

小野 亮（みずほ総合研究所 主席研究員）

米国経済を取り巻く市場環境が激変している。中国をはじめとする新興国経済と欧州経済の減速を背景に、2015年には世界経済の唯一のけん引役として米国経済に期待が集まっていたが、今や米国自身に不安の目すら向けられるようになった。

こうした背景には、急速に進む原油安とドル高がある。原油安は消費者にとって恩恵であり、ドル高も米国経済の強さの表れと考えることができるが、樂觀ばかりしてられない。本稿ではこの2つの問題に焦点を当て、影響を考察する。

1. 力強さを増す米労働市場

(1) 伸びを高め、広がりを見せる雇用

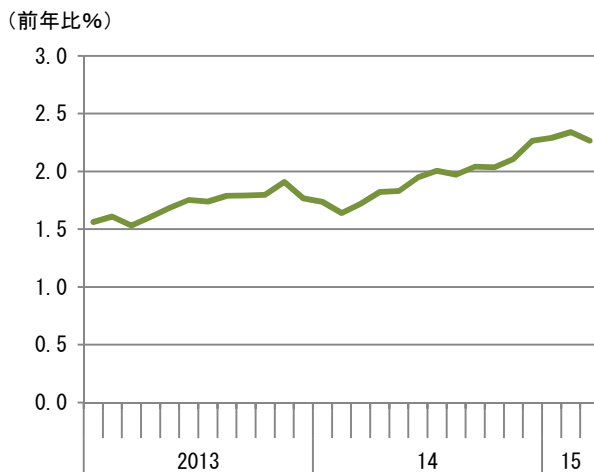
始めに米国経済の強さを確認しておこう。それは雇用表れている。

非農業部門雇用者数は2015年3月時点で前年比+2.3%の伸びとなった(図表1)。強烈な寒波に見舞われて米国の経済活動が停滞した2014年初めを底に、雇用の伸びは緩やかに加速している。

+2.3%という伸びは実に2000年6月以来であり、米国の労働市場には、前回の景気拡張局面(2001年11月～2007年12月)には一度も見られなかったほどの勢いがあるということだ。

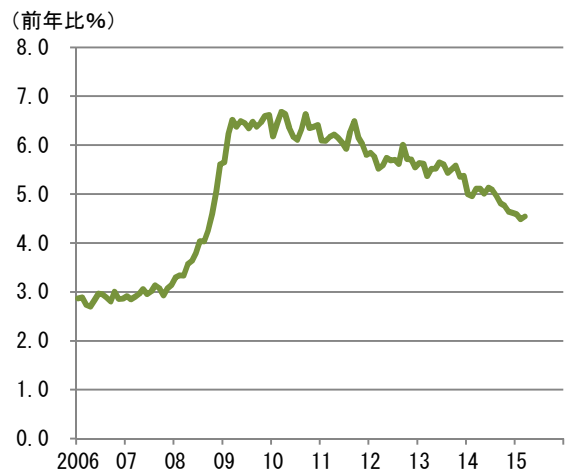
こうした雇用の強さは、市場参加者も予想していなかった。2014年11月から2015年2月までの雇用増加数(前月比)は、いずれも市場予想を上

図表1 非農業部門雇用者数



資料:米国労働省

図表2 部分的失業者



注:本来はフルタイムを希望するパートタイム労働者の比率。
資料:米国労働省

回った。

雇用のすそ野も広い。民間 263 業種のうち、どれほどの業種で雇用が増えているのかを表すデフュージョン・インデックス (DI) は 2015 年 3 月 61.4 となり、基準である 50 を大きく上回っている。

(2) 雇用の質も改善

米国の労働市場が抱える「雇用の質」や長期失業という問題も改善がみられる。

「雇用の質」には様々な切り口があるが、特に注目されてきたものとしてパート労働者に関する問題がある。彼らの中には、フルタイムでの就労を希望しながら、そうした就職口が見つからないために、仕方なくパート労働に就いている労働者が多い。こうした労働者は、自ら進んでパートタイムを選んだ労働者やフルタイムの労働者と同じ就業者ではあるが、明らかに「雇用の質」に問題を抱えている。彼らは、本来フルタイムで働く用意と意欲があるという点で「部分的に失業している」状態なのである。

農業従事者を除く就業者全体のうち、こうした

部分的失業状態にあるパートタイム労働者が占める比率は、2007 年には 3% 近傍だったが、金融危機後の最悪期には 6.7% にまで上昇した。その後、景気回復と共に同比率はゆっくりと低下し、2015 年 3 月には 4.5% まで改善した (図表 2)。

