

7. 米国経済と金融政策決定

(1) 米国経済の構造

米国経済を実質 GDP の動きから見ると、96 年から 07 年までの間、年率 3.4% の成長を達成しましたが、07 年第 4 四半期以降の景気後退（米国の景気判断は全米経済研究所（NBER）が行っている）のもとで金融危機が進行し、GDP は減少をたどりました。

米国の経済構造を GDP の構成項目によって見ると、以下のようになります。

- ① 個人消費が GDP の 7 割のウエイトになっているとともに、家計の負債が増加。
- ② 「輸出等－輸入等」の差であるネット輸入の超過幅＝赤字が膨大であること。
- ③ 「住宅ブーム」が 06 年まで続いた後、サブプライム問題が深刻化し住宅不況が米国経済の下押し要因となったこと。
- ④ 米国企業は IT（情報革新）化を進めソフトウェアなど情報技術投資が増加したこと、等が大きな特徴としてあげられます。以下、①～④について見ていきましょう。

個人消費ウエイトについて

個人消費は GDP 成長率を上回るペースで増加し実質 GDP に占める個人消費のウエイトは 7 割となっており、米国が消費主導の経済構造であることを示しています。ちなみに日本は 55% 程度です。米国家計の可処分所得のうち、消費支出にどの程度を回しているかを示す「消費性向」が上昇し、逆に貯蓄比率は一時 1% 台に低下しました。また、過剰消費が可能となった背景には所得増加が継続したこともありますが、株価や住宅など資産価格の右肩上がりの上昇により、金融資産の取り崩しが随時可能だったことや住宅担保の用途自由な「ホームエクイティローン」などの借入増加があり、消費を押し上げる要因となったと思われます。ただし、米国でも不況下の節約志向から直近の貯蓄率は 5% まで戻しています。

② 経常収支の赤字増大について

前述の過剰消費の結果の一つが、貿易収支の赤字を中心とする経常赤字の増大です。最も赤字が膨らんだ 06 年の「財貿易」赤字は 8473 億^{ドル}。海外旅行収支や運賃収支、特許などの「サービス貿易」収支は 869 億^{ドル}の黒字で、これに利息・配当支払などの所得収支の黒字と、政府援助や送金などの移転収支赤字を合わせた経常赤字は 8,035 億^{ドル}（1^{ドル}＝100 円換算で 80 兆円）でした。しかし、08 年にかけては石油高騰などによる輸入額増加があったものの、全体の財貿易赤字の縮小とサービス黒字の増加などにより、08 年の経常赤字は 7,061 億^{ドル}へ縮小しました。これにより、国際収支上の経常赤字÷名目 GDP の比率も 06 年の▲6.0% から、08 年は▲4.9% へ低下しています。

米国の経常赤字は債券や株式などの証券投資という米国への資金還流によってファイナンスされ、結果的にドル暴落に結びつきませんでした。しかし、米国の相対的地位の低下と財政赤字増大から、米国ドルの将来は決して楽観できないでしょう。

