

景気減速と米国経済のゆくえ

鈴木 直次

専修大学経済学部教授

減税政策についてレビューしよう。

はじめに

91年春に始まった米国史上最長の景気拡大にも、ようやく陰りが目立ってきた。いまや、その対策がブッシュ新政権の最も重要な経済的課題となったかの観すらある。新政権は、神通力のやや薄れたグリーンズパンFRB議長頼みの金融政策に依存しながら、選挙戦の公約である大型減税の早期実施によって窮地を乗り切ろうとしている。それにしてもブッシュ大統領にとっては、80年代のレーガン期の長い景気拡大が終わろうとした時に、後継者の椅子に座った父君の行く末を思い出させる、不吉な門出となった。

眼下のめまぐるしく変転する景気の行方を見定めることはきわめて困難だが、以下では、新政権が当面する米国経済の現状と課題ならびに

「狂乱の90年代」

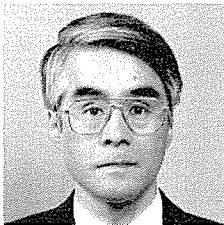
1990年代の米国経済は、史上最長のインフレなき拡大と1920年代を上回る株式ブームを背景に、「ニューエコノミー」に沸いた10年間だった。議論の前提となる統計数値の算出方法が最近たびたび改訂されているのは気になるが、ごく乱暴に要約すれば、株式ブームとIT（情報技術）投資の組み合わせが長期繁栄を生み出す推進力となった。今回の好況の特徴は民間設備投資なかでもコンピュータなど情報関連投資がめざましく増加し、景気拡大を牽引したことにあつた。これに対して内需の70%を占め、景気に最も大きな影響力を及ぼす個人消費の方は90年代前半には概して停滞的だった。それが同年代後半に本格的に増加し、成長を加速するに及んで史上最長の好況が出現したのである。

IT投資の激増は半導体やコンピュータ、通信産業などいわゆるIT産業の急成長と、そこで生まれた華々しい技術革新を多数の企業が競って導入したことに由来する。前者の主役はインテルやマイクロソフト、ヤフーを筆頭とする開発志向型の中小企業、いわゆるベンチャー企業であった。彼らは先端技術に関する分厚い研究の蓄積と旺盛な起業家精神をベースに、90年代

すずき なおつぐ

1947年生。上智大学経済学部卒。東京大学大学院経済学研究科応用経済学専攻。経済学博士。専修大学講師、

助教を経て現職。著書に『アメリカ産業社会の盛衰』『アメリカ社会のなかの日系企業』『現代のアメリカ経済』（共著）など。



後半の株高を利用して爆発的な成長をとげた。ベンチャー企業を育てるには創業時の資金と人材が必要だが、これは株式の新規公開あるいは買収に伴う莫大な利益を目当てにした投資家やベンチャーキャピタリストによって提供された。したがって株価が高騰し、新規公開が容易となる株式ブームの時期には、ベンチャー企業に対するリスクマネーの供給量も激増した。さらに、株高はストックオプションの魅力を高めて優秀な人材の確保と士気の向上を促し、自社株を利用した大規模なM&Aをも可能にする。こうしてシリコン・バレーを中心にIT企業の株式公開が激増し、億万長者が続々と輩出されるに連れ、IT株はブルマーケットの主役となった。たとえ売上高がゼロで赤字経営であろうとも、“.com”とつけば市場の人気を集めることが出来た。それはちょうど1920年代末に、リンドバークの大西洋横断飛行に刺激されて航空株がもてはやされ、“airways”の名前をつけた怪しげな鉄道会社の株価が大暴騰したのと同様であった。

