

海外経済金融・米国

安定成長に向けた分岐点にある米国

要 約

米国は過熱的高成長から安定成長への移行局面にあるが、株価下落の影響に加え、移行局面特有の、予想やリスク判断の振れが大きくなること等もあり、足元で下振れリスクも高まっている。労働市場の調整等が行われるのには時間を要するから、FRBはその間金融緩和で需要の急減を避け、調整過程をスムーズなものにしていくスタンスをとろう。

循環的な減速に資産価格下落が加わる

米国景気は昨年6月末以来の利上げ（計175ベース）の影響に加え、今年4月半ば以降ナスダック指数が半値にまで低下するという資産価格（特に株式時価総額）下落を伴った景気の減速局面を迎えている。今回の減速局面の今後を考えるポイントは企業業績の行方と資産価格下落の影響であろう。

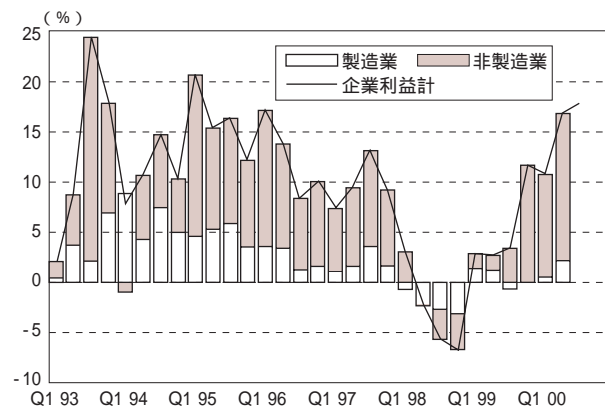
まず企業業績については、「鈍化しても堅調な増益基調」をたどるならば、資産価格下落による個人消費鈍化の中でも、情報化投資中心に堅調な設備投資の拡大によって消費鈍化・投資堅調型の景気のスムーズなスローダウンが可能だ。しかし企業業績の鈍化が予想外に大幅、場合によっては減益になるようなケースでは、雇用の伸びが大きく鈍化、あるいは雇用減少が続く等の事態も予想され、所得減少を伴う消費の大幅鈍化から景気の減速スピードが大幅になるリスクが高まることになる。そこでまず米国のマクロ企業業績の今後について考えてみたい。

米国企業業績の今後をどうみるか

米国のマクロ企業業績の今後を考える場合、90年代前半と後半とでは利益増加の内容が大きく異なっているという認識が不可欠である。90年代前半～96年頃までの増益局面は図1の通り、製造業・非製造業が比較的バランスのとれた形で増益に寄与していたが、97年以降は非

製造業が増益分の大半を占めるという内容に変化した（図1）。

図1 米国のGDPベース企業利益増加率と業種別寄与度

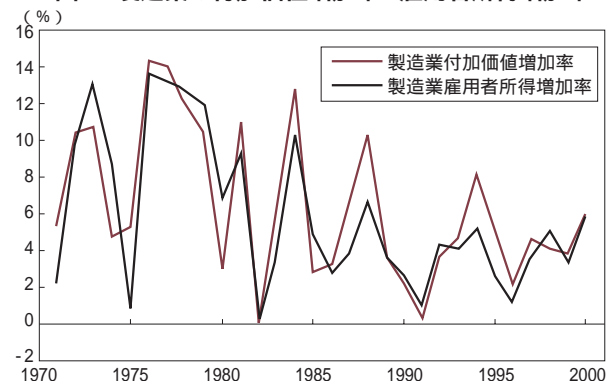


資料 米国商務省

(注) 税引き前利益の前年比増減率。

製造業と非製造業とでは、売上の変化に対する雇用調整のスピードが大きく異なる（ここでは売上の代理変数として売上粗利益に相当する

図2 製造業の付加価値増加率と雇用者所得増加率



資料 米国商務省

(注) 前年比。付加価値の増加率は98年まで実績、99年以降は当社推計値。雇用者所得は99年まで実績値、2000年は当社推計値。

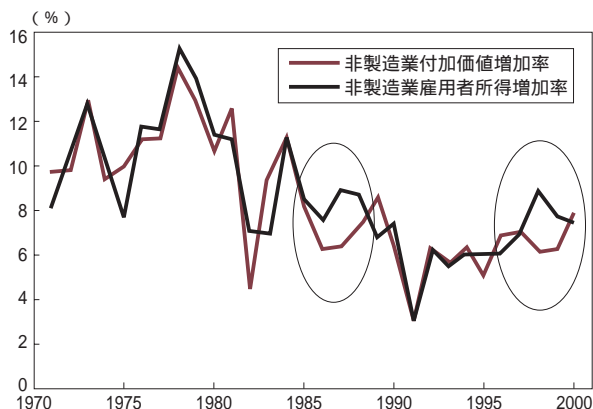
名目粗付加価値を利用)

