



# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

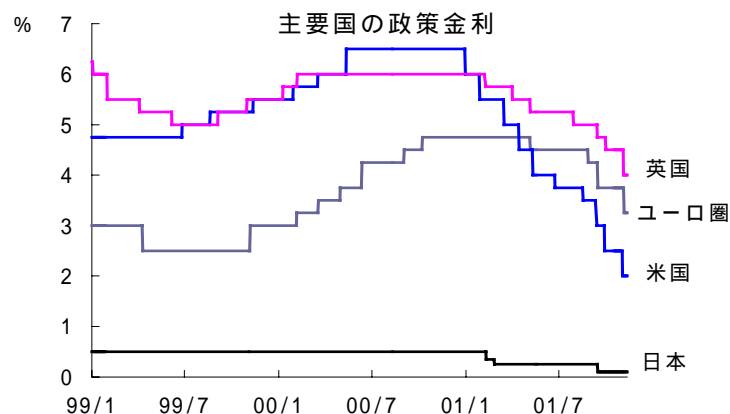
## 欧米経済動向 / トピックス：今後の米国失業率の悪化を示唆する 7-9 期労働生産性の上昇

### < 欧米経済動向 >

1. 7-9 期の米国実質 GDP 成長率は 93 年以来のマイナスに転じ、米国経済のリセッション入りは一段と濃厚である。GDP 以外にもテロ事件後の経済状況の悪化を示す経済指標が次々と発表されたが、米国ではクリスマス商戦を控えており、今後の景気動向をみる上では消費支出の動向に特に注目したい。
2. ユーロ圏の景気は夏場に下げ止まる兆候を見せたものの、9 月以降、再度悪化している。前回、深刻な景気後退に陥った 90 年代前半に比べ、経済ファンダメンタルズは改善し、政策対応力も高まっているが、自律的な回復のシナリオは描き難い状況にある。
3. 米欧では景気後退・急減速を受け 11 月上旬に政策金利が相次いで引き下げられた。米国の利下げは本年 10 回目、金利水準は 40 年振りの低水準となった（下図参照）。

### < トピックス： >

1. 7-9 期の米国労働生産性は前期比年率 2.7% と前期に続き 2% 台の上昇となった。マイナス成長下の生産性の上昇は、企業収益面ではプラスである一方、失業率の上昇を示唆している。



主任研究員（米国担当） 土肥原 晋 (03)3597-8433 doihara@nli-research.co.jp

副主任研究員（欧州担当） 伊藤 さゆり (03)3597-8538 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町 1 - 1 - 1 7F : (03)3597-8405

ホームページアドレス：<http://www.nli-research.co.jp/>

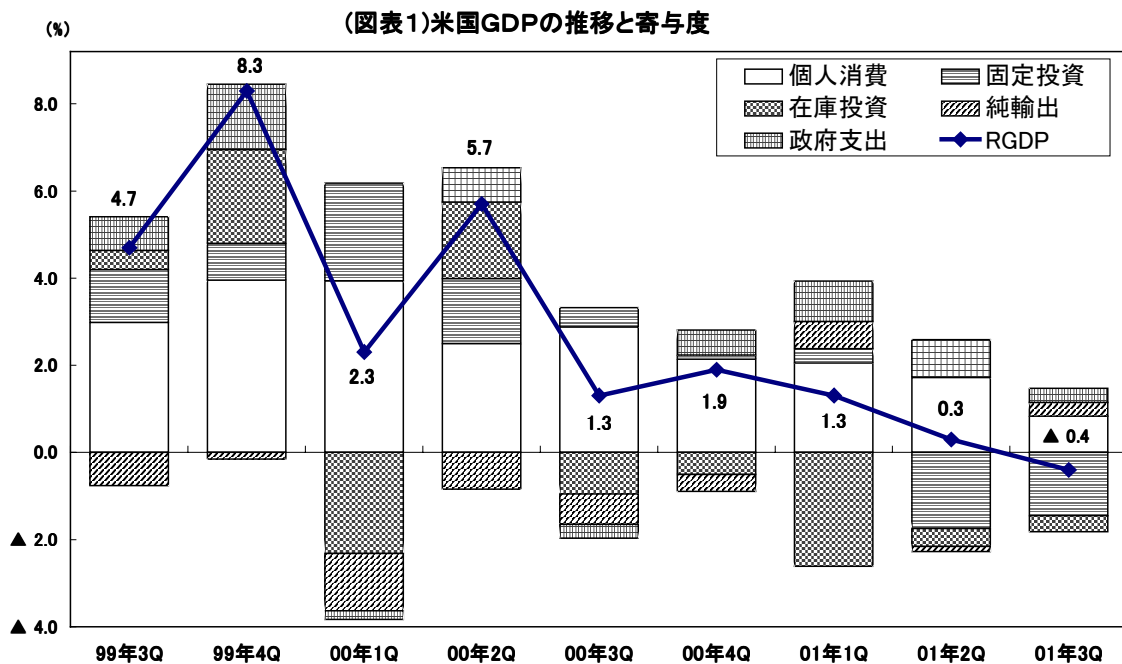
## < 米国経済動向 >

(担当: 土肥原)

