

もう一つのニューエコノミー

～ 今回の景気拡大が今後も長く続く理由～

97年10月9日
大和総研アメリカ
藪中 清弘

(注意:このレポートは、1996年10月24日付当社レポート「今回の景気拡大が長続きするとみる理由」を基にして、Foreign Affairs の July/August 97 に掲載された「The End of The Business Cycle?、Steven Weber 氏」の論文の内容極一部を引用し、加筆、グラフ等を追加、更新したものである。なお、レポート作成を簡単にするためグラフ等は、文章末にまとめている)

景気拡大から6年以上も経ち、過去の基準からすると非常に低い失業率が続いているにもかかわらず、インフレ率が高進していない。失業率が5%台になったところからインフレ率が高進するという大方の予想が、ことごとく外れてきた。このため、米国経済に何か構造変化が起こっているのではないかという見方が最近になって出てきた。米国経済が、今後も順調な経済成長を続け、これまで一般に信じられていたより大きな経済成長を続けてもインフレ率は高進しない経済体質になっているのではないかという期待が高まってきている。

最近の議論の行方をみると、現在の米国のインフレなき景気拡大がこのまま長く続くことを説明するものは何でも、「ニューエコノミー」論と分類してしまう様である(少なくとも、市場の見方としてはそうである)。しかし、大別すると、これまで2~2.5%程度とみられていた潜在成長率が高くなり、自然失業率が低下を続けてきたという見方と、景気循環の波が小さくなったのではないかという見方の二つになる様に思われる。このレポートでは、その後者の部分について、まとめたものである。ただし、この部分については、ほぼ一年前の当社のレポート「今回の景気拡大が長続きするとみる理由」において、すでに指摘していた事実がほとんどである。したがって、このレポートでは、1年前のレポートを基にして、データを直近のものに更新するとともに、新たな内容を付け加えている。

現在の景気拡大は、1997年10月までで79ヶ月になる(景気の谷を含めずに)。これで、1954年以来32回の景気拡大局面で、第4番めの長さになった(後もう1ヶ月景気拡大が続けば、80ヶ月で史上3番め)。現在でも当社は、1年前のレポートでも指摘した様に、今回の景気拡大局面は、大きな外的ショックでもない限り、今後も相当長く続くと考えている。

(在庫率の趨勢的な低下傾向)

その理由の一つは、在庫の水準が十分コントロールされていることである。現在7月まで明らかになっている企業在庫統計の在庫率（製造業＋卸売業＋小売業）をみると、極めて低水準であることがわかる（[図1参照](#)）。そもそも、在庫率は趨勢として低下してきている。これは、80年代後半から急速に進展してきた製造業を中心とした在庫管理技術の成果であろう（[図2参照](#)）。さらに、企業在庫統計より範囲の広いGDPベースの在庫率をみても、直近の数字（第2四半期）が2.37ヶ月であり、**過去最低**の水準になっている（[図3参照](#)）。こうした、在庫率の傾向的な低下は、在庫循環による景気後退の可能性を小さくすることになる。

（経済のサービス化の進展）

これまで、一貫して進展してきた経済のサービス化も、景気変動の波を小さくする要因であろう。経済のサービス化の進展で、製造業の経済全体に占める比率は、農業を除く雇用者数でみて、現在（9月）僅か15.1%であり、これは10年前に比べて3.5%ポイント低下、20年前に比べて8.7%ポイントの低下、30年前に比べて14.2%ポイントも低下している。これとは対照的に狭義のサービス業は、現在29.2%もあり、10年前に比べて5.4%ポイントも上昇、20年前に比べて10.6%ポイントの上昇、30年前に比べて13.8%ポイント上昇している。狭義のサービス業は、その性格上、在庫を持たない産業であり、在庫の増減が景気変動を起こすとしたら、こうした経済のサービス化が、在庫を持つ産業の割合を小さくし、景気変動の波を小さくしていることは間違いない事実であろう。ちなみに、当社の定義による在庫を持たない産業が農業を除く経済全体に占める比率は、97年9月現在で56.3%と半分を超えており、ほぼ一貫して増加を続けてきた（[図4参照](#)）。さらに、在庫を持つかどうかを別ににしても、サービス業が製造業に比べて、その業況の変動が小さいことは明らかである。例えば、理髪店、レストラン、医者、政府機関の各種サービスは、自動車製造業に比べて、その業況は安定しているだろう。この結果、景気変動に大きな影響を与える雇用者数の変動も相対的に小さくなる。

