# 安定成長軌道での生産性上昇が試される米国経済

**要　　約**

**2000年～2001年にかけての米国は、引き締めによって拡大ペースは鈍化しながらも、安定成長軌道をたどる可能性が高いとみられるが、景気のスローダウンの中で実質賃金が上昇した場合にも、IT革命の波及によって高い生産性上昇を維持できるかという点が、金融面での安定性に直結する問題として残っている。**

## 過熱気味の景気拡大には歯止め

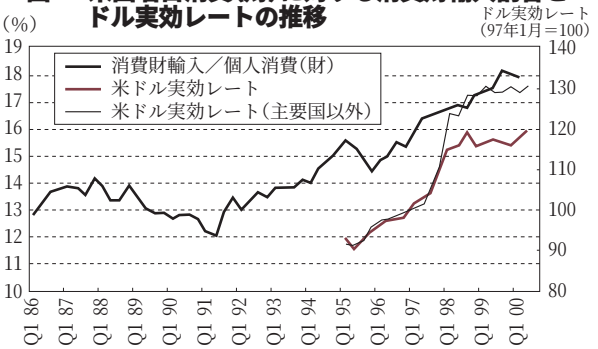
昨年6月末以来の6回にわたる利上げ（計175ベーシス）によって、米国経済にピークアウトを示唆する指標が増えている。とりわけ金利変動に敏感な住宅関係や耐久財消費において頭打ちの傾向が強まっており、米景気の過熱感は昨年後半～今年の初めに比べて薄らいできた。とはいえ、経済活動の水準が高い上に、大幅利上げ観測の後退で株価に持ちなおしの兆しがあること等から、再び景気が加速した場合のインフレリスクはいまだ払拭できず、FRBもインフレ抑制にバイアスを置いた政策姿勢を維持し、景気の安定化を確保するために調整的な利上げを行う可能性があるが、中期的にみれば米国景気のピークアウトが次第に明確になることによって利上げ幅は小幅にとどまるものとみられる。今後は景気過熱を避けると同時に景気減速をスムーズなものにするという両面がFRBにとって課題となってくる。

## 前回の利上げ局面との比較

米国でインフレ懸念から累次にわたる利上げがなされたのは90年代以降では今回が2度目であり、前回は94年～95年初めにかけてFFレートを7回、3%から6%まで引き上げている。

そこで今後の景気動向を考える上で、前回の利上げ局面と現状とを比較してみる。まず利上げの最大の要因であるインフレリスクについて、①設備稼働率、②国際商品市況、③為替相場・輸入物価、④労働力需給、という観点から両者を比較すれば、設備稼働率については、84%を上回った前回に比べ足元では82%程度にとどまっており、生産設備の点からは逼迫感は強くない。この背景には98年頃まで続いた生産能力増強の効果と、ドル高による輸入急増で国内需要に占める輸入品の割合が高まっていることが挙げられる（図1）。

**図1　米国名目消費(財)に対する消費財輸入割合とドル実効レートの推移**



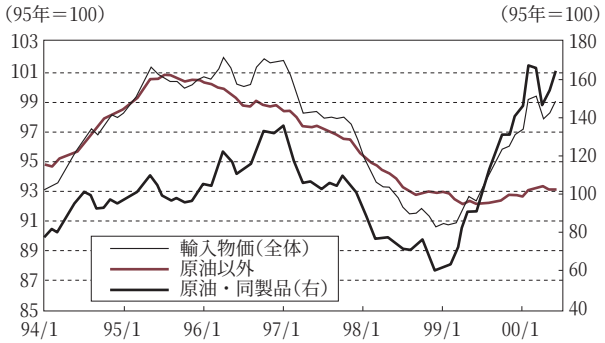

資料　FRB、米国商務省
（注）消費財輸入、個人消費(財)は名目GDPベース。

次いで国際商品市況に関しては、原油価格は94～95年当時よりも高くなっているものの、燃料以外の商品では当時よりも価格水準は低い状態である。商品市況の上昇といっても、これまでのところ原油中心となっていることが足元の特徴である。

そして為替レートについては、対円では98年半ば以降軟調地合が続いているものの、対ユーロでは堅調、その他でも90年代後半に相次

いだ途上国通貨危機の影響もあってドル高基調が続いている等、現状では実効レートでのドル高が目立っており、メキシコ危機等を背景に過去最低水準にまで暴落した前回と顕著な相違をなしている。国際商品市況の状況とドル相場環境から、輸入物価に関しても、原油等の輸入物価は前年比で100％以上の上昇（前年水準が低かったことも大きい）になったものの、原油以外では前回が前年比5％程度の上昇であったのに対し、足元でも1％程度の上昇にとどまっており、水準も前回を大きく下回っている（図2）。

