

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

米国経済・金融動向/トピックス：高成長下で雇用の回復が遅れている背景

< 米国経済の動き >

・7-9月期実質GDPは、前期比年率で7.2%と19年ぶりの高い伸びとなった。低金利や減税効果に自動車販売の増加が加わったためである。今後は減税効果の剥落等で伸び率は縮小すると思われるが、設備投資の回復等、景気の回復基調は維持されると見られ、着実な回復が期待できるだろう。

< 米国金融市場の動き >

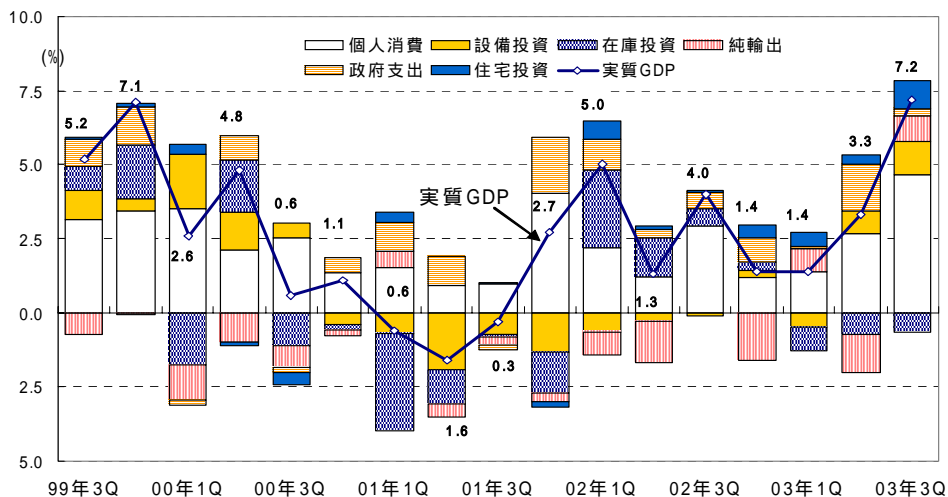
・景気が回復する過程で市場参加者が金利先高観を強める主な背景としては、「実質成長期待の増大」か「インフレ期待の増大」のいずれかが考えられよう。

・インフレ連動国債と通常の国債の利回りから判断する限り、夏場以降の米金利上昇期待は、7-9月期の実質GDP大幅上昇などを背景に「実質成長期待」が高まっているのではなく、むしろ「インフレ期待」が少しずつ醸成されている点が、その要因として挙げられる。

< トピックス >

・高成長を遂げた米国経済で雇用の回復の遅れが注目されている。雇用回復の遅れには様々な理由が挙げられているが、ここでは生産性との関係を中心にその背景を探った。

19年ぶりの高水準となった米国実質GDP(前期比年率、内訳は寄与度)



主任研究員(米国経済) 土肥原 晋

(03)3597-8647 doihara@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト(米国金融) 熊谷 潤一

(03)3597-8448 kumagai@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

< 米国経済の動き >

(担当：土肥原)

(GDPの動向)

予想以上に強かった7-9月期GDP

10月末に発表された7-9月期の実質GDPは前期比年率7.2%と99/10-12月期の7.1%を上回り、84/1-3月期9.0%以来の19年ぶりの高水準となった。中でも注目されるのは個人消費の強さであろう。前期比年率6.6%増は97年7-9月期以来の高水準である。インセンティブにより伸張した自動車販売に加えて家具・家電等が好調で、耐久消費財の伸び率は同26.9%増と4-6月期の同24.3%増を上回り、二四半期連続での大幅増となった。

設備投資も同11.1%と2000年1-3月期の同15.0%以来の伸び率となった。前期に7期振りにプラスとなった構造物投資が2.4%減と再びマイナスに転じたものの、それ以外の設備投資が15.4%となり、設備投資全体を押し上げた。その他、住宅投資は同20.4%と続伸し、政府支出は前期に同45.8%増と急伸した高水準の国防支出が持続、支出全体で同+1.3%増となった。一方、在庫は引続き下押し寄与度で0.7%と成長率を抑制したが、純輸出は輸出の伸びにより寄与度で+0.8%増と在庫のマイナスを相殺した。また、在庫・純輸出を除いた国内最終販売(Final sales to domestic purchasers)では、前期比年率+6.6%と前期(同+5.1%)を上回った。

今期の消費に関しては減税効果等の材料剥落は否めず、7-9月期の成長率に寄与した自動車販売も10月は低調で成長率は低下しよう。しかし、設備投資については、最近のISM指数、新規受注等が堅調に推移していることから回復基調にあると判断され、在庫投資も持ち直していくと思われる。当面、米国経済は着実な成長を辿ると見られる。

(図表1)米国:実質GDP伸率の推移(%)

