



JRI news release

2001年の米国経済 ～バンピー・ランディングの公算大～

2001年1月23日

株式会社 日本総合研究所調査部

米国経済の復活と最近の変調

(1)米国経済は、91年3月をボトムに長期にわたり景気拡大を持続。とりわけ、97年～2000年の4年間は年率+4%を上回る高成長を持続し、世界各国の輸出を吸収することを通じて、世界経済を強力に牽引。

(2)米国経済の好調は、次の通りIT革命によって経済体質が大幅に強化されたことが主因。

世界に先駆けて勃興したIT革命によって、情報関連の新たな需要が創出。

ITユーザー産業で、ITを活用した業務プロセスの改善、新製品・新サービスの開発が進展。

それらに伴って労働生産性が上昇し、高成長と低インフレという、これまで相反するとみられていた現象が両立可能に。

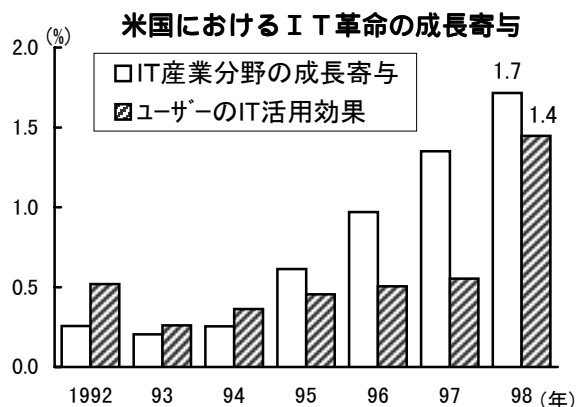
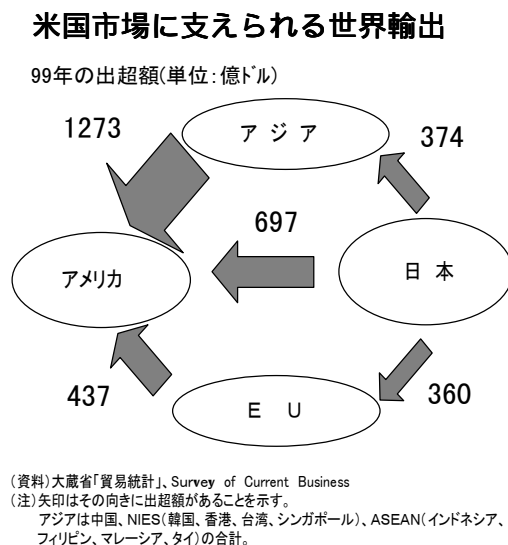
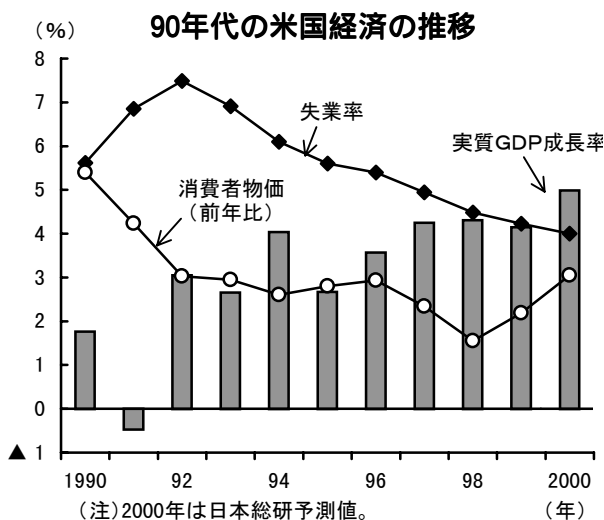
(3)ところが、米国経済はここにくいて次の3点で変調を来している。

実体経済が2000年央以降、減速傾向に転じ、年末にかけて減速ペースが加速

株式相場がハイテク株を中心に調整局面

金融・資本市場全体でもリスク回避姿勢が急加速

(4)仮に米国景気が失速した場合、牽引役を失った世界経済が深刻な打撃を被ることは不可避。すでに、米国株式市場が調整局面にあるなかで、世界の株式市場もそれに連動する形で不安定化。その意味で、2001年の世界経済における最大のリスク・ファクターは米国経済。



(注) 試算の考え方は、以下の通り。
 ・IT産業分野...ハードウェア、情報サービス、通信・放送
 ・ユーザーのIT活用効果...情報機器仕掛の成長率寄与度。
 ・両者の間には、重複部分がある。

