

## 第1回アジアフォーラム 21

### 『米国経済の現状と展望』

(株)日本総合研究所 調査部 副主任研究員  
藤山 光雄氏

#### 【はじめに】

日本総合研究所調査部の藤山と申します。本日は、米国経済の現状と展望ということですが、まず簡単に私の自己紹介をいたします。私は、日本総研の調査部で米国経済の分析・見通し等を担当しております。それに加えて米欧経済、米国と欧州の経済見通し・分析の取りまとめ役というかたちで仕事をさせていただいております。それからもうひとつ、エネルギー市場、いわゆる原油市場や天然ガス市場の分析も担当しております。もともとこれらの市場と米国経済というのは別々に分析しておりましたが、最近はシェール革命ということもありまして、米国経済の見通しとこのエネルギー市場の先行きが密接にリンクするようになってきておりまして、あわせて分析研究を行っているということでございます。



さて米国経済ですが、先進国の中でも、日本や欧州と比べ相対的に回復ペースが顕著であり、堅調に成長し続けているという印象です。リーマンショック以降、先進国のなかでも米国の回復が際立つ中で、先ほど申し上げましたシェール革命も後押しとなるかたちで、米国経済の回復基調が強まっています。

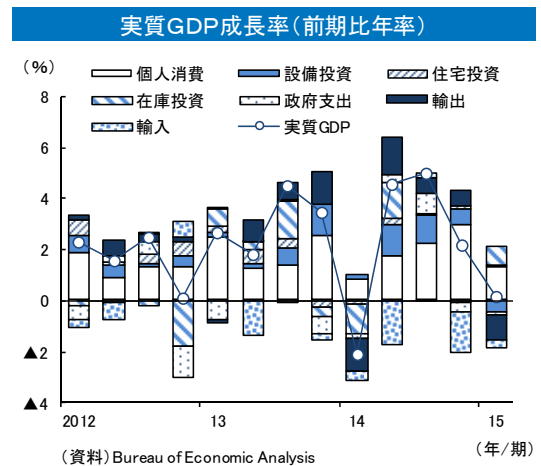
ただ米国経済もその回復がなかなか順調に進まない局面もありまして、過去には財政政策を巡る混乱ですとか、2013年の冬に寒波の影響で景気が一時落ち込んだということもございます。昨年の半ばぐらいから成長ペースが少し高まっていたのですが、またここに来て原油価格の急落が新たな懸念材料となっています。シェール革命が悪いというわけではないのですが、そうしたところも今回は米国経済の下押しに作用していきまして、足元で景気の回復が少し足踏みしているという状況ですが、こうした下押し要因がどれくらい続くのかというあたりが今注目されているところです。

そうしたことを踏まえまして、今回まず景気の現状ということで、足元の米国景気が具体的にどういうかたちで足踏みしているのかをお話させていただきたいと思います。その上で今後のポイントということで、私自身は先行きの1、2年先の見通しというものを中心に分析しておりますので、設備投資や輸出の行方、それから賃金の伸びの行方というところに焦点をあてて今回はお話をさせていただきたいと思います。最後に簡単に GDP の成長率の見通しを出しておりますので、その部分をご紹介します。

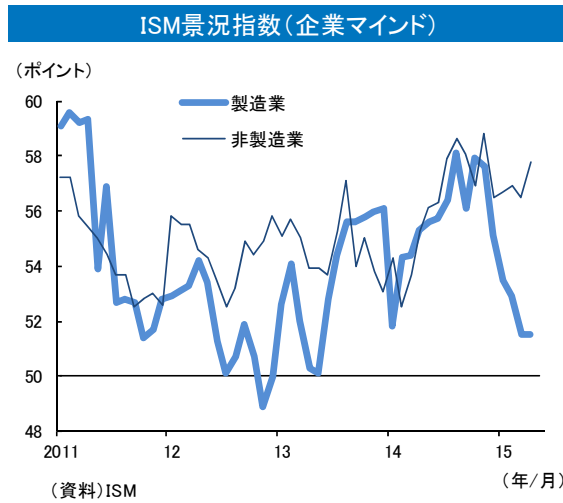
### 【1.景気の現状】

まず景気の現状ですが、簡単に文章でまとめております。米国経済は、2014年末以降、回復ペースが大きく鈍化するということになっております。実際に企業部門、家計部門の2つに分けてみると、企業部門はドル高・原油安・海外景気の減速というところが重石になっております。家計部門は、原油価格が昨年半ばくらいから大きく下落し、ガソリン価格も大きく低下しているのですが、なかなかガソリン支出の負担減少分が新しい消費に回っておらず、消費が伸び悩むという状況が続いております。

具体的に次から、図表を使って申し上げます。まずこちらが GDP の成長率を示したものです。2014年の4～6月期から7～9月期にかけて、一時4%を超えるような高い成長率になっていたのですが、一番右端の2015年の1～3月期は前期比で0.2%と大きく伸び悩むかたちになりました。この時期の減速について内訳を詳しくみると、まず企業部門では、設備投資と輸出が下側、つまりマイナスとなり、GDPの下押しになっております。もうひとつが個人消費の伸びが鈍化したという点です。



具体的に部門ごとに状況をみていきますと、最初に企業部門について、こちらはISM景況指数といまして、米国の企業マインドを現した図表なのですが、日本



<過去の企業マインド下押し要因>

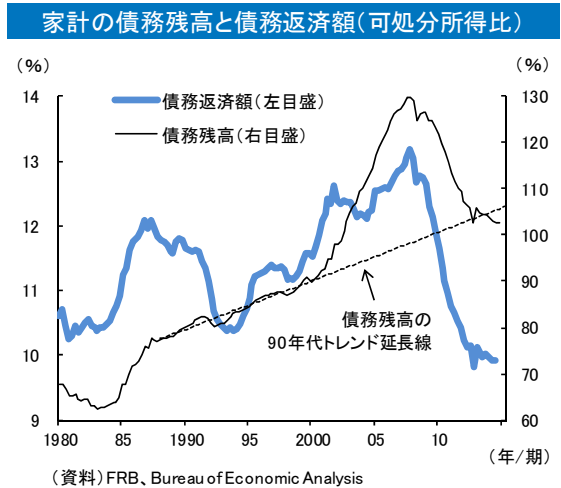
- 2011年夏  
・債務上限引き上げをめぐる混乱  
(米国債の格下げ)
- 2012年末  
・「財政の崖」
- 2013年秋  
・政府機関の一部閉鎖
- 2013年末～14年初め  
・寒波
- 2014年末以降(今局面)  
・寒波、ドル高、原油安、  
新興国景気の減速？