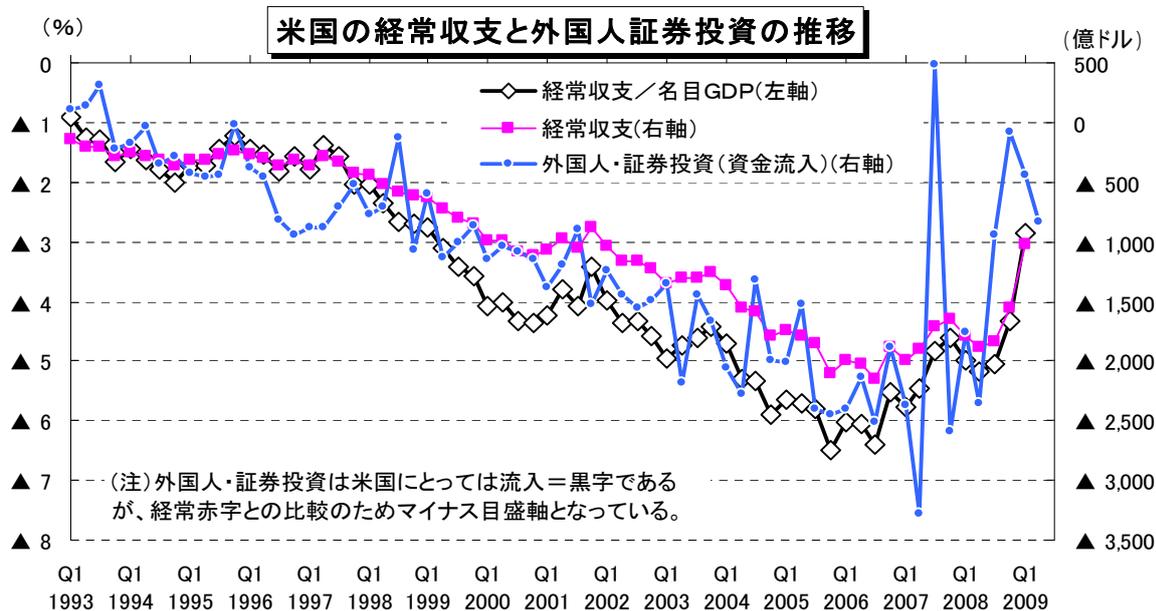
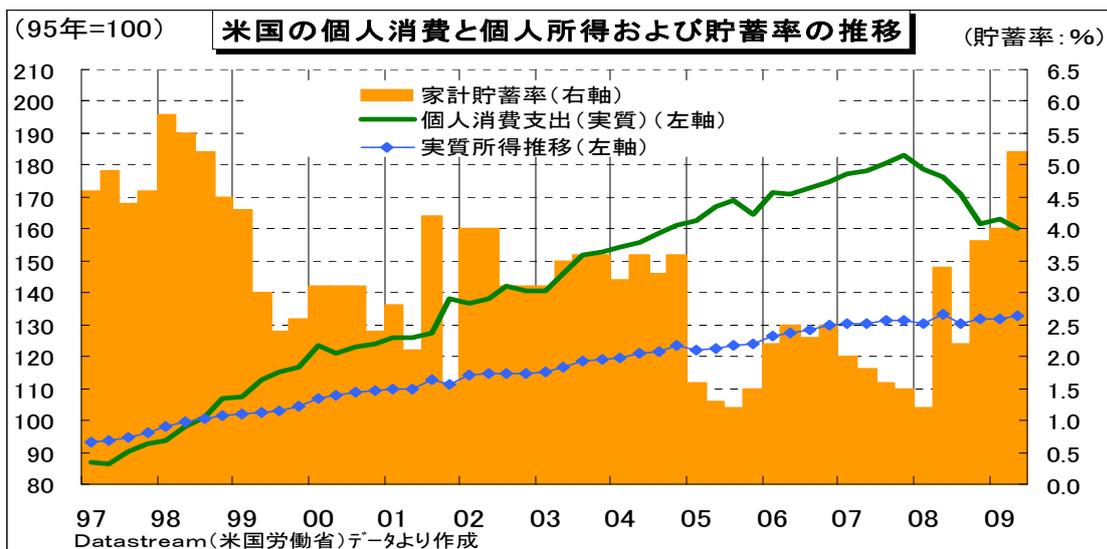
米国 実質GDPの構成項目内訳

(10億ドル、%)

年 項目	96年		2008年		
	金額	GDP比率 ①	金額	GDP比率②	①-② GDP比率差異
GDP	9,433.9	100.0	13,312.2	100.0	
個人消費	6,291.2	66.7	9,290.9	69.8	▲ 3.1
耐久財	549.8	5.8	1,146.3	8.6	▲ 2.8
非耐久財	1,479.4	15.7	2,057.3	15.5	▲ 0.2
サービス	4,331.4	45.9	6,083.1	45.7	▲ 0.2
民間設備投資	866.2	9.2	1,569.6	11.8	▲ 2.6
構築物	361.4	3.8	486.8	3.7	▲ 0.2
情報機器 +ソフトウェア	179.1	1.9	588.8	4.4	▲ 2.5
機械機器	402.5	4.3	483.9	3.6	▲ 0.6
住宅投資	492.5	5.2	451.1	3.4	▲ 1.8
民間在庫投資	31.2	0.3	▲ 25.9	▲ 0.2	▲ 0.5
純輸出	▲ 110.7	▲ 1.2	▲ 494.3	▲ 3.7	▲ 2.5
輸出等	916.0	9.7	1,629.2	12.2	▲ 2.5
輸入等	1,026.7	10.9	2,123.5	16.0	▲ 5.1
政府支出	1,907.9	20.2	2,518.0	18.9	▲ 1.3
連邦	696.0	7.4	975.9	7.3	▲ 0.0
地方	1,211.1	12.8	1,543.7	11.6	▲ 1.2

Datastream (米国商務省:05年基準)データより作成

(注) 残差がこのほかにある。また、設備投資の内訳合計に若干の差異がある。



資料: Datastream (米国商務省)データより作成

「住宅ブーム」とサブプライム問題後の住宅不況について

全米の住宅価格は06年までの10年間で2倍程度、大都市では3倍以上上昇しました。グリーンSPAN前FRB議長の在任時から「住宅バブル」の懸念が云われ続けましたが、住宅価格の右肩上がりを前提に先高観が浸透し住宅取得意欲が高まったことや住宅販売会社の強気の営業推進、「サブプライム住宅ローン」、「Alt-A」などの低所得者向けや審査基準の甘いローンなどの拡大を背景に、住宅着工と住宅販売は好調を続けました。

しかし、06年になって利上げの累積効果もあり、住宅ブームは鎮静化し住宅着工、住宅販売が減少に転じて以来、住宅市場の調整が続きました。住宅バブル鎮静化のなかで借換え・買い替えがうまく行かなくなったことや元利金返済の負担増加の到来などから、変動金利型を中心にサブプライム・ローンの延滞率が上昇をたどりました。直近で上昇ペースは鈍化したものの、25%程度になっています。その結果、同ローン債務の証券化商品が低格付けのものを中心に暴落し売買が困難となるとともに、大手の銀行・証券会社が莫大な評価損失を計上し、これまでにない合併・経営破綻が発生しました。特に08年9月のリーマンブラザーズの破綻後の地球規模での「金融危機」の進行時には、市場での様々な資金貸借や証券の発行が困難となりました。

