

的にみてアジア情勢の安定に貢献するものとみられるが、当面両国の経済がすみやかに安定する見通しは薄く、また中共の政治、経済の混乱も容易に収拾されるものではないから、この3国の動向は今年のアジア情勢を基本的に方向づける要因として注目を要する。

今年の米国経済

その見通しと問題点

米国の年初恒例の三大教書(一般教書、予算教書、経済教書(付)経済諮問委報告)が相次いで発表され、政府筋の経済見通しと当面の経済政策の大綱が明らかにされた。これを受けて議会をはじめ、各界でも今後の経済見通し、政策方向に関する議論が盛んになってきている。以下はこれらを通じて明らかにされた、当面の政策方向と今年の米国経済の見通しをとりまとめたものである。

経済政策の大綱

年頭の三大教書にあらわされた政府の経済見通しと、経済政策をまとめると、「今年の上期は在庫調整の進展を中心に民間需要の停滞が予想されるが、下期以降には在庫調整の一巡、住宅建設の持ち直しなどが期待されるため民間需要全体が活気づくとみられる。この間政策面では金融政策を再び引締めめに転化しないよう、財政政策面で上期は刺激的、下期以降漸次抑制ぎみに運用する。また、設備投資などの急変、ベトナム支出の大幅変動に弾力的に経済政策を適応させてゆくことにより、持続的な経済成長を実現する」というものである。

具体的な財政のプログラムとして、67財政年度(本年6月末まで)には、引き続きベトナム支出を中心とする財政支出の増大が予想されているが、68財政年度については、財政支出の増勢鈍化(国民所得勘定ベースの伸び率68年度10.2%、67年度は16.1%増)が予想される一方、個人および法人所得税に対する6%の付加税(Surcharge)が提案されており、財政は漸次抑制的な色彩を持つよう

になっている(注)。

(注) 財務省の非公式な説明によると、国民所得勘定ベースによる財政収支尻の動きは1967年前半-56億ドル、同後半-31億ドル、68年前半+10億ドルと予想されており、漸次抑制的になっている(N.Y. タイムズ紙)。

政府の経済見通し

財政政策を漸次抑制的に運用するという政策方針は、次のような経済見通し(経済諮問委報告で発表)に立脚したものである。

経済諮問委による本年の経済見通し

	1966年 実績	対前 年比	1967年 予測	対前 年比
個人消費支出	4,650 (335)	7.8	4,950 (300)	6.5
民間固定投資	1,051 (76)	7.8	1,071 (20)	1.9
企業固定投資	793 (96)	13.8	823 (30)	3.8
住宅建設	258 (△20)	△7.2	248 (△10)	△3.9
企業在庫投資	114 (23)	25.3	57 (△57)	△50.0
財政支出	1,531 (169)	12.3	1,732 (202)	13.1
連邦政府	769 (101)	15.1	890 (121)	15.7
うち国防費	598 (97)	19.4		
地方政府	762 (68)	9.9	842 (80)	10.5
純輸出	49 (△21)	△30.0	59 (10)	20.4
G N P 合計	7,395 (583)	8.5	7,870 (470)	6.5(注)

(注) カッコ内は年間増加額。
GNPデフレーターの上昇は2.5%(66年3.0%)、実質成長率は4.0%(66年5.5%)を予想している。

まず1967年全体を通じてみると、GNP増加額は昨年に比べるとかなり少ないが、リセッションの懸念はまずなく、健全な成長が維持される。またインフレ圧力が強くなった昨年と比べ、今年は物価面の圧迫はそれほど大きくない。各部門の動きをみると次のような予測が可能である。

(1) 個人消費…本年7月1日から社会保障の給付額の20%引上げ(最低層では59%)が提案されている反面、本年1月社会保障税の税率引上げが行なわれたこと、7月以降に個人所得税に対す

る Surcharge が提案されていること、などの原因から個人可処分所得の伸びは昨年比へ落ちることが予想される。この結果67年中の消費の伸びは若干落ち、約 300 億ドルになる。

(2) 企業固定投資(生産者耐久財、および非住宅建設)……昨年比へ設備投資の伸びが治まっているが、これには経済成長の鈍化、昨年における金融難、投資免税の停止などいくつかの要因が作用している。本年、投資は昨年第4四半期の水準を若干上回る程度に推移し、年間でみると、昨年比へ約30億ドルの増加にとどまる。この結果GNPに占める投資のウエイトは若干低下することになる。

(3) 企業在庫投資…在庫投資は昨年第4四半期に記録的な高水準に達した(年率164億ドル…戦後最高)。その中味は耐久消費財(自動車等)の「意図せざる在庫」、設備産業、国防産業における仕掛品在庫の増加によるものである。今年の半ばまでは在庫投資額は少額にとどまり、調整が進むであろう。しかし、その後は順調な在庫投資が行なわれ、民間部門の景気回復に寄与することになる。