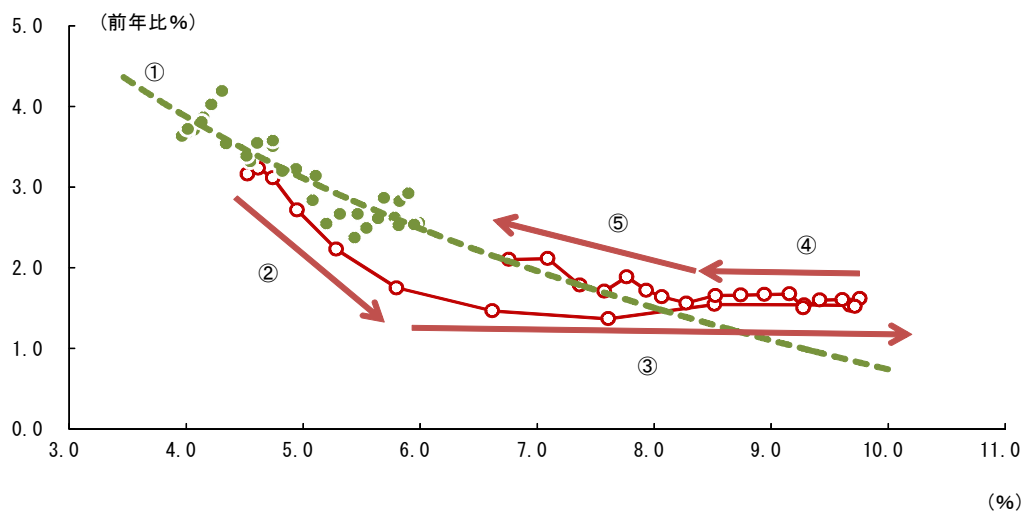
また、「労働者のスキルが陳腐化するリスク」を抱える長期失業者の割合も減ってきている。失業期間が 27 週 (半年) 以上にわたる長期失業者は失業者全体の 30% 近傍であり、最悪期と比べると 15% ポイントほど低下している。

(3) 関心集める賃金の伸び

労働需給の改善を通じ、停滞感のあった賃金も今後は伸びが高まっていくとみられる。賃金は米国の金融政策の行方を占う上でも重要である。米連邦準備制度理事会 (FRB) は、インフレ率が目標の 2% に向かって持ち直していくという確かな根拠があれば、利上げを開始できると考えている。その有力な材料の一つが賃金の伸びの高まりなのである。

図表 3 は、失業率と賃金の伸びの関係を示したものであり、フィリップス曲線として知られてい

図表 3 失業率と賃金



注: 失業率は 2 四半期前から 6 四半期前の平均。賃金は雇用コスト指数の付加価値を除くベース。

●印は 2000 年から 2007 年まで、○印は 2008 年以降。

資料: 米国労働省よりみずほ総合研究所作成

る。これを見ると、2000年から2007年の間、失業率と賃金の伸びは逆相関の関係があったことが分かる（●印, ①は推計で求めた近似曲線）。

しかし金融危機が起きた2008年以後、失業率と賃金はフィリップス曲線から外れた動きを見せるようになった（○印）。

まず図表3の矢印②で示した局面では、失業率と賃金がフィリップス曲線の下側で推移するようになった。金融危機による景気悪化の当初、米企業は賃金の伸びを労働需給で決まる水準よりも低く抑えたということである。

しかしほどなくして、賃金の伸びは下げ止まり、失業率が上昇し始めた（矢印③）。景気悪化が深刻であったため、賃金だけでは雇用コストの抑制が不十分となり、米企業は雇用調整に踏み切ったのである。

そうした結果、次第に、失業率と賃金はフィリップス曲線よりも上側で推移するようになった。労働需給で決まるよりも割高な賃金が支払われたのである。この一因として、賃金を抑制し過ぎ

