海外景気金融・米国

金融政策により拡大テンポの抑制を図る米国政策当局

要　　約

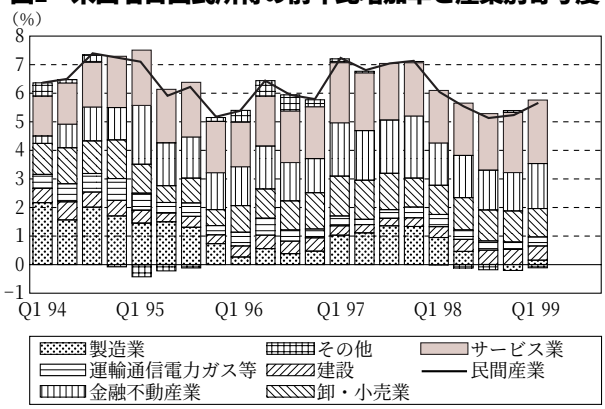
99～2000年にかけての世界経済にとっては、過熱気味の米国経済のソフトランディングと欧州・日本の景気回復という「バランス回復」が、スムーズに進行できるかどうかがポイントになる。米国景気は労働力需給逼迫を背景に拡大テンポの抑制を図らなければならない状態で、金融引締め政策に加えて産業機械投資の調整等もあり、2000年にかけてはスローダウンが予想される。

消費主導の高成長継続

足元の米国経済はなお堅調な拡大を維持しているものの、拡張期間が9年近くに及び、景気拡大の内容には変化がみられる。それは第一に、需要面からみると消費中心の拡大という性格が鮮明になっていることである。米国の実質ＧＤＰは、前年比では96年以降一貫して４％程度の成長率となっているが、個人消費の成長への寄与率は96～97年の60％前後から98年には85％へと上昇している。

次に、供給面からみるとサービス産業の付加価値増大との製造業の低迷という格差が次第に定着しつつあるようにみられることが指摘できる（図1）。

図1　米国名目国民所得の前年比増加率と産業別寄与度

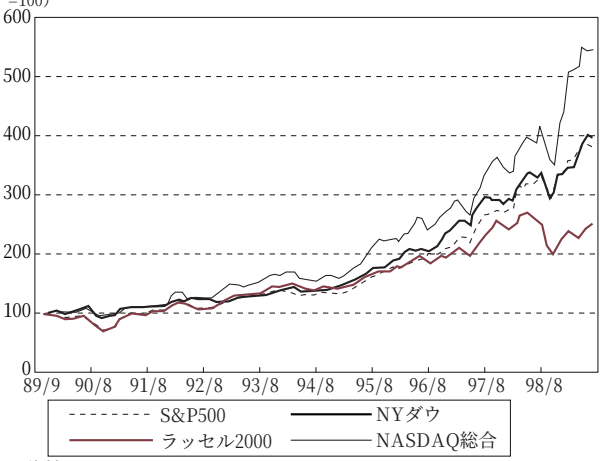


資料　米国商務省
（注）　前年比。

もちろん製造業の中でも自動車やコンピュータ関連等の好調な業種はあるものの、ドル高環境もあって素材、非耐久財関連では生産の低迷が続いている。

長期拡大の中での設備投資増加の結果として、製造業ではマクロ的には生産能力が過大で、設備稼働率の水準は、現状90年代初めのリセッションの時期以来の低さであり、業種によってはリセッション期を下回るものもある。内需の高い伸びが続く中でも、稼働率の低迷や業種ごとの格差の拡大等、供給面からみれば、米国景気の拡大も、その及ぶ範囲が広範なものではなくなりつつある。株価についても同様に、上昇を続ける大型株やハイテク株と低迷する小型株という二極化現象が続いている（図2）。

図2　米国各種株価指数の推移



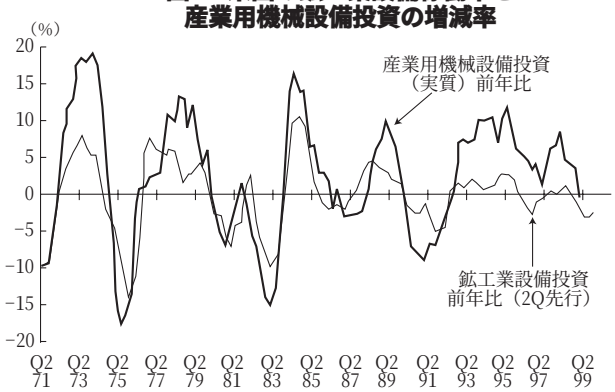
資料　Data Stream
（注）　10年前を100とした指数。

産業機械投資は既に調整局面

過去の積極的な投資の結果としての高い生産能力の伸びと、一方で低水準で推移する設備稼

働率という事態から、米国製造業の生産設備に対する投資は既に鈍化（実質生産設備投資は前年比マイナスに）してきており、生産能力増加率もピークアウトしつつある。（図3）。