企業・家計部門とも急減速

(1)2000年央以降、実体経済は減速傾向に。その背景は次の通り。

2000年春以降の株価急落に伴う逆資産効果により、個人消費がやや減速。

99年央以降の累次の金融引き締めの影響などにより、住宅投資、設備投資が鈍化。

(2)2000年10月以降、景気減速ペースは加速している状況。

・企業部門

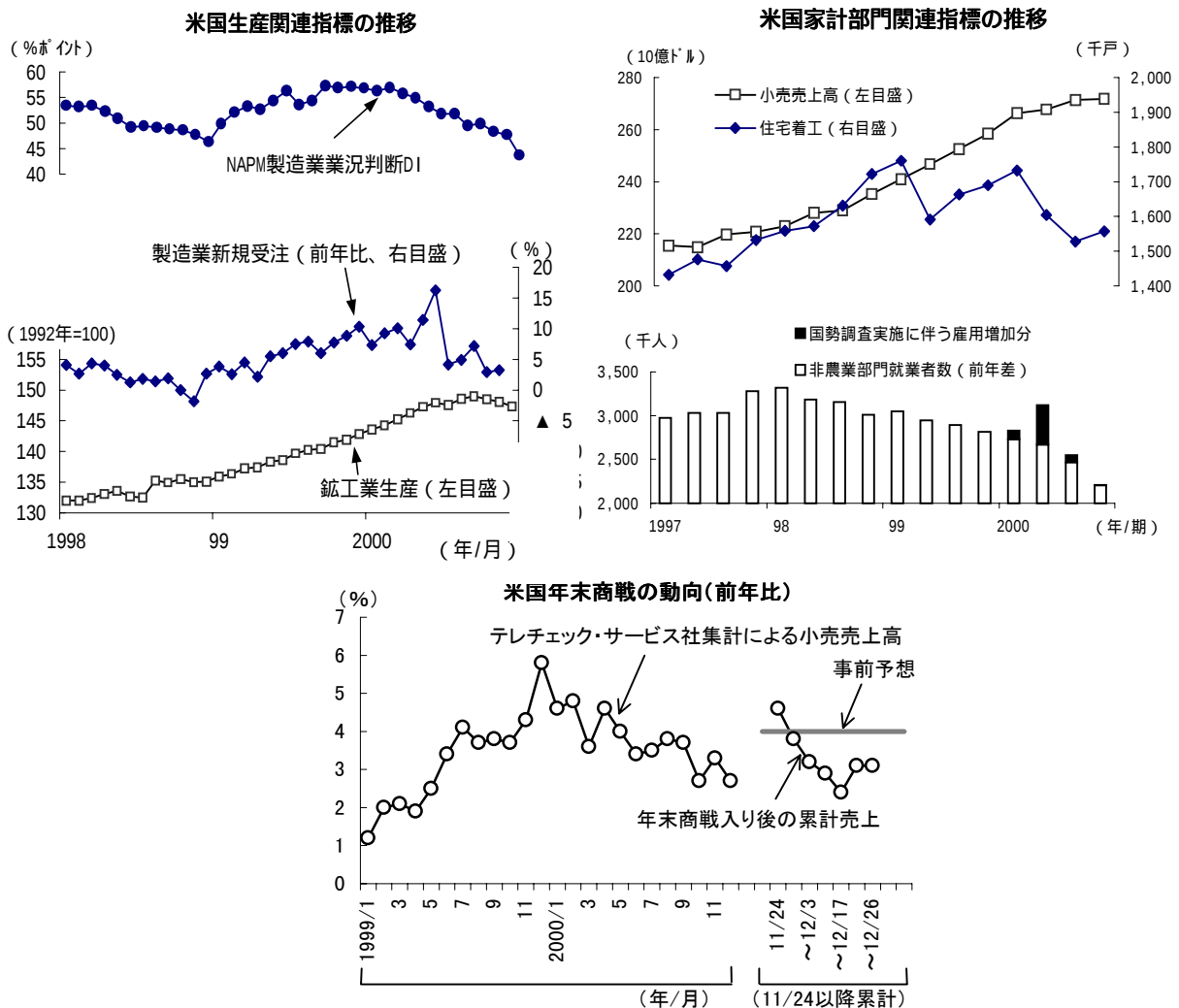
鉱工業生産が10、11月と2ヵ月連続で前月比マイナス。情報関連を除いた部分での落ち込みが顕著。受注面でも減速傾向が明確化。

NAPM製造業業況判断DIは、8月以降、景況判断の分岐点である50%ポイントを下回って推移し、12月には91年4月以来の低水準に。

・家計部門

秋以降、雇用者数の増勢が鈍化傾向にあることに加えて、株価調整が進展するなか、個人消費の減速傾向が明確化。小売売上高は10、11月と2ヵ月連続で前月比マイナスとなった後、12月にはクリスマス商戦の低調もあり、同+0.1%とほぼ横ばい。

