

3月 金融・経済レポート

17

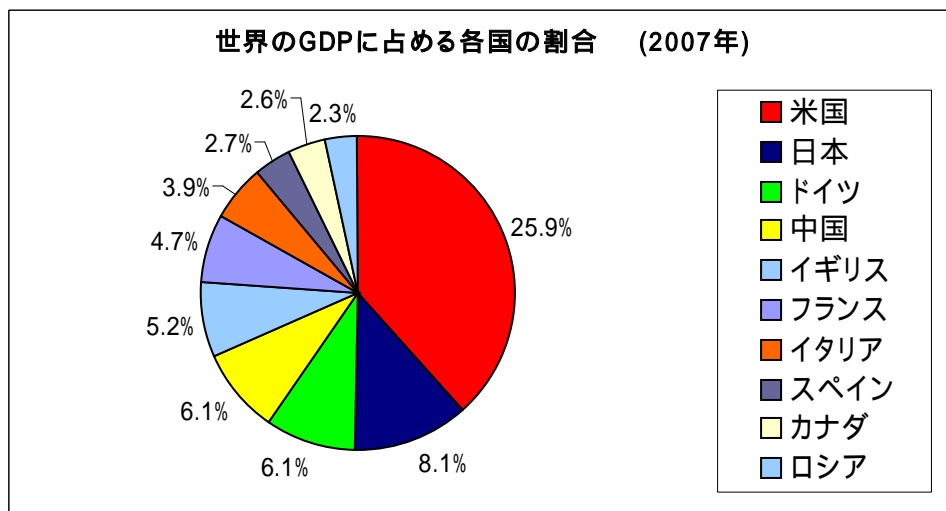
サンブリチ FA グループ
担当 樋口

テーマ 米国経済の現状と今後の動向について

前回担当したレポート(14)では、日本経済について各種統計指標を用いて考察した。その結果、対内直接投資(日本に振り向けられる海外からの投資)が他の先進国に比べ低い事や 1兆ドル(約 110兆円)に膨れ上がった外貨準備及び家計金融資産 1,500兆円が共に偏った運用形態(外貨準備はドル、家計金融資産は預金)となり、潜在的な可能性を秘めながら有効活用出来ない実態等について理解を図る事が出来た。

しかし、21世紀に入りヒト、モノ、カネ、情報が国境を越えて流れ移るボーダレス化の潮流が押し寄せる中、BRICSを中心とした新興国の台頭や世界的な金融不安に伴う信用収縮、原油や穀物をはじめとしたコモディティー商品の暴騰が起こり、国内経済のみに目を向けては、先見性を誤り兼ねない状況であると思われる。

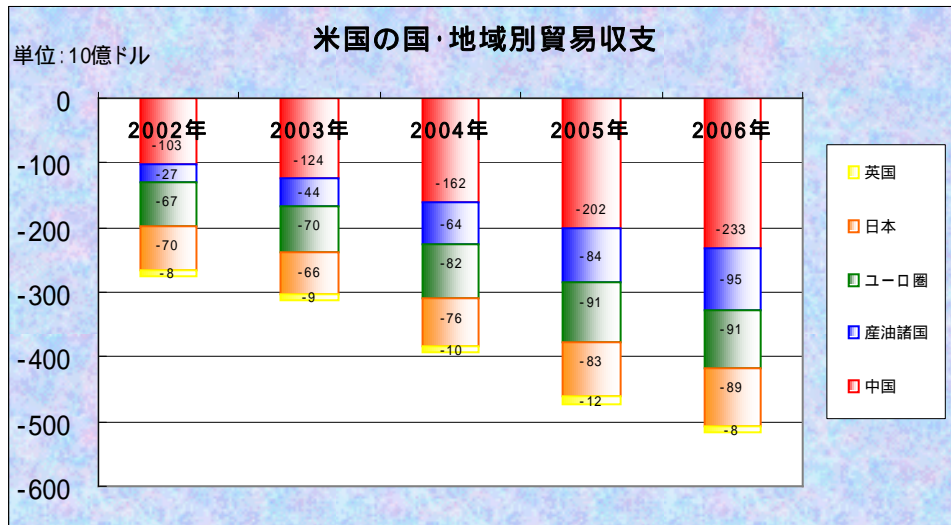
グローバル経済と否応無しに向き合わなければならない時代に突入した中で、今後の世界経済の動向についての見識を深める為、今回のレポートでは世界の名目 GDP に占める約 25%の割合(下記グラフ 世界銀行ベースより)を有し、世界経済の中心である米国の経済状況に着目していきたいと思う。