図2のように、製造業では雇用者所得の変化は付加価値の変化に連動しており、雇用調整が素早く行われることを示している。

製造業では業況の変化が在庫や市況、稼働率等に明瞭に現れ、それに応じたレイオフ等の体制が労使合意の元で整備されていることが、このような連動関係の背後にあらう。

一方非製造業では(図3)付加価値増加率の変化に対する雇用者所得の連動性は製造業程高くなく、特に付加価値増加率が急速に鈍化した時に、雇用者所得の伸びが高止まって両者の乖離が拡大、それが数年間続く局面があることが特徴だ(86~88年や97~99年)。

図3 非製造業の付加価値増加率と雇用者所得増加率



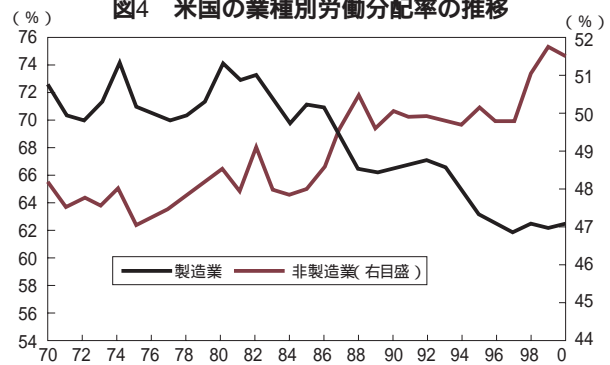
資料 米商務省
(注) 図2と同じ

労働市場の柔軟性が高い米国でも、非製造業では業況変化が早期には把握しづらいことや、人的資本への依存度が高いために人件費切下げや解雇が人材流出やモラルの低下となって、かえって業績への悪影響が大きくなる等の問題が、雇用調整スピードを(特に業績悪化局面で)緩慢なものにしていることが考えられる。

結果的に労働分配率(雇用者所得/付加価値)も、製造業では緩やかな低下トレンドをたどっているのに対し、非製造業では一時的な急上昇局面を含んだ緩やかな上昇トレンドをたどると

いう対照的な形になっている(図4)。

図4 米国の業種別労働分配率の推移

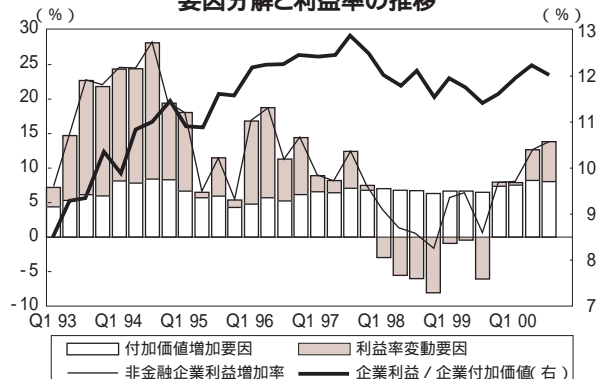


資料 米商務省
(注) 98年までは実績。99年以降は当社推計値。

米国企業は短期では固定費高い体質に

以上を踏まえて米国のマクロの企業業績を振り返ってみる。米国企業は90年代前半には製造業で労働分配率低下、非製造業で横ばい(図4)という収益体質の健全性が維持される中で、製造業・非製造業のバランスのとれた企業業績改善が続き、94年の利上げの影響を受けた95年の一時的な減速局面でも利益率改善から増益基調の維持が可能であった。しかし90年代後半には、(ドル高が影響している面があるが)増益の大半が非製造業セクターに偏る中で、非製造業の雇用調整の遅れという特徴が企業業績全体においてより明瞭になり、98年~99年の

