

アメリカ経済の展望

——景気拡大は来年も続くか——

丸 茂 明 則

小山理事長 定刻になりましたので、ただいまから講演会を始めます。

本日の講師は、国際大学副学長の丸茂明則先生です。丸茂先生は、これまで何回もこの講演会の講師をされていますが、恒例ですので、改めてご経歴等を簡単に紹介させていただきます。

丸茂先生は、早稲田大学政治経済学部経済学科のご卒業で、経済企画庁に昭和三十一年にお入りになっています。昭和三十三年に国連留学生としてアメリカ商務省に派遣され、また、昭和四五年から四九年にかけてOECD日本政府代表部に勤務されるなど、お若いころ豊富な海外勤務の経験を積んでおられます。経済企画庁では、調査局、調整局の課長を歴任され、調整局審議官を経て、昭和六〇年に調査局長に就任されました。企画庁を退官された後、国際大学教授に就任さ

れ、現在副学長をしておられます。

先生のご専門は国際経済で、これまでに『入門世界経済』『アメリカ経済は甦るか』等多数の著書をお出しになっており、特にアメリカ経済の研究分野で活躍しておられます。

最近、世界恐慌とか世界同時不況といった言葉を耳にするようになりましたが、アジア、ロシア、さらには中南米等経済危機が広がりを見せた中で、これまでは大変好調だったアメリカ経済の実情はどうかのが今人々の関心を集めています。

本日は、丸茂先生に「アメリカ経済の展望——景気拡大は来年も続くか——」というテーマでお話しいただくことといたしました。ご清聴をお願いいたします。

ただいまご紹介いただきました国際大学の丸茂でございます。

今ご紹介の中にもありましたように、世界的に経済状況が非常に厳しい方向に変わってきつつあるように思います。日本経済については申し上げるまでもないことでありませうけれども、従来非常に好調でありましたアメリカ経済にも、やや陰りが出るような動きが出てきております。

きょうの題名といたしまして、「アメリカ経済の展望——景気拡大は来年も続くか——」を決めたのは一カ月以上前のことでございますが、その後情勢がかなり厳しくなると、続くか続かないか、少し微妙だなというところまで変化しているように思います。

拡大期間は、「黄金の六〇年代」といわれました一九六〇年代に、一〇二カ月という長い好況期がございました。それに次いで長かったのが八二年の暮れから九〇年の夏にかけての九二カ月の景気上昇でございました。したがって、今回は今月で一カ月、少し影が差してきたとはいえ、しばらくは不況になる、リセッションになることはあり得ませんので、今回がいつまで続くかわかりませんが、戦後二番目に長い景気拡大になることはまず間違いない。

戦後第一の長さか第二の長さかというのは余り意味がないのですが、私が申し上げたいのは、ざっと申しますと、一九八三年以来、一五年になります。その間にアメリカでは景気後退が一回しかなかった。しかも、その景気後退は八カ月しか続かなかったというところで、極端にいうと、万年景気といってもいいぐらいの状況である。そう

一、長期景気拡大とその特色

まず、アメリカの景気あるいは経済の最近の動きを振り返ってみますと、今回の景気は、一九九一年の三月を底として上昇に転じております。したがって、ことしで八年目、細かく数えますと、この一〇月で九一カ月にわたって景気が拡大を続けている。日本では、九一年のバブル崩壊以来、ご承知のように、一時景気回復と見られたこともございましたけれども、ならしてみると、七〇八年不況が続いておりまして、それに比べると、大変うらやましい状況であります。

それだけでなく、どうも最近一〇年か二〇年を見てみますと、アメリカの景気の拡大期間あるいは上昇期間が非常に長く続くという傾向が出てきているように思います。戦後最も長かった景気

という状況を背景にいたしまして、皆さんもご承知のとおり、昨年あたりアメリカではニューエコノミー論という議論が盛んにされました。この点については、昨年この会場でかなり詳しく申し上げたので、昨年ご出席の方はご記憶かと思いが、いずれにいたしましても、非常に長い成長が続いている。

その中で、今回の八年近くに及ぶ景気拡大の特徴は何かといいますと、大体四つか五つの特徴があると思います。この点につきましては、表4(末尾)をごらんいただきたいのですが、これは、戦後の長期景気拡大について、今回の九一年から昨年までの期間と以前の六〇年代、八〇年代の期間とを暦年ベースで比較してみたものでございます。

まず、成長率についてはそんなに高くない。年平均で二・六%でありまして、六〇年代はともか

くとして、八〇年代の三・六%よりかなり低いということでもあります。その中で需要項目を見ていただきますと、非常に高い成長を続けております。GDPは二・六%なのですが、民間設備投資はその倍以上の六・七%のスピードで増加しています。これが非常に大きな特徴であります。

それから、失業率が急速に低下をしまして、昨年平均が5%で、最近は四・五%ぐらいまで下がっております。アメリカでは、従来失業率が大体五・五%あるいはそれを下回るとインフレになるといって、いわゆるNAIRUという概念がありまして、五・五%と六%の間ということがいわれていたのでありますけれども、それをはるかに下回っている。ところが、インフレは加速するどころか、この六年間、平均で二・四%しか上昇しておりませんし、ことしの上期を一年前と比べます

いうことで、この二二%余りというのは、一九六八年以来の最高であります。

こういう大きな利潤の増大を背景にいたしました、それにユーフォリアといわれる楽観論も加わって、ニューヨークの株価が非常に勢いで上昇したということはご承知のとおりでございます。そういうわけで、非常に長い期間の拡大が続いておりますし、そういう中でインフレは安定している、利潤は高いという理想的といってもよいような経済状態が続いていたわけでございます。

二、変調を見せた第2四半期

ところが、ことしに入りましてから、やや変調が見られております。この辺は、例えば表2の「米国の実質GDP」をごらん下さい。アメリカの実質GDPの成長率は、一昨年が三・四%、昨

と、一・六〜一・七%の上昇で、アメリカとしては非常に低いインフレ率であります。長い期間拡大が続く、「超」といってもいいぐらいの完全雇用になって、しかも物価は加速をしないどころかむしろ安定をしているということで、昨年来、ニューエコノミー論が論じられるようになったわけがあります。