### 7 - 9 期 GDP は 93 年以來のマイナス成長

10 月末に発表された 7 - 9 期実質 GDP は前期比年率 0.4% となった。テロ事件後、初の GDP の発表であり注目度は高かったが予想値 ( 1.0% ) 程の悪化は免れた。実質 GDP のマイナス成長は 93/1-3 期 ( 0.1% ) 以来、現状水準までの悪化は 91/1-3 期 ( 2.0% ) 以来である。需要項目別の動きでは、消費の伸びが半減し ( 4-6 期同 2.5 1.2% )、設備投資は引続きマイナス ( 4-6 期同 12.1 10.7% )、在庫投資は更に減少した ( 前期 383 504 億ドル )。寄与度でみると図表 1 の通り消費の減少が足を引っ張った形である。

7 - 9 期の家計部門では賃金収入等が伸び悩む中、減税還付により可処分所得が急増したものの、テロ事件もあって消費増には繋がらず、貯蓄にまわされた形である。7 - 9 期の貯蓄率は 4 - 6 期 1.1% から 3.8% に急上昇した。



(資料) 米国商務省

消費の内訳をみると耐久財支出が前期比年率 1.7% と 4-6 期の同 7.0% から落込み、また住宅投資では同 1.9% ( 4-6 期同 5.9% ) と低下する等、テロ事件の影響を受けやすいとみられていた家計部門の大型消費・投資が控えられた。

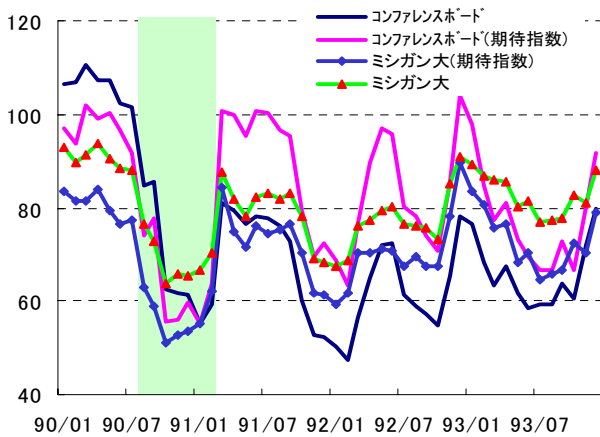
なお、9月の個人消費支出(以下名目値)は、前月比 1.8% と大幅な下落を見せ、耐久財支出は急低下(同 3.2%)している。7・8月の個人消費が前月比+0.2%、+0.3%と増加を見せていたことから、テロ事件の影響は大きかったといえる。但し、9月は減税還付額が前月比で年率 800 億ド

ル弱減少したため、可処分所得が前月比 1.1%と8月の前月比+1.9%から急減しておりその分は割り引いてみる必要がある。

### 引続き消費動向が注目される局面

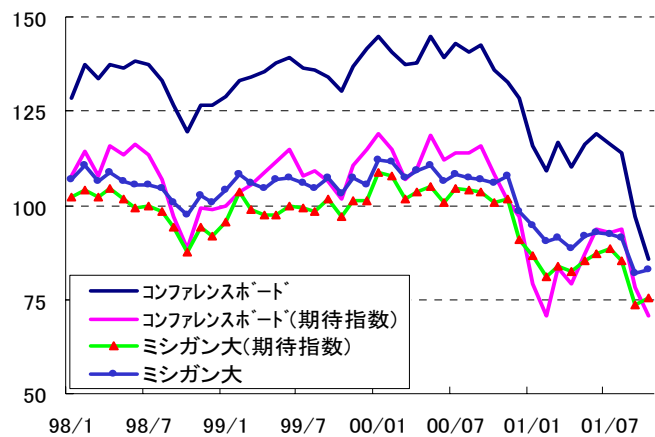
10月の消費者信頼感指数(コンファレンスボード発表分)は9月97.0から85.5へと予想以上の大幅低下をみせ(11.5減)94/2以来の低水準となった。消費者信頼感指数の大幅低下は90年のイランのクウェート侵攻時も同様であり、当時の単月の落込幅は17.0ポイント(90/8、101.7→84.7)と今回より大きかった。当時はその後も多国籍軍との開戦時まで半年に亘って更に大きく低下し(91/1、55.1)同指数がイランのクウェート侵攻前の水準を回復するのに3年半の年月を要した。今後は、テロ事件に加え雇用環境の悪化等が同統計に影響をあたえとみられ、その推移が注目される(図表2・3)。

(図表2)消費者信頼感指数(湾岸戦争時)



(出所) コンファレンスボード・ミシガン大学

(図表3)消費者信頼感指数(98~)