住宅着工は、モーゲージ金利の低下を映じて、秋以降、下げ止まりから持ち直しに転換。



当面は減速傾向が持続

今後の米国景気を展望しても、明るい材料は見出しにくく、次の要因により、実体経済の減速傾向が持続する公算大。

在庫調整圧力の高まり

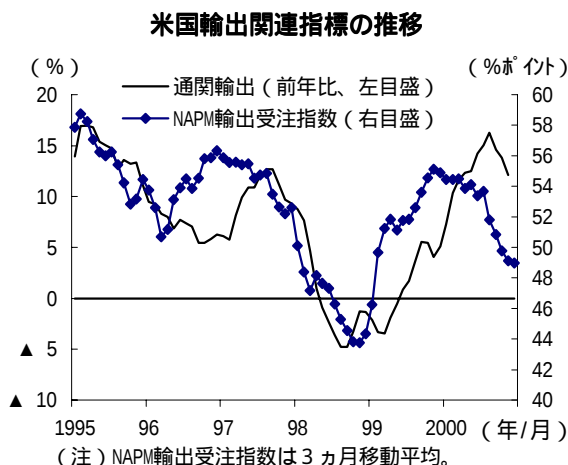
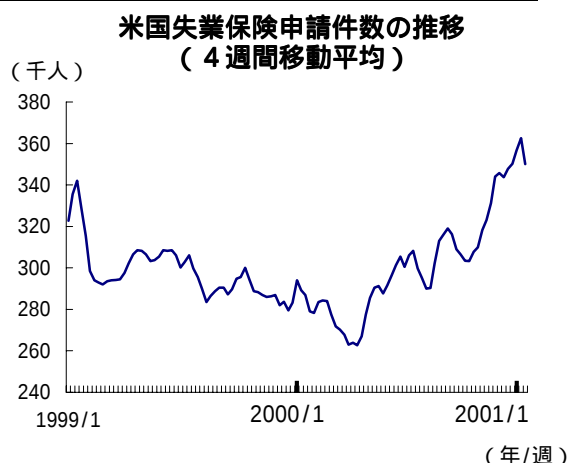
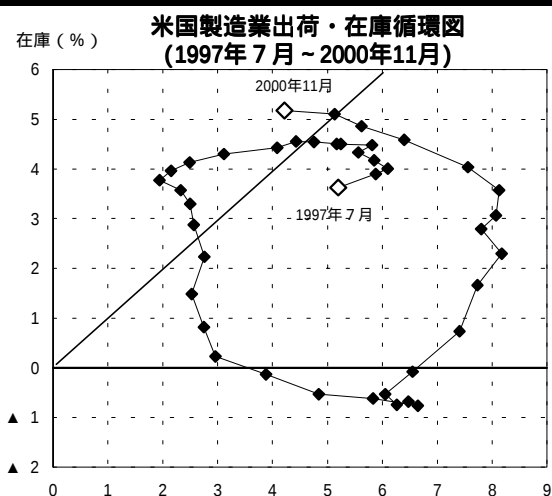
企業部門では、出荷の伸び鈍化に伴い在庫が積み上がっている状況。年末商戦が当初予想に反して低調であったことも、小売在庫の積み上がりにつながった模様。このため、企業は早晩、在庫調整を強いられる見込み。

雇用環境の変調

失業率は引き続き4%近辺で安定的に推移しているものの、失業保険申請件数はすでに11月以降、急増傾向。今後は、企業業績悪化によりレイオフが一段と実施される公算が大きく、それに伴い失業率も緩やかながらも上昇に転じる恐れ。

外需の鈍化

欧州景気が2000年半ば以降、それまでの力強い拡大からスローダウンしているうえ、東アジア景気も、政局不安や企業収益の悪化などを背景に減速傾向。さらに、ウェイトの大きいNAFTA諸国（カナダ、メキシコ）向け輸出は、経済一体化の進展により米国の内需と連動性が強く、今後は期待できず。こうしたことから、輸出の増勢鈍化は不可避。なお、NAPM輸出受注指数は6月以降、ほぼ一本調子で急低下。



世界主要国・地域の実質経済成長率見通し

	(前年比、%)		
	1999年 (実績)	2000年 (見込み)	2001年 (予測)
ユーロ圏	2.5	3.4	2.7
英国	2.3	3.1	2.6
東アジア地域	6.5	7.7	5.7
NIES	7.3	8.5	4.6
ASEAN	3.0	5.0	3.4
中国	7.1	8.1	7.7

(資料) 各国統計

ハイテク・バブルが崩壊

(1)米国では、IT革命が進行するなかで、ハイテク企業の業績や成長性に対する期待が膨らみ、次第にバブルを形成。バブル下では、ハイテク企業の株価は、P E R（株価収益率、株価 / 1株当たり利益）をはじめとする伝統的な評価基準では説明できないほどの高価格で取引。

