

# 米国の成長期待の下方屈折リスク 大統領選の勝者に求められる成長期待回復の青写真

市場調査部シニアエコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- CBO（米国議会予算局）によれば、米国の潜在成長率は2012年で1.8%に留まるが、今後は2%近傍に持ち直すという。こうした推計をみる限り、米国の先行きを案ずる必要はないように見える。
- しかし、様々な指標が、米国家計の抱く成長期待が下方屈折している可能性を示唆している。先行きの所得見通しに関するアンケート調査、実際の所得動向、長期金利、労働市場のミスマッチ等だ。
- 成長期待の下方屈折は需要抑制を通じて供給力＝潜在成長率の低下をもたらさう。秋に行われる大統領・議会選挙の勝者には、成長期待を高める青写真の提示という重責が課せられている。

## 1. 2%割れからの持ち直しが見込まれている米国の潜在成長率

筆者は最近、「米国において人々の成長期待が下方屈折している兆候はないのか」という質問を受けるようになった。確かに、様々な側面で米国が「日本化」してきていることを踏まえると、「日本人よりは楽観的」とみられる米国民のマインドも「日本化」し、成長期待が下方屈折しているのではないかという疑問が沸いても不思議ではない。

初めに、成長期待というソフトな面ではなく、ハードな面で、先行きの経済成長が鈍化するとみられているのかどうかを確かめてみよう。CBO（米国議会予算局）によれば、米国の潜在成長率は2012年時点で1.8%に留まっており、2%を割り込んでいる（図表1）。しかし今後は緩やかに持ち直すが見込まれており、その限りにおいて、成長期待が下方屈折する必然性はないように思われる。

米国の潜在成長率の推移を振り返ってみると、まず黄金時代と呼ばれた1960年代には4%を超えていた。しかし同年代終盤には潜在成長率が鈍化し始めていたことと、70年代に入りオイルショックに見舞われたことによって、70年代の潜在成長率は60年代と比べて大きく低下した。80年代、90年代は3%台の潜在成長率を維持したが、2000年代には潜在成長率が3%を割り込むようになった。特に今般の金融危機によって潜在成長率は著しく低下しており、2010年には1.5%にまで落ち込んだ。2011年でも持ち直しは鈍く1.6%に留まった。

潜在成長率の変化を労働力人口と労働生産性の2つの要因に分けてみると、60年代の高い潜在成長率は労働生産性の伸びが貢献した。一方、70年代には大学を卒業したベビーブーマー世代が大量に労働市場に参入したことで労働力人口の伸びが60年代に比べて1%Pt以上高まったが、オイルショックを契機として労働生産性の伸びが大幅に鈍化し、潜在成長率の下方屈折をもたらした<sup>1</sup>。

80年代と90年代には、ベビーブーマー世代の労働市場参入が一服し、労働力人口の伸びが鈍化した

が、労働生産性の伸びが持ち直し、潜在成長率の鈍化を食い止めた。特に90年代後半は、IT関連の資本ストックの増加とその効果的な活用を背景に、労働生産性の伸びが高まった。一方、2000年代に入ると、主として労働生産性の伸びの鈍化が潜在成長率の低下を引き起こしている。

今後についてみると、労働生産性の伸びが持ち直していくことで米国の潜在成長率が徐々に2%近傍へ回帰していくと見込まれている。潜在成長率に関するこうした推計が、人々の先行き期待に影響を及ぼしているとすれば、成長期待の下方屈折を心配する必要はないように思われる。

