

米国経済の短期見通し

I 予測の要約

予測の主な前提条件

1. 農業生産

昨年の早魃から正常に近い産出に戻ると仮定し、800億ドルの農業部門の実質国内生産を仮定。そのため、'88年第4四半期の生産が538億ドルより、実質GNPは第1四半期にこれだけで約2.5%（年率）、'89年全体で0.3%上がる。

2. 石油価格

第1四半期の強気な市場も第2四半期までで、その後は通常のパターン（－石油価格上昇－生産枠の無視－供給過剰－価格下落－産油国協調－供給削減－価格上昇－）に戻ると仮定。

3. ドルレート

OECD諸国に対して、ファンダメンタルズから今年の第3四半期以降ドル安を想定。円、マルクそれぞれ'89年末に116円、1.685マルク、'90年末110円、1.622マルク、'91年末108円、1.582マルクを想定。

4. 財政、金融

ブッシュの公約に従い一切の増税なし。公定歩合は第2四半期後半に7.5%になり、'90年に入り前半7.0%そして後半6.5%を想定。

5. 最低賃金

現在の3.35ドルから第3四半期に50セント増加、その後1年ごとに30セント増加。政府案とケネディ案の折衷を採用。

予測の要約（予測結果総括表参照）

1. 高金利の影響が実体経済に出はじめ、今年の夏以降米国経済は減速。今年の第4四半期から来年の第1四半期にかけて成長率（年率）は1%をきりグロースリセッションに入ると思われる。
2. 今年の第2四半期以降、賃金率の上昇が5%を越えるようになり消費者物価も5%を越える。賃金－物価の緩かなスパイラルが始まる。
3. 景気のスローダウンにもかかわらずインフレ鎮圧のため、連銀の引き締めは今年いっ

ばい続くであろう。しかし、ドラスティックな財政削減策がとられないまま'90年に入り金融を緩め始めれば賃金、物価ともに5%を越えて上昇するだろう。

4. 金利のピークは今年の第3四半期になろう。このとき、30年国債の利回りは9.75%—10.0%になろう。フェデラルファンドレートは、'89年末でも10%を越えていると思われる。
5. '90年にドルの実質実効レートが4.6%下がり、経済成長率が1.5%に落ちてても米国の貿易赤字、経常収支赤字はそれぞれ80億、40億ドル程度しか改善しない。
6. ブッシュ大統領の公約通り増税をしないならば連邦政府の財政赤字は減少しない。今年の夏以降具体的な増税策の導入が考えられるであろう。'91年度の財政赤字削減に対して今年度のようなon-off-budgetゲームは通用しない。

予測結果総括表（その1）—GNP項目（実質）

	'88/ 4Q	'89/ 1Q	'89/ 2Q	'89/ 3Q	'89/ 4Q	'90/ 1Q	'90/ 2Q	'90/ 3Q	'90/ 4Q	'91/ 1Q	'88年	'89年	'90年	'91年
名目GNP	7.6	9.5	7.0	6.2	4.6	6.1	7.0	7.4	7.8	8.3	7.5	7.6	6.3	7.8
実質GNP	2.4	5.3	2.0	1.2	0.5	0.8	2.0	2.9	3.5	3.1	3.9	2.8	1.5	2.9
消費支出	3.5	1.7	2.1	1.8	1.9	2.3	2.4	2.7	3.0	2.7	2.8	2.7	2.3	2.6
設備投資	▲2.9	8.8	5.3	2.4	0.5	▲0.7	0.4	1.0	2.2	2.4	9.5	4.3	0.9	2.0
住宅投資	10.9	9.5	0.2	▲4.6	0.5	1.7	5.7	7.2	6.1	6.0	▲1.7	4.3	2.3	4.9
政府支出	11.9	3.1	0.6	2.5	3.0	▲3.3	1.1	3.2	3.5	▲2.1	0.3	3.1	0.9	1.7
在庫投資	29.1	43.4	41.2	35.3	21.1	17.3	14.9	12.2	13.6	24.5	42.5	35.2	14.5	25.6
輸出等	6.5	6.6	8.2	5.7	2.5	1.0	1.2	2.5	3.6	3.4	18.0	7.6	2.7	3.4
輸入等	13.5	1.9	6.0	4.3	2.4	▲1.4	0.1	0.3	1.7	2.4	8.7	6.0	1.1	2.5

（注）単位：在庫投資は実額で10億ドル、他は前期比年率%

予測結果総括表（その2）—その他主要経済指標

	'88/ 4Q	'89/ 1Q	'89/ 2Q	'89/ 3Q	'89/ 4Q	'90/ 1Q	'90/ 2Q	'90/ 3Q	'90/ 4Q	'91/ 1Q	'88年	'89年	'90年	'91年
鉱工業生産	4.6	3.3	1.9	1.7	▲0.3	1.1	2.2	3.2	4.5	2.7	5.7	3.4	1.6	2.6
失業率	5.3	5.3	5.3	5.6	5.9	6.1	6.2	6.2	6.1	6.0	5.5	5.5	6.1	5.9
稼働率	84.4	84.7	84.4	83.9	83.1	82.6	82.4	82.4	82.6	83.7	83.6	84.0	82.5	82.4
住宅着工	1.56	1.54	1.40	1.36	1.35	1.39	1.42	1.44	1.47	1.47	1.49	1.41	1.43	1.45
個人貯蓄率	4.3	5.4	5.3	5.5	5.5	5.3	5.2	5.1	4.9	4.8	4.2	5.4	5.1	4.6
財政収支	▲157.8	▲145.9	▲143.8	▲150.5	▲171.8	▲161.3	▲156.5	▲152.3	▲151.0	▲136.0	▲142.4	▲153.0	▲155.3	▲136.0
貿易収支	▲131.4	▲133.8	▲130.6	▲130.0	▲131.9	▲127.4	▲124.2	▲121.1	▲120.0	▲119.7	▲128.1	▲131.6	▲123.2	▲122.1
経常収支	▲127.6	▲141.8	▲141.6	▲142.9	▲146.1	▲141.3	▲139.2	▲137.1	▲137.9	▲137.8	▲135.3	▲143.1	▲138.9	▲143.1