もう一つ、今回の景気拡大の非常に大きな特徴は、利潤が非常にふえたということでもあります。これも九一年と九七年とを比較いたしますと、名目国内総生産は、この間に三七〜三八%伸びましたが、法人企業の内利潤は二倍になっております。その結果、国民所得全体に占める法人所得といえますか、企業利潤の比率は表4の一番下の欄にございますけれども、昨年で二二・三%に達しました。過去の景気のピークを見ましても、六九年が一・三%、九〇年に至ってはわずか八・五%と

年が三・九%で、その中で民間設備投資がそれぞれ九・三%、一〇・七%と設備投資主導型の非常に高い成長が続いたわけでありまして、ことしに入ってから、第1四半期にはその傾向が続きまして、第1四半期の実質GDPの成長率は、年率で五・五%と非常に高くなりました。個人消費が六・一%、設備投資に至っては二二・二%という大変な勢いで伸びたわけでございます。

ところが、第2四半期になりますと、成長率が一・八%とガタンと下がっております。もちろん四半期ごとに成長率がたがた変化するのはよくあることでありまして、そのこと自体そんなに大きな問題ではないのですが、ただ、いかにもこの落差が大きくて、たしか年率で二%を下回る成長率になったのは、一九九五年の初めごろに一%前後になって以来のことだと思えます。

当時は、アメリカの景気がようやく順調な回復

に向かい出したということ、ご記憶の方も多いかと思いますが、九四年の春に、連銀が、それまで三%でずっと据え置かれてきたフェデラルファンド・レートを半年ばかりの間に三%から六%まで引き上げて、景気にある意味で政策的にブレーキをかけました。その結果、それだけが理由とはいいませんけれども、それを主因として経済がスローダウンした。それを見て、連銀が金融緩和を行ったということではありますが、それ以来のことです。現在とは異なりますか、第2四半期のころにはもちろん金融政策は変更されていないわけでありませんが、その中で非常に急速にスピードが落ちた。

では、どうしてこんなに落ちたのかと申しますと、この主な理由は三つございます。

一つは、在庫投資が減少しました。在庫の増加額は、九五〜九六年ぐらいいから大体年間に三〇〇

億には強かったということもあって、一〇%近い伸びをしましたので、その結果、純輸出(財・サービスの輸出から輸入を引いたもの、日本でいういわゆる「外需」)がガクンと減りました。この外需の減少だけで、GDPを二・一%引き下げただけの働きをした。つまり、在庫投資と純輸出だけでGDPを四・七%ポイント引き下げたわけでございます。

逆にいいますと、それ以外、つまり国内最終需要は、表2の下から二番目に出ておりますけれども、第2四半期は六・三%で第1四半期とほとんど変わっていない。九七年の平均が四%足らずでありますから、この六・三%という国内最終需要は非常に強い。そういう状況が続いたのでありますけれども、今申し上げましたように、二つの理由で見かけ上といえますが、GDP全体としては減速してしまっただけです。

億ドルから四〇〇億ドル程度が平均的な数字でございましたが、昨年の暮れぐらいいから在庫が増えて、第1四半期には年率で九〇〇億ドルと、九五〜九六年の平均に比べると三倍近い積み上がりがあったわけですね。したがって、何事もなくとも、在庫投資は第2四半期あるいは第3四半期にかけて減ることは当然予想されたわけでありませんが、それがふたをあけてみますと、三八〇億ドル台までガクンと減りました。これだけで、表2にもございますが、GDPを二・六%ポイント引き下げただけの大きなマイナス要因になったということです。

二番目は、ご承知のアジア経済危機の影響でございます。アジア向けを中心にいたしまして、アメリカの輸出が昨年の暮れから減少傾向に入っておりますが、この第2四半期には特に大きく減少しました。輸入の方は、アメリカの景気が基本

それに加えてもう一つの要因がございます。それは、ご承知のように、アメリカのビッグスリーの一つであるGMのストライキが二カ月近く続きました。そのかなりの部分が第2四半期にございましたので、これによって〇・五〜〇・六%GDPを下げたという見方もございます。この点は私は正確には知りませんが、かなり大きなマイナス要因になったということですね。

したがって、そういう点だけから見ますと、第2四半期の減速は主として一時的な要因によりです。GMのストは明らかに一時的であります。在庫投資も第3四半期以後、第2四半期の水準よりも低くなる可能性はありますけれども、九〇〇億ドルから三八〇億ドルに下がったほどの大きな減少にはまずならない。したがって、マイナスになったとしても、小さなマイナスにとどまるだろう。

それから、アジア危機によって、純輸出の減少も続くことは間違いないのですが、第2四半期ほど急速な勢いで減少するかということになります。それほどではないのではないかと思われま

す。

一方、表1にもありますように、雇用者数などは八月まで順調に、月に平均して約二〇万人ぐらいいふえております。賃金の方もじわじわですけれども、前年同期比で見ると四・三%という形でふえております。したがって、雇用者所得が今のところは順調にふえておりますので、内需については比較的堅調が続くのではないかと。したがって、下期については、第2四半期の一・八%よりはかなり高い成長に戻るのではないかと考えます。

三、下期回復するも次第に減速傾向へ

私は、九月六日から一九日まで約二週間、アメリカのニューヨークとワシントン、それからシカゴはほんのちょっとでございしますが、参りまして、官民のエコノミスト二〇数人の方と意見交換をしてまいりましたが、その方々の意見で見ても、下期には、人によってもちろん数字は違いますが、二%半ばから三%、中には四%近いという人もいましたけれども、ある程度成長率が戻るだろうという見方が大勢を占めておりました。

ただ、今回、いろんなところを訪ねましたときに、多くの人が従来と景気観を変えていました。「私は、きのうになって見方を変えました」という人もいたし、「先週変えた」という人もおりま

した。そのぐらいここに来まして、急速にアメリカの景気の状態あるいはそれに対する見方が変わってきております。来年はどうかということも私は多くの人に聞いてみたわけでありませうけれども、無論三%ぐらいの成長が続くという強気の人もおりましたけれども、大多数は二%から二%半ばぐらい、つまりことしの下期よりもさらに減速をするだろうということ、中には二%までいかないのではないかという人もおりました。また、今の私の見通しは例えば二%だけでも、もっと下回る可能性もある、近く下方修正するかもしれないし、あるいは、下振れのリスク、ダウンサイドリスクが大きいという人もおりました。それから、三人だけですけれども、来年中には三割ぐらいの確率でリセッションになるだろうといった人もおりました。

