

米労働生産性、04年以降の悪化歯止め

利上げ打撃尚早や中立金利の上振れ示唆、依然緩和的

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/11/5

米国の労働生産性は長期悪化に歯止め機運が高まってきた。7-9月は+1.3%と2年連続で+1%超え定着となり、2006年以来の安定化となってきたほか、5年移動平均では2004年以降の低下基調から底入れを固めつつある。現状段階での米FRBによる利上げの打撃尚早を示すとともに、中立金利の上方修正につながりやすい。米国の生産性は減税や中国など他国への生産・雇用・技術の漏出遮断努力、設備投資と人材投資の復調、雇用ミスマッチ是正、景気回復による職業訓練・学校教育の環境改善などが支援材料になっている。

稼働率見合いでの生産伸び率、06年以来の高水準

「米国経済は先行き頭打ちが懸念されているが、トランプ大統領が自信回復に向けた内需振興策を徹底させており、企業経営者や消費者のコンフィデンス（信頼感）指標の改善基調はそう簡単に崩れない」――。

このほどワシントンで米財務省幹部などと懇談してきた有力国際金融筋はこのように指摘する。しかも、過去の歴代米政権で財務省関係者との接触機会を有する同筋によると、「自分の知る限り、現在のムニューシン長官と直属のスタッフ・チームは過去最高の優秀さ」（同）が感じられるという。こうした有能な経済政策チームに支えられる形で、「トランプ氏が企業経営者に火をつけたアニマル・スピリッツは、持続的な内需成長へと一定の実を結ぶ」（同）可能性もあるようだ。

その中で最新7-9月の米労働生産指数（生産高に対する労働総投入量の比率）は、前年比で+1.3%となった。前期と同水準ながら、2016年10-12月からは2年にわたって+1%超えが維持されている。2006年以来となる安定化軌道へと回帰してきた。しかも20四半期（5年）移動平均ベースでは、2004年以降の長期トレンドが底入れを固めつつある。

2004年といえばBRICsブームによる中国経済の台頭、米IBMによる中国でのアウトソーシング施設新設やPC事業の中国レボノへの売却、米国でのグーグル株式上場、フェイスブック開設、アマゾン成長神話の胎動――といった出来事があった。その後の米国での中国に対する成長劣勢や、米国内での低インフレと賃金低迷、IT進化とは別の労働生産性低下といった構造変革の初期段階に符号する。そこから14年の歳月を経て、米国の労働生産性指数は底入れ機運が見られ始めた。

米国の生産性改善は、減税・財政支出や中国など他国への生産・雇用・技術の漏出遮断努力、設備投

資の復調、労働者側の優位な条件への転職増加、企業側の有能な人材確保への支出増加、雇用流動化によるミスマッチ是正、景気回復による職業訓練・学校教育の環境改善などが支援材料になっている。

過去実績で労働生産性に先行性のある全米独立企業連盟（NFIB）の中小企業楽観指数は、9月に107.9となり、前月の108.8に続いて過去45年来の最高に上昇している。内訳の設備投資も8月に33.0となっており、2006年2月以来の高水準を記録した。その他、設備稼働率との見合いでの鉱工業生産の生産性も、8月は「生産の前年比+5.1%―稼働率の前年比変化幅+1.80%」という+3.3%の上振れとなり（前月は+1.1%）、2006年9月以来の効率性改善となってきた。

生産性の改善は、FRBが緩和的でも引き締めのでもない見なす「中立金利」の上方修正につながっていく。生産性の向上はインフレ高進を招かずに景気拡大のペースを維持させるほか、利上げレベルの引き上げに対する耐久力を増強させる効果を持つ。同時にFRBの利上げは2015年12月から3年に及んできたが、その中で労働生産性の改善基調は現状段階での「利上げ打撃尚早」を示唆するものだ。

ISM30 カ月平均の頭打ちで利上げ終了、現在尚早

実際にダラス連銀のカプラン総裁は10月に「2019年、2020年には労働生産性が高まる」、「生産性向上が中立金利水準を引き上げるだろう」という見通しを示した。また、以前は金融緩和と支持派であったブレイナード理事も、トランプ政権による減税と財政支出などで利上げ継続支持へと転換。10月12日には、「財政刺激策の効果が予想され、金融情勢も成長を支える状況の中、短期的な中立金利はさらに幾分上昇する公算が大きい」と発言している。

現状のところ、FRB内でFF政策金利の中立水準は3%前後と見なされている。10月3日にはパウエル議長が「中立金利水準を超えて利上げを進める可能性ある」と発言したことで、米10年債金利は先行きのFF3%超えリスクを織り込む形で、10月5日には3.2%超えの金利上昇波乱があった。