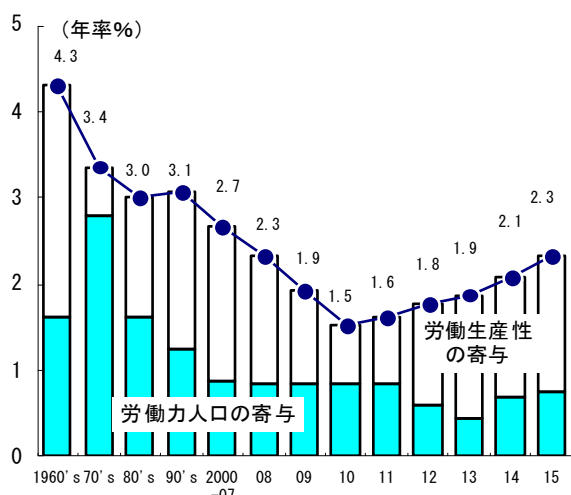
## 2. 下方屈折する成長期待

しかし、今般の金融危機で大きな影響を受けた米国家計部門に目を転じると、成長期待の下方屈折を示す動きがみられる。

米民間調査会社のアンケート調査によれば、米国家計が抱く先行きの所得に対する見通しはかつてないほど暗い。アンケート調査では、半年後の所得の見通しを尋ねており、その選択肢として「増加する」、「減少する」、「同じ」の3つが用意されている。そこで、「増加する」と回答した割合から「減少する」と回答した割合を引いて「所得期待DI」（DIはディフュージョン・インデックス）を作ると、2012年6月時点で0.3%Ptとゼロ近傍にある（図表2）。

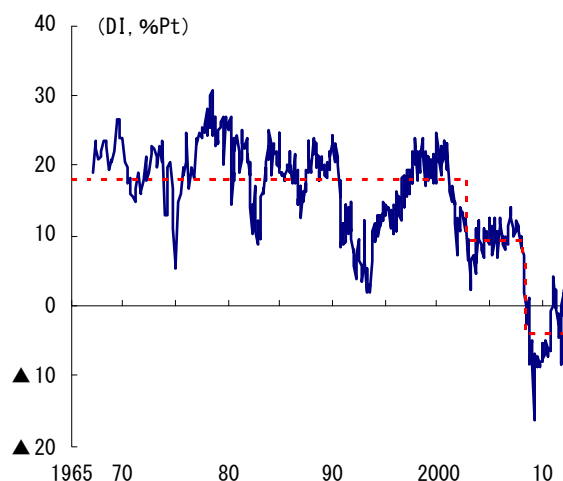
統計的手法を用いると、1960年代後半の調査開始以来、所得期待DIには2回の構造変化が起きている様子が見える<sup>2</sup>。構造変化点は2002年終盤と2008年春だ。前者はITバブル崩壊からの回復過程で米国史上最大と言われる企業の経営破たんが相次いだ頃であり<sup>3</sup>、後者はベアー・スターンズの破綻直後に当たる。所得期待DIの平均値をみると、1回目の構造変化(2002年終盤)以降、それまでの18.2%Ptから9.4%Ptへと大きく低下した。それでもまだ、先行きの所得が「増加する」と考える家計の方が

図表1 米国の潜在成長率とその要因



(資料) CBOよりみずほ総合研究所作成

図表2 米国家計の所得期待DI



(注) 半年後の所得が「増加する」と回答した割合と「減少する」と回答した割合の差。点線は2度の構造変化の前後における平均値。構造変化は統計的手法により抽出。

(資料) Conference Boardよりみずほ総合研究所作成

多かったが、2回目の構造変化（2008年春）以降は平均値がマイナス4.1%Ptと、所得が「減少する」と考える家計の方が多数を占めるようになった。足元の水準はゼロ近傍で、2008年春以降の平均値を上回っているものの、家計の所得に対する期待は大きく下方屈折したままだ。

実際の所得動向をみても、米国の家計を取り巻く環境は極めて厳しい。年金や失業給付など政府からの移転所得を除いた1人当たりの実質個人所得は、2012年5月時点でもなお、2008年春に記録した既往ピークと比べて7%下回っている（図表3）。米国家計の所得水準は、実質的に10年前の水準に戻ってしまっており、足元では回復の勢いすら鈍り始めている。