実は、私は毎年同じようなところに行って、同

じょうな人に会って話を聞いてくるのですが、昨年もちょうど今ごろ、九月に行ったわけですが、そのときには、今後リセッションに入るだろうといった人は一人もいなかったのですけれども、こゝとは若干の人がそういう考えを持つようになっていたというわけがあります。したがって、下期には、景気上昇のスピードがある程度回復しますけれども、その先はさらに減速をするというのが、アメリカ人のエコノミストの大方の見方でございます。私もおそらく思うに思っています。

今申しましたように国内需要、特に個人消費、設備投資が第2四半期まで非常に強いのでありますが、ただ中身をよく見ますと、その中にも、今後は少し衰えるのではないかと、鈍化するのではないかと思われる要素が幾つか見られました。

その一つは個人消費であります。第1四半期、第2四半期とも年率六%と、アメリカとして

は、というか、どこの国にしてもそうですが、非常に高い増加が続いたわけでありませんが、それがどうしてそんなに強い消費の伸びができたのかとこのを見てみますと、もちろん雇用がふえ賃金上昇率もじわじわと高まっているという雇用所得環境がよかったということはいえますけれども、それと同時に、貯蓄率がたがたと下がったわけでありませう(表2)。

アメリカの個人貯蓄率はもともと非常に低い。その低いものが八〇年代に入ってからさらに一段と低くなったということはご承知のとおりであります。ところが、ここ二、三年さらに低くなりまして、表2の一番下にございますが、昨年の平均は二・一％です。一〇年ぐらい前は、アメリカでも少なくとも五・六％の貯蓄率があったのですが、それが昨年二・一％に下がり、さらにことしの第2四半期には〇・四％とほとんどゼロになってしまった

わけであります。

統計上はこの〇・四％がゼロになるし、場合によっては、長く続くとは思いませんけれども、マイナスになる可能性もあるわけですが、これが仮に横ばいになった、貯蓄率が下がらなくなったらどうなるか。ちょっと計算してみたいのです。第2四半期には貯蓄率が前の期の一・二％から〇・四％まで下がった、これは非常に低い水準ですが、仮に一・二％で横ばいだったとしたらどうなるだろうかというのを計算してみましたら、第2四半期の個人消費は年率六・一％ではなくて、二・六％しかふえなかったはずであります。

こういうふうにも所得もふえていますけれども、それ以上に消費がふえている。その結果が消費の大きな伸びであり、景気の高い成長であったわけですが、これはそういうまでも続かないだろう。

特にご承知のように、アメリカの株価が七月の

半ば、九三〇〇ドルと、ピークに達してから調整局面に入りました。ひところは七千数百ドルまで下がりました。その後、九月末に若干戻して八〇〇〇ドルぐらいになって、またこの二、三日下がって、七六〇〇ドルぐらいになっていると思っておりますが、要するに、今まで非常な勢いで上昇してきた株価が、ここに来て上昇がストップしたことには間違いない。既にかなり下がっている。いわゆる株価の上昇による資産効果がいわれておりますが、これがかなり働いていて、その結果として、所得の伸び以上に貯蓄率をどんどん下げて、消費が拡大していったんだと思いますが、これからは恐らくこれがストップする。統計上のあらわれでいえば、貯蓄率が下がらなくなる、あるいはほとんど下がらなくなる。それに応じて、消費の伸びも年率でいえば三％ぐらいに落ちる可能性が強いということが一つであります。

もう一つの今後の景気に対しては、マイナスというふうな、陰りになる要因としては、利潤の動向がございませう。先ほど申し上げましたように、今回の景気拡大期には利潤が非常にふえて、労働者の分け前がその分だけ相対的には減ったわけがございます。もちろん金利も下がっていますから、全部が労働者の負担だったわけではないのですが、それはともかくとして、企業利潤が非常にふえていたわけですが、昨年の第3四半期をピークとしまして、減少に転じました(表3)。

企業利潤といってもいろいろなはかり方がありますが、統計によって違いますが、国民所得統計ベースの企業利潤で申しますと、昨年第3四半期がピークになって、あとはマイナスかほぼ横ばいだと思います。私は、これは非常に大きな重要な動きだと思えます。と申しますのは、まだ経済が非常に勢いで伸び、GDPで申しますと、年率三％だ、

五%だという高さで力強く伸びていたのに、利潤が減り出したということです。

これにはいろんな理由があるのかと思います。一つ大きなものは、アジアを中心として輸出が減少しました。これで輸出企業の利潤は当然痛手をこうむる。

しかし、もっと基本的に申しますと、労働コストがじわじわと上がってきて、利潤圧迫が始まったのではないかと思えます。その点の資料として、表3を見ていただきたいのですが、真ん中から下に雇用コスト指数がございます。これがアメリカの企業から見た雇用のコストを一番正確にあらわす指数だといわれておりますが、これを見ていただきますと、一年前に比べての増加率ですが、まず「総合」で、九六年には三%を切っていたのですが、ことしに入ると三%を上回って、第2四半期には三・四%いうところまで上がってき

らに鈍化する、その中で賃上げ率が、労働市場の逼迫が続いてどんどん高くなっていくことはないにしても、じわじわと上がってくるという状況が続くと、ますます利潤への圧迫は激しくなるのではないか。

したがって、企業利潤が減り出した、あるいは今後もさらに減る可能性が出てきたということ、今回の景気の柱であった民間設備投資に影響を与えないではおかないだろう。それがすぐに出てくるとは思いません。現在のところも、資本財の受注統計などを見ても、まだそんなに見通しが弱まりそうだという兆候は現実には出てきておりませんけれども、利潤が頭打ちになり、減ることになれば、当然民間設備投資の伸びにも影響が出てくるのではないか。

したがって、国内最終需要は第2四半期も強かったし、今もかなり強いと思えますけれども、

ている。大したふえ方ではないのですけれども、じわじわと上がってきている。

その中で、「賃金・報酬」と、「諸手当」いわゆるプリンジベネフィットとに分けてございます。が、「賃金・報酬」の方は、最近では三・八%ということ、九六年に比べると上昇率がかなり高くなっています。一方で、「諸手当」の方は、九〇年代の前半には、毎年四%もふえていたのですが、これが医療費を中心にして、非常に伸びが鈍り、九六年には二%以下になったのですが、これもその辺が底で、最近ではじわじわと上昇率を高めております。