経済危機が叫ばれながらも底堅い経済成長を続けている米国経済

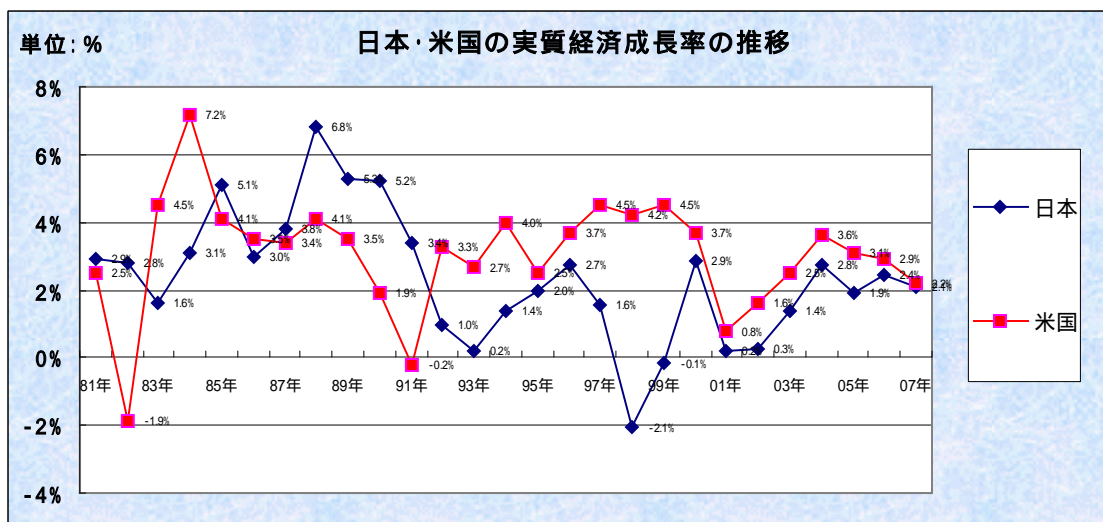
米国経済で思い浮かぶ単語といえば、貿易赤字や財政赤字、二つを総称した双子の赤字、

ドルの暴落論、大量消費等が挙げられ、世界経済の中心的な国ながら、経済モデルの模範となるように紹介される事はほとんど無い。その理由を象徴する例が、米国の国・地域別の貿易赤字の推移(下記グラフ 米国商務省統計より)だろう。



日本、中国をはじめとした各国の輸出を一手に請負っているかの如く米国の貿易赤字は年を経るにつれ額が増えている。2001年の同時多発テロを契機に、軍事費・防衛費が増大し財政悪化が懸念される中で、一向に減る気配の無い貿易赤字を見ると、米国経済が危機的状況になるという議論がなされる理由も^{うなず}頷ける。

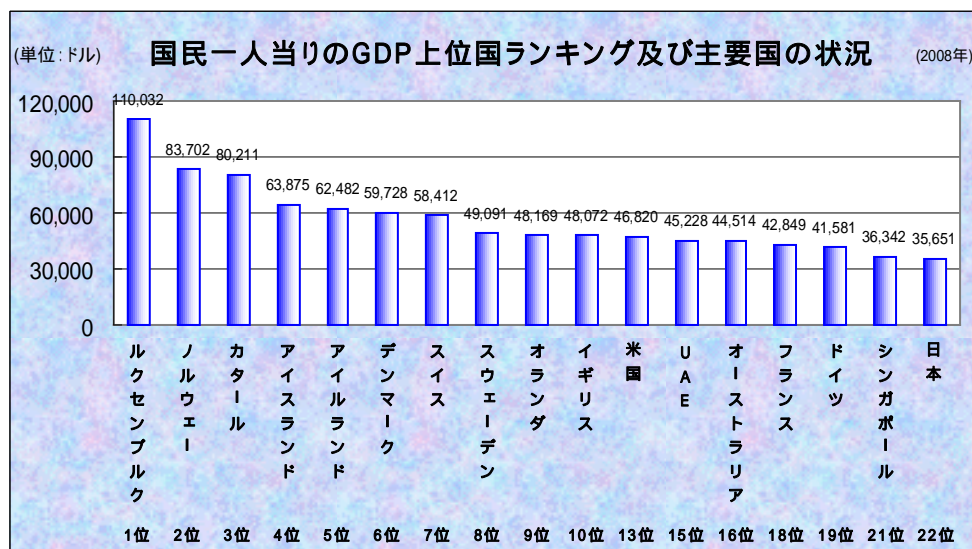
しかし、米国経済は危機が叫ばれながらも長期的に底堅い経済成長を遂げてきている事実がある。その一例が下記のグラフ(日・米の実質経済成長率の推移 JETRO より)である。



物価変動を除いた実質ベースでの経済成長率において、米国は91年以降から日本に比べ常に高い経済成長率を遂げている事がわかる。過去20年でマイナス成長(リセッション)に陥ったのは、貯蓄貸付組合(S&L)関連の金融不安の余韻、超インフレ、ドル暴落、湾岸戦争、

ソ連崩壊等が重なった 91 年だけである。日本において不良債権処理と金融機関の破綻が相次いだ 97 年～99 年及び同時多発テロや IT バブル崩壊の余韻が残る 01 年でも米国経済はプラス成長を遂げている。