1990年代以降の過去利上げ局面によると、米10年債金利はFF政策金利の「利上げ打ち止め上限レベル」を先行して上回ったり、同時期に上限到達となるという、「FF上限前後」への金利上昇が観測されてきた。その意味で先行きカプラン氏の予測通り「2019年、2020年には労働生産性が高まる」となれば、中立金利3%の上方修正とFRBの利上げ継続、先行する形での米10年債金利の3.2%超えの上昇余地は厳然と残されている。

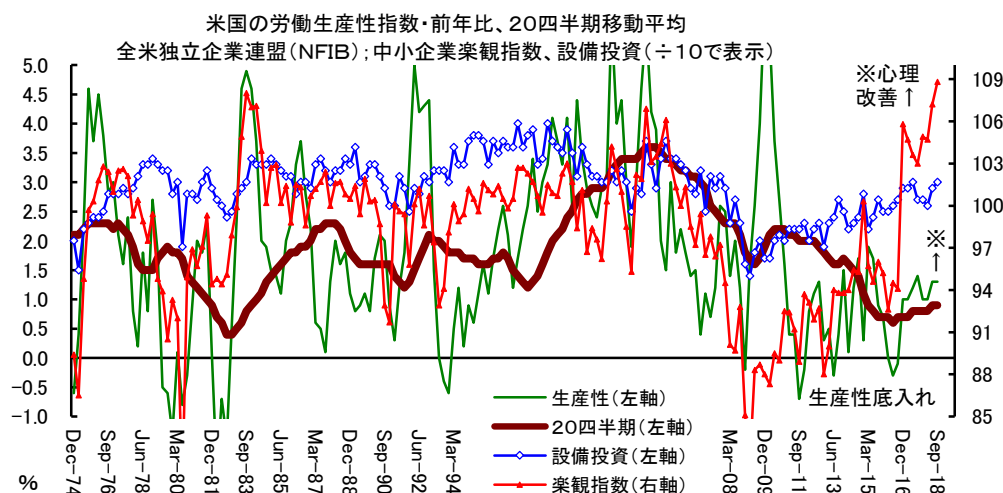
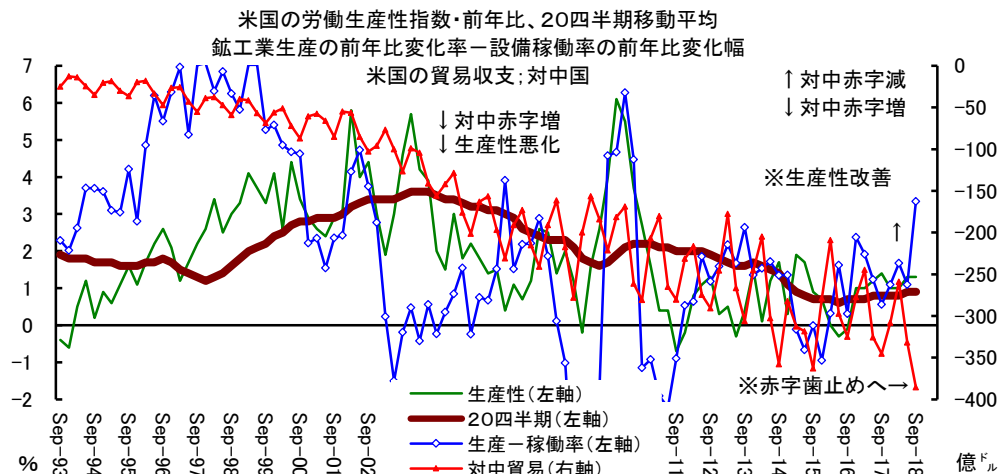
しかもFF金利水準の「緩和的か、引き締め的か」という判断でいえば、米国経済の重要先行指標であるISM製造業景況指数は最新10月に57.7となった。14年ぶり高水準となった8月の61.3からは減速傾向にあるが、それでも「ISM指数÷10(5.77)」と「現状FF政策金利2.25」の差しきは+3.52の開きがある(ISM>FF=数字が大きいほど緩和的)。2010年から今年6月までの+4から+5に比べると低下しており、超緩和环境こそ減退しつつあるが、依然として2009年3月の+3.47以来の高水準にとどまったままだ。