それから、物価の方は競争が激しいということがありまして、ほとんど上がらない。

したがって、生産性の動きにもよりますけれども、企業の利潤が圧迫されるという状況がそろそろ出てきたのではないか。この傾向は、景気がさ

しかし、これを子細に見ると、消費、設備投資ともに、今後は若干弱くなる要因が既に出ているということがあります。

それから、もちろん株価下落の影響もございます。先ほどから申し上げました資産効果が、今度は逆資産効果として出てくるかもしれない。ただ、この点は、逆資産効果になるほどは大きくないと思えます。といいますのは、これ以上もっと株価が下がれば別ですけれども、現在程度、七五〇〇ドルぐらいだとしますと、大体一年前の水準と同じです。ですから、この一年間に儲かったといえますか、ふえた分がなくなったという程度で、マイナスの資産効果になって出てくることは余りない。しかし、当然考えられるのは、今まで働いていたプラスの資産効果は、急にはなくなりませんでしょうかけれども、徐々になくなっていくだろうということでありませう。

それから、株価が下がりますと、当然でありま
すけれども、企業にとって資金調達が難しくなっ
たり、コストが高くなったりする。これも設備投
資の鈍化の一つの原因になると思います。

さらに、アジア経済危機の影響も依然として続
くのではないか。

今度アメリカでいろんな人の話を聞いた中で、
非常におもしろいといえますか、なるほどと思わ
された意見が一つございました。それは、アジア
危機は、アメリカにとってももちろんマイナスであ
るけれども、プラス面もあったということであり
ます。従来多くの人が言っていたのは、アメリカ
の景気が過熱するかもしれない、それで連銀は金
利を上げようとした、それがアジア危機による輸
出の減少あるいは減速で少し冷やされてちょうど
よくなった、だから、景気がかえって長続きす
る、そういうことは盛んにいわれていたのです

輸入品の値段が安くなった。これが、アメリカ人
の実質購買力を高めた。

そういうプラスのファクターもかなりあったと
いうことですが、それは今までであって、これか
らはかなり違うのではないか。

輸出の減少については、さきほども申しました
ように、ことしの上期にガクンと減りました。特
に韓国とか ASEAN 諸国に対しては、アメリカ
からの輸出は、一年前に比べて三割も四割も減っ
ている国があります。しかし、これ以上同じよう
なテンポでどんどん減るかという点、それほどで
はないのではないか。残念ながら、アジア経済危
機が簡単に終わるといふ兆候はございませんし、
むしろ悪くなる方向でありますけれども、どんど
んマイナス幅が大きくなっていくということでは
ないのではないか。したがって、輸出の減少は続
くけれども、ことしの上期ほどではなくなる。

が、そのほか、アジア危機は、アメリカ経済には
かなりプラスの影響があった。

それは大きく分けると三つございまして、一つ
は、「質への逃避」とよくいわれておりますが、
いわゆるエマージング・マーケット、アジアとか
中南米とかロシアとか東ヨーロッパとか、そうい
うところに投資されていた世界中の資本が、安全
性を求めてアメリカにどんどんと流入してきた。
そのために、アメリカの長期金利が下がったとい
うことでもあります。これが住宅建設とかその他ア
メリカの景気にプラスになった。

二番目は、アジアの景気が非常に低迷したため
に、石油需要が減って、石油価格が大幅に下がっ
た。もちろん石油価格が値下がりしたのはアジア
のせいだけではないと思いますけれども、それも
あって下がった。

三番目として、アジアを中心とする国々からの

しかし、反面、今までプラスであった要因がは
げ落ちてくる。金利もこれ以上余り下がらないだ
ろうし、あるいは石油価格も、OPECが協調減
産をやっていることもありまして、下がるかもし
れないけれども、少なくとも過去一年のような勢
いでは下がらない。ほかの一次産品価格にしても
同様です。したがって、アジア経済危機の影響
は、今後もアメリカにとってマイナス要因として
働く。

さらに、アメリカ人が警戒し、心配し、恐れて
いるのは、ラテンアメリカへの波及であります。
ロシアの経済危機でルーブルが暴落しました。
ジョージ・ソロスが何十億ドルも損したという話
があります。それはともかくとして、直接ではあ
りませんが、その間接的な影響も加わっ
て、ブラジルでも八月、株価が暴落しました。ブ
ラジルは、あさって大統領の選挙だと思えます

が、選挙前ということもあって、IMFに援助を申し出たくないということで、何とか頑張っているわけです。

細かいことは私もよくわかりませんが、要するにブラジルあるいはメキシコなどの中南米諸国にこのアジア経済危機が波及していくことがアメリカにとっては非常に怖い。もちろん、アジアだけでも打撃があるわけですけれども、ラテンアメリカはアメリカの裏庭とか中庭といわれており、そこに波及すると非常に大きな影響が出るということとあります。

メキシコを含めました中南米に対してのアメリカの輸出は全体の三割でありますので、非常に大きいのですが、それだけではなくて、政治的にも中南米はアメリカにとって非常に大事である。特に、アメリカは市場経済、自由化ということを世界中の国々に薦めてやらせてきたわけで、中南米

ともかくとして、来年にかけて少しずつ景気が変わる可能性があるというふうに思います。

四、連銀の政策転換と財政政策

まだ九月の統計は出ておりませんが、七月、八月についてはいろいろな統計が既に出てきております。表1をごらんいただきたいのですが、七、八月の数字で見る限り、やや鈍化の傾向ありというのが読み取れます。

例えば鉱工業生産、これは製造業でありますから、輸出減少の影響をもろに受ける部門であります。ことしに入ってから鉱工業生産の伸びは、四半期(対前期比)で〇・三%とか〇・五%ということ、非常に伸びが鈍くなっております。それ以前は、一・五%とか一・八%とか伸びていたわけです。七月は六月に続いてマイ