株高はまた、借入れ能力の上昇、資本コストの低下を通じて、競争力の強化を余儀なくされていた多くの産業・企業のIT投資を促進した。これによってIT企業への実需が増加する一方、経済全体の生産性上昇とコストダウン、収益改善の期待は高まり、さらに一段の株高をまねいた。実際にも、90年代後半になると、IT投資が生産性向上や利益の増加に資するとの議論が広く受け入れられるようになった。その上、株高は資産効果を通じて、90年代前半には雇用不安などのため概して伸び悩んだ個人消費を激増させた。株価上昇が消費を押し上げる効果を持つことは多くの研究が認めるところだが、2001年度の『大統領経済報告』によると、株式時価総額1ドルの変化は向こう3年間にわたって消費を年率3.5セントだけ永久的に変化させる。この結果、株価の上昇によって94年から2000年の間に個人消費支出は毎年約1.3%も

増加することになった。

● 景気の減速

しかし、さしもの長期拡大も昨2000年半ばを境に減速に転じた。年前半まで5%前後の実質経済成長率は第3四半期以降大幅に鈍化した。ITを中心とする「機器・ソフトウェア投資」は年初の高成長から秋以降にはほぼ10年ぶりのマイナスに転落した。個人消費にも急ブレーキがかかり、自動車販売台数は2000年全体では1740万台と史上最高を更新したものの、10月以降は前年同期を下回った。輸出の伸びもまた、アジアの成長鈍化やユーロ安によりマイナスへと転じた。こうして年後半には在庫調整が広がり、第4四半期の鉱工業生産指数は四半期ベースでは91年以来約10年ぶりに前期比マイナスとなった(表)。大企業を含む多数の企業の業績は悪化し、レイオフ計画が相次いで発表され失業率もやや上昇した。昨年末には経済は一時「失速状況」にすら陥った。

好況を引っ張った株式ブームとIT投資の沈静化が減速の最大原因だった。アジア危機以降めざましく上昇したダウやS&P500などの株価は、99年末以降、FRBの引き締めや高値警戒感から神経質な上下を繰り返すようになった。一方、この間にも猛烈な急騰を続けたハイテク株を中心とするNASDAQ(米店頭株式市場)総合指数やインターネット株価も2000年3月をピークに一転して大幅に低落した。米国企業の90%の株式時価総額を示すウィルシャー5000指数は2000年全体で10.6%も低下したが、これは過去25年間で最大の落ち込みだったという。株式相場の崩落は時代の寵児となったネット関連企業の収益悪化を引き金とする、過剰楽観から過剰悲観への期待の大幅

表 主要経済統計

(前期比年率:実質増加率:%)

	2000年四半期別				年間		
	I	II	III	IV	1998	1999	2000
実質経済成長率	4.8	5.6	2.2	1.0	4.4	4.2	5.0
個人消費	7.6	3.1	4.5	2.8	4.7	5.3	5.3
非住宅民間固定投資	21.0	14.6	7.7	▲0.9	13.0	10.1	12.6
機器・ソフトウェア	20.6	17.9	5.6	▲3.3	15.0	14.1	13.7
住宅投資	3.2	1.3	▲10.6	▲3.6	6.3	6.4	▲0.5
輸出	6.3	14.3	13.9	▲6.4	2.3	2.9	9.0
鉱工業生産指数	6.7	7.9	3.5	▲0.6	3.2	5.1	4.3

*▲はマイナス。国民所得統計は米商務省が2001年3月29日に発表した確定値。

な変化を反映した。相場の低迷とともに株式の新規公開とベンチャー資金の供給量は激減し、新興企業の資金調達も困難になった。時代を彩った旺盛な起業活動も一段落し、「ネットバブル」は崩壊した。

