

2. 米国経済

米国経済は、2010年代後半にかけて、金融危機後の調整圧力の緩和が成長押し上げ要因となるであろう。その後は人口の伸びが鈍化するが、ICTや研究開発の資本蓄積進捗による生産性向上は期待できることから、長期停滞は回避され、+1%台後半の潜在成長率近傍での推移を見込む。

投資の伸びは鈍いが、将来に向けた資本蓄積は進展

米国経済は回復が続いている。金融危機後に10%前後にまで上昇した失業率は5%弱にまで改善。実質GDPも金融危機前の水準を上回って推移している。ただし、**金融危機前に比べれば、経済成長率が低いことは否めない**。実質GDPは1990-07年にかけて年平均+3.0%の伸びであったが2009-15年では年平均+2.1%の伸びにとどまる。ここ数年は、米国経済が「長期停滞」に陥ったとする議論も出てきた。

その背景について、たとえば、Summers(2014)は**需要の低迷**を指摘し、魅力的な投資が減る中で貯蓄が好まれ、恒常的な過剰貯蓄となり、自然利子率¹がマイナスまで低下した可能性を示している²。実際、自然利子率の推計値³や実質利子率(=名目利子率-インフレ率)はマイナスで推移(図表2-1)。自然利子率は長期的には潜在成長率に近い水準であると想定されるため、ここ数年の自然利子率の動きは潜在成長率の低下を示唆する。一方、供給面に注目し、産業革命ほど影響を持つ新たな技術が生まれず、**生産性の伸びが低下しているとの見方もある**⁴。

需要の弱さ・供給の低迷がともに懸念される中、今後の米国経済にとって、双方の重要な決定要素である**投資の動向が重要となる**。投資は現在時点における需要の主要な構成要素の一つであるほか、将来の生産性や供給力を左右する。しかしながら、金融危機以降、投資の伸びは鈍い。1990年代に前年比+10%前後の伸びを続けていた民間設備投資は、金融危機後に前年比+5%

図表 2-1

自然利子率・実質利子率はマイナスで推移

自然利子率・実質利子率

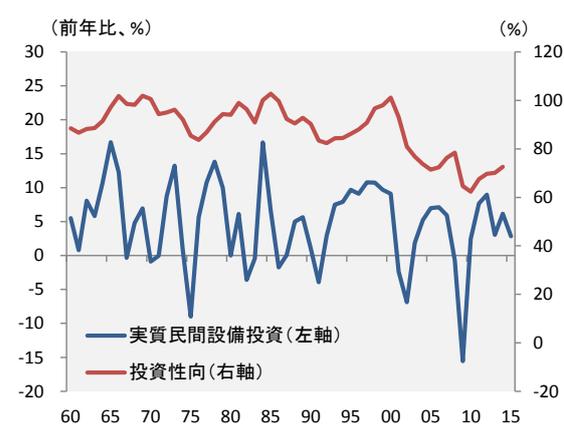


注:「自然利子率」は Laubach and Williams(2003)。実質利子率 = 3か月物国債利回り - PCE デフレーター(コア)の前年比上昇率。
資料: 米国商務省、サンフランシスコ連銀、Laubach and Williams(2003)、Bloomberg

図表 2-2

企業は投資に対して慎重姿勢

民間設備投資・投資性向



注: 投資性向 = 設備投資 ÷ キャッシュフロー。
資料: 米国商務省

¹ 景気中立的な利子率。

² Summers, L. H.(2014)“U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound,” *Business Economics*, Vol. 49(2), pp.65-73.

³ Laubach, T. and J. C. Williams(2003) “Measuring the Natural Rate of Interest,” *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 85(4), pp.1063-1070.

⁴ Gordon, R. J.(2012)“Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds,” NBER Working Papers, No.18315.

