

## Contents

\*\*\*\*\*

特集：世界のツインエンジン = 米中経済の行方	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”Over to you, big spender” 「消費者にお願い」	7p
< From the Editor > 大相撲の懸賞金	8p

\*\*\*\*\*

## 特集：世界のツインエンジン = 米中経済の行方

2月末の世界連鎖株安もどこへやら、今週のNY市場は史上最高値の1万3000ドルを突破。上海市場も、とくに暴落前の高値を更新しています。日経平均がまだ1万8000円台を回復できないわが国としては、米国と中国の元気よさが羨ましいほどです。

しかし両国の経済に対して、さまざまな懸念が生じていることも否定できません。米国では住宅市場の冷え込みとサブプライム問題、設備投資の変調など。中国では景気過熱に伴うインフレ懸念や、人民元切り上げ問題といった危うさがあります。これまで世界経済を力強く牽引してきた米国と中国という2つのエンジンは、うまくソフトランディングできるのか。外需に負うところ大の日本経済としても、当然、気になるところです。

今月発表されたさまざまな経済データを検証しつつ、世界経済のツインエンジンの行方を考えてみました。

### 景気の軸足は投資から消費へ？

4月16日に発表された月例経済報告の基調判断は、「生産の一部に弱さがみられるものの、回復している」という微妙な言い回しとなった。前月は「景気は、消費に弱さがみられるものの、回復している」であったから、この1ヶ月の間に「消費の弱さ」が「生産の弱さ」に置き換わり、なおかつ判断としては上下していないということになる。小さな文言の変化とはいえ、政府による景気認識の変化は見逃せないところである。

各論を見ると、基調判断は以下のように変化している。

<3月>

個人消費は、おおむね横ばいとなっている  
輸出は、横ばいとなっている。  
生産は、緩やかに増加している。

<4月>

個人消費は持ち直しの動きが見られる( )  
輸出は横ばい。( )  
生産は、このところ横ばい( )

本誌3月30日号「順境に耐える日本経済」でも論じたように、今の景気を安定軌道に乗せるためには「外需から内需へ」「企業部門から家計部門へ」「設備投資から個人消費へ」という成長のエンジンの切り替えが必要である。今次の「牛歩景気」においては、過去の「いざなぎ」や「バブル時」と比較しても、消費の弱さと外需への依存度の高さが際立って目に付くからだ。

### 景気回復局面における年平均寄与度の比較

	消費	設備	外需	公需
いざなぎ景気 (65.10 - 70.7)	5.8%	2.8%	- 0.2%	1.5%
バブル景気 (86.11 - 91.2)	2.4%	2.0%	- 0.2%	0.6%
牛歩景気 (02.1 - )	0.7%	0.9%	0.7%	- 0.1%

今月の月例経済報告からは、「家計（消費）の持ち直し」と「企業（投資）の息切れ感」が同時進行しているように読み取れる。前者は待望久しいところであり、まことに良い兆しといえるが、その前に後者が息切れするようでは困ってしまう。

そこで4月27日発表の鉱工業生産指数を見ると、前月を0.6%下回る107.2であり、「生産は緩やかな上方傾向」（経済産業省）。また3月の日銀短観では、業況判断は概ね横ばいながら、経営マインドがやや慎重になっていることが窺える。

察するに設備投資が息切れするというよりは、海外経済の不透明感に対して警戒感が広がっているのであろう。今日の日本企業は外需に負うところが大きいだけに、世界経済の行方、特に米国経済と中国経済の動向に対して敏感になるのは無理からぬことである。

### IMFによる世界経済の大局観

4月11日には、IMFが年2回発表する”World Economic Outlook”の最新版が発表された<sup>1</sup>。この中で注目を集めたのは、2007年の米国の成長率を2.2%と昨年9月の予想から0.7p下方修正したことだ。このため、2.3%成長を予測している日本と、実に16年ぶりに成長率が逆転することになった。

<sup>1</sup> 毎年、このデータには注目しているが、最近はありがたいことに日本語版の概要もついている。  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/jpn/sumj.pdf>