（注）単位：鉱工業生産は前期比年率%、失業率、稼働率、個人貯蓄率は%、住宅着工は百万戸、財政・貿易・経常収支は10億ドル

予測結果総括表（その3）－物価、賃金、金利

	'88/ 4Q	'89/ 1Q	'89/ 2Q	'89/ 3Q	'89/ 4Q	'90/ 1Q	'90/ 2Q	'90/ 3Q	'90/ 4Q	'91/ 1Q	'88年	'89年	'90年	'91年
G N P デフレーター	5.3	3.9	4.9	4.9	4.1	5.3	4.9	4.4	4.2	5.3	3.4	4.7	4.7	4.8
消費者物価	4.4	5.4	5.5	5.4	5.6	5.2	5.4	4.6	4.7	5.5	4.1	5.1	5.2	5.3
生産者物価 (最終財)	2.8	8.1	5.4	3.2	0.4	3.4	4.2	3.2	2.3	6.4	2.5	4.8	3.0	4.2
時間当り 平均賃金	4.1	4.2	5.3	6.4	5.7	5.7	5.1	5.7	5.5	5.4	3.2	4.6	5.6	5.6
単位労働 コスト	5.4	4.7	4.9	6.0	5.2	5.9	3.9	4.5	3.8	4.7	3.2	5.1	5.0	4.6
マネーサプ ライ(M)	3.7	3.0	4.9	6.3	5.5	6.3	6.4	6.1	5.4	4.8	5.1	4.4	6.0	4.9
財務省証券 (3カ月)	8.47	9.45	10.12	10.38	10.25	9.75	9.50	8.50	8.50	8.50	7.57	10.05	9.06	8.50
財務省証券 (30年)	8.97	9.03	9.63	9.92	9.89	9.41	9.24	9.09	9.16	9.36	8.96	9.62	9.23	9.86
公定歩合	6.50	6.70	7.25	7.50	7.50	7.00	7.00	6.50	6.50	6.50	6.20	7.24	6.75	6.50

(注) 単位：金利は%、他は前期比年率%

予測結果総括表（その4）－予測前提、財政

	'88/ 4Q	'89/ 1Q	'89/ 2Q	'89/ 3Q	'89/ 4Q	'90/ 1Q	'90/ 2Q	'90/ 3Q	'90/ 4Q	'91/ 1Q	'88年	'89年	'90年	'91年
実質実効 為替レート	92.4	93.3	93.1	91.2	89.2	88.0	87.5	87.2	86.9	87.5	92.5	91.6	87.4	88.1
石油価格	13.2	16.8	16.8	16.5	16.0	15.5	15.0	14.5	15.0	16.0	14.72	16.52	15.00	16.69
連邦 政府支出	1,149.0	1,172.6	1,186.0	1,200.1	1,225.6	1,247.1	1,259.9	1,268.4	1,287.6	1,308.6	1,117.6	1,196.1	1,265.8	1,332.9
国防	301.9	301.0	302.0	303.0	304.0	305.0	306.0	307.5	310.0	313.0	298.3	302.5	307.1	317.3
連邦 政府税収	991.2	1,026.8	1,042.2	1,049.6	1,053.8	1,085.9	1,103.4	1,116.1	1,136.6	1,172.6	975.2	1,043.1	1,110.5	1,196.9
最低賃金	3.35	3.35	3.35	3.85	3.85	3.85	3.85	4.15	4.15	4.15	3.35	3.60	4.00	4.30
農産物 生産者価格	▲ 1.8	11.2	5.1	▲ 5.2	▲ 2.5	1.8	2.2	▲ 0.7	▲ 1.1	3.3	9.8	6.9	▲ 0.1	1.2

(注) 単位：石油価格はドル/バレル、連邦財政は10億ドル、最低賃金はドル、農産物価格は前期比年率%

II 最近の米国経済と予測のポイント

(1) 再び悪い成長パターンに

双子の赤字をかかえる米国にとって'88年前半の成長パターンは理想的であった。ブラックマンデーとなった市場の警告は役立ったように思えた。過去、4%を越えて伸びてきた消費に停滞の兆しが見えた。逆に、投資、純輸出が増加し始めるというバランスのとれた経済成長になった（表-1）。米国の対外収支改善への希望がみえた。しかし、財政赤字削減が進まない中、経済成長が依然潜在成長率を越えておりインフレ懸念が台頭してきた。連銀は3月以降急速な金融引き締めへ転じた。

そのため、短期金利の急上昇にともないドル安の傾向は止まり緩やかながらドル高傾向となった。

化学、パルプなどいくつかの産業では稼働率がフル操業に近づき、又ドル安のストップから'88年後半には、純輸出の伸びはマイナスになった。更に、金利上昇と景気後退への懸念から投資の伸びも落ち込んだ。一方、順調にスローダウンしていくと思われた消費は、'88年後半に入っても実質可処分所得の増加から落ち込まず経済成長への主要因となった。

このように、1989年に入る米国経済の成長パターンは双子の赤字解消にとって、悪い形になっている。

表-1 成長への寄与率

(単位、%)

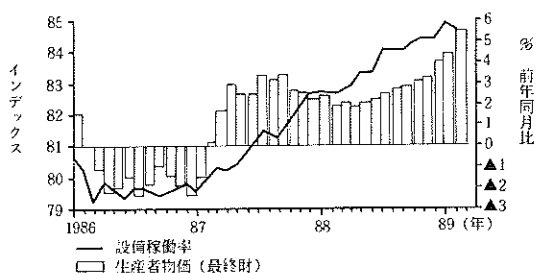
	1988年 I Q	II Q	III Q	IV Q
G N P	3.42	2.97	2.45	2.42
消 費	2.90	1.96	2.51	2.25
固定資本形成	0.54	1.71	0.69	0.14
在 庫	▲ 0.11	▲ 3.07	0.42	▲ 1.03
純 輸 出	1.74	1.67	▲ 0.13	▲ 1.14
政府支出	▲ 1.64	0.75	▲ 1.03	2.21

(2) インフレの顕在化

'89年第1四半期に入り生産者物価（最終財）の上昇率が加速した。高まる設備稼働率の生産者価格への影響が1年から1年半して出てきた（グラフ1）。消費者物価の上昇率も5%を超える可能性がでてきた。グラフ2が示すようにサービス産業の賃金率は上昇傾向にあり、昨年第4四半期において年率5%の上昇を示している。又、製造業においても、賃金上昇率の伸びは年率3%程度とまだ低い、生産性の低下傾向とユニットレイバーコストの急上昇が見られる（グラフ3）。'89年にはデマンドプ

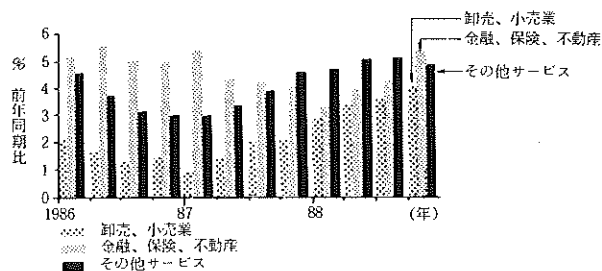
グラフ-1

設備稼働率 対 生産者物価



グラフ-2

サービス産業の平均時間当たり所得の伸び率

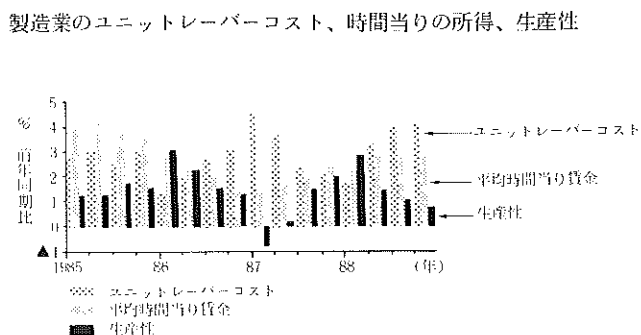


ル型のインフレにコストプッシュ型のインフレが加わってきたといえる。さらに、海外諸国のインフレも高まりつつあるため、国際競争力を失うことなく米国産業は製品価格を上げやすくなっている。