(出所) コンファレンスボード・ミシガン大学

### 10月小売売上高は自動車販売増を映じて突発高

10月の小売売上高は前期比年率7.1%と比較可能な1968年以降の過去最大の上昇となった。自動車販売が前月比26.4%と伸長したのが主要因で、自動車販売を除いたベースでは前月比1.0%に留まる。なお、10月の月間自動車販売台数は年率2130万台(オートマータ社集計)と記録的な数値となったが、これは、テロ事件後の消費の冷え込みを懸念し、自動車販売各社がゼロ金利ローン販売等の強力な販売のテコ入れを行ったためである。実質的な値引き販売であり収益には繋がらないため一時的な動きとみられていたが、この販売促進策を主導するGM社では本年中のゼロ金利ローン販売の継続を発表しており、大手他社も追随の可能性もある。

その他の小売売上高上昇要因としては、9月小売売上高が前月比2.2%(自動車除きでは1.5%)と落込んだ反動があげられる。自動車以外では、衣料品のように前月比6.9%増と9月の落込み(5.9%)から反転したものもあるが、家具等のように前月比0.5%と9月の落込み(4.2%)後も低調なものも多く、自動車販売を除いた小売売上では8月の消費レベルを依然下回っている。

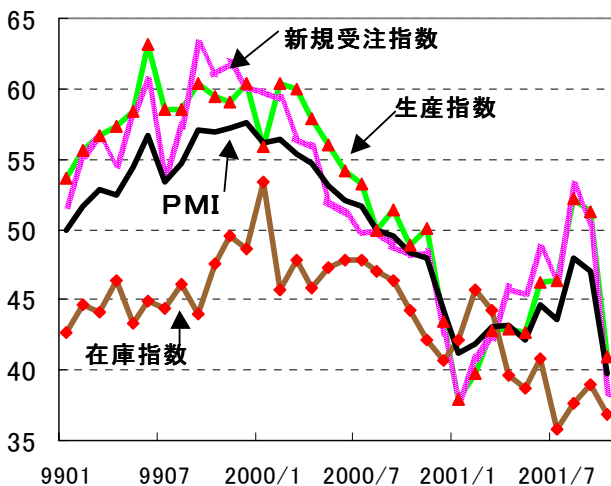
米国では、今後クリスマス商戦に入るが、ブルームバーグ社が行った米国の成人 1200 人に対するアンケート調査によれば、今年のクリスマスの買い物について、昨年より増額する人 7%、減額する人 22%、ほぼ同じ人 69%となっており、低調に終わるとの見方を裏付ける結果となっている。

### 製造業の状況は更に悪化

製造業の状況はテロ事件前から既に悪化が続いていたが、テロ事件後の 10 月の経済指標は一段の悪化をみせた。NAPM（全米購買部協会）指数は全米の製造業購買担当役員へのアンケート調査であるが、総合指数の 10 月 PMI は 9 月の 47.0 から急落し 39.8 となった(図表 4)。NAPM では PMI については 42.7 を経済の拡大・縮小の境としており、10 月の 39.8 は GDP の年率 1.1%のマイナス成長を意味するとしている。また、PMI を構成する指数のうち生産指数は 9 月 51.3 10 月 40.9、新規受注指数は 9 月 50.3 10 月 38.3 と其々 10 ポイントを超える急落をみせ、いずれも当指数を始めた 1931 年以來最大の下落幅を記録した。両指数とも 9 月は生産・受注の若干の増加を示唆するレベルにあったが、10 月は一転、回復期待が大きく遠のいたことを示した。

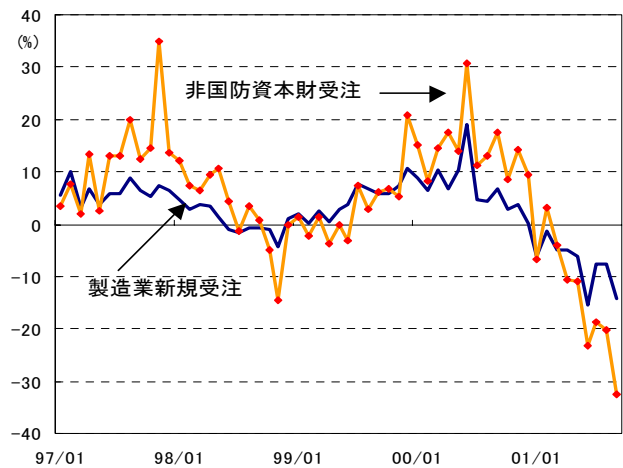
製造業新規受注は 9 月実績で前月比 5.8%（前年同期比 14.3%）の急落を見せ 97/3 以來の低水準に落込んだ。特に設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注は前月比 11.6%(同 32.6%)と大きな低下をみせた(図表 5)。鉱工業生産・稼働率の落込みから、当面、設備投資の回復は先送りが予想されているが、受注面からも更に遠のいた感がある。

