

景気後退の懸念が高まる米国経済

経済調査室 品田 裕太

要旨

- 米国経済は、2022年前半は2期連続のマイナス成長となった。7～9月期はプラス成長が見込まれるが、コロナ後の急回復は減速が避けられず、利上げやインフレにより景気後退入りの懸念が高まる。
- 景気後退入りを判定するNBER(全米経済研究所)が注視する指標は、依然として景気拡大を示唆する。実質所得がインフレにより減少するほか、消費や生産の伸びは鈍化するが、雇用は増加が続いている。
- 住宅市場の調整に続き、インフレや利上げが投資・消費を圧迫するが、FRBは超過貯蓄や旺盛な労働需要を支えに景気の軟着陸は可能とする。一方、識者の間では否定的な意見も多く、景気後退入りのリスクは小さくない。過剰債務を背景に金融危機を警戒する声もあり、過度な楽観には注意を要する。

コロナ禍から急速に回復した米国経済は、世界的な供給制約もあって約40年ぶりの物価高に見舞われている。FRBはインフレ抑制のため金融引き締めを行うが、これにより景気後退入りの懸念が高まっている。本稿では、米国経済の現状を整理し、景気後退入り懸念について考察した。

1. 米国では景気後退入りの懸念が高まる

米国の実質GDP成長率は、22年4～6月期にかけて2期連続のマイナス成長となり、いわゆるテクニカル・リセッションと呼ばれる状態に陥った。コロナ禍からの回復を牽引した個人消費が減速したほか、利上げにより住宅投資が減少し、小売業などで在庫調整がみられた。7～9月期は1%台のプラ

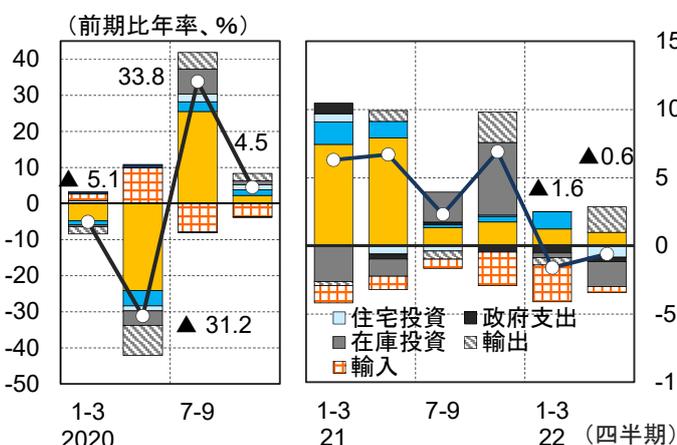
ス成長に戻るとみられているが、利上げやインフレにより急回復から減速するだけでなく、NBER(全米経済研究所)が判定する景気後退入りの懸念が高まっている(図表1-1)。

景気後退確率(7月時点)は、地区連銀の試算とエコノミスト調査では様相が異なる。主要経済指標から計算するセントルイス連銀は1.7%と低く、イーロドカーブに基づくNY連銀では高まったとはいえ20%弱にとどまるが、各種エコノミスト調査では50%近くへ大きく上昇している(図表1-2)。

2. 景気過熱・インフレ抑制の利上げが景気懸念に

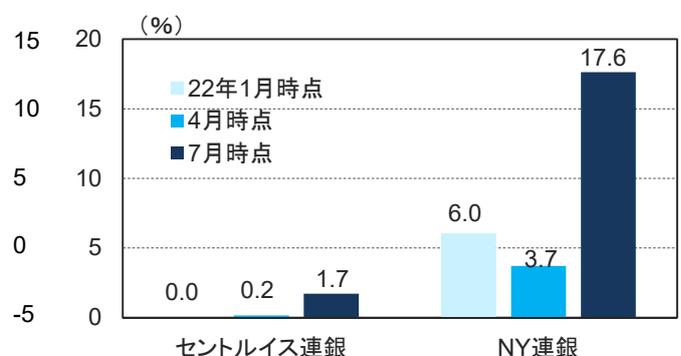
米国経済は、20年春の新型コロナウイルス感染拡大により大きく落ち込んだあと、大規模な金融・

図表1-1 実質GDP成長率



(備考) 1.米商務省 2.22年4-6月期は改定値

図表1-2 景気後退確率



(備考) 1.NY連銀、セントルイス連銀 2.セントルイス連銀は主要経済指標より足元の景気後退確率を、NY連銀は10年物と3ヵ月物国債の利回り差より今後12ヵ月の確率を計算 3.セントルイス連銀は6月が最新

財政支援によって急回復し、経済全体の供給力である潜在GDPを需要が上回る過熱状態にある。減速が不可避な中、世界的な供給制約が加わってインフレが進行した。FRBは金融政策によって供給制約を解決することはできないが、需要抑制のためゼロ金利から急速な利上げに転じた。こうして景気に急ブレーキをかけたことが、現在の景気懸念をもたらしている(図表2-1)。

FRBは7月に2会合連続で0.75%の利上げを行い、FF金利は景気に中立的な水準とされる2%台半ばに到達した。今後もインフレの沈静化を目指して24年まで利上げを続ける方針だが、景気の軟着陸は依然可能と説明する。しかし、金融市場では利上げによって景気後退入りする可能性が意識されており、さらには、景気悪化によるインフレ収束、