また、下記グラフ(08 年 国民一人当りの名目 GDP 世界銀行ベースより)でも、先進 7 カ国の中で米国は上位にランクインしている。

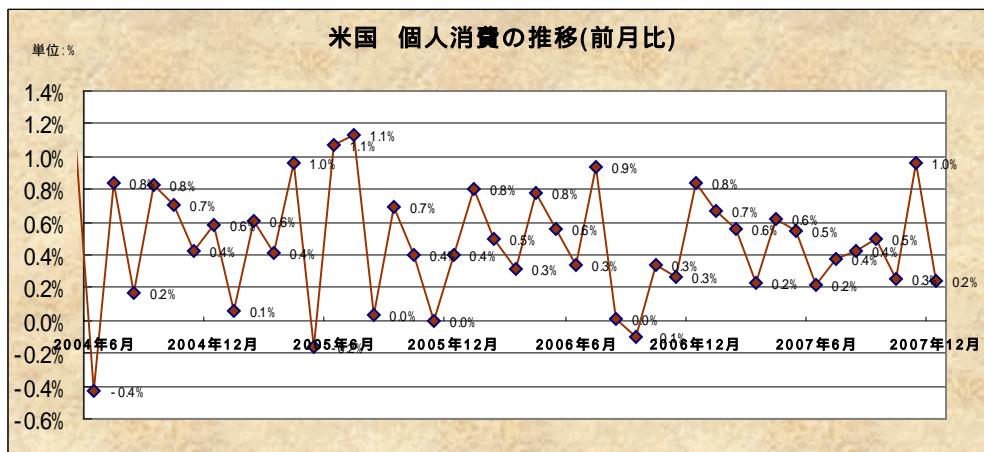


87 年には 1 位にランクインしていた日本は、円安やデフレの影響があるにしても 20 位以下である。「もはや日本は『経済は一流』と呼ばれる状況ではない」、と発言した閣僚の文言は悲しいが的をのけている。米国経済は、危機が叫ばれながらも日本より堅調な経済成長を遂げている事がわかった。

米国の経済成長を支える個人消費と住宅価格

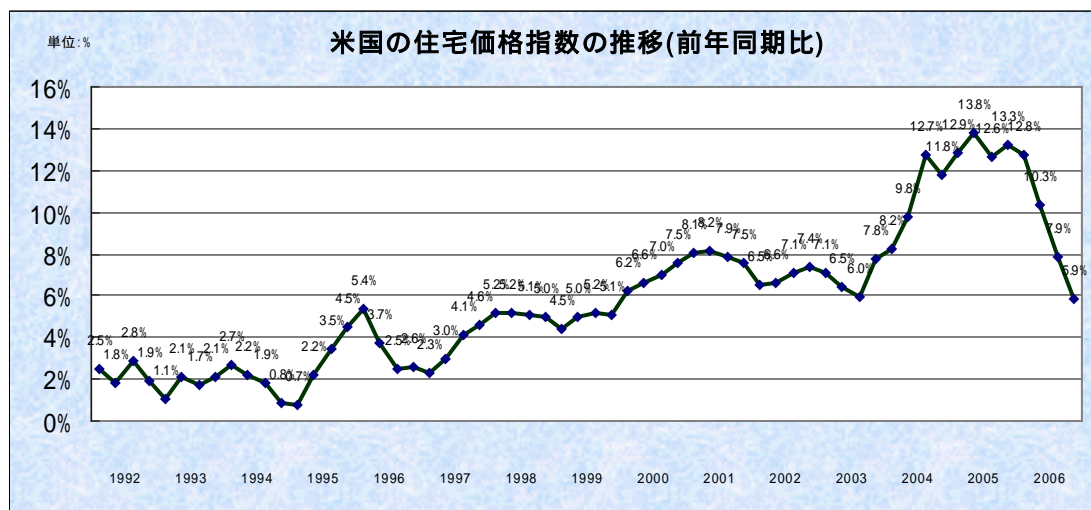
米国の底堅い長期的経済成長を支える根源を統計指標で調べると、個人消費・住宅投資と就業者及び企業が生み出す高い付加価値が背景にある事がわかった。

米国の消費統計の中心である個人消費の統計(米国商務省発表)を下記に示した。

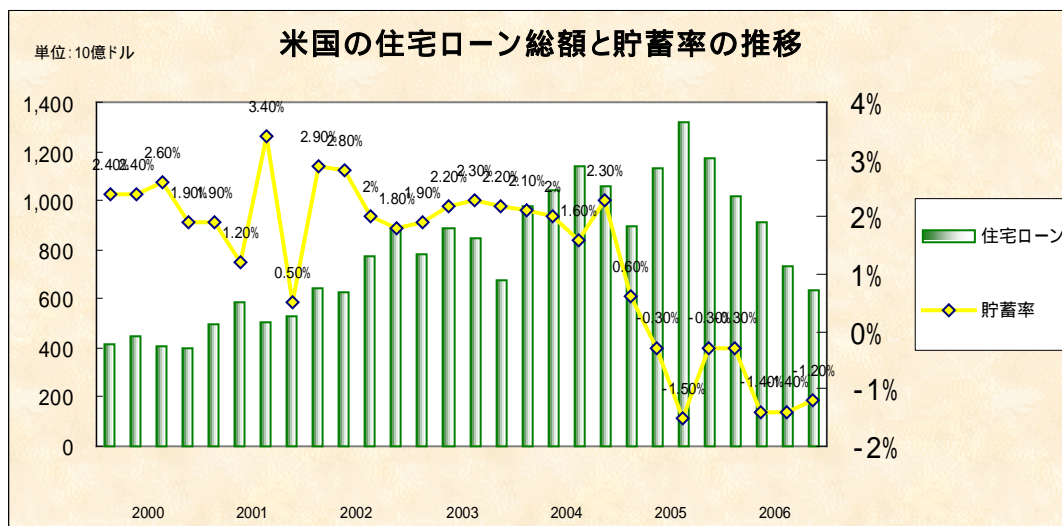


前頁の個人消費のグラフを見ると、04年6月から07年12月迄で、前月比で消費がマイナスになった月は3ヶ月のみである事がわかる。米国GDPの7割近くの割合を有する個人消費が堅調である事が米国経済の底堅い成長を続ける源である。

