今週のトピック – 2015年7月6日

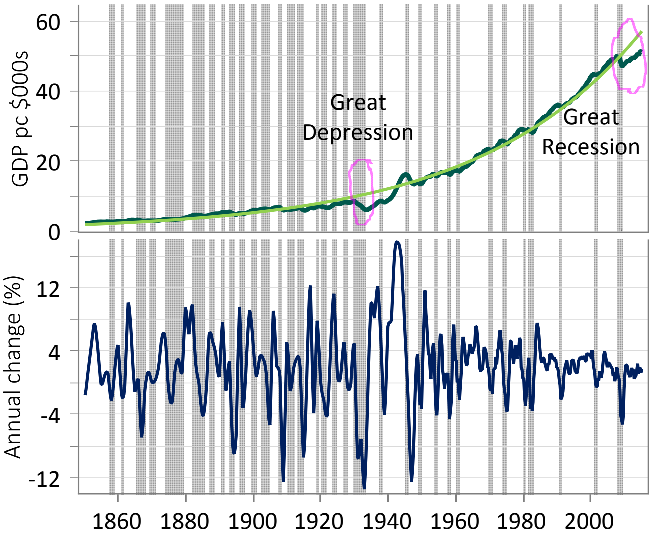
デビッド・ライリー

パートナー兼クレジット戦略ヘッド

今週は米国の独立記念日（7月4日）を祝して、米国経済の進化の過程を1850年からの実質GDPの成長から振り返ってみたいと思います。図1の上図は、米国の一人当たり実質GDP（濃い緑の線）および1950年からのトレンド線（薄い緑の線）を示しています。また下図では、前年比で見た一人当たり実質GDP成長率を示しています。人口増加の影響を排除することによって、これは実質的に生産性の成長率を示すことになります。上図では世界恐慌（Great Depression）と金融危機後の景気後退期（Great Recession）、またその後の景気回復を印づけています。またグレーで色づけされた部分は、全米経済研究所（the National Bureau of Economic Research (NBER)）によって定義される景気後退期です。

一人当たり所得（GDP）は1950年から直近まで平均で年率2.1%、1980年から2007年までの期間は年1.9%で成長しました。また1980年から2007年後半のリセッション直前までの景気拡大期に、前年比の一人当たりGDP成長率の平均は2.5%でした。この間、労働力が年1.1%程度で拡大していたことを考慮すると、名目GDPは3.6%程度のペースで拡大していたことになります。それでも、金融危機以降の一人当たりGDPおよび名目GDP成長率はそれぞれ1%、2.2%に留まっており、第二次世界大戦以降で最も緩やかな景気回復ペースとなっています。

図1. 1850年からの米国の一人当たり実質GDPの推移



一人当たり実質GDP（1950年からのトレンド線）

一人当たり実質GDP

一人当たり実質GDP成長率（前年比）

出所：Measureingworth.com, NBERが定義する景気後退期（グレーの部分）, Macrobond, BlueBayによる計算, 2015年第1四半期

これまでの景気後退後の回復と比較して、今回の米国経済の回復が相対的に力強さを伴っていないことに関しては、多くの議論がなされています。その中でも最も有名なのが、「長期停滞論（Secular Stagnation）」です。これは完全雇用を達成しながら貯蓄超過と投資の均衡を維持するためには、極めて低く、マイナス圏の実質金利が必要である状況によって特徴づけられるものです（ラリー・サマーズおよびポール・クルーグマンがこの理論の代表的な提唱者です）。また、異なるタイプの「長期停滞論」として、貯蓄超過よりも、生産力の高い技術革新の減少（例えばiPadのアプリは内燃エンジンと同等の生産性の拡大はもたらさない）や、教育がもたらす効果の減退に伴う、投資機会および投資リターンの消失を指摘する声があります（経済学者であるロバート・ゴードンによる論文が最も有名です）。その名の通り、「長期停滞論」は、米国（およびグローバル）経済の低い成長率は、構造的かつ持続的な需要の欠如および生産性の低下によってもたらされると提唱しています。

これに代わる説明として、「債務のスーパー・サイクル」、及びこれに関連したケネス・ロゴフ/カーメン・ラインハート両氏の見方、すなわち脆弱な回復は、金融危機がもたらした債務の解消からの向かい風によるものであるとの見方が挙げられます。債務の解消が完了すれば、経済成長は再び危機前の水準に戻るとの見方です。他の見解として、超緩和的な金融政策とともに国家の介入度合が強まったことが、力強い景気回復および経済成長に必要となる効率的な資本の再分配、及び「創造的破壊」の妨げになっているとの声があります（直近、「中央銀行の銀行」である国際決済銀行（BIS）からこの見方と同様の見解が発表されました）。

米国（およびグローバル）経済の脆弱な回復軌道に対する異なる見方は、経済政策においてそれぞれ異なった意味を持ちます。投資家にとっては、米経済の相対的に弱い回復が一時的なものであるのか、それとも永続的なものであるのかを判断することが最も重要となります。もし永続的なものであった場合、米金利は歴史的な低水準に留まり、成長に敏感な資産クラスの多くが下落する可能性があります。一方これが一時的なものであった場合には、成長に対する逆風要因が落ち着くにつれ、経済状況及び金利水準は「オールド・ノーマル」（かつての常態）に回帰すると見られます。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
関東財務局長（金商）第 1029 号
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2015年7月6日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。