

# Monthly Report

ニッセイ基礎研究所 経済産業調査部門

2000年10月号

<目次>

- トピックス1 「米利上げ終息は時期尚早」 研究員：山田 剛史 p1  
トピックス2 「21世紀初頭に求められる所得税改革の課題」 研究員：岡田 章昌 p5  
トピックス3 「総合化学～会計ビッグバンへの対応で企業間格差明確に」  
主任研究員：百嶋 徹 p7

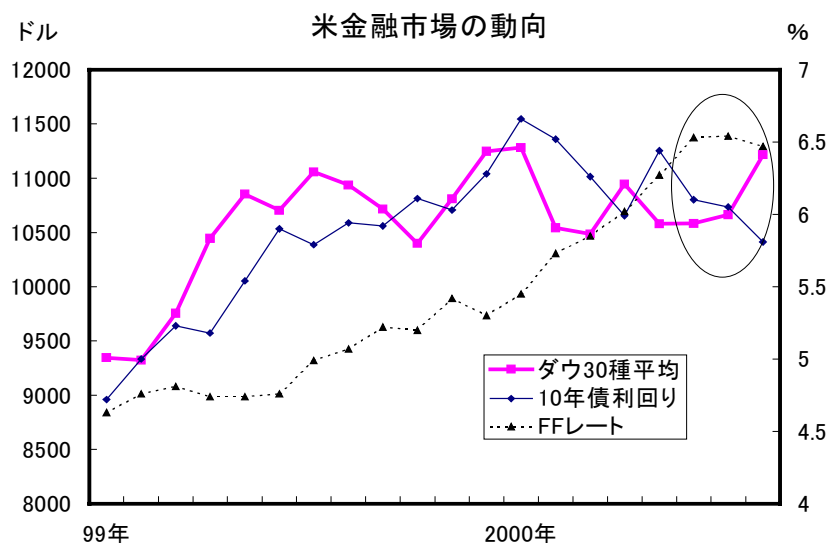
## <トピックス1> 「米利上げ終息は時期尚早」

研究員：山田 剛史（やまだ つよし）

Email: yamada@nli-research.co.jp Tel: (03)3597-8537

### 1. 利上げ終息を織り込む米金融市場

米国経済は、連邦準備理事会（FRB）による昨年6月以降の6回にわたる金融引締め効果から、景気が減速傾向に向かい、インフレ懸念が後退したとの見方が広がっている。



(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もありません。(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)

金融政策を決定する連邦公開市場委員会 (FOMC) は、6月、8月と連続して利上げを見送った。大統領選を控えた10月も追加利上げの見送りが予想されることから、株式市場では買い安心感が広がり、ダウ工業株30種平均は4ヵ月ぶりに11,000ドル台を回復した。また米国債市場も、景気減速や政府による国債買い戻し (buybacks) を反映して上昇、10年債利回りは一時5.6%台をつけ、1年ぶりの低水準で推移している。

米金融市場では、FRBによる年内の利上げ見送りではなく、利上げ自体が終了局面にあるとの判断もあり、今後の金融相場入りを見越した資金流入の動きが見られる。

## 2. 景気減速の見方を強めるFRB

前回のFOMCで利上げを見送った理由について、FRBは声明で「最近の経済指標が減速し、潜在成長率に見合った水準に近づきつつあること」「生産性の更なる向上が物価圧力を抑制していること」の2点を挙げ、早期の利上げによって、インフレ懸念を顕在化することなく、持続的な成長を維持できる潜在成長率レベル (3.5~4%) に景気を落ち着かせる、ソフトランディングシナリオへの自信を深めている。