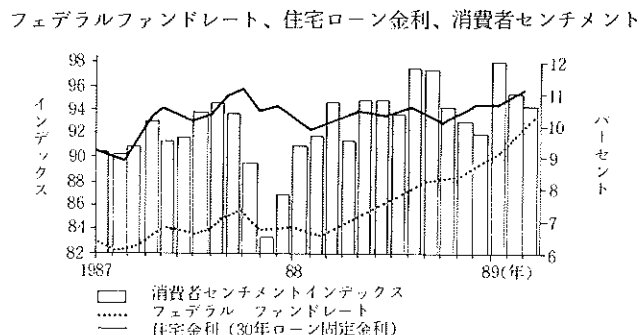
(3) 高金利の影響

短期金利（フェデラルファンドレート）が'88年3月以降約3%と大幅に上昇し'89年3月末時点で10%弱の水準にある。しかし、この短期金利の上昇は'88年中には实体经济に影響をそれほど及ぼさなかった。たとえば、グラフ4が示すように住宅ローン金利は'89年に入り上昇傾向にあるものの、'88年中にはほとんど上昇しなかった。また、自動車販売も低金利融資、リベートなどの販売促進策をとったため、消費者は金利高のネガティブな影響をあまりうけなかった。この短期金利の急上昇にもかかわらず、失業率が着実に低下していったことから'88年中の消費者センチメントは強かった（グラフ4）。

グラフ 3



グラフ 4



しかし、2月、3月のいろいろな経済指標が発表されるにつれて、米国経済はこれまで長く続いた景気拡大の最終局面に入ったと思われる。失業率は2月に5.1%と前月より更に低下したものの、住宅着工数、耐久財受注、自動車販売数と金利に敏感な経済指標の伸びはすべて2月に入ると下落しており、小売販売の伸びも大幅に下落した。2月の景気先行指標の下落（前月比0.3%）にしても、新規建設許可数、設備財受注、消費財新規受注などの金利に敏感な要素が落ちている。

このように現在の米国経済を予測するうえでのポイントは次の3点であろう。

- (i) インフレはどの程度になるのか、そして賃金—物価のスパイラルが生じるのか？
- (ii) 短期金利はどこまで、そしていつまで上昇するのか？
- (iii) 金利上昇の实体经济、インフレへの影響とそのラグはどの程度なのか？

Ⅲ 各部門の動向

(1) 消費

今後賃金の上昇が予想されるものの、インフレの上昇、雇用増の停滞から非農業部門での実質可処分所得の伸びが昨年に比べ落ち込むであろう。さらに、金利高の影響から耐久財消費が昨年の5%近い伸びから今年は1.5%程度にまで落ち込むと思われる(表-2)。住宅ローン、ホームエクイティーローンなど変動利子の負債を持つ家計の利払いが今年急増するため、彼等は他の消費、特に耐久財、を切りつめざるを得ない。たとえば、一年前の“teaser rate”とよばれる住宅ローン一年目の変動金利の平均は7.5%と低い。この金利で10万ドルの30年の住宅ローンを昨年借りた人々の今年の金利は少なくとも9.5%になろう。その時、毎月の元利払いは700ドルから840ドルに増える。この支払増加額は毎月の自動車ローンの支払に相当するといえる。家計部門の持つ変動利付きの負債額は金融のデレギュレーションにより増加傾向にあり、連銀の推計によれば'88年末で4,500億ドルといわれる。家計部門の持つ変動利付き資産-負債比率も'84年末の約7から'88年末には約3まで落ちている。家計部門全体では確かに変動利付き資産が負債を上回るため、金利の上昇からネット利子所得増を家計部門にもたらすが、そのうち購買力に影響を及ぼす貨幣利子所得はそれほど大きくはない。貨幣利子所得の家計の可処分所得に占める割合は'84年の3.5%から'87年には1.9%へと落ちている。'88年においてもその比率は2.1%に上がったにすぎない。それゆえ、金利上昇による利子所得増加を通して消費が下支えされるより、変動利付き負債を持つ人々の消費性向は高いため、彼等が利払いの急増の分だけ耐久消費財への消費を削減することが懸念される。

消費財の価格デフレーターをみるに、国際競争力の影響を無視できない耐久財の価格は'88年には2%しか上昇していないが今後かなり急速に上昇すると思われる(表-2)。一方、国際競争力の影響をあまり受けないサービス財の価格は'88年で既に5%近い伸びを示している。そして、季節的変動をあまり受けないサービス消費が消費全体の約半分を占めることを考えると、今後5%を越える消費者物価が予測される。

表-2 実質消費と価格デフレターの伸び

	実質消費 (10億ドル、伸び率、%)				価格デフレーター (伸び率、%)				
	1988年 (水準)	1988年	1989年	1990年	1991年	1988年	1989年	1990年	1991年
消費 (全体)	2,592.2	2.83	2.47	2.27	2.62	4.21	5.02	4.88	5.11
耐久財	409.6	4.79	1.44	2.35	3.89	2.04	3.09	3.85	4.11
非耐久財	899.6	1.01	1.77	1.17	1.37	3.81	5.06	4.11	4.76
サービス	1,283.0	3.51	3.30	3.01	3.07	4.92	5.38	5.48	5.51

(2) 投資

昨年、輸出の伸び（18%）に引っ張られ投資は昨年前半に急増し、'88年全体で9.5%と伸びた。ほとんど全産業で投資は活発であった。表-3が示すように製造業のうち耐久財部門、非耐久財部門での新たな機械設備への支出（実質）はそれぞれ10.7%、14.9%伸びた。非製造業においても8.4%伸びた。

現在、高稼働率で操業しているパルプ、化学、非鉄金属などの産業では今年も引き続き高い投資が期待される一方、ドル安の浸透、むしろドル高傾向から輸出のスローダウンが予想される今年から来年にかけて産業全体として投資は落ち込むと思われる。さらに、パルプ、化学産業にしても1980年代初期に彼等への需要がピークに達した後、過大な設備投資をして痛手をこうむった経験から今回の設備投資に対してかなり慎重と思われる。4月12日に発表された商務省の産業別機械設備投資調査によれば、これらの産業の他に運輸部門での投資が今年14%伸びると予想されている。

我々の予測では企業の設備投資は今年の第1四半期に瞬間風速で9%程度増加するものの、1990年の景気後退が予想されることから今年後半から'90年にかけて急速に落ち込むと思われる。'90年の企業の固定資本形成の伸びは'89年の4.3%から0.9%へと落ちると予測する。