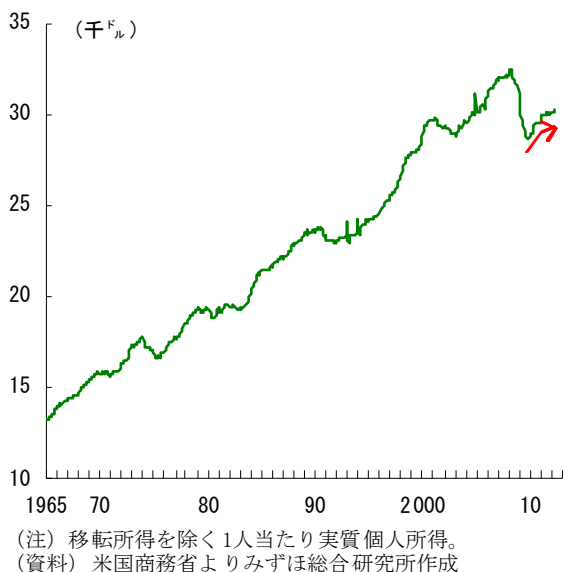
加えて、こうした所得の伸び悩みが幅広い所得階層で起きている点も注目される。昨年、米国では「Occupy Wall Street」（ウォール街を占拠せよ）運動が沸き起こり、格差の是正がスローガンの一つに掲げられた。米国で所得格差が深刻であることは日本でも広く知られている。しかし実際には、所得格差の広がりや2000年までの話であり、2000年代に入ると格差拡大の動きが鈍るようになった。2000年以前は低所得層の所得が伸び悩む中、高所得層の所得（図表4のP80、P90、P95）が増加の一途を辿ってきたが、2000年代には高所得層でも実質世帯所得が伸びない事態が起きているのである（税引き前、移転所得除く）<sup>4</sup>。

### 3. 長期金利と成長期待

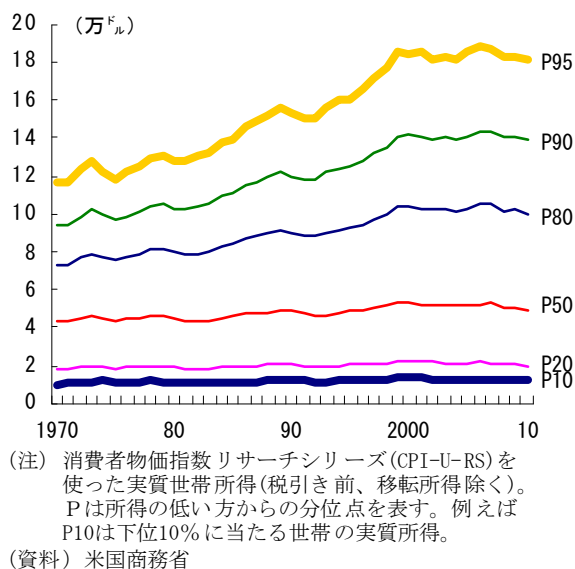
歴史的な低水準で推移する米国の長期金利にも、成長期待の下方屈折が織り込まれている可能性がある。

米国の長期金利は、2012年6月1日には1.45%をつけ、6月平均でも1.62%と、1920年代以来で最も低い水準を記録した（図表5）。こうした背景には、FRB（米連邦準備制度理事会）による長

図表3 1人当たり実質個人所得の推移



図表4 階層別の実質世帯収入



期国債の購入や、欧州債務問題の混迷に伴う投資家のリスク回避の動きがあることは言うまでもない。

一方、長期金利については、「長期的にみると1人当たり実質消費によって決定づけられる」という考え方がある。人々は、消費によって満足（効用と呼ぶ）を得るが、今期の消費を我慢して資金を運用し、翌期に消費をした方が高い満足を得られるという場合もあり得る。将来の消費の満足度は、時間選好率という係数によって現在価値に換算された上で、今期の消費が生み出す満足度と比較される。そして長期的な均衡状態では、今期の追加的な消費が生み出す満足度（限界効用）と、来期の追加的な消費が生み出す限界的満足度（同）が等しくなると考えられる。さらに、「将来にわたって変動の少ない消費を家計が好む度合い」が一定であるという仮定を置くと（この度合いを相対的リスク回避度と呼ぶ）、長期的には次式が成り立つとされる。

