

『懸念されるアメリカ国内の景気動向とドル相場の行方』

ワシントン大学(セントルイス)客員教授 中岡 望

2003年5月17日電話インタビュー

Q;今、アメリカにおられ景気の状態を直接見ておられます。最近の動向をどうご覧になっていますか。

イラク戦争が終われば“地政学的不確実性”もなくなり、株価は上昇に転じ、企業が先延ばししていた設備投資を再開するのではないかと見られていた。多くの証券会社のエコノミストも、第1四半期の経済は低調だが、第2四半期以降、アメリカ経済は回復に向かうというのが一般的な見方だった。しかし、ここに来て慎重な見方が増えているのではないだろうか。

今、景気を支えているのが個人消費だが、それも地価・住宅価格の上昇に支えられている面が多い。また長期金利は3月にほぼ40年ぶり低水準にまで下がっている。それを受けてモーゲージの借り換えやホーム・エクイティ(住宅価値)の上昇で家計は借入を行い、消費を続けていた。だが3月にグリーンSPANFRB(連邦準備制度理事会)議長が、不動産バブルの可能性に言及したように、不動産投資にもやや警戒感が出てきている。これ以上、長期金利が低下するとは思えない。まだ地価が上昇している地域もあるが、下がり始めている地



[中岡 望氏近影(ワシントン大学講義風景)]

域もある。

失業率も4月がふたたび6%にまで上昇した。雇用不安は相当高まってきている。私が教えている大学でも、卒業生の就職がなかなか決まらないのが実情だ。消費も自動車など超低利ローンを利用した耐久消費財の一部を除いて減速し始めている。個人の破産件数も増えている。第1四半期の破産申請件数は41万件を越え、94年第1四半期以降最高の水準をつけている。

企業の設備投資も、バブル期の過剰投資の調整がまだ終わっていない。稼働率は75%を下回った状況が続いている。経験則からいえば、稼働率が80%に近づかないと、設備投資の動きはでてこない。ただ、企業収益は主にド

このレポートは情報提供を目的に配信しています。情報の正確性には努めておりますが、最終的な投資・運用の判断はお客様の責任で行ってください。掲載記事の著作権は、株式会社マネースクウェア・ジャパンに帰属します。レポートの内容に関するご質問などは、株式会社マネースクウェア・ジャパン(TEL 03-5421-3796)までお願いいたします。

ル安効果で一部の企業は二桁増益になっているところがあるが、積極的に雇用を増やし、設備投資を行う地合いにはない。要するに“ポスト・バブル”の調整期間はまだ続いているとみるべきだ。日本の場合もそうだったが、“バブル”の影響は長期間に及ぶ可能性がある。

Q ; F R Bも先行きに対する警戒感を強めているのですか。

5月6日にFOMC(公開市場委員会)はフェデラル・ファンド金利を1.25%に据え置くことに決めた。理由は景気回復が予想したよりも悪いため、同時に「インフレの歓迎せざる大幅な下落が起こる可能性は、既に低水準にあるインフレが高騰する可能性よりも大きい」とのステートメントを発表している。これはFRBがインフレよりもデフレを懸念し始めていることを示している。要するに、先行き、利上げの可能性が小さくなったということだ。ちなみに第2四半期以降の景気回復を前提にファンド・マネジャーの多くは、金利上昇シナリオを前提にポートフォリオを組んでいただけに、かなり慌てたようである。

FOMCのステートメントを受けたわけではないだろうが、このところアメリカ経済の最大の焦点はデフレに移ってきている。FRBも政府も「アメリカは日本のようなデフレには陥らない」と繰り返し言うて来たが、今後の状況次第では、

このレポートは情報提供を目的に配信しています。情報の正確性には努めておりますが、最終的な投資・運用の判断はお客様の責任で行ってください。掲載記事の著作権は、株式会社マネースクウェア・ジャパンに帰属します。レポートの内容に関するご質問などは、株式会社マネースクウェア・ジャパン(TEL 03-5421-3796)までお願いいたします。

デフレが最大の政策課題になるかもしれない。ブッシュ政権は大型減税を提案している。減税の目玉の配当課税全廃はもう可能性がなくなった。減税額も圧縮されている。しかも、仮に減税が実現しても、今年の景気に与える効果は少ないだろう。昨年第4四半期が1.4%成長、今年第1四半期が1.6%と低成長が続いている。現状を見る限り、景気が浮揚する要因を探すのは難しい。