という日銀短観に相当するようなものです。こちらに製造業と非製造の企業マインドを載せております。

太い方が製造業ですが、昨年末くらいから大きく低下していることをご確認いただけるかと思えます。一方で細い線の非製造業の方はかなり高水準でそれほど低下していません。このように製造業と非製造業のコントラストが大きく際立つかたちになっております。右側に過去の企業マインド、企業活動がどういう要因で押し下げられてきたかということをいくつか書いているのですが、今回は一番下の2014年末以降(今局面)の部分にある通り、寒波、ドル高、原油安、新興国景気の減速というところが特に製造業の企業マインドの下押しに大きく効いていると考えられます。

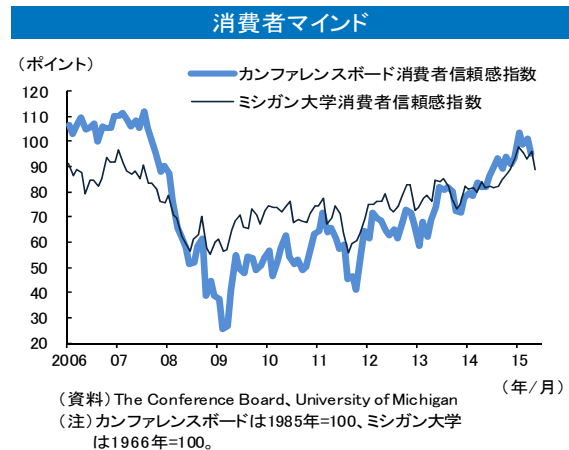
一方で家計部門の現状ですが、まず少し長い目でみますと米国の家計部門は、もともとりマンショックといいますが住宅バブルの崩壊でバランスシートが大きく傷んだ、借金が増えて消費が出来なくなっていたという状況にあったのですが、現在ではバランスシート調整はほぼ完了するというかたちになっております。

図表では2本の折れ線を示しております、太い線が家計の債務の返済額です。債務の返済額をみていただきますと足元でFRBが超低金利政策をとっていて、金利が非常に低いということもあり、家計部門をマクロベースでみた可処分所得に占める債務の返済額、つまり家計の債務返済負担は、1980年から示しておりますが、過去最低水準くらいまで低下しています。もう1つ債務残高を細い線で示しておりますが、こちらも



元々1990年代くらいから金融商品の発達などもあり、上昇傾向にあったのですがその1990年代のトレンドに合う水準くらいにまで減ってきた、それだけバランスシート調整が進んできたといえます。

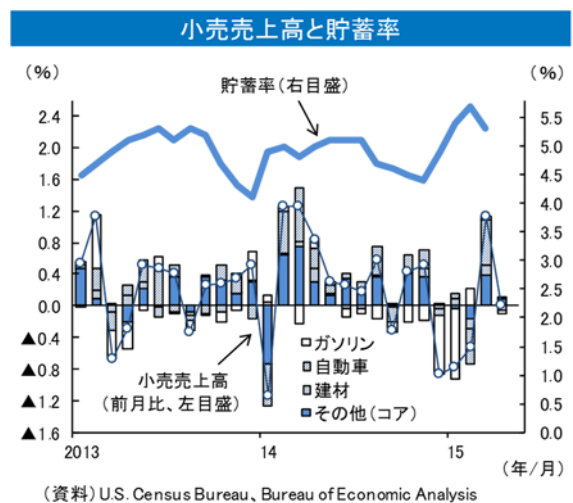
こうしたことを踏まえますと、米国では、家計の基礎的な体力はかなり回復している、個人消費が堅調に伸びていく下地自体は整っているといえます。それを反映しまして、もうひとつ、家計の図表ですが、こちらは先程の企業マインドと同じで消費者マインド、家計のマインドを示しております。マインドの調査が2つありまして、カンファレンスボード消費者信頼感指数というものと、ミシガン大学消費者信頼感指数があるのですが、2本折れ線で示しております。



こちらをみていただきますと足元で消費者マインドはかなり改善してきています。足元 2015 年の頭くらい水準をみていただきますと2つの統計で少し差はありますが、大体 2008 年初めぐらいの水準にまで改善してきているという状況です。特に 2014 年の半ばぐらいから改善のペースが少し上がってしまして、恐らくこの辺りはガソリン価格の低下が消費者マインドの改善に寄与したと考えられます。足元、2015 年の一番直近が少し下向きになっているのですが、それでもまだかなり高水準にあるということで、消費者のマインド、つまり個人消費が回復してくる下地は先程の債務残高バランスシートとあわせまして、かなり整ってきていると判断できます。

こうした状況にある中でも足元でなぜか消費が伸びてこないというのが、実は今の米国の個人消費の問題点でございまして、次に米国の小売売上高を棒グラフで示しています。

下段の棒グラフですが、こちらは名目の小売売上高ですので、昨年末から今年初めに白抜きのガソリンの売上高が下がっているのは、名目でガソリン価格が低下した為です。ただガソリン価格が低下した分の売上が下がる一方で、その分は他の消費に回ってガソリ



ン以外の消費を押し上げると期待されていたのですが、2月になってもなかなか小売売上高が伸びてきていないということがみてとれます。3月は少し反発したのですが、これは昨年の12月、1月、2月と大きく落ち込んでいた反動が出たという面もあります。その次の直近の統計の4月もほぼ前月比横ばいで、ガソリンに今まで支出していた分、ガソリン価格が下がった分がなかなか新たな消費に回っていない状況です。では、どこに回っているのかというと、上の折れ線で貯蓄率を示していますが、昨年の末から貯蓄率が大きく上昇しております。恐らく消費者はガソリン価格が低下して余った分のお金を新たな消費に回さずに、貯蓄に回してしまっているということで、なかなか個人消費が回復してきていないという状況にあります。