(4) 住宅建設…金融政策が緩和に向かうとともに、住宅着工は現在の不況水準から上昇に向かうことが予想される。特に後半以降に著しく増勢を強めるであろう。

(5) 海外経常余剰…米国経済の鎮静化に伴い、輸入の伸びが低下する反面、輸出は好調になるため約10億ドルの黒字幅増加が期待できる。

(6) 政府支出…連邦政府の支出はベトナム戦のための軍事支出を中心に増加を続けていくが、増加のテンポは今年中漸次低下していく見通し。

地方政府の支出は、税収の好調な伸びにささえられ、昨年を上回る増加となる(80億ドル)。

以上のように政府筋は民間需要が、本年の後半以降在庫投資、住宅建設を中心に回復に転ずるとみているわけであるが、この種の見方は連銀内部、金融界、民間エコノミストの間にかなり有力になってきている。たとえばマーチン連邦準備制

度理事会議長は議会における証言で「今年後半は住宅建設などの回復によって拡大傾向をたどるであろう」と述べ、「インフレ圧力の再発を抑えるため増税を実施することが望ましい」と主張している。

景気後退の懸念

上記のような見方とは逆に下期以降も民需の停滞傾向^(註)が著しくなるとする見方も依然として強い。この見方の根拠は、在庫調整が長びくと予想されること、68年1月の投資免税復活を目前にした今年の後半は機械等設備需要がエアポケット状態になる懸念があること、などである。また7月以降に増税が行なわれると消費需要の落ち込みが大きくなるという点も指摘されている。このような見方から「投資免税を復活すべきである」(チャンピオン・チェース銀行会長)、「増税の早期実施はすでに微妙なところにきている景気を後退させる可能性がある」(バーンズ教授)との声が強い。また楽観の見通しを持つ人のなかにも景気後退の可能性をまったく否定はできないとする向きもある(ライアソン氏)。

(注) 1月の経済指標の多くは経済の停滞傾向が著しくなっていることを伝えている(生産指数1ポイント低下、自動車売上げ前年比17%減、小売高前月比横ばい、耐久財受注前月比5.1%急減、受注残高は低下を持続)。

今年半ば以降の景気見通しについて、このように楽観論、悲観論が相半ばしている状態である。大統領諮問委報告もこの点を認めており、「今年はリスクは双方にある。つまり需要は少なすぎるようになるかも知れないし、強すぎるようになるかも知れない」と述べている。

ただ、最近発表された民間(マグローヒル社)の調査によると本年の設備投資は、前回調査時(昨年11月)に比べ上向きに改定されている(前年比5%から6.3%へ)ことや、住宅着工数の着実な上昇がみられていることなど、「民間需要の停滞傾向は一時的な調整現象であり、年央ごろから再び拡大を続ける」との見方を裏付ける統計もあらわれている。また政府は増税提案、投資免税の復活時

期などを弾力的に取り扱う方針を明らかにしている。さらに現状では議会も増税を早急に可決する見通しは薄いといわれている。

もし、このような政府の経済政策運営上の姿勢が実現されていくことになれば、米国経済が7年目の繁栄を続けていくことも十分予想されるわけである。特に“金融は緩和基調、財政は徐々に抑制ぎみ”というポリシー・ミックス(昨年とは逆のミックス)はひとたび景気後退が懸念されるようになった場合、財政を拡大的に運用することにより早急にリセッションの不安に対処できる強みをもっている。ただ昨年に引き続き経済拡大を維持するものと予想できるとはいえ、どちらかといえば今年の経済は政策面から刺激策を必要とする程度であり、昨年に比べれば好況感の少ない拡大となる。

ベトナム戦後の問題

ベトナム和平交渉のルーマーが頻繁に流されるようになって以来、米国内でも、ベトナム戦休戦ないし終結時に予想される軍事支出の減少—景気後退の懸念といった問題が徐々に取り上げられてきている。すでに大統領は、政府の対策を立てるため、経済諮問委員長の主宰のもとに、①減税政策、②金融政策と財政政策の調整、③支出計画、④復員軍人、軍需産業の調整問題、などを関係閣僚の間で検討するよう指示している(一般教書)。一般にベトナム戦の終結が米国経済に与える一時的影響は和平交渉開始の時期が早ければ早いほど、また完全終結までの時間が短かければ短いほど深刻なものと考えられる。

現在、民間需要は停滞ぎみであり、これが回復に向かう前にベトナム戦終結という事態が発生すると問題がむずかしくなる。また政府部門でも民間でも、ベトナム戦終結時に生じる調整過程のプログラムがまだ未完成であることも問題である。

したがって早期に、戦争の完全停止をもたらすような和平が成立し、兵員の追加がやむとすれば下半年以降の景気見通しは大きく変わってくる。

年末ごろまでに、約730億ドルの水準に達する

と見込まれている国防支出はその予想を大きく下回ることとなる。この結果在庫の動きは大きな影響を受けると予想され、在庫蓄積から在庫削減へと転換を示すこともありえよう。また設備投資も影響を受けるとみられている。このような事態が発生すると懸念される場合には、政府は増税提案を撤回し、減税政策を発表するものと予想されているが、議会の審議、政策の効果浸透のタイムラグがある限り、この調整期間中にある程度の景気後退は避けられないであろう。