Q : アメリカ経済がデフレに陥る可能性はあるのですか。

デフレは幾つかの要因から説明されている。最初の要因は、国内需要が低迷していることだ。成長率が1%台では、企業は価格引き上げを行える状況ではない。二つ目は、石油価格などイラク戦争がらみで上昇していた一次産品価格が下がり始めたことだ。さらにアメリカ企業が価格決定力を失っているという議論もある。すなわち、価格引き上げをしたいのだが、海外商品との競合で、値上げできない状況に陥っているということだ。これは、アメリカ国内だけでなく、世界的に過剰設備状況になっていることが響いている。

デフレを回避するためには、方法は二つしかない。一つは内需を拡大することだ。そのため

には金融財政面から景気を刺激する必要があ

るが、金利は既に 1.25% で利下げの余地が限られている。財政面では、先に触れたように、仮に減税があっても即効的な効果は期待できない。FRB 理事の中には長期財務省証券を買って、市場に流動性を注入すればいいという議論が出てきている。日本的なデフレになるかどうかは別にして、アメリカ国内のデフレ議論から目は離せないだろう。

Q; そうしたアメリカ経済の状況から見て、為替相場はどう評価すればいいのでしょうか。

イラク戦争が始まったら、資本が“セーフ・ヘブン”であるアメリカに流入するので、為替相場はドル高になるのを見方があった。しかし、戦争が短期間で終わったということもあるが、予想されたようなドル高にはならなかった。これは、為替相場を見ると、アメリカ経済のファンダメンタルズが注目されていることを意味しているのかもしれない。ドル相場は、長期的な下落基調にある。仮にイラク戦争がドル高の要因であっても、それは長期的には続かないものだ。すると国際市場は、アメリカ経済のファンダメンタルズにかなり懸念を抱いていると予想される。

アメリカのファンダメンタルズは「財政赤字」と「経常収支赤字」の拡大だ。この二つの赤字を合計した額は今年の第 1 四半期に GDP で 7% に達している。財政赤字は 2001 年のブッシュ

このレポートは情報提供を目的に配信しています。情報の正確性には努めておりますが、最終的な投資・運用の判断はお客様の責任で行ってください。掲載記事の著作権は、株式会社マネースクウェア・ジャパンに帰属します。レポートの内容に関するご質問などは、株式会社マネースクウェア・ジャパン (TEL 03-5421-3796) までお願いいたします。

減税で確実に増え、単年度ベースでは史上最高の水準になっている。さらに減税が実現すれば、さらに拡大するだろう。景気が低迷しているときだけに、歳出削減は容易ではないだろう。内需低迷にもかかわらず、今年の経常赤字は 5,000 億ドルに達すると予想されている。

この二つの赤字による合計額の対 GDP 比 7% は、「プラザ合意」直前の 85 年第 2 四半期の水準と同じである。モルガン・スタンレー証券では、この比率は今年の年末までに 10% 近くまで上昇すると見ている。乱暴な言い方をすれば、「プラザ合意」以降、急激なドル安が進んだ。ファンダメンタルズから考えれば、大幅な為替相場調整が起こっても不思議ではない状況にあるともいえる。



[中岡 望氏近影(ワシントン大学講義風景)]

Q; ドル相場は特にユーロに対して安くなっているのは理由があるのですか。

ドルの対ユーロ相場は1ユーロ=1.16ドル(5/17 現在の)の水準まで下がっている。ユーロが導入されて以降、最低の水準にまで来ている。だが、ドル相場の低下は対ユーロ相場だけではない。カナダ・ドルに対しては51年ぶりの安値になっている。対円相場も116円まで下がっている。これは10ヶ月ぶりの安値である。ドルの実効相場も低下しており、ドルは全面的に安値になっている。

ドル安の最大の理由は、先に触れた“双子の赤字”の存在だ。これは80年代のレーガン政権の時に見られた状況と酷似している。投資家は、ドル資産を保有することに警戒感を抱き始めている。そうした資金が、主にユーロに流れていることが、ユーロ高が目立っている理由だ。円は買いにくい状況だ。今後、金融不安が高まれば、さらに買いにくくなるだろう。ただ、国際投資家が分散投資を進めることは間違いないので、ある程度、円買いも入ってこよう。

