

米国経済復活の道筋～「歴史は繰り返す」～

2013年3月11日

アセットマネジメント部

チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

koichi.kurose@resonabank.co.jp

長く米国経済をウォッチしていると、「歴史は繰り返す」ということが実感としてよくわかる。2008年以降のサブプライム危機やリーマン・ショックは、1980年代後半のバブル崩壊やS&L危機と非常に似たパターンの繰り返しだ。更に興味深いことに、その後の政権交代、ねじれ議会、ドル安政策、も全く同じパターンだ。現在と1990年代の米国経済を対比して、「歴史は繰り返す」を概観する。そうすることで、今後の米国経済、米国株式相場、ドル相場、を展望するための道標としておきたい。

1. バブル生成

1980年代後半、米国では不動産バブルが生成した。原因は、S&L（日本の信用金庫や信用組合に相当）向けの規制緩和、モーゲージ証券の技術革新だと見られている。いつの世も大規模なバブル生成の背景には、規制緩和と金融技術革新があると言われるが、その通りのパターンだった。ケースシラー住宅価格指数では、90年3月がピークで82.76、ボトムは93年10月の75.31、下落率は9.0%だった。

2000年以降の不動産バブルの生成では、低信用者向けの住宅ローンであるサブプライム・ローンが中心的役割を果たした。そして、サブプライム・ローンを証券化、更にまた再証券化することで、高格付けの金融商品を生み出すと当時は信じられた金融技術革新により、バブルは大規模化して広く世界の投資家に保有された。やはりバブル生成の背景は同じで、規制面では銀証分離の緩和、金融技術革新では再証券化だった。比較可能なケースシラー住宅価格指数では、2006年6月がピークで226.89、ボトムは2012年1月の149.31、下落率は34.2%だった。

2. バブル崩壊と金融危機

1980年代後半から1990年代にかけては、バブル崩壊により多数のS&Lが破綻した。連邦預金保険公社（FDIC）のデータで不良債権のピークを問題銀行の数で見ると、1991年の1,430、資産は8,370億ドルだった。

2000年代後半の金融危機では、リーマン・ブラザーズ証券、カントリー・ワイド、ワシントン・ミューチュアル、などの金融機関が破綻、乃至は破綻の危機に瀕した。その生々しい記憶は、多くの方々に今も残っていることだろう。不良債権のピークを問題銀行の数で見ると、2009年の702、資産は4,030億ドルだった。この数値自体は1991年より小さい。しかし、バブルの規模は、住宅価格の下落率で見ても格段に大きかった。不良債権になる前に証券化、再証券化されて広く内外の投資家に保有されたため、銀行に集中しなかっただけのことである。

3. 不良債権処理

金融危機収束に向け、金融システムへの公的資金の注入が実施された。1980年代後半から1990年代にかけては、不良債権買取機関として整理信託公社(RTC)を設立された。RTCは747の金融機関から3,940億ドルの不良債権を買い取って処理した。

2000年代後半の金融危機での不良債権処理では、TARP制度を創設して銀行に直接資本注入が実施された。中には証券会社に資本注入するため、銀行免許を与えた例まであった。資本注入に当たって米

当局は、中核自己資本比率という新しい概念を開発、グローバル・スタンダードの確立に成功した。これによりハイブリッド証券市場は衰退に向かった。TARP は総額 4,173 億ドルが利用され、これまでに 3,275 億ドルが回収された（注1）。

4. 雇用なき景気回復（ジョブレス・リカバリー）

1990 年代前半こそが元祖ジョブレス・リカバリーで、この言葉はこの時代の雇用情勢を表現する造語として生まれた。その原因としては、ダウンサイジングと呼ばれた情報通信技術の発展による秘書や中間管理職の減少、一種のリストラであるリエンジニアリング、財政赤字削減のための国防費の削減で防衛関連産業での雇用減少（ディフェンス・コンバージョンと呼ばれた）、などが指摘された。

2010 年代のジョブレス・リカバリーでは、90 年代のような労働節約的な技術革新は特には起きていない。原因は、企業経営者が欧州債務危機や米国ねじれ議会に起因する不透明感を嫌って、雇用増加など前向きな経済活動を控えているからではないかと見られている（注2）。

5. 政権交代

1992 年の大統領選挙では、ブッシュ(父)政権からクリントン政権へと政権交代が起きた。ブッシュ(父)政権は、イラク戦争に勝利するなど外交面で成果を挙げたが、有権者の関心が最も高かったのは経済だった。一方、内政、特に経済を重視したクリントン陣営の戦略は国民に受け入れられ、「お馬鹿さん、大事なのは経済だよ」が流行語となった。政権交代の原因は、バブル崩壊、金融危機、雇用なき回復の 3 点セットと断じて良いだろう。