弱にまで低下（図表 2-2）。投資性向の回復ペースも遅く、企業の投資に対する慎重姿勢が続いている。

投資の決定要素の動向をみると、**現時点において、企業の投資環境は悪くない**。資金調達面では、金融危機後の企業のバランスシートの悪化は抑えられており、キャッシュフローの増加が続いている。金融環境も緩和的な状態が継続。投資リターン面でも、資本収益率は 11%程度まで上昇している。一方、**先行きの米国経済に対する期待成長率の低下は投資の抑制要因となっている**。金融危機前は 4%前後あった米国経済の潜在成長率は、2%前後にまで低下。企業の期待成長率も低下しているとみられる。今後も米国経済は過去に比べて低い伸びが予想され、将来の生産能力増強に向けた投資は限定的になる見込みである（図表 2-3）。

ただし、先行きを展望すると、投資の鈍化は需要拡大の足かせになる一方、**生産性向上に向けた資本蓄積は進む可能性が高い**。設備投資の伸びの鈍化に伴い、資本ストックの伸びも緩やかになっているが、その主な要因は商業用不動産など構築物投資の減速である（図表 2-4）。生産性向上につながる ICT 関連投資や、新たな需要創出などを目指した研究開発に関する投資は比較的堅調に推移しており、企業は対象を厳選して投資している。すでに人工知能（AI）やインダストリアル・インターネットなど期待される技術が出てきており、これらの技術の普及が進めば、生産性の向上と同時に投資需要の拡大にも寄与するとみられる。

図表 2-3

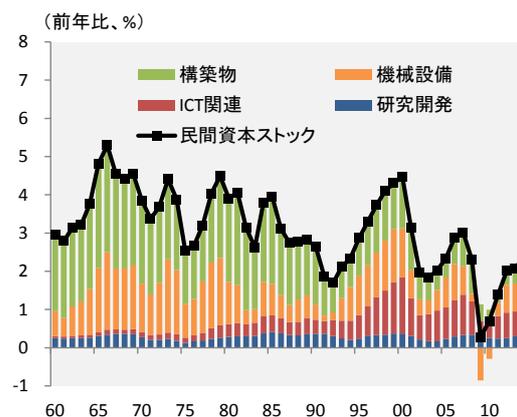
収益率は良好だが、期待成長率は低い
資本収益率・潜在成長率



注：資本収益率=税引き後企業利益÷民間非住宅資本ストック。「潜在成長率」の予測は IMF。
資料：米国商務省、IMF、Bloomberg

図表 2-4

生産性向上に向けた資本蓄積は進んでいる
資本ストックの要因分解



注：「民間資本ストック」は住宅関連を除く。「ICT 関連」は情報関連機器とソフトウェアの合計。「機械設備」は情報関連機器を除く。
資料：米国商務省

労働生産性が上昇しても、雇用・賃金の伸びは鈍い

資本蓄積を通じた生産性向上は期待される一方、**雇用の増加は鈍い可能性**がある。今後、機械化が進んで生産性が高まった場合でも、労働者の業務が機械に代替されれば、雇用は喪失する。Frey and Osborne(2013)によれば⁵、米国内の雇用の約 47%が機械に代替されるリスクがある。機械に代替される雇用から、新たに生まれる機械と補完的な業務・職種へ労働者を円滑に移動させる制度の整備が進まなければ、雇用の大幅な減少が予想される。

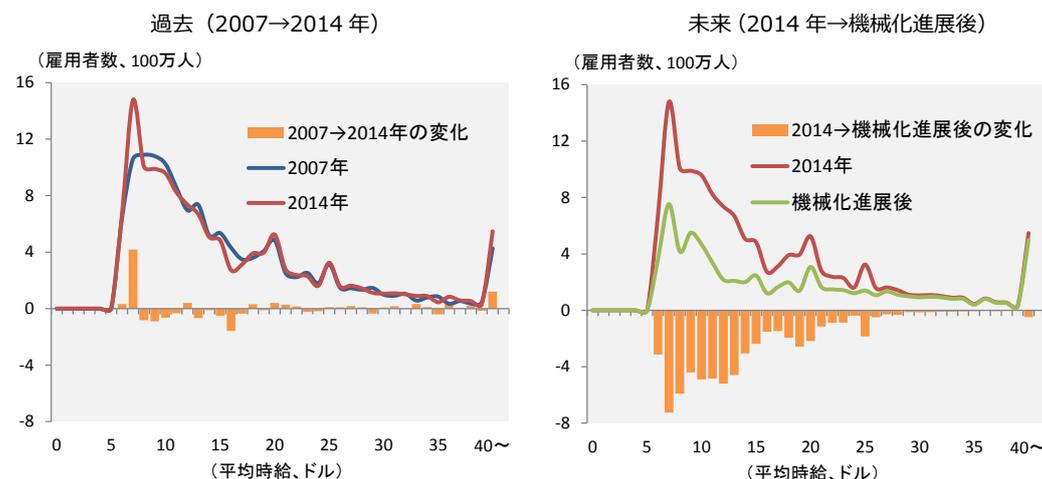
機械化の進展や、機械と労働者の代替可能性は、賃金にも影響を及ぼしうる。Frey and Osborne(2013)を参考に機械化が進んだ場合の賃金分布の変化を試算すると、賃金が低い雇用