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。

ロシア危機の際には、付加価値増加率が小幅鈍化するだけで増益率が急速に低下するというという体質に変化した（図5）。

そしてその体質は、足下でも変わっていない。製造業における素早い雇用者所得の調整、非製造業における緩やかな調整という前提で2001年のマクロ企業業績を予想してみると、2001年の名目GDP増加率が6%、5%、4%と3つのケースで、マクロ企業業績はそれぞれ10.9%、4.9%、

1.0%と、4%の名目成長率ではマクロ企業業績が減益になるとの試算となった（表1）。

表1 米国の名目GDP増加率別の企業業績の見通し

名目GDP増加率	6%のケース	5%のケース	4%のケース	メインシナリオ5.6%
製造業名目付加価値増加率	4.0	2.7	1.5	3.5
製造業雇用者所得増加率	4.0	2.7	1.5	3.5
製造業利益増加率	4.0	2.7	1.5	3.5
非製造業名目付加価値増加率	6.6	5.5	4.5	6.1
非製造業雇用者所得増加率	5.5	5.5	5.5	5.5
非製造業利益増加率	13.2	5.7	-1.9	10.2
マクロ企業利益増加率	10.9	4.9	-1.0	8.5

（注）業種別の名目付加価値増加率は全体の名目GDP増加率との単回帰（81～98年）の結果を元に延長して推定したもの。
雇用者所得増加率は試算の前提として置いたもの。
雇用者所得以外の費用部門は2000年（推定値）と費用比率が一定として試算。

この試算は2000年に7.4%増程度とみこまれる非製造業の雇用者所得が2001年に5.5%増にまで鈍化するという雇用者所得の緩やかな調整過程を前提にしているが、短期的にこれ以上急速な調整が行われる場合には、需要自体の鈍化スピードも速まってハードランディングリスクが高まるから、ソフトランディング過程における雇用者所得の調整スピードとしてはある程度の妥当性を持つと考えられる。

以上の試算から結論できるのは、米国経済がソフトランディングするためには、非製造業の雇用調整スピードに見合う形で需要の鈍化ペースを緩やかなものにする必要があることであり、プラス成長を保っていても名目成長率が4%程度という期間が続くと、マクロ企業業績が減益に陥り、雇用の急激な調整、需要の急速な鈍化等、デフレ的なサイクルに陥るリスクが

高いということである。その意味で米国は安定成長に向けての分岐点にある。非製造業労働市場で安定成長経路に見合った雇用者所得増加ペースへの鈍化が浸透する（期待の変化が浸透する）までは、高めの需要成長率を保つことによって企業業績の急激な悪化を防ぐ必要がある。

このような「過熱的高成長から安定成長への移行局面」自体が抱えるリスクについては、FRBも十分に認識しているとみられる。グリーンズパン議長は12月5日の講演の中で、移行局面には金融市場でリスクが再評価され、リスク判断が振れやすいこと、安定成長への移行期には、高成長期ならば吸収されたであろうような小さな悪影響によっても経済のリスクが高まること、拡大の勢いをいくぶんか失った経済状態においては、資産価格の低下が家計や企業の支出の過度な抑制を引き起こす可能性について注視することが必要等と、移行局面におけるリスクの高まりに言及している。成長率が2%台にとどまった第3四半期に続き第4四半期も3%台程度の成長になるとの見方が強まる中で、FRBは調整的な金融緩和によって移行期の下振れリスクを防止する政策をとろう。

具体的には、在庫調整の影響による需要下押要因のある来年前半に、早い段階から調整的な利下げを行う可能性が高い。利下げによる需要持ち直しとドル実効レート低下を通じた海外収益の好転等を前提にすれば、企業の増益基調の維持と雇用の緩やかなスローダウンというシナリオの可能性は十分にある。

資産価格下落の影響

次にナスダック指数下落等、資産価格下落の実体経済への影響を考える。株価下落は逆資産効果を通じて個人消費を抑制する要因になり、また企業の資金調達に影響を与えて設備投資にもマイナスの影響を及ぼす。