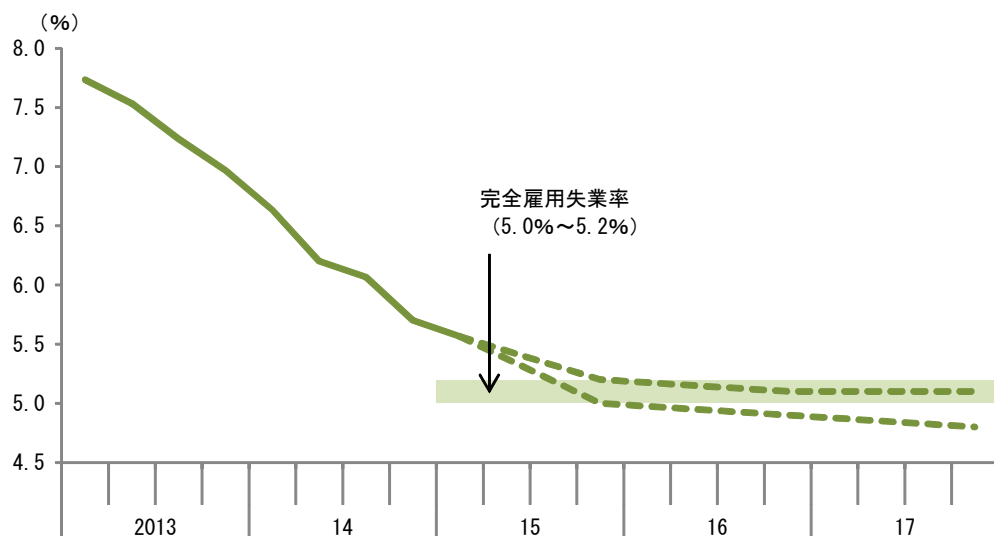
ると優秀な人材をライバル企業に奪われてしまう問題があったとみられる。

一方、景気回復が進むにつれ、米企業は雇用調整を緩めるようになり、失業率が低下し始めた（矢印④）。長い間、賃金の伸びが抑えられる状態が続いたが、最近では失業率と賃金が元のフィリップス曲線に重なるようになった（矢印⑤）。失業率の低下につれて、賃金の伸びが緩やかに高まるようになったのである。

FRBによれば、今後、失業率はかなり堅調に推移するという（図表4）。今年3月に公表された見通しによれば、2015年から2017年までの失業率（各年第4四半期平均）は、米国の労働市場が完全に正常化した場合に達成されると見込まれる水準（以下、完全雇用失業率）と同じか、それを下回って推移すると見込まれている。

FRBによれば完全雇用失業率は5.0%~5.2%である。これをフィリップス曲線に当てはめると、米国では賃金の伸びが3%程度まで高まっていくと期待できる。

図表4 失業率と完全雇用失業率



注:点線はFRB高官らの見通し集計値（各年第4四半期平均）で、上位3人と下位3人の見通しを除く「中央傾向値」と呼ばれるレンジの上限と下限。
資料:FRBよりみずほ総合研究所作成

2. 原油安の功罪

(1) 逆オイルショック

昨年終盤から今年初めにかけて原油価格が暴落した(図表5)。落ち込みの大きさと速さを踏まえると、1986年に起きた「逆オイルショック」の再来と言えそうだ。

昨年6月には原油価格は1バレル105.8ドル(WTI, 月中平均, 以下同じ)を付けていた。しかしその後、原油価格は世界経済の減速懸念や、中東原油の供給途絶リスクの後退などを背景として急速に低下し始めた。特に原油価格に大きな影響を与えたのは、①国際通貨基金(IMF)による世界経済見通しの下方修正(10/7)、②国際エネルギー機関(IEA)による原油需要予測の下方修正(10/14)、③石油輸出国機構(OPEC)による減産見送り(11/27)である。また今年に入ってから、米国における原油在庫の急速な積み上がりも原油価格の持ち直しを抑える要因となっている。

こうした結果、昨年のピークと比べると原油価

格は今年2月時点で5割ほど低下した。2008年の金融危機時を除けば、これほどの急落は逆オイルショックと言われた1986年以来であり、およそ30年ぶりのことである。

(2) 米国への恩恵

世界最大の原油消費国である米国にとって、原油安は大きな恩恵をもたらす。

2014年、米国の家計は年間3,600億ドル(43兆円, 1ドル120円として換算)をガソリン代として支払った。今年2月時点のガソリン価格は前年比35%下落しているため、ガソリン価格がこのままの水準で推移するとすれば、今年は3,600億ドルの35%, 1,240億ドル(1ドル120円換算で15兆円)相当のガソリン代が浮く。年間可処分所得の1%弱に相当する“大型減税”が、この夏の本格的なドライブ・シーズンに待っていると言うことができるだろう。

FRBも、今までのところ原油安による米国経済への影響はプラスとみている。今年2月に公表

図表5 原油価格(WTI)



資料: 米エネルギー情報局 (EIA)

