

Kanno Report

金融市場調査部
シニアフェロー、チーフエコノミスト
菅野 雅明米国企業では労働から IT への代替が進行中
—FRB の利下げには追い風も、金利のボトムは上振れか—KEY
POINT

- 米国では企業の雇用態度が慎重化の一方、IT 投資を含む設備投資意欲は旺盛
- このことは、企業の生産関数面で労働から資本(テクノロジー)への代替が進んでいることを示唆
- 雇用の伸びが鈍化するもインフレ率低下に伴い実質勤労所得の伸びは底堅く、これが実質個人消費を下支え
- 労働投入量の伸びが低下するなかで国内最終需要が堅調に推移することで、労働生産性は上昇、ユニット・レバー・コストは低下。米国経済は減速しつつも好循環が続く可能性
- インフレ圧力の低下は FRB の利下げを容易にする一方、中立金利の上昇は利下げのボトムの水準を上振れさせる可能性
- もっとも、世界経済は不透明要因が多く、FRB は手探りの利下げを続ける見込み

FRB(米連邦準備理事会)は 9 月 FOMC(米連邦公開市場委員会)で 50bp の利下げを決定した。インフレの上振れリスク減少と雇用の下振れリスクの増大について FOMC メンバーが認識したことが背景だ。インフレ率については、FRB が重視する PCE デフレーター(コア)でみると、8 月分の前年比は 2.7%だが、3 か月前比(年率)は 2.1%まで減速してきた。一方、雇用面では、8 月雇用統計で、非農業部門雇用者増加数が 14.2 万人(6-8 月平均では 11.6 万人)と米国労働市場が急速に冷え込んでいることが示された。

一方、企業の設備投資(とくに IT 投資)はやや減速しつつも底堅く推移している。企業行動が委縮して新規採用を抑制しているとは言いがたい。また、個人消費も順調な伸びを示しており、アトランタ連銀の GDPnow によると、7-9 月期の GDP(前期比年率)予測は 3.1%と潜在成長率を大きく上回る伸びを示している。足下で景気後退リスクが高まっているとは言えない。こうした状況下で、企業の労働需要の減少と設備投資の増加を企業行動の面からどのように考えるべきだろうか。一つの仮説は「米国において労働の資本(とくにテクノロジー)による代替が進んでいる」可能性だ。この見方は、米国の労働生産性の上昇、および r^* (アール・スター、自然利子率)上昇とも整合的だ。本稿では、この点について考えてみたい。

1. 雇用関連統計の 2 面性

米国での労働需要の弱まりは雇用統計以外でも確認できる。筆者が重視してきたコンファレンスボード調査の雇用指数 DI(「仕事が潤沢」-「職探しが困難」)も、依然としてプラスの値を維持しているとはいえ、足下で急速に悪化してい

る(図表 1)。他方、雇用環境はさほど悪化していないことを示唆する指標も存在する。企業の解雇者数(図表 2)と新規失業保険申請件数(図表 3、次ページ)だ。企業の解雇者数は JOLTS(雇用動態調査)に基づくが、足下でやや増加しているものの、コロナ禍前の水準を依然下回っている。また、新規失業保険申請件数は足下で減少している。