ちなみにその前の寒波があった時、図表でいいますと2014年の1月にも小売売上が大きく落ち込んでいるのがみてとれると思います。この時はこの後2月、3月と大きく小売売上が回復する、増加するというかたちになっております。今回も2015年2月の落ち込みは寒波の影響だろうということで3月、4月と大きく回復するだろうと予想されていたのですが、3月はまあまあ大きく回復したのですが、その後の4月が期待外れに終わる結果になりました。まとめると、ガソリン価格の低下で期待されていた、寒波の影響一巡後の回復で期待されていた状況から比べると、消費者の消費行動は期待外れな動きが続いているというのが現状です。

もう1つ、企業部門や家計部門と別に足元の現状ということで労働市場について取り上げております。米国の場合は、FRBが責務として最大雇用と物価の安定というかたちで、日本と違って最大雇用を目標にあげているということもありまして、米国では雇用者数が最も注目される経済指標といってもいいかと思えます。こちらに載せております非農業部門雇用者数がどのくらい増えているかというものが、非常に注目される統計なのですが、現状では前月差で20万人を超えると米国の労働市場は堅調だと判断されます。この図表では横に20万人のところに点線を引いてありますが、2014年は非常に堅調で、ほぼ毎月20万人を超える雇用の増加がみられました。ただ、今年の3月に大きく20万人を割り込み、8.5万人くらいまで伸びが鈍化するということかたちになりました。基本的にはこの伸びの鈍化は寒波の影響と判断されており、4月に再び20万人を超える伸びに戻ったということで、雇用市場、労働環境自体は堅調というほどまではいかないかもしれませんが、底堅く推移しているという状況です。



雇用者の数が増える一方で、米国の労働市場で最も懸念されているのが、次の図表で示しております、賃金がなかなか伸びてこないという所です。雇用者の数が増えること自体はもちろん良いのですが、賃金が伸びてこないとなかなか消費が高まってこないということもありまして、ここが一番懸念されているところです。米国の賃金を示す指数はいくつか種類があります。どれくらいのカバー率があるか、長期で時系列データがとれるかなどの違いでいろ



いろな統計があるのですが、この図表では3本示しております。基本的には似た動きをしておりまして、みていただきますと 1990 年以降の動きを前年比で時間当たり賃金、つまり時給がどのくらい伸びてきたかというものを示しています。近年は、リーマンショック後の 2010 年以降大きく伸びが鈍化いたしまして、その後 2%前後の水準で底這っている状況です。もともと過去 90 年代や 2000 年代の初めをみていただきますと、景気が悪化した後に落ち込んだ時でも 2.5%くらいで留まっております、その後伸びが拡大をしていって、全体を眺めてみますと大体 3%から 3%前半くらいの賃金の伸びがみられていたのですが、リーマンショック以降はなかなかその水準にまで上昇してこない、伸びが加速してこないという状態が続いております。実際に今の水準をみてみますと、過去 2 回の景気回復局面のやっとならぶくらいまで来たというくらいにまでしか賃金は伸びてきていません。

個人消費がなかなか伸びてこない部分があると申し上げましたが、根本的にはこの賃金の伸びがなかなか高まってこないというところが、基調的な動きを裏付けているのではないかと考えております。以上、現状をご説明申し上げたのですが、それを踏まえた今後のポイントとして、今回は時間に限りもございますので 2 点、先行きを見通す上で重要になるであろうポイントを挙げております。

## 【2. 今後のポイント】

1 つ目が、設備投資と輸出は持ち直しに向かうのかということところです。昨年の中頃から企業部門、特に製造業ですが、急速に落ち込んでいますが、これが一時的な落ち込みに留まるのかどうか、夏場くらいにかけてどうなるのかということが今一番注目されているということで取り上げたいと思います。

もう 1 つが先程お話ししました、今回の景気回復局面での少し中長期的な課題になる

のですが、賃金の上昇ペースが加速するののかという点です。この部分は個人消費だけではなくて、実際には住宅市場の問題、賃金が伸び悩んでいるから住宅市場もなかなか本格的な回復に至らないということもあり、米国経済自体の成長ペースが加速するのかを決定付けるところでもあると思いますので、賃金の上昇ペースが加速するののかということをお話しさせていただきたいと思います。

## 【2.-1 今後のポイント】

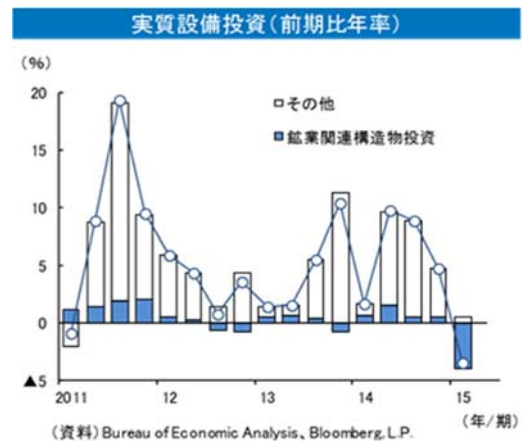
まず1つ目のポイントですが設備投資と輸出が持ち直しに向かうのかという点です。最初に下に四角で結論を書いておりますが、私としましては原油安・ドル高の下押し圧力は徐々に緩和していきたくらうと考えています。

一方で新興国・資源国景気、輸出や設備投資の先行きを見通すうえでは海外需要の行方が非常に重要ですが、その先行きには懸念が残ると考えております。

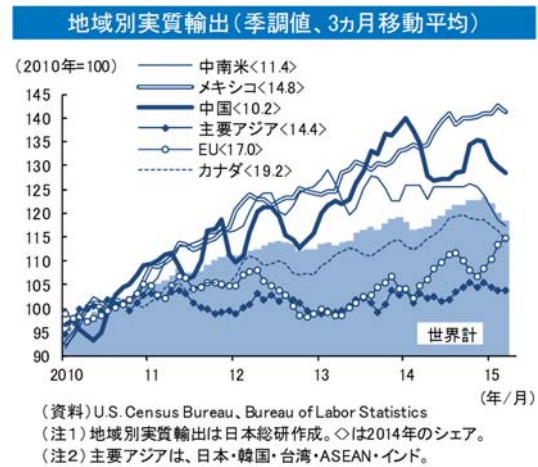
まず少し現状の話になりますが、設備投資は 2015 年 1～3 月期に大きく減ったというお話をしたのですが、なぜ設備投資が減ったのかというところをもう少し詳しくみております。この棒グラフで示したのが実