した「金融政策報告」によれば、原油の純輸入国である新興アジア諸国、日本、ユーロ圏と並んで米国では、原油安で浮いたお金の大部分が消費に回ると見込まれている。

(3) シェールオイル・ブームの終焉

しかし、原油安は米国経済に恩恵を与えるばかりではない。高い原油価格を前提としてきたシェールオイル・ブームが終焉を迎える恐れが高まっている。

すでにエネルギー部門では調整が始まった。最初に明らかになったのは、石油を採掘するために使う掘削装置（リグ）の稼働数の減少である。石油関連サービス大手のベーカー・ヒューズ社（Baker Hughes）によれば、米国で稼働中の掘削リグの数は原油価格と共に 2014 年半ばにピークを付け、同年終盤にかけて急減した。今年 2 月末時点では 570 基と、ピークと比べて 4 割も減っている。

雇用調整の足音も聞こえ始めている。民間調査

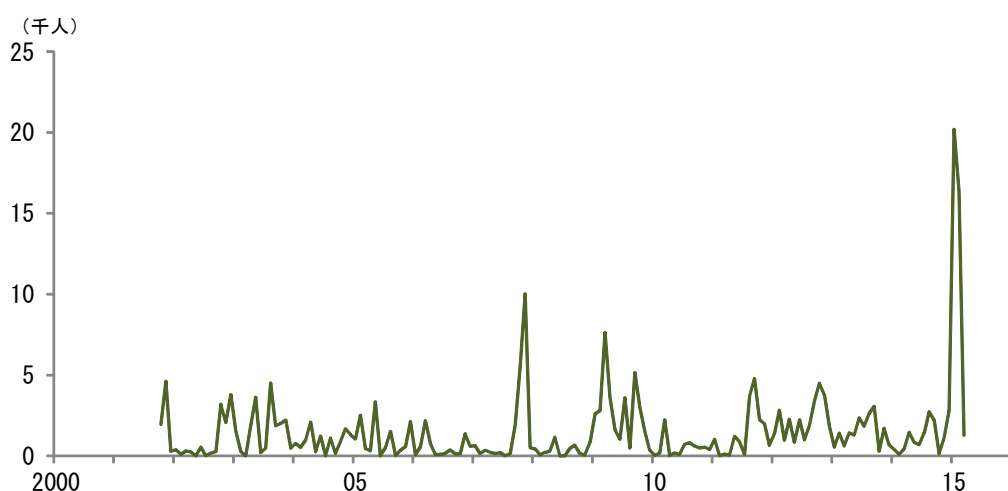
会社チャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマス（Challenger, Gray & Christmas）によれば、今年 1、2 月に計 3.6 万人の一時解雇（レイオフ）計画が発表された（図表 6）。前述したように、米国の雇用は力強く拡大している。雇用調整が 3.6 万人程度に留まるなら、米国経済が腰折れることはないだろう。実際、3 月にはレイオフ計画の発表が一服した。しかし、次に述べるように原油安によるエネルギー部門以外への波及リスクには警戒が怠れない。

(4) テキサスは無事か

原油安による負の影響を考える際に欠かせないのが「地域」という視点だ。シェールブームに沸いてきた地域に目をむけると、原油安の影響がエネルギー産業だけに留まらず、大きな広がりを持つリスクが浮かび上がる。

これまでシェールブームに沸いてきた地域として最も有名なのはノースダコタ州であろう。米国内には 7 つのシェールガス、シェールオイルの

図表 6 エネルギー産業のレイオフ計画



資料:チャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマス

産地があるが、ノースダコタ州はその産地の1つであるバックケン (Bakken) を有する (図表7)。

しかし米国経済へのインパクトという点では、ノースダコタ州よりもテキサス州の行方が重要である。テキサス州はイーグル・フォード (Eagle Ford) とペルミアン (Permian) の2つの巨大シェール産地を抱え、州内総生産 (GSP) は米国全体の1割にも達する。片やノースダコタ州のGSPはテキサス州の27分の1に過ぎない。