	2000年	2001年	2002年	2001年				2002年				2003年		
				1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
実質GDP	3.8	0.3	2.4	0.6	1.6	0.3	2.7	5.0	1.3	4.0	1.4	1.4	3.3	7.2
個人消費支出	4.4	2.5	3.1	2.4	1.4	1.5	6.0	3.1	1.8	4.2	1.7	2.0	3.8	6.6
設備投資	7.8	5.2	5.7	5.4	14.5	6.0	10.9	5.8	2.4	0.8	2.3	4.4	7.3	11.1
住宅投資	1.1	0.3	3.9	8.2	0.5	0.4	3.5	14.2	2.7	1.1	9.4	10.1	6.6	20.4
財貨・サービス輸出	9.7	5.4	1.6	6.0	12.4	17.3	9.6	3.5	14.3	4.6	5.8	1.3	1.0	9.3
財貨・サービス輸入	13.2	2.9	3.7	7.9	6.8	11.8	5.3	8.5	22.2	3.3	7.4	6.2	8.8	0.1
政府支出	2.7	3.7	4.4	5.7	5.6	1.1	10.5	5.6	1.4	2.9	4.6	0.4	8.5	1.3
最終販売(在庫・純輸出除き)	4.3	1.6	2.4	2.2	0.0	0.1	4.3	3.0	1.3	3.3	2.6	1.4	5.1	6.6
GDPデフレーター	2.1	2.4	1.1	3.7	2.5	2.2	0.5	1.3	1.2	1.0	1.8	2.4	1.0	1.7
名目GDP	5.9	2.6	3.6	3.0	0.9	1.9	2.2	6.5	2.5	5.1	3.2	3.8	4.3	9.0

(資料)米国商務省、前期比年率ベース。

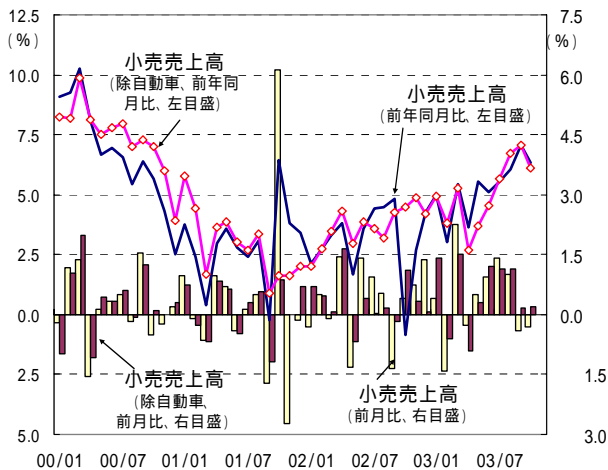
(消費の動向)

自動車販売の低下により、10月小売売上高は減少

10月の小売売上高は、前月比 0.3%減、自動車除きでは+0.2%増となった。自動車が前月比 1.9%減と連月のマイナスとなった影響が大きい。その他、スポーツ・趣味等と同 2.2%減、百貨店同 0.7%減、等の減少が見られた。半面、住宅・園芸用品(同+1.6%増)、飲食店(同+1.9%増)等が増加を見せた。

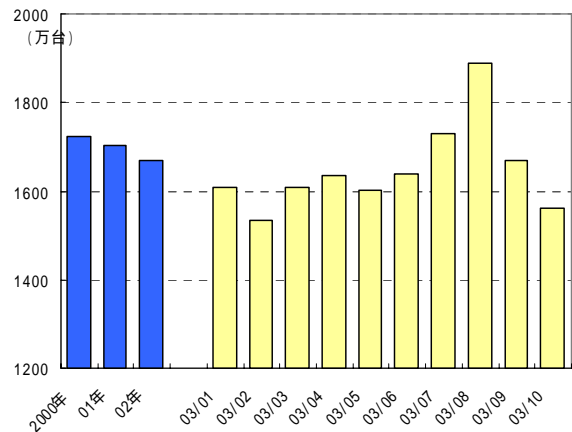
なお、10月の自動車販売を台数ベースで見ると、年率 1560万台と9月(同 1670万台)から低下し、本年2月以来の低水準となった。8月の年率 1890万台からは連月の大幅低下であるが、大手の自動車メーカーでは、夏場の好調な販売の反動であり景気の回復基調を背景に年末にかけて販売が上向くと期待している。アナリストでも、今後の2004年モデルへのインセンティブ販売の拡大により、販売の持ち直しを予測する見方が多い。

(図表2) 米国: 小売売上高の推移



(資料) 米国商務省

(図表3) 米国: 自動車販売台数の推移



(資料) 米国商務省他、季節調整済み年率

(景況感)

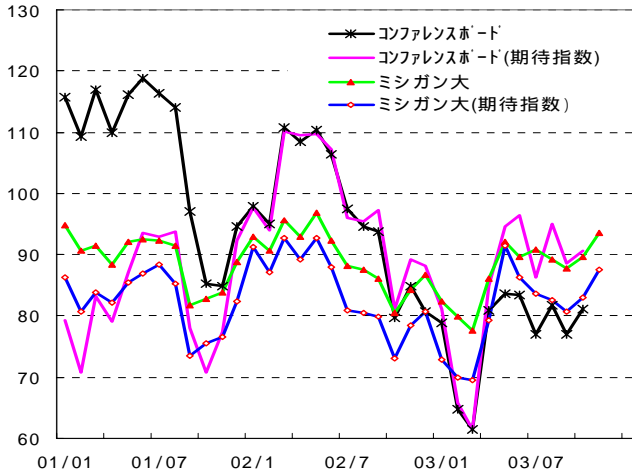
直近の消費者信頼感が上向く、企業のセンチメントは堅調

11月シガン大学の消費者マインド指数(速報値)は93.5と上伸し、昨年5月以来の高水準となった。内訳を見ると現況指数 102.8、期待指数 87.6 といずれも上昇した。景気の加速、雇用の回復等が消費者心理を改善させたと見られる。また、これに先立って発表されたコンファレンスボードの10月消費者信頼感指数は81.1(9月77.0)と持ち直したが、最近の一進一退の動きを抜け出してはいない。