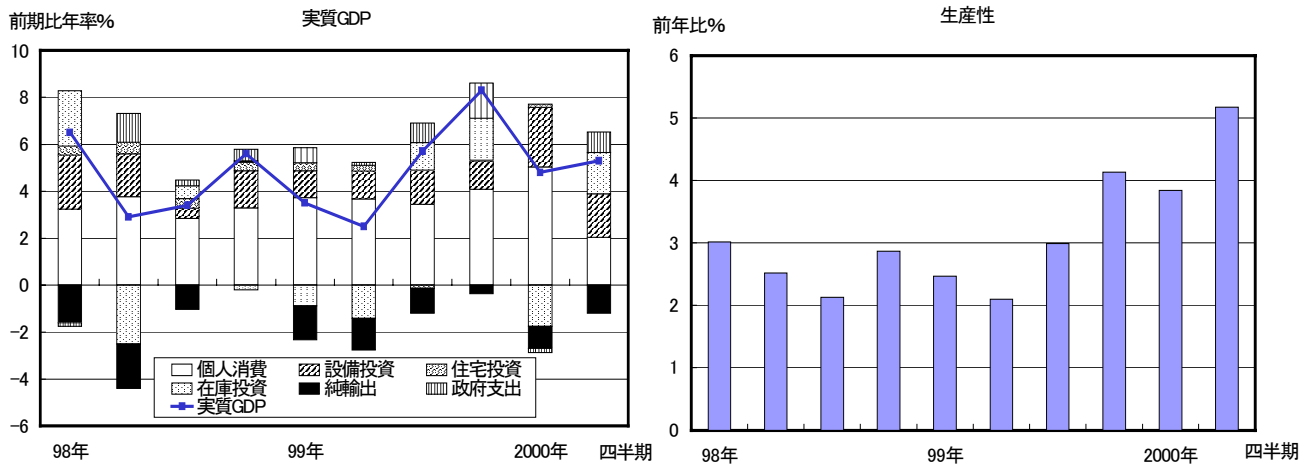
最近のFOMCの政策		
	FFレートの誘導水準	政策スタンス
1999年6月	4.75%→5%	中立
1999年8月	5→5.25	中立
1999年10月	据え置き	インフレ警戒
1999年11月	5.25→5.5	中立
1999年12月	据え置き	中立
2000年2月	5.5→5.75	インフレ警戒
2000年3月	5.75→6	インフレ警戒
2000年5月	6→6.5	インフレ警戒
2000年6月	据え置き	インフレ警戒
2000年8月	据え置き	インフレ警戒
2000年10月	据え置き?	中立?

〈FOMC 声明(8/22)の要旨〉

- ・最近の経済指標は総需要の拡大が減速を示し、潜在的な成長率に見合った水準に近づきつつある。
- ・生産性の更なる向上が生じ、賃金コストと物価上昇を抑制している。
- ・一方労働需給のひっ迫が続いており、引き続きインフレ圧力を警戒する必要がある。

景気は先行指標を中心に減速の動きがみられる。金利上昇への感応度や、株価による資産効果の影響が大きい住宅着工件数や乗用車販売台数は、7月の前月比がそれぞれ3.3%、0.4%とマイナスの伸びになっている。またS&P主要500企業ベースの企業収益は、2001年までの予想で、昨年10~12月期が増益率のピークと見込まれている。4~6月期の実質GDPは前期比年率+5.3%で、1~3月期の同+4.8%から伸びが高まったが、これは在庫の積み上がり主因であり、全体の約7割を占める個人消費は同+2.9%と大幅に鈍化した。貯蓄率は7月に0.2%まで低下しており、個人は消費者信用の増加や株式などの資産売却で対応している。消費の本格的な回復にはフローでの所得改善が求められている。