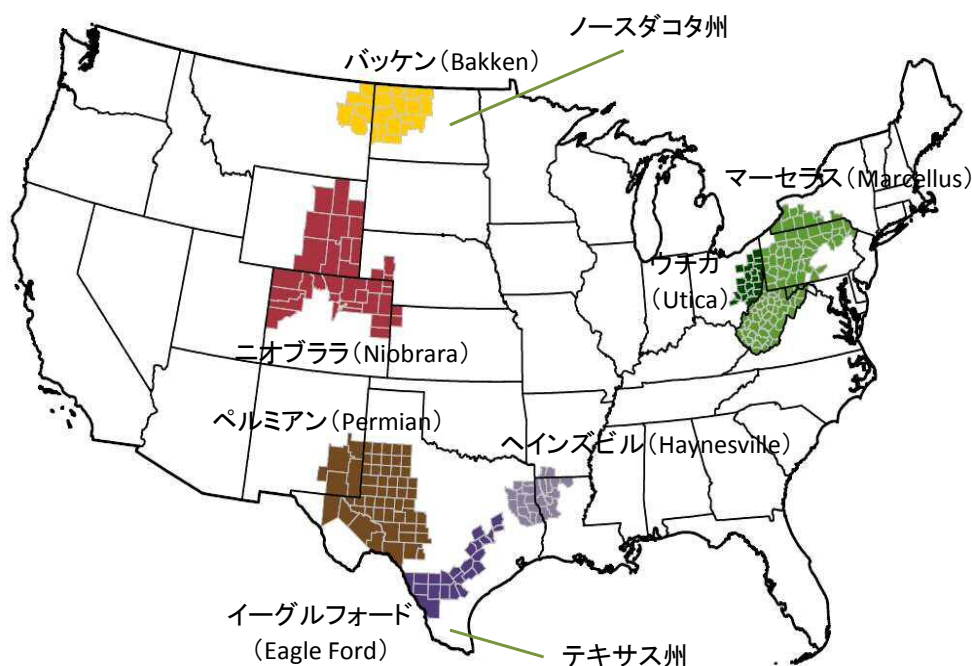
テキサス州は全米最大のエネルギー産業集積地であり、米国全体でみた鉱業部門の粗付加価値のうち46% (2013年) がテキサス州で生み出された。テキサス経済そのものもエネルギー産業依存度が大きく、GSPに占める鉱業部門の比率は13%と、50州の中で6番目に高い。

気になるのはかつてテキサス州から火が付いた危機の記憶である。1986年の逆オイルショックは、テキサス経済が景気後退に陥った原因となっただけではなく、全国的な銀行危機の引き金にもなった。

逆オイルショックの際、テキサス州のGSPは実質ベースで前年比2%以上落ち込んだ。前年の85年には+4.5%の高成長を遂げていたことを踏まえると、景気悪化は急速かつ深刻だったと言えるだろう。テキサス経済の落ち込みによって、米国の実質経済成長率は0.5%も押し下げられた。

厳しい景気後退にテキサス経済が陥ったのは、エネルギー産業の拡大を前提に様々な経済活動が回っていたためである。その1つが商業用不動産市場だった。1988年12月、当時全米で深刻化

図表7 米国の主要シェール産地



資料:米エネルギー情報局 (EIA) よりみずほ総合研究所作成

していた貯蓄貸付組合（S&L）と呼ばれる金融機関の経営破たんを扱ったロサンゼルス・タイムズ紙の記事に、次のような一節がある。

「サンベルト貯蓄貸付組合の浮沈は、過去 10 年間のテキサス経済の浮沈そのものだ。最初はとても調子が良かったが、レースの終盤、最後の直線で倒れ込んだ。原油価格の上昇が不動産ブームに火を付け、原油安がバブル崩壊の引き金となった。」

米国の銀行監督当局も監視を強めている。石油産業を支えてきた関連産業は幅広い。オフィス・スペースやホテルなどの商業用不動産や、雇用増を見込んだ住宅地の開発がある。運送業やレストランなどのサービス業もあれば、原油掘削機械を取り扱う商社もある。

銀行の貸出動向をみると、テキサス州では建設・土地開発融資や商業用不動産向け融資が他の州と比べて高い伸びを示している。原油安によってこうした融資の焦げ付きがどれだけ広がるのか、また銀行はどれだけ耐えられるのか、今後の行方が注目されている。