$$\text{実質長期金利} = \text{時間選好率} + \text{相対的リスク回避度} \times \text{1人当たり実質消費増加率}$$

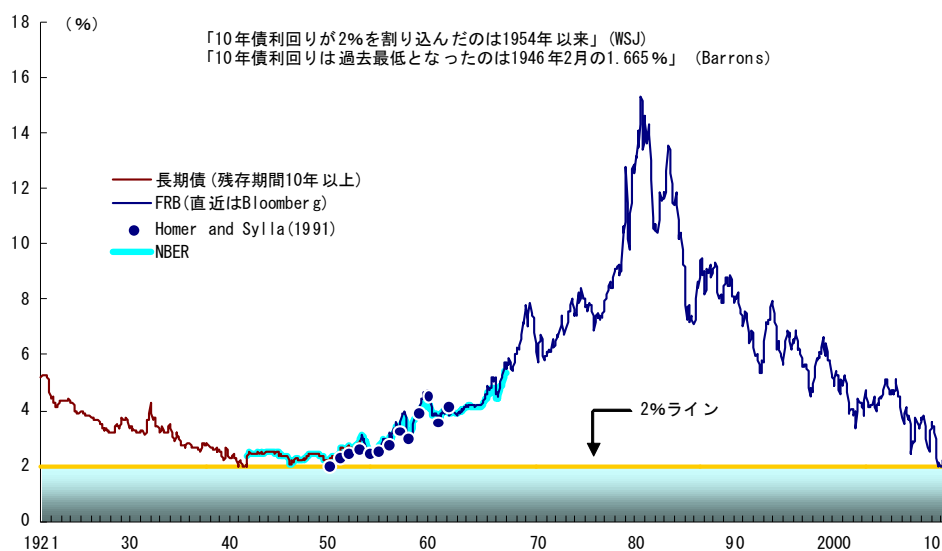
※時間選好率と相対リスク回避度は定数

長期的には消費は所得（≒GDP）と同率で成長すると考えられるため（均斉成長と呼ぶ）、1人当たり実質消費増加率の平均値は人々の成長期待を表しているとみなすことができる。

図表6は上述した関係について簡単な推計を行ったものである。時間選好率が0.022（2.2%）、相対的リスク回避度が0.20と、共に統計的に有意な結果が得られており、実質長期金利が1人当たり実質消費増加率に比例して変動することが確認できる<sup>5</sup>。

続いて1人当たり実質消費増加率の推移をみてみよう（図表7）。前述した所得期待DIと同様の統計的手法によって構造変化点を抽出し、その前後における平均値をみると、1人当たり実質消費増加

**図表5 米国債10年利回りの長期推移**



(注) NBERの系列は長期金利(系列m13033b)であり、残存期間は対象期間によってまちまち。Homer and Sylla (1991) は Table 52Bから抜粋したもので各年2月の10年債利回り。FRBは月末値、ただし直近は2012年7月5日実績。  
(資料) NBER; Homer, Sidney and Richard Sylla (1991) A History of Interest Rate, 3rd Edition, Table 53B; FRB; Wall Street Journal (2011/8/19); Barrons (2011/8/20); Bloomberg

率の平均値は 2.2%、1.4%、マイナス 0.4% と下方屈折している様子が見られる。構造変化点は 2001 年 1~3 月期と 2007 年 4~6 月期であり、先に見た所得期待 D I の構造変化点と大きくは異なる。

2 回目の構造変化点を経験してからまだ間もないため、今後平均値がシフトしていく可能性があるものの、足元で見られる米国長期金利の低位推移には、金融政策やリスク回避といった要因だけではなく、成長期待の下方屈折が織り込まれている可能性が示唆されるのである。