⁵ Frey, C. B. and M. A. Osborne(2013) "The Future of Employment: How Susceptible Are Jobs to Computerisation?," Oxford Martin Programme on the Impacts of Future Technology.

ほど減少する見込みが大きい（図表 2-5）。過去を振り返ると、金融危機後に増加した雇用の多くが低賃金であった。ICT 化などを背景に、2008 年から 2014 年にかけて時給 8~20 ドル程度の中間的な雇用が合わせて約 500 万人分減少した一方、時給 7 ドルの最低賃金付近の雇用が約 400 万人分増加した。しかし、こうした低賃金の雇用も、今後は削減され、賃金は抑制される可能性が高い。

図表 2-5

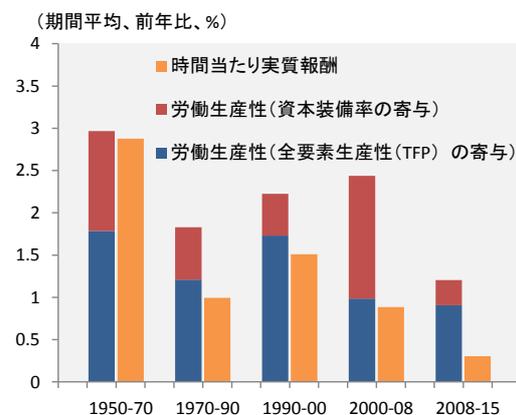
賃金が低い雇用ほど機械化が進む可能性
時間当たり賃金の分布



また、過去60年以上にわたり、**労働生産性上昇が賃金上昇に結びつきにくくなっている**（図表 2-6）。実質報酬は1950-60年代にかけて労働生産性と同じペースで増加してきた。しかし、1970-08年は、労働生産性上昇のうち、労働者の質向上、業務の効率化などによる全要素生産性（以下、TFP）の上昇ペース程度しか実質報酬は増加しなくなった。特に2000-08年では、ICT技術の浸透など企業側が費用負担する資本装備率の上昇によって労働生産性の上昇幅は拡大したが、TFPの上昇は鈍化したため、実質報酬の伸びは低下。労働生産性と実質報酬の伸びの乖離が広がった。2008年以降は、金融危機後の労働需給の緩みもあって実質報酬の伸びはTFP上昇分の一部にとどまる。こうした傾向が続くならば、今後、労働生産性の伸びが回復したとしても、①企業が投資を増やし、資本装備率が上昇したことで労働生産性が伸びた場合は実質報酬の増加に結びつきにくく、②TFP上昇によって労働生産性が上昇した場合も、その一部しか実質報酬に反映されないため、労働者の賃金上昇につながりにくい可能性がある。

図表 2-6

労働生産性上昇の恩恵は労働者には少ない
労働生産性・時間当たり実質報酬



ここ数年のシェアリング・エコノミーの進展も、賃金を抑制する方向に作用するとみられる。新たにサービスを提供できるようになった個人の所得は増加するものの、個人による安価なサービス供給増加は、競合するサービスを提供する労働者の賃金抑制につながる可能性がある。

金融危機以降、賃金は伸び悩んでいるが、賃金の伸び鈍化の継続は先行き経済成長の懸念材料となる。消費支出が GDP の約 7 割を占める米国では、内需主導の持続的な成長のために賃金・所得の増加が重要である。上記の背景により先行きの賃金の伸びが鈍いとなれば、経済成長率が下振れする可能性がある。