（設備投資の懐妊期間の減少）

次は、需要項目の中では景気変動の主役になるはずの、設備投資の景気変動に与える影響が、小さくなっていることについて述べる。設備投資は、それ自体が有効需要であると同時に、生産能力創出効果がある（投資の二面性）。しかし、生産能力が高まるには、一定の期間（投資の懐妊期間）が必要である。**この投資の懐妊期間が過去に比べてかなり短くなっている。当然、この懐妊期間が短いほど、需要の変動に応じた適量の設備投資が可能になる。したがって、余剰生産設備が発生し、投資が抑制され、設備投資需要が急減速して景気後退に陥る、というリスクが小さくなる**（詳しくは、大和総研ワシントン レポート No.98-089「なぜ金融政策の有効性が、
、鍵を握るのは投資の懐妊期間」参照。

設備投資は生産ロボット、コンピュータ、工作機等の**機械**と工場プラント等の**建物**に分けられる。まず、機械と建物では、機械の方が投資の懐妊期間が短いことは容易に想像がつく。そして、投資の懐妊期間の長い建設投資の設備投資に占める割合はほぼ一貫して低下してきた(**図5参照**)。さらに、数年前から折りにふれて指摘してきたように、近年のコンピュータ投資は急激に増加を続けている(**コンピュータ投資は** 1991年第2四半期から1997年第2四半期まで前期比年率で**ほぼ二桁増を続けている**)。この結果、機械の設備投資に占めるコンピュータ投資の割合は近年急上昇している(**図6参照**)。ここで、コンピュータ投資とそれ以外の機械投資の懐妊期間を比べると、想像の域を出ないが、前者の方が短いのではないかとみられる。例えば、かなり規模の大きい生産機械を考えると、普通、その機械を導入してすぐに生産に入れる訳ではない。まず、入念な計画のもとに据え付けし、その機械のためだけに生産技術部の様なところが、例えば材料の温度等のさまざまな最適生産条件を決めるために、試作を繰り返す。定常的に生産できる様になった後に、従業員を教育し、やっと生産に入れるのが普通である。この間に2~3年経ってしまうことも珍しくない聞く。

ところが、大半がパーソナルコンピュータとみられるコンピュータ投資の場合は、一般的なソフトウェアはすでに導入されている場合が多い。かつ、読み、書き、そろばん、ではなくてパーソナルコンピュータの使用がリテラシーとなっている米国社会では、それを使用するための教育期間も相対的に短くなり、結果として、平均的な設備投資の懐妊期間が短くなるとみてよいのではないか。これが、設備投資増減の景気変動に与える影響が小さくなっていく理由である(この辺の議論は、ニューエコノミー論としては、一般には出て来ていないが、景気変動の波を小さくすると言う意味で重要であり、ニューエコノミー論に含めてもよいと思う)。また、コンピュータ自体は、短期間で、より性能の高いものに変わっていき、他の設備投資に比べて相対的に多くの更新投資を期待できることも、今後、設備投資が急減しない理由の一つであろう。

(生産のグローバル化)

ポータレスエコノミーの進展も、景気循環を小さくする。それは、海外の生産が、国内の需給ギャップを緩和する度合いが、依然にも増して大きくなっているということである。実際、**輸入等**のGDPに占める比率は、当社でデータを入手している範囲で最も古い1947年第1四半期には、僅か3.5%であった。それが、ほぼ一貫して上昇し、直近の1997年第2四半期には、15.4%にもなっている。これをサービスを含まない商品でみると、財のGDPの中に占める商品輸入の割合は、7.1%(1947年第1四半期)から33.6%(1997年第2四半期)にもなっている。更に、機械の設備投資の輸入依存度は、1969年第1四半期には僅か13.7%であった。これが、1997年第2四半期には、なんと55.