#### 4. 労働市場のミスマッチ

成長期待の下方屈折を示唆する動きは、労働市場にも見られる。深刻なミスマッチだ。

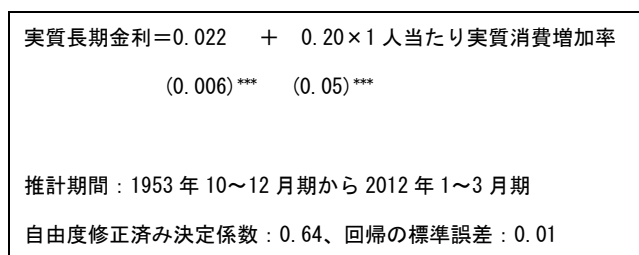
ミスマッチによって、インフレを引き起こさない失業率の水準（構造的失業率や自然失業率と呼ばれる）が上昇すると、需給ギャップがその分だけ小さくなり、インフレを招かずに高成長を続けるだけの余裕がなくなる。つまり自然失業率の上昇によって経済成長の天井が下がってしまうのであり、その結果、成長期待が押し下げられるおそれがある。

日本がデフレで苦しみ、米国でも 2010 年半ばにはデフレ懸念が高まった経験からすれば、インフレ・リスクは絵空事のように思われる。しかし、F R B が自然失業率の動向を見誤れば、70 年代のようなスタグフレーション（高失業とインフレの並存）を招く可能性は決して否定できない。

F R B は今のところ、自然失業率の上昇はわずかに留まり、需要不足が高失業の主たる要因だと考えている。例えばイエレン副議長は、企業からみた「求人への埋めやすさ」と家計からみた「職のみつかりにくさ」を表す指標に乖離がみられないことから、ミスマッチは起きていない（自然失業率の上昇は起きていない）という判断を示している（図表 8）。

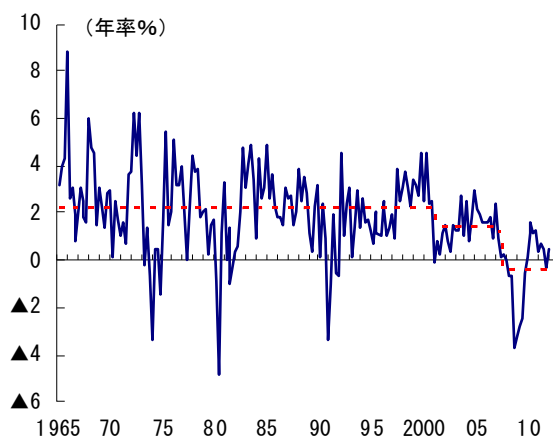
しかし 2 つの指標については、「両者は景気循環に沿って同じ動きを示しており、その共通した動きが労働市場の需給を表している」と考えることもできる。その場合、「失業率が 2 つの指標から示唆さ

図表 6 長期金利と消費との関係



(注) 長期金利は米国債 10 年利回り。消費は非耐久財とサービスのみで耐久財を含まず。非耐久財・サービス物価で実質化。括弧内は標準誤差、\*\*\*は有意水準 1%。推計では AR(2)モデルとしているが、当該項目の推計結果は省略。  
(資料) みずほ総合研究所

図表 7 1 人当たり実質消費増加率



(注) 非耐久財消費とサービス消費を合算した 1 人当たり実質消費の対数前期差年率。点線は構造変化点の前後の平均値。構造変化点は統計的手法により抽出。  
(資料) 米国商務省よりみずほ総合研究所作成

れる水準とどれだけ乖離しているのか」という点が政策判断にとって重要になる。もし失業率が、2つの指標が示唆する水準よりも高い状況が続いているようなら、ミスマッチ等による自然失業率の上昇を疑わなければならない。

