

海外景気金融・米国

インフレ懸念の払拭が焦点になる2000年の米国経済

要 約

米FRBはインフレリスクへの予防的対応として3回の利上げを行ったが、現状の労働力需給逼迫が続けば、いずれ人件費上昇による市場のインフレ懸念再燃は避けられないとみられる。2000年の米国経済は過熱～腰折れのリスクをはらみながら、高成長が続く可能性が高く、インフレ懸念払拭のための利上げ局面は長期化する可能性がある。

3度めの利上げに踏み切った米FRB

米国経済は6月と8月の利上げ以降も依然として高成長を続け、賃金、物価等にインフレ圧力の高まりを示す指標がみられたことから9月後半から10月にかけて、株・債券・為替ともに一時軟調な展開になった。その後は雇用コスト(賃金+福利厚生費)指数の落ち着きや、(改訂の影響もあるが)GDP統計でのデフレータの安定、労働生産性の伸びの継続等、インフレ懸念を沈静化させる指標が発表されて市場の動揺は収まったが、FRBは11月16日のFOMCで、先行きのインフレリスクへの対応としてFFレートと公定歩合をそれぞれ0.25%引き上げた。2000年にかけての米国経済を考えるにあたっては、やはりインフレリスクの払拭が可能かどうか問題となる。その意味では、現状では落ち着いているものの、雇用コストの動向が最も重要であり、労働需給逼迫が雇用コストにどう影響するかという点が、ポイントになる。

労働力需給逼迫がいずれ雇用コストを加速

90年代の米国ではこれまで失業率の低下にもかかわらず大幅な雇用コストの増大にはなっていないが、中期的にみれば労働力需給の逼迫(失業率の低下)がいずれ雇用コスト上昇率の加速に結びつくという関係は否定できないとみられる(図1)。図のトレンドラインから外れているのは95年と99年(現状)であるが、

両者に共通しているのはサービス産業の雇用コスト上昇率が、失業率低下にもかかわらず前年よりも鈍化していること(図2)であり、これにはサービス職における労働条件の変更までのラグの影響が大きいと考えられる。

図1 米国の失業率と雇用コスト上昇率前年差の関連

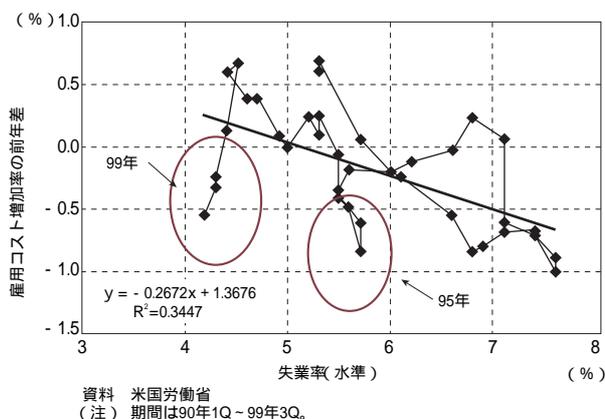
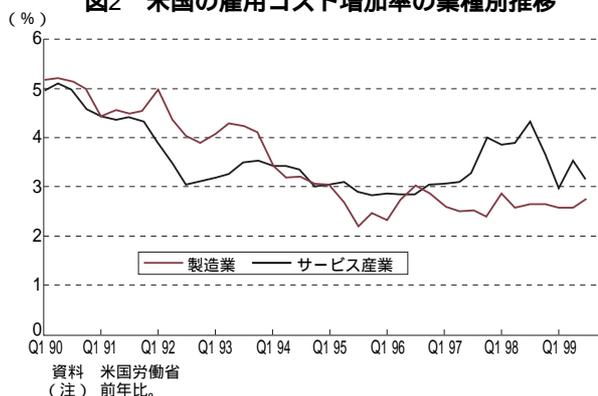


図2 米国の雇用コスト増加率の業種別推移



95年時点については、94年の大幅利上げで年後半からは企業収益の伸びが鈍化する中で、

その影響が、特にサービス産業ではラグを置いて95年の雇用コスト抑制につながったと考えられる。99年は昨年後半のロシア危機等による業績悪化が、ラグを置いてこれまでのところサービス産業の雇用コストを抑制しているとの見方ができ、2000年にかけては中期的トレンドに回帰して、低失業率が雇用コスト上昇率の「加速」に結びつく可能性が高いと考えられる。99年に入ってから原油等の一次産品価格上昇によって消費者物価上昇率が高まる中で、実質雇用コスト上昇率は（特にサービス職で）逆に鈍化している。2000年にはこの部分を回復する動きも表面化する可能性がある。いずれにせよ、4.1%（10月）の失業率という状態で雇用コストの安定が続くというシナリオは蓋然性に乏しいとみられ、いずれは図1のトレンドラインに回帰してくるものと考えられる。