3. 問われるドル高への耐久力

(1) 広がる内外の金融政策格差

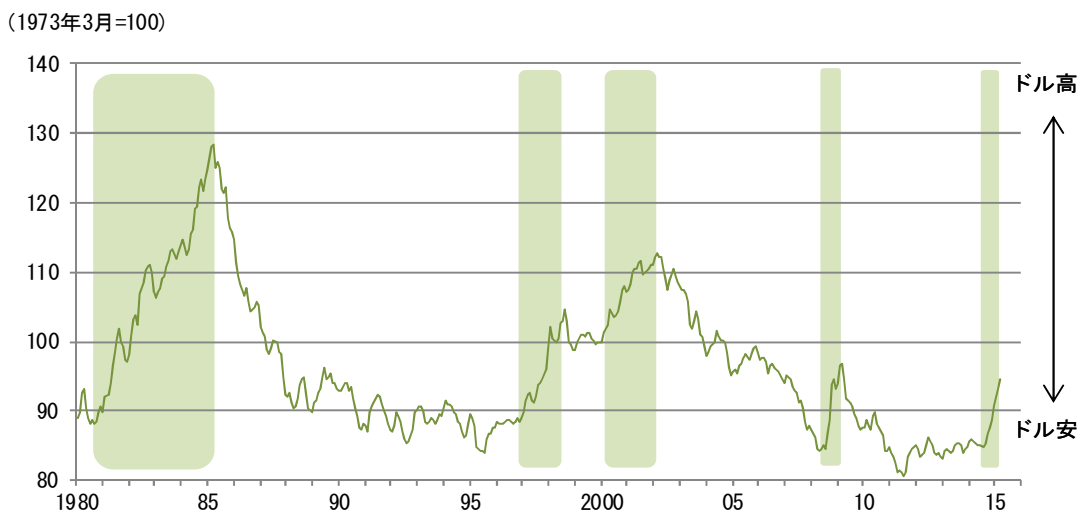
FRB によれば、ドルの実質実効レートは 2014 年半ばからの半年ほどで 10% 近く上昇した（図表 8）。実質実効レートが短期間でこれほど上昇したのは、1997 年のアジア通貨危機と 2008 年の金融危機という金融市場の危機的状況を除けば、1980 年代前半まで遡る必要がある。

金融市場が危機的状況に陥ると、投資家の安全資産志向が強まり、国際準備通貨であるドルが買われる。

一方、1980 年代前半にドル高が進んだ理由は巨額の財政赤字があった。レーガン政権下で大統領経済諮問委員会（CEA）委員長を務めていたハーバード大学のマーチン・フェルドシュタイン教授によれば、巨額の財政赤字が米国の実質金利を引き上げ、米国債券に対する海外投資家の需要を刺激し、ドル高につながったと言う。財政赤字によるドル高で米国の外需は悪化し、財政赤字と貿易赤字という「双子の赤字」が誕生したのである。

こうした過去の事例と比較すると、今回のドル

図表 8 ドルの実質実効レート



注：網掛けはドル高局面。
資料：FRB よりみずほ総合研究所作成

高は「金利」という面において1980年代前半に類似している。米国の財政は健全化しており、財政面からの実質金利高は起きていない。しかし、海外経済との景況感格差が大きく、米国と他の金融政策の方向性が大きく乖離している。FRBは利上げを間近に控える段階にある一方、欧州中央銀行（ECB）をはじめとする他の中央銀行は追加的な金融緩和を指向している。こうした金融政策の方向性の違いによって相対的な米金利高となり、ドル高を招いているのである。

FRBにとって、自ら進める金融政策の正常化によってドル高が進む点は問題にならない。しかし、海外中銀による金融緩和の結果として生じるドル高はコントロールしにくく、その動きに神経を尖らせる必要がある。

（2）外需悪化とデフレーションのリスク

米国経済にとって、ドル高は外需の悪化とデフレーション圧力という負の側面を持つ。

米国経済が健全さを取り戻し、それに応じてゆっくりとFRBの金融政策が正常化に向かい、その結果ドル高が進むのであれば、「ドル高は米国

経済の強さの表れ」（イエレンFRB議長、3/18）として片づけることができる。しかし、前述したように海外中銀による金融緩和も追い風になって進むドル高は、米国経済にとって予想以上の逆風となり得る。

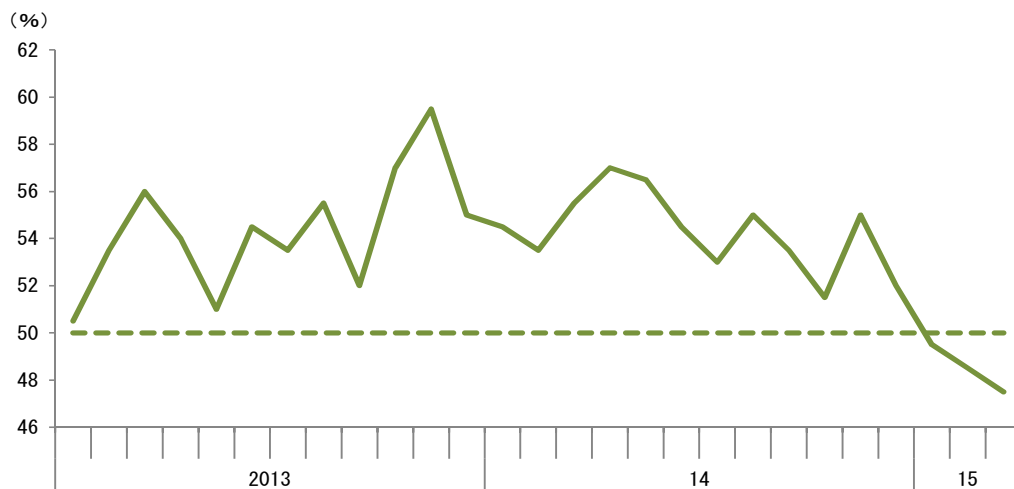
今年3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）は、声明文の中で輸出の減速に言及した。FOMC後に関われた記者会見でも、ドル高の影響を問われたイエレン議長は「景気拡大によって外需が顕著な足かせになる」と答えている。