実際、2つの指標を使って失業率を推計し、実際の失業率と並べてみると、金融危機後、ほぼ一貫して失業率が推計値よりも高い状態にあることが分かる（図表9）。乖離度合いはおよそ1%Ptで、労働市場が硬直的でミスマッチが発生していたと言われる70年代後半や80年代前半の乖離度と比べても大きい。

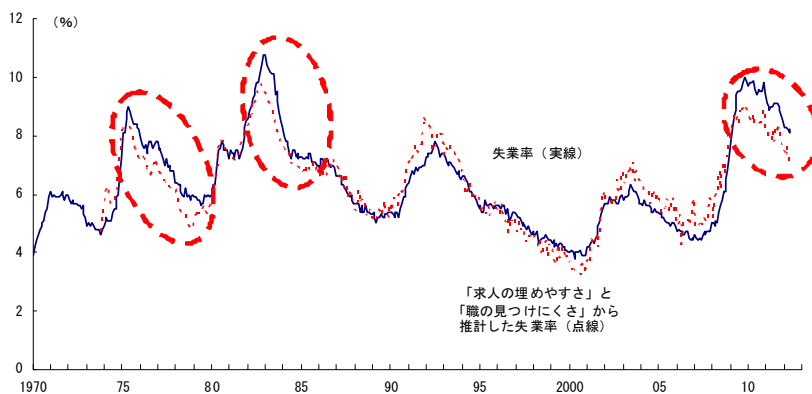
もし、本稿の見立てが正しければ、米国の自然失業率は大きく上昇しており、経済成長の天井が低下していることになる。実際、米企業の求人が増えているのに雇用に結びついていないのは、ミスマッチ以外に考えにくい。ミスマッチが生まれるのは、低学歴労働者や若年層の失業率が高止まりしていることにみられるように、低スキルでも就業可能な職が少ないためだ（スキル・ミスマッチ）。また、新たな職を求めようにも、「住宅が売れずに引っ越せない」、「（職に就いている）パートナーが遠隔地

**図表8 企業と家計からみた労働市場の需給**



（注）アンケート調査（調査がない期間はスプライン補間）より平均ゼロ、分散1に標準化したもの。  
（資料）NFIB、Conference Boardよりみずほ総合研究所作成

**図表9 企業と家計からみた労働市場の需給と失業率の比較**



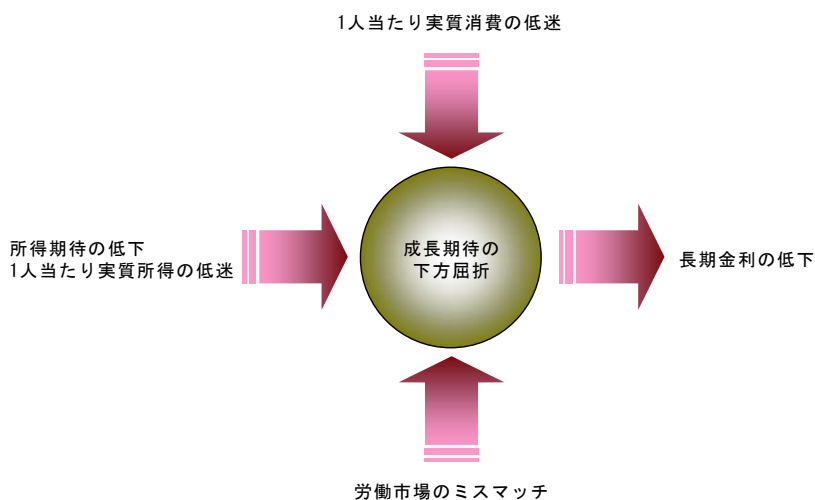
（注）推計値は、初めに「求人（埋めやすさ）」と「職（見つけにくさ）」の2指標に共通する変動を主成分分析によって抽出し、次に失業率との共和分分析（ダイナミックOLS回帰）を行って算出。  
自由度修正済み決定係数は0.85、回帰の標準誤差は0.55%。  
（資料）米国労働省、みずほ総合研究所作成