質設備投資を寄与度分解したものでして、鉱業関連、いわゆる原油や天然ガス関連の設備投資とその他の設備投資の2つに分解したものでございます。こちらのグラフをみていただきますと、1～3月期のマイナス寄与のほとんどは鉱業関連の設備投資です。設備投資全体としてはマイナス 3.4% だったのですが、鉱業関連の設備投資だけを取り出して前期に比べてどれくらい減ったかというのをみますと前期比マイナス 48.6% で、この

鉱業関連の設備投資は 1～3 月期は半減し、急速に落ち込んだ格好となっています。鉱業関連の設備投資が設備投資全体に占めるウェイトが 1 割ぐらいでございますので、結果としてまとめて寄与度で見るとこれくらいのマイナスになっているということです。

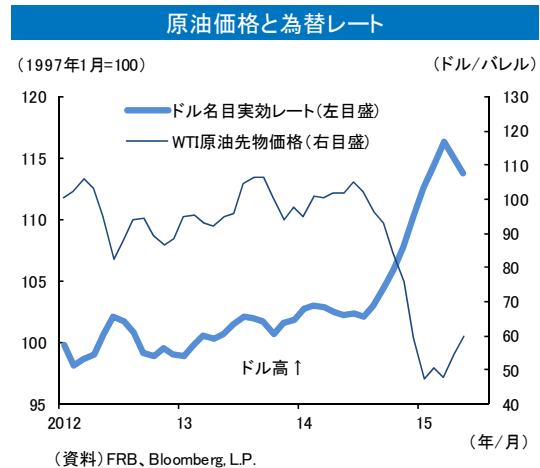


一方で輸出の方ですが、こちらも1～3月期に大きく減少したのですが、それを地域別にみたのが次の図表です。2010年からの推移を、メキシコを除く中南米、メキシコ、中国、主要アジア（日本、韓国、台湾、ASEAN、インド）、EU、カナダに分けて載せていますが、足元でメキシコ向け、欧州向けは相対的に堅調といますか、増加傾向が続いております。



一方、足元で減少傾向にあるのが、中国、それから中南米とカナダ向けです。中国はやはり足元で景気の減速感が強まっているということが、米国の輸出にも現われてきています。それからカナダと中南米、中南米は米国の場合はブラジルが一番輸出先のウエイトとしては高いのですが、カナダやブラジルは資源国として成長してきたという面がありますので、やはり原油安の影響でそれらの国の景気が減速をしているというところが、米国の輸出にも現われてきているのだらうと思います。

また、米国の設備投資や輸出にマイナスに作用しております原油安とドル高について、こちらに原油価格、それからドルの名目実効レート、米国の貿易のウエイトで為替レートを加重平均してFRBが算出しておりますドルの名目実効レートというものですが、2つ併せて載せております。まず太い方がドル為替レートですが、みていただきますとお分かりになりますとおり、図表中で上にいくとドル高ですが、2014年半ばぐらいから急速にドル高が進行した後に、足元で少しドル高にも一服感がみられつつあります。



元々このドル高が進んだ要因というものが、米国経済が非常に回復している一方で、欧州経済、日本経済はじめ他の経済・景気がなかなか回復してこない、景気回復格差が広がる中でドルが買われるというかたちでドル高が進んできたという側面が大きいのですが、さすがに行き過ぎだった、あるいは急速に進みすぎたということで、足元で少し一服感が出てきているとみられます。むしろドル高が行き過ぎると、現状そうなっているのですが、米国経済を下押ししかねません。ドル高は悪いことばかり



ではないのですが、行き過ぎると米国経済を下押しするというので、恐らくこのくらいの水準で調整局面に入ってきたということなのだろうと思います。

ドルの先行きと言う意味では、基本的にはまだ暫く米国経済は緩やかに回復する一方で、欧州経済あるいは日本経済の回復ペースは恐らく米国よりは非常に緩慢に留まるだろうという見方が大勢です。さらに、金融政策の面でも FRB は恐らく年内くらいには利上げをするだろうといわれる一方で、ユーロ圏の ECB や日本の日本銀行等はまだまだ金融緩和政策を続ける、もしくは更に強化するかもしれないという状況で、景気の回復ペースも米国の方が少し速い、それを踏まえて各国中央銀行の金融緩和の方向の違いというものも暫くは解消されないと予想されます。そのため、恐らくドル高傾向は続くだろうという見方が市場のコンセンサスと見えますか我々の予想でもありますが、一方で、2014 年末以降のような急激なドル高が今後も続いていくということはない、ドル高のペースは緩やかになっていくのではないかと見通しております。

一方で原油価格の方は 2014 年半ばくらいから急落しています。元々 2012 年くらいから原油価格は 100 ドル前後で安定推移と見えますが、非常に高水準で安定的に推移していたのですが、半年ほどでほぼ半値、一時 40 ドル台まで急落しました。ただ、足元で少し反発しているという状況で、恐らく先行き原油価格が一段と更に落ち込んでいくということはないだろうとみられる一方で、更にまた 100 ドルに戻ることもないだろうと予想しております。その背景について、私自身がエネルギーの市場を担当してこともあり、ここで原油価格について 1 ページ割いて載せております。よく最近新聞等でもみます、いわゆる米国のシェールオイル生産のリグ稼働数といわれるものを

図表で載せております。太い折れ線で示しているのがリグ、石油掘削設備の稼働数ですが、石油を掘るためにはまずこの石油掘削設備で石油を掘るための油井を掘る必要があります、これが米国でどのくらい稼働しているのかというのを示しています。これをみていただきますと、シェールオイルの生産が非常に活発になった 2010 年頃からリグの稼働数がどんどん増えていたのですが、昨年末くらいから原油価格が急落する中で大幅に減少しています。元々シェールオイル

自体が中東で取れる原油等に比べまして、開発コストが非常に高いということもありまして、さすがに原油価格が安くなり過ぎると採算が取れないということでリグの稼

米国の石油掘削設備(リグ)稼働数と原油生産量



動数が減ってきたということです。

また、細い線で示しておりますのが米国の原油の生産量です。リグの稼働数と少し時間差はあるのですが、石油リグの稼働数が減る中で米国の原油生産量に頭打ち感がようやく足元で出てきたという状況です。EIA 見通しというのは米国のエネルギー省が出している原油生産量の見通しですが、恐らく今後はこれまでのように原油生産量がずっと伸びていくということではなく、2016 年末くらいにかけて、米国の原油生産量は横ばいになるだろうと見込まれています。