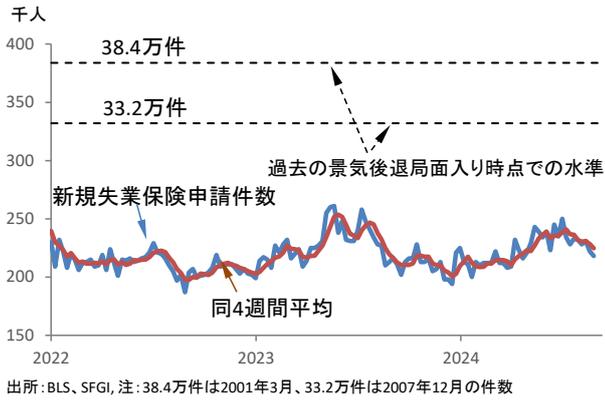
(図表 1) 雇用環境判断 DI



(図表 2) 企業の解雇者数



(図表 3) 新規失業保険申請件数



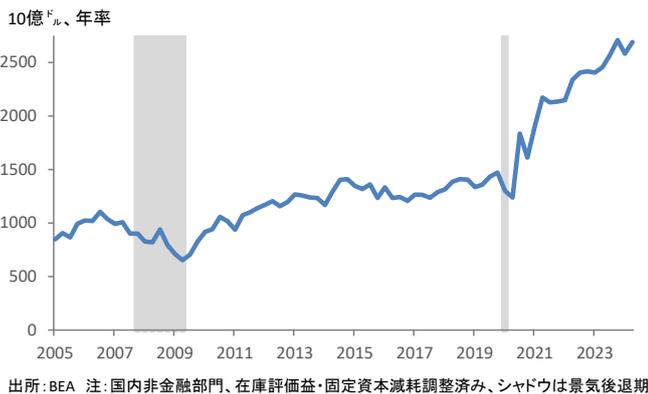
これらの指標は、企業が新規雇用の意欲は減退させつつも、解雇の大幅な増大には踏み切っていないことを示唆している。失業率の上昇には解雇の増加もあるが、移民増を背景とする労働市場への参入増加の側面もある(当レポートシリーズ「[米国雇用環境は緩やかに悪化](#)」2024年8月16日、図表3「失業の理由別要因分解」参照)。

また、このことは、企業収益が堅調に推移していることと整合的だ。増益局面では、そもそも企業が雇用者を解雇する必要性に欠ける。興味深いのは、増益局面であっても、企業が新規雇用に慎重な点だ。勿論、企業は先行きの米国経済を悲観的にみて新規雇用を抑制している、との解釈も可能だが、それでは次節にみるように足下の設備投資の盛り上がりとは相容れない。

2. 底堅い米国企業の設備投資

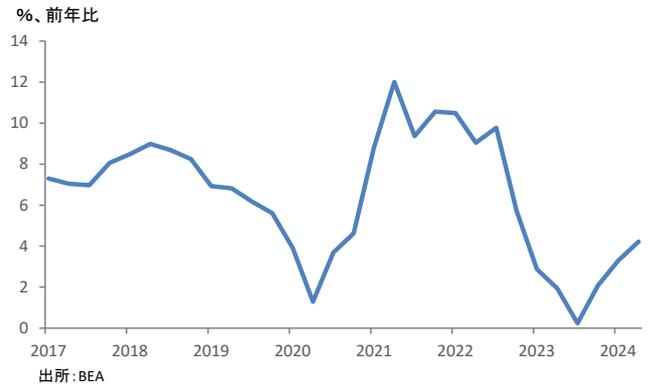
過去の米国景気循環を見ると、①景気拡大局面での労働需要拡大、②賃金上昇、③(利上げを含む需要ショックで)需要減少、④企業の利益率低下(減益)、⑤企業の設備投資・労働需要減少、⑥景気後退、というサイクルを描いてきたことが多い。ここで重要な点は、これまでは、景気後退に入る前に企業収益の落ち込みがみられた点だ(図表4)。足下の企業収益をみると、増益ペースが減速しているものの増益基調は維持している。

(図表 4) 企業収益と景気循環



こうした状況下、企業の設備投資(機械設備投資)も増加基調にあるが、詳細にみると、2024年1-3月期(前期比年率1.6%)にかけて減速した後、4-6月には同9.8%に急増した。7-9月期についても大幅な増加が続いている模様で、アトランタ連銀のGDPnowの設備投資(fixed investment)は11.5%となっている。その内訳であるテクノロジー投資(IT投資と知的財産投資の合計)は、2023年7-9月期にかけて減速傾向を辿ったあと、本年4-6月期まで3期連続して伸びを速めている(図表5)。企業は、本年入り後、雇用増加には慎重な姿勢をとる一方、テクノロジー投資を積極化していることが窺える。