**図2　米国の輸入物価指数の推移**

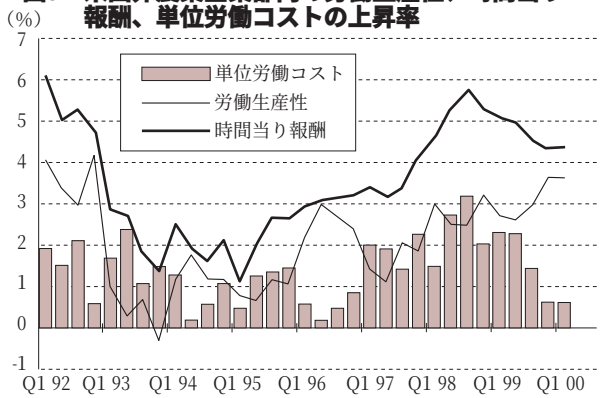



資料　米国商務省
（注）95年＝100とした指数の水準。

## 労働力需給逼迫進行と労働コスト

最後に労働力需給という面では、94～95年当時は失業率が6％台から5％台半ばへと急速に低下する等、労働力需要の増加は顕著だったが、失業率の水準は現状よりも高く、労働力需給の逼迫度という点では足元の方が明らかに強まっている。しかし一方で当時の労働生産性は年間1％程度の伸びにとどまっており、結果として単位労働コストの上昇率が95年半ばにかけて一時的に加速する局面があった。それに対し足元では前年比の労働生産性の伸びが3％台後半（第1四半期）と高いため、単位労働コスト上昇率は94～95年当時に比べ低く抑えられている（図3）。

**図3　米国非農業企業部門の労働生産性、時間当り報酬、単位労働コストの上昇率**




資料　米国商務省
（注）前年比。

失業率の「水準」で示される労働力需給の逼迫度合いが高まっているにもかかわらず労働生産性の上昇テンポが鈍化していないのは、（ある程度は需要増による面もあろうが）情報通信技術革新（いわゆるIT革命）の成果といえる。例えば、米国商務省の"Digital Economy 2000"によれば、米国では96年以降労働生産性の伸びがそれ以前に比べて1％ポイント程度加速したが、そのうち5割～7割程度がIT投資やIT関係の技術進歩によると試算されている（表1）。

**表1　米国の生産性上昇率の加速に対するIT関連資本の寄与（民間非農業企業セクター）**

| 研究者 | IT関係資本ストック増加効果（%ポイント） | IT資本の技術革新（%ポイント） | IT寄与計（%ポイント） | 生産性上昇率の変化（%ポイント） | ITの寄与率（%） |
|---|---|---|---|---|---|
| oliner and sichel 91～95年と96～99年の比較 | 0.45 | 0.26 | 0.71 | 1.04 | 68.3 |
| cogressional budget office 74～95年と96～99年の比較 | 0.4 | 0.2 | 0.6 | 1.1 | 54.5 |
| economic report of the president 73～95年と95～99年の比較 | 0.47 | 0.23 | 0.7 | 1.47 | 47.6 |
| jorgenson and stior 90～95年と95～98年の比較 | 0.31 | 0.19 | 0.5 | 1.0 | 50.0 |
| whelan 74～95年と96～98年の比較 | 0.46 | 0.27 | 0.73 | 0.99 | 73.7 |

資料　米国商務省 "Digital economy 2000" p.38

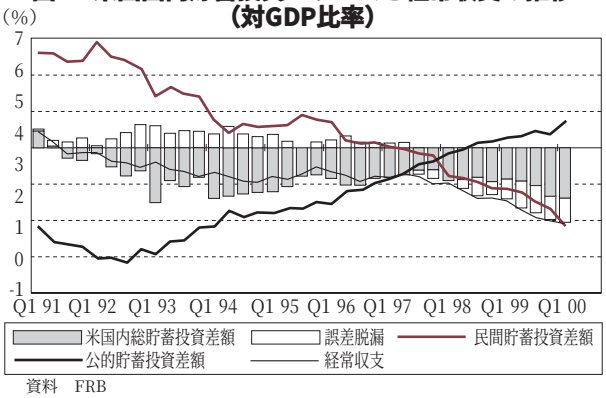
以上をまとめれば、労働力需給以外では前回（94～95年）の利上げ局面と比べインフレにつながる圧力はいずれも小さく、労働力需給逼迫についても、IT革命の効果で労働市場が効率化し、労働生産性が上昇していることを考えれば、