(2)ところが、2000年春以降、以下の要因により、ハイテク企業の将来に対する過度の期待が急速に剥落し、ハイテク・バブルが崩壊。

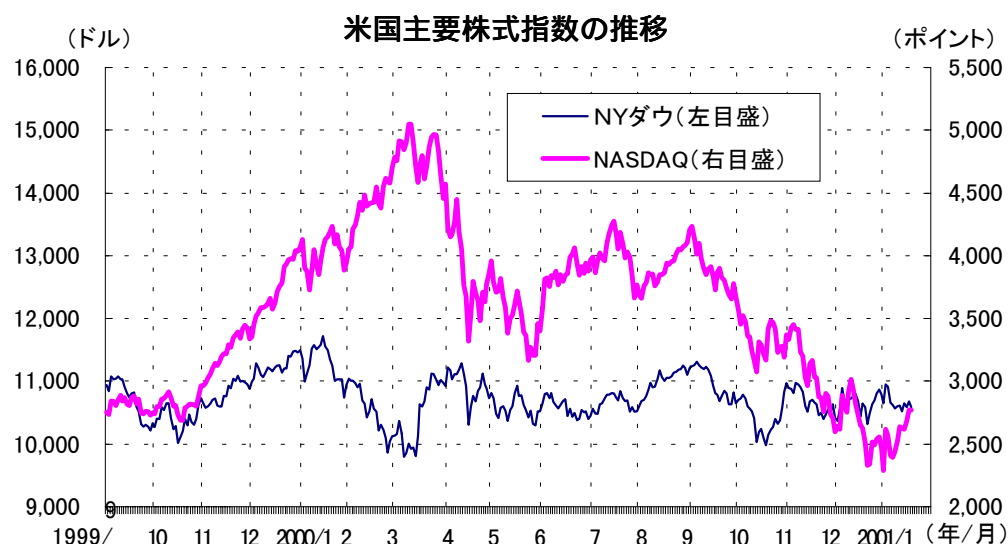
ハイテク企業株価に対する割高感

ハイテク企業の業績鈍化や業績見通しの下方修正

パソコン、半導体などの実需面での陰り

技術革新のリード役とみなされてきた携帯電話・携帯情報端末に対する不透明感の台頭

(3)とりわけ、ハイテク銘柄の多いNASDAQ指数の下落が顕著であり、2000年末～2001年初には過去最高値対比で約5割低い水準へ。



米国のハイテク神話と現実

	ハイテク神話	現実
	ハイテク企業は売上、利益、生産性に関し、今後も持続して顕著な拡大を見込める	売上や利益がやや鈍化、ないし当初予想対比下方修正
	ハイテク企業は、景気減速や金利上昇など、外部環境の変動に左右されない	ハイテク企業といえども経済のファンダメンタルズの影響を受ける
	独占状態は絶対的な優位性をもたらす	マイクロソフトの独禁法抵触問題など、政府が介入
	インターネットの成長は始まったばかりで、成長ペースは今後加速する	インターネット商品・サービスに対する需要は無限ではない
	現在の収益よりも将来の収益見通しのほうが重要	将来見通し予測の際の前提条件が崩れる（他社の参入を考慮せず等）
	今回は違う（構造変化が生じている）	ハイテクを巡る一連の動きは革命的とはいえ、短期的な市場の力には抗し難い

（資料）Wall Street Journal（2000年10月16日付）

金融・資本市場の動揺は当面持続

(1)2000年秋以降、金融・資本市場でリスク回避姿勢が急速に強まっている状況。実体経済面で当面、明るい動きが期待できないなか、市場の動揺が早期に収拾する公算は小。