諸国に対しても繰り返すということをいってき

た。

ようやく、九〇年代に入って、多くの中南米諸国が経済の自由化、市場経済化に乗り出して、今までのところはある程度成功している。そういうこともありますので、仮にブラジルを初めそういう国々にアジア経済危機が波及をして、そういう国が「なんだ、自由経済はだめじゃないか」ということで、極端にいえばマレーシアのように、しばらく自由化はやめたよということになると、アメリカは大きな政策の流れとして非常にぐあいが悪いと同時に、メンツの問題もあって簡単には引けないということで、私の会ったエコノミストの多くが中南米に対する波及を非常に心配しておりました。中には、ブラジルは危機の波及を防ぐ橋頭堡だという言葉を使っていた人もおりました。こういうようなことから考えますと、今後下期は

ナスです。八月はGMが生産を再開したことのプラスの影響が出ております。いずれにしても七、八月をならしますと、第2四半期よりも、わずかですけれどもマイナスになります。私の計算では〇・一%のマイナスになる。

小売売上高も七月にマイナスになり、八月は〇・二%とわずかなプラスでございますが、これも七、八月をならしますと、第2四半期には前の期に対して二%近くふえていたのに比べると、九月がどうなるかにもよりますけれども、明らかに減速をしている。

それから、乗用車・軽トラックの販売台数であります。これも六月の年率一七〇〇万台をピークとしてガクンと下がって、七、八月の平均は、第2四半期を一割以上下回っているという状況でございます。

これらには一時的な要因もございますから、こ

れでアメリカの景気が非常に弱くなっているんだという判断はまだ時期尚早だと思えます。例えば雇用は、さきほど申しましたが、ならしますと最近でも二〇万人を超える伸びを続けております。昨年の月平均二八万人に比べれば低いのですけれども、二〇万人ふえていれば堅調であるということがいえます。それから、金利が低いこともあって、住宅の着工戸数もひとところに比べれば下がっているかもしれませんが、年率一六〇万戸と非常に高い水準にあることも考えますと、急に悪くなる、弱くなるということではない。ただ、少し様子は変わりつつあるなという感じがするわけでございます。

そこへもってまいりまして、こういう状況の中で、ご承知のように連銀が九月二十九日にフェデラルファンド・レート（短期金利の誘導目標）を五・五%から五・二五%に引き下げました。これは

なに大きく高まったという証拠はまだないように思えます。

いずれにしても、二%から二・五%といわれている潜在成長率に比べて、三%あるいはそれを超える成長がずっと続いている、そして失業率が四%半ばという非常に低いところまできているわけでありまして。今までは幸いにして賃金も安定しているし、物価も安定していたけれども、いつインフレが再燃しないとも限らない。それには常に注意しておかなければならないというのが、昨年ぐらいから続いている連銀のグリーンズパン議長の見方でございます。

さきほども申し上げましたように、アジア危機で輸出が鈍る、それでアメリカの成長率も多少ブレーキがかかるので、それはむしろインフレを防ぐという意味ではプラスだという評価さえあったわけでありまして。ところが、夏ぐらいから、連銀

もちろん非常に大きな政策の転換だと思えます。

と申しますのは、私の記憶が確かなら、連銀はここの春どころか六月ごろまで、どちらかというところインフレの方を心配していた。成長率が三%を超えた伸びが続いている。アメリカの潜在成長率は、人によって意見は違いますが、大体二%から二・五%の間というのが多くの人の見方でありまして。それが、設備投資をうんとやったために生産性の上昇テンポが速まって、潜在成長率の伸びがかなり高くなったんだ。それもあって、アメリカ経済はいつまでもと申しますか、長期の拡大ができるんだというのが、昨年あたり盛んにいわれたいたニューエコノミー論の一つの大きな根拠であります。

しかし、生産性については、はかり方にいろいろ問題があるということは当然ですけれども、過去一〇年、二〇年に比べて生産性の上昇率がそん

の、特にグリーンズパンの景気に対する見方がかなり急速に変わったようであります。九月四日にグリーンズパンがカリフォルニアの大学で講演をいたしました。これは恒例になっていて、去年も講演をしたのでありますが、そこで世界的な危機が押し寄せている中で、アメリカだけが繁栄のオアシスでとどまることは考えられないということをいったと同時に、それまでどちらかといえばインフレ警戒的な態度であったものが、インフレももちろんある程度警戒しなければいけないけれども、同時に景気の減速が行き過ぎることに目を配らなければいけない、いわゆる両にらみの姿勢をとるんだということをはっきりと始めたわけであります。

そして、私がまだアメリカにおりました九月一六日に議会で証言をいたしましたけれども、このときには金利政策については何も触れなかった。

ところが、これは私が日本に帰ってきた直後でありますけれども、それからわずか一週間しかたっていない二三日に、再び議会で証言いたしました。その中で、アメリカの景気の上昇テンポがインフレ圧力をなくすのに十分なだけ以上に減速をえる可能性が出てきたということをつたわけてあります。この時点で大体九月二十九日の利下げはまず間違いないという感じを持っておりました。

それと同時に、私はこの二三日のグリーンズパンの証言で非常に大事なことだと思ったことが一つございます。それは、アメリカの金融市場を通じる資金の流れが滞っている、もちろん全部だめになったというのではないのですが、一部の企業では、株式の発行、社債の発行が困難になっているということを出したのです。私は、今回の利下げには、アメリカの景気自身が、今申し上

すが、それがアメリカの裏庭あるいは中庭であります。ブラジルを初め中南米にまで押し寄せつつあるという危機感を高めてきたと思うのであります。そして、それ以上に、さらにアメリカ自身の金融市場の中でも、どの程度大きなものはわかりませんが、ある程度の波乱、混乱が生じてきているということが背景になって、早目の金利引き下げ、金融緩和に踏み切ったのではなからうかというふうに思います。

私がアメリカ人に会っていた中では、日本経済に対する関心、これは当然でありまして、去年あたりもそうでありましたけれども、ことしは特に非常に強くて、どうなっているんだということに盛んに聞かれたわけでありまして。この点は、日本の問題でございますから省略いたしますが、そんな状況でありまして、どうもここにきて、アメリカの景気上昇テンポは、今年内はますますと

げたようなことで減速の傾向にある、あるいは可能性がかなり出てきたということもさることながら、もちろんこれは私の憶測でありますけれども、アメリカの金融市場自身で動揺が生じたというところもかなり大きな要素になっていたのではないだろうか。