2008 年は、リーマン・ショックの 2 ヶ月後の大統領選挙で、ブッシュ(息子)大統領からオバマ大統領に政権交代が起きた。国民の目から見れば、金融危機は金融分野でのブッシュ(息子)政権の失政に映ったとみられる。この時点ではまだバブル崩壊と金融危機だけだったが、その後は雇用なき回復が続いた。

6. 中間選挙後のねじれ議会

米国では、オリンピックと同じで西暦年数が 4 で割り切れる年に大統領、議会選挙が実施される。その 4 年毎のちょうど中間に実施される議会選挙が中間選挙だ。

94 年の中間選挙では、民主党は大敗、共和党に上院と下院の主導権を握られた。敗因は、リベラルな政策だ。経済面では、大規模な財政政策や不良債権処理のための公的資金の注入にもかかわらず、景気情勢は芳しくなかった。野党は保守路線を強め、野党共和党のキングリッチが公約とした「アメリカとの契約」は一世を風靡した。また、財政赤字が強く批判された。クリントン政権は選挙後、政権運営を中道寄りにシフトすることで共和党の協力を得て、議会運営が空転する事態の回避には成功した。

2010 年の中間選挙では、オバマ民主党は大敗、下院の主導権を共和党に譲った。原因は 94 年のクリントン政権と同じで、リベラルな政策、芳しくない景気回復、財政赤字の 3 点セットだった。攻める野党が保守路線を掲げたのも全く同じ構図で、2010 年の主役は茶会だった。だが、その後は全く違った。

クリントン大統領は選挙で負けた後、中道寄りの政権運営を行なった。オバマ大統領も選挙直後は、韓国との FTA 締結や大統領府に雇用・競争力会議を新設してイメルト GE 会長を招聘するなど中道路線にシフトした。当時も財政の壁が問題となったが、野党案をほぼ丸呑みしたブッシュ減税の延長法案では、ペロシ下院議長が棄権するほどだった。しかしその後は、反格差デモや反ウォール・ストリート・デモなどを背景に左派路線へ回帰した。そして右派と左派の議会での対立は一層先鋭化した。その象徴が難産となった 2011 年 8 月の連邦債務上限引上げ法案で、この時に米国債は格下げされた。オバマ大統領は 2012 年の年頭教書で格差を「階級闘争」と表現して議論を呼んだ。

右派と左派の対立が激化した状況は、2012 年 11 月の大統領選挙後も大きくは変わっていない。

7. ドル安政策

バブル崩壊、金融危機、雇用なき回復の3点セットが主因で政権交代が起き、リベラルな政策、芳しくない景気回復、財政赤字の3点セットが主因で中間選挙に負けた後、政権が取組んだのが景気回復だ。その1つの方策が、外需拡大であり、ドル安政策だ。

対ドルでの円高の記録は、長らく1995年4月の1ドル79円台だった。当時のクリントン政権では、政治家があからさまに口先介入してドル安・円高を誘導した。当時はまだ日米貿易摩擦が激しく、「日米構造協議」で日本は貿易赤字削減のため、10年間で430兆円もの公共投資を対米公約させられた。

オバマ政権の外需拡大策は、輸出倍増計画として具体化されている。クリントン時代のようなあからさまなドル安（円高）要求はないが、低金利政策や量的緩和を通じ、市場メカニズムを通じてドル安となった。米国の最大の貿易赤字国が日本から中国に変わったため、人民元高要求をしてはいるが、中国は緩やかな元高しか容認していない。対円では、リーマン・ショック後に急激に円高となった。その後も米国が量的緩和であるQE1やQE2を実施するたびに円高となった。ただし、2012年のQE3では、日銀も量的緩和を強化したこともあり円高にはならなかった。むしろその後は、「大胆な金融政策」を標榜して2%の物価目標を導入した安倍政権の発足もあり、円安に振れている。

8. インフレ懸念、利上げ、大虐殺、メキシコ通貨危機（テキーラ危機）

91年3月の景気動向CIの底打ち、93年から94年にかけての物価上昇率の下げ止まり、93年10月の住宅価格の底を打ち、などを背景に、FRBは94年2月に利上げに転じた。利上げ幅は、2月の3%からその年の12月には5.5%に達する急激なものだった。この間、10年国債金利は約6%から8%まで上昇した。また、当時はまだ草創期だったモーゲージ市場が大きく混乱、一部メディアでは「大虐殺（massacre）」とまで評された。更に、利上げにより米国とメキシコの金利差が拡大、当時は米ドルとペソが固定相場だったためメキシコから急激に資本が流出した。ペソは94年12月に変動相場制に移行、その後は暴落して通貨危機（テキーラ危機）となった。