### ○IMF ”World Economic Outlook”

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>World</b>	<b>2.3</b>	<b>3.0</b>	<b>3.9</b>	<b>5.3</b>	<b>4.9</b>	<b>5.4</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>
USA	0.3	2.2	3.0	4.2	3.2	3.3	2.2	2.8
Euro	1.4	0.9	0.5	2.1	1.4	2.6	2.3	2.3
Japan	0.4	-0.3	1.4	2.3	1.9	2.2	2.3	1.9
China	7.3	8.0	9.3	10.1	10.4	10.7	10.0	9.5
Emerging	3.9	4.6	6.4	7.6	7.5	7.9	7.5	7.1
Trade Vol.	0.1	3.1	4.9	10.4	7.4	9.2	7.0	7.4
Oil Price	-13.9	2.5	15.8	30.7	41.3	20.5	-5.5	6.6

上記は今回発表された 2005～2008 年分に、過去の”World Economic Outlook”のデータを合成したものである。これで見ると、世界経済は 2003 年頃から成長軌道に乗り、04～06 年と 3 年連続で 5%前後の高度成長を維持している。この間、貿易量の増加と原油価格の高騰を伴っていることが目をひく。その原動力となったのは、米国経済（3～4%台）と中国経済（10%台）の高い成長である<sup>2</sup>。

今回発表された”World Economic Outlook”では、世界経済の成長率は 07 年、08 年はいずれも 4.9%と高い水準を維持し、これまでの勢いが持続することを予測している。ただし、貿易量の伸び率が 7%台へと落ち着きを見せる、原油価格は-5.5%と、徐々にマイナスに転じる、などの変化が足元で生じることになる。この辺から、「潮目が変わりつつあるのではないか」という観測が生じるわけだ。

今回の見通しでは、さらに以下のようなリスクシナリオについても触れている。

2006 年 9 月の「世界経済見通し」の時点より後退してはいるものの、この成長見通しに対しては依然、下振れリスクが存在する。主だった不透明要因を挙げると、住宅部門の悪化により米国経済が予想以上に減速する可能性、金融市場のボラティリティーが史上最低水準から上昇することでリスク資産からの資金の引き上げが生じるリスク、需給ギャップが引き続き縮小することにより、特に原油価格が再び急騰した場合にインフレ圧力が再燃する可能性、そして可能性は低いものの経済的コストの高いリスクとして、大規模な世界的不均衡の無秩序な解消といったものがある。

すなわち、米国経済、金融不安、インフレ、グローバル・インバランス、という順序でリスクを指摘している。後へ行くほど蓋然性は低くなると考えれば、この大局観はかなりの確といえそうだ。

<sup>2</sup> 米国の過剰な需要と中国の過剰な供給力が、貿易量の増加という形で全世界に波及効果をもたらす一方、世界で最もエネルギー効率の悪い両国の成長は、資源価格の高騰をもたらす、というお馴染みのメカニズムである。

## 米国の住宅問題をどう見るか

リスクの筆頭に「ご指名」されたのは、米国経済、特に住宅市場の問題である。これについては、少し過去にさかのぼって考えてみる必要がある。

2000年のハイテクバブル崩壊の直後に、同時多発テロ事件発生による恐怖が重なって、2001年秋の米国経済は一種の非常事態を迎える。そこで米連銀は金利を下げ始めるのだが、この過程で生じたのが住宅価格の上昇である。

このことは住宅投資ブームをもたらすと同時に、個人消費を刺激した。金利低下局面においては、ローンの借り換えをする「キャッシュアウト・リファイナンス」が盛んに行われるが、普通であれば返済額を減らすところを、現金を引き出してさらに消費する借り手が多かったためだ。

こういった「住宅バブル」現象は、特に日本のエコノミストの間で警戒感が強かった。バブル崩壊後の日本の経験に、どうしても重ね合わせたくなるからである。ただし米国における住宅価格の上昇は、人口の着実な増加という実需に裏打ちされたものであったし、大都市における治安の改善という価格の下支え要因もあった。かくして「住宅バブル崩壊による米国経済の腰折れ」という予想は、何年も外れ続けてきた。

2004年に米連銀が利上げに転じてからも、住宅市場の堅調さは持続した。それでも担保物権が値上がり続ける過程で、住宅ローンの貸し手側に「悪乗り」が増えるようになる。その代表が、低所得者向けの貸し出しである「サブプライム住宅ローン」の増加である。