また生産性は4~6月期に前年比+5.2%と83年以来の高い伸びとなり、単位労働コスト(生

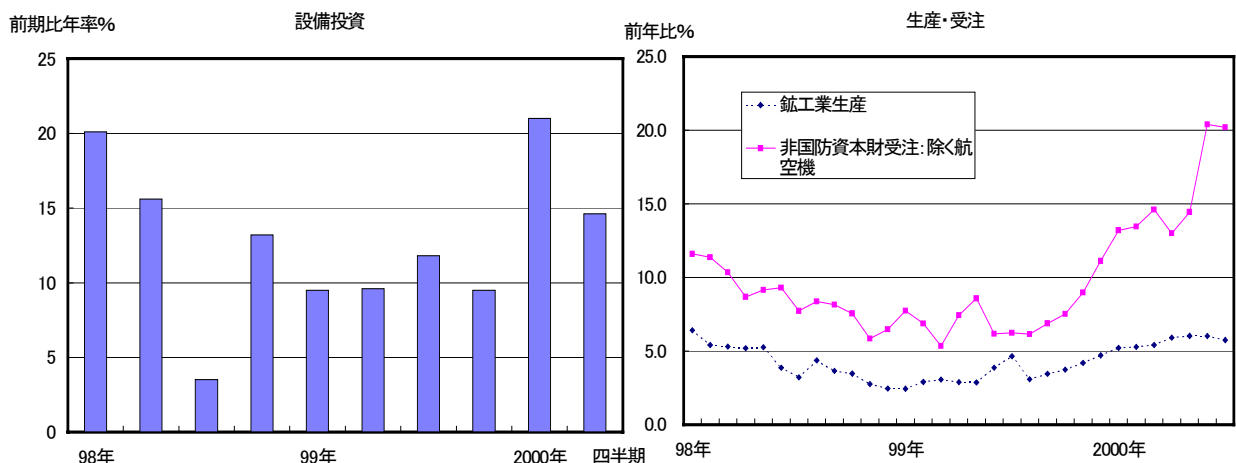


産性を上回る賃金上昇率)は同 0.4%と落ち着いている。FRBのグリーンスパン議長は、IT革命の進行による生産性の向上が構造的にインフレ圧力を抑制するというニューエコノミーに最近理解を示しており、利上げ見送りの判断につながったとみられる。

### 3. IT投資の趨勢増加が景気拡大に寄与

伝統的な景気循環からは、将来の減速が予想されるが、景気拡大の一段の継続を示唆する動きもある。それは最近の設備投資の動向である。4～6月の実質設備投資は前期比年率+14.6%、また先行指標である非国防資本財受注は前年比+23.5%と高い伸びを示している。これは国内だけでなく海外への輸出増加(同+19.1%)の影響があるが、なかでもコンピュータ関連の伸びが大きく(同+26.7%)、世界のIT関連産業における米国の重要性を反映している。

こうした設備投資の伸びが今後企業収益や所得環境の改善につながれば、貯蓄率の正常化を伴う形で消費が上昇基調に転じ、景気の拡大局面が継続する可能性がある。この場合金融政策は、現状の引き締めスタンスを継続することになるだろう。



#### 4. 生産性向上の長期化がインフレ要因に

生産性とインフレとの関連については、通常は景気回復初期のインフレ圧力が弱い時期に、レバレッジを伴って生産性が上昇するため、両者は循環的に逆相関を形成する。90年代において生産性の向上は、IT革命の進展を背景に、構造的なインフレ率の低下をもたらした。しかし99年下期以降は、生産性向上とインフレ率の上昇が共存している。これは生産性の向上がコスト削減という当初の効果を上回り、収益改善による副次的な波及効果や、関連産業における新たな需要誘発をもたらし、インフレ圧力につながっているためと考えられる。

同様の状況は、長期の景気拡大が成熟化した80年代後半にもみられた。この時期の金融政策をみると、生産性とインフレ圧力の両方が上昇している局面では、生産性による需要拡大効果に留意して引き締めスタンスが継続された(下の図のⅠ)。次に生産性の伸びが鈍化する一方でインフレ圧力が高まる局面では、更に引き締めが強化された(Ⅱ)。その後生産性とインフレ圧力が共に低下することにより、金融緩和に移行している(Ⅲ)。

以上を踏まえると、現状の生産性とインフレ圧力の動向(Ⅰ)からは、今後一段の金融引き締めが予想される。10年ぶりの高値をつけている原油価格や、依然人手不足の続く雇用状況も考慮すると、利上げ終息のシナリオは採りにくい。年内の利上げが見送られたとしても、来年以降に金融引き締めが継続される可能性はあり、引き続きインフレ昂進 景気後退のハードランディングシナリオへの留意が必要であろう。

今回の景気拡大がニューエコノミーという構造要因を伴い長期化したことは事実だが、IT革命における米国の突出とグローバル化の進展により、FRBには国内のインフレ要因への配慮にとどまらず、世界のハイテク市場全体の動向と、米国景気への影響を踏まえた上での政策スタンスが求められている。

#### 生産性・インフレと金融政策