ただし、雇用コストの伸びが即座にインフレ加速に結びつくものではないともいうまでもない。雇用コスト上昇率が高まっても労働生産性の上昇分は単位労働コスト上昇にはならないからである。91年2四半期以降の今回の米国の景気回復局面で米国非農業企業部門の労働生産性は年間2%のトレンドで上昇しており、90年代後半だけでは平均2.5%前後の上昇率になっている。IT（情報通信）技術革新の成果を取り込むことで、今後とも生産性の上昇は期待できようし、仮に単位労働コストが上昇しても、競争激化の中で価格転嫁ではなく企業利潤の圧迫につながる可能性も高い。その意味では実際のインフレ率の上昇ペースは緩やかなものにとどまると考えられるが、雇用コスト上昇率が安定しなければ、市場のインフレ懸念再燃は避けられない。2000年にかけては、米国のインフレ懸念が依然残り、最終的にインフレ懸念が払拭されるには、失業率が少なくとも4%台後半

にまで上昇し労働力需給逼迫感が薄らぐことが必要であろう。

ただ米国の場合、90年代平均で生産年齢人口（就労可能年齢）が年間204万人（月間17万人）増加しているため、労働力率が一定（足元の67%）と仮定すれば新規の労働力人口は月間11.4万人程度は増加することになる（ 17×0.67 ）。したがって労働力の需要が緩和するためには雇用の減少が条件になるわけではない。例えば2000年の前半に就業者（家計調査ベース）の増加数が月次11万人、後半に8万人、2001年には月間7万人程度の就業者（家計調査ベース）増加に抑制できたとすれば、2001年の終わりには失業率は4.5%程度まで上昇することになる（図3）。



この場合、労働時間を一定とし、就業者数のみからみた労働投入量は前年比1%弱(2000年前半)~0.6%程度(2001年後半)に鈍化するから、労働生産性の上昇率を2%~2.5%と考えれば、成長率が2000年に3~3.5%、2001年に2.5~3%に鈍化してくる展望が得られれば、インフレリスクを防ぎつつソフトランディングの経路に乗っていることになる。FRBがインフレリスクとして最も懸念しているのが労働力需給逼迫、賃金上昇であることは明らかだから、こ

のような経路から外れるリスクについては、予防的な利上げによって需要自体を抑制する対応に出てくることになる。

需要面では消費、住宅投資が鈍化の見込み

以上が労働市場に着目して供給面からみた米国経済安定化への展望であるが、このシナリオが実現するためには、需要面では個人消費と住宅投資の伸び率鈍化が条件になる。

個人消費は98年に4.9%増、99年も5.1%増（見込み）と高い伸びを続けているが、その間実質可処分所得は4.1%（98年）、3.4%（99年第3四半期までの平均の前年比）と消費の伸びを下回り、家計では消費性向の上昇（貯蓄率は改定後97年末の4.4%から足元では2.1%まで低下）や負債増加によって所得以上の消費の伸びを実現してきた。この背景には株高による資産効果があったことはいうまでもない。

しかし家計の負債形成に関しては、利上げによる抑制効果に加え、元利金返済額の可処分所得に対する比率が80年代のピークを上回っているとみられること（図4）等から、今後の伸びには限界があると考えられ、2000年以降は消費の伸びも次第に所得の伸びの範囲内に収まってこよう。

図4 米国家計の元利払い対可処分所得比率の推移



資料 実績値については米FRBで97年第2四半期まで。推計値はflow of fundsの負債ストックをもとに負債種類別の元本償還年限を設定の上、元本返済と利払いを合計して当方で試算したもの。

ただし前述のように、労働力需給逼迫から2000年には労働報酬の伸びが高まるとみられることから個人消費の増加率は3%台半ば程度にはなる見込みである。住宅投資は水準としては高いレベルを維持するとみられるものの、金利上昇や地方圏での賃貸住宅の空室率の高まり等を背景に、今後は緩やかに鈍化していくとみられる。

設備投資は情報化投資中心に堅調

一方企業部門はNAPMの製造業、非製造業ともに50を上回って拡大傾向との景況感にあるように、一部素材関連や非耐久財製造業等の輸入圧力の大きい業種を除けば、2000年にかけても増益基調を維持するとみられる。労働力需給逼迫の影響で今後は人件費が上昇してこようが、情報処理機器の導入等によって生産性の向上を図り、省力化を進めていく対応がなされよう。設備稼働率が低水準であるために能力増強型の投資は2000年にかけて鈍化が見込まれるものの、情報化投資中心に設備投資は堅調な伸びが予想される。