への引越しを嫌がる」といったことも、地域的なミスマッチを生んでいる理由と考えられる。

とりわけ、将来を担うはずの若年層が深刻な失業の憂き目をみているのは、米国経済の持続的成長にとって大きな痛手である<sup>6</sup>。しかし、先進国の中で最も流動性が高い米国の労働市場<sup>7</sup>において深刻なミスマッチが起きているという事実は、ミスマッチへの有効な処方箋が限られていることを示唆し、下方屈折した成長期待が定着してしまうのではないかと危惧される。本稿でその可能性を指摘してきた成長期待の下方屈折（図表 10）は、需要抑制を通じて、いずれ供給力＝潜在成長率の鈍化をもたらすおそれもある。

今年 11 月に大統領・議会選挙が行われるが、もし米国の政治に何らかの役割を期待するとすれば、その勝者には、将来の不確実性を最小化する具体的かつ現実的な青写真を示し、民間部門の成長期待を高めることではないかと思われる<sup>8</sup>。

図表10 成長期待の下方屈折を示唆する動き



(資料) みずほ総合研究所

<sup>1</sup> リチャード・フリーマン（ハーバード大学教授）は、1970年代に登場した高学歴のベビーブーマー世代を“Overeducated American”（過剰な教育を受けたアメリカ人）と呼んだ（Freeman, Richard B. (1976), *The Overeducated American*, Academic Press）。なおフリーマンは、高学歴の労働者が大量に労働市場に参入することによって、学歴が高いほど賃金が高まる傾向（いわゆる学歴プレミアム）が消えてなくなる時代が到来している旨を指摘した。フリーマン自身、将来予測は外れることが多いと慎重だったが、実際の指摘は悲観的過ぎたようだ。

<sup>2</sup> Quandt-Andrews Breakpoint test と呼ばれる統計的手法により構造変化点を抽出した。

<sup>3</sup> 2001年12月にエンロン、2002年7月にワールドコムが経営破たんした。

<sup>4</sup> こうした中で、ブッシュ前政権が始めた減税は高所得者に有利に働いたため、税引き後では所得格差の拡大が続いたとみられる。

<sup>5</sup> 時間選好率は通常4%と想定されていることが多い。また、エクイティ・プレミアムに関する著名なメーラ＝プレスコット論文(1985)によれば、相対的リスク回避度は1~2程度と考えられている。時間選好率と相対的リスク回避度に関する本稿の結果はこれらよりも低い。換言すると、本稿の推計結果は、通常考えられているよりも、米国の家計は今期の消費を我慢することができ（忍耐強く）、かつ、ボラタイルな消費を許容することを示している。

Mehra, Rajnish and Edward C. Prescott(1985)“The Equity Premium A Puzzle,” *Journal of Monetary Economics*, 15.

<sup>6</sup> 2012年6月の雇用統計によれば16-19歳の失業率は23.7%、20-24歳では13.7%にのぼる。

<sup>7</sup> OECD (2007), *Economic Policy Reforms: Going for growth*を参照。

<sup>8</sup> 実際、NFIBが行っているアンケート調査では、米国の中小企業にとって最も重要な経営課題として、「売り上げ不振」と共に「税」と「規制」が挙げられており、後2者は、政治が民間企業の活動にとって重要な鍵であることを示している。一方、前掲注1で触れたフリーマンの予測が悲観的過ぎたというのも、実際には彼の予測後に政治が動いたからだ。①キャピタル・ゲイン減税（1978年。所得控除率50%→60%）、②年金基金に対するプライベート・エクイティ投資の認可（1979年 ERISA法改正）、③連邦政府の助成を受けて開発された革新的技術の所有権を大学や中小企業に認めたこと（1980年バイ＝ドール法）、という3つの政策が、「停滞の70年代」からの米国経済の脱出を可能にしたと言われている。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。