今の米国はまだ低金利政策を維持している。しかし、いつかは量的緩和を撤回して利上げをする時期が来るだろう。当時の金融市場の混乱や通貨危機は、1つのリスクシナリオと考えてよいだろう。

9. 米国産業復活

経済の停滞は産業の停滞と表裏一体だ。90年前後の米国は、国家安全保障にもかかわる重要なハイテク産業とされた半導体分野で、日本勢に席卷された。しかし、90年代半ばからはIT産業が勃興、米国産業復活の象徴となった。具体的には、ヤフー、アマゾン、マイクロソフト、デル、シスコシステムズ、などの企業が急成長した。政府は、政策面でインターネットを利用する商取引を非課税とするなど、税制を戦略的に利用して産業の発展を推進した。

2010年代に米国経済が復活する芽としては、「エネルギー・ルネサンス」と称されるシェールガス革命が有力だと見られている。米国では国産ガスの増加により原油輸入は減少し、液化天然ガスは一大輸出産業になると見込まれている。日本ではコスト高からエチレンプラントの閉鎖が相次いでいるが、米国では12ものエチレンプラントの新設計画が進行中だ。低価格のガスを利用する製造業の国内回帰（リショアリングと呼ばれる）も進んでいる。製造業が回帰すると、工作機械、金型などへと産業のすそ野が広がるが、その兆候は明確に出始めている。ただし、増産によりガス価格が下落しており、ガス会社は減損処理を迫られる事態となっている。90年代のIT革命では急成長するベンチャー企業が星の如く現れたが、シェールガス革命ではそのような企業はほとんど出ない。ガス価格の下落が広く経済全体に恩恵を与えるものの、革命を象徴する企業が見えにくい静かな革命だ。

10. IT 革命、株高、ドル高、財政黒字

90年代後半以降、米国経済は復活した。当時はリーディング産業だった IT 産業の技術革新により、米国の潜在成長率が上方に屈折し、在庫管理技術の向上で在庫循環も消滅したと考えられた。この2つの現象は、総括して IT 革命と呼ばれた。グリーンズパン FRB 議長は、IT 革命を「100年に一度の革命」とまで呼んだ。しかし、その後の GDP 統計の改定により米国の潜在成長率が上方に屈折した事実は否定され、景気循環も従前と同じように生じたことから、IT 革命は死語となった。しかし、産業の構造調整（新陳代謝）が進んだのは間違いない。IT 産業の勃興は、その後も WEB2.0、モバイル、SNS、スマホ、ビッグデータ、へと続いている。

株価は、IT 革命が信じられていたことでバブル状態となった。特に、拡大解釈された IT 関係企業の株価だけが大きく値上がりしたことから、二極化相場と呼ばれた。しかし、2000年頃を境にバブルは崩壊、株価は大きく値下がりした。その後は低金利政策が実施され、後のサブプライム・ローンに繋がる不動産バブルへと繋がっていった。

通貨政策は、景気が好転すると、ドル安政策からインフレ抑制効果のあるドル高政策へと転換した。主導したのは 95年に就任したルービン財務長官で「ドル高は米国の国益」が口先介入の際の常套句だった。ドル高の結果、貿易赤字は大きく増加、これは今もグローバル・インバランス問題として続いている。解決に向けてオバマ政権は輸出倍增計画を立案したが、ある程度は順調に推移している。

経済の復活で財政黒字も実現した。1998年から2001年まで連邦政府は4年連続財政黒字を達成した。

現在は、まだシェールガス革命の一端が見えただけだ。従って「シェールガス革命、株高、ドル高」というタイトルで事実を綴るのは、まだ先の話だ。しかし、ここまで類似の展開を見れば、米国が政治と経済のダイナミズムを失わない限り、いつかは事実を綴る時が来ると期待できるのではないかと。

尚、米国はリーマン・ショック後に人口が1300万人増加した。これは東京都にほぼ匹敵する。

11. 最後に

米国の経済と政治は相互に関連しながらダイナミックに動く。経済の好不況の循環は景気循環として広く知られるが、支配的な政治思想も保守とリベラルの左右に振れる振り子の観点から循環論として捉えることが可能だ。経済の好不況、保守とリベラルの左右に振れる支配的な政治思想、で4つの局面を形成するのが米国のダイナミズムの特長だ。

本稿では90年代と2000年代の不動産バブル生成後の流れを見たが、驚くほど似ていることが確認できる。ただ達観すれば、今後も長きにわたり同じような営為が繰り返されると観て良いのではないかと。

以上

(注1) 詳細は以下の報告書。

<http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/reports/Documents/September%202012%20Monthly%20Report.pdf>

(注2) 米国の政策の不透明感を定量的に計測する指標としては以下サイトが有益。

<http://www.policyuncertainty.com/>

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できると思われる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。