企業業績に関するリスクとして、株高によって業績自体が（本業如何にかかわらず）底上げされ、それによって株が上昇する等、実体の希薄な業績改善が含まれているという指摘には留意を要する。例えば株高によって企業年金基金が積み立て過剰になってそれが利益の上乗せとなっている等の状態であり、GE（ゼネラルエレクトリック）の98年の税引き前利益138億ドルのうち10億ドルがそれにあたるという指摘（英エコノミスト99/9/11）もある。株高は個人消費を支えるだけでなく、企業業績自体も株高によって上積みされているとすれば、株価が下落した際にはその反動もまた大きくなるリスクがあることには留意する必要がある。

安定化までには様々なリスクも

米国景気はIT革命の成果を企業の効率化に生かす等によって生産性の上昇を実現させてきているとみられ、その意味では未だ持続的成長の余地はあると考えられるが、労働力需給逼迫等のマクロ的な制約から、当面は景気減速が必要な状態である。

そのような米国景気にとって最大のリスクは景気の過熱からインフレ加速が実際に進行し始め、利上げ幅が大幅になって将来的な調整（インフレ解消のコスト）が大きなものになるというブーム・バストシナリオである。景気過熱に至らないためには、前述したように個人消費の減速が条件になるが、個人がさらに貯蓄率を低下させて負債拡大型の消費を続ける場合には、そのシナリオの実現可能性が高まることになる。ここ数年株価と個人消費の連動性がさらに高まる関係にあるから、株価の上昇が続いた場合には個人消費の過熱が収まらないリスクは高いし、2000年が大統領選挙の年であることも成長率底上げ要因として注意する必要がある。

第2のリスクとしては株価特にハイテク銘柄の下落リスクである。将来の利益期待のみで買われているようなネットワーク関連企業の株価については、利益期待の剥落による暴落リスクが付きまとっている。ただし利益期待の剥落によるハイテク株下落に関しては、かえって景気を安定化させる作用もあり、景気的大幅減速につながれば利下げも可能と、政策的対応の余地がある。

第3のリスクとしては、GDP比3%台後半という過去最大の経常赤字に対するファイナンスリスクがある。この点に関しては米国のインフレリスクが抑制されて米国資本市場が大きく動揺する事態が抑えられれば、米国内需の減速と海外景気持直しで経常赤字も徐々に鈍化の方向

をたどるとみられ、極端なドル不信任には至らない見込みである。欧州経済が予想以上の改善をみせた場合には、ユーロ圏資産への選好が高まってドル資産が売られるリスクはあるが、それはかえって米国景気の安定化につながり、また過度な資産価格下落には（インフレ加速の懸念がなければ）利下げや財政での対応が可能である。米国景気にとってはやはりインフレ加速、金利大幅引上げが最大のリスクになる。

（注）OECDのeconomic outlook66（99/11）では、ブーム・バストシナリオの場合、2000年に4.1%、2001年に1.5%、2002年が-0.2%とリセッションに陥るが、ドル大幅下落（2000年に20%下落）の場合は外需改善効果で、株下落（2000年に30%下落）の場合は利下げ可能となることでソフトランディング可能とのシナリオを描いている。

FRBは99年に入りこれまで3回の利上げを行ったが、それは昨年の利下げの修正という意味合いもあった。今後も、予防的対応で景気安定化可能とみられるものの、インフレ懸念払拭に向けての政策対応は長期的なものになると考えられる。

（小野沢 康晴）

表1 米国経済見通し総括表

	99年（見込み）		2000年（見通し）		
	単位			上期	下期
実質 GDP	%	3.9	3.2	3.4	3.1
個人消費	%	5.1	3.5	3.7	3.3
設備投資	%	9.1	6.9	7.7	6.0
住宅投資	%	6.7	-0.7	-1.1	-0.2
在庫投資	%	-0.5	-0.1	-0.1	-0.2
純輸出	%	-1.2	-0.4	-0.6	-0.2
輸出	%	3.7	8.3	7.8	8.8
輸入	%	11.7	8.8	9.7	7.9
政府支出	%	3.1	2.5	2.7	2.2
経常収支	\$ 10億	-337.4	-384.4	-194.8	-189.7
貿易収支	\$ 10億	-273.2	-313.0	-148.9	-144.5
消費者物価	%	2.2	2.6	2.7	2.5

（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。