図3　米国の鉱工業設備稼働率と産業用機械設備投資の増減率



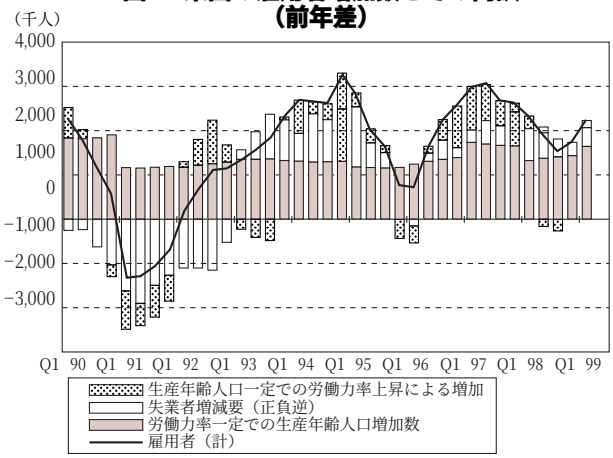
資料　米国商務省、FRB調
（注）　前年比。稼働率の前年比は2四半期先行させてある。

産業用機械投資の調整にはある程度の時間を要しようから、2000年にかけても（情報処理機器投資を除けば）設備投資は全体として鈍化の方向にあるとみられる。

労働力需給は依然逼迫

一方長期拡大の中で、労働力需給の逼迫は着実に強まっており、その面ではマクロの需要を抑制しなければいずれ賃金上昇や生産性の低下といった事態に陥るリスクが出てきている。米国の人口統計によれば、労働力率一定とした場合、生産年齢人口の増加のみで増加可能な労働力は年間150万人程度であり、それを上回る労働力需要の増加に対しては、労働力率の上昇ないしは失業率の低下によって供給がなされることになる。米国の場合、94～95年の雇用増加局面では失業率の低下によって労働需要がまかなわれ、96～97年には労働力率上昇によって需要が満たされてきたものの（図）、足元では失業率水準の低さ等、労働力の供給余力は限界になりつつあるとみられる。労働力需給の面からは、米国の需要増加率の抑制が必要な状況となっており、FRBの予防的な利上げも、この点を最も重視したものといえよう（図4）。

図4　米国の雇用者増加数とその内訳（前年差）



資料　米国労働省
（注）　実数の前年差。

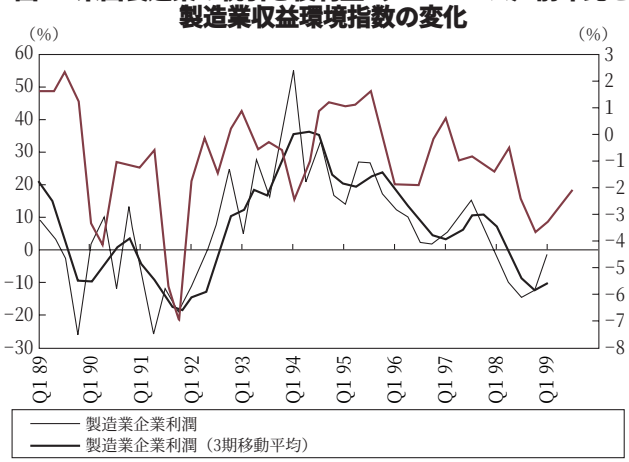
調整的利上げでソフトランディング目指す展開

以上のように米国景気拡大の内容は、需要面では消費中心、供給面ではコンピュータ及びサービス中心のものとなっており、全面的な拡大から大幅利上げが必要であった94年当時や、二桁の実質輸出増を伴って製造業の設備稼働率も82％を超えた97年当時とも異なり、一部産業がリードするという性格を強めている。

