに考えるのが良いかもしれない。

<sup>1</sup> <https://www.weforum.org/events/world-economic-forum-annual-meeting-2023>

日本ではホテルの宴会場が、各種団体による「3年ぶりの新年賀詞交歓会」で賑わっているようだ。ところが3年ぶりのダボス会議には、ロシアの代表は不在で、中国代表は心ここに在らずで、西側首脳も参加を遠慮するという寒々しい状態であったようだ。

肝心の世界経済についてはどうか。これまたFT看板記者のマーチン・ウルフの記事を読んでみる。”Capitalism: some life in the old dog yet”（資本主義：古い犬にはまだ命脈あり）。

\*ダボス会議はグローバル資本主義の集いであり、応援団である。ただしその大義は死んだと言う人もいる。国際金融危機、新型コロナ、ナショナリズムの隆盛、米中対立、ウクライナ戦争などが、世界のビジネス環境を悪い方向に変えている。

\*変わったのはリスクへの認識だ。「犬が犬を信頼する」から「犬が犬を食べる」ように。ではどれくらいかと言うと、答えは「実はそれほどでもない」である。

\*マッキンゼーの調査によれば、モノの貿易は金融危機後も安定していたし、サービスや留学生、知財の移動はその倍の速さで伸びた。データは年率50%の速さで伸びている。

\*ごく数か所に依存する財は増えている。これは表裏一体で、効率化を可能にする反面、混乱のリスクを生む。欧州のロシア産ガスへの依存は危険の典型だった。リチウム、レアアース、黒鉛は中国で精製され、先端半導体は台湾から輸入されている。世界貿易の4割は3カ国以下の国に依存している。体系的な多角化はまだ起きていないのだ。

\*つまりグローバル化は終わったのではなく、変化している。グローバル資本主義は1914年から45年にほぼ消滅した。同じような過ちを再び犯すべきではない。

ウルフ氏も第一次世界大戦を意識しているようだが、「グローバル資本主義は死せず」としている。いわゆる経済安全保障を重視する観点から、「米中デカップリング」や「フレンド・ショアリング」といったことが言われている。ただしウルフ氏は、これらは「理にかなったことではない」と言う。特にこの一言には痺れる。「われわれの『友人』とは誰なのだろうか。友好関係は変化する。少し前まではベトナムは敵だったのだ」

思うに今のように地政学リスクが高まった時代においては、企業としても純粋な経済合理性を追い求めることはもはや不可能である。他方で安全保障を重視するあまりに、全ての資源を自国内や友邦に求める、あるいは備蓄しようとしたら途方もないコストがかかってしまう。コストとリスクを秤にかけ、経済と安全保障の中庸を求めるべきではないか。

つまり国家としての安全保障を担保しつつ、経済のパフォーマンスも損なわないようにしなければならない。何しろ「戦略的自立性」や「不可欠性」を高め、防衛費を確保するためにも、グローバル企業にはなるべく元気でいてもらう方がいいのである。

現実の日本企業は、「とりあえず危ないことは止めておきましょう」となりがちだが、それでは困るのだ。今は「21世紀版の富国強兵」を目指すべきではないだろうか。



## <From the Editor> 雇用制度の行方

最近感じていること。日本の職場はおそらく40歳くらいを境にして、そこから上は「メンバーシップ型」、そこから下は「ジョブ型」に労働意識がくっきり分かれているのではないだろうか。

上の世代は、終身雇用や年功序列、あるいは滅私奉公に慣れている。実際問題として、今さらほかに移る予定も当てもない。逆に下の世代となると、今では有名企業でも「入社から10年以内に×割は辞める」ことが常態化し、入れ替わりが激しい。最近多い転職サービスのCMを見るにつけても、若い世代の労働移動が進んでいることを実感します。

日本全体の方向性としては、「メンバーシップ型からジョブ型へ」と雇用の流動化を目指すべしということになっている。ところが実際の政策としては、むしろ雇用調整助成金とか「ゼロゼロ融資」とか、「なるべく失業させない」ことをもって良しとしている。それは「儲からない企業」を延命させるという面もあるわけですが、「メンバーシップ型」世代のためには、そうした方がいい。しかし「ジョブ型世代」のためには、むしろ企業の新陳代謝を促した方がいい。この点では若い世代に同情します。

しかも日本企業は同じ業界でもさほど仕事が標準化されておらず、「会社が違うと言葉も違う」みたいなどころがある。これが海外であれば、MBAを持つてる人たちがビジネスの仕方ある程度標準化してくれるので、会社を移動するコストが低下する。だから転職が出世の近道になる。日本の場合にはなかなかそれが報われない。結局、今の世代が一巡するまでは変わらないのかもしれない。

そういう意味では、岸田政権が企業に対して声をからして「賃上げを！」と言っているのが「痛い構図」に見えてきます。賃上げがなければ所得が増えないと思っているのは、メンバーシップ型の上の世代である。下の世代は、「そんなに無理しなくても。自分の待遇改善は転職で勝ち得ますから」と思っているのではないだろうか。

つまり「賃上げを！」というのは、オヤジ世代の発想ということになる。たぶん若い世代のハートには届いていない。しかるに今さら定年延長のオヤジ世代など、賃金を上げてやる必要などないのであります。彼らは「会社に居られるだけで幸せ」なんだから。投資すべきは若い世代です。いいじゃないですか、途中で辞められたとしても。

以上、全部自分のことは棚に上げての妄言でありました。

\* 次号は2月10日（金）にお届けします。

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)