製造業の業況にも変化がみられる。製造業ISM指数は昨年終盤から急速に低下しており、特に新規輸出受注指数は今年に入り3カ月続けて判断基準の50を割り込んだ（図表9）。

ドル高は物価安定という点でも悩ましい課題をFRBに突き付けている。

FRBは個人消費支出デフレーターで測ったインフレ率が2%になることを物価安定の数値目標として掲げている。しかし実際のインフレ率は2%を大きく下回ったままだ。基調的なインフレ率を表す指標の一つであるコアインフレ率（食料・エネルギーを除くインフレ率）は今年1月時

図表9 米製造業の新規輸出受注指数



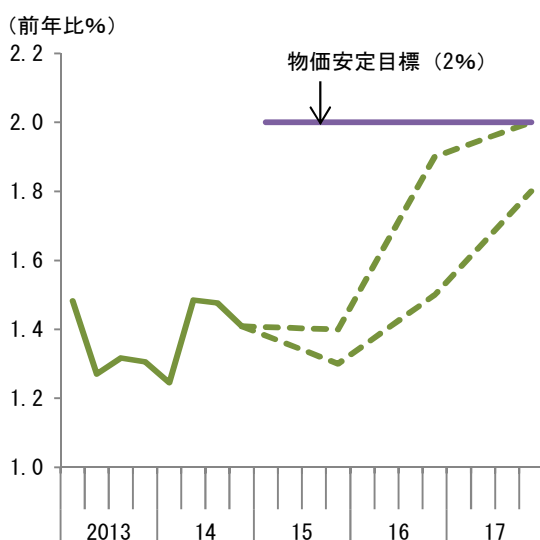
注：50超なら前月比増加、50未満なら前月比減少を表す。
資料：米サブライマネジメント協会

点で前年比+1.3%に留まり、FRBの見通しでも2%の目標に達するのは早くも2017年である(図表10)。

こうした中、急激なドル高はインフレ率の持ち直しを阻害する要因となり得る。既存の実証研究によれば、為替レートの変動が輸入物価の変動を介して国内のインフレ率に影響を与える度合い(「為替レートのパススルー」と呼ばれる)は必ずしも大きくないことが知られている。しかし、パススルーが小さくともドル高の度合いが大きければ、国内のインフレ率には相応の影響が及んでくる。また、低インフレが続く中でのドル高が人々のインフレ期待を押し下げるリスクや、外需悪化による需給ギャップの拡大を通じたインフレ率の下押しリスクもある。

3月のFOMC後の記者会見で、イエレン議長も次のように述べ、為替市場の推移を見守る姿勢を示している。「インフレ率は一段と物価目標を下回った。その多くは原油安を映じている。また、こうした輸入物価の下落がインフレを抑え込ん

図表10 インフレ率とFRBの見通し



注: 食料・エネルギーを除く個人消費支出デフレーター。
点線はFRB高官らの見通し集計値(各年第4四半期平均)で、上位3人と下位3人の見通しを除く「中央傾向値」と呼ばれるレンジの上限と下限。

資料:FRBよりみずほ総合研究所作成

でおり、最近のドル高を踏まえると今後数カ月にわたってインフレの抑制が続くだろう。」

(3) 新興国のドル建て債務問題

ドル高のリスクは米国だけに留まらない。懸念されるのは新興国への影響である。

今年3月に公表された国際決済銀行(BIS)の四半期報告によれば、2014年9月時点で米国向けを除くドル建て信用の残高は9.2兆ドルに達し、4.2兆ドルが債券で残りが銀行貸出の形をとると言う。ドル建て信用は前年比で9%伸びており、2009年末と比較すると伸び率は50%を超える。

国際通貨基金(IMF)のラガルド専務理事も、3月17日にインドで行った講演で、こうしたドル建て債務の積み上がりへの懸念を表明した。IMFの国際収支統計では、2009-2012年の間に新興国市場に流入した資金がグロスで4.5兆ドルにのぼる(図表11)。先進国が金融危機の後遺症に悩む時期、世界の成長を支えた新興国が、巨額の資金を海外から借り入れていたということだ。