一方、企業のセンチメントを示すISM指数(10月)は、製造業、非製造業とも続伸した。製造業指数では、57.0と9月53.7から3.3の上昇を見せ、4ヵ月続けて製造業の景気拡大の分かれ目とされる50ポイントを上回り、水準自体も2000/1以来のものとなった。構成指数では、生産指数が62.6、新規受注指数が64.3と高い一方、在庫指数は44.5と低いが、今後の生産拡大による在庫充足の動きが期待できる。なお、雇用指数は47.7と50を37ヵ月連続で下回ったものの、製造業の雇用増減の分かれ目である47.8にあと一步のところまで回復している。

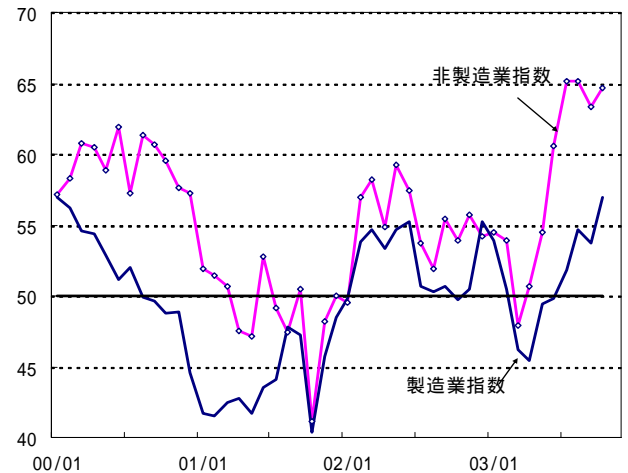
非製造業指数は64.7と上昇(9月63.3)した。7・8月は共に65.1と97/1の非製造業の調査開始以来のレコードを記録しており、引き続き高水準にある。構成指数も、雇用指数が52.9と9月49.1から回復するなど、在庫の49.0を除いてすべて50を上回っている。

(図表4)米国:消費者信頼感指数の推移



(資料) コンファレンスボード、ミシガン大学

(図表5)米国:ISM指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

(生産・雇用の動向)

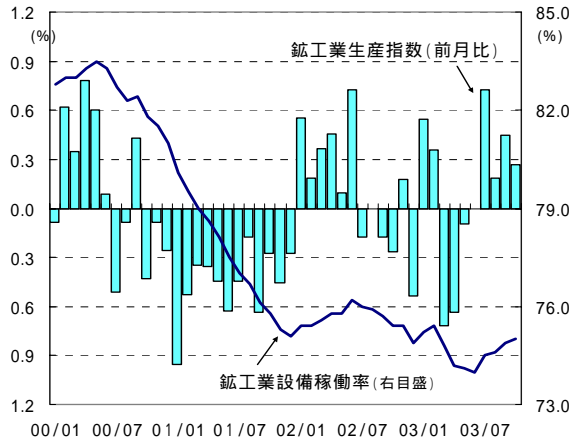
鉱工業生産、設備稼働率とも回復

10月の鉱工業生産指数は111.8で前月比+0.2%増、製造業の生産指数は同+0.1%増となり6月からの上昇推移を続けている。業種別では、自動車(同 3.8%減)が反落する中、コンピュータ・電子機器が同+2.1%増と好調を維持した。なお、前年同月比で見るとコンピュータ・電子機器は+15.5%増と群を抜いて高く、自動車は同+2.5%増に留まっている。一方、アパレルは同 12.8%減、繊維は同 8.3%減と大幅に落ち込んでおり、海外生産移転の動きが窺われる。

10月の稼働率は75.0%(前月比+0.1%ポイント増)となり4ヵ月連続の上昇となった。業種別では、生産と同様、自動車産業の減少(9月83.5% 80.2%)が大きく、コンピュータ・電子機器の上昇(9月65.2% 66.1%)が続いている。(注:FRBは、11月分の鉱工業生産・稼働率指数について過去に遡って改定を行った。全体の指数の改定幅は小幅であるが、業種によっては大きな影響を受けたものも見られる。(コンピュータ機器の稼働率(狭義:9月分)は82.2%から70.9%に改定された))

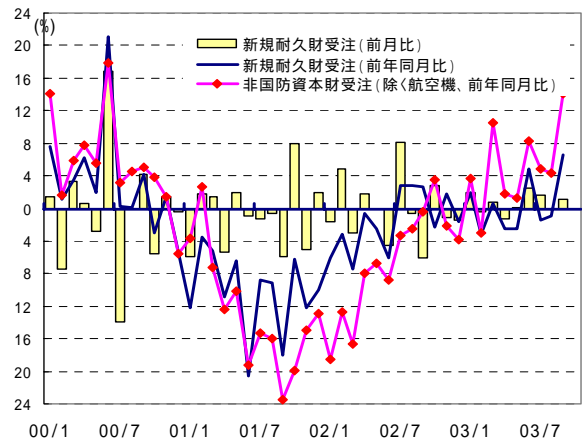
9月の製造業の新規受注は前月比+0.5%増(8月は 0.3%減)、うち耐久財は同+1.1%増(8月は 0.1%減)と反転増加した。また、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)は前月比+4.7%増(8月 0.2%減)と急回復を見せた。前年同月比でも、耐久財は+6.5%増、非国防資本財受注(除く航空機)は+14.1%増と大幅な増加となった。受注統計は、昨年半ば以降一進一退の動きにあったが、再び上方トレンドを指向しつつある。