米国の住宅ローンは、「スーパープライム」「プライム」「サブプライム」に大別されるが、サブプライムは主に年収2万5000ドル以下の層を対象としている。しかも、かつて日本で流行した「ゆとりローン」と同じように、時間が経過するとともに返済額が多くなる仕組みのものが含まれている。案の定、昨年未ぐらいから貸し倒れが増え始め、今年3月13日にはニューセンチュリーというローン会社が倒産した。ここから、「サブプライムが危ない」という声が強まり始めた。

ただし、これが「米国版バブル崩壊」に至るかといえば、その可能性は低いだろう。まず、サブプライムの貸し出しは、住宅ローン全体の10%以下である。さらに大半の貸し出しは、証券化されて販売されており、最終リスクは分散されている。仮に経営破綻に追い込まれる金融機関が出るとしても、他の健全な銀行が買い叩いて収拾するだろう。

つまり、日本が体験したような「資産デフレ 金融機関の経営悪化 クレジットクランチ 実体経済への悪影響」といったスパイラルは考えにくいということになる。

## 米国経済の真の問題点

それでは、米国の住宅問題が有する真のリスクとは何か。それは、ここ数年続いた個人消費の活況を支えた要素が消えるということであろう。

日本におけるバブル崩壊が深刻な問題に発展した理由の一つに、エコノミストがその病理に気づくのが遅かったことがある。なんとすれば、経済データはほとんどがフローに関するものであって、ストックに関するものは非常に少ない。結果として資産デフレに対する警戒感が乏しく、その影響を軽く見てしまったわけである。

現在の米国においては、エコノミストたちは日本の事例のことをよく知っている。日本と同じ失敗をすることはないだろう。ただし、住宅価格の下落というストックの現象は、個人消費というフローに対してある程度の影響を与えるだろう。つまり、日本型の危機には至らないまでも、(地域差はあるだろうが)、住宅価格の下落は向こう数年にわたって、じわじわと個人消費の足を引っ張るのではないだろうか。

足元の米国経済は、堅調な雇用の伸び(失業率は3月時点で4.4%)に支えられ、個人消費が息の長い増加を示している。その一方で、設備投資は昨年未から減少に転じている。企業業績は全体に好調ながら、キャッシュは配当やM&Aなどに回り、設備投資も多くは海外に向けられている。かくして昨年秋以降、米国の鉱工業生産は在庫調整局面に入っており、当面、生産は弱含むものと見込まれる。

いわば米国は日本より一足早く、企業部門から家計部門へ、生産から消費へという景気の成熟化が進行している。米国経済の景気拡大局面は、終わりに近づいていると見なければならぬ。ただし、このことは次の利下げが近いことも意味するので、株式市場は逆に好感している。つまり、景気のソフトランディングは大いに結構、ということだ。

しかし3%台で推移してきた米国経済が、2%台に減速した時点で、これが世界全体にどんな影響を与えるかは未知数である。ここ数年の世界経済の好調を支えた理由の一つに、米国による輸入の急増がある。これが減少とまで行かなくとも、前年並みに留まった瞬間に、果たして他国の経済にどんな影響が及ぶのか。

今世紀に入ってからグローバル化の進展は、03~06年にわたる世界同時好況をもたらした。が、これだけグローバル化が進んだ状態において、米国経済が本格的な不況に陥るという事態は、まだわれわれは体験したことがない。この点こそが、今後の世界経済にとって最大のリスクといえるのではないだろうか。

## 過熱する中国経済のリスク

米国エンジンの失速が懸念される一方で、中国エンジンは過熱が心配されている。

4月19日、中国が1-3月期GDPを発表した<sup>3</sup>ところ、前年同期比11.1%増という予想を越えた高い伸びであったことから、日本を含む各国株式市場の下げを招くことになった。金融引締めが行われる、人民元の切り上げにつながるといった思惑を招いたからだ。

---

<sup>3</sup> ちなみに米国の同発表は4月27日、日本は5月17日である。中国の経済統計発表はなんと早いことか!!(誉めて  
いるわけではない。念のため)