ラガルド専務理事によれば、ドル建て債務を抱えながら、その返済原資が自国通貨やドル以外の他の通貨建てとなっている政府や企業が、今般の著しいドル高によって債務返済に窮してしまう恐れがあるという。

ラガルド専務理事はさらに、2013年5、6月に生じた国際金融市場の大きな変動が再び起こるのではないかと述べた。ドル高の背景ともなっている米金融政策の正常化によって、新興国市場から巨額の資金流出が起きるリスクである。2013年には、バーナンキ前FRB議長が量的緩和第3弾(QE3)の縮小・停止に突如言及したことで市場がパニックに陥った。

（４）G20の失策と求められる国際協調

急激かつ大幅な為替変動は米国のみならず世界経済にとって決して望ましいものではない。そうした為替変動を回避するための、国際的な協調が今後必要になってくると思われる。

前述したように、今般のドル高は、米国とそれ以外の国々との金融政策の方向性を巡る違いに起因するが、実はそれだけではない。今年2月10日に開催された20カ国財務大臣・中央銀行総裁会議（G20）の声明文が「通貨戦争」を暗黙裡に認めたことがドル高のスピードを速める要因になっていると思われる。

2月のG20は、ECBによる量的緩和（QE）を名指しして、「物価安定という使命を果たすことを目的としている」のだから問題はないとした。為替相場をターゲットとせず、物価安定など法律によって定められた使命に従う限り、各国中銀による金融緩和を「歓迎」する姿勢を示したのである。こうしたG20の声明によって、物価安定という名の通貨戦争の火ぶたが切って落とされてしまったと考えられる。

急激なドル高を止めるには、一義的には、米国

が金融政策の正常化を止めるか、ECBなどが金融緩和を止めるしかない。しかしいずれも、それぞれの国・地域経済にとって望ましい解決策ではない。むしろ、暗黙裡に通貨安戦争を認めた2月のG20声明を修正することこそ、最善の策であろう。

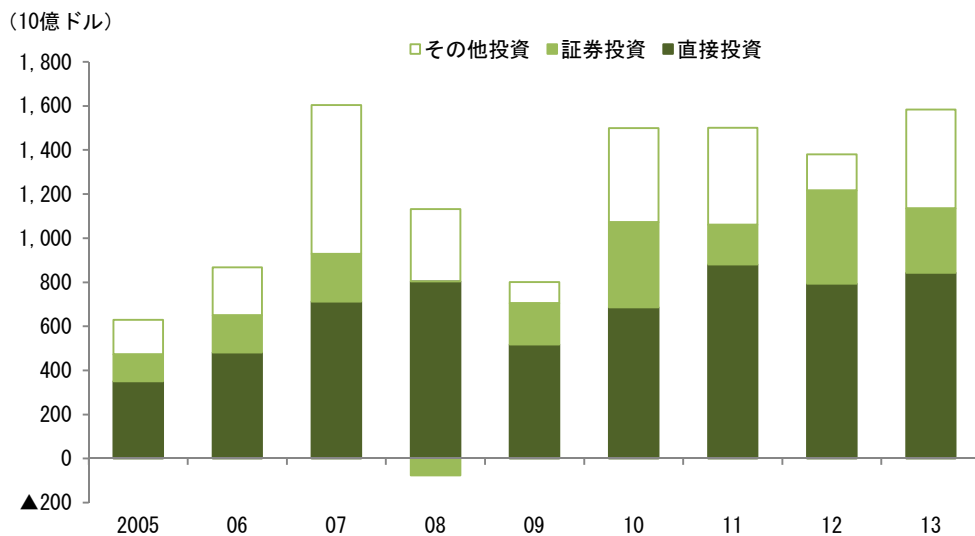
従来の方針に従い、為替相場の水準は各国・地域の金融政策を含むファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）によって決まることを認めつつ、G20は「急激な為替変動は好ましくない」というメッセージを発信する必要がある。

プロフィール

おの まこと

みずほ総合研究所 調査本部欧米調査部兼市場調査部 主席研究員。1990（平成2）年東京大学卒。富士総合研究所入社、ニューヨーク事務所勤務を経て現職。著書に『やっぱりアメリカ経済を学びなさい』（共著、東洋経済新報社）、『激震 原油安経済』（仮題、共著、東洋経済新報社、近刊）等。

図表 11 新興国向け資金流入の動向



資料:IMFよりみずほ総合研究所作成