(図表6) 米国: 鉱工業生産と稼働率



(資料) FRB

(図表7) 米国: 新規耐久財受注の推移



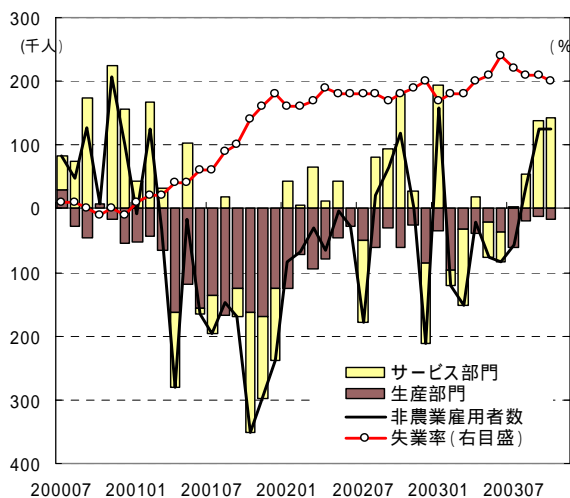
(資料) 米国商務省

雇用は改善するも、失業率は依然 6%台を割り込めない状態

注目された 10 月の失業率は 6.0%と前月(6.1%)から低下した。失業率は 6 月に 6.4%と 94 年
以来の高水準をつけた後改善したものの、未だ 6%台を割れない状況が続いている。一方、非農業
事業部門の雇用者数は前月比+12.6 万人増と 3 カ月連続の増加となり、改善の動きを明確にしてき
た。生産部門では同 1.7 万人減と 2000/11 以来の連月の減少が続いているが、サービス部門が同
+14.3 万人増と 4 カ月連続で増加しており、増加幅も月を追って拡大している。労働人口の増加を
考慮すると失業率の持続的な低下には毎月 15 万人程度の雇用の増加が必要であるが、この水準に
迫る増加となってきた。今次景気回復局面で出遅れが顕著であった雇用が、ようやく回復の動き
を見せたものと言え、今後の推移が注目される。

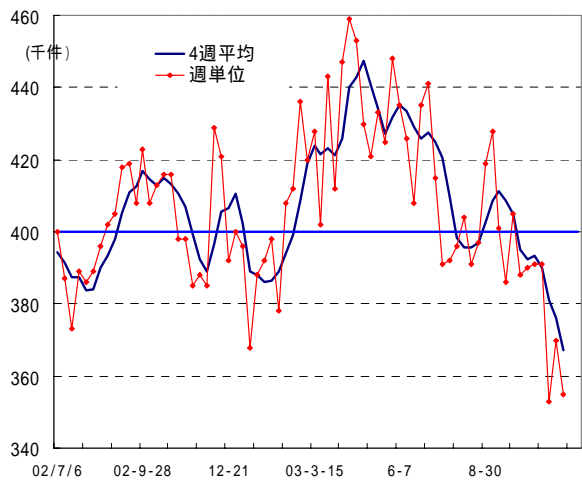
なお、毎週発表される新規失業保険請求件数は 35.5 万件 (11/20 発表分) に低下し、雇用状
況の改善の分かれ目とされる 40 万件を 7 週連続で下回った。4 週移動平均では、2001/2 以来の低
水準となり、こうした点からも雇用の回復に寄せる期待は大きくなっている。

(図表8) 米国: 雇用状況の推移(前月比)