株価の低下は好況期と逆の関連を通じて景気に急ブレーキをかけた。まず何よりも、企業、個人の超楽観的な先行き見通しに冷水をあげた。そのうえ、逆資産効果や資金繰りの悪化が加わって個人消費と投資の増大を抑制した。ガソリン・暖房油などエネルギー価格の上昇、景気過熱の防止を目的とする99年6月から2000年5月の金融引き締めもこれを促した。新興のネット企業など信用度の低い借り手に対する金利は上昇し、銀行の貸付規準も厳格化した。以上の結果、つい最近までは景気後退には影響されない「聖域」と考えられていたIT投資も減速に見舞われた。大規模な再編の渦中にあった通信産業では、日本の高度成長期を思わせる横並びの設備投資競争が展開された結果、今日では一転して過剰設備に悩まされるなど、潤沢な資金供給に恵まれたIT産業の多くでは過剰投資が表面化している。IT産業以外の企業でも、過去数年の膨大な新投資と収益の悪化が投資のさらなる増加を抑制した。つい数ヶ月前まで繁栄を謳歌していたコンピュータ、半導

体などの大手企業の業績は急速に悪化し、これがまた、株価低下を促す悪循環を生み出した。

● ブッシュ政権の減税政策

「接戦だが、歴史に残る低レベルな戦い」(ニューズウィーク)と評されたように、長期繁栄と冷戦崩壊という条件に恵まれた2000年秋の大統領選挙には、国論を二分するような際立った争点は存在しなかった。その中で最大の対立点の一つとして浮かび上がったのは巨額の財政黒字をどのように使うか、どの程度の減税を実施するか、という問題だった。減税規模を特定分野の控除に限り、国債の民間保有残高の減額と年金制度の強化を訴えたゴア氏に対して、ブッシュ氏の方は「納税者のカネは納税者に返す」をスローガンに、その約3倍、当初、10年間で1兆3000億ドルという大減税を発表したのであった。

「永遠の繁栄」のなかで行われた選挙戦では、ブッシュ氏の減税案に対する支持は必ずしも大きくなかった。だが景気減速を好機に、新政権はその対策として減税案を売り込んだ。当初は慎重であったグリーンズパン議長ですら姿勢

を変えた。かつてレーガン政権は、かなりはレトリックに過ぎなかったが、財政政策は長期的な供給力の強化を目的とし、短期的な景気刺激策としては用いないと謳いあげた。父親と違って、本来はその直系であることを訴えるはずだったブッシュ新政権は、名実ともに古典的なフィスカリポリシーの立場へと逆戻りしたかの感がある。

大統領が議会に提出した予算案の概略は以下の通りである。まず、今後10年間（2002～2011会計年度）の実質経済成長率は3%程度、財政黒字はおよそ5兆6000億ドルと予測し、このうち社会保障基金の黒字分（2兆6000億ドル）は社会保障と連邦政府債務の削減に充てる。後者のペースはクリントン政権時よりは鈍化するが、10年間に2兆ドルという「歴史的な」規模に達し、2011年度にはGDP比7%と、この80年間の最低レベルにまで低下する。ついで、「税体系の不公正是正」と「成長の促進」を目的とする減税に1兆6000億ドル、最後に、処方薬への費用補助を含むメディケア改革などの事業費、利払いそして準備基金（8000億ドル）の設立に合計1兆4000億ドルを充てるものだった。

予算案の目玉は言うまでもなく減税である。それは、所得税の限界税率を現行の5段階（15, 28, 31, 36, 39.6%）から4段階（10, 15, 25, 33%）へと簡素化し、最高税率、最低税率ともに引き下げる。同時に、扶養する子供の税額控除を倍増して一人当たり1000ドルに引き上げ、共働き世帯には10%の所得控除を再び導入し、いわゆる「結婚ペナルティ（懲罰）税」を引き下げる。この他、相続税の段階的廃止、企業の研究開発に対する控除の永久化も盛り込まれた。結局、4人家族の標準世帯（年収5万ドル）では1600ドルの減税になると見積られる。財政黒字を国民に広く還元するとのスローガンから、個人への幅広い減税が重視され、減税額全体の50～60%が所得税減税にあてられた。

しかし、減税規模は今後10年間の予想される総歳入額の約6%にとどまり、ブッシュ政権によれば歴史的に見ても控えめな規模だと自己評価される。これによる歳入の減少は2006年までに合計でGDPの1.3%と予測され、レーガン期の実績4.5%を大きく下回る。