株式市場

ハイテク銘柄の大幅調整が続くなか、IPO（新規株式公開）を中心としたエクイティ・ファイナンスが困難化。IPOは金額、件数とも急速に縮小。

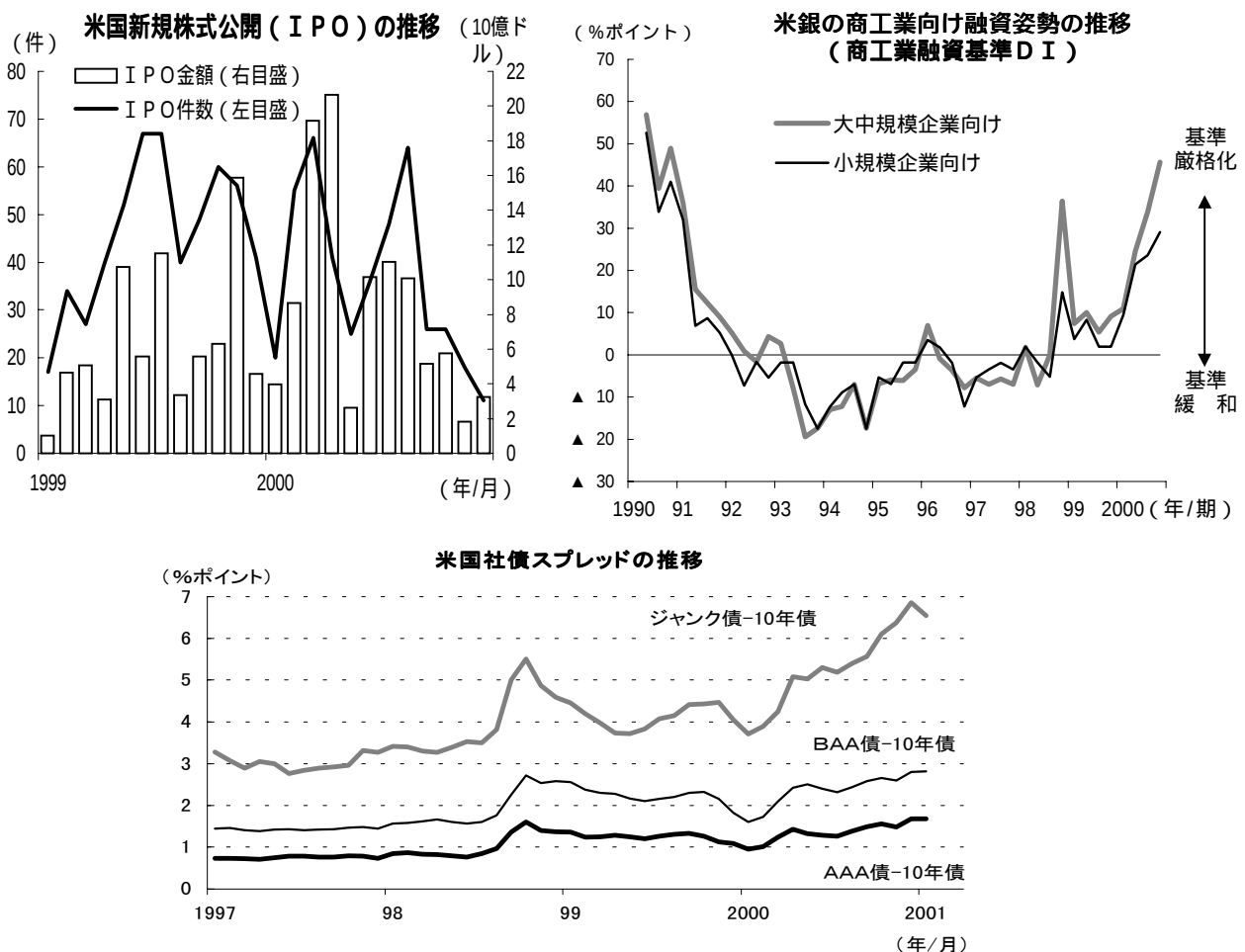
社債市場

低格付けのジャンク債のスプレッド（国債との利回り格差）が急拡大し、世界的に信用収縮リスクの高まった98年ロシア危機～LTCM危機時を超。このほか、BaaやAaa格などの優良社債のスプレッドもジリ高傾向。さらに、社債の発行自体が困難に。

銀行の融資姿勢

直接金融市場での混乱に加えて、景気の先行き不透明感の強まりなどを背景に、銀行の融資姿勢が急速に慎重化。Fedの融資実態調査によれば、銀行の大・中企業向け商工業融資基準DIは7～9月期には98年10～12月期のLTCM危機当時を超え、90年10～12月期以来の高水準に。