米国の住宅投資は06年第1四半期から3年半減少しており、ピークからの減少率は5割超に達しています。しかし、09年半ばの時点で、住宅ローンの延滞率（09年第2四半期：全体で9.14%）の上昇は依然止まっていませんが、住宅価格や住宅販売（新築・中古ともに）は底入れから持ち直しをうかがう局面となっています。

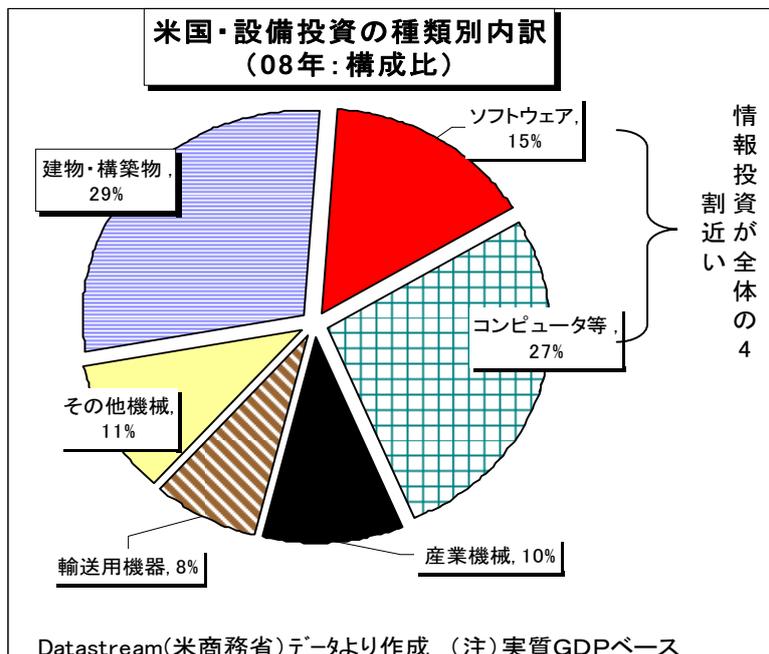
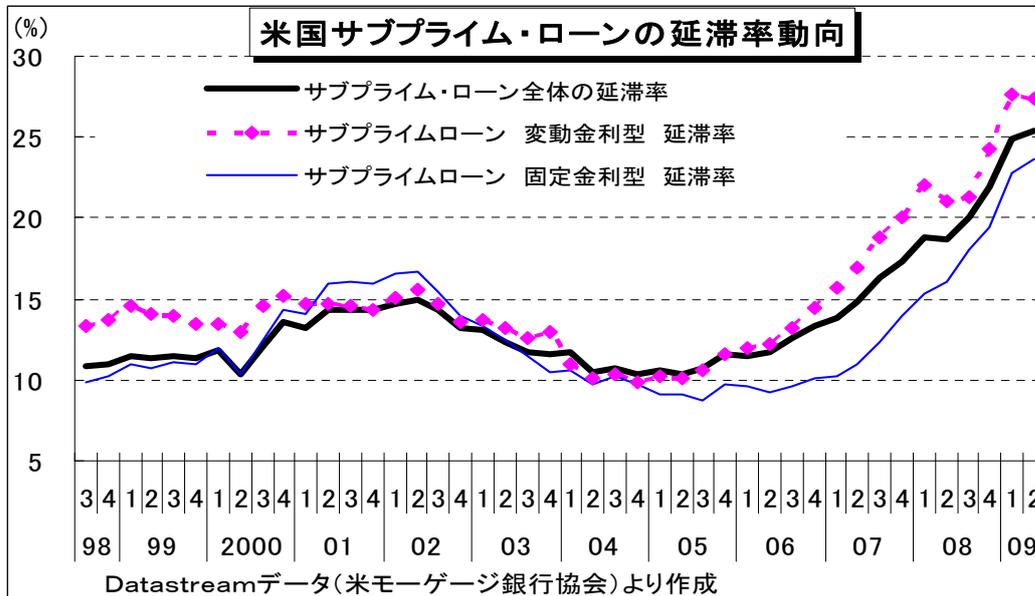
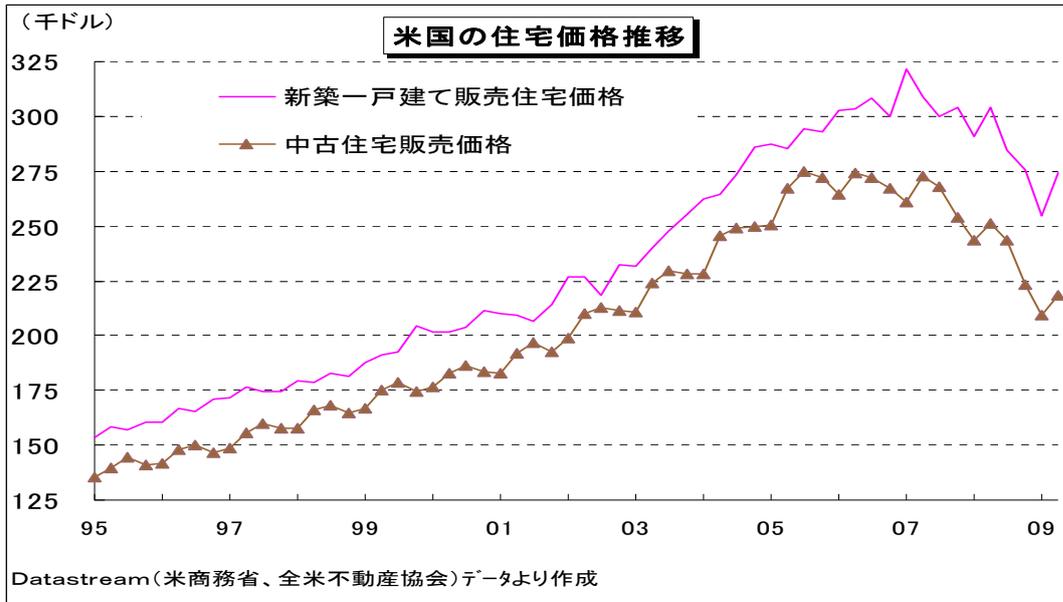
これに対し、FRBは07年9月以降、政策金利であるフェデラル・ファンド金利の誘導目標の引下げに転じ、09年12月には0~0.25%としています。また、米国政府も金融界と一体となり連邦住宅局（FHA）保証ローンへの借換え、変動金利型サブプライム・ローンの金利条件の5年間の凍結など「サブプライム・ローン問題」への取り組み姿勢を強めています。なお、住宅価格調査では、公的機関の米住宅公社監督局（OFHEO）や商務省統計局（新築住宅）、全米不動産協会（中古住宅）および大都市を中心に調査するS & Pケース・シラー指数などがあります。