(図表 4) NAPM 指数（製造業）の推移



(資料) 全米購買部協会

(図表 5) 米国製造業受注の推移（前年同期比）



(資料) 米国商務省

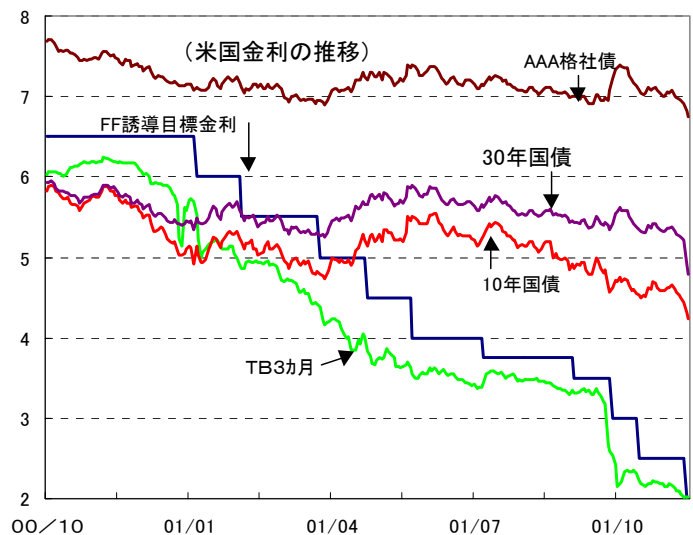
## 失業率は大幅な上昇

10月の雇用統計はテロ事件後の雇用情勢が予想以上に悪化したことを示した。非農業雇用者数の減少幅 41.5万人は80/5以来21年振りの大幅減であり、失業率の+0.5% (4.9 → 5.4%) の上昇幅は86/2以来、5.4%の失業率水準は96/12以来である。

産業別の雇用者増減では生産部門で 174千人、サービス部門で 241千人となり、殆どの産業でマイナスとなったが、特に、人材派遣業では 107千人と大幅な減少をみせた。なお、1年前と比較すると生産部門の 101万人の雇用減に対し、サービス部門では64万人の雇用増となっている。サービス部門に含まれる人材派遣業はこの1年で 46万人減少しているため、これを除いたサービス部門は過去1年で100万人の雇用増となり、生産部門の雇用減見合いの雇用を吸収してきたといえる。しかし、サービス部門の雇用者数も9月以降減少に転じ、テロ事件後は減少幅を急速に広げている。今後、サービス部門の雇用調整が本格化すれば、失業率は一段の上昇となろう。

## 連銀は本年10回目の利下げ / 米国長期金利が急低下

連銀は11/6のFOMCでFF金利の誘導目標を年2.5% → 2.0% → 0.5%引下げ、公定歩合も同幅引下げ 1.5%とすることを決めた。大幅な利下げは更なる引下げ余地を狭めるとして小幅引下げとする意見もあったようであるが、急激な冷え込みによる景気底割れ懸念、テロ事件に関連する不確実性の高まりから、0.5%の利下げが決定した。本年初からの利下げ実施は10度目(テロ事件後3度目)、利下げ幅は計4.5%(テロ事件後1.5%)に達し、FF金利は1961年以来、公定歩合



は1955年以来の歴史的低水準となる。これに関連して大手銀行のプライムレートも5.5%から5.0%へ引き下げられ29年振りの低水準となった。

長期債金利についても、米国のGDP発表後、急速な低下をみせた。GDPの発表と同じタイミングで30年国債の発行停止が発表されたことが低下幅を大きくした。30年国債の金利は4月以降の数次に亘る利下げの間、インフレ懸念からむしろ強含みともいえる動きをみせていたため今後の動向が注目される。また、モーゲージ金利の低下は住宅ローンの借り換えを通じて新規購入者のみならず住宅ローン保有者の購買力を高めるため経済効果が大きい。

今後、10-12期のGDPはマイナス幅の拡大が予想されるため、金融緩和姿勢は引続き維持されると思われるが、次回12/11のFOMCでは、金利水準が2%と低下していること、小売等で強めの指標が見られたこと等から今回11月よりは小幅な利下げが見込まれている。

## < 欧州経済動向～強まる景気後退懸念～ >

(担当：伊藤)

### 明らかになったテロ事件後の景気悪化

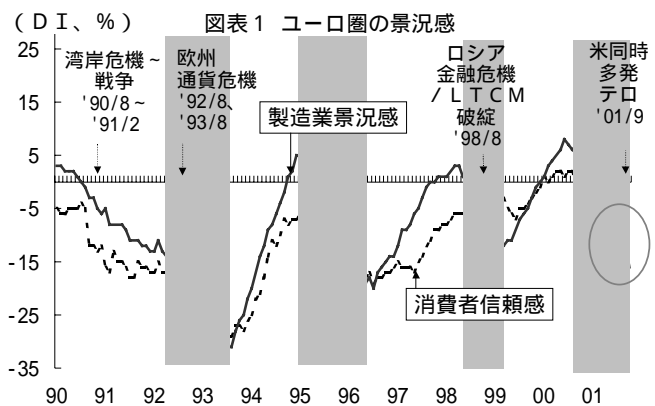
(テロ事件後、ユーロ圏でも景況感が大きく悪化)