これまで原油価格が急激に下がっていた一番の要因が恐らく米国での原油生産が増えていたということでしたので、ここで米国の原油生産の増加傾向が一服するなかで、原油価格の下落にも歯止めが掛かってくるだろうとみられています。ただ原油価格の先行きというものを考えますと、米国のシェールオイルの採算水準というものが今足元で 60 ドルから 70 ドルぐらいといわれています。今の足元の原油価格に近い水準なのですが、そういう意味でいいますと、今後原油価格が米国の原油生産の減少を受けて上昇してきますと、シェールオイルの生産企業は原油価格が 70 ドルとか 80 ドルになってくると採算が取れますので、リグ稼働数もまた増えてくる、むしろまたシェールオイルの生産が増えてくるだろうと考えられます。2010 年以前はなかったことですが、今後は米国のシェールオイルの生産企業が原油の需給バランスの調整役を担うことになる可能性があり、原油価格が上がってくると生産を増やす、生産を増やすとまた原油価格が下がっていくというかたちで、シェールオイルの生産企業の採算水準である大体 60 ドルから 70 ドルくらい水準に原油価格を収束させるような役割をしていくことになるのではないかと考えられます。

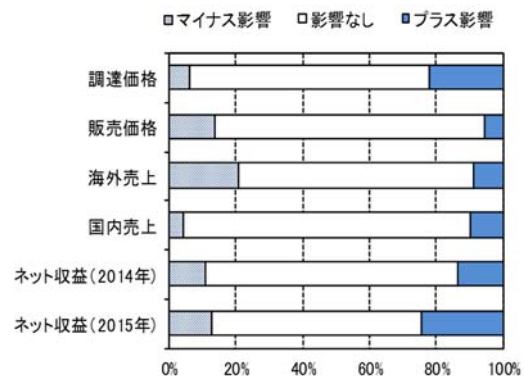
そういう意味でいいますと、今後原油価格が 100 ドルに戻ることはないだろうと考えられる一方で、更に下がっていくということもないだろうと、大体 60 ドルから 70 ドルくらい水準で安定的に推移していくだろうと考えております。この 60 ドルから 70 ドルの水準というのは、2012 年から 2014 年半ばくらいまでの水準に比べると、30 ドルくらい安いということですので、おそらく米国の消費者にとっても悪い水準ではありません。2012 年から 2014 年半ばにかけて非常に高い水準だったガソリン価格に戻ることはないとの認識が米国の消費者の間で広がれば個人消費を下支えする、過去に比べて消費者が出せるお金が増えるということですので、ガソリン価格の低下が個人消費を下支えしていくということになるのでないかと考えております。

一方でもう 1 つ、ドル高が輸出に与える影響ですが、今米国の企業の決算発表が本格化する中で、ドル高の進行が企業業績に大きなマイナスになっているという報道が増えていきます。一方でドル高にはプラスの影響もありまして、ドル高が米国の企業にどれくらい下押しに効いているのかというのは非常に測りにくいところがあると考えております。

図表に載せておりますのは、ニューヨーク連邦準備銀行が製造業に対して行った調査の結果で、ドル高がどういう影響を与えていますかというアンケートの結果です。もちろん上から3つ目の海外売上等には非常にマイナス影響が多いのですが、調達価格にはプラスに影響すると答えている企業も多く存在します。このアンケート対象企業全体で見れば、一番下側にネット収益に与える影響はという項目がありますが、2015年についてはドル高の影響が全体的にみてプラスになると答えている企業の方が実は多いという結果も出ております。もちろんこのアンケートの対象はニューヨーク連邦準備銀行の管轄地域の製造業で、調査対象企業の海外収益割合は平均14.3%とのことですが、恐らく米国の大手企業はもっと海外の売上割合や収益割合が高いため、一概に米国全体に当てはまるというわけではないのですが、ドル高の影響について実はいわれているほど米国の製造業にマイナスではないのではないかとこの見方もあります。そうした中で何が米国の製造業のマイナスになっているかというところでは、むしろ海外景気の落ち込み、減速という方が非常に大きく、足元マイナスに効いていますし、先行きの懸念も大きいのではないかと考えております。

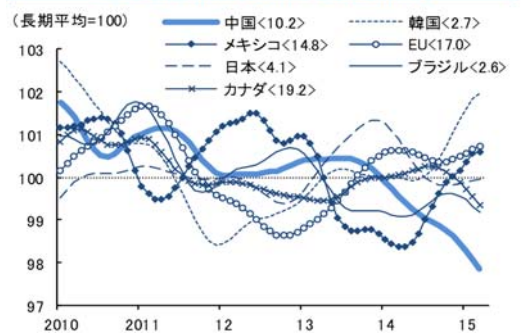
次の図表に示していますのはOECDが発表しておりますOECD景気先行指数というものです。OECDが算出しているのですが、大体景気の先行きに半年から1年程度先行するといわれています。ここに米国の主要な輸出先の国・地域の景気先行指数を載せておりますが、先程輸出を国別でみていただきましたが、中国、ブラジル、カナダなどの落ち込み、低下傾向が著しくなっています。やはり米国の場合は、カナダや中南米などへの輸出・貿易取引の割合が高いということもあり、こういった資源国のマイナスが大きく効いています。更には中国の景気の減速も影響しているというところで、ドル高よりも米国の輸出先の景気の減速が、製造業に与える影響という意味では大きいのではないかと考えております。この指数は先行指数ということですので、暫くはまだ景気の減速が続くそうだとすることで、当面、懸念が残るという感じになっております。

ドル高の影響(製造業、2015年1月調査)



