米景気、GNPでは読めず

総需要など指標に

対応を誤れば不況にも

経済教室

ローレンス・クライン
ペンシルベニア大学教授
ニッセイ基礎研究所ニューヨーク事務所
主席研究員　藤坂　浩三

遅れが目立つFRBの対応

第四四半期に入り、米経済がリセッションに入ったとする見方が市場で多くなった。米連邦準備理事会（FRB）も公定歩合を引き下げ、リセッション入りをようやく認めたようだ。

しかし市場、政策当局が国民総生産（GNP）の連続二四半期のマイナス成長を予想しているとすれば、実体経済を読み違えることになるだろう。

湾岸危機後の石油価格の上昇で、多くの人がGNPの低下を予想しているが、いまGNPで景気を判断するのは適切ではない。実体経済の悪化にもかかわらず、第四四半期のGNPの成長率がマイナスにならない可能性があり、なったとしても、市場の予想よりもかなり良い数字になるからである。

このため、第四四半期のGNPが発表されると、市場は予想よりも良いGNP成長率から大幅な金融緩和を期待しなくなり、FRBも金融緩和の速度を遅らすようなことが考えられる。そうなれば、非常に厳しくなっている現在の米国経済の実体を読み違え、間違った政策からディプレッションにまで発展させてしまう恐れがある。

外的ショックがある時に、GNPは景気の転換点を見いだすのに適した指標ではない。例えば、八五―八六年に石油輸出国機構（OPEC）内の生産枠協調が乱れ、生産過剰によって、石油価格は一バレル二八ドルから同八ドルまで急落し、それによる景気刺激効果のために八六年の景気の谷が見つけにくくなった。また六六年の景気転換点も、ベトナム戦争に伴う政府支出の増加があったため、実際にはミニリセッションに終わった。

今は、湾岸危機による戦争準備への政府支出増と、石油価格の急上昇という二つの外的ショックの影響を受けている。このような時に、米国経済の転換点を正しくつかむには月次統計を注意深く見る必要がある。

政府は、毎月発表される六十五以上の月次統計を基にして今期と次期のGNP項目を予測する「ハイフリークエンシーモデル（超短期経済予測モデル）」からの結果を示している。鉱工業生産指数など主要な統計が発表されるごとに、それらのデータを更新してGNPなどの動きを予測する。

表に見るように、モデルのパフォーマンスは九〇年第一、三四半期はかなり良かった。第一四半期の実質GNP、GNPデフレーターの伸びは七月十九日の予測ではそれぞれ一・一%、四・六六%を予想している。七月二十七日に発表された速報値が各一・二%、四・四%であり、この時の市場の予測平均は各一・五%、四・〇%であった。

第三四半期について、九月の輸出入価格まで更新した十月二十六日の予測によれば、実質GNP、GNPデフレーターの伸びは各一・七六%、三・六五%。それに対して、十月三十日の政府発表は各一・八%、三・四%であった。

一方、この時の市場の予測平均は各〇・七%、四・三%と低く、インフレ率は高めになっていた。市場は成長率を過小評価し、インフレ率を過大評価したが、市場は米国経済が悪くなっている実体をつかんでいたといえる。

第四四半期の実質GNPの年率成長率の今の市場の見方は、マイナス二・四%が多い。実際としての米国景気の悪さはどの程度の成長率であろう。しかし、GNPで見た第四四半期の成長率はそんなに下がらないのではないか。

ガソリン輸入を例にとると、実質輸入額を求める政府では高い海外価格で割るのに対し、その国内への価格転嫁が進れるため、小売段階では割安な国内価格でデフレートする。そのため同じ輸入ガソリンの実質額は輸入より消費の方が大きくなり、その分、実質GNPの推計値は実体より大きくなる。

景気後退の初期には国内生産より輸入の方が調整が早めに出ることも実質GNPが大きくなる二つの原因といえる。

したがって、今の輸入価格の上昇を考慮した米景気の実体をつかむには、GNPに輸入を加えた総需要、あるいは外需を除いた国内需要を見る必要がある。

GNPは、国内需要を見る必要がある。

③米国の経済体質は八〇年代初期のリセッション前と違い、この十年間に急速に法人体質化が進み、金融システムもぜい弱化している。市場、政策の景気判断の誤りがリセッションをディプレッション（不況）にまで発展させてしまう恐れがある。

①九〇年第四四半期に入り、米国経済がリセッション（景気後退）に入ったとする見方が市場で多くなった。米連邦準備理事会（FRB）も公定歩合を引き下げ、リセッション入りをようやく認めたようだ。

②しかし市場、政策当局が国民総生産（GNP）の連続二四半期のマイナス成長を予想しているとすれば、実体経済を読み違えることになるだろう。

湾岸危機後の石油価格の上昇で、多くの人がGNPの低下を予想しているが、いまGNPで景気を判断するのは適切ではない。実体経済の悪化にもかかわらず、第四四半期のGNPの成長率がマイナスにならない可能性があり、なったとしても、市場の予想よりもかなり良い数字になるからである。