ユーロ圏の景気は、世界的な景気の減速と米国における同時多発テロ事件後の情勢変化の影響から、一段と悪化している。ドイツ、フランス、イタリアで7～8月に一旦下げ止まる兆候が見られた生産、受注が9月に再びマイナスに転じ、底入れが遠のいたことが確認された。

製造業企業、消費者マインドも、9～10月にかけて大きく悪化した(図表1)。製造業景況感は96年9月以来の低水準、悪化しながらも水準は高かった消費者信頼感も97年9月以来の水準となった。

成長率との相関性が高いPMIの購買担当者指数は10月は42.9と成長の目安となる50を大きく割り、景気後退を示唆している。7～9月期の成長率は既に実績が発表されたイタリアでは前期のゼロ成長

から前期比0.2%と持ち直しており、ユーロ圏全体でも一旦下げ止まる可能性があるが、テロ事件の影響が本格化する10～12月期以降、1～2四半期のマイナス成長は不可避との見方が広まっている。



(欧州中央銀行、イングランド銀行は0.5%の追加利下げを実施)

景気の減速により、インフレ懸念は急速に後退、金融政策面では景気後退の回避に軸足が移されている。11月8日には欧州中央銀行(ECB)、イングランド銀行(BOE)が0.5%の利下げを実施した。景気悪化が明確になっているユーロ圏に対し、英国は7～9月期も前期比0.6%と4～6月期の0.4%を上回り、前年同期比では2.2%成長と底固い成長を維持しているが、米欧の景気減速の深刻化・長期化の影響、マインド悪化への警戒感は強い。

### ユーロ圏の調整は軽微なものに止まるか？

(近年の景気後退は92～93年)

ユーロ圏を構成する欧州大陸経済は、過去、第一石油危機(72年)、第二次石油危機(79年)後、90年代に入ってから92年4～6月から93年1～3月期に4期連続マ

図表2 90年代以降のユーロ圏の景気動向

	山	谷	期間	マイナス成長
	92/2	93/7	18か月	4期
	94/12	96/2	14か月	0期
	98/7	98/12	5か月	0期
	00/8			0期

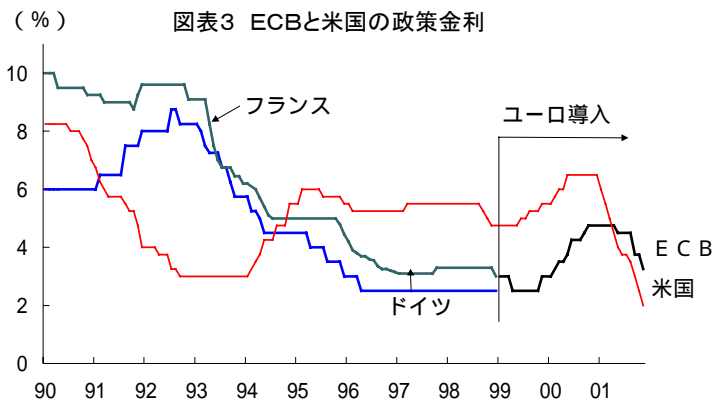
(注) 山、谷は鉱工業生産指数を基準とするもの  
マイナス成長は山～谷の期間中に前期比マイナス成長となった期数

イナス成長（図表2中の の局面）という深刻な景気後退を経験している。近年では、財政再建が本格化した90年代半ば（同 の局面）、エマージング危機の影響を受けた98年下期（同 の局面）に景気は減速したものの、米国経済の持続的拡大という良好な輸出環境や金利低下に支えられ、ユーロ圏全体ではプラス成長を続けてきた。

（ 今回の調整は92～93年に比べ軽微 ）

今回の調整局面の深さは、90年代半ば、98年下期を上回ることには避けられそうにないが、現段階では92～93年ほどの落ち込みには至らないと考えられている。ECBでは、先行きの不透明感は強いとしながらも、ユーロ圏のファンダメンタルズには、例えばITセクターへの過剰な設備投資など長期に亘る調整を必要とするような不均衡が存在しないと、物価の安定が実質可処分所得を通じて消費を支えるとの見方を示している。ユーロ圏の中でも、景気減速の要因は、構造問題の解消の遅れや輸出依存度の高さから内需拡大の基盤が脆弱なドイツやイタリアから、IT不況色の強いフィンランド、アイルランド、減速ペースがマイルドなフランスやスペインなど一様ではないが、全体で見ると、こうした説明は概ね妥当と考えられる。

政策面でも、ユーロ圏内での政策協調のため、機動性に欠ける点は否めないものの、90年代前半に比べれば対応力は向上している。90年代前半には、欧州通貨制度（EMS）の枠組みの中で、各国はドイツが統一後の急激な財政事情の悪化から生じたインフレ圧力に対処するために採用した高金利政策への追随を余儀なくされ（図表3）、不況が深化していった。しかし、今回は原油価格の安定という前提が崩れなければ、来年1～3月期末までに追加で0.5%程度の利下げが可能と考えられる。