ちょうどそのころ、皆さんも新聞等でお読みになっておりますように、ロングターム・キャピタルというアメリカの非常に大きなヘッジ・ファンドが投機に失敗をしまして、経営破綻状態になった。これを救済するためにニューヨーク連銀が仲介をして、アメリカの主要な金融機関十何社に働きかけて、合計三五億〜三六億ドルの救済融資をすることになったそうであります。

そんなこともありまして、今までは東京発の世界恐慌、あるいは全世界的な株安は怖いということとをアメリカ側は盛んに言っていたわけでありまして、来年になってかなり減速をする可能性が出てきたように思います。

その主な理由は、先ほどから申し上げておりますけれども、一つは株価が下落をしたというより上昇がとまったことによって、資産効果のプラスの分が徐々にはげ落ちてくる。それは、恐らく統計的には個人貯蓄率の下げどまりというところにあるいは若干示されて、個人消費の伸びが鈍る。

民間設備投資も、企業利潤の減少から著しい鈍化を示すのではないだろうかということがございます。

一方、金利であります。これは先ほど申しましたように、「質への逃避」といわれておりますように、多くの国からアメリカに向かって資本が流れ込んでおりますので、アメリカの長期金利は非常に低いところまで下がっております。例えば、最も代表的なアメリカの三〇年もの国債の利

回りではありますが、五%すれすれのところまで下がっておりましたが、きのうかおとといの新聞にありますが、わずかでありますが五%を切ったそのうであります。これが続くかどうかはともかくといたしまして、これはアメリカで三〇年債が発行されて以来、最も低い水準であります。短期金利である、フェデラルファンド・レートが、さっき申しましたように、引下げられました。五・二五%でありますから、短期金利の方が長期金利より高いという逆転現象が生じている。これもアメリカの金融市場のやや異常な側面でございます。したがって、基本的には長期金利は低い状況で来年も推移するだろうと思っております。これは景気に対しては、今までより非常に低いというわけではありませんから、大きなプラスにはならないけれども、もしかしてプラスの要因になるだろうというふうに思います。

いくかいかないかの状況であります。来年も二%から二%半ぐらいで、アメリカ経済としてはインフレについては心配のない非常に安定した状況が続くのではないだろうかというふうに思います。

一方、アメリカ経済にとって非常に大きな問題といわれておりました双子の赤字のうちの一つ、財政赤字については、これはもうご承知のとおり、九月三〇日で終わりました九八会計年度は、約七百億ドルの黒字となりました。ことしの五月にアメリカ政府が出した年央予算見直しでは三九〇億ドルの黒字、さらに本年初めの予算教書ではたしか一〇〇億ドルぐらいの黒字だろうといっていたのがだんだんふえまして、結果的には七〇〇億ドルの黒字となった。これは、一九六九年以来の財政黒字であり、戦後では恐らく最大の財政黒字であります。

ただ、ここでもちょっと気をつけなければならぬのは、国債金利は非常に下がったのですけれども、それ以外の社債、特に二流の企業の社債などはほとんど下がっていない。むしろ、若干ですが上がっている面もあるようであります。そういう点も考えると、金利も全体として非常に低いんだとは一概にいい切れなくなってきた面もござい

ます。住宅着工戸数は、この金利が低いことを受けて、非常に高い水準になった。これは恐らく今後、どんどんふえるということはないと思っておりますが、高い水準が今後も相当期間続くことは期待できるのではないかと思います。

インフレの方でありますけれども、これはこういう景気の状態でもありますし、それから海外の状況がいわゆるデフレぎみであります。そういうことも考えますと、消費者物価はことは二%に

そういうことで、景気は恐らくリセッションすれすれのところまで鈍化するのではないかと思います。ただ、アメリカの場合には、景気対策をとる余地といえますか、余裕が十分にございます。一つはフェデラルファンド・レート金利の引き下げであります。現在〇・二五%下がって五・二五%ですが、これは必要とあればもっともっと下げることが当然できるわけであります。恐らく年内に、少なくとももう一回の引き下げがあるのではないかと思います。長期金利が全体的に非常に低い状況で続くだろうということとあわせまして、金利の引き下げというのが、すぐには効かないとしても、半年ぐらいたてばアメリカの景気に対してプラスの要因として働いてくるだろうということが考えられます。

財政については、九八会計年度から黒字に転換し、今後年間数百億ドル程度の黒字がしばらく

続くというのが、政府あるいは議会の予算局などの見通しでありますが、問題は本当にこれを維持できるのかどうかということです。現在まで過去数年間、歳出にシーリングを設けてふやさないと、一方景気の方が非常に順調だったために税収がふえた、特に株価が上がったために、キャピタルゲインがふえて、キャピタルゲイン・タックスの税収が非常にふえてきたということであり、す。今後とも順調であればかなりの黒字が続く。

問題は、その黒字を何に使うかということ、す。二〇二〇年ぐらいいなくなりますと、アメリカの社会保障基金がバンクをする、赤字になる。現在のところは、日本も同じですけれども、黒字でどんだん積み上がっているが、それが二〇世紀もか

されておりますが、ちょうど私がワシントンにいたところに、例のスター・レポートが発表されました、テレビは朝から晩までそればかりやっていると、そういう状況でございました。そういう状況が一月三日に行われる中間選挙に反映して、共和党が圧勝するのではないかと。そうなってくると、共和党の減税法案にクリントンが拒否権を行使しても覆されるようになるかもしれないし、あるいは拒否権を行使するだけの政治的な力がクリントンになくなるのではないかと。そんなこともあって、この減税が行われる可能性が強いわけであります。

五年間八〇〇億ドル（一〇兆円）ということ、は、アメリカでは五年間の累積額なんです。日本で五兆円の減税というと、一年間で五兆円ということですが、アメリカでは、何年間で何百億ドルという計算をいたします。五年間ですから、単純に年一六〇億ドルとしますと、アメリカのGDP

なりたつと、支払いがふえて赤字になりそうだし、それに備えた社会保障制度の改革が決まるまでは、極端にいえば一銭も使うべきではない、そういうのがクリントンの方針であります。一方、共和党の方には、昨年の暮れぐらいいから、そういうけれども、ある程度は減税しようじゃないかという空気が出てきております。これが、ごく最近になって五年間八〇〇億ドルの減税という形で、たしか下院の予算委員会は通って、下院の本会議も通りそうだし。クリントンは拒否権を發動するといっているのですが、どうもアメリカの人の意見を聞きますと、今のまま五年間八〇〇億ドルですんなり通るかどうかはわからないけれども、いずれ近いうちにそれに近いものが通るんじゃないかという見通しでございました。