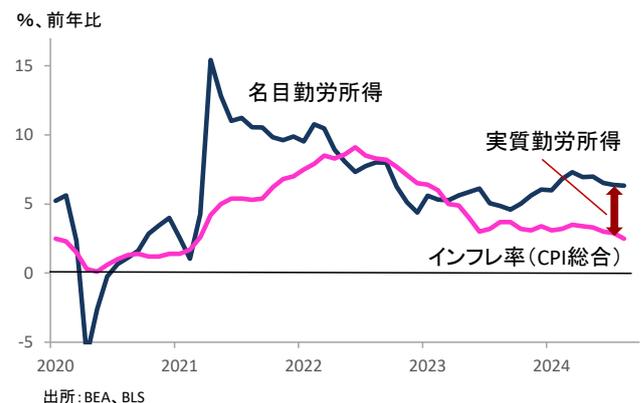
(図表 5) テクノロジー投資



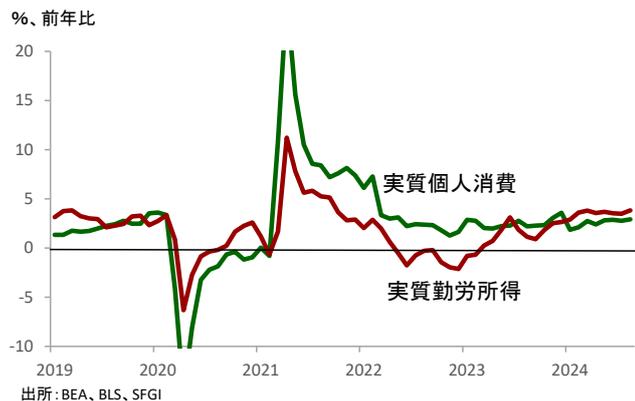
3. 最終需要を支える個人消費

米国の個人消費の底堅さについては、当レポートでも繰り返し取り上げてきたが、改めて直近の動きをみてみよう。雇用増加ペースの鈍化は、家計の名目勤労所得の増加ペースの鈍化を意味する(図表6)が、同時にインフレ率が低下しているため、実質勤労所得の増加ペースは継続している(図表7、次ページ)。これが個人消費の底堅さの背景だ。また、家計貯蓄率は概ねコロナ禍前の水準に戻り、安定的に推移している。貯蓄を取り崩して(貯蓄率を低下させて)消費しているわけではない。今後も名目勤労所得の緩やかな減速が続いても、インフレ率が低下すればこれまで同様、実質勤労所得の安定的な増加ペースは維持されるので、個人消費が経済を下支えする構図は続きそうだ。

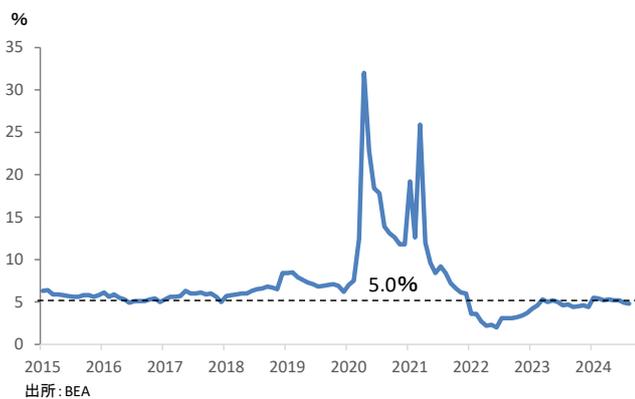
(図表 6) 名目勤労所得とインフレ率



(図表 7) 実質勤労所得と実質消費



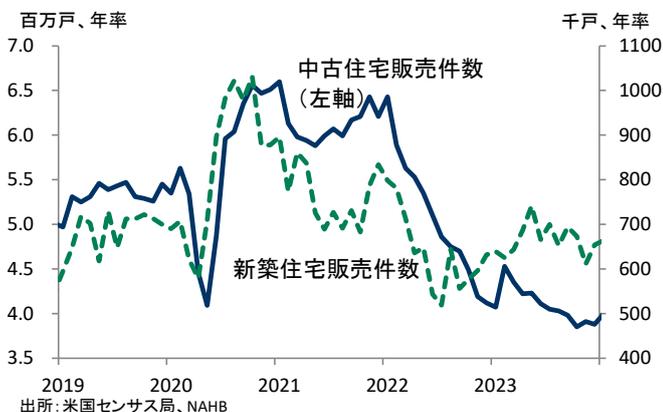
(図表 8) 家計貯蓄率



4. 住宅投資の下げ止まり

米国における利上げの累積効果が最も顕著に見られたのは、住宅投資分野だった。2023 年の GDP ベースでの住宅投資は前年比-8.3%と減少した。しかし、ここに来て下げ止まりの兆しが窺われる。2024 年 1-3 月期は 13.8%(前期比年率)増加した(4-6 月期は-2.8%)。月次データでも、中古住宅販売件数は低調に推移しているが、GDP 住宅投資の対象である新築住宅販売件数は底打ちを示している(図表 9)。