財政赤字は長期的な経済成長の足かせに

継続的な財政赤字による政府債務残高の増加も、中長期的な成長の妨げになりうる。ここ数年は景気回復と歴史的な低金利による利払い費の減少を背景に財政赤字は縮小（図表 2-7）。債務残高の伸びも鈍化してきた。

しかし、米議会予算局（CBO）によれば、政府債務残高は 2010 年代後半に、再び拡大する見込みである。今後は、①ベビーブーム世代を中心に高齢化が本格的に進むことで社会保障費・メディケアなど歳出が増加するほか、②金融政策の正常化とともに金利が上昇して利払い費が拡大し、政府債務残高は 2026 年度には対 GDP 比 86.1%（2015 年度は同 73.6%）にまで増加すると予測される。財政赤字や政府債務残高の拡大は、長期金利上昇につながり、中長期の経済成長に悪影響を及ぼしうる。

議会の課題対応力は低下

米国議会の課題対応力の低下も、今後の経済成長にとって気がかりな点だ。1990 年代以降、議会での成立法案件数は減少傾向が続いている（図表 2-8）。上記の財政再建や、経済格差、通商政策、移民制度など長期的な視点で取り組むべき課題は多いが、民主党・共和党の理念の違いを背景に、対応が十分に行われているとは言い難い。2016 年大統領選挙においても国内世論にバラつきが広がっていることが示唆されるほか、次の大統領も議会との対立は避けられない見込みである。

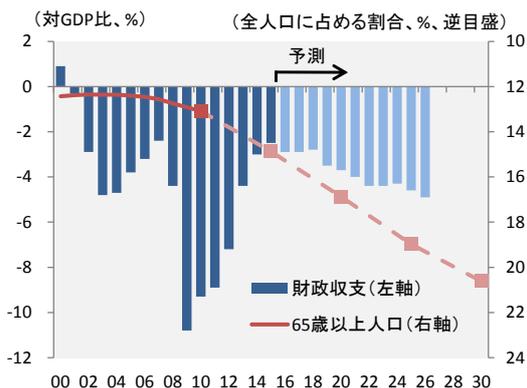
行われるべき政策が議会で成立できなければ、米国経済の競争力の低下につながる。また、今後も財政赤字の継続が見込まれる中、法定政府債務上限が近づくとともに政策の不確実性が高まる恐れがある。政策面での不確実性が高い状態が続けば、家計・企業のマインドの悪化を通じて消費や投資の抑制要因となり、経済成長が低下しかねない。

潜在成長率は+1%台後半

以上を考慮して、米国の潜在成長率は、2030 年にかけて+1%台後半で推移すると予測する（図表 2-9）。

図表 2-7

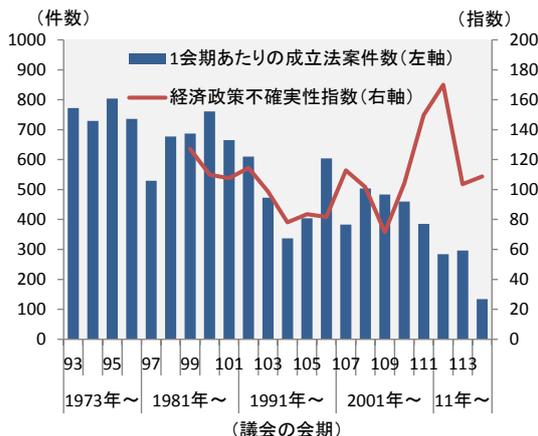
高齢化を背景に財政赤字は拡大の見込み 財政収支・高齢化の見通し



注：「財政収支」は連邦政府のみの収支を示し、2016 年度以降は米議会予算局の予測。「65 歳以上人口」の 2011 年以降は米国情勢調査局の予測。
資料：米議会予算局（CBO）、米国情勢調査局

図表 2-8

議会の課題への対応力は低下傾向 成立法案件数・経済政策の不確実性



注：第 113 議会会期は 2013～14 年。「経済政策不確実性指数」は議会の会期ごとの平均値。
資料：GovTrack.us、Economic Policy Uncertainty