(資料) 米国労働省

(図表9) 米国: 新規失業保険請求件数



(資料) 米国労働省

< 米国金融市場の動き >

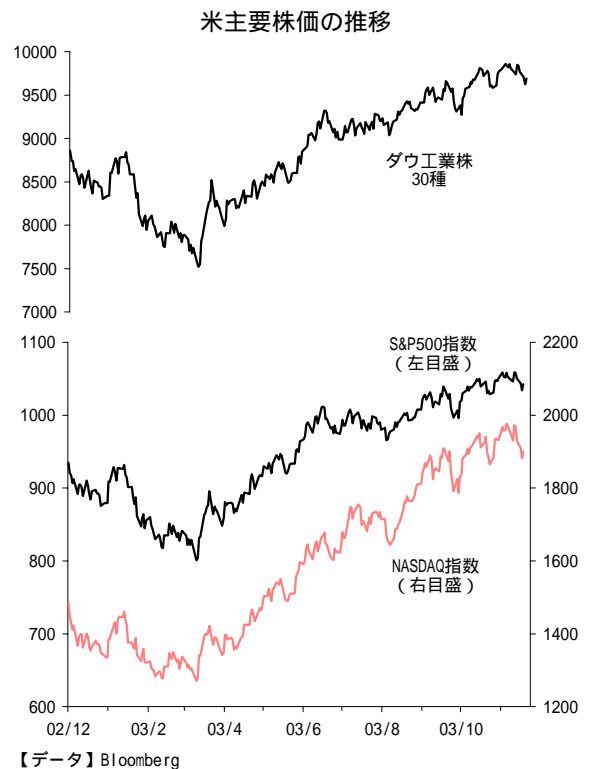
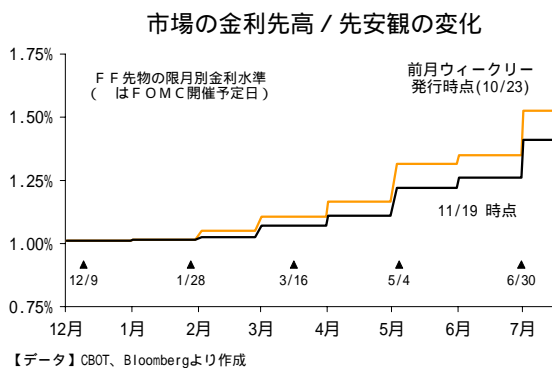
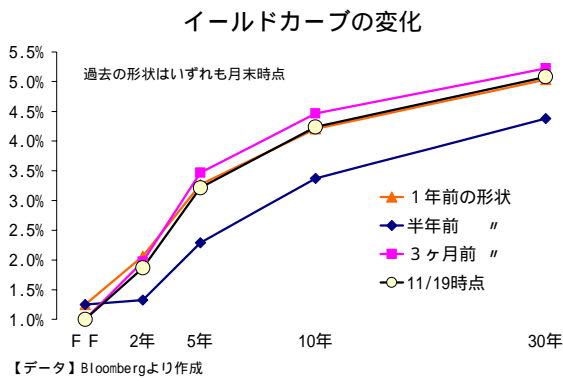
(担当：熊谷)

最近の米国金融市場の動き

米国金融市場では、全般的に好調な企業業績を一旦織込んだ後、ITセクターにおける一部企業の決算内容に対する失望などを背景に、10月半ばに株式市場が一時軟調に推移した。しかし、調整一巡後は、強い7-9月期GDP（10/30）、10月ISM製造業景況感指数の上昇（11/3）、雇用環境の改善を示した10月雇用統計（11/7）など、経済指標が相次いで良好なマクロ環境を示したことから再び買い優勢の展開となり、主要株価指数はいずれも年初来高値を更新した。

こうした中、債券市場では10月半ばの株安を背景に長期金利が一旦低下した後、株価反発とともに金利上昇圧力が高まり、11月初には10年国債利回りが4.5%台を伺う展開となった。その後は、株価が景気および業績の回復を過度に織込んだこと、また、11月は金融機関や個人投資家の利益確定期になるため売り圧力が増大したことなどから、株式市場が再び下落基調に転じたため、11/18には10年国債利回りが10月初以来となる4.1%台まで低下した。

イールドカーブについては、経済環境の好転を手掛かりに来春頃には利上げが実施されるとの思惑が高まった結果、短期ゾーン中心に金利上昇となった分、ベアフラット化が進み、最大260bp近くあった2-10年国債の利回り格差は、240bpを下回る水準まで縮小した。



夏場以降の米金利上昇観測の背景：成長期待？それともインフレ期待？

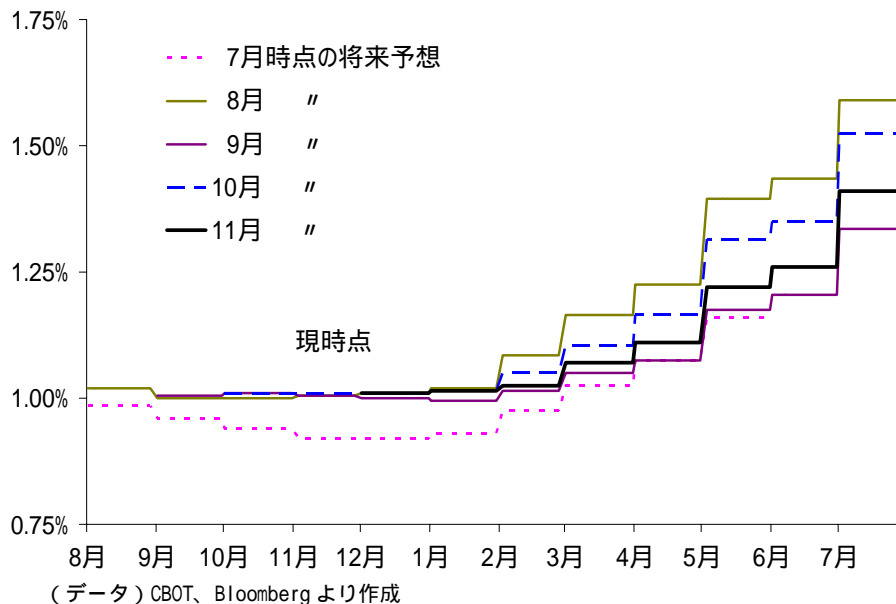
景気の本格回復期待が世界的に強まる中、豪州（11/5）や英国（11/6）では政策金利が引き上げられた。米国でも、FRBが緩和姿勢を相当期間続けると表明しているにもかかわらず、市場参加者の間では既に「米国もいずれは利上げ」との見方を強めており、引締めめに転じる時期を占う動きが活発化している。例えば、FRBの金融政策に対する市場の思惑を反映するFF金利先物を見ると、8月や10月のような過度の引締め観測こそ沈静化しているものの、来年5月のFOMCには利上げが行われるだろうとの見方がコンセンサスになっていることを示している。

