

特集／時の焦点を読む

アメリカの「雇用なき景気回復」のゆくえ

中本 悟

アメリカ経済は1990年代の超長期の経済拡大の後に、2001年3月にリセッション（景気後退。2四半期連続でGDP成長率が対前四半期でマイナスになる）に入った。その後、2001年11月からGDP成長率はプラスに転じ、統計上は景気回復を示しているが、雇用情勢は目立って悪い。景気回復から2003年9月までの製造業における離職者数は累計で126万人。製造業を除くその他の業界を含めて雇用減は180万人。他方、ヘルスケアや臨時雇用などで雇用が増加したが、累計で9万7千人に過ぎない。

1991年から92年にかけての景気回復過程においても「雇用なき景気回復」（ジョブレス・リカバリー）が生じたが、今回のジョブレス・リカバリーはもっと大規模である。やっと直近の9月の雇用データによって、雇用は純増に転じたことが確認された。そこで本格的な景気回復には雇用、消費、投資の循環が必要であるが、現在のところでは再び年末から来年に向けて雇用削減が危惧されている。

以下では、第1に「雇用なき景気回復」を進めるアメリカン・コーポレートガバナンスを検討し、第2に現在もなお大きく資産効果に支えられている不安定な消費構造を探る。

アメリカン・コーポレートガバナンス

アメリカ経済は、1991年から2001年3月まで「ニューエコノミー」と称される超長期の景気拡大を経験した。それは、グローバリゼーションの進展と重なり、世界経済のなかで唯一の繁栄を誇ったアメリカの経済システムと経営システムが高く評価されることとなった。そして1997年のアジア通貨危機後の経済再建のために、アジア各国ではIMF緊急融資の条件（IMFコン

デショナリティ）としてアメリカ型の経済システムと企業経営（アメリカンコーポレートガバナンス）の導入が強制された。

この結果、韓国では韓国経済の特徴であった財閥が解体され、また外国資本による韓国企業の買収がドラスチックに進んだ。こうして経済システムと企業経営におけるアメリカン・スタンダードは、アジアにおける経済改革の強力なイデオロギーになったのであった。それは、バブル経済崩壊を経て長期の経済停滞に陥っている日本においても、「構造改革」を掲げる小泉政権の強力なイデオロギーとなっているのは周知のところである。

アメリカン・コーポレートガバナンスとは何か。それは端的に言えば、企業の経営目的は株主の利益を最大限にすることであり、その目的を達成するように企業は経営組織を構築すべしという考え方である。

そこで株主の利益とは何か。それは、株式を保有することによって生じるつぎの2つの利益である。それは、まず第1に自己資本利益率（ROE）などのような投下資本利益率であり、この比率が高いほど資本が有効に利用されたということである。それはまた、株主への高い配当の源泉の力強さでもある。したがって、雇用削減や資産売却によって企業規模や売り上げを縮小させても自己資本利益率が上昇すれば、株式市場によってそのリストラは高く評価され株価も上昇することになるので、ダウンサイジングが高く評価されることになる。

株主の利益の第2は、キャピタルゲイン（株式売却益）である。そのためには、株価の持続的上昇が前提となる。したがって、3ヶ月ごとに行われる企業の財務報告においては、企業は株

価を下げるような収益赤字を避けなければならない。この結果、企業経営が余りにも短期的視野で行われるという短期主義 (short termism) の弊害が指摘されてきた。さらにはエンロンのように財務実態を隠蔽し虚偽の利益を発表することで、株価を上昇させようとするところもある。これらは株主資本主義というよりも株価至上主義というべきであろう。

アメリカの株式市場は1990年代に右肩上がりでブームが続いたが、とくにデル、シスコシステム、オラクルといったハイテク産業の花形企業はIT革命の寵児となり、それらの会社の株式は上昇を続けた。これらの企業は配当をしないで事業投資を行い、高い株価で株主に株式の時価額の増価という利益を与えてきた。そして経営陣には報酬としてストック・オプションと呼ばれる新株引受権を与え、高株価のもとで経営陣は多額のキャピタル・ゲインを取得した。しかしIT株価が2001年に入って低落するにつれて、株主たちは配当を求めるようになり、それに応じてビルゲイツ会長が率いるマイクロソフトは今年1月にはじめて配当を出した。

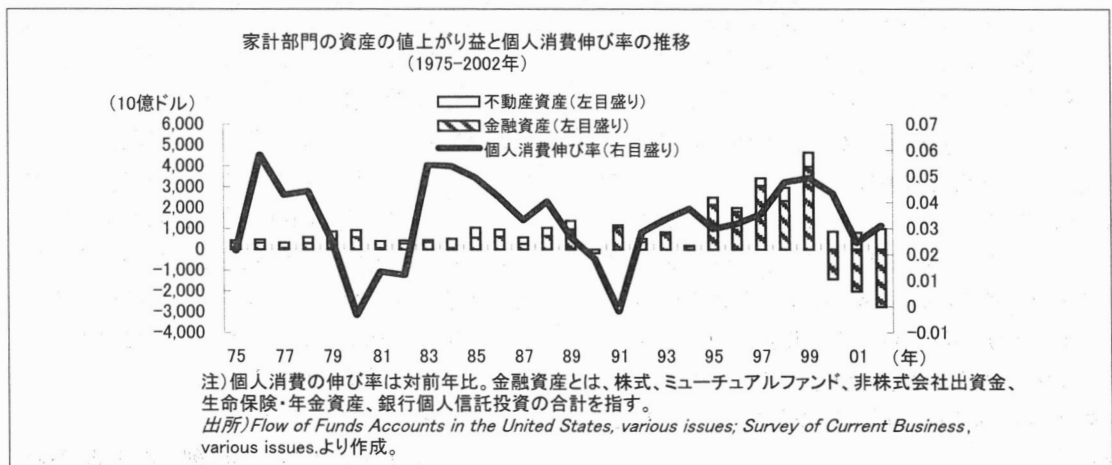
このようにアメリカン・コーポレートガバナンスとは、企業の目的を株主利益の最大化に求めるものであるが、ここでいう株主とはかつて存在したような個人大株主ではない。それは企業年金や生命保険、投資信託といった機関投資