表-3 産業別機械設備支出（実質）の伸び率

	実績		計画（発表時期）		
	1987年	1988年	1988年	1989年	
			1-3月調査	10-11月調査	1-3月調査
			1988年	1988年	1989年
全産業	2.3%	10.1%	8.0%	5.9%	6.3%
製造業	1.5	12.9	8.9	3.5	4.1
耐久財	2.9	10.7	6.5	2.2	3.0
非耐久財	0.3	14.9	11.2	4.7	5.1
非製造業	2.8	8.4	7.5	7.4	7.7
鉱工業	▲2.0	5.7	4.4	▲13.7	▲11.1
輸送	▲1.8	10.8	9.5	13.6	13.5
公共事業	▲4.9	1.0	1.9	▲1.1	3.1
商業他	5.7	10.2	8.9	10.1	9.5

(出所) United States Department of Commerce News, 4月12日, Table 4

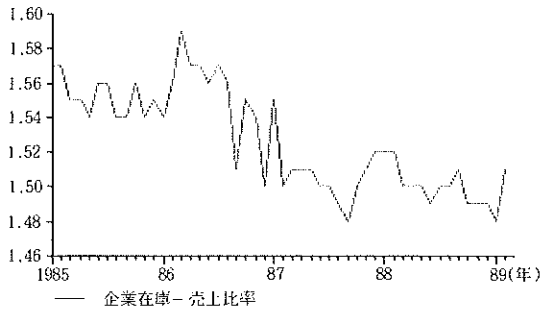
(3) 在庫

2月の企業在庫が0.5%（前月比）増加し、一方売上が0.9%（同）と大幅に落ち、企業在庫-売上比率が1月の1.48から1.51へと上昇。そのため今後の生産調整の懸念もあるが、グラフ5が示すようにいまだその比率は過去に比べ低い水準にある。それゆえ、在庫取り崩しからの急速な景気減速はないであろう。

製造業の受注残高をみても、'87年以降非常に増えており今後生産が急減するよう
なことはないと思われる。

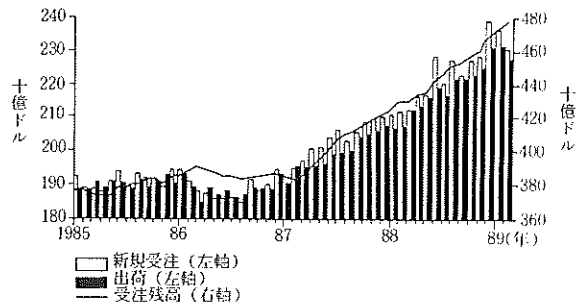
グラフ 5

企業在庫-売上比率



グラフ 6

製造業の新規受注、出荷、受注残高



(4) 住宅

今年に入り住宅金利が上がりはじめた(グラフ4)。今年の住宅着工件数は昨年の149万件から更に141万件に落ち込むと予想する。住宅ローンを借りられる資格のひとつの目安は住宅ローンの返済が家計の所得(グロス)の28%以下であること。表-4からわかるように、4月現在の市場レートより幾分低い10%の固定利率で30年返済の10万ドルの住宅ローンを借り入れることのできる家計は全体の36.3%、そして更に金利が2%上がればその比率は27.1%に下がる。そして12%の金利でこのローンが借りられるためには家計の年間所得は少なくとも44,083ドルなければならない。このため固定利率で住宅ローンを借りられる家計が少なくなっており、変動利率による住宅ローンが増えている。現在変動利率の住宅ローンを抱えている家計の数は約1,200万世帯。昨年からの短期金利の急上昇により彼等の今年の利払いは急増しており、その分彼等は消費を切り詰めることになる。現在の2兆2,000億ドルの住宅ローン残高のうち8,000億ドルが変動利率付き(Jonathan Gray, Stanford, Bernstein & Co. 調べ)のため、2%の金利上昇で160億ドルの利子支払いが増加することになる。

3月の小売販売の中でも建築資材、家具の販売が落ちており、4月の木材の先物価格も10ドル落ち今後の建設活動の停滞を予想させる。経験則として、木材の先物物価が40ドル下落すると金利がピークというのがある。これに従えば金利のピークはまだ幾分先といえる。しかし、木材の需要が落ちているにもかかわらず、北西部における木材供給が環境保全のため減少しており木材価格は幾分下支えされている。

表-4 30年返済の10万ドル住宅ローン借り入れ資格

金利 (%)	元利支払 (年間) (\$)	最低所得 (年間) (\$)	借り入れ資格のある家計の分布 (%)
8	8,805	31,447	47.4
9	9,655	34,484	40.2
10	10,531	37,610	36.3
11	11,423	40,814	31.1
12	12,343	44,083	27.1
13	13,274	47,409	23.2
14	14,218	50,780	20.0
15	15,173	54,190	17.8

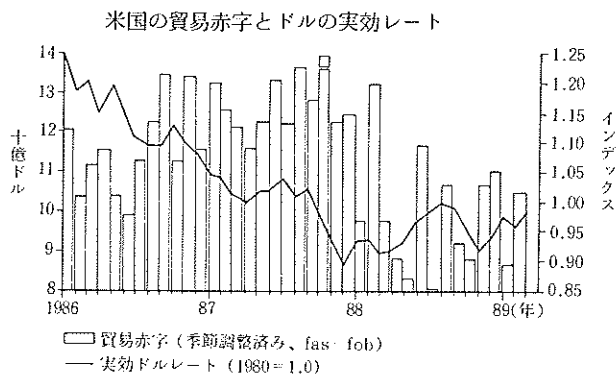
(出所) The WEFA Group

(5) 貿易

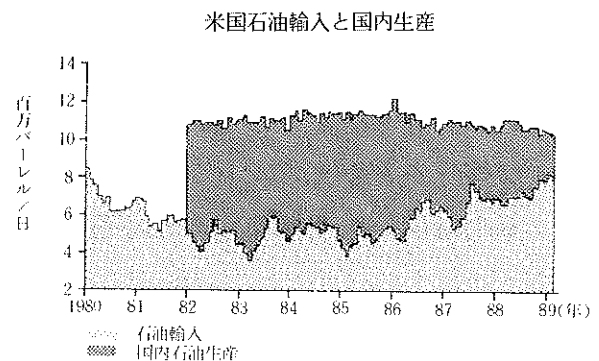
昨年の後半から米国の貿易赤字の改善が進まなくなった主要因は金利上昇によってもたらされたドル高である。ドルの変化が貿易収支に影響を与えるには最低1年程度かかるように思える(グラフ7)。1、2月の貿易統計の発表から資本財の輸出が落ち、逆に、資本財の輸入の伸びが目立つ。米国の機械などの資本財輸出産業の稼働率は輸出能力が無くなるほど高くない。一方、化学、パルプなどその設備稼働率が非常に高い産業では昨年、今年と設備投資が活発であり、さらにドル安になれば、設備投資の生産力拡大までのラグはあるが今後インフレを懸念することなく輸出は伸びると思われる。それゆえ、一層のドル安は貿易赤字をさらに削減するだろう。そのためには連邦政府の赤字削減を先ず行い金利引き下げの余地を作ることであろう。