と申しますのは、クリントンの例のモニカ・ルインスキー事件、これは日本でも大変大きく報道

の約〇・二%、大したことではないけれども、そうかといって無視できるほどでもない。

したがって、今アメリカには財政的に余裕がございまして、財政を景気刺激に使うかどうかは大きな問題がございまして、必要とあれば使えるということで、現にこの八〇〇億ドルについてはほぼ行われるという確実性が高い。そうなりますと、景気が減速して、あるいはリセッションに入ろうかという状況になるとしても、金利の引き下げとある程度の減税で下支えをして、うまくいけばリセッションを回避することができるかもしれない。これは今後の政策のいかんによると思います。

大体以上のようなことで、来年はアメリカの景気はかなり減速をして、場合によってはリセッションすれすれのところまでいく可能性が出てきた。それをうまく防げるかどうかは、連銀を初め

とする政策によるところが大きい、こういうことではないかと思えます。

最後になりますが、連銀の経済政策というのは、特にグリーンズパンのリーダーシップのもとで非常にうまく行われている。アメリカの景気の上昇期が非常に長く続く傾向があると冒頭に申し上げましたけれども、これにはいろいろな理由があるわけでありますが、その一つとして、私はこの連銀の巧みなどいいますか、早目早目に手を打つということが、少なくとも今日までは成功していると思えます。

もう少し具体的に申しますと、この景気回復は九一年の三月を底にして始まったわけでありますが、最初の二年ぐらいは非常にもたもたした景気回復でして、雇用増なき景気回復だといわれた。あるいは、それが大統領選でブッシュがクリントン

やし過ぎだということで、九五年の夏ぐらいからまた連銀はフェデラルファンド・レートを六%から下げ、九六年初めには五・二五%にした。

その後、前もってといえますか、予防的に政策をとることが非常に成功している。今回も夏前まで「インフレ警戒、インフレ警戒」といっていたのが、あつという間に政策転換をして、今回引き下げに踏み切ったということは、おひぎ元の金融市場に少し混乱が生じたということももちろんあったのでしようけれども、そういうものも勘案して素早く行動をとった。今回どのぐらい成功するか、これから見なければわかりませんけれども、非常にうまく政策運営をやってきているというところを申し添えて終わりにしたいと思います。

(拍手)

ンに破れた原因ともなった。その間は、連銀は、フェデラルファンド・レートを三%にずっと据え置いていました。しかも、そのころはアメリカの主要銀行が不良債権問題で悩んでいた時期でもあったので金利を低くした。三%と申しますが、ちょうどそのころ、九二、九三年ごろのアメリカのインフレ率は三ないし四%でしたから、実質金利はゼロないしマイナスの状況をかなり続けていたわけです。

それが九三年後半から次第に景気回復が本格化してくる。たしか九四年の二月にフェデラルファンド・レートを三%から引き上げて、その後段階的に九五年にかけて六%まで急速に引き上げた。その結果だけではないのですが、景気は九五年の初めに、さきほどもちよっと申し上げましたが、スローダウンをいたしました。九五年中の成長率は一・六%に下がったのです。これはちよっと冷

小山理事長 ありがとうございます。予定された時間がまだ少し残っておりますので、ご質問等されたい方がもしおられましたら、どうぞおっしゃってください。——いらっしゃいませんか。

問 来年の半ばぐらいの時期の為替レートですとか、株価の水準、長期金利、フェデラルファンド・レートの水準はどれぐらいに見ておられるのでしょうか。教えていただきたいと思えます。

答 大変難しい質問です。来年の半ばぐらいいおっしゃったと思いますが、なかなかわかりませんが、フェデラルファンド・レートについては、現在の五・二五%が少なくとも四・五%ぐらいいでは下げられるのではないか。これは本当に感じまして、なぜ四・五%なのかというのは、別にはっきりした理由はございませんが、少なくとも現在の〇・二五%とか、それにちよっと足した程度の引下げではとどまらないのではないか。特に

今申しましたように、減速傾向がだんだん大きく激しくなっていくとしますと、それをとどめるためには、なるべく早目にかなり大きな金利の引き下げ、場合によっては一%ぐらい下げた方がいいのかもわかりません。

長期金利については、フェデラルファンド・レートがそのぐらいいなくても、特に今よりも下がるかどうかは、私は疑問だと思えます。大体五%前後でしょうか。これはアメリカのエコノミストの中でも、もちろん人によっていろいろなことをいっていましたけれども、大体そのぐらいじゃないかという見方が多かったように思います。

それから、為替ですが、これはもちろんわからないのですが、ただ、今まで特に過去三年ぐらい、アメリカのドルは、対円レートはもろんでありますけれども、それ以外の通貨に対しても、いわゆる実効レートがかなり上昇しております。

本的には日本が大きな黒字でアメリカが大きな赤字であれば、ドル安に振れるのではないか。ただし、日本の場合は景気や金融システムの状況が悪過ぎますから、経常収支の強さが円になかなか反映されない状況にはあります。しかし、そうはいっても、そういうファンダメンタルズの動きというものは、ある程度の時間がたてば為替レートに反映されてくるものだと思えます。現在一三〇数円があります。これはヘッジ・ファンドによる一時的な要因だという説もありますし、そうかもしれません。私は一四〇円、一五〇円ぐらいが底で、日本経済がもっとも悪くなれば別ですが、そうでない限りは、それ以上円安になる

ことはない。そんな感じで思っております。

小山理事長 ほかにどなたかいらっしゃいますか。———ごさいませんか。それでは、これで本日の講演を終わります。どうもありがとうございました。

そういうこともありまして、また、アメリカの金利が引き下げられることも考えますと、私はどちらかといえば、ドルは今後来年にかけては少し弱くなっていく方向だろう。何円になるか、何マルクになるかというのはいわかりませんが、方向としてはそういうことではないかというふうに思います。