8%にもなっている(図7参照)。この数字は、当社の試算であり、輸入依存度の定義の方法によって、どんな数字にもなる。しかし、経済の国際化の進展と共に、設備投資需要のかなりの部分が、輸入品によって占められてしまっていることは事実であろう。しかも、こうした資本財を供給できる主な国は、自国アメリカを含めて、日本、ドイツなど非常に限られた国でしかない。そのドイツ、特に日本の国内景気はかなり低迷している。したがって、資本財ということに限っても、これらの国の供給余力は非常に高いとあってよい。米国は、先進国の中で際立って景気がよい。したがって、設備稼働率もある程度高い。稼働率が上昇すれば、米国以外の国が、その需給ギャップを埋める事ができるのである。こうした、国際化の進展は、景気循環の波を確実に小さくしているといつてよいのではないか。

(景気拡大が今後も長く続くとみる最大の理由は、これまでの物価安定)

以上のように在庫管理技術が進展してきたこと、在庫を持つ産業の経済に占める割合が小さくなっていること、設備投資の懐妊期間が短くなってきたこと、生産がグローバル化していること等が景気循環の波を小さくしていると考えられる。これらに加えて、近年の物価超安定も、今回の景気が長続きする大きな理由である。

景気拡大が続くと、次第に、労働市場、財市場の需給が逼迫する。すなわち、デフレギャップ(潜在GDPと実際のGDPとの差)が次第に小さくなり、超過需要が発生しそうになる。この結果、物価上昇率が加速する。連銀は、物価上昇率の加速を抑制するため、適度の利上げを行う。しかし、金利引き上げの程度と、それが需要を抑制するまでのタイムラグがわからないこと、耐久財への投資、消費のペントアップデマンドが充足されること等から起こる自律的な需要の減速の程度を見極めるのが難しいこと等の理由で、結果として、過度の利上げになり、景気が後退局面に陥る。つまり、物価上昇率が高ければ高いほど、連銀の利上げが素早く、かつ、その程度が大きくなり、過度の金利引き上げになり易い。逆に、理由はともかく、物価が安定している時期には、景気拡大を犠牲にしてまで、物価上昇を抑える必要がなく、景気が長続きするということになる

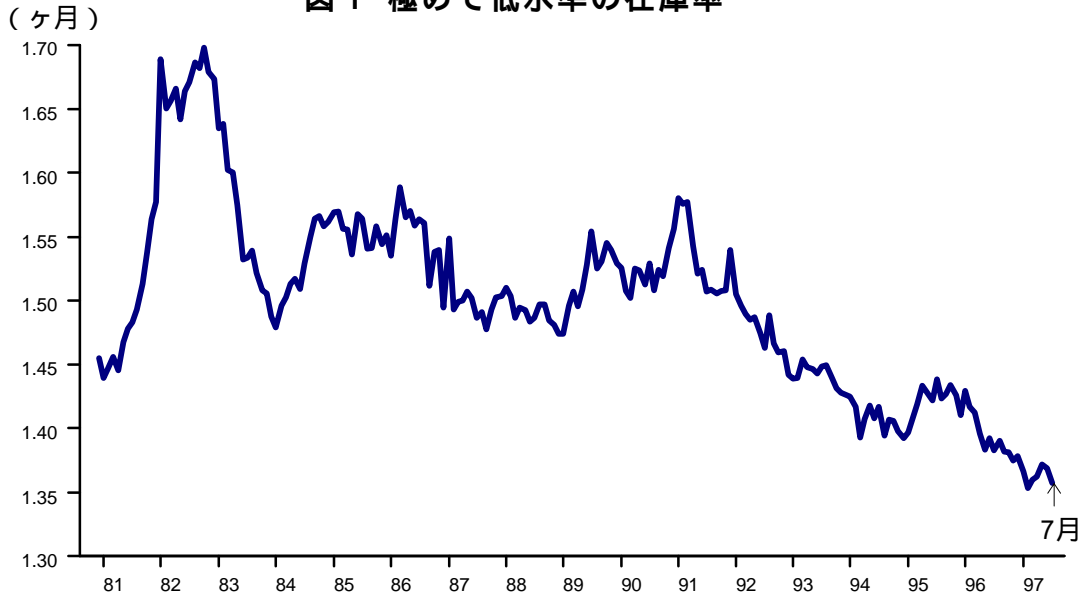
今回の景気拡大局面は10月現在で79ヶ月目に入る。記録が残っている1854年からの32回の景気拡大期間の中で、最も長い拡大期間が、1961年2月を景気の谷とする106ヶ月、第2番めが1982年11月(景気の谷)から始まった92ヶ月、第3番めが1938年6月から始まった80ヶ月である。したがって、今回の景気拡大局面はすでに第3番目の長さにはほぼ並んでいるわけだ。この中で、消費者物価の統計が入手できる1947年からの期間で見ると、最も物価が安定していた期間が、景気拡大期間が最も長かった1961年2月から始まった景気拡大である。そして、見方にもよるが、第2番めに物価が安定しているのが今回の景気拡大期間である。また、第3番め(1947年以降)に長い景気拡大期間も物価