景気が回復する過程で市場参加者が金利先高観を強める主な背景としては、「実質成長期待の増大」か「インフレ期待の増大」のいずれかが考えられよう。例えば、1999年～2000年にかけての金利上昇局面では、前年のLTCM危機などを受けたマインドの冷え込みをきっかけに急速に落ち込んだインフレ期待が再び上昇した点を、その一因として挙げることができる。しかし、それ以上にITバブルを引き起こすに至った過剰な成長期待を反映すべく、むしろ実質成長期待が非常に高い水準まで上昇したことを、その最大要因として捉えることが可能だろう。それでは、今年夏場以降の金利先高観に伴う長期金利上昇観測については、上記のどちらの要素が強く作用しているのだろうか。

米国では、1997年以降インフレ連動国債が発行されている。通常の国債利回りは、実質経済成長だけでなくインフレに対する期待（懸念）も利回りに織込まれ、その結果利回りが長期的な名目成長に対する期待に近づくと思われる。一方、インフレ連動国債は、CPIの変化によって毎月元本が変動する仕組みとなっているため、インフレによる元本の実質的な目減りを心配する必要がない。こうしたインフレヘッジ機能が備わっているため、インフレ連動債の利回りは、インフレを除いた実質成長率に対する将来の期待を織込みやすくなる。

市場参加者はインフレ連動国債と通常の国債の利回り格差から、債券市場におけるインフレ期待および成長期待の度合いを推測することができる。例えば、10年物のインフレ連動国債と通常の国

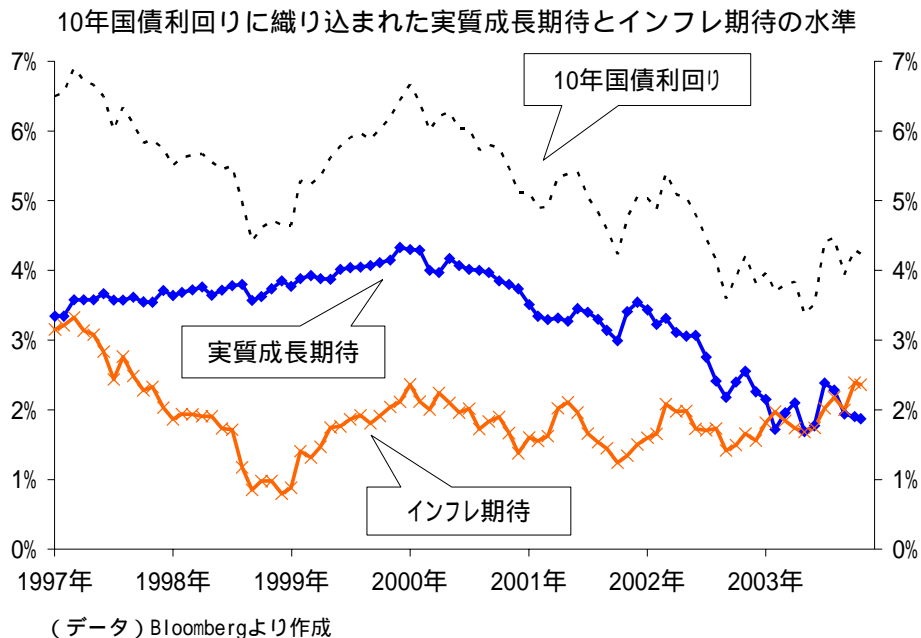
FF 金利先物市場に織り込まれた FRB の利上げ期待
(6/25 に FF 金利が 1.00% に引き下げられて以降の主な変化)



債を使って、現在長期金利に織込まれた実質成長期待とインフレ期待の水準をしてみる。すると、実質成長期待については、2000年以降低下傾向が続いており、今でも2%程度と春先以前に比べてもあまり回復が見られない一方、インフレ期待については昨年秋以降上昇トレンドにあることが見てとれる。これらから判断する限り、現在の金利先高観増大の背景には、実質GDP成長率が7-9月期に大幅に上昇したことなどによって実質成長期待が高まったのではなく、むしろインフレ期待が少しずつ醸成されてきた点を挙げることができよう。

インフレ期待の背景については、景気回復に伴う循環的な物価上昇を織込んでいるとの見方、積極的な政策発動に基づくリフレ的な政策がインフレにつながるとの見方、財政赤字増大が資金需給を逼迫させることで長期金利を押し上げる要因になるとの見方などが考えられよう。たしかに、政策効果が功を奏することで が実現する可能性はあるし、 についても世界的に資金需要が逼迫すれば対米資金フローが減少し、ファイナンス面から長期金利が上昇しやすくなるといった可能性が考えられよう。