米国貿易赤字の慢性的要因として石油輸入の趨性的な増加がある。グラフ8に見るように石油の米国内生産が'86年以降減少傾向にある一方、石油輸入量は'86年以降急増しており、米国経済の輸入石油依存度を増している。今、石油輸入量を8 mil. barrel/dayとすれば、1ドルの石油価格の上昇で貿易赤字は約30億ドル増えることになる。このように石油価格の上昇は以前のように簡単にドル高には結びつかない。

グラフ-7



グラフ-8



長期的な貿易赤字改善にはエネルギー対策の導入がなくてはならない。

'88年の強いドルの影響が'89年の貿易に出てくる。また、'88年で名目の輸入-輸出比率が1.4と高いため'89年に実質で輸出の伸び(7.6%)が輸入の伸び(6.0%)を上回っても、今年の貿易赤字は昨年より少し悪化すると思われる。

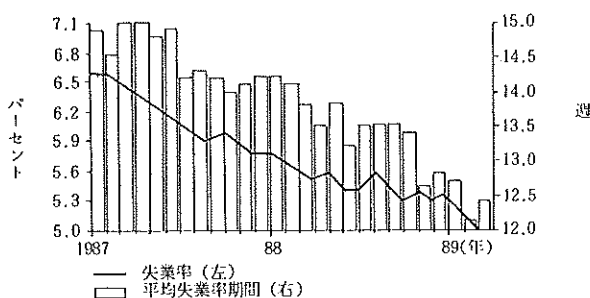
(6) 労働

失業率の低下と共に失業者の平均失業期間もかなり低下してきており次の仕事探し
が楽になっている(グラフ9)。この労働市場の逼迫がいつ賃金上昇に結び付くのか、
あるいはすでに結び付いているかが焦点といえる。'82年のリセッションのあと労働
者はjob securityを重視して低い賃金上昇率を受け入れてきた。非農業部門の'84年
~'88年の5年間の平均時間当りの賃金の伸びが2.9%に対し、社会保障費などのベ
ネフィットを含めた時間当りの所得の伸びは4.2%と高い。しかし、労働者が満足い
く程のjob securityをこれまで得てきたとは言えない。今後、労働者は失業保険など
のベネフィットの獲得よりも賃金の増加を求めてこよう。既に、サービス産業では現
在賃金上昇率は年率5%に達したと言える。製造業においても海外のインフレ傾向か
ら国際競争力を失うことなく、賃金上昇を製品価格に転嫁しやすくなっている。

雇用統計において、'87年後半より雇用者の増加数が給与所得による調べにおい
ての方が、家計調査による調べよりも増えている(グラフ10)。このことは高い賃金に
ひかれ家計調査には含まれる農業などのself-employedの人々が給与所得者に転向し
ていると思われる。また、高い賃金のため2つの仕事を持つ人々も増えてきたと思わ
れる。すなわち、新規採用に関してはかなりの賃金率の上昇が起こっている。

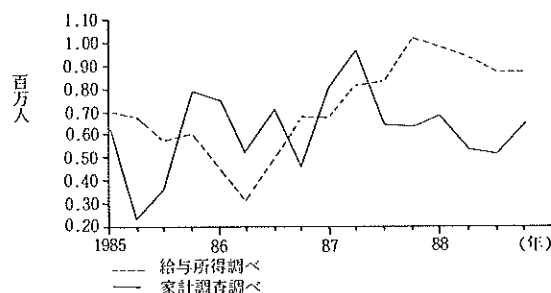
グラフ-9

失業率と平均失業率期間



グラフ-10

家計調査と給与所得による雇用者増



(7) エネルギー

第1四半期の原油価格上昇の理由

第1四半期の原油価格の急上昇は原油需給のファンダメンタルズから説明できない。'88年、'89年の第1四半期を比べると供給が1.545mb/d (million barrel per day) 増加している一方、需要増は1.350mb/dと供給増を下回っている。次の要因が原油市場に強気なセンチメントを生じさせた。

1. 市場による“産油国協調”の過大評価。
2. 非OPEC 8ヶ国の第2四半期における石油輸出量5% (310,000b/d) の削減：オマン (28,000b/d) メキシコ (68,000)、エジプト (24,000)、アンゴラ (20,000)、中国 (32,000)、マレーシア (17,000)、北イエメン (20,000)、ソ連 (100,000)。
3. 去年の第4四半期にみられた需要急増のトレンド予想。
4. 昨年夏以降の北海油田、3月のアラスカ湾の原油流出事故にみられる供給不足への不安と不確実性の増大。
5. 強気心理の自己増殖のための、在庫急増などの弱気ニュースの無視。

第2四半期以降の原油価格見通し

第1四半期の原油市場の強気なセンチメントが続くかがポイント。

1. 産油国協調の弱体化

すでに第1四半期において、OPECの生産量はUAE、クエート、ナイジェリアなどの増産で生産枠 (18.5mb/d) を1.3mb/d上回っている (表-5)。サウジは4月の日本、欧米向け原油販売量の20%-30%削減を通告するなど率先して減産体制の維持に努めている。しかし、非OPECや非湾岸産油国がフル稼働に近い生産を続ける一方で、50%-60%の低稼働率を強いられている湾岸産油国は6月5日に予定されている定例会議で生産拡大を要求してくるであろう。特に、イラクは現在建設中のアラビア半島横断のパイプラインの完成をめざして生産枠の拡大を強く求めてこよう。それに対して、イランも当然増産を要求してくるため、減産体制へのOPEC内協調の弱体化が今後見られるであろう。

2. 非OPEC協調への疑問

強気のセンチメントを生んだ要因にはOPEC内ばかりか非OPECとの協調があった。しかし、非OPECには価格影響力はそれほどないと思われる。彼等の提案している輸出量の5%削減に関しても、本来第2四半期に輸出する分を前倒しして輸出削

減の前提になる輸出量を上げたとも読まれている。OPECにしてもWTIが20ドルを越えれば、原油需要減と非OPECの供給増が起こることを知っている。

表-5 OPEC原油産出量

単位：百万バレル/日

産出国	1988年 I Q	1989年 I Q	生産枠との差
サウジアラビア	4.907	4.603	0.233
クエート	1.298	1.177	0.293
U A E	1.520	1.500	0.512
カタール	0.319	0.332	0.020
イラン	2.271	2.673	0.033
イラク	2.688	2.640	0.000
中立地帯	0.331	0.307	
アルジェリア	0.641	0.670	▲ 0.025
ナイジェリア	1.398	1.495	0.140
リビヤ	1.018	1.047	0.010
ガボン	0.175	0.180	0.014
エクアドル	0.309	0.297	0.067
インドネシア	1.177	1.233	▲ 0.007
ベネズエラ	1.634	1.650	0.014
O P E C 合計	19.613	19.804	1.304