(資料) Federal Reserve Bank of New York  
(注) 調査対象企業の海外収益割合は平均14.3%。

主要輸出先のOECD景気先行指数



(資料) OECD  
(注) <>内は、輸出全体に占める当該国のシェア(2014年)。

企業部門の最後ですが、元々米国経済  
 といえば、個人消費が非常に大きなウエ  
 イトを占め、個人消費主導という事であ  
 まり海外景気等の影響は受けにくいとい  
 われてきたかと思えます。確かに今でも  
 他の先進国に比べて個人消費のウエイ  
 トが高いのですが、やはり米国も意外  
 に海外景気、あるいは為替の影響を受け  
 やすい構造になってきているのではない  
 かということ、ここでは米国の企業の  
 海外売上高比率を棒グラフで、それか



らGDPに占める輸出の割合を折れ線グラフで示しています。こちらをみていただきますと、大体右肩上がりが増えてきているのですが、詳しくみると1990年代半ばぐらいから2005年ぐらいまでは両方ともおおむね横ばいで推移した後に、2000年に入って少し経ってから、GDPに占める輸出の割合も米国企業の海外売上高比率も再び上昇傾向が鮮明になっています。GDPに占める割合については、個人消費や設備投資など他の部分がなかなか伸びていないからという見方ももちろんあるのですが、全体的な動きとして米国経済も海外景気や為替の影響を受けやすい構造になってきていると考えております。だからこそ今後、為替はもちろんですが海外景気の方というところは、米国経済を見る上で注視していかなければいけないと考えております。

## 【2.2 今後のポイント】

次に2つ目のポイントということで、賃金の上昇ペースは加速するのかという点です。こちら結論を先に申し上げますと、今は横ばいなのですが夏場以降徐々に加速に向かうだろうと予想しています。ただ少し懸念があるということで、米国でもパートタイム従事者が非常に増えているという点をご指摘したいと思います。

まず足元の雇用環境ですが、新聞等でご覧になられた方も多いかと思いますが、米国の労働市場では、いわゆる「slack」、雇用の緩み、弛みと訳されることが多いのですが、slack というものがキーワードとなっています。もう少し詳しくいうと、雇用の「量」ではなく「質」への懸念というのが米国では今非常に高まっています。この雇用の質というところが具体的に何を指しているのかといいますと、まずこの2つ折れ線で示しております下側の細い折れ線が、一般的な失業率を示したものです。

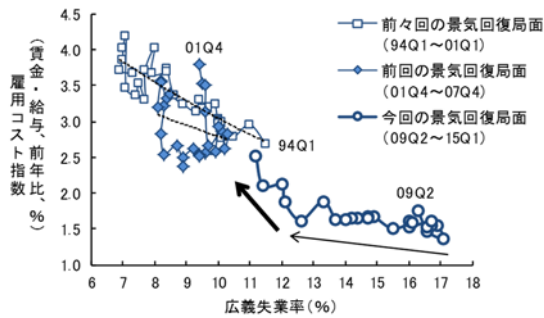
今大体米国の失業率は5%ちょっとくらいの水準にありまして、横の点線が足元の水準を過去に伸ばしたもののなのですが、これを見ていただきますと、足元の水準は少しまだ高いのですが、平均をとれば過去の全体的な水準・平均と同じくらいまで下がってきているという状況にあります。一方で上に太い線で示しておりますのが、一般的な失業率の幅を広げた広義失業率というものです。広義失業率



は、簡単にいいますと一般的な失業者にプラスアルファで失業者を加算したもので、具体的には大きく2種類の失業者が加算されています。まず1つが、本当はフルタイムの仕事で働きたいと思いつつも景気が悪いのでやむを得ずパートタイムで働いている人です。自ら好んでパートタイムで働いている人は入らないのですが、フルタイムで働きたいと考えながらも企業がフルタイムで雇ってくれないとか、労働時間の長い仕事がないという理由でやむを得ずパートタイムで働いている人が失業者として換算されています。もう1つが、求職意欲喪失者というのですが、景気が非常に悪化する中で、これ以上仕事を探しても仕事が見つからないだろうと考え職探しをあきらめてしまった人を指します。日本でも同様ですが、失業率を算出する際にいわゆる労働力人口に入らない、調査時点で過去4週間職探しをしていない人は非労働力人口という事で職を探していない人に分類されるのですが、その理由が景気低迷などで職を探しても自分には仕事が見つからないだろうということで諦めた人というものを別途分類して集計したものがこの求職意欲喪失者になります。この求職意欲喪失者と、先程申し上げました“やむを得ずパートタイムで働いている人”などを失業者としてカウントして再計算したものが、広義失業率となります。この広義失業率を見てみますと、こちらでも現在の水準を過去に伸ばして点線で引いておりますが、まだ2003年の直近ピークの水準にも低下していないという状況にあります。これが slack と認識されているものですが、一般的な失業率で見ると大分失業率は下がってきているのですが、実はまだ労働市場には目にみえないといえますか、一般的な失業率には現われない slack、弛みが残っているのではないかとされており、今非常に米国の労働市場で懸念されています。

このように2種類の失業率に格差がまだ残っているということなのですが、この広義失業率も大分下がってきているということも事実です。次に広義失業率を横軸にとりまして、縦軸に賃金、雇用コスト指数とかいておりますがいわゆる時間当たり賃金の指数をとりまして、プロットしたものを載せております。過去の3回の景気の回復局面

広義失業率と賃金の伸び



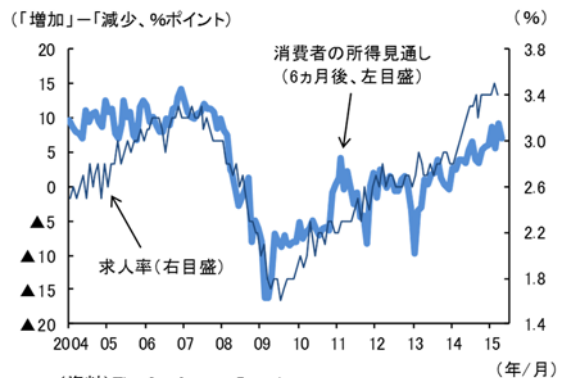
(資料) Bureau of Labor Statistics  
(注) 前々回の景気回復局面(1991年1~3月期から)は、長期失業率の統計上の制約のため、1994年1~3月分から図示。