その一方で、もし最近の米景気の上振れが所得減税による一時的な押し上げ効果のみを反映したものであるとすれば、来春以降に減税効果が徐々に軽減するにつれて景気が循環的にピークアウトするリスクを払拭することはできない。その場合、需要減退から再びデフレリスクが議論の対象になり、既に低空飛行にある実質成長期待に加えインフレ期待が再低下することで、市場のコンセンサスに反して長期金利が一段と低下する可能性を排除することはできないだろう。



< トピックス：高成長下の米国で雇用の回復が遅れている背景 >

(担当：土肥原)

(はじめに)

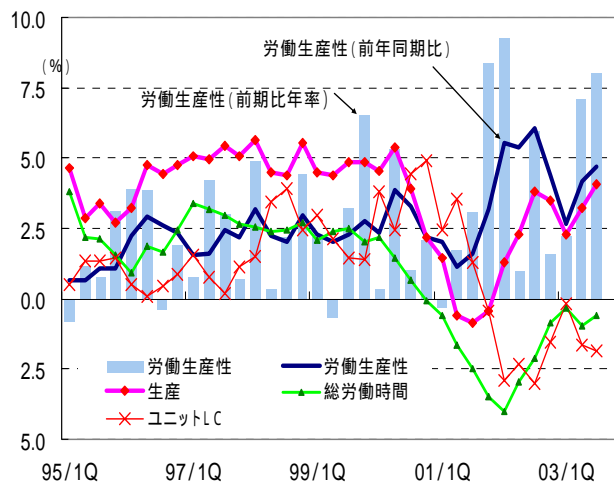
労働生産性（以下生産性）の上昇は、雇用者の生産効率の上昇を示し、企業の競争力・利益を高め、好ましいことであるのは間違いない。しかし、現状における生産性の急速な上昇は、半面、雇用の回復を遅らせる要因となっている。雇用の回復が遅れている要因はいろいろ挙げられているが、ここでは生産性との関係に注目して見た。

高成長率を上回った生産性の伸び

生産性統計は四半期毎に労働省から発表されるが、7-9 月期は非農業事業部門で前期比年率 8.1%と 2002 年 1-3 月期以来の高い伸びを見せた。前期比年率での変動は激しいものの、概ね、90 年代後半の好況期よりも 2002～3 年の景気回復期の伸び率の方が高いといえる(図表 1、棒グラフ)。

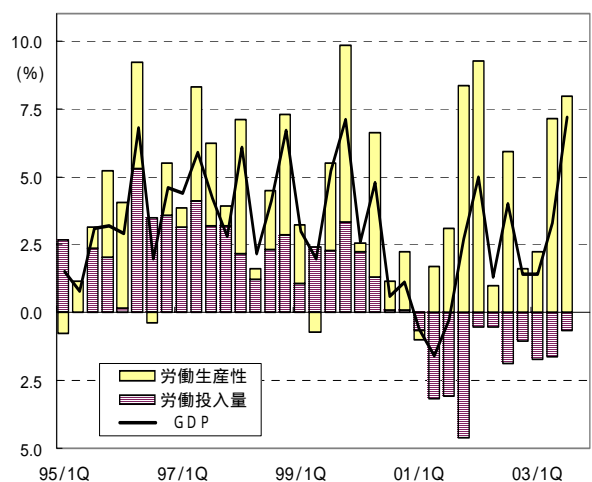
また、前年同期比ベースでこれまでの生産性の推移を振り返ると、注目されるのはリセッション突入の直前期にあたる 2000 年 10-12 月期にすでに生産性が生産指数を逆転して上回ったことであり、その状態が現在まで持続している。生産性が生産を上回っていることは、その分、労働投入量が減少していることを示す。実際、総労働時間指数は、この期を境にマイナスに落ち込み、現在に至るまで水面下での推移を続けている。

(図表 1) 労働生産性の推移(前年同期比、%)



(資料) 労働省

(図表 2) GDP と生産性の関係(前期比年率:%)



(資料) 労働省、商務省、生産性は非農業事業部門。

GDP との関係で生産性を見てみよう。図表 2 では、労働投入量と生産性の伸び率の合計を GDP の伸び率と比較したものである(但し、統計の相違等によって一致はしない)。労働投入量

は、2001年にリセッション入りするとともに前期比年率でマイナスに落ち込み、その後、現在に至るまでマイナスが続いている。このため、生産性の伸びが、労働投入量のマイナスの伸びをカバーして、GDPを支えた形である。これを雇用の立場から見ると、成長率の上昇(7-9月期は前期比年率7.2%)以上に生産性が上昇(同8.1%)し、企業は雇用増を必要としないため、雇用が改善しない結果となるのである。