はかなり安定していたといってよい。一方、この中で（1947年以降）、最も短命に終わった景気拡大は1980年7月（景気の谷）から始まる僅か12ヶ月間で、この期間の消費者物価上昇率は、前年同月比上昇率で9.6～13.1%にも及び、景気拡大期間の中では最も高い（[図8参照](#)）。

上記以外に付け加えるとすれば、金融機関の財務体質の改善も今回の景気拡大期間が長続きする理由の一つである。金融機関の財務体質は、1980年代後半に急速に悪化し、クレジットクライシの様相を呈するまでになっていた。しかし、すでに景気拡大局面に入っほぼ2年も経過していた1994年1月までFFレートの誘導水準を3.0%、実質金利で0%に据え置く等の金融政策の支援もあり、金融機関の財務体質は、見事に改善した。実際、米国商業銀行の不良資産は1991年末の1千億ドルから、1995年末には389億ドルに、構成比で見ると、3.02%から0.92%と、3分の1以下に圧縮され、1985年の時点と比べても半分以下になっている（[表9参照](#)）。この結果、今後たとえ、短期金利が上昇することがあっても、銀行側からの要因による、資金供給不足からの景気後退の可能性が小さくなっている。

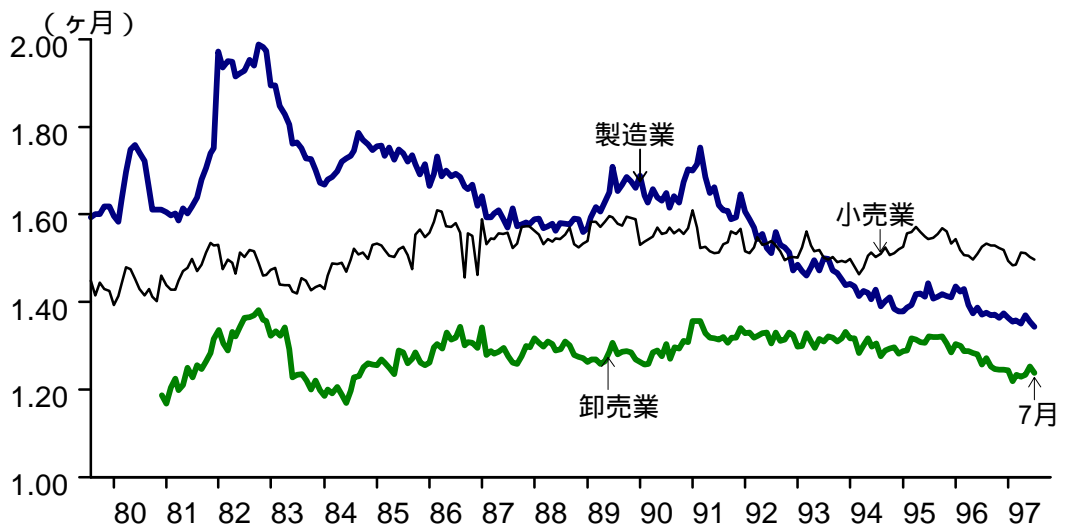