米国内部での業種間格差については、画期的な技術革新（インターネット等に代表される情報通信技術）の普及による産業構造の大幅変化の過程であるととらえれば、成長産業（ないし企業）がリードする景気拡大局面が今後とも続くという見方も可能であろう。しかし、米国金融政策当局が利上げに踏み切ったことに示されるように、労働力需給の逼迫等、経済規模の拡大ペースに対するマクロ的な制約が強まりつつあり、内需の伸びには限界がある。多国籍に事業展開する大企業については、エマージング諸国の回復によって増益幅の拡大も可能であろうが、米国内及び輸出向け等の売り上げを中心とする企業については、技術革新の成果を取り入

れつつあるサービス産業であっても、今後予想される米国の成長率鈍化の中で、高株価を維持できるような利益（期待）成長を続けられるか問われることになる。また低稼働な資産を保有している製造業に関しては、海外売上の多い企業を除けば、固定費負担増加等、マクロ的な収益環境は良好とはみられない（図5）。

図5　米国製造業の税引き後利益（GDPベース）前年比と製造業収益環境指数の変化



資料　米国商務省
（注）　製造業収益環境指数=製造業設備稼働率＊製造業総合生産者物価／製造業雇用コスト指数。収益環境指数は半年前比を6か月先行。
製造業利潤はGDPベース。

このような状況、及びFRBの予防的利上げによる需要抑制を考えれば、米国景気の過熱リスクは小さいとみられ、調整的な小幅利上げによってソフトランディングが可能と考えられる。

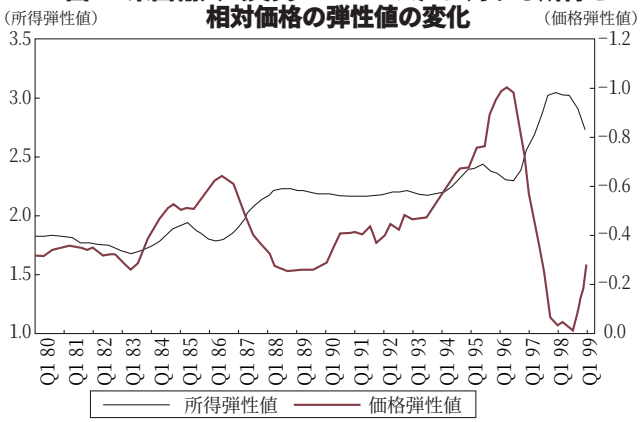
低下する輸入の価格弾性値

一方米国の外需に関しては、まず輸入面で、97年前後を境に米国輸入の価格弾性値が急速に低下（かつ実質輸入に対する統計的有意性も低下）し、一方で所得弾性値の水準が上昇したことが近年の特徴である（図6）。

この背景としては、前述したような米国経済成長の内容が（輸入依存度が高い）消費主導型に変化したことが大きいとみられる。米国の商品別輸入でも消費財や自動車といった消費関連商品の寄与度が足元で顕著に高まっている。

今後の米国内需の鈍化を前提とすれば、米国対外収支の悪化にもある程度の歯止めはかかろうが、80年代に比べても上昇している輸入の所得弾性値や、ドル高環境下で輸出の伸びに限界があること等を考えれば大幅が対外収支赤字が続くことは避けられない。その意味で米国株価の動揺等の際には、対外ファイナンスのリスクからドルが対円・対ユーロ等で軟化する可能性は大きいものの、欧州や日本の景気も当面は不安定さを抱えていること、米国株価の下落は国際的な資産価格の連動性の高まりを考えれば欧州や日本の株価も下落させる可能性が高いこと等から、ドルの信任問題に発展するような大幅下落という可能性は2000年までの範囲では低いと考えられる。ドルの信任が問われるとすれば、ユーロ圏が自律的かつ堅調な拡大経路をたどっている等の外部環境の変化が前提になろう。

図6　米国輸入（実質GDPベース）に対する所得と相対価格の弾性値の変化



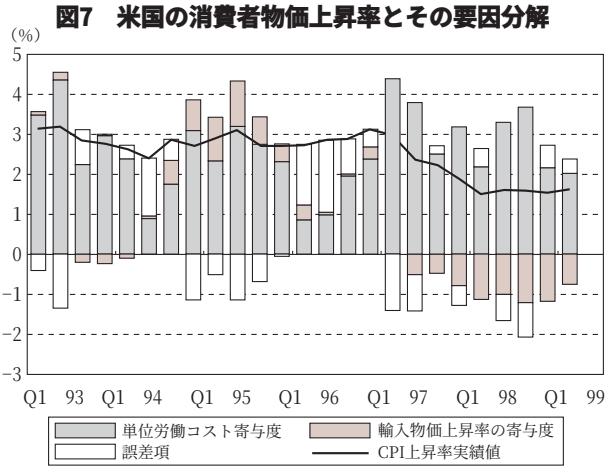
下記の推計式にて期間10年で遡及・移動させて推計したパラメータ。
LN(実質輸入)=α＋β＊LN(実質内需)＋γ＊LN(輸入デフレータ／生産者価格工業製品総合)。推計期間 80.01Q～99.1Q
推計結果　α13.8946　β2.32589　γ−0.480506　修正済R2　0.9935
(−31.4245)　(44.30504)　(−4.74639)　カッコ内はT値