構成要素別にみると、労働投入は、生産年齢人口の増加により先行きもプラス寄与を見込むが、今後は高齢化が本格化するため、伸びは鈍化すると予想する。資本ストックは、企業の期待成長率の低下などから、過去に比べ伸びはやや低下するとみられる。全要素生産性（TFP）は、金融危機後に伸びが低下したと推計されるが、イノベーションを生む土壌を背景に⁶、1%弱程度の伸びは続くであろう。ただし、経済格差の拡大など近年の社会・経済の変化が、人的資本の質の低下などを通じて潜在成長率を押し下げる可能性もあり、その動向には注意が必要である。

2030年にかけて経済成長率は+1%台後半へ

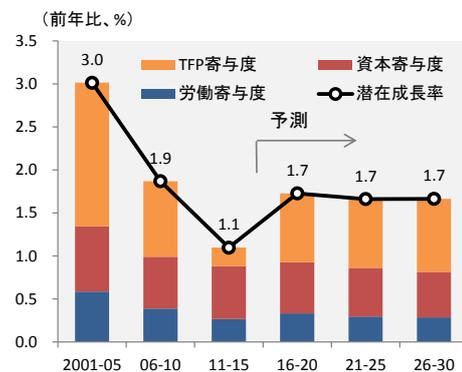
米国の経済成長率は、**2010年代後半にかけて潜在成長率を上回る+2%台前半で推移**すると予想する（図表 2-9）。背景として、第 1 に、**所得環境の改善による消費の拡大**が挙げられる。賃金の伸びは鈍いものの、雇用者数の増加を背景に労働所得は増加しており、消費と所得の増加による内需主導の自律的な回復が続くとみられる。第 2 に、**緩和的な金融政策の継続**が挙げられる。FF 金利の引き上げペースは過去に比べて緩やかになるとみられ、緩和的な環境は続くだろう。

2020年以降は、新興国を中心に海外経済の一段の減速が予想されるほか、高齢化の進行が経済の抑制要因となるが、ICT や研究開発など生産性の向上に向けた資本蓄積が進捗していることから長期停滞は回避され、+1%台後半の経済成長率は維持されるだろう。

ただし、長期停滞回避が標準シナリオであるが、次の 3 点が顕在化した場合、長期停滞に陥る可能性が高まる。第 1 に、**イノベーション力の低下**が挙げられる。雇用の流動性低下や経済格差の拡大・固定化に伴う①人的資本の質の低下や、②投資の停滞、③政治の機能不全による米国経済の競争力低下などにより、イノベーション力が弱まれば、全要素生産性の低下を招き、潜在成長率が低下する可能性がある。第 2 に、**新たな社会・経済変化への対応力の低下**である。人的資本の質の低下や議会の機能不全を背景に、新たなイノベーションを経済成長に十分つなげられない可能性が考えられる。たとえば、労働市場における機械化は、労働移動や制度整備などが進まなければ、生産性向上への寄与は小さいだろう。第 3 に、**中長期の財政再建に向けた取り組みの遅れ**が考えられる。財政政策に関する不確実性が高まる場合や、財政の持続可能性に関する懸念から長期金利が急激に上昇する場合には、国内のマインドや消費、投資が悪化し、経済が下押しされる可能性がある。

図表 2-9

潜在成長率は+1%台後半で推移する見込み
米国の潜在成長率（推計値）



資料：米国商務省、米国労働省の統計を基に三菱総合研究所作成

図表 2-10

2030年にかけて経済成長率は+1%台後半へ
米国の経済見通し

暦年ベース (前年比平均、%)	実績	予測		
	2011-15	2016-20	2021-25	2026-30
実質GDP	2.0	2.2	1.8	1.7
名目GDP	3.7	4.1	3.9	3.7
FFレート誘導水準 (平均)	0.13	1.71	3.75	3.75
失業率 (平均)	7.2	4.8	4.7	4.7

資料：米国商務省、米国労働省、FRB。予測は三菱総合研究所

⁶ 詳しくは、三菱総合研究所「内外経済の中長期展望 2014-2030 年度」（2014 年 4 月 21 日）を参照。
<http://www.mri.co.jp/opinion/column/pr20140421pec01.pdf>