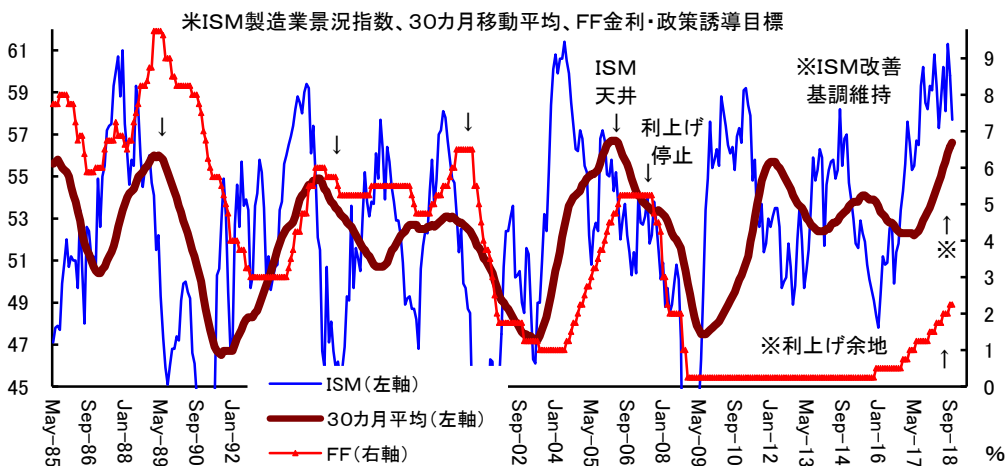
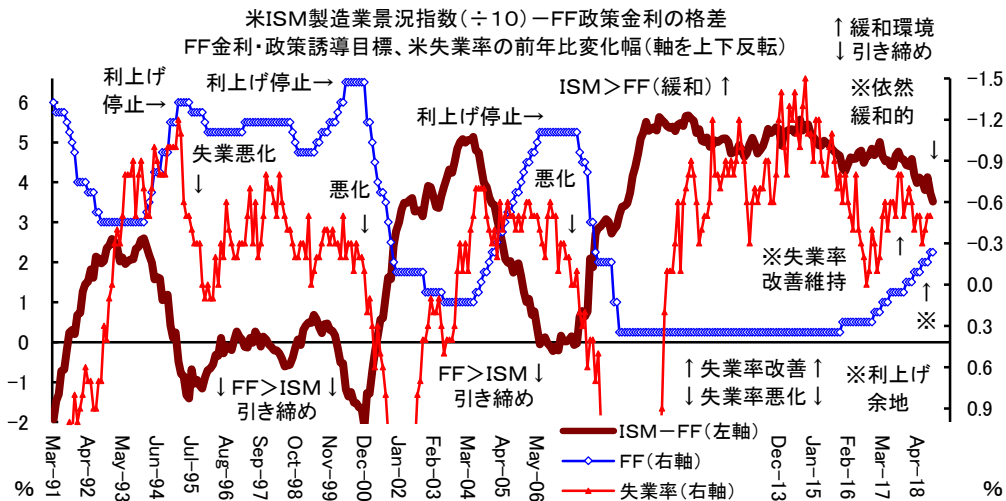
前回の利上げは結果論として2006年6月のFF5.25%で打ち止めとなったが、当時の同格差は-0.05%という引き締め環境にあった(FF>ISM)。その前の利上げは2000年5月のFF6.5%が最後となったが、同月の格差は-1.18%というマイナス化となっている。その点、現在の+3.52は引き締めどころか、中立にも遠い緩和环境が維持されたままだ。リーマン・ショック前でいえば2004年11月の+3.62、その前では利下げ局面にあった2002年5月の+3.56

と同水準の緩和环境にあり、米国の経済や株価・不動産といったリスク資産に対する「引き締め影響と利上げ打撃」は尚早となっている。

しかも1980年代以降の過去実績として、FRBの利上げ打ち止めはISM製造業景況指数の30カ月(2年半)移動平均線の頭打ち減速と明確な相関性を有してきた。今年10月時点で30カ月平均は明確な上昇トレンドを保っているほか、前月比でもプラス持続と減速変調シグナルは時期尚早となっている。

FRBはイエレン前議長時代から生産性の低下を大きな懸念材料と見なしてきたが、10月以降にはFRB幹部から前向き発言が目立っている。具体的にはクオールズ副議長から「米経済が3%近いペースで成長を続けるのは可能であり、根拠としては労働市場を巡る楽観的見解と生産性の改善見通しがある」(10月18日)、クラリダ副議長から「生産性の見通しに楽観的となっており、特に企業の設備投資の増加は明るい要素」(25日)——といった判断が示されている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様自身でお願いします。