(出所) Petro Finance Market Intelligence Service, March 1989

3. 原油の需要減

冬も終わり、季節的にも原油需要が弱まる。又、今後の米国経済のスローダウンも原油需要を減らすことになる。このため、第1四半期に形成された強い需要増の予想は弱まるであろう。

表-6 第2四半期の原油価格シナリオ

(量：百万バレル/日、価格：US\$/バレル当り)

生産量	'88 II Q	'89 ベース II Q ケース	高価格 ケース	低価格 ケース
OPEC産出国	18.635	19.8	18.9	20.2
北海油田	3.555	3.6	3.6	3.7
U.S.A.	8.188	8.1	8.1	8.2
非OPEC	12.3	12.3	12.3	12.3
純共産圏輸出	2.385	2.4	2.3	2.4
OPEC NGL&コンデンス	1.800	1.9	1.9	1.9
NONOPEC NGL&コンデンス	2.71	2.7	2.7	2.8
供給	49.556	50.8	49.8	51.5
需要	48.000	49.1	49.3	49.0
在庫増	1.556	1.7	0.5	2.5
価格(四半期)				
Spot OPECバスケット	15.59	16.00	18.00 +	14.50
WTI	17.27	18.00	20.00 +	16.50
Spotブレンド	16.15	17.00	19.00 +	15.50

(出所) Petro Finance Market Intelligence Service, March 1989

以上のことから、第2四半期の原油市場のシナリオは表-6のようになる。長期的にはOPECの原油価格は、価格上昇-生産枠の無視-価格下落-産油国協調-価格上昇、のパターンをくり返しながら15ドル-20ドルの範囲で上下するであろう。

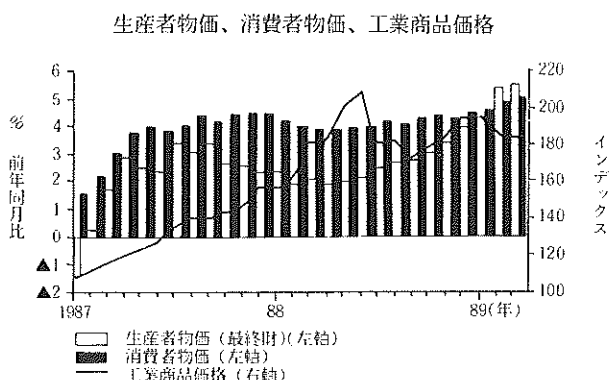
石油輸入量が国内産出量の75%以上を占めるようになった米国では、価格の安定志向が強い。15ドルを大幅に下回れば、国内の石油産業に一層の打撃が加わるし、メキシコ、ベネズエラの累積債務国の問題を深刻化させる。しかし、逆に20ドルを越えれば米国の貿易収支の改善は遅れインフレは悪化し米国経済の減速化につながる。そして、ブラジルなど石油輸入国の累積債務問題を悪化させる。それゆえ、安定的な石油収入をめざすサウジと米国との間には共通利害がある。

(8) インフレーション

生産者価格

化学、ゴム、プラスチック、パルプ、紙製品、金属、金属製品などからなる工業用商品の過去の価格上昇が'88年の中頃から生産者価格（最終財）に浸透してきた（グラフ11）。石油価格の急上昇もあるが、景気の後退が目立ってきた今年の第1四半期には利潤が縮小するため、生産者はこれまで耐えてきたコスト圧力を価格に転嫁し始めたと言える。我々の予測では今年第3四半期以降石油価格と農産物価格の下落を仮定しているため、'89年、'90年の生産物価（最終財）の上昇率はそれぞれ4.8%、3.0%を予想。この仮定のもとでは生産者物価が低下し始めるのは今年の第4四半期に入ってからである。しかし、賃金上昇による雇用コストの上昇から'91年には再び4.2%にまで上昇する。

グラフ-11



半期には利潤が縮小するため、生産者はこれまで耐えてきたコスト圧力を価格に転嫁し始めたと言える。我々の予測では今年第3四半期以降石油価格と農産物価格の下落を仮定しているため、'89年、'90年の生産物価（最終財）の上昇率はそれぞれ4.8%、3.0%を予想。この仮定のもとでは生産者物価が低下し始めるのは今年の第4四半期に入ってからである。しかし、賃金上昇による雇用コストの上昇から'91年には再び4.2%にまで上昇する。

消費者物価

消費者物価は生産者物価ほどではないが、やはり'88年第2四半期より徐々に上昇している（グラフ11）。今後賃金の上昇（5%~6%）から、消費者物価はたとえ'90年に生産者物価の上昇率が落ちても5%程度の伸びになるろう。賃金増加によるインフレへの影響は、ベネフィットの改善などによる雇用コストの増加による影響よりもはるかに大きい。これまで、労働市場が逼迫しているにもかかわらずそれ程賃金が上がらなかったひとつの理由は常に女性、若者の労働市場へのかなり参入があったこ

とによる。もしも、今後彼等の労働市場への参入が少なくなるならば賃金はかなり上昇し、インフレを加速し、賃金-インフレのスパイラルが始まる。

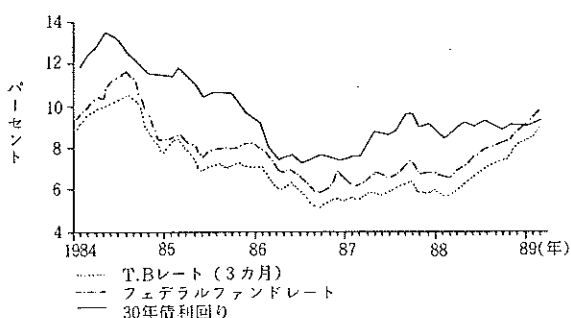
(9) 金融

短期金利

短期金利が昨年(1988)の3月から連続して今年(1989)の3月まで上昇している(グラフ12)。連銀の目標のフェデラルファンドレートは2月に2回引き上げられた後、インフレの圧力はまだあるものの景気の減速気配が感じられたことから連銀は9.875%の目標レートを3月中には引き上げなかった。プライムレートと銀行の限界費用としてのユーロダラーレート(3カ月)の差が縮まっており、短期金利上昇への追随からも第四半期にはプライムレートは0.5%上がるであろう(グラフ13)。特に、最近の銀行は通常のスプレッド(150ベースポイント)確保に積極的といえる。連銀の議長グリーンSPANの今後5年間で0%インフレを目標とする議会証言にみられるように、この先景気がスローダウンしてもインフレ圧力が鎮静するまで金利を緩めることはないと思われる。短期金利は第3四半期にピークに達しその後緩やかに下がることだろう。