財政事情も90年代前半に比べ改善している。ユーロ参加国は、「安定・成長協定」によって財政赤字をGDP比3%以内におさめることが求められている。このため、裁量の余地は限られるものの、「自動安定化機能」による調整は容認されている。ユーロ圏では財政がGDPに占める割合が高い国が多く、その機能は相対的に大きい。

（ 払拭しきれない外部環境を巡る不確実性 ）

90年代前半に比べ、ユーロ圏経済が固有の要因で悪化するリスクは低下しているが、これはあくまでも悪化の度合いを緩和する材料と捉えるべきであろう。近年の景気回復は、いずれも輸出にリードされており、今回もユーロ圏の底入れ時期は米国経済の持ち直すタイミングに左右されよう。現時点では、2002年後半に回復するとの見方が優勢だが、これは金融・財政両面からの政策効果で米国経済が回復するとの期待を織り込んだもので、自律的回復のシナリオは描き難い状況にある。

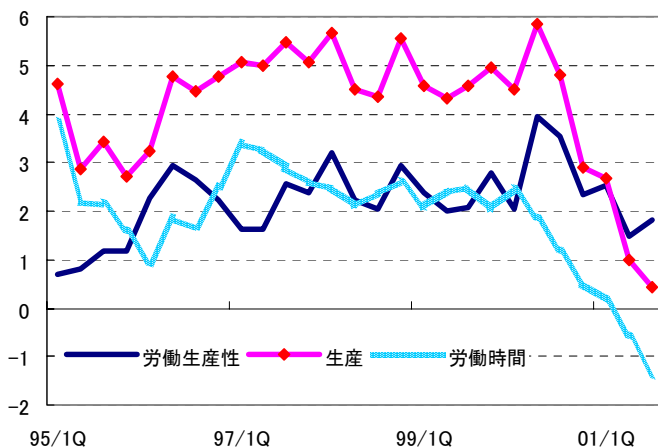
## トピックス:今後の米国失業率の悪化を示唆する 7-9 期労働生産性の上昇

(担当: 土肥原)

### 7 9 期の米国労働生産性は予想を上回る上昇

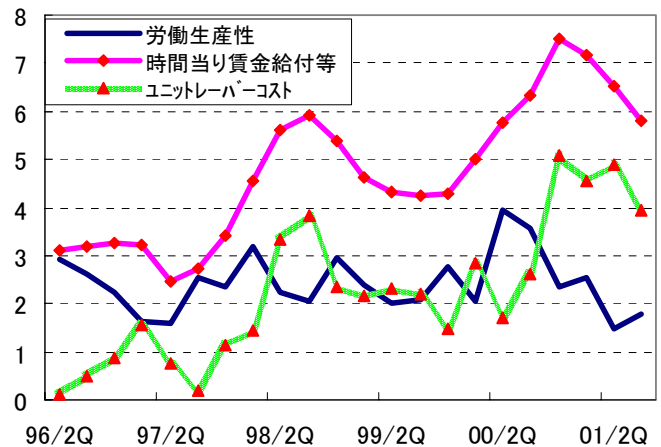
11/7 に発表された 7-9 期非農業事業部門の労働生産性(労働時間当たり生産高を指数表示)は前期比年率で 2.7%と予想(2%程度)以上の上昇をみせ、2000 年 4-6 期の 6.3%以来の高い伸びとなった。上昇の直接的な要因としては、生産の下落(同▲1.0%)を総労働時間の低下(同▲3.6%)が下回ったためであり、労働時間の低下幅は 91/1-3 期(同▲4.8%)以来の最大、生産の減少についても 93/1-3 期(同▲1.3%)以来最大の低下であった。一方、当部門の時間当たりの給付額の伸び率は同 4.5%と前期の 4.8%から低下し、このため、ユニットレバーコスト(=時間当たり給付額/労働生産性)は同 1.8%と前期の同 2.6%から低下した。なお、図表1は前年同期比ベースでみたものであるが、生産の減少に合わせた雇用調整の進展により労働時間がマイナスとなっている。また、図表 2 では、生産性の低下に遅れて賃金の伸びも低下を続けており、今後、ユニットレバーコストも低下に向うと思われる。

(図表 1)米国：労働生産性の推移(前年同期比,%)



(資料) 米国労働省

(図表 2)労働生産性とユニットレバーコスト(前年同期比,%)