堅調な個人消費の背景には、住宅価格の上昇と住宅を担保にした住宅ローンの増加と貯蓄率の低下があると思われる。下記のグラフは、米国連邦住宅公社監督局(OFHEO)が発表した四半期別の住宅価格の推移を示したものである。

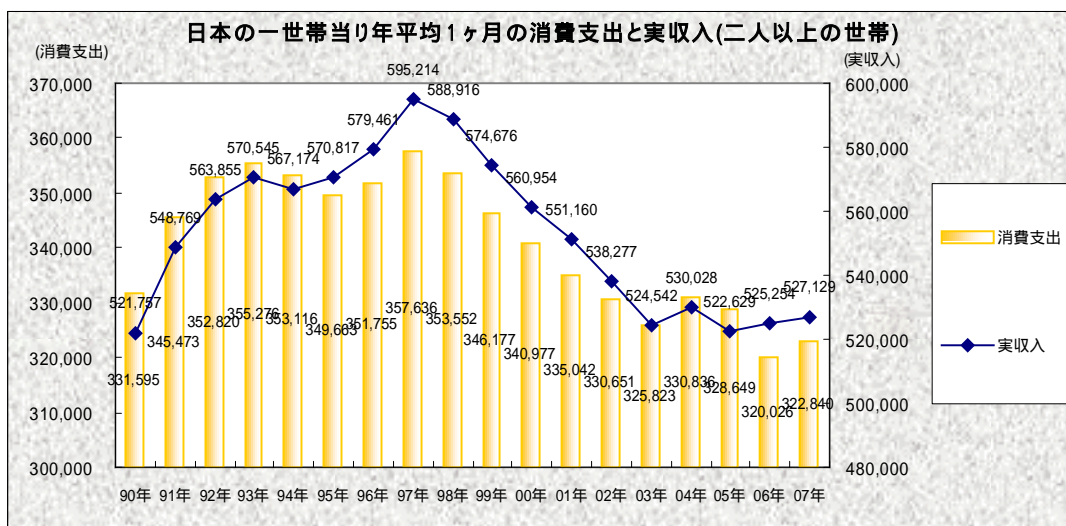


個人消費の堅調さと同様に住宅価格の推移でも1992年から2006年まで前年同期比でマイナスになった期が無い。上昇率を単純合計すると、348.7%と驚異的な数値であった。しかし、2005年をピークに上昇率に陰りが見え始めている。2007年の10-12月期は、91年からの統計開始以来はじめて前年同期比で住宅価格がマイナス(-0.29%)になった。その他、住宅ローンの総額(下記グラフ 米国商務省統計より)においても、住宅価格の急劇な上昇を背景に2005年をピークに減少傾向にあると共に、貯蓄率(所得を貯蓄に充てる率)もマイナスとなる等、住宅バブル崩壊の予兆が05年から06年にかけて垣間見られる。