しかしそのようなタイムラグ(半年ないし1年間)を別にすれば、ベトナム休戦は中期的ないし長期的には楽観材料だとみられており、株式市場なども和平の動きを歓迎している。これは休戦に伴い金利低下による設備投資の増加、減税、徴兵の減少による消費需要の増加、など民間需要の大幅増加の条件が整い、持続的な経済成長が長期的にみて期待でき、またベトナム戦に伴うドル流出(現在年間約10億ドル)が削減されることは成長政策の制約条件が少なくなることでもあるからである。

金融市場の動向

昨年秋以来、実体経済の鎮静化に伴う資金需要の落ち着きと、これとの関連で徐々に進められてきた連邦準備当局の緩和措置によって、金利は低下傾向を強めてきた。一般教書発表後はこれらの要因に加えて心理的な人気(金利先安期待感)が加わったため、金利は1月中急速な低下をみた。この結果、昨年秋のピーク時に比べ短期市場金利は約1%、銀行の預貸金金利は約0.25%~0.5%、資本市場金利は約0.5%の低下となった。しかしその後2月にはいって各種金利の下げ渋りないし反騰が目立つようになっており各界とも今後の金利動向に多大の関心を寄せるようになってきている。(2月中BAレートは $\frac{1}{2}$ %ずつ2回引上げ、TB入札レートは3回連続上昇)。

まず長期金利については、企業からの起債増大、政府による参加証券売却^(注)などが予想されていることからみて当面下がりうる水準まで低下

したとし、今後は季節的な多少のフレはあるとしても、大勢として大きな低下は期待できないとする見方が一般的である。一方短期金利については、实体经济の停滞を反映して今後とも低下を続けるとみる向きと、調整の遅れている一部金利を除き国際収支に対する政策的な配慮から市場金利水準の全般的低下はあまり期待できないとみる向きがあって意見が分かれている状態である。ただ、实体经济の下期回復説が見られるようになったこととも対応して、年央以降は金利上昇圧力が加わるとの意見が強くなっていることは注目されるよう。

(注) 68財政年度参加証券売却予定額は、57.5億ドル(67年度35.8億ドル)。ただし、7.5億ドルは市場の状況を見て停止することもありうる。

国際収支の問題

最近の商務省の発表によると、66年の国際収支戻りは1,424百万ドルの赤字(流動性ベース)となり、昨年(1,337百万ドルの赤字)に比べ若干の赤字幅拡大にとどまった(公的準備ベースでは65年1,305百万ドルの赤字、66年271百万ドルの黒字)。

しかしその内容をみると、国内の高金利の恩恵を受けて実体より良い結果をもたらした面が少なくない。まず、国内経済の過熱を反映して輸入が急増したため、海外の好況に伴う輸出の好伸にもかかわらず、貿易収支がかなり悪化(前年に比し約10億ドルの黒字幅縮小)、また海外軍事支出もベトナム戦を反映して赤字増大を続けている(ベトナム戦は前年に比し685百万ドルの悪化要因)。一方資本収支についてみると、米国民間資本(直接投資、銀行貸出)の流出は国内の金融逼迫、国際収支ガイドラインの効果を反映してほぼ前年並みとなっている。また外国資本では、外国公的機関、国際機関による政府関係機関債、長期CDへの振り替え(約7億ドルの改善要因)、米国企業の欧州起債(約14億ドルの改善要因)など、一時的な流入がかなりみられたため65年の流出から大幅流入に転じた。

本年は経済成長の鈍化に伴い貿易収支はかなり

好転するものとみられているものの(約10億ドルの改善要因)、ベトナム関係の海外軍事支出は引き続き高水準に達するものと予想され、さらに金融緩和に伴い66年にみられた資本収支面での改善要因は解消すると考えられる(ベトナム関係支出は昨年並み、外国資本純流入ゼロと仮定すると赤字幅は20~25億ドルになる)。

このように本年の国際収支は赤字幅拡大が予想される暗い見通しであり、国際収支問題は以前にも増して深刻になっている。これを解決するため米国民間資本の流出を抑制すべく、すでに金利平衡税の強化が提案されているが、直接投資についても規制を強化すべきとの議論もみられるようになってきている。また本年は金流出問題も深刻化しそうである。昨年は米国内の金融逼迫を反映して大量の資金がユーロ・ダラーとして取り入れられた(この結果民間流動債務は24億ドル増加)。本年は金融緩和とともに欧州への逆流→外国公的機関のドル保存増加→金兌換請求というかたちで米
国保有金への圧迫が増大しそうである。これに対処するためオペレーション・ツイスト活用の是非が連銀内外で議論されるようになってきている。いずれにせよ、今年の金融政策は対外的な配慮を一段と強く要求されている。