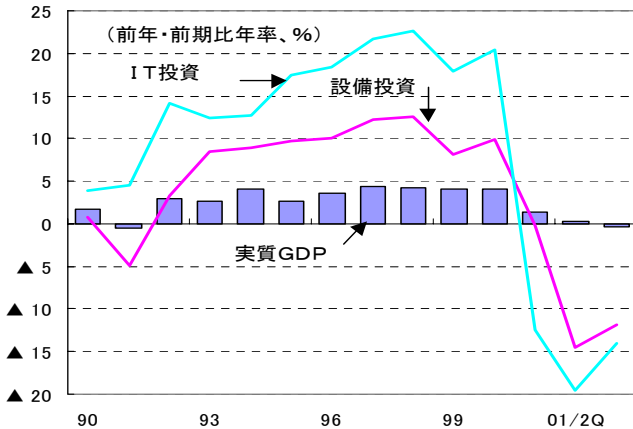
(資料) 米国労働省

### 好循環をもたらした 90 年代後半の生産性

米国経済は、91 年のリセッション後 90 年代を通じて拡大したが、その間、設備投資は、一貫して高い伸びを続け 90 年代の成長を牽引したが、その中核をなしたのが IT 投資である(図表 3)。90 年代の IT 投資は設備投資の倍近い伸びを続けており、90 年代後半には IT 投資による省力化が労働生産性を一段高い水準に押し上げた。米国 CEA(経済諮問委員会)の分析では、90 年代後半の労働生産性の平均成長率 3%のうち、IT 投資による寄与度は 1%、コンピュータセクターの TFP(技術進歩)の寄与度 0.36%と IT 関連投資の寄与が生産性の 5 割弱を占めると算出している(図表 4)。こうした持続的経済成長下での生産性の上昇は、雇用人一人当たりの生産が増加するため製品単価を上げずに賃金を上昇させることができ、物価の安定と成長持続を両立させる好循環をまねいた。



(図表 3) 米国 IT 投資の推移



\* 直近 3 期は四半期へ入、(資料) 米国商務省

(図表 4) 米国労働生産性の寄与度分析

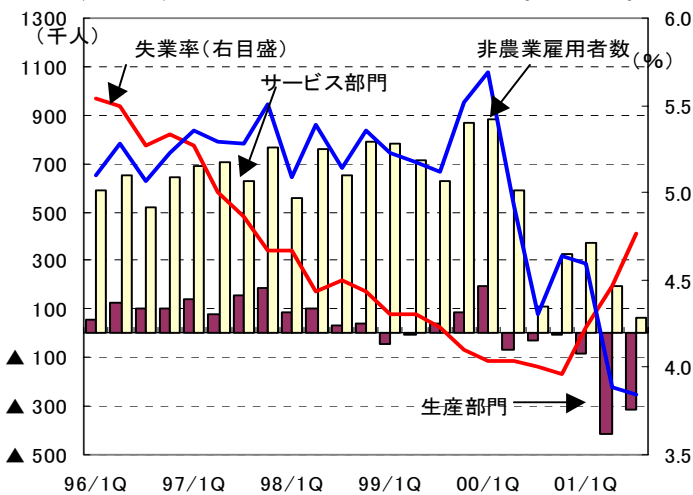
	73-95	95-2000	差引
労働生産性上昇率(%)	1.39	3.01	1.62
(寄与度)			
▲ 景気循環効果	0.00	0.04	0.04
= 構造的労働生産性	1.39	2.97	1.58
▲ 資本サービス	0.70	1.09	0.39
うちIT投資関連	0.41	1.03	0.62
その他	0.30	0.06	▲ 0.24
▲ 労働の質	0.27	0.27	0.00
= 構造的TFP	0.40	1.59	1.19
▲ コンピューター部門TFP	0.18	0.36	0.18
= コンピューター部門以外のTFP	0.22	1.22	1.00

(資料) 米国経済諮問委員会

### 製造業は 98 - 99 年頃から生産性上昇を背景に雇用調整期入り

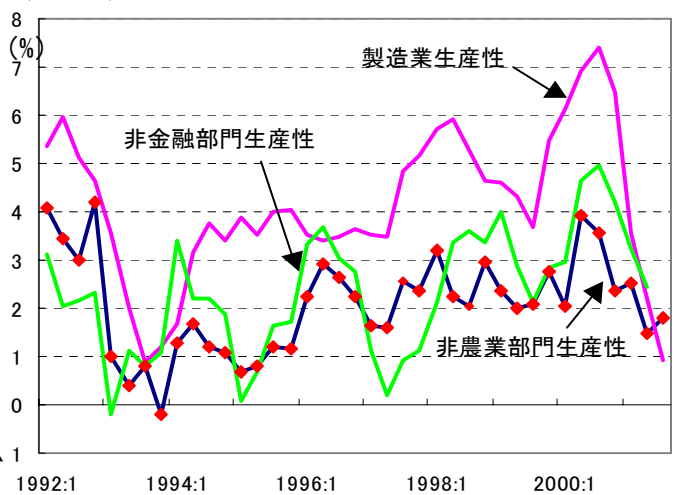
90 年代後半は、GDP が比較的高い成長を示す中で、製造業の生産性は 3~4% 以上の高水準で推移を続けた。この間、製造業の雇用面から 90 年代後半の 5 年間の推移をみると、98 年を境に大きな変化が窺われる。製造業の雇用者数は 96 年以降、高成長を背景に着実な増加推移をみせていたが、98 年頃に境に雇用の伸び率が低下し、99 年以降は雇用調整ともいえる動きとなった(図表 5)。一方、製造業の生産性は、98 年以降の持続的成長下での雇用調整の進展により、一段高いレベルに押し上げられた(図表 6)。それを可能にしたのが、IT 投資等による生産性の上昇と、極めて流動性の高い米国の労働市場の存在である。