なお関連いたしまして、アメリカの経常収支、貿易収支の問題でありますけれども、非常に大きく赤字が膨らみつつあります。ことしは経常収支は、もう既に年率で二五〇〇億ドルの赤字になっており、これもいろいろな条件によりますけれども、来年は三〇〇〇億ドルぐらいの赤字になるのではないかというふうにも見えております、アメリカのほかの人も見ているわけでありまして、

為替レートは何で決まるかという話になると、また大変な大問題になりますけれども、やはり基

した。(拍手)

(まるも あきのり・国際大学副学長)

(本稿は、平成一〇年一〇月二日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

表3 米国の生産性・賃金・物価 (前年同期比、%)

	90~95 年平均	96年	97年	97年		98年	
				Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ
(非農業民間)							
労働生産性	0.9	2.5	1.4	1.7	1.7	2.5	1.9
時間当り報酬	3.7	3.5	3.7	3.5	3.8	4.0	4.3
単位労働コスト	2.7	1.0	2.3	1.7	2.2	1.6	2.4
(製造業)							
労働生産性	3.2	4.6	4.0	4.3	4.5	4.1	4.2
時間当り報酬	3.7	2.2	4.0	3.9	5.3	5.3	5.0
単位労働コスト	0.6	▲2.2	0.0	▲0.3	0.7	1.1	0.8
雇用コスト指数							
総合	3.6	2.8	2.9	3.0	3.3	3.3	3.4
賃金・報酬	3.1	3.3	3.4	3.4	3.8	3.8	3.8
諸手当	4.5	1.9	2.0	1.9	2.1	2.2	2.4
消費者物価	3.1	2.9	2.3	2.2	1.9	1.5	1.6
同(除く食品・エネルギー)	3.5	2.7	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2
企業利潤 ¹⁾	11.3	7.0	8.0	4.0	▲3.0	▲2.3	0.2
同GDP比(%)	(1990年) 6.5	8.9	9.1	9.3	8.9	8.6	8.5
名目GDP ¹⁾	4.8	5.4	5.9	1.3	1.0	1.6	0.6

(注) 1) 前期比 GDP統計ベース 名目「税引前利潤」

表1 米国の主要経済指標 (前期比、%)

	96年	97年	97年		98年		98年		
			Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	6月	7月	8月
鉱工業生産	3.5	5.0	1.5	1.8	0.3	0.5	▲1.1	▲0.4	1.7
非農業雇用者数 ¹⁾	233	282	249	336	208	279	189	68	365
失業率(%)	5.4	5.0	4.9	4.7	4.7	4.4	4.5	4.5	4.5
小売売上高	5.7	4.3	2.0	0.2	2.0	1.9	0.1	▲0.4	0.2
乗用車・軽トラック販売 ²⁾	1,505	1,501	1,519	1,532	1,512	1,608	1,690	1,380	1,452
住宅着工戸数 ²⁾	147.7	147.4	144.8	153.1	158.2	157	162.6	170.6	161.3
耐久財新規受注	4.9	7.1	3.4	2.2	▲0.8	▲0.8	▲0.1	1.9	1.6
非軍需資本財受注 ³⁾	7.3	9.0	11.6	10.9	10.3	9.3	10.9	2.8	
時間当り賃金 ⁴⁾	3.3	3.9	3.7	4.1	4.0	4.1	3.9	4.0	4.3
雇用コスト指数 ⁴⁾	2.8	2.9	3.0	3.3	3.3	3.4			
消費者物価(コア) ⁴⁾	2.7	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.5
貿易収支(億ドル)	▲1,702	▲1,815	▲457	▲469	▲521	▲616	▲193	▲196	
内 対日(%)	▲476	▲557	▲148	▲152	▲154	▲156	▲53	▲53	
F Fレート	5.30	5.46	5.53	5.51	5.52	5.50	5.56	5.54	5.55
長期金利 ⁵⁾	6.71	6.61	6.53	6.14	5.88	5.85	5.70	5.68	5.64

(注) 1) 月平均増加数、千人
2) 年率、万戸(台)
3) 航空機を除く
4) 前年同期比
5) 30年国債利回り

表2 米国の実質GDP (前年比年率、%)

	96年	97年	97年				98年	
			Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ
実質GDP	3.4	3.9	4.2	4.0	4.2	3.0	5.5	1.8
個人消費	3.2	3.4	4.3	1.6	6.2	2.8	6.1	6.1
住宅投資	7.4	2.5	3.1	6.1	▲0.4	8.2	15.6	15.0
民間設備投資	9.3	10.7	7.0	14.0	17.0	1.8	22.2	12.8
在庫品増加*	0.0	0.5	1.3	1.3	▲1.4	0.8	1.2	▲2.6
純輸出*	▲0.2	▲0.3	▲1.2	▲0.4	▲0.5	▲0.3	▲2.2	▲2.1
輸出	8.5	12.8	8.3	15.5	10.6	4.4	▲2.8	▲7.7
輸入	9.2	13.9	18.6	17.9	13.5	6.3	15.7	9.3
政府支出	1.1	1.3	2.1	2.1	1.4	0.1	▲1.9	3.7
(参考)								
国内最終需要	3.6	3.7	4.1	3.1	6.1	2.5	6.5	6.3
個人貯蓄率	2.9	2.1	2.4	2.6	1.7	1.7	1.2	0.4

(注) *はGDP寄与度、%ポイント

表4 米国の長期景気拡大期の比較

(1) 年平均増加率 (%)

	61-69	82-89	91-97
実質 GDP	4.9	3.6	2.6
個人消費	4.9	3.7	2.6
民間設備投資		2.9	6.6
民間住宅投資		5.8	5.6
国内民間粗投資	7.0	4.2	7.3
輸出等	6.2	7.7	7.1
輸入等	9.0	8.5	8.6
政府支出	4.0	3.4	0.3
非農業雇用者	3.4	2.5	1.8
国民所得	7.7	7.5	4.7
企業利潤	7.1	10.2	10.3
労働生産性	3.0	1.4	1.4
時間当り賃金	4.5	3.4	2.5
消費者物価	2.6	3.9	2.4
実質賃金	1.9	-0.5	0.1

(2) 比率 (%)

	61	69	82	90	91	97
失業率	6.7	3.5	9.7	5.6	6.8	5.0
個人貯蓄率	7.7	7.2	9.1	5.3	6.0	0.6
利潤/国民所得	11.8	11.3	7.0	8.5	8.6	12.3

(資料) 米国政府公表統計により算出