(図表 9) 中古住宅販売件数と新築住宅販売件数

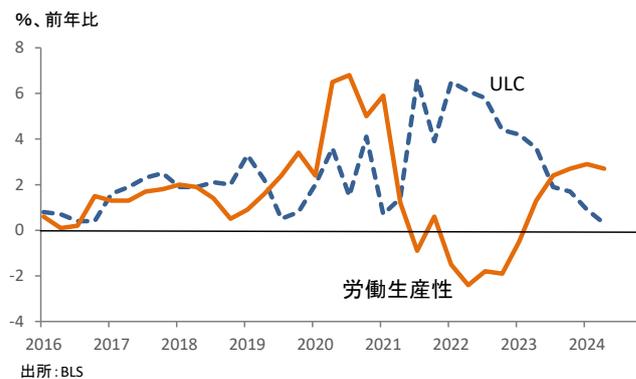


この間、住宅価格の上昇も続いている。中古住宅在庫が低水準なためだ。過去の低金利時代に借り入れた住宅ロー

ン金利の多くが低利の固定金利なために、家計の資金返済負担の急増が回避されており、このため中古住宅の供給が滞っている(ロックイン効果)。これが、中古住宅価格上昇と新築住宅需要の増加の背景だ。先行きを見ると、今後は長期金利の低下に伴い住宅ローン金利が低下することが見込まれることから、これまで米国経済の足枷となってきた住宅投資も安定的な GDP 押し上げ要因となることが期待される。

以上の議論を整理すると、足下、米国企業は雇用増を抑制する一方で、IT 投資を含む設備投資には積極的なことが分かる。資本集約的な技術革新が進行中であるといえよう。同時に、インフレ率低下に支えられる形で個人消費も底堅く推移している(住宅投資も今後持ち直しが期待できる)ことから、労働生産性が上昇しユニット・レーバー・コストが低下するという経済の好循環が生まれている(図表 10)。

(図表 10) 労働生産性とユニット・レーバー・コスト(ULC)

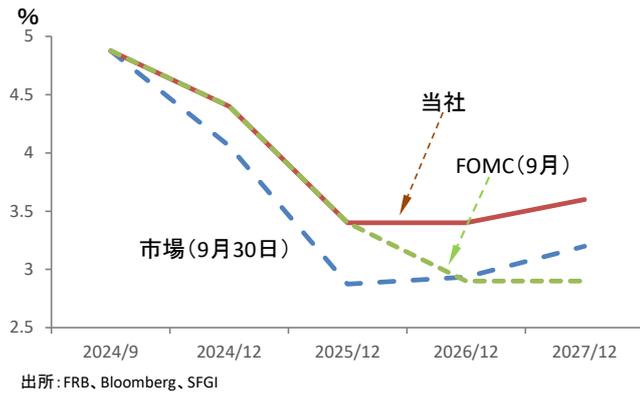


5. 米国金融政策へのインプリケーション

こうした状況は FRB の当面の利下げを容易にする。労働生産性の上昇はインフレ圧力をさらに吸収するからだ。しかし、中期的にみると、このようなサプライサイドの変化は米国の自然利子率(r^*)を押し上げ、中立金利を上昇させることになる。9 月 FOMC では、中立金利と見なされる Longer run 政策金利を 2.9%に引き上げた(6 月は 2.8%)。政策金利見通しは 2026 年末に 2.9%まで利下げが続き、2027 年末にかけて横ばい推移となっている。しかし、今後中立金利がさらに上方修正される可能性がある。その場合には、政策金利見通しのボトムの水準は引き上げられることになる。