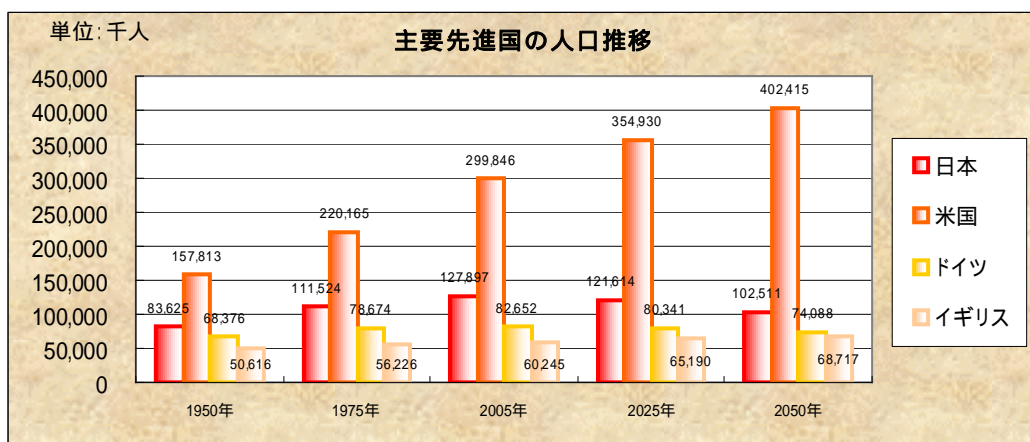


07年後半から08年にかけて、米国の住宅バブルが完全に弾けたものの、米国の個人消費は、住宅価格とほぼ連動して堅調な推移を遂げてきた事が判断できた。

ちなみに米国と同様に、モノに溢れた成熟国である日本の個人消費を示したグラフ(総務省発表 家計調査統計より)を下記に示した。



米国の堅調な消費動向とは逆に、日本の消費支出、実収入の指標は97年をピークにほぼ右肩下がりの推移である。小泉元首相の所信表明演説での「今の痛みを耐えて明日を良くする」という米百俵の精神が話題になった。国民はその精神を信じ、構造改革(主として財政再建)を行なう上での痛み(保険料の値上げ・社会保障費削減・定率減税廃止・公共投資の削減・低金利等)に耐えているが、上記家計調査統計を見る限り改革の痛み・陰の部分(庶民に重く押し掛かった状況が現在も続いている事が伺える。外需頼みの経済構造で、内需産業の賃金が伸びず、庶民の消費マインドが改善せず、日本のGDPの6割を占める個人消費が伸びない事と人口が減少し、需要というパイが縮小していく事象が日本の経済成長率の低い大きな要因だろう。下記は各国の人口推移・予想推移を示したグラフ(国立社会保障・人口問題研究所の統計より)である。

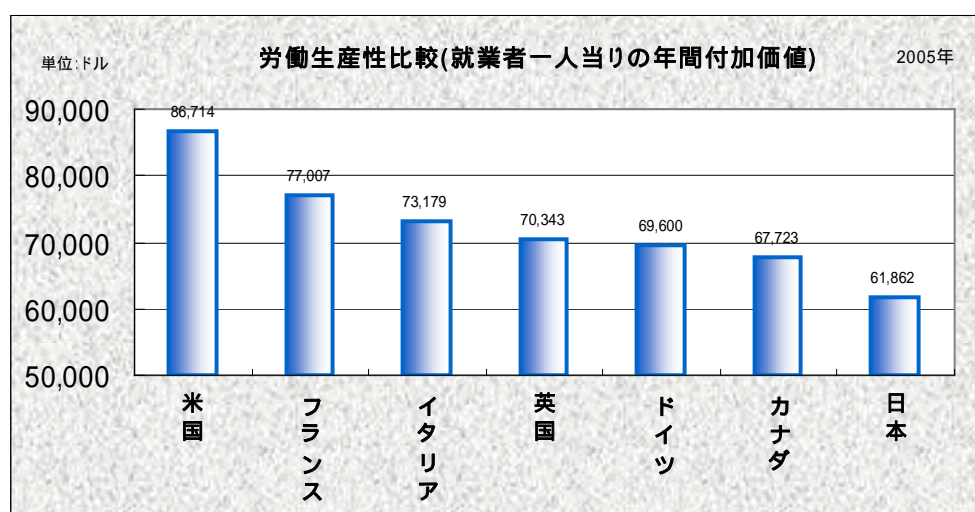


主要先進国の中で日本の人口減少は顕著で少子・高齢化と併せて深刻な問題である。

一方、米国は今後も人口が増加していく傾向にある。先進国・成熟国は出生率が著しく伸びるわけでは無いが、米国の人口増加は移民(主に中南米からのヒスパニック系が中心)による影響が強いと思われる。日経の記事によると、『テキサス、アリゾナ、カリフォルニアなど、メキシコ国境に近い州の農業やサービス産業はもはやヒスパニック系移民無しでは成り立たない。年金や健康保険を持たずに、レストラン、建設業、清掃業務などに従事する彼らは、米国経済を底辺で支えている』と記されていた。移民については、不法移民や犯罪等の様々な問題が報じられているが、米国の経済成長の根幹は移民の流入に伴う人口増加の貢献であることは間違いないだろう。

米国就労者の高い生産性が企業業績へ寄与する好サイクル

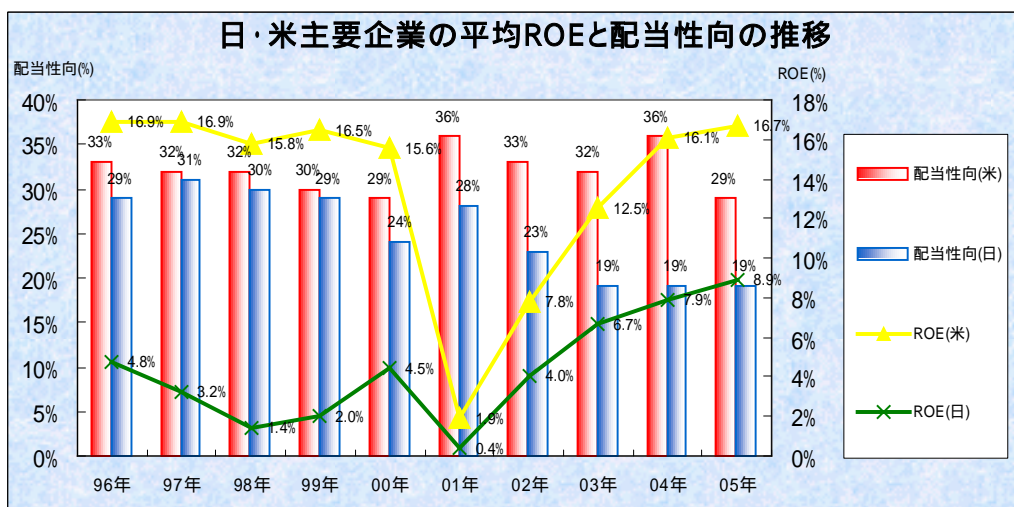
で採り上げた個人消費と住宅、人口増加が牽引した経済成長率の要因と併せて、米国経済の成長を支える大きな背景として高水準の労働生産性が挙げられる。労働生産性は、就業者が生み出す時間当たりの付加価値を金額ベースに換算したものである。下記に先進7カ国の就業者一人当たりが生み出す年間付加価値を比較したグラフ(社会経済生産性本部の統計より)を示した。