まず個人消費への影響について、株式時価総額の変化の消費への影響という考え方から整理してみる。

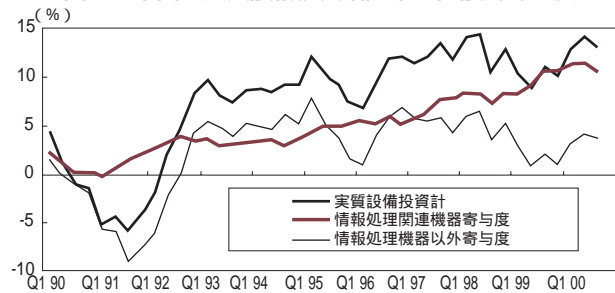
グリーンSPAN議長が昨年3月に講演した内容によれば、米国の場合これまで、株式時価総額の1ドル増加につき3～4セントが消費増加につながるという傾向があるとのことであり、マネーフロー表によれば米国の株式時価総額は2000年第一四半期末の20兆2320億ドルから第三四半期末には19兆471億ドルへと1.2兆ドル弱減少した。第4四半期に入っても株価の下落が続いており、株式時価総額との相関の高いウィルシャー5000株価指数を利用すると、ウィルシャー5000株価指数が年末に現状レベルの12500ポイント程度となった場合、株式時価総額は17兆6600億ドル程度にまで低下、時価総額の減少幅は2.7兆ドル弱となると推定される。株価の資産効果とまったく同じ効果が株価下落時にも働く（時価総額減少分の3～4%相当の消費が減少）とすれば、800億ドル～1000億ドル程度の名目消費減少になるが、これは現状6.8兆ドルの名目個人消費の1.2%～1.6%に相当する。第三四半期の名目個人消費は前年比で7.9%の増加となっているから、逆資産効果を大きく見積もっても、現状程度の株価調整であれば、消費の過熱を抑える効果に止まる程度のものであるということになる。

もちろん今後の株価次第で逆資産効果の拡大もありうるが、むしろ今後の消費にとってのリスクは、前述したように企業業績の悪化ペースが速まった場合に雇用調整のペースも加速して所得の伸びが鈍化してくる場合である。企業業績の悪化が株価の下落につながることは言うまでもなく、この場合には逆資産効果と所得の伸び鈍化の両面から個人消費が抑えられ、減速ペースが加速することになる。個人消費のスムーズなスロウダウンのためにも、前述のような金融緩和策等により当面の下振れリスクを防ぐ必要がある。

株価下落と設備投資

次に設備投資への影響を考える。90年代以降の米国の設備投資を振り返ると、情報処理機器投資の構造的な増加とそれ以外（建物、産業用機器、輸送用機器等）の循環的変動とに二分される（図6）。

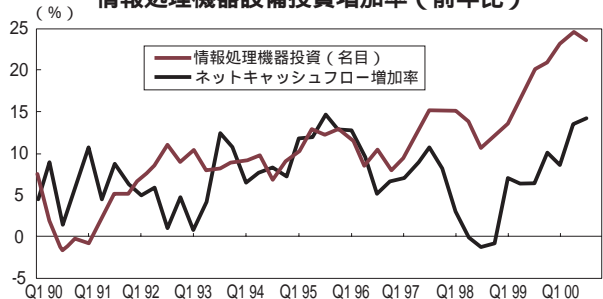
図6 米国の実質設備投資増加率と内訳別寄与度



資料 米国商務省
 (注) 前年比増加率寄与度。チェーンウェイトデフレーターのためそれぞれの要因の寄与度は合計の増加率に一致しない。

情報処理機械は更新サイクルが短いことが恒常的な投資拡大につながっているとの見方もある。しかし、投資のファイナンスという面からは、90年代半ば頃までは情報処理機器投資といえどもキャッシュフローの伸びによって制約されていたのに対し、後半になるとキャッシュフローの制約を外れて高い伸びを続けてきたことが明らかである（図7）。

図7 米国企業のネットキャッシュフロー増加率と情報処理機器設備投資増加率（前年比）



資料 米国商務省
 (注) 前年比増加率。

その結果、企業の設備投資は急速に外部ファイナンス（借入、起債）に頼る傾向を強め、マネーフロー表によれば、米国企業のファイナン

スギャップ（名目設備投資・在庫投資の合計）（配当控除後の税引き後利益＋減価償却費）は97年の1000億ドル強から2000年には2000億ドル強と過去3年間で倍増している。このファイナンスは株高を前提としたものであり、結果的に株価下落が債券市場でのクレジットスプレッドの拡大、銀行の融資基準のタイト化等といった事態を招くに至っている。株式自体が企業の設備投資の原資として大だったわけではないものの、株価下落により（将来の事業拡大の期待はあっても）財務内容が悪く当面の収益性の低い企業で設備投資が難しくなる等の影響が今後顕在化する。