インフレリスクは限定的

米国金融政策当局の予防的な引き締め政策によって米国の経済成長率が次第に鈍化していくというシナリオにたてば、米国の物価上昇リスクは限定的なものになると考えられる。

ただし、97年から98年にかけて米国の消費者物価上昇率を引き下げた要因としての輸入物価の下落（商品市況の下落とドル高）については、今後はその要因が剥落することから、当面消費者物価全体としては緩やかな上昇傾向をたどることになろう。この間輸入物価の下落による消費者物価押し下げ効果は1％前後あったとみられるが（図7）、今後に関しては世界経済の拡大ペースも当面緩慢なこと等を考えれば、輸入物価上昇による消費者物価押し上げ効果も2000年にかけて0.5％前後にとどまるものと予想される。

図7　米国の消費者物価上昇率とその要因分解



(注)推計式：LN(消費者物価指数)＝α＋β＊LN(非農林業単位労働コスト)＋γ＊LN(輸入物価指数)で推計
推計期間：92.10～99.1Q。補正後R2　0.9875　パラメータは以下(カッコ内はt値)
α＝−2.72435(−13.227)、β＝1.48326(46.5599)、γ＝0.184255(5.648144)

資産価格下落のリスク

以上のように2000年にかけての米国経済は、金利上昇と産業用機械のストック調整によって緩やかに鈍化していく可能性が高い（表1）。予想されるリスクとしては、高値圏で推移する米国株価の大幅調整が最も大きいが、仮に株価の大幅調整があったとしても①米国の場合資産価格の急騰は株価に限定されており、不動産価格等はマイルドな上昇にとどまっていること、②株価が下落しても多くは「含み益の縮小」にとどまり、家計貯蓄率の上昇から個人消費の抑制圧力にはなろうが、バランスシート悪化の程度は限られていること、③大幅な景気悪化のリスクに対しては、財政・金融面からの政策対応の余地が大きいこと、等を考えれば、米国経済一国レベルではソフトランディング可能とみられる。むしろ欧州や日本、エマージング諸国の景気回復基盤が脆弱なうちに米国株価の調整やドル安が生じた場合、海外景気に与える悪影響の方が当面大きいと考えられる。

IMFのWORLD ECONOMIC OUTLOOKの「リスクシナリオ」では、米国株価の3割下落、主要国株価の15％下落、ドルの1割下落というケースで、米国のGDPは1.9％ポイント押し下げられるが、日本、欧州も同様にそれぞれ1.1％、1.2％ポイントの押し下げになると試算している。

前述の通り、世界経済にとっての課題は、過熱気味の米国経済のソフトランディングと、欧州や日本の着実な景気拡大という「バランス回復」にあるが、グローバルに移動する巨大な資金が実体経済を先取りして動く（そして逆に実体経済に影響を与える）という状況の中では、それら資金の動きにも十分配慮した慎重な政策運営が求められているといえよう。

（小野沢　康晴）

表1　米国経済見通し総括表

		単位	98年（実績）	99年（予測）			2000年
					上期	下期	
実質GDP		%	3.9	3.8	4.1	3.6	2.4
	個人消費	%	4.9	4.9	5.2	4.5	3.2
	設備投資	%	11.8	7.8	8.3	7.2	5.3
	住宅投資	%	10.4	8.9	11.2	6.7	−1.8
	在庫投資	$10億	57.4	49.7	46.9	52.5	42.5
	純輸出	$10億	−238.2	−334.3	−325.5	−343.1	−378.1
	輸出	%	1.5	1.9	1.2	2.7	4.5
	輸入	%	10.6	9.4	9.6	9.2	6.6
	政府支出	%	0.9	1.8	2.5	1.1	0.3
経常収支		$10億	−143.5	−308.2	−144.1	−164.1	−336.8
貿易収支		$10億	−164.3	−249.0	−117.8	−131.2	−286.8
消費者物価		%	1.6	2.1	1.9	2.3	2.4

（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。