この統計で、米国は日本の水準に比べ約 1.4 倍高く、頭一つ抜き出した結果である。OECD に加盟する 30 カ国の中でも米国は 3 位にランクインしている。「日本人は勤勉でよく働く」という言葉を耳にした事があるように、日本の労働時間は韓国程では無いが米国に比べて多い。そのため、日本の就業者一人当たりが生み出す年間の付加価値が米国以下というのは疑問であるが、要は労働時間の量はあってもそこから生み出される付加価値(労働の質・業務効率)が低い事が日本の課題のようだ。特に、内需産業(小売・運輸・食品・金融)は IT や OA 化等の先行投資が進んでおらず、生産性が低いというデータがある。

こうした労働生産性の差が、企業の利益率を計る ROE(自己資本利益率)の指標において、

米国企業と日本企業との平均数値に大きな差が生まれている結果がある。下記のグラフ(生命保険協会の統計調査結果より)は、日・米主要企業のROE(自己資本利益率)と配当性向(最終利益を配当にまわす割合)の推移である。



米国企業のROEはITバブル崩壊・同時多発テロが起きた01年から02年に1桁台に下がったが、他の年は常に二桁の数値を維持し、資本を効率よく利益に結び付けさせている。また、どの年においても最終利益の30%をベースに株主還元をしている。日本企業は、近年にかけてROEの改善傾向は見られるものの、米国企業との差は依然として大きい。また、外需産業を中心に利益が増加しているにも関わらず、配当性向はほぼ横ばいから若干下がった水準にあり、数値も米国に比べ低い。慎重な事業計画で内部留保を重視する傾向にあるが、世界的にコーポレートガバナンス(企業統治)が強まる中で、逆行した感は否めない。

米国企業の主要な企業の中でとりわけ利益率が高いマイクロソフトやグーグル、ヤフー、イーベイ、アマゾン、デル等の企業は、ほとんどが創業して20年経たない企業である。こうした企業の共通点は、従来に無い新しい発想で市場を自らつくりあげ、その市場で高いシェアを握り、価格競争においての優位性を保持した企業といわれる。マイクロソフトやグーグル、ヤフー、アマゾン等のベンチャー企業から僅か数年で世界的な企業に成長する環境は米国経済の誇れる点であろう。この背景には、エンジェル(ベンチャー企業へ投資する個人投資家)やベンチャーキャピタル(ベンチャー企業へ投資する企業)が数多く存在し、起業家を育てようとする風土があるようだ。以下は、日本と米国のベンチャー企業への投資状況を比べた表である。

	エンジェルの数	エンジェルの年間投資額	ベンチャーキャピタルの数	ベンチャーキャピタルの年間投資額
日本	数百人	13～16億円	200社	4,200億円
米国	数十万人	2兆6,000億円	600社	2兆3,000億円

担保を持たず、財務の健全性が脆弱なベンチャー企業への融資は非常に困難とされ、起業を妨げる最も大きな障壁は資金調達難とされる。そのため、ベンチャー企業の資金調達

手段は主として投資資金とされているが、日本のベンチャーへの投資環境は経済規模を勘案しても米国に比べて乏しい事が表から伺える。また、日本では新興企業が一時的に成功を収め、持て囃されても、不祥事が発覚するとメディアを中心に徹底的に叩かれる。メディアのスポンサーとなり得る大手ゼネコンによるマンション鉄筋不足や大手食品メーカーの賞味期限偽装等の報道と中小企業の同じような不祥事による報道とでは、著しく公平・公正さを欠いて見える。後者の方が格段に厳しく報じられる。こうした報道により、新興企業の不祥事発覚後は創業者の解任、社内の混乱、事業再編が困難となり、新興企業は失敗・信用失墜が許されない状況である。ライブドアの堀江氏が粉飾決算により実刑判決を下されて以降、新興企業のイメージは総崩れし、起業家という職業の魅力を失い、新興企業の株価は現在に渡り低迷している。最近ではIPO(新規株式公開)の件数も減少傾向にある。

ベンチャーを育てるという意味で平成9年に創設されたエンジェル税制(個人がベンチャー企業へ投資する場合の税制優遇措置)も適用条件が複雑で優遇のメリットも乏しく、06年のエンジェル税制を利用した投資は、前年比で46%減少したというデータがある。