先の世界同時株安もそうだったが、上海株式市場は「孤高のローカル市場」であるから、マネーの連鎖によって株安が生じているわけではない。純粋な心理の連鎖によって、売りが売りを招くのである。

例えば、中国が保有する1兆ドルを超える外貨準備は、その多くが米国債に投資されており、うち一部は公的資金として四大銀行に注入されている。仮に上海市場における株安によって銀行が大きな手傷を負い、米国債を投げ売りするとしたらどうなるか。その連想がニューヨーク市場を揺るがすのは、けっして理不尽なことではない。「米中関係は、MAD (Mutually Assured Destruction = 相互確証破壊) の経済版」<sup>4</sup>という表現が、ピッタリ当てはまるのである。

中国経済は4年連続で10%超の成長を続けている。この高度成長は、米国向け輸出の拡大に支えられるところが大きかった。しかしそのためには、為替介入によって人民元レートを安定させることが必要であり、このことは必然的に外貨準備の増大をもたらす。すると国内での人民元発行額も増加し、過剰流動性を助長することになる。

今までにも散々、言い尽くされてきたことだが、この状況を安定させるためには、人民元を切り上げるのがいちばんの近道である。が、それが政治的に不可能であるために、景気の過熱を止めることができない。せいぜい外資規制を緩和することで、観光などによる黒字減らしを目指すか、国内資本による対外投資を拡大する程度であろう。

中国共産党は、経済を安定させるためにさまざまな政策を打ち出している。今年になってから、中国人民銀行は預金準備率を3回引き上げ、貸し出し基準金利なども引き上げた。3月に行われた全国人民代表大会会議では、07年の経済成長率の目標値は8%前後とされた。企業所得税法の採択などにより、経済の「質」の向上を目指す施策も採られている。

にもかかわらず、このまま景気過熱が止まらないのであれば、将来的にはより抜本的な引き締め策がとられることになるかもしれない。かくして株高が進む一方で、市場の疑心暗鬼は深まっている。他方では、来年は北京五輪を控えていることから、「どうせ本気で景気にブレーキをかけられるはずがない」とタカをくくる向きもある。結論として、中国国内の不安定な状況は今後も続くだろうし、周囲がそれに振り回されることも繰り返されると見ておく必要がある。

思うに米国経済と中国経済というツインエンジンは、グローバル化によって結び付けられている。世界経済の安定のためには、両方がソフトランディングしてもらう必要がある。が、それはなかなか難しくそうである。双方の結節点に位置し、受益者として追い風を受けている日本としては、やはり外需の動向には慎重にならざるを得ない。そうなる前に、日本経済は「個人消費」というエンジンに火を点ける必要があるだろう。

---

<sup>4</sup>ランディ・シュライバー元米国務省アジア太平洋担当次官補による。詳しくは本誌06年6月23日号「日米台三極対話～中国経済をどう見るか」を参照)

< 今週の”The Economist”誌から >

”Over to you, big spender”

Asia

「消費者にお願い」

April 21<sup>st</sup> 2007

\* なかなかやって来ない日本経済の個人消費ブーム。しかし”The Economist”誌は強気で  
す。鍵は正規社員の増加と、団塊世代の消費にあるとのこと。

< 要旨 >

日本経済が 10 年以上続いた低迷から脱出しつつあるのは、主に企業部門のお陰である。2003 年に回復が確認された頃から、長年のデフレと消費引き締めに飽きた消費者は動き出すだろうと、エコノミストたちは予測してきた。しかし消費ブーム予測は時期尚早で、回復の持続性には疑問符がつく。終わったはずのデフレも、2 月には復活している。

企業部門の回復は目覚しく、巨額の負債は返済してしまった。海外からの需要は強く、企業収益は 4 年連続で過去最高を更新している。放置されていた設備の更新も進んでいる。日銀短観によれば、設備投資は大企業から中小企業へ、製造業から非製造業へと広がっている。しかし遅かれ早かれ設備の更新は一巡するだろうし、自動車など対米輸出企業では米国経済への懸念が強まっている。また、日本政府は巨額の財政赤字を削減するだろうし、そうすれば需要は冷え込む。あらゆることが、家計の支出増加を望んでいる。