(2)こうした市場の調整は、企業の資金調達コストの上昇、企業・家計両部門でのマインド悪化などを通じて、景気を一段と下押しする懸念。



年前半に段階的に利下げ

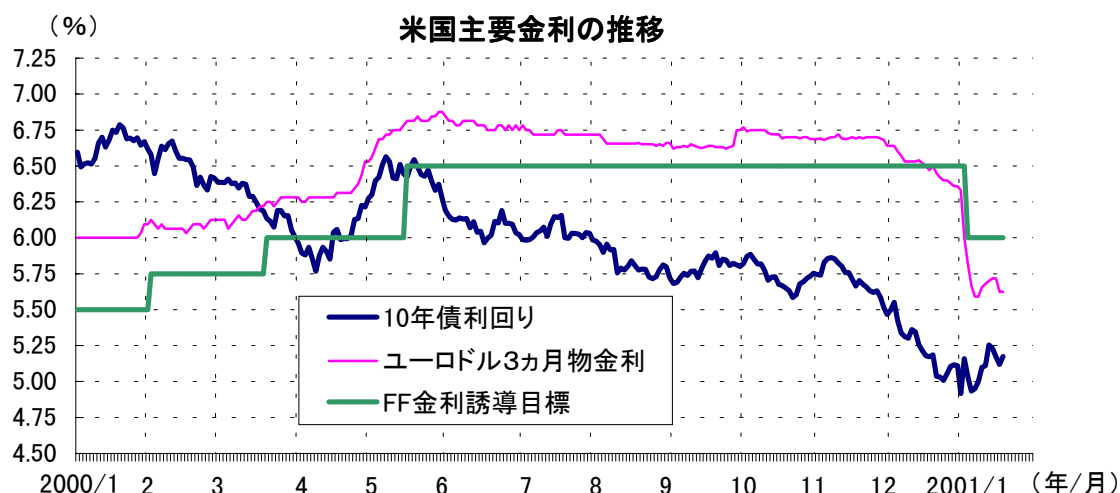
(1) Fed は、2000年12月19日のFOMCで金融政策スタンスを「インフレ警戒型」から一気に「景気配慮型」に変更したうえ、年明け1月3日には緊急会合を開き0.5%の利下げを実施。利下げ実施のタイミング・幅ともに意表を突いたものの、実のところは、すでに大幅利下げを織り込んでいた市場の見方に対する遅れを取り戻すための苦肉の策。

(2) 今後の金融政策を展望すると、緊急利下げ以降も、実体経済面では、一段の景気減速を示唆する材料が相次いでいるうえ、緊急利下げを受けていったんは上昇に転じた株価が再び反落に転じるなど、不安心理の増幅に歯止めが掛からず。このため、次回1月30・31日のFOMCにおいて、Fedは0.25%の追加利下げに踏み切る可能性大。

(3) その後も、少なくとも2001年前半中は在庫・雇用調整などを背景に景気が一段と減速感を強めると見込まれることから、Fedは情勢を注視しつつ小刻みな利下げを繰り返す公算大。

FOMCによる緊急利下げ声明文<要旨> (2001年1月3日発表)

- ・FF金利を6.5%から6.0%へ、公定歩合を6.0%から5.75%へ各々引き下げ。
- ・こうした政策発動は、販売・生産活動の一段の鈍化、消費者信頼感の低下、一部金融市場での信用条件の厳格化、エネルギー価格高騰による家計・企業の購買力低下、等に鑑みてとられた。
- ・インフレ圧力はなお残存しているものの、長期的にみた技術進歩とそれに付随する生産性の上昇が鈍っていることを示す証拠はほとんどない。
- ・予見し得る将来において経済が減速するリスクのほうが大きいものと引き続き判断。



大型減税の前倒し実施の公算

(1)米国では、98会計年度に財政収支が黒字化した後、年度を追う毎に黒字額が拡大。2000年度には2,356億ドルの黒字に。財政収支改善の背景は以下の通り。

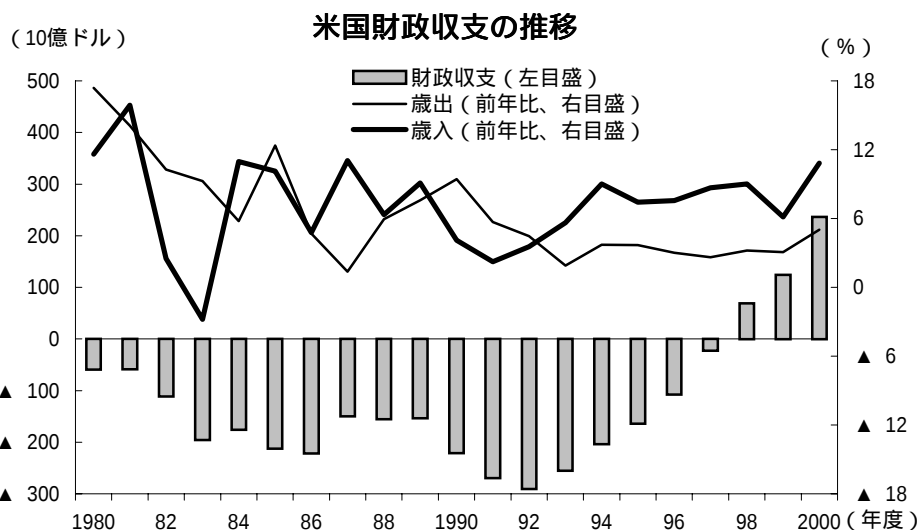
景気の好調な拡大による税収増および失業保険支払いなどの歳出減

株式市場の好調によるキャピタル・ゲイン税収の急拡大

80年代半ば以降、グラム・ラドマン・ホーリングズ法をはじめとする財政収支改善に向けた不断の取り組みの奏効

(2)ブッシュ大統領は、大統領選挙中、10年間で1兆9,077億ドルの大型減税・歳出拡大策を公約。CBO（議会予算局）の見通しによれば、今後10年間（2001～2010会計年度）で予想される連邦政府の一般会計黒字の累計額は2兆1,700億ドルであり、ブッシュ大統領の政策はこの9割近くに相当。とりわけ、減税計画は10年間で1兆3,170億ドルと、レーガン政権下で実施された81年経済再建法（81～86年度の6年間で7,180億ドル）以来の規模。