残念ながら、新しい発想や優れた技術を持つ可能性を秘めたベンチャーが存在しても、日本ではベンチャーを育てる風土・機運が乏しく、一向に新しい産業が育たないのが現状のようだ。この状態では、日本から、第二のマイクロソフト、グーグルが生まれる可能性は極めて低いだろう。

まとめ

米国の経済について各種統計指標を用い、日本と比較しながら考察してきた。米国の貿易赤字・財政赤字は深刻な問題であり、07年の住宅バブル崩壊や個人消費の伸びの鈍化等は、米国経済の先行きを見据えるうえで懸案事項である。経済雑誌の見出しでも、米国経済凋落やドル崩壊等と読者の興味を喚起させる様な派手な文言が飾っている。

しかし、日本と米国の経済を長期的に比べたとき、将来が明るいのは米国の方であると感じる。住宅の在庫調整や住宅価格の下げ止まりには、もうしばらく時間が掛かるが、今問題となっている金融の信用問題は、早期の損失処理、政府の16兆円の減税やFRBの利下げ、中東諸国からの出資等の救済措置で、日本の不良債権の時に見た泥沼化には陥らないと予想される。一時的に景気後退(リセッション)に陥っても、米国経済は人口増加により潜在的な需要がある為、経済は回復に向かうと予想する。

中東政府系ファンドや邦銀の米国大手金融機関への出資は、米国経済が再生するという長期的スタンスからの判断であると思われる。米国経済の悲観論が高まり、連動する形で株価が割安となった米国企業は、100円を割る円高と米国経済の将来性を鑑みて、投資・出資のチャンスの時期かもしれない。今後、日本企業から米国企業への出資・M&A(合併・買収)が増えてもおかしくないだろう

一方、日本経済の将来は、悲観的な見方はしたくないが、人口減少・少子高齢化が進み、

厳しい状況が続くと思われる。福田総理のダボス会議での発言は、『日本の金融機関は健全な財務基盤に立ち、サブプライム住宅ローンの影響は限定的。成長を続けることは十分可能』という内容であったが、内需経済が成長しているのか疑問符である。外国人投資家の日本株売り、割安になっても国内個人投資家が日本株を積極的に買わない理由は日本経済の将来を見越した判断だろう。このまま日本株が下がると、年金原資の減少や個人消費の更なる停滞を招き、悪循環に陥りかねない。

政治を見ても、日本の金庫番である日銀総裁人事は平行線を辿る。経済に関係する政策では、

建築基準法改正 住宅着工件数の大幅減少に伴う住宅関連の幅広い業種に損失(長期化)
貸金業法改正 消費者金融の信用収縮に伴い個人、中小企業の資金難。貸金業者の淘汰
金融商品取引法改正 販売態勢の抜本的な見直しに伴う金融商品の販売減少

等が行われ、今後は、

有害サイトアクセス制限(フィルタリングサービス)の一律義務付け 有害の無いサイトにまで影響が及ばされる事が予想されコンテンツ関連企業の事業縮小

リース会計基準見直し リース取引における損金計上のメリットが剥落し、需要減 リース関連業者の再編・淘汰

等が予定されている。問題が起こる前に規制を強化し、未然に防ぐというのが最近の流行であるようだが、規制強化に伴う官製不況が様々な業界で叫ばれている。EPA(経済連携協定)・FTA(自由貿易協定)、環境やエネルギー等の政策こそ逸早く進めて欲しいが、ねじれ国会で国の将来の方向性に期待が持てない。次期首相となりうるリーダーシップを持った人も不在である。現在の状況を見る限り、生活水準を向上するためには個人で知恵を絞り自助努力する事が最も懸命な判断であろう。

暗い内容での結びであるが、米国経済についての考察とする。

下記に、各人の米国経済・日本経済の現在の状況や今後の動向について自由に記述していく。

川邊

昔、「地図で読む世界情勢」という本を読んだことを思い出した。その中にGDP(国内総生産)等の経済指標を面積にした世界地図が載っていた。アメリカが一番、日本はアメリカの3分の1の2番であった。その後には中国がその差を縮めながら迫ってきている。

当レポート冒頭の表(1ページ)の様に日本のGDPはアメリカの4割、ドイツの1.4倍であるが、購買力平価という経済学の考え方では中国は日本を上回っていると日経新聞のコラムで読んだことがある。すでに消費の大きさでは中国に抜かれてしまった。人口のことを考えると、今後、日本が中国に消費で上回ることはないだろう。また、日本は世界の3大為替市場と言われているが東京がチューリッヒに抜かれ4位になったというニュースや

債券の取引や発行などで台湾に抜かれたともあった。

“日本は落ちてしまった。”

現状の日本に対する危機感が日本にないことが危機である。1億2千万人の人口を抱える日本の国内市場だけを相手にしていてもそこそこやれるからだと思う。現状に満足してストップしながら、日本は少しずつ世界の一流から二流へ降格している最中だと感じる。一流の思いだけを抱いて緩やかに衰退するパターンだろう。『緩やか』にだから日本はその変化に気付かない。国内市場があるから大きく落ち込まない。大きく落ち込めば危機感も出てきてV字回復になるのだろう。緩やかにの典型が90年代の『失われて10年』で、意識の問題だろう。