ごとに、失業率と賃金の伸びの関係を示していますが、今回の一番右下の太い丸のポイントの折れ線を見ていただきますと、今局面では失業率が過去にないくらい大きく上昇したということ、すなわち非常に右側に寄っていったということがあります。その後失業率は低下してきたのですが、それに合わせて賃金の伸びがなかなか高まってこないという状況がずっと続いていたということが見て取れるかと思えます。それが過去一年ほど、ようやく広義失業率が過去の景気回復局面のピークぐらいに下がってくる中で、賃金の伸びも少しずつ拡大してきており、矢印の角度が急になってきています。イメージでいいますと過去の景気回復局面の一番後ろにつけたといいですか、右下についてきたというところですが、まだ高い水準なのですが、今後広義失業率が徐々に下がってくれば、それに合わせて過去の景気回復局面と同じように賃金がようやく上がり始める局面にまできたのではないかと考えております。これから広義失業率がどのぐらい下がっていくかにもよりますが、少し時間はかかりながらも3%に向かって上がっていくのではないかと、賃金の伸びも大体3%ぐらいまで上がってくれば消費者にとっては心地良い水準だろうということで、それが現われるのが今年の夏場ぐらいになるのではないかとみています。

それを示唆する統計、経済指標も少しずつ現われてきておりますので、ここではいくつか載せております。

まず一つ目が、求人率でございます。細い線で示しているのが求人率ですが、求人率だけでみますと既にリーマンショック前の水準を上回るぐらいにまで上昇してきていることが見て取れるかと思えます。それにあわせるかたちで太い折れ線が消費者の所得見通

消費者の所得見通しと求人率



(資料) The Conference Board, Bureau of Labor Statistics  
(注) 求人率=求人数/(雇用者数+求人数)。

し、これはアンケート調査の結果なのですが、こちらも大分改善してきています。求人率が上がってきているということは、労働需給が引き締まってきたということ、消費者も少しずつ先行き所得が上がってくるだろうと見始めているのではないかと推測されます。

もう1つが、こちらもよく取り上げられる統計ですが、中小企業に対するアンケート調査で、今最も重要な経営課題は何かを聞いた結果です。もちろん上の方にある税政や規制はまだ高いところにあるのですが、売り上げ不振が最も重要という回答が減ってくる一方で、足元で雇用の質が最も重要な経営課題と答える企業が非常に増えてきている、過去に比べると際立って増えているという点が指摘できます。もちろん雇用の質という面ではいいますと、非常に失業者が増えてその人達のスキルが落ちて

きているという面もあるかと思いますが、基本的に質の良い労働者、優秀な労働者を雇うには企業側も賃金を上げていかなければいけないということで、今後中小企業の中でも賃金を引き上げる動きが広がっていくのではないかと予想されます。

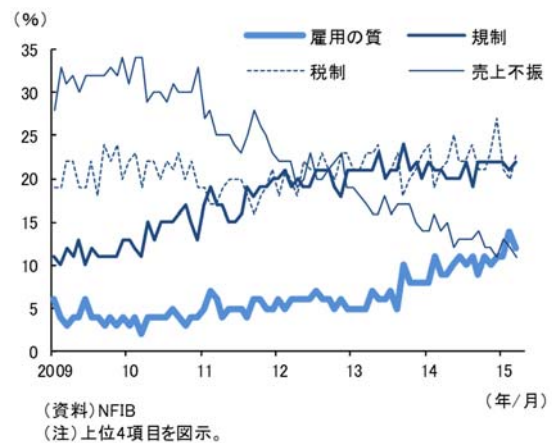
基本的に夏場ぐらいには賃金が上がってくるだろうと予想しているのですが、最初に触れました、まだ少し懸念が残っておりまして、ここではその代表的なものとしてパートタイム従事者を挙げております。

先程、本当はフルタイムで長時間働きたいのにやむを得ずパートタイムで働いている人を、経済情勢を理由としたパートタイム従事者というご説明を申し上げましたが、このパートタイム従事者は更に2つに分けることが出来ます。1つが細い線で示しております事業環境の悪化を理由としたパートタイム従事者で、米国のパートタイムの統計上、一週間の労働時間が35時間を下回るとパートタイム従事者と見なされます。具体的にいうと、事業環境・景気等が悪化していくと企業が従業員の労働時間を削減するという行動に出る中で、例えば元々週40時間働いていた人が、そんなに働かなくていいというかたちで企業が労働時間を削減していったら週当たり労働時間が35

### 経済情勢を理由としたパートタイム従事者



### 中小企業の最も重要な経営課題



時間を下回った人達がここに分類されます。やはり事業環境の悪化が原因になっているということで、大体この部分は、景気変動の影響、景気循環の影響を受け、循環的に動くもので、この図表を見ていただきましてもリーマンショック以降急激に増えたのですが、2009年をピークに減少傾向が続いています。一方で下の太い折れ線で示しておりますのが、フルタイムの仕事が見つからないことによるパートタイム従事者で、こちらの方は元々職に就いていたわけではなくて、本当はフルタイムの仕事に就きたいと希望しながらも職探しの結果、結局パートタイムの仕事しかみつからなかったという人たちが含まれます。こちらを見ていただきますと、足元少し水準が下がってきておりますが、まだリーマンショック後に大きく増えた後にほとんど減ってきていないという状況が続いています。こうした状況を踏まえますと、構造的な要因といえますか、企業の人材管理の姿勢の変化、すなわちパートタイムを活用していこうという企業の姿勢が強まってきている影響が出ているのではないかと考えております。

実際フルタイムとパートタイムの賃金の推移を示した表を次に載せています。こちらを見ていただきますと、パートタイムが左側でフルタイムは右側の軸が賃金水準なのですが、元々水準自体おおよそ2倍の差があります。右側に最新の数字を乗せておりますが、フルタイムですと時給は大体24.9ドルですが、パートタイムですと12.7ドルと水準に違いがある上に、伸びを見ていただきましても、リーマンショック以降、パートタイムの時給はほぼ横ばいとなってしまい、フルタイムとの格差がますます拡大しています。このため、パートタイムが増えると共に、雇用者全体でみた賃金の伸びを抑えていく要因になるのではないかと、そうなる懸念が増していると考えております。





先程、米国でも企業がパートタイムを活用する動きが広がっていくのではないかと、そうした動きが構造化してしまうのではないかと懸念を指摘しました。リーマンショック後景気が大幅に悪化したため、一時的にパートタイムを増やしたという面ももちろんあると思うのですが、その後景気が回復局面に入っても、人件費の抑制を優先するという事でなかなかパートタイムからフルタイムへの切り替えが進まない、あるいはその後もパートタイムを積極的に活用していこうと考える企業が増えているのではないかと懸念される訳ですが、実際に