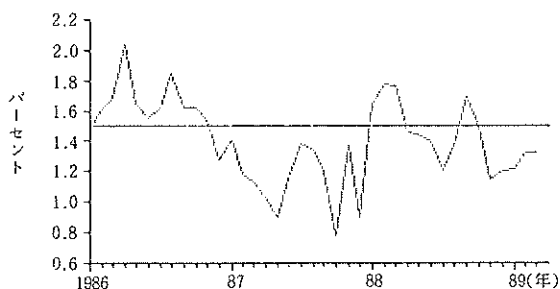
グラフ-12

短期金利と長期金利



グラフ-13

プライムレートとユーロダラーレート(3カ月)のスプレッド



長期金利

3月の生産者価格の伸びが0.4%(前月比)であった。この0.4%は前の2カ月が1.0%以上伸びた後の0.4%ゆえ、かなり高い伸びといえる。このためインフレ期待が高まり長期金利が上がると思われたが別に市場のインフレ期待を増長した様子もなかった。現実にインフレ圧力が高まっているかよりも、市場参加者にとっては発表される経済指標が市場で形成されている期待値よりも良いか悪いかの問題のようだ。すなわちニュースが市場の予想よりも良ければ市場は上がり、逆に、悪ければ下がる。これを“the Theory of Failed Expectation”とよぶコラムニストがいる。この“the Theory of Failed Expectation”は、すべての有効な情報を市場は処理し先を見通す

と仮定している“the Theory of Efficient Markets”より現実的かもしれない。

今回の逆利回り曲線が以前のもので違ふのは、短期金利の上昇が長期債の利回りの上昇率を上回ると言うよりも、長期債の利回りがほとんど上昇しないことにある。その理由としては、ストリップ債への需要が強いなど長期債の供給不足、日米の長期債利回りの差が十分為替リスクを上回る、市場の楽観的なインフレ期待などが考えられる。しかし、賃金上昇などから今後市場はいつまでも楽観的なインフレ期待を持ち続けることはできないであろう。また、西独、日本などがインフレ懸念から金利引き上げをし、今のドル高が修正されるようになれば長期債価格も下がり始めるだろう。我々は今年後半にはいり長期債利回りは9.5%を越えると予測している。貯蓄貸付組合の緊急救済の100億ドルの30年債の売却により、この利回りは約40ベースポイント上がる。

(10) 財 政

4月14日に米大統領と議会は'90年度財政赤字をグラムラドマン法の上限1,000億ドルを下回る949億ドルに収める予算案の大枠で合意した。議会はこれをベースに予算決議案の作成に入る。しかし、この合意は秋までの長い予算案編成過程の第一歩に過ぎず、今後、議会との協議が細部のつめで紛糾することは確実と言える。表-9にみるように当初の予算赤字の1,266億ドルから275億ドル削減された。53億ドルの税収の具体的な策に対して議会と政府は合意ができなかった。政府は明確に増収と受け入れられるものは一切排除し、キャピタルゲイン減税の導入を意図している。しかし、民主党はキャピタルゲイン税率の低下が歳入増をもたらすか疑問視しているし、仮に増収がもたらされても最初の1年だけと考えている。そのため、民主党はこの案に強い反対をしている。国防費の削減にしても、支出の先送りの感が強い。さらに、57億ドルの政府資産の売却が今年度だけの収入増であることを考えると、仮に今年度の連邦政府赤字予算がなんら抜本的な改革なくして手品のトリックのようにしてグラムラドマン法を満たしても、'91年度の680億ドルの上限を満たすことは不可能と言える。

グラムラドマン法に計上されない現実の大きな政府支出として貯蓄金融機関緊急救済の1,000億ドル、原子力発電の廃棄物処理のための500億ドルがある。このような支出はoff-budgetとして扱われグラムラドマン法の赤字に計上されない。一方社会保障費収支はoff-budgetでありまたその使用みちが限定されているにもかかわらず、その収支が黒字のためグラムラドマン法に含まれる。さらに、今回の政府、議会の郵便サービスの扱いからも彼等の連邦政府赤字対策が単なるon-off-budgetゲームであることが読み取れる。郵便サービスは過去15年間に3回on-off-budgetを入れ替わった。

1985年には5億ドルの黒字を出していた郵便サービス事業はon budgetに組み入れられた。しかし、新たな設備拡張などで郵便サービスがキャッシュベースの連邦政府赤字になるいま、それをon budgetから再びはずすことで今回22億ドルの見かけ上の赤字削減になる。結局このような政府、議会の連邦政府赤字対策へのon-off-budgetゲームにいつまで市場が我慢できるかが今後の焦点となろう。

今回の予測ではブッシュの“Read my lips”に従い一切の増税を排除している。その結果として連邦政府赤字は暦年だが'90年、'91年にそれぞれ1,553億ドル、1,350億ドルになる。このことから今年の第4四半期にはガソリン税の導入が現実的と思われる。1ガロン当り10セントの課税で税収は80億ドルから100億ドル増えるであろう。また'91年度には法人税率、所得税率などを上げるなどして税収を増やさざるを得ないであろう。

表一 9 政府—議会の'90年度政府予算

(10億ドル)

	合意前	合意後
歳 入		
現行法の基での収入	1,059.9	1,059.9
税制の変更	0.0	5.3
脱税への対策強化	0.0	0.5
政府サービスの使用料	0.0	2.7
合 計	1,059.9	1,068.4
支 出		
国防費	300.9	299.2
国際関係費	16.9	17.0
国内自由裁量支出	178.9	181.3
強制的支出プログラム		
メディケアー	97.6	94.9
農業	13.3	11.1
退役軍人のローンの売却	0.0	▲ 0.6
年金、郵便制度の改革	56.7	55.4
その他	381.8	381.2
退職者年金調整	▲33.7	▲33.4
郵便予算	0.0	▲ 2.2
国債利払い	174.3	173.2
合 計	1,186.6	1,177.1
資産売却	0.0	5.7
調整費	0.0	▲ 3.5
連邦政府赤字	126.6	99.4

(出所) Wall Street Journal, 4月15日, 1989

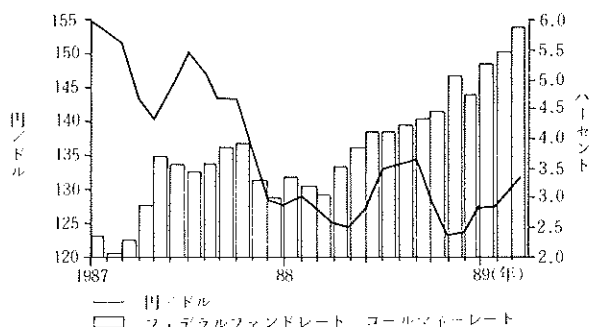
(II) 為替 (円・ドル)

今年になり再び日米の金利差が拡大し、それに伴いドルが再び強くなっている(グラフ14)。米国のインフレ圧力から米国の短期金利の上昇が少なくとも今年の夏までは続くと思われるので、今のドル高傾向がこの夏まで続くであろう。その後景気の停滞が加速化するとともに金利の上昇も止まるであろう。そのため、インフレ格差、貿易赤字改善の遅れと巨大な経常収支赤字のファイナンスへの疑問、連邦政府赤字対策への不信などから円高ドル安の方向に進むと予想している。ベースラインの予測では'89年末に116円、'90年末に110円を仮定している。