(3)減税は当初計画では、実施期間の最初の数年間は減税規模が小さく、後年になるほど規模が拡大。しかし、このところの景気急減速を受けて、一部前倒しでの実施が検討。議会勢力が拮抗する状況下、減税案が計画通りに議会を通過するか否かは不透明との声もあるものの、景気失速への危機意識から、むしろ党派を超えた賛成が得られやすい可能性。



ブッシュ新政権の財政政策 (2001～2010年度計)

(10億ドル)	
合計	1,907.7
減税	1,317.0
歳出拡大	474.6
メディケア関連	198.3
医療	131.9
国防	45.0
教育	47.6
その他	51.8
政府改革	▲196.4
利払い費	312.5

ブッシュ新政権の減税案の概要

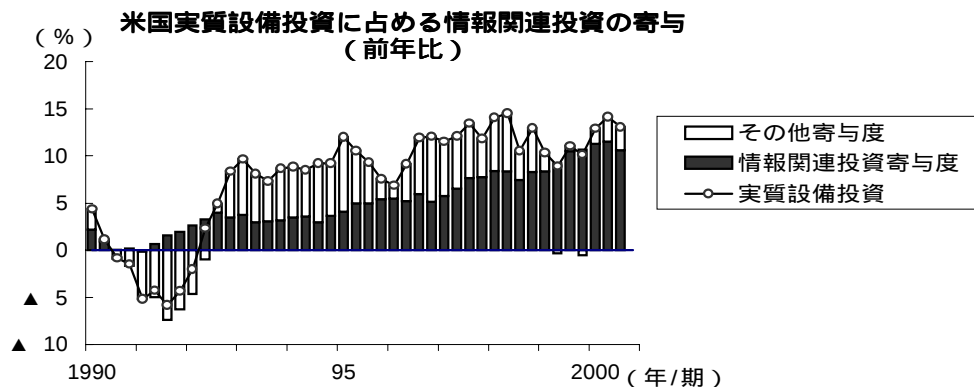
- ・ 10年間で総額1兆3,170億ドル
- ・ 所得税率を5段階から4段階に簡素化
15, 28, 31, 36, 39.6% → 10, 15, 25, 33%
- ・ 扶養子女向け税控除の拡大
現行500ドル → 1,000ドル
- ・ 夫婦合算課税の際の税控除額の引き上げ
- ・ 寄付控除の引き上げ
- ・ 遺産税の廃止
- ・ R & D 税控除を恒久化

情報関連投資は堅調持続

(1)最近のハイテク・バブル崩壊は、あくまで、バブル部分についての健全な調整であり、中長期的にみたハイテク企業の成長性を否定するものではなく、ましてやIT革命の否定につながらず。むしろ、IT革命は米国経済の構造を着実に変えつつあり、いまやIT革命への対応の巧拙が企業の命運を大きく左右。

(2)米国企業の最近のインターネット活用例をみると、仕入れ、生産、輸送、販売、さらにはアフター・ケアに至るあらゆる段階で、インターネットを活用。それによって売上増、コスト削減、顧客サービスの向上を実現。こうした状況を映じて、企業経営者の間では、IT技術を梃子とした経営革新の動きが競争力強化に不可欠との認識が浸透。

(3)ただし、情報関連需要といえども、景気減速の影響は避けられないうえ、過剰期待から上乗せされていた部分が剥落することは十分予想。その結果、2001年の情報関連投資は前年比+14.8%と、2000年の同+25.2%（見込み）対比鈍化するものの、依然2桁の伸びを維持する見通し。