そうした動きを示唆する指標として、こちらに労働分配率を載せています。リーマンショック後日本でもそうだったと思うのですが、米国でも労働分配率が大きく低下しています。基本的に少しずつ右肩下がり



は、企業は収益を雇用者に配分しない代わりに

どこに配分しているのかということ、実際に統計等を見てもみると、内部留保、それから配当というところがむしろ増えています。内部留保の方はリーマンショックという非常に大きな景気の落ち込みを経験して企業のリスク回避姿勢が非常に強まっている、慎重姿勢が強まっているということ、少しでも内部留保を手厚くしておこうという動きが残っているということかと思えます。配当の方は、長くいわれていることですが、株主の力が増ってきており、株価を押し上げるという観点からも、米国企業はまだ非常に配当を重視している、自社株買いも同様ですが、そうしたところにお金を回してしまっているのだろうと考えられます。米国景気も回復局面が相応に続いており、本来であればそろそろ企業のリスク回避性が後退するというか、積極的に投資なりをしていこうという動き、成長期待が高まってきてもいい時期ではあります。今後、企業の景気の先行き期待が高まってくれば、労働分配率、すなわち雇用者への報酬が引き上げられ、パートタイムからフルタイムへの切り替えが進んでいくかもしれません。ただ、足元ではそうした動きがまだあまり見られないということで、しばらく続いてしまう、あるいは長期的に構造化してしまう恐れがあるという点が懸念されます。

### 【3.成長率見通し】

最後に、これまで述べてきたことを踏まえ、成長率見通しということで GDP を中心に先行き 2016 年ぐらいまでの見通しを載せております。1 枚が文章で、数字にしたものが米国経済見通しということで、後に載せているものです。

先程申し上げました通り、設備投資や輸出は暫く伸び悩みが続くだろうと考えております。やはり、海外景気の回復の遅れと原油安ドル高の影響がまだ少し残る見込みです。足元で急速な原油安やドル高の進行は一服しており、今後マイナス影響は徐々に剥落していくと予想していますが、夏ぐらいまでは下押し圧力が残るだろうとみています。

一方で家計部門につきましては、ガソリン価格の低下に因る購買力の押し上げ効果はまだあまり見られていないと申し上げましたが、この部分は多少なりとも先行き今後顕在化していくだろうと考えておりました、実際 2015 年の 4～6 月と 7～9 月の個人消費の予測値を見ていただきますと、3%超ということで、米国の個人消費の伸び率の水準でいうと堅調な部類に入ります。1～3 月期が非常に低かったという反動もあるのですが、今後回復していくだろうと考えております。その後につきましても先程賃金の伸びが少しずつ夏場以降伸びていくだろうというお話をしましたが、そうした中で個人消費は底堅い、堅調な推移が続くとみています。

企業部門、先程設備投資が暫く伸び悩むと申し上げましたが、夏場以降はマイナス影響が剥落してくる中で 2015 年の後半からは少しずつ伸び率が回復、ただし減速に歯止めがかかるという程度ですが、緩やかに回復してくると予想しています。

そのような景気の見通しを前提としますと、ここでは文章では書いておりませんが、現在のところ、FRB は 9 月の FOMC で最初の利上げを行うと考えております。9 月の FOMC ということですので、統計としては大体 7 月 8 月ぐらいまでしか確認できないと思うのですが、そのあたりの統計で十分に賃金の伸びが高まってきたという所を確認できるだろうという前提のもと、9 月に利上げを行うと予想しております。

ただその後の利上げペースにつきましては、やはり非常に緩やかなものになると見込まれ、基本的には FOMC 二回に一回の割合で 0.25%ポイントずつレンジを上げていくとみています。9 月の後は 12 月、その次は 3 月、6 月というかたち、2016 年中はおそらく二回に一回のかたちで利上げを実施していくということになるのではないかと考えております。

利上げが 9 月、遅くとも 12 月には行われると考えていますが、当然ながら利上げが行われるということは金利が上昇していくことになります。今の所、金利はまだ非常に低い水準にあります。住宅ローン金利をはじめ、企業の借り入れ金利ももちろん利上げが実施されますと、少なからず上昇していくと予想されます。利上げを意識した金利の上昇、それから実際に利上げに踏み切った後はその後の利上げペースに合わ

せた金利の上昇が、景気の抑制要因になるだろうという点を踏まえまして、GDPは本来3%を少し上回るくらいの成長があってもいいのではと思うのですが、大体2016年末にかけて2%台後半の成長ペースが続いていく姿を予想しております。

この見通しに対するリスク要因については、一つ目は先程から輸出のところで申し上げておりますが、海外景気の一段の減速です。とりわけ中国への懸念が大きいと思いますが、海外景気が一段と減速すれば輸出・設備投資を中心に企業部門の回復が想定を下回ると考えております。それからもう1つが、ここでは消費者、企業の慎重姿勢の長期化と書いておりますが、元々消費者についていえば、米国人はどんどんお金を使うような国民性があるとリーマンショック前ぐらいまでいわれておりましたが、先程のガソリン価格が下がっても消費が増えないで貯蓄率があがってしまっているというところに見てとれます通り、やはり消費者も非常に慎重になっているところがあります。そうした姿勢が景気の回復が続くなかでも、変化がみられないということになりますと、消費は期待したほどには伸びないというリスクがあると考えています。

企業の姿勢についても、先程労働分配率が大きく下がっていると申し上げましたが、ここも企業の内部留保が増えているということから慎重姿勢が見て取れます。企業の方も慎重姿勢が長期化すると、設備投資や雇用者への配分がなかなか増えず、米国景気を下押しする要因になり得るため、もう少し注視が必要と考えております。

私の方からは以上でございます。今回、企業部門や賃金に焦点を当ててお話ししましたが、他に例えば物価ですとか住宅市場等ですとか、米国経済にもいろいろと問題点等まだあるかと思いますが、何かありましたらご質問等いただけましたら幸いです。

以上、ありがとうございました。

(平成 27 年 5 月 26 日開催)