昨年のサブプライムローン問題が発端となった信用収縮をきっかけにIMF(国際通貨基金)が各国の経済及び世界の経済成長見通しを下げた。だが、日本は今の状態について新聞やテレビ等で大きく採り上げられる機会が少ない。また、議論されることも少ないように思える。日本国内においても米国のサブプライムローン問題や建築基準法の改正による住宅投資の大幅な減少の影響で経済成長率が減速すると言われている。これほど大きな経済変化が起きているにも関わらず、国会では揮発油税の暫定税率や日銀総裁人事ばかりで景気対策について議論されることは皆無である。国会議員の一人一人を見れば優秀な方々が多いのだが、党や派閥等の集団の中にあっては無駄な議論で政策も法案も先送りがほとんどである。

日本の国債残高は約850兆円、GDP比で180%の先進7カ国の中でダントツに悪い数値である。このツケを子、孫の世代に委ねられることになる。全く無責任な話だ。

最後に

現在のサブプライムローン問題を発端とした世界的な金融危機は日本へはさほど大きな影響を受けていない。昨今のサブプライムローン問題は日本にとって最大にして最高のチャンスかもしれない。90年代の失われた10年を教訓に世界に日本の技術力や1500兆円の家計金融資産の存在をアピールすると良いだろう。

今後、サブプライムローン問題は欧米金融機関の自己資本欠如といった第3幕の危機が訪れると予想する。金融機関の破綻もあるだろう。

安西

さて、日本、アメリカの今後の経済動向を見るうえで一つの鍵となるのが、4月中頃に発表される欧米の金融機関の決算公表内容であると思われる。金融不安・信用収縮といった事で市場参加者の投資心理を冷やし、株価、債券利回りは下がりっぱなしである。一向に上向き気配は無い。それとは対照的に、商品とドルに対しての円の上昇がみられる。とりわけ金・原油は最高値を更新し続けている。これにより、アメリカの公務員組合の年金は株式から商品に替えて運用すると報じられた。このような動きが加速すれば、商品価格の上昇は今後も続く様相である。この結果、最終的に製造業の完成品は値上げに踏み切る

だろう。4月1日より小麦の価格が再度上がるようである。いずれ“パスタ”等の商品販売価格も値上げに踏み切る事は容易に想像する事が出来る。“衣”“食”“住”に関連する日常品が1つ2つと値上げが続くと我々の生活は更に厳しくなってくる。そして、『一部では弱さが見られるものの、戦後最長の景気回復』と報じられているが、インフレーションが進行し始めたと同時に景気後退は既に始まっていると私は考える。

住宅ローンの焦げ付き一つで、家計に影響を与えていることから、輸入に頼っている現状を見直す必要があると考える。投機目的による商品への投資が、日常品の高騰を招き、値上げとなり消費生活に悪影響を及ぼされては、安定した消費生活を送る事は難しく、いつも不安と隣合わせでは幸せな生活は営めないだろう。私のような若い人間がこのような発想をする事事態に、国が打ち出す、政策・指針・通達に甘さがあると考ええる。

早期に衆議院を解散し、福田首相・福井日銀総裁・額賀福志郎財務大臣の“福”三人の総入替を期待する。

樋口

1991年を底に長期的経済成長を築いてきた米国経済だが、経済成長の光に埋もれていた陰の部分が色濃く表れはじめている。その一例が、住宅価格が上昇し続ける事を前提に、信用度の低い人向けに貸出されるサブプライムローンや債権の証券化によるリスク転嫁、格付機関の杜撰な信用格付とモノライン(金融保証専門機関)の破綻懸念等である。これら米国型金融資本主義・市場原理主義は、市場の自由競争に基づく経済成長を促すメリットがある一方で、過度な規制緩和による金融機関のモラルハザード(倫理の欠如)という負の作用を齎し、10年に一度と言われる金融恐慌が現在の状況である。

乱暴な言い方であるが、金融不安の問題は、環境問題や少子・高齢化の問題と違い、カネ(公的資金・減税措置等)で解決する問題である為、それ程深刻に考える必要は無いと感じる。

本文の「まとめ」の文中で示したように、米国には英語圏という言語障壁の低い地理的優位性と、所得水準の高いグローバル優良企業や優秀な人材を輩出している教育機関が数多くあり、世界中から優秀な人材が集まる構図がある。この事から、ファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)は悪くないという印象だ。

レポートの作成を通じて米国経済の大まかな概要について学ぶ事が出来た。住宅価格の動向や個人消費、政府・FRBの経済措置等に注目し、米国を中心としたグローバル経済の先行きについて注意深く見守っていきたいと思う。

参考文献

JETRO(日本貿易振興機構) 統計データ
世界銀行 統計データ
米国商務省 統計資料
米国連邦住宅公社監督局(OFHEO) 統計資料
総務省 家計調査 統計資料
国立社会保障・人口問題研究所 統計資料
社会経済生産性本部 統計資料
生命保険協会 アンケート調査結果
日経ビジネス 米国移民制度についての記事

以上

4月金融・経済レポート予定
担当者 川邊
テーマ 公示価格について