当社では、今後利下げ効果が顕現化すると最終需要の強まりからインフレ率圧力が再び増大するとの見通しから、FF 金利のボトムを 3%強(3.375%)と見込んでいる(図表 11、次ページ)。これは、FOMC の見通しおよび市場予測よりも幾分タカ派的な見通しとなっている(詳細は、当社の [Quarterly Market Outlook 2024 年 9 月 25 日号](#)を参照)。

(図表 11)FF 金利見通し



とはいえ、先行き見通しには不確実性を伴う。足下では、製造業がグローバルに不振だ。とくに欧州ではドイツを中心に景気後退色が強まっている。これは、米国の輸出にはマイナスだ。また、中国経済の先行きも不透明だ。目先は利下げなどの景気対策で景気底割れは回避されるだろうが、中国国内の需給ギャップの拡大から、デフレの輸出は続くであろう。こうした景気下押し圧力が米国にも波及すれば、米国国内で従来みられたような需要不振による解雇の増大が増える可能性も否定できない。もともと、自然利子率の水準を事前に知ることは困難なことも手伝って、FRB は手探り状態のなか、今後は小刻みに利下げを繰り返していくものと予想する。

菅野雅明

ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 真樹 (おがわ まき)
執行役員(金融市場調査部担当)
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より当社執行役員。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『為替ってこんなに面白い！(2024年幻冬舎新書)』、『最新版 本当になる為替相場(2023年日本実業出版社)』などがある。ソニー銀行株式会社取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明 (かんの まさあき)
金融市場調査部
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Xでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)
金融市場調査部長 兼 調査課長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より当社。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)
金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、特にユーロやポンド、スイスフランなどの欧州通貨を専門に担当。TOKYO MX「Stock Voice 東京マーケットワイド」、日経CNBC「朝エクスプレス」「GINZA CROSSING Talk マーケットニュース」などにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。2013年東京大学経済学部卒。



宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

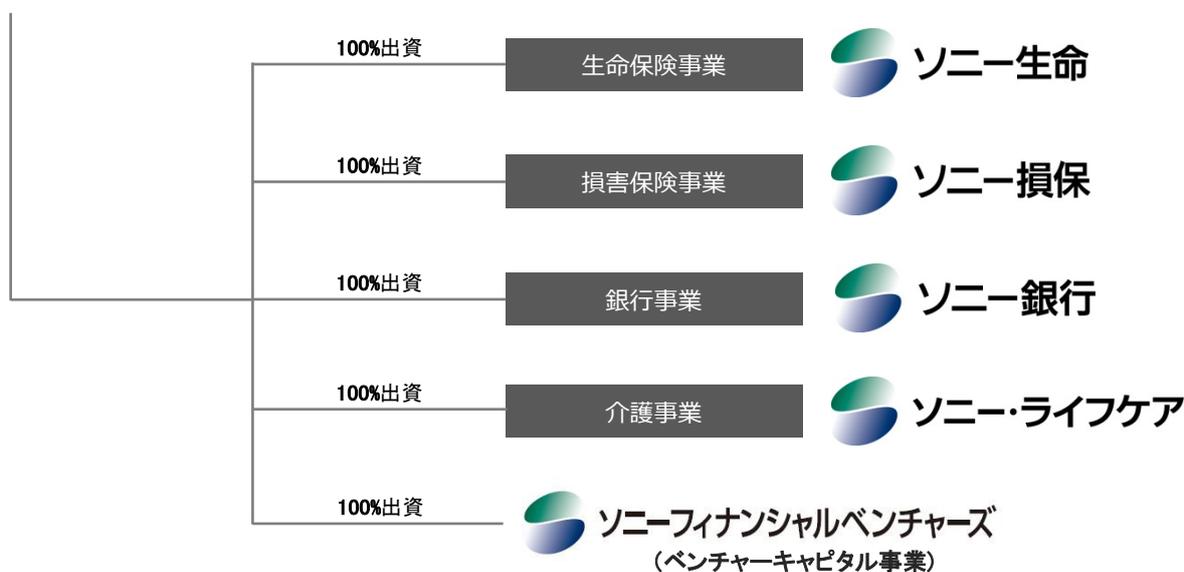
本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様に提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfg.co.jp>