現状インフレ圧力は前回利上げ局面よりもむしろ小さいと結論づけられる。インフレリスクの払拭のみによって景気のソフトランディングが可能であるなら、FRBは今回も景気のソフトランディングに成功する可能性が高いといえよう。

**景気ソフトランディングに向けてのリスク要因**

しかし、米国景気がソフトランディングしていくまでの課題はインフレリスクの払拭だけではない。株価の暴落やクレジットリスクの急拡大を避け、過去最大にまで拡大した対外ファイナンスに急変を引き起こさないという金融面での安定性維持がソフトランディングにとって必要であり、経常収支赤字の裏側である民間セクターの貯蓄不足（投資超過）をスムーズに調整していくことが中期的な安定成長にとって不可欠な課題である（図4）。

**図4　米国国内貯蓄投資バランスと経常収支の推移（対GDP比率）**

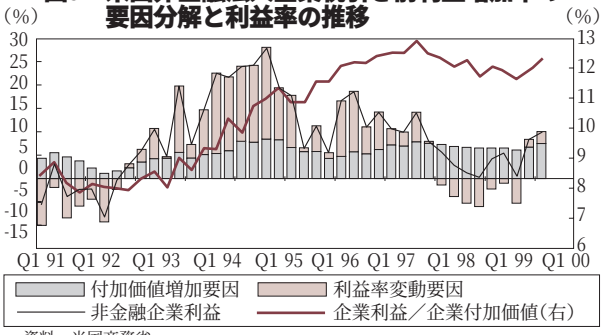



資料　FRB

米国の場合民間セクターの貯蓄不足をもたらしているのは、家計の低貯蓄率と企業のキャッシュフローを上回る設備投資であるが、家計の低貯蓄率は株高に支えられていて株価（企業業績）次第という面が強いから、今後の焦点は企業セクターの動向に絞られる。

米国のマイクロベースの企業業績に関しては、これも94～95年と比較すると前回利上げ局面では、マクロでみた米国企業の利益率が上昇トレンドをたどっていた。「好景気でも手を緩めないリストラ」が当時の米国企業の主流であった。95年～96年にかけて利上げの影響やメキシコ危機等によって景気が減速し、企業セクターのGDP（売上粗利益に相当）の伸びが鈍化した時にも、収益率の上昇が増益傾向を維持・拡大する方向に寄与していた（図5）。

**図5　米国非金融法人企業税引き前利益増加率の要因分解と利益率の推移**




資料　米国商務省
（注）前年同期の企業利益対付加価値比率のもとでの利益増加額を付加価値増加要因とし、それ以外を利益率変動要因としたもの。

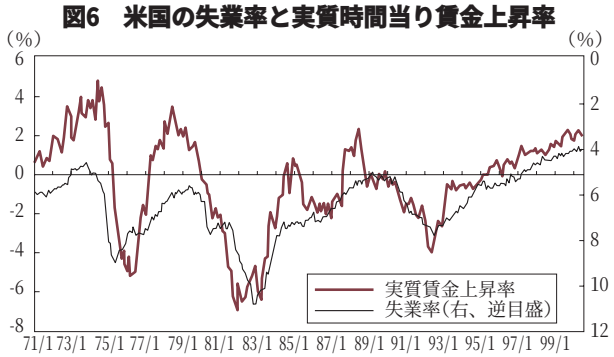
しかし97年後半以降はマクロの収益率が低下傾向をたどり始め、その結果、98年のロシア危機の際には、名目GDP増加率がさほど低下していないにもかかわらず企業業績が大幅に悪化する事態となった。現状では昨年後半以来再び利益率に持ちなおしの傾向がみられるものの、この傾向が持続的なものかが今後の米国株価の行方にとって重要な意味を持とう。

利益率上昇傾向が持続するとすれば、それはIT革命の効果が、これまでは先行投資中心で利益に結びつかなかった面があるものの、これから本格的に企業の収益率を好転させ、安定成長でも増益基調を維持していけるだけの収益力がマクロ的に実現していることを意味し、高収益率企業中心に株価の堅調地合が続くことがみこまれる。