情報関連投資の増加について

米国経済の90年代の成長持続と低インフレ状況の共存を可能にした背景についての議論の一つに、情報関連投資の増加とその蓄積による生産性の上昇効果があります。

コンピュータ・ソフトウェアと情報機器の情報化投資の増加は目覚しく、そのGDPに占めるウエイトは96年に20%台だったのが、08年には4割近い38%となっています。

オバマ政権では「グリーン・ニューディール」の方針が打ち出されましたが、広範な環境技術投資を含め、どのような技術革新が進むかは注目されるところです。



(2) 雇用指標

a . 非農業部門雇用者数

金融政策への影響の重要性かつ調査時点からの速報性という点で、最も注目すべき経済指標が、「農業部門を除いた雇用者数(以下、非農業部門雇用者数) (nonfarm payroll)」の動向です。同時に発表される雇用関係指標として「完全失業率」、「週労働時間」、「時間当たり賃金」などがあります。また、四半期ベースの雇用指標として「雇用コスト」「労働生産性」などがあり、物価や収益性などへの影響を考える上で重要ですが、まず注目されるのは「非農業部門雇用者数」です。

連邦準備法では、連邦準備制度理事会 (FRB) の目指すべき政策目標に、「雇用の極大化」を「物価安定」や「長期金利の変動抑制」とともに並立的にかかげています。「非農業部門雇用者数」は、労働省が毎月 12 日を含む週に調査し翌月第 1 金曜日の午前 8 時 30 分に発表する速報性という点でも優れています。また、カンファレンスボード (Conference Board) の作成する景気動向指数の中では、「一致系列」に入ります。

雇用者は、給与支払いを受けているフルタイムとパートタイムの合計であり、政府部門では非軍事部門雇用者のみ¹を含みます。また、休業中・休暇中あるいは一部期間でストライキ中でも給与支払いを受けていれば雇用者となります。一方、経営者や自営業者、給与支払いを受けない家族従業者およびボランティアなどは除かれます。また 2 カ所以上の事業所から給与をもらっている人はダブルカウントされることがあります。