奇妙なことに、そうはなっていない。企業は雇用を増やし、失業率は 4% にまで低下。新卒への企業の採用意欲は、数年前と際立った対比をなす。それでも消費が伸びないのは、賃金が停滞しているから。1~2 月の雇用者所得は前年同月比で 1.1% の下落である。

技術革新を伴うグローバル化は、賃金への下方圧力となる。それだけではない。雇用は製造業から、低賃金のサービス業へとシフトしている。そして向こう 3~4 年で引退する団塊世代に代わり、入ってくる若い世代は上の世代のような高い報酬を望めない。

しかし賃金は、ひいては消費は、やがて上昇するだろう。更なる失業率低下は、賃金への上昇圧力を高める。ゴールドマンサックスによれば、その閾値は 2.5~3.5% であり、年末にはその水準に届く。10 年前に就職を諦めた世代も新たに採用されつつある。何よりも、企業が 2005 年以来、正規社員の雇用を増やしつつある。正規社員の賃金は高く、例えば彼らは年収の 2 割程度を占めるボーナスを得ることができる。

それ以上に団塊世代の引退に伴い、企業が支払う退職金は昨年度の 10 兆円から今年度は 13.5 兆円に跳ね上がる。このことは GDP を年間 0.3% 嵩上げする効果がある。カメラ店、釣り舟販売店、レストランなどが好調に転じ、団塊世代のレジャー需要の強さが窺える。

デフレの復活はさほど心配はいらない。2 月の消費者物価下落は、石油関連商品と携帯電話関連によるところが大であり、悪い話ではない。サービス産業においても価格上昇が広がっている。日本の消費者はついに自信を得て、自らの存在感を覚えるのではないかと。

## < From the Editor > 大相撲の懸賞金

景気が回復している指標のひとつとして、大相撲にかかる懸賞金の本数が増えたことは、多くの方がお気づきのことと思います。以下は「QUICK エコノミスト情報」4月11日号において、宅森昭吉さんが指摘されている内容です。

- 大相撲の懸賞本数は、1月場所で1146本と史上最高水準を更新。前年**同場所**比18.4%。千秋楽、結びの一番の朝青龍対琴欧州戦には、実に45本もの懸賞がかかった。
- 続く3月場所（大阪）は、八百長疑惑報道などもあり、懸賞本数は957本で前年**同場所**比1.7%の低い伸びとなった。千秋楽、結びの一番（朝青龍対千代大海）には42本の懸賞がかかった。ちなみに14日目の朝青龍対白鵬の一番は、14日目としては史上最高の42本がかかった（確かに、この14日目の取組は見応えがありました）。

大相撲の実況はかならずNHKが放映しますので、1本6万円の懸賞金は考えようによっては非常に安い広告費となります。永谷園などは、高見盛にいつも5本の懸賞をかけますが、いくらカメラを遠くに引いても、あの派手な意匠はすぐに分かりますからね。

元舞の海さん（現NHK解説者）の話によれば、大相撲協会は懸賞金から手数料として5000円を徴収し、さらに2万5000円を源泉徴収して納税に備えてくれるのだそうです。つまり勝ち力士の手取りは1本3万円。朝青龍のようにたくさん本数がかかる力士は、それこそ一番で100万円以上をゲットする計算です。15日間、全勝優勝に近い場合は、それこそ懸賞金の収入が優勝賞金（1000万円）を上回るかもしれません。

力士にとって、懸賞金が励みになるのは当然ですが、困ったこともあるとのこと。高見盛の場合、いつも取組に最低3万円×5本=15万円が懸かるわけですが、これは相手の力士にとっても条件は同じ。「今日の相手は高見盛」となると、対戦相手も「さあ、勝てば15万円」と張り切ってしまうので、高見盛はいつも真剣な挑戦を受けることになる。お茶漬のCMは呑気そうですが、スポンサーを背負うのも大変ですね。

ちなみに大相撲5月場所（国技館）は、5月13日（日）から。是非、懸賞金の本数にも注目したいところです。

\*本誌次号は、連休明けの5月11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あてにお願いします。

〒107-0052 東京都港区赤坂2-14-27 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4954

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com)