● 減税案の評価と米国経済のゆくえ一

減税案は下院をすでに通過し、上院での審議を待っている。しかし、その評価は必ずしも芳しいものではない。民主党は減税案が高所得者優遇だとの伝統的なスタンスからの批判を強め、景気対策の観点からは初年度の減税の増額を求めている。実際、独身者の場合は課税対象所得が2万ドル、夫婦の場合3万ドル以下なら減税による利益はなく、低所得者には恩恵が小さいとの試算もある。肝心の景気対策としての有効性についても、初年度の前倒し分は60億ドル以下に過ぎず、また、減税案の成立が早くとも年央以降になるため差し迫った景気後退の回避には間に合わない。しかも減税の発表による「期待効果」も限定的なものに過ぎないことなどから懐疑論が強い。また、本格不況が到来すれば、消費者は将来の所得減少に備えて減税分を貯蓄に回すとの考えが支配的である。より構造的には、大型減税が現在の民間部門の過少貯蓄を補完している財政黒字を減らし、過剰消費をさらに助長する恐れを指摘する経済学者も多い。

しかし、米国の眼下の景気は悪化の一途をたどりつつある。ナスダック指数が2000を切り、ダウは「夢の1万ドル」を割り込むなど、株価の下落は底なしの感すら抱かせる。ハイテクをはじめ実体面での不況も深刻化しつつあり、人員削減が急速に広がっているが、これは雇用不安を再燃させ、個人消費をさらに抑制するで

あろう。当初は、単なる在庫調整に過ぎず、今年上半期中には完了して企業収益の悪化は底を打ち、下半期にはV字回復するとの楽観論が大勢を占めたが、現在では一転して、企業、家計双方の過剰投資が懸念され、ストック調整は長引くとの予測が勢いを増しつつある。かくて今日では、政府、議会そして産業界の一部も、減税の初年度前倒しの積み増し（600億ドル）を含む速やかな実施に大きな期待をかけるようになった。

景気の減速は、好況によって緩和ないし隠蔽されていた米国経済の構造的な問題を表面化させかねない。まず、家計では資産効果に支えられた消費増の背後で貯蓄率の低下と債務の増加が続いていた。家計債務の累計は98年には7兆5000億ドルと90年の2倍以上に膨れ上がり、戦後初めて可処分所得総額を上回った。低金利により返済の負担は軽減されているが、危険ラインとされる年収の40%以上に達する家計の割合は全体で15%近く、中低所得層では20%近くにも上昇した。中低所得層では支払の延滞が増え、個人破産の申請者数も昨年は約130万人と人口比で日本の2倍に達した。企業も同様に、投資やM&Aのために巨額の借入を

行なった結果、97年以降、有利子債務比率が急激に上昇し、1970年代以降の最高水準にまで達した。さらに、米国内の貯蓄不足をカバーし、株式ブームとIT投資を支えてきた外国資本の流入が先細る恐れもある。対外純債務が急激に増加するなか景気後退が進み、ドル資産保有の魅力が薄れば、米国への資本流入は減少し、株価の低落と景気減速がさらに深刻化する可能性は小さくないであろう。

最後に、70年代初頭以降、長期にわたって続いた実質賃金の低迷と所得格差の拡大という現象が再び顕在化することも考えられる。実質賃金は95年以降ようやく上昇し、所得配分の全面的な不平等化傾向も、ボトム層の所得が他より速やかに上昇したため一段落した。しかし、これらは主として長期好況に基づく労働市場の逼迫に少なからず由来している。ひとたび景気が本格的に後退し、現在のようなきわめて急速なレイオフがさらに拡大すれば、事態は逆戻りするだろう。一部では景気動向に底堅い動きも見受けられるのだが、「ニューエコノミー」の宴から覚めた現在、一転して、米国経済は景気後退へと向かう瀬戸際に立っているように思われる。

(2001年3月30日)