(図表 5) 雇用者数の部門別増減 (前期比)



\* 雇用者増減は前期末差、失業率は期平均  
(資料) 米国労働省

(図表 6) 部門別の生産性の伸び (前年同期比)



(資料) 米国労働省

## サービス部門では成長率低下と共に雇用吸収力が低下

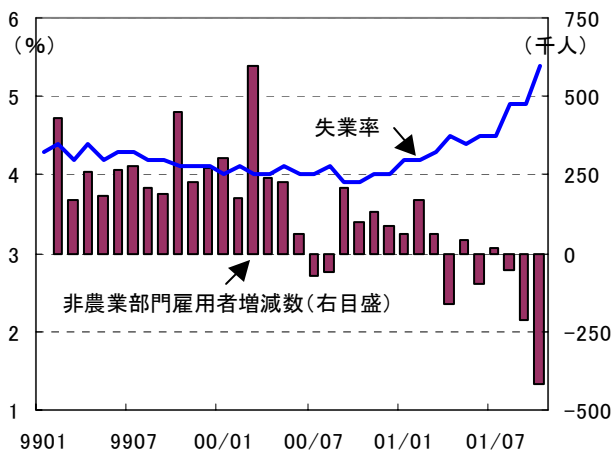
一方、サービス部門の雇用動向をみると、90年代後半は順調な増加を見せ、製造業中心に行われた雇用調整が、長期間の成長下で裾野の広がりをもせたサービス部門で吸収されていた形である。しかし、2000年に入ると共にサービス部門の雇用も伸率が急低下した。2001年には成長の鈍化を受けて雇用の伸びはさらに縮小し、製造業の雇用減を吸収できなくなり、4-6期以降は非農業雇用者数はマイナスとなっている。なお、98年以降、製造業の生産性が急上昇する中でも、サービス部門を含む非農業事業部門全体の生産性は目立った上昇を見せず、90年代後半を通じて2~3%を中心に推移していたことから、サービス部門の生産性はより低位で推移していたと思われる。(注)非農業事業部門と製造業のデ-タ-ソースが異なるため厳密な比較は不可。

## 景気後退下での生産性の維持により失業率は上昇へ

10-12期に入り、10月の非農業雇用者数はテロ事件の影響を受け、前月比▲41.5万人の減少と21年振りの大幅減少となった(図表7)。製造業が▲14.2万人減、サービス部門が▲24.1万人減と雇用調整は殆どの産業に及び、失業率は5.4%に急上昇した。図表8は労働生産性を前期比年率でみたものである。本年に入り実質GDPが連続して低下するなかで労働投入量が減少し、結果的には労働生産性の伸びがGDPの低下を支えた形であるが、実際にはどのような労働投入により生産を行ったかで生産性が決まる。注目されるのは、米国経済がマイナス成長に陥る状況でも生産性が上昇したことである。

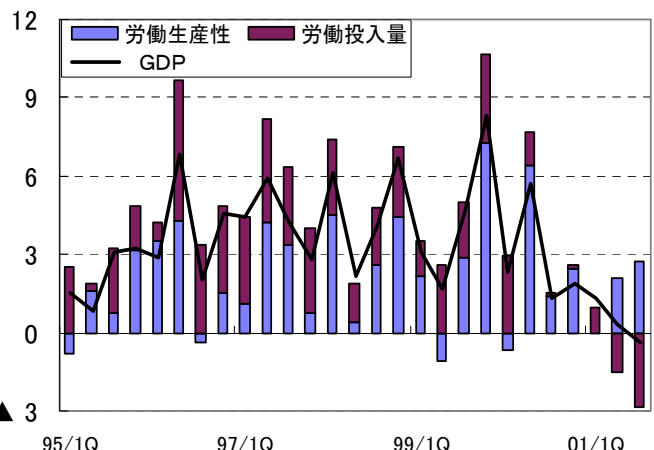
連銀は前期から連続した生産性上昇を米国経済の健全性の証しとして歓迎している。生産性の上昇はユニットレバ-コストの抑制にも繋がるため、この面からも連銀にとっては好ましい。しかし、マイナス成長下での生産性の上昇は雇用調整の進展と表裏一体化したものであり、米国のように生産性の上昇が優先される経済では失業率は上昇せざるを得ない。米国の生産減少局面では、製造業はリストラによる生産性維持により企業収益の確保に努める一方、サービス部門では需要の縮小分について雇用調整を行い雇用を減少させる。さらに就業対象人口の増加を考慮すれば、失業率の上昇は避けられないのである。

(図表7) 米国雇用増減と失業率(月々-ス)



(資料) 米国労働省

(図表8) 実質GDPと労働生産性(前期比年率,%)



\* 労働生産性は非農業事業部門。(資料) 米国労働省

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。