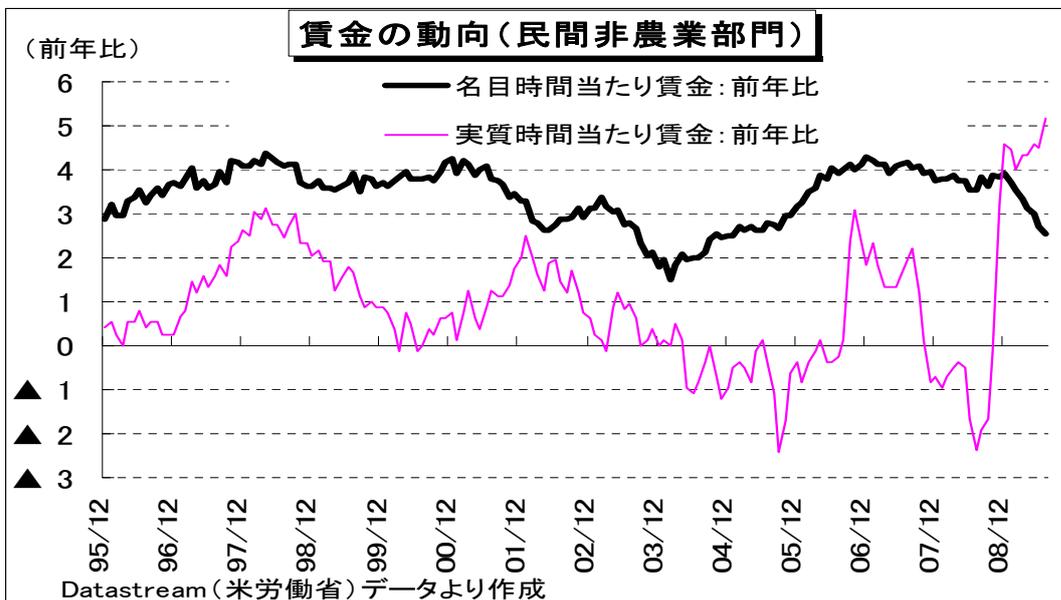
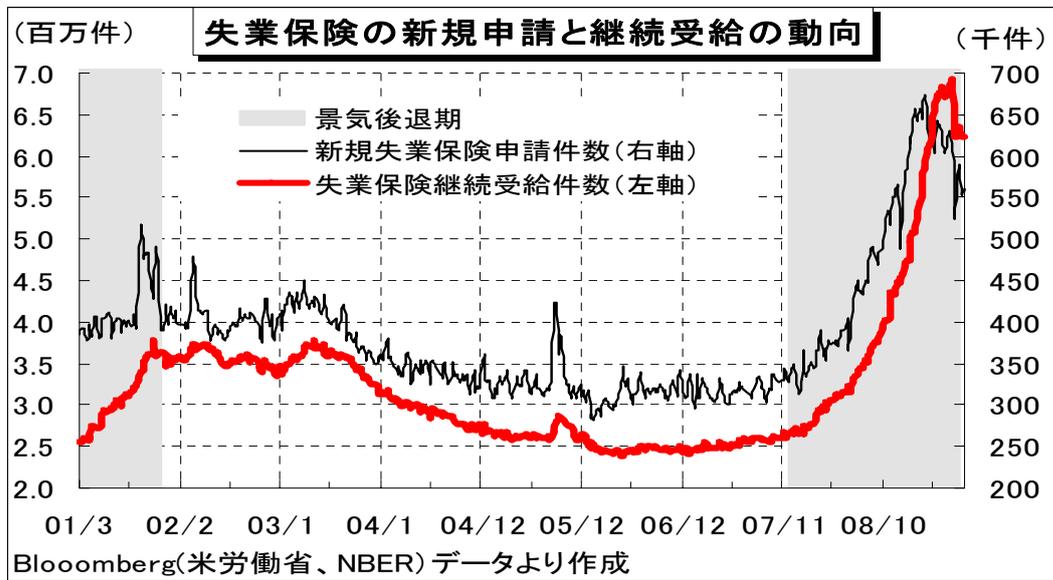
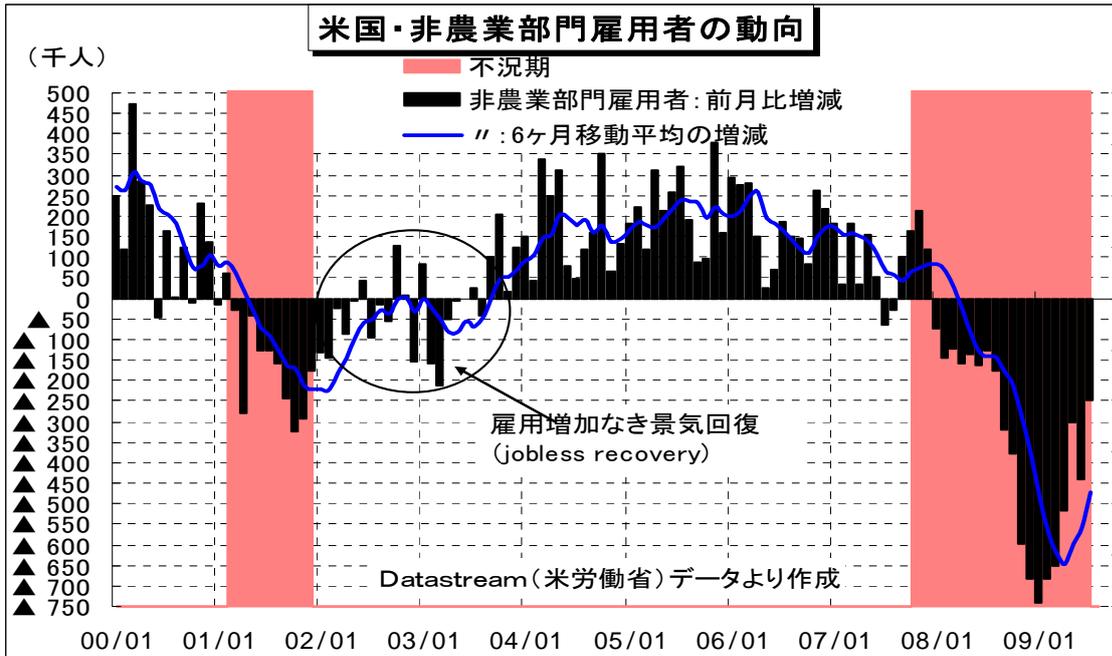
米国の雇用状況は景気後退入りとともに 08 年の年明け以降急速に悪化し、非農業部門雇用者の減少が継続してきました。その減少累計者数は 700 万人に迫り、ピークからの雇用者減少率は 5% 近くとなり、失業率は 09 年 8 月には 9.7% まで上昇しました。