ここでは実質設備投資を実質キャッシュフロー、設備稼働率、相対価格要因（雇用コスト指数/設備投資デフレーター）、カバレッジの広いウィルシャー5000株価指数で回帰するモデルでその影響を考える（図8）。

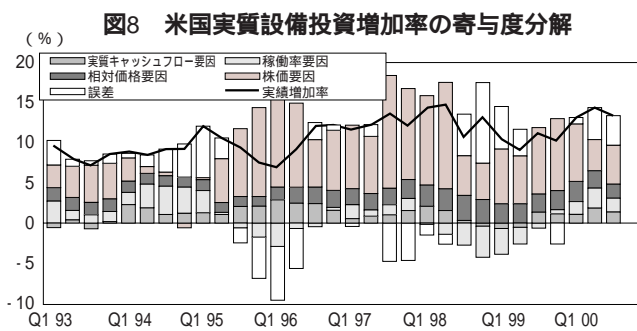


図8 米国実質設備投資増加率の寄与度分解
資料：米国商務省、FRB、労働省、datastream
(注)モデルの概要： $\ln(\text{実質設備投資}) = -5.83634 + 0.245961 * \ln(\text{実質キャッシュフロー}) + 1.229636 * \ln(\text{鉱工業設備稼働率}) + 0.49732 * \ln(\text{相対価格要因}) + 0.373838 * \ln(\text{株価要因})$
補正後R²: 0.9787
実質キャッシュフロー: キャッシュフローをCPIで割り引いたもので、2四半期ラグ。 t値 1.1845
鉱工業設備稼働率: 2.4937
相対価格要因: 民間雇用コスト指数/設備投資デフレーター 1.1599
株価要因: ウィルシャー5000株価指数水準 3.1894
推計期間: 1990年第1四半期～2000年第3四半期

モデルは極めてラフな推計にとどまっております、その結果は幅を持つてみる必要があるが、90年代後半に入って株価上昇が設備投資を上振れさせてきた要因として重要であったことは事実であろう。株価下落の影響を受けて当面は設備投資にも下押し圧力が高まるが、ダウやS & P500等のいわゆるオールドエコノミー株は

足元でも横ばい圏内にとどまっていること、下げ等により企業業績も増益基調を維持でき、キャッシュフロー増加が見込まれること等を考えれば、設備投資の鈍化も2001年半ば頃でボトムアウトしてこよう。

米国の資産バブルは株価に限定

高成長から安定成長への移行局面では、前述した通り、調整スピードの相違の影響や、予想の振れが大きくなること等により景気の下振れ圧力が高まる可能性が高いが、FRBは短期的な下振れリスクに対しては金融緩和によって対応するスタンスを明確にしている。また今回の米景気減速はバブル崩壊を伴うものだが、米国のバブルはナスダックを中心とした新興企業株に限定的とみられ、不動産市況等への波及は弱く、その意味ではその影響もコントロール可能な範囲と考えられる。

経済の移行期に政権の移行（かつスムーズとはいえない）が重なったことで、当面は米国景気の下振れリスクが高まるが、長期金利低下が既に住宅投資の底打ちにつながっている等の自律的な動きや、財政黒字から減税等の余力があることもあり、現状では2001年後半にかけて安定成長軌道に乗ることは可能と考える。

（小野沢 康晴）

表2 米国経済見通し総括表

	単位	2000年 見込み	2001年見通し		
			上期	下期	
実質GDP	%	5.1	3.3	3.0	3.4
個人消費	%	5.3	3.4	3.3	3.6
設備投資	%	13.2	7.9	7.5	8.3
住宅投資	%	0.1	-0.3	-0.4	-0.2
在庫投資	%	0.2	-0.2	-0.2	-0.1
純輸出	%	-1.0	-0.4	-0.3	-0.6
輸出	%	10.0	8.3	8.7	7.9
輸入	%	14.3	8.7	8.3	9.2
政府支出	%	2.6	2.6	1.8	3.5
経常収支	\$10億	-443.2	-486.5	-228.1	-258.4
貿易収支	\$10億	-372.3	-412.4	-194.5	-217.8
消費者物価	%	3.3	2.8	3.0	2.6

(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。