このため、第四四半期のGNPが発表されると、市場は予想よりも良いGNP成長率から大幅な金融緩和を期待しなくなり、FRBも金融緩和の速度を遅らすようなことが考えられる。そうなれば、非常に厳しくなっている現在の米国経済の実体を読み違え、間違った政策からディプレッションにまで発展させてしまう恐れがある。

外的ショックがある時に、GNPは景気の転換点を見いだすのに適した指標ではない。例えば、八五―八六年に石油輸出国機構（OPEC）内の生産枠協調が乱れ、生産過剰によって、石油価格は一バレル二八ドルから同八ドルまで急落し、それによる景気刺激効果のために八六年の景気の谷が見つけにくくなった。また六六年の景気転換点も、ベトナム戦争に伴う政府支出の増加があったため、実際にはミニリセッションに終わった。

今は、湾岸危機による戦争準備への政府支出増と、石油価格

GNP予測結果（単位%）

	90年 第2・4半期 A	90年 第2・4半期 B	90年 第3・4半期 A	90年 第3・4半期 B	90年 第4・4半期 A	90年 第4・4半期 B	91年 第1・4半期 A	91年 第1・4半期 B
予測日								
7／19	1.10	4.66	0.40	4.64				
7／27	(1.2	4.4)……	1次速報値					
9／25	(0.43	4.71)……	確報値					
10／26			1.76	3.65	2.37	3.53		
10／30			(1.80	3.4)……	1次速報値			
11／14					1.66	3.39	0.58	3.59
11／19					1.09	3.66	0.52	3.63
11／21					1.97	2.76	1.05	3.09
11／28			(1.72	4.00)……	2次速報値			
12／3					1.39	2.26	1.07	3.05
12／11					0.66	2.30	0.59	3.03
12／14					0.62	2.18	0.26	2.88

（注）A＝実質GNP、B＝GNPデフレーター

の伸びは十二月十四日の予測でそれぞれマイナス二・一%、マイナス二・四%へと前回の予測より約一%悪化している。十三日、十四日には十一月の小売売上高、鉱工業生産指数など景気の悪化を示す指標が発表されている。これはGNPの成長率の悪化が小さいのと対照的である。総需要と国内需要のデフレーターの上昇率も五・五―六%になっている。

この十四日の予測では、九二年第一四半期の総需要、国内需要もそれぞれマイナスの一%、一・四%と前回の予測よりともに約一%下がり、二期連続のマイナス成長を予想している。インフレ率は前期より約一・五段低下し、四・五―五%が予想されている。これらの数字が今の米経済の実体を正しく表しているどころ、インフレ率も減ってダクフレッション（景気停滞下のインフレ）の状態と言えるかもしれない。

しかし、十二月の機械受注が八七年の五月以来最低の八〇・九%まで下がってきたように、インフレは低下傾向にある。FRBはインフレ対策よりも景気後退を心配すべきだ。公定歩合を六・五%に下げたものの、GNP成長率にとどまり、金融緩和の速度を遅くするならば、米経済はディプレッションにまで発展する可能性がある。

金融システム　弱体化が痛手

今の米国の経済体質と構造は八〇年初期のリセッション期とまったく違う。八〇年代には規制の緩和、M&A（企業の合併・買収）、LBO（買収先企業の資産を担保にした借金による買収）などによって法人体質化が急速に進み、特に金融、非金融企業の景気後退に対する抵抗力が非常に弱くなった。

戦後これまで、リセッションがディプレッションに陥るのを防いできたのは実質所得税制、銀行預金保険制度、農産物価格維持制度、雇用保険制度、退職制度などの自動安定化装置がうまく機能したからである。しかし、これらの制度やシステムは八〇年代に規制緩和打撃を受け、景気後退に対する機能を著しく低下させた。

なかでも金融システムの弱体化が最も顕著だ。貯蓄金融機関（S&L）破綻続出はかりか、保険会社にも問題を投げかけるところが出てきた。発展途上国、石油生産者、不動産投機者、金融買収家などへの分別を欠いた貸し付けは、これまで金融機関にとって恥じるべき行為だった。さらに、不動産不況が金融機関を一層苦しめている。

このように、リセッションのコストが非常に大きくなっているにもかかわらず、FRBの対応は遅すぎる。しかし今、金融緩和のテンポを速めれば、ディプレッションを防ぐことができるどころか。

確かに湾岸危機が続いているので、FRBがインフレ警戒から金融緩和をためらう気持ちは理解できる。だが米国内の経済危機は、ソ連・東欧情勢の激動化なども加わって世界情勢が不安定なときだけに、絶対に悪化させてはならない。