またグラフ15にみるように、米国以外の国々でもインフレ傾向が出てきており、西独が4月20日に公定歩合を上げたように、日本もインフレ懸念から公定歩合を上げるようになれば円高ドル安への転換は早まる。ただしリクルート問題、ノース裁判などの政治的要因がどの程度為替に影響を与えるかを見極めることは難しい。

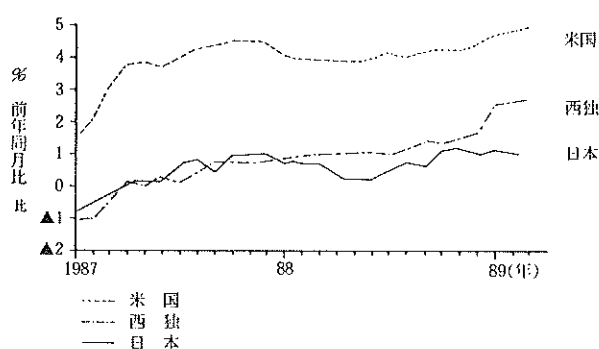
グラフ-14

円/ドルと日米の金利差



グラフ-15

米国、日本、西独のインフレーション (消費者物価)



IV 賃金-物価スパイラル

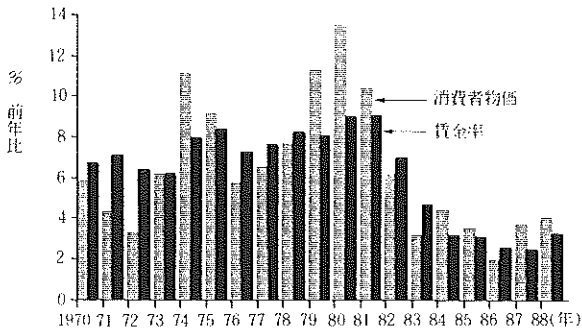
1. 1970年代と'80年代の相違

昨年後半より賃金上昇圧力が出てきたが'70年代のような2ケタを越える賃金-物価のスパイラルは起こらないであろう(グラフ16)。1970年代において米国の製造業と規制されていた産業は国際競争力への心配がなかった。そのため、設備稼働率が低く、失業率が高い環境のなかでも、雇用者が石油価格の高騰などから賃上げを要求してくれば経営者側はそれを受け入れ製品価格に転嫁することができた。'83年の景気回復後6年目にして賃上げ圧力が出てきた。しかし、'70年代の賃上げ圧力が製造業において強かったのに対して、今はサービス産業において強い。製造業においては市場のグローバルイゼーションから賃金圧力を簡単に製品価格に転嫁できなくなっている。そのため、今後賃金-物価のスパイラルが生じてても'70年代のような2ケタの上

昇率となるスパイラルはなからう。

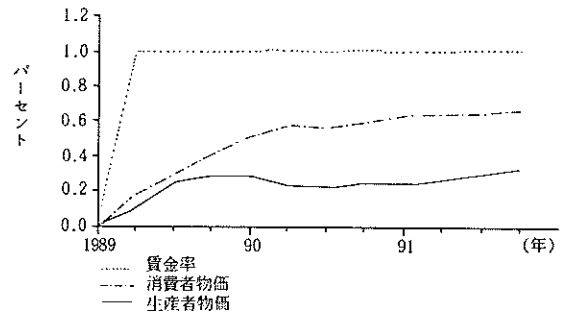
グラフ-16

インフレーションと賃金上昇率



グラフ-17

賃金-物価スパイラル：賃金率固定のケース
(ベースラインからのかい離)

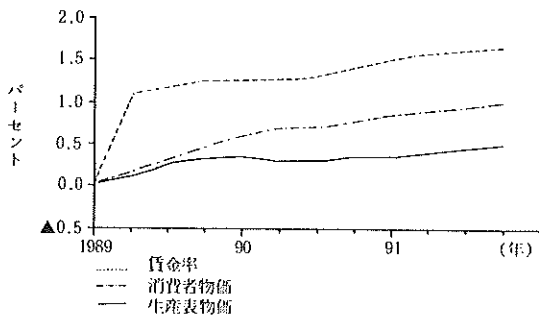


2. 賃金-物価のシミュレーション

いま労働者が単に交渉力を強めただけでベースラインより1%だけ高い賃金を獲得したとしよう。すなわち彼等の労働生産性は以前と変わらない。グラフ17においては賃金の上昇率をベースラインより1%上げてその賃金率を固定させた。そのため賃金は物価へ影響を与えるが、物価からのリパーカッションはない。このグラフから消費者物価が1年内に急速に上昇、賃上げ率の約60%を反映することが見てとれる。その後ゆっくりと定常状態に近づいていく。一方、生産者物価は消費者物価ほど上昇しないが約半年のうちに賃金上昇率の30%程度を反映して落ち着く。その後少し上昇率が落ちるのは物価の上昇にともない実質GNPが落ちてくることによる(グラフ19)。グラフ19からわかるように始めの2四半期は賃金の上昇から消費が増え実質GNPも増加する。しかし、物価の上昇が早く、また金利も上がるので設備投資の減少や実質消費の伸びが下がり1年後には実質GNPの水準はベースラインよりも低下する。約10億ドル減少しているが、これは実質GNPの約0.25%に相当する。

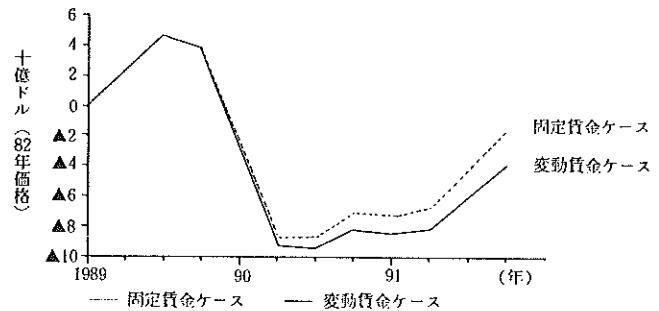
グラフ-18

賃金-物価スパイラル：賃金率変動のケース
(ベースラインからのかい離)



グラフ-19

実質GNPのベースラインからのかい離



グラフ18は賃上げの調整を施した後、その賃金率を固定しないケースを示している。そのため物価からのリパーカッションがあり賃金—物価のスパイラルの状況を表す。前の場合と比べ、実質GNPの落込みはより大きく、物価の上昇率もより高く上昇し続ける。そして、投資減、消費増の今の米国経済にとって悪い成長パターンになる。米国経済はいまこのリスクに直面している。

(ニッセイ基礎研究所 ニューヨーク事務所：熊坂 有三)