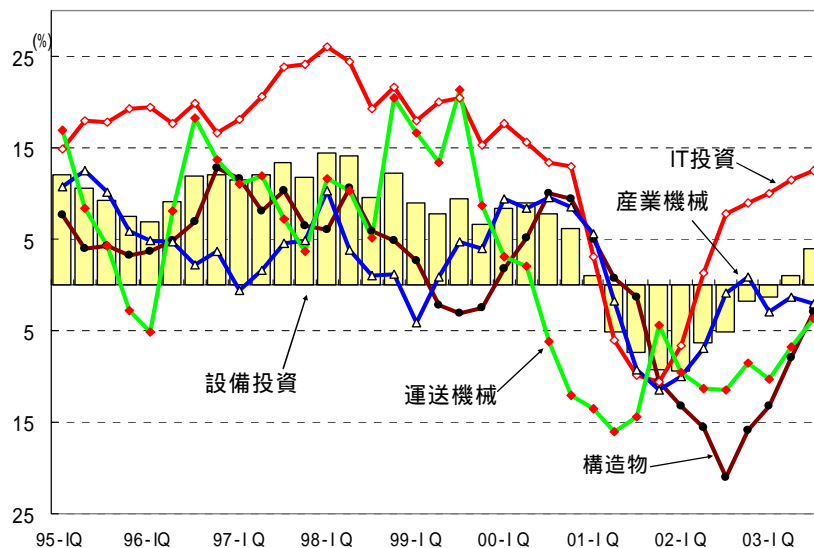
IT投資が可能にした高生産性

企業は、競争力を高めるために過去のどの時期においても生産性の向上に腐心してきたはずであるが、現状においてなぜ高い生産性を達成することが可能なのであろうか。

様々な要因が考えられる中で、FRBのバーナンキ理事は、「90年代後半の過剰なハイテク投資」をその主要因の可能性があると指摘している。90年代後半は、米国経済の歴史でもまれに見る設備投資の興隆が持続した時期であった。中でも、IT投資は、前期比年率で20%前後の伸びを続けて設備投資を押し上げた(図表3)。好景気により失業率は大幅に低下したのであるが、一方で、IT投資による省力化の進展は、生産性の向上をもたらすと同時にインフレを抑制し、ニューエコノミーの到来と謳われた。その後、2001年のリセッションは底の浅いものだったため、過剰な設備はなお、解消されていないと見られる。

このリセッションからいち早く立ち直ったのもIT投資である。前年同期比で見るとIT投資以外の設備投資は、なおマイナスが続いている。設備稼働率の低さ(5頁、図表6参照)をも考慮すれば、現状の設備で生産増加は可能なはずであるが、企業はIT活用による更新・省力化投資には、依然、熱心と思われる。

(図表3) 近年の設備投資はIT投資が牽引



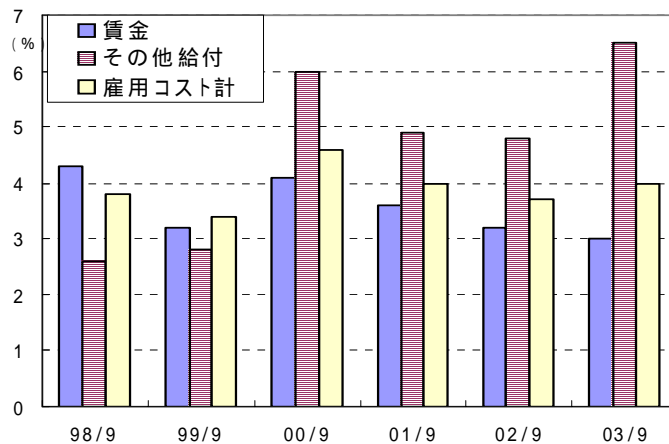
(資料) 商務省、(前年同期比、%)

雇用コストの上昇が省力化を促進

一方、企業に省力化を促している大きな要因として、雇用コストの上昇が挙げられよう。労働省発表の雇用コスト指数によれば、民間企業の賃金伸び率は過去3年間にわたり低下してきたが（2003年9月の前年同月比は+3.0%増）、雇用コスト全体の1/3程度を占める賃金以外の給付（各種社会保険等）は賃金を凌駕する伸びを続け、2003年9月の前年同月比は+6.5%増と賃金伸び率の倍となった。このため、雇用コスト全体では同+4.0%増と1年前の3.7%増から上昇に転じている（図表4）。こうしたことを背景に、企業は、雇用抑制、派遣社員への切り替え、アウトソーシング等の動きを強めたと見られる。

また、IT投資による省力化は、製造業だけでなくサービス業の生産性も高めている。これまでの不況下では、製造業のリストラが進められ、その受け口としてサービス業があった。しかし、サービス業でも経営者はIT投資による省力化に熱心であり雇用の増加は鈍い。スーパーのレジではバーコードの採用は既に普及しているが、ICタグによる省力化も開始されつつある。技術の進歩がサービス業の生産性向上を推進している。

（図表4）賃金上昇率が低下しても、雇用コストは上昇



（資料）労働省、雇用コスト指数は民間企業を使用。（前年同月比、%）

今後、雇用は回復するもスローペース

もっとも、これまでの過剰な投資やITを主体とした省力化投資による効果にも限度があり、高い生産性の伸びはサステイナブル（持続的）ではないと見られている。実際、今期の成長率は7-9月期から半減する見込みの中、10月の労働投入量は前月比+0.4%増と伸長した。失業率は依然6.0%台に留まったものの、10月の雇用統計は明らかに改善の方向を示している。高い生産性の伸びにも変化が訪れつつあるようだ。ただし、7-9月期に前期比年率11.1%の伸びを見せた設備投資を引っ張っているのはIT投資であり、企業の保守的な姿勢も急に変わるわけではない。失業率は低下してもそのスピードはあまり早くはないと思われる。

（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。
（Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載）