家で、現代企業における大株主であるが、その背後には企業年金などの個人の資産形成がある。

企業年金では企業は年金準備を積み立てなければならないし、このことは1974年退職者所得保障法によって義務付けられており、運用実績が悪い場合には企業が年金準備金を補填しなければならない。したがって企業年金の運用受託者である投資顧問業者や銀行信託部は、運用実績を高めるように委託元の企業からパフォーマンス競争を強いられる。そこで今度は、受託金融機関が投資先の企業経営を、ROEや株価を基準に評価するようになるのである。企業年金設置企業と年金運用受託金融機関および運用先の企業は、投資収益率をめぐって競争しているのであり、これこそ株式市場の圧力というものである。

家計の株式市場依存と資産効果による個人消費

今後の景気拡大にとって個人消費の拡大が重要であるが、91年以降の個人消費はそれまでにない特徴を示している。それは下図にみられるように、個人消費の伸びが金融資産の資産増価と連動するような資産効果が著しいことである。先にも述べたように、これは企業年金資産が増加し機関投資家が成長した結果である。株式の個人による直接の保有シェアは1995年の54%から2002年には46%に低下したが、年金や投資信託や生命保険の運用を通じた間接保有シェアは



特集／時の焦点を読む

同期間に逆に45%から54%に上昇した。

このように機関投資化が進むに連れて、株式の個人の直接保有よりも間接保有が多くなり、個人の意図とは無関係に個人の資産形成に株式市場が深く食い込むようになっている。個人金融資産に占める直接・間接の株式資産シェアは、株式市況が活況の極みにあった1999年には49%に達した。その後、2000年に入って株式市場が反転するに連れてそのシェアは急減し、2002年には33%にまで低下した。このような株式市場の動向に個人消費が規定されているのである。

個人消費を支えたいま一つの資産効果は、住宅などの不動産資産の値上がりから生じている。2000年と2001年には、金融資産価額は純減したが、不動産資産の値上がり益が個人消費を支えた。不動産の大部分を占める住宅についてみれば、低い金利を利用して住宅ローンを増やして余分な資金を一般消費に回したり、あるいは住宅を転売してより大きな住宅を購入することが進んだ。この結果、新規および中古の住宅販売件数は、2001年で年間600万件であったものが、2003年8月の実績は年ベースで750万件に増加している。こうした好調な住宅販売の一因は、連邦準備制度による歴史的な低金利政策であり、それを受けて30年物の住宅抵当証券の金利は2000年半ばの8.6%から2003年8月には6%に低下している。8.6%の金利で20万ドルの住宅を購入するためには7500ドルの年収が必要であるが、6%の金利では5600ドルの年収でも可能なので、新規住宅購入者数が増えているのである。

株式や住宅の資産価値が現在の個人消費を左右するという資産効果は、アメリカ証券資本主義の特質であり、かつては富裕者層に典型的であった。しかし、1990年代に入って401Kプランと呼ばれる確定拠出年金が中小企業にも広がるとともに歴史的な低金利で住宅販売が増加し続けるなかで、株式や住宅の資産価値上昇による資産効果は広範な国民の消費を規定するようになっていく。

このような資産効果による個人消費拡大の問題点は、次の2点である。まず第1に株式などの資産価格は不安定であり、資産効果による消費は本質的に不安定であり、資産価格が下がれば逆資産効果によって消費が急速に落ち込むことになる。第2に、驚くべきことであるが、男子労働者の中位の賃金はまだ1979年の水準を越えていない。実質賃金が上がらないのに未実現のキャピタル・ゲインの増加を条件に消費が増えるということは、貯蓄の取り崩しか、消費者信用の増加による消費の拡大を意味する。

そして実際にはその両方が生じたのであった。貯蓄の取り崩しは貯蓄率（可処分所得に対する貯蓄の比率）を低め、2000年には1%というきわめて低いものになった。また消費者信用の拡大は、個人破産件数を増やし続けている。これらはまさに証券資本主義の当然の帰結である。

冒頭に述べたように、直近の雇用データは失業率の低下や雇用増加を示しているが、それは必ずしも雇用環境が改善されたというわけではない。求職活動を止めて、労働市場から退出していった人たちが多くからであり、労働力参加比率（成人人口に占める労働者または求職活動をする人々）は66%でこの10年間で最も低いものとなっている。

機関投資家による投資資本収益率を尺度とするアメリカン・コーポレート・ガバナンスでは、リストラが事業リストラであれ雇用リストラであれ中身を問わない。ただ機関投資家の利益からだけ企業を評価するのであり、ここに最大の問題がある。また、資産効果による消費拡大のもとでの実質賃金が上がらないジョブレス・リカバリーでは、景気回復は本格的なものとならないだろう。といって減税によるいつそうの個人消費拡大刺激策は、財政赤字をさらに拡大する。大統領選挙キャンペーンのなかでブッシュ政権の雇用拡大策が鋭く問われる。

（なかもと さとる・会員・

大阪市立大学大学院創造都市研究科）