問題は非農業部門雇用者がいつ増加に転じるかです。企業の雇用者削減が鎮静化してきた半面で、求人を持ち直しは遅れる可能性が大きいと見られています。雇用者の増加基調が定着すれば、金融緩和政策からの転換をめぐり思惑が高まるでしょう。

また、週次で、失業保険の申請件数と継続受給者が発表されます。申請登録が天候要因などによりブレることに注意が必要ですが、その速報性から月次で発表される非農業部門雇用者数など雇用環境の動向を先行的に考えるうえで活用されています。

なお、人口増加を背景に米国では働きたい労働力人口が増加して来ました。したがって、米国で失業率の上昇など雇用悪化をきたさない雇用者の増加数はこれまで前月比 15 万人 (年間では 180 万人) 以上と考えられてきました。しかし、高齢化や移民規制などもあり足元でやや伸び率が低下したことに加え、直近では仕事はしたいが就職活動を実際していない人々の増加などにより、労働力人口の急激な鈍化が生じています。このため、雇用悪化をきたさない雇用者数の増加水準も大きく鈍化しています。

¹ 日本では、自衛隊員も公務員のなかに含まれ、雇用者にカウントされています。



b . 完全失業率など

米国の完全失業率や就業者、雇用者などの統計は、各月 12 日（土曜ないし日曜であることもありえる）を含む週間を調査対象週としており、実際の調査は、第 19 日を含む翌週に全米の 60,000 世帯の世帯主に連絡し、面接ないし電話でのインタビューを通じて行われます。このようにして集められたデータが全体推計されて発表されます。