Q: アメリカ政府とFRBの考え方はどうなのですか。

スノー財務長官は「ドル高はアメリカの国益にかなう」と発言してきたが、最近は「為替市場で適正に決まる」といった表現に変わってきている。公然と“ドル安”歓迎とはいえないだろうが、内心はドル安容認に傾いているのではないか。

このレポートは情報提供を目的に配信しています。情報の正確性には努めておりますが、最終的な投資・運用の判断はお客様の責任で行ってください。掲載記事の著作権は、株式会社マネースクウェア・ジャパンに帰属します。レポートの内容に関するご質問などは、株式会社マネースクウェア・ジャパン(TEL 03-5421-3796)までお願いいたします。

特に産業界からのドル高是正を求める声は強まってきている。景気回復が弱いとなれば、ドル安政策もありうる。「第二のプラザ合意」とは言わないが、そんな雰囲気が出てきているのではないか。

FRBも、本音はドル安歓迎ではないか。インフレ懸念からデフレ懸念に政策の姿勢を変え始めたことは既に触れた。その政策は金融財政手段によるリフレ政策が考えられるが、その余地は限られている。とすると、残された政策はドル安政策である。ドル安は、アメリカ経済に幾つかのメリットをもたらす。まずアメリカ企業の輸出競争力を高め、内需低迷を外需で補うことができることだ。もう一つは、企業は国内市場での価格決定力を取り戻すことになる。さらに輸入物価の上昇は、デフレ対策として有効だ。インフレの懸念がないのであるなら、ドル安はアメリカにとって損はない。問題は外資流入が減って金利が上昇し、景気の足を引っ張る可能性があるところだ。したがって、急激なドル安は困るが、緩やかなドル安は歓迎していると思う。金利据え置も、そうした狙いがあると見ている。

Q: ドル安に対するEUの対応はどうですか。

EUも緩やかなドル安、ユーロ高は歓迎ではないのか。ドゥセンベルグECB(欧州中央銀行)総裁は、EUではデフレは心配していないと

発言している。ECBは、ユーロ高でEUのインフレ率は2%程度にまで低下すると予想している。アメリカのゼロ・インフレと比べるとデフレの懸念を抱く状況ではない。金利差もアメリカの1.25%に対してEUは2.5%と倍の水準にある。この金利差もユーロ高の一つの要因である。ある証券会社は「アメリカとEUの間ではドル安で合意ができた」と分析している。ただ、インフレ率が2%に留まるかどうか疑問で、もしさらにインフレ率が低下すると、EUも日本やアメリカと同様にデフレを懸念し始めるかもしれない。

日本経済の状況は悪い。金融危機再発も懸念される。景気から見れば、円は買える状況ではないが、アメリカ産業界では日銀が市場に不当介入して、円安政策を取っていると批判的な目を向けている。また、マクロ的には円高(ドル安)の圧力を掛けることで、日本は内需刺激策を講じざるをえなくなるので、むしろ世界経済としては好ましいという意見も聞かれる。長期的なドル高修正が続いているという枠組みで考えると、当面の方向は円高にあると見るほうが自然だろう。

Q;円相場はどのような展開になると見ればいいのか。

[終了]

【中岡 望(なかおか のぞむ)氏】

ワシントン大学客員教授・フルブライトジャーナリスト



1947年広島県生まれ。71年国際基督教大学教養学部(経済学専攻)卒業。同年東京銀行(現東京三菱銀行)入行。73年に東洋経済新報社に入社後、ハーバード大学ケネディ政治大学院、ハワイ・イーストウェストセンターなどへ留学。帰国後、東洋経済ロイター編集長、金融証券部副部長、編集委員、英文会社四季報編集長などを経て、2002年よりワシントン大学東アジア研究学部客員教授。内外の金融当局高官や金融機関トップなどとの交流も広く、また多くの経済誌などに投稿、日米において金融・経済関係を中心とした講演も数多くおこなっている。主な著書・訳書に『意義あり日本』(かんき出版)、『アメリカの罫:R・ライシュ』(東洋経済新報社)、『ゼミナール・アメリカ経済入門:M・レーマン』(有斐閣)、『恐慌の罫:P・クルーグマン』(中央公論新社)など多数ある。

このレポートは情報提供を目的に配信しています。情報の正確性には努めておりますが、最終的な投資・運用の判断はお客様の責任で行ってください。掲載記事の著作権は、株式会社マネースクウェア・ジャパンに帰属します。レポートの内容に関するご質問などは、株式会社マネースクウェア・ジャパン(TEL 03-5421-3796)までお願いいたします。