これまで述べてきたことは、経済事象である限り、お互いに関連しており、説明が循環的になることは、ある程度やむを得ない。例えば、設備投資の懐妊期間が短くなったために、設備過剰を未然に防ぐことができ、その結果、過剰生産、過剰在庫がなくなり、景気過熱を防ぎ、物価が安定してきたとの説明もできる。また、設備投資額（雇用者一人当たり）が相対的に大きく、在庫を持つ製造業の経済に占める比率が低下しているために、設備投資循環、在庫循環の景気変動に与える影響が少なくなっているとの説明も可能である。今回のレポートでは、触れていないが、潜在成長率がひと頃考えられていたより高いとみられることと共に、これまで述べてきた、景気循環の波が小さくする様な要因が、今回のインフレなき長い景気拡大、ベストシナリオを辿る米国経済を演出してきたのではないかとみている。そして、こうした変化はいきなり起こったわけではない、何年、何十年もかけて、起こってきた変化である。しかし、徐々にではあっても不可逆的变化であり、構造変化といってもよい。

図1 極めて低水準の在庫率



(備考) 出所は企業在庫出荷統計

図2 趨勢として低下してきた製造業の在庫率



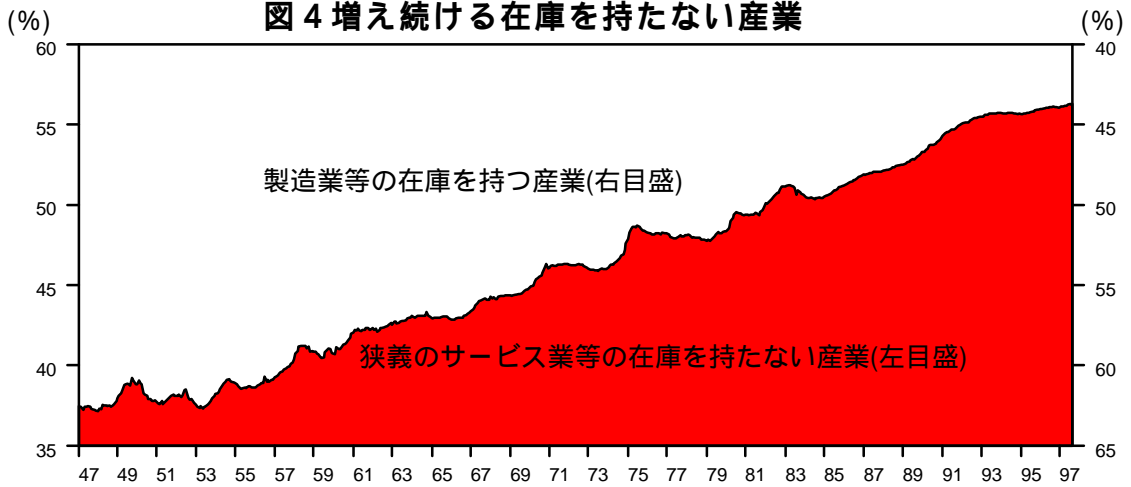
(備考) 出所は企業在庫出荷統計

図3 極めて低水準の在庫率



(備考) 出所は、商務省のGDP統計、名目在庫水準 / 名目最終需要であり、単位は四半期ではなく、月数である。図1、図2の在庫率と比べてかなり違うのは、企業在庫統計は製造業、卸売業、小売業だけを対象としているのに対して、GDP統計の方は、農業、建設業等を含む経済全体を対象としていることと、企業在庫統計の方には、中間生産物も含まれていること等による。