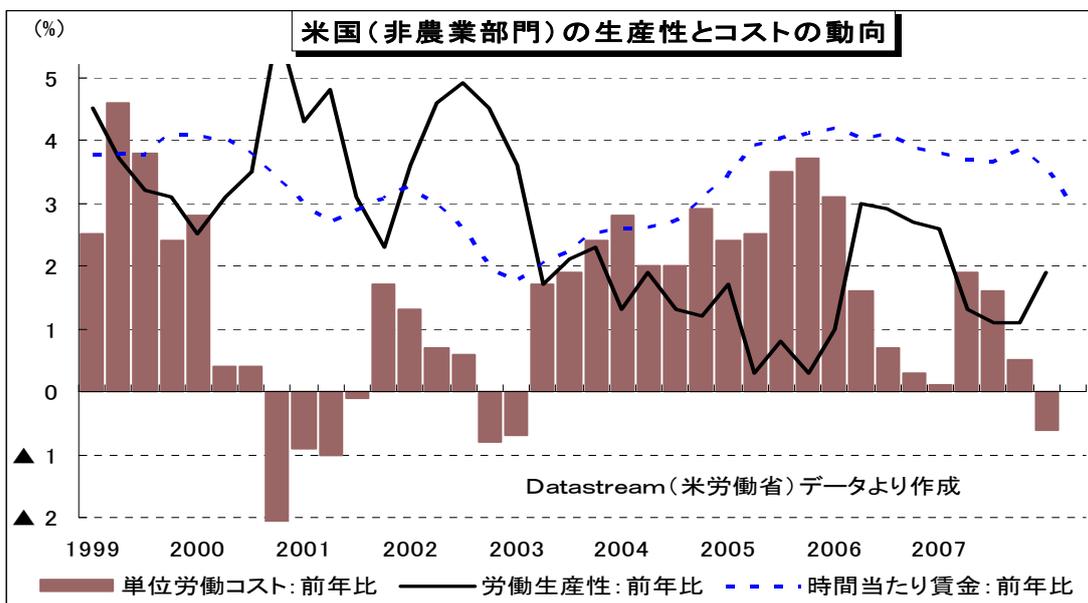
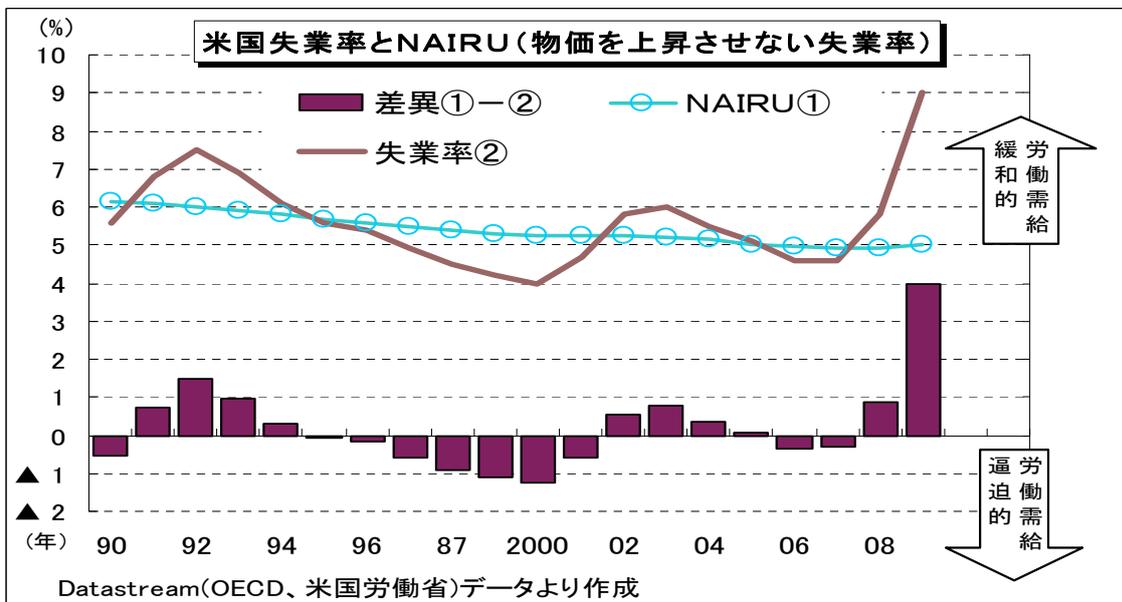
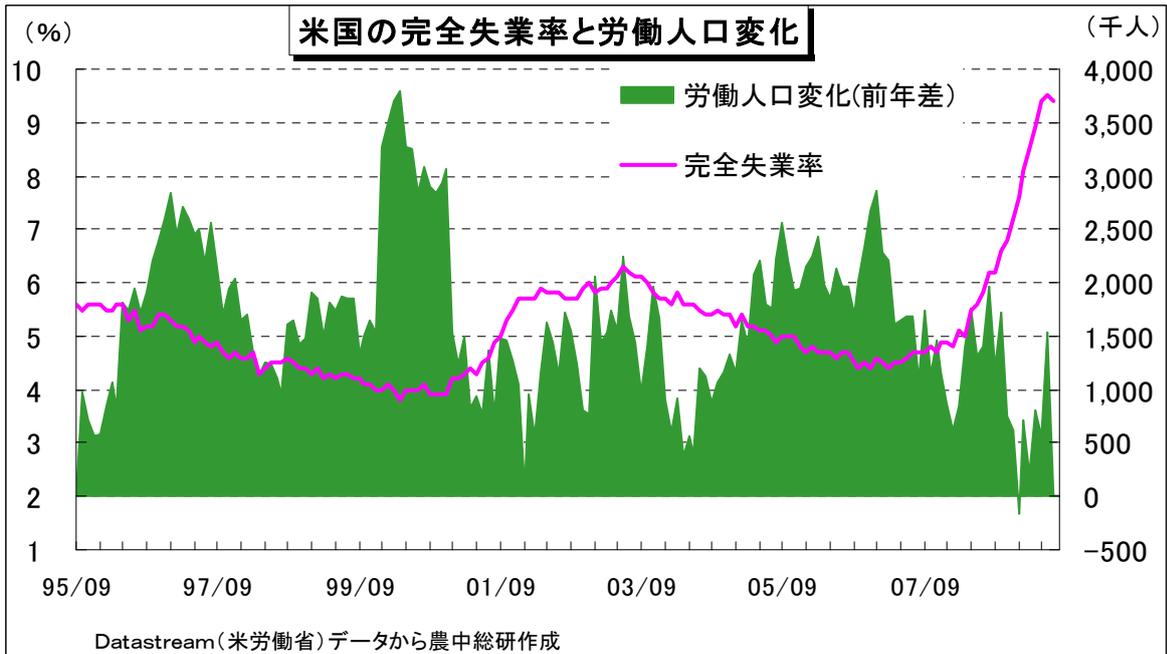
16 歳以上が就業可能とされ、その人口は「生産年齢人口」と呼ばれます。就業者は、(1) 経営者、専門的自由業従事者および農業従事者、週間 15 時間以上労働した家族従業者に加え、(2) 病気療養、労働争議、児童介護、悪天候、休暇などにより休業中の者であり、米国内に居住し就業している外国人（大使館員は除く）も含まれます。

一方、失業者は、(1) 参照（調査対象）週の間就業していなかったが、(2) 一時的な病気を除いて就業可能であり、(3) 参照週までの 4 週間に就職活動をしていた者です。なお、一時解雇されているが仕事に呼び戻されるため待機している人は仕事を捜しているかの有無に関係なく失業者として分類されます。