米国企業の最近のインターネット活用例

分野	企業	業種	プロジェクト	効果
製品	Whirlpool	電機	白物家電とネットを融合(素材、汚れに応じた洗濯プログラム等)	サービス収入の確保、買い替えサイクルの短縮
	Honeywell	電機・機械	工場重宝、製造工程の自動化、トレーニング等に関する電子市場を構築	売上増
	State Street	銀行	ネット上での為替オプション等、機関投資家向けオンラインサービス	売上増
マーケティング	Marriott International	ホテル	各顧客の属性や好みに合わせてネットセール	セールの効率化
	Capital One	クレジットカード	各顧客の属性や好みに合わせてネットセール	セールの効率化
合理化	Dell Computer	コンピューター	部品メーカーとの協同体制を向上し、部品購入の90%をオンライン上で実施	受主・出荷間の時間短縮(30時間から15時間へ)
	Miller Brewing	飲料	製造ラインをネットモニター、問題発生時迅速に検知	欠陥率を5%から0.1%へ引き下げ
	Cisco Systems	ネット機器	サプライヤー、メーカー、顧客との間をネット上の販売・在庫管理システムでリンク	収益の20%相当のコスト削減
輸送	United Parcel Service	運送	顧客に対しオンラインでトラックサービスを提供	顧客の輸送コスト削減を通じた売上増
	General Mills	食料品	取引先との輸送トラックを構築	これまでのところ輸送コストを7%削減。将来は同比率が上昇
顧客サービス	Lands' End	衣料	顧客と同体型のモデルによる試着等のオンラインサービス	オンライン売上が増え、全売上の10%に
	Progressive Insurance	損害保険	通話録画、ネットを使って、事故の把握、保険金支払いを迅速化	事故報告の正確性向上、コスト削減
管理	General Electric	電機	航空機エンジン業務に関し部品の追跡システムを導入	コスト削減
	Delta Air Lines	航空	航空券販売の自動化、遅延、空席状況等のネットでの公開	コスト削減、売上増

(資料) Business Week (2000年9月18日号)

バンピー・ランディングの可能性

(1)以上により、2001年の米国経済は一段と減速傾向を強める見込み。ただし、景気が滑らかに減速していく、いわゆるソフト・ランディングではなく、市場や実体経済においてさまざまな混乱が生じ、乱高下を繰り返しながらも、次の要因により辛うじて失速（ハード・ランディング）を免れるという、バンピー・ランディング（注2）の可能性大。

金融・財政両面からの機動的な政策発動
米国の経済体質の強化（注1）
IT投資の堅調持続

（注1）具体的には、(a)バブルは株式市場に限定されており、不動産など他部門には本格的に波及せず、
(b)金融機関の経営体質が強化されており、金融システム危機に至る公算は小、(c)企業が柔軟性を保持しており、経営悪化に対しては早急にレイオフなどの調整を行う公算大、など。このため、自律調整→自律回復のメカニズムが健全。

(2)2001年の実質経済成長率は+2.6%となる見通し。

景気のコースとしては、2001年上期は前期比年率+2%前後と、急激に減速するものの、下期は+3%台と比較的短期間の調整で終わる見込み。

ただし、米国経済が過去数年にわたり年率4～5%の高成長を続けてきただけに、相当強い減速感が生じると予想。

（注2）なお、各ランディングの定義としては、最近、現地エコノミストなどの間では以下が一般的。
・ソフト・ランディング：景気が潜在成長率あるいはそれをわずかに下回るペースに減速（年率+3～4%前後）。
・バンピー・ランディング：景気が潜在成長率を下回るペースに減速するものの景気後退を回避（年率1～3%）。
・ハード・ランディング：景気が後退局面入り（マイナス成長あるいは年率1%以下）。

米国経済成長率・物価見通し

（四半期は季調済前期比年率、%）

	1999年 (実績)	2000年 (見込み)	1～3	4～6	7～9	10～12	2001年 (予測)	1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP	4.2	5.1	4.8	5.6	2.2	2.5	2.6	1.9	2.3	3.2	3.3
個人消費	5.3	5.3	7.6	3.1	4.5	2.4	3.0	2.7	2.8	3.2	3.3
住宅投資	6.4	▲0.5	3.2	1.3	▲10.6	▲3.6	▲1.3	2.6	▲1.4	1.4	2.8
設備投資	10.1	13.1	21.0	14.6	7.7	6.2	6.2	4.2	5.2	6.2	6.4
在庫投資	▲0.4	0.2	▲1.9	1.8	▲0.3	0.3	▲0.3	▲1.1	▲0.8	▲0.2	▲0.2
政府支出	3.3	2.8	▲1.1	4.8	▲1.4	2.4	2.8	3.4	3.8	3.5	3.4
純輸出	▲1.2	▲1.0	▲1.1	▲1.1	▲1.0	▲0.6	▲0.4	▲0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.4
輸出	2.9	9.8	6.3	14.4	13.9	4.2	7.0	5.6	6.1	5.8	6.4
輸入	10.7	14.1	12.0	18.5	17.0	6.5	7.8	5.1	5.3	6.2	6.8
実質最終需要	4.6	4.9	6.8	3.9	2.4	2.3	3.0	3.0	3.2	3.5	3.6
消費者物価	2.2	3.4	3.2	3.3	3.5	3.4	2.6	2.8	2.7	2.6	2.4
除く食料・エネルギー	2.1	2.4	2.2	2.4	2.6	2.6	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6

→ 予測