図4 増え続ける在庫を持たない産業



(備考) それぞれの産業の雇用者数の構成比、在庫を持つ産業は Mining、Construction、Manufacturing、Wholesale trade、Retail trade の合計、Services、Transportation & public utilities、Finance、Insurance and real estate、Government の合計で、それぞれ非農業雇用者数の内訳である。

図5 低下してきた建設投資の割合

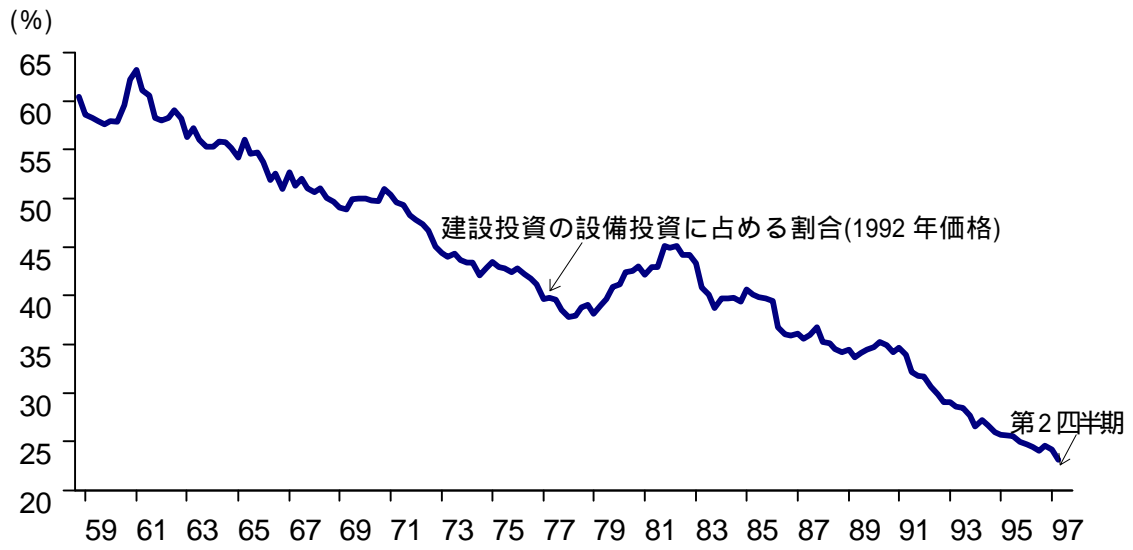


図6 急激に増加したコンピュータ投資

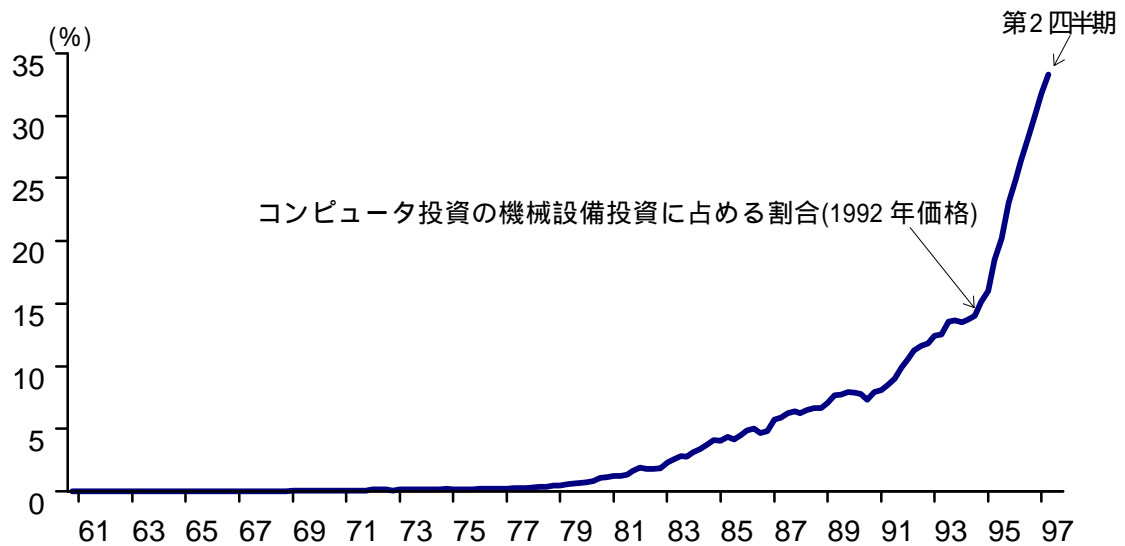
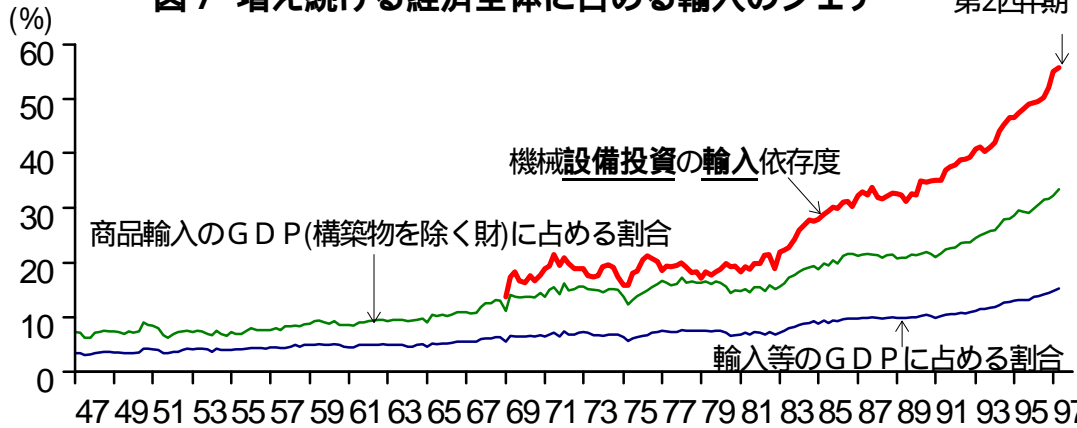


図7 増え続ける経済全体に占める輸入のシェア

第2四半期



(備考)出所は商務省「GDP統計」、92年基準の実質の数字を基に試算している。設備投資の輸入依存度の分母は、「Nonresidential Private Fixed Investment」の「Producers' Durable Equipment」、分子は、「Imports of Goods」の「Capital goods」である。ただし、分子で、月次の商品輸入の「Automotive Vehicles, Engines & Parts」、「Engines-civilian aircraft」、「Civilian Aircraft」と対応するとみられる部分を、GDP統計の「個人消費」として「Motor Vehicles and Parts」と、「設備投資」として「Transportation & Related Equipment」の割合で案分し、個人消費の部分を差し引いた。また、同じく貿易統計の「Computer accessories」、「Semiconductors」、「Computers」と対応するとみられる部分を、GDP統計の「個人消費」として「Computers」と、「設備投資」として「Computers and Peripheral Equipment」の割合で案分している。ただし、簡単のため、貿易統計については、96年と97年1～7月の累計を用いた。

図8 物価が安定している時の景気拡大は長い



表9 十分減少した銀行の不良資産

	資産	不良資産	構成比
1985	2,731	51.1	1.87%
1986	2,941	57.4	1.95%
1987	3,001	73.8	2.46%
1988	3,131	67.0	2.14%
1989	3,299	74.6	2.26%
1990	3,389	99.6	2.94%
1991	3,431	103.6	3.02%
1992	3,506	89.1	2.54%
1993	3,706	59.7	1.61%
1994	4,011	40.5	1.01%
1995	4,229	38.9	0.92%

(備考)単位は10億ドル、FDICの資料に基づいて、当社金融担当アナリストのデブラ・デルマンによる試算、不良資産は、Non performing assetsのこと、Loans and leases 90days past due and other real estate ownedを含む