この「就業者と失業者を合わせた者が労働人口」で、完全失業率＝失業人口÷労働人口（＝就業者＋失業者）です。したがって、失業率は分子である失業人口と分母である労働人口の双方の動きによる影響を受けます。分母の労働人口は雇用環境・条件の変化によって仕事探しを始めたり止めたりする人々も多く不規則な変動を示すこともあり、計測される失業率と景気変動との間に多少のズレが生じることもあります

また、完全失業率が限りなく低下可能というわけではなく、職種や地域的な需給および労働条件のミスマッチなどから、全国レベルで求人があっても求職者は就職しないこともあり、求人が充たされるわけではありません。これを「摩擦的失業」と言い、逆に一定以下に失業率が下がることは労働需要が過剰になっており、企業にとって限界的に収益性を上回る賃金を提示することにもつながりかねません。このような労働需給が引締め労働コストが物価上昇率を加速させる境界ラインの失業率を「自然失業率（NAIRU : Non-Accelating Inflation Rate of Unemployment）」といいます。OECD の試算では現状の米国の NAIRU は 5.0% です。09 年 8 月現在、失業率は 9.7% となっていますので、労働需給は非常に緩和的になっていると言えます。

雇用環境の変化が経済にインフレ的ないし物価安定的な影響を及ぼしているかを見る上で、企業部門の労働生産性と労働コスト（たとえば時間当たり賃金や単位当たり労働コスト）の関係がどうなっているか、にも注意が必要です。生産性の上昇が縮小し、労働コストの伸びを吸収できなくなると、企業部門の収益圧迫やコスト転嫁という状況への変化が考えられます。米国の労働生産性は低下傾向である一方、単位労働コストは上昇傾向に変わってきたという指摘がありましたが、09 年後半のデータの上からは、投入労働力の削減の結果、生産性の上昇と単位労働コストの低下の現象が見られます。



(3) 物価指標

米国において、注目しておきたいインフレーション指標は、右表のように、①消費者物価指数 (CPI: Consumer Price Index)、②PCE コア・デフレーター (個人消費支出コア・デフレーター: Personal Consumption Expenditures Deflator)、③GDP デフレーター (Gross Domestic Product Deflator)、④生産者物価 (Producer Price Index) の4つです。

コア (Core:重要部分ないし中心部分という意味)¹とは、指数全体からエネルギーと食料品を除いた部分を指します。これは、エネルギーや食料の市況が、気候変動や戦争・紛争などの地政学上の材料などによる一時的な価格変動幅も大きいことから、国内の需給など経済実態に照らしたインフレ状況を判断するには、それらを除いた「コア」の方が適当と考えられるからです。ただし、世界的需給逼迫を背景に原油価格などが中長期的に上昇を持続する可能性があるなかでは、単純にエネルギーや食料品を除くことが良いのか、という議論もあります。さらに、住居費には自己住宅居住による便益が「帰属消費」としてカウント (2割強) されていますが、住宅価格上昇を受けて、それが大きく上昇している計算になっていることから、住居費も除いて見ることも必要となっており、これを「市場基準型」と言います。

また、消費者物価指標においては、一般的に消費者物価指数 (CPI) が知られていますが、米国の中央銀行である連邦準備制度理事会 (FED) が重視しているのは、PCE コア・デフレーターです。比較上、以下の点から PCE コア・デフレーターに注目することが良いでしょう。

① PCE は毎年ごとにウエイトが変わる方式を採用していること。CPI はウエイトが固定であり、個別商品の価格変化を受けて年を経るごとに消費バスケット (消費内容) が変化することによる効果 (これを「ラスパイレス効果」と言います) が大きく現れる可能性があり、実態との乖離がありえること。

② PCE デフレーターの方が広い範囲をカバーしていること (CPI は都市居住者の家計調査に基づいており、全米家計のカバー率は8割程度。これに対し、PCE デフレーターは、家計以外の個人消費もカバーし事業所調査に基づく最終消費 (売上) に基づいている)。

¹ 日本では、通常、物価指標におけるコアは、全体指数から生鮮食品を除いたものを指す。石油製品などのエネルギーは除かれていない。

インフレーション指標の比較

指標 項目	消費者物価指数	PCEデフレーター (個人消費支出 デフレーター)	GDP デフレーター	生産者物価 指数
発表機関	労働省	商務省	商務省	労働省
発表頻度	月次	月次	年四回	月次
ウェイト	固定ウェイト	連鎖式ウェイト (逐次変化)	連鎖式ウェイト (逐次変化)	固定ウェイト
コア指数 の有無	有り	有り	なし	有り
作成内容	都市家計世帯(人口 の約8割)によって 購入される商品・サ ービスのバスケット の価格変動を測定	消費者(個人および 非営利団体)によっ て購入される商品・ サービスのバス ケットの価格変動 を測定	国内で生産され る商品・サービス の価格変動を測定	最終財生産まで の段階で国内生 産者が受け入れ る財価格