ただし一方で、足元の利益率の改善は名目賃金上昇率が安定している中で卸売物価や消費者物価がエネルギー関連を中心に上昇し、結果的に実質賃金上昇率が鈍化（労働分配率が低下）

したことによる面も大きいとみられ、現状のような低失業率（労働力需給逼迫）環境を前提にすれば、消費者物価の上昇がいずれは名目賃金上昇率を引き上げて、実質賃金の上昇につながり、労働分配率を回復する方向に作用する可能性もまた高いとみられる。実際、失業率と実質賃金上昇率との間には（物価と賃金の変化のラグを考慮すれば）比較的明瞭な相関が認められ、過去のパターンからすれば今後は名目賃金上昇率が高まる局面といえる（図6）。

**図6　米国の失業率と実質時間当り賃金上昇率**




資料　米国商務省
（注）実質賃金上昇率＝時間当り賃金上昇率（前年比）－1年半前の消費者物価上昇率（前年比）。野村総研木内氏のレポート参照。

その際に企業が価格転嫁をすればインフレ的な拡大になるが、インターネットを効率的に利用した価格破壊の進行等を考えれば、価格転嫁は容易ではないとみられ、実質賃金の上昇は生産性の向上なしには利益率の低下要因になる。90年代後半の生産性上昇が情報通信技術利用による効率化だけでなく、需要増加によってリードされた面があることはFRBも認めるところであり、金融引締めによって需要の伸びがスローダウンする中で、生産性の上昇が持続的に確保できるのか、IT革命の先行国である米国で、その真価が本格的に問われてくる局面になっている。

## ITの世界的波及はこれから

米国におけるIT革命・生産性上昇という事態を背景に、各国ともにIT導入によって生産性上昇を図り、持続的成長の手がかりにしようという動きがみられる。その意味ではITセクターの拡大は今後とも続く可能性が高く、IT関連の世界的企業を擁する米国には収益的にもプラスの効果が期待できる。米国政府も通信費用の世界的な低下をうながすことによって、IT普及を促進させる政策スタンスをとっている。

ただし米商務省"Digital Economy 2000"の中で取り上げられているように、IT投資が効率化に結びつくのは、組織が分権的な場合、等の条件付きであることも次第に明らかになっており、米国以外でどれほどマクロの生産性上昇に結びつくかは未知数といえる。また米国の場合、基軸通貨国であるという特殊性（経常赤字の制約が弱い）もあって、IT導入による世界的最適調達がかえって経常赤字拡大をもたらしている等、ITによって解決できないマクロ問題があることもいうまでもない。2000年～2001年にかけての米国は、引き締めによって拡大ペースは鈍化しながらも、安定成長軌道をたどる可能性が高いとみられるが、実質高金利や実質賃金上昇という環境でも高い生産性上昇を維持できるかという点が金融面での安定性に直結する問題として残っているといえよう。（小野沢 康晴）

**表2　米国経済見通し総括表**

| | | 2000年（見通し） | | | 2001年（見通し） |
|---|---|---|---|---|---|
| | 単位 | | 上期 | 下期 | |
| 実質GDP | % | 4.7 | 5.3 | 4.2 | 3.3 |
| 個人消費 | % | 5.2 | 5.7 | 4.7 | 3.4 |
| 設備投資 | % | 10.5 | 11.4 | 9.6 | 7.2 |
| 住宅投資 | % | −1.0 | 0.9 | −3.0 | −2.7 |
| 在庫投資 | % | −0.1 | 0.0 | −0.2 | −0.1 |
| 純輸出 | % | −0.6 | −0.8 | −0.4 | −0.3 |
| 輸出 | % | 8.5 | 8.2 | 8.8 | 7.5 |
| 輸入 | % | 10.5 | 11.7 | 9.4 | 7.2 |
| 政府支出 | % | 2.7 | 3.2 | 2.2 | 2.0 |
| 経常収支 | $10億 | −444.2 | −212.7 | −231.5 | −465.5 |
| 貿易収支 | $10億 | −367.6 | −178.6 | −189.0 | −385.1 |
| 消費者物価 | % | 3.3 | 3.2 | 3.4 | 3.0 |

（注）1. 貿易収支はIMFベースの財貨・サービス収支。
2. 単位が%のものは前年比増加（上昇）率。
3. 在庫投資と純輸出は寄与度。