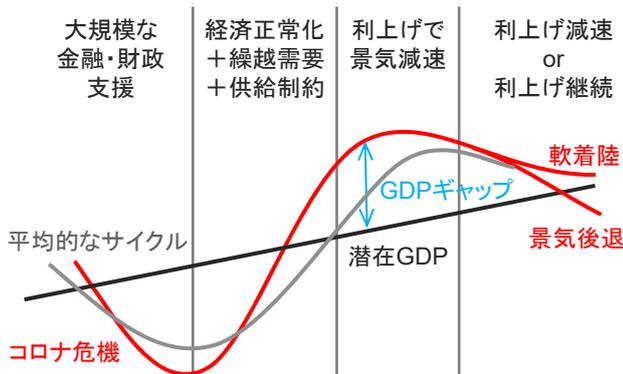
利上げの停止を経て、早期に利下げに転じるとの見方も出ている(図表2-2)。

3.主要指標は依然として景気拡大を示唆

景気判定を行うNBERは、経済活動が広く著しく低下し、数ヵ月以上続く状態を景気後退と定義する。NBERが注視する指標のうち、米国では景気と一致して動く雇用がピークを付けた時をもって認定されることが多い。過去12回(1945年以降)の景気後退時の平均的な動きをみると、景気後退入り後は生産や雇用が落ち込み、回復に2年程度を要する。一方、米国の成長エンジンである消費の回復は比較的早い(図表3-1)。

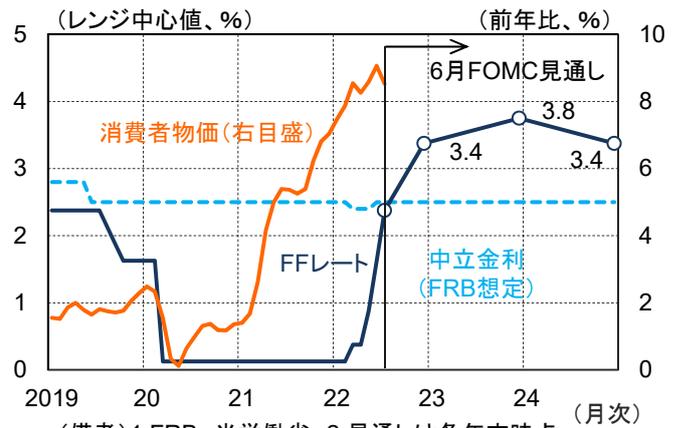
20年以降の動きをみると、足元の実質個人所得はインフレにより横ばいとなり、実質消費や生産も

図表2-1 今回の景気減速のイメージ



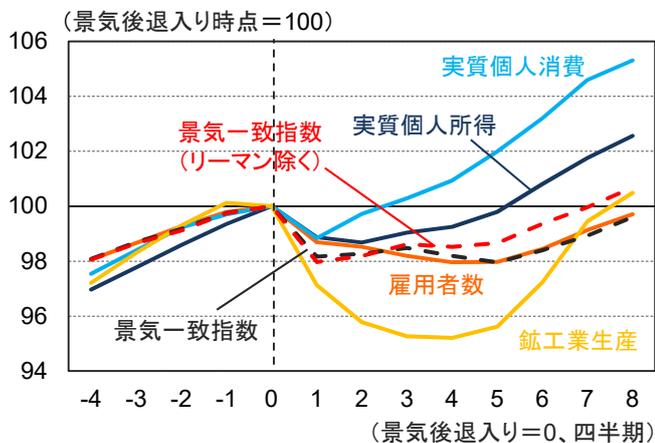
(備考)日本政策投資銀行作成

図表2-2 FRBの利上げ見通し



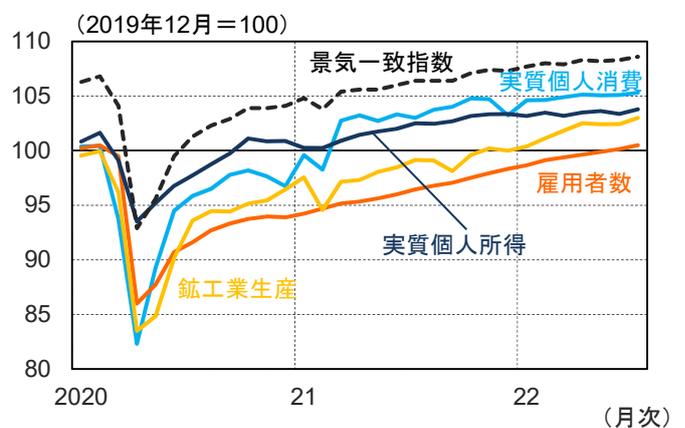
(備考)1.FRB、米労働省 2.見通しは各年末時点

図表3-1 NBERが注視する経済指標(景気後退入り前後)



(備考) 1.米労働省、商務省、FRB、Refinitiv Datastream
2.過去12回(45年以降)の景気後退時の平均
3.景気一致指数はデータが遡れる59年以降の平均

図表3-2 20年以降の動き



(備考)米労働省、商務省、FRB、Refinitiv Datastream

伸びが鈍化した。一方、最も重視される雇用は増加が続き、これらを統合した景気一致指数は景気拡大を示唆する。22年前半はマイナス成長となったものの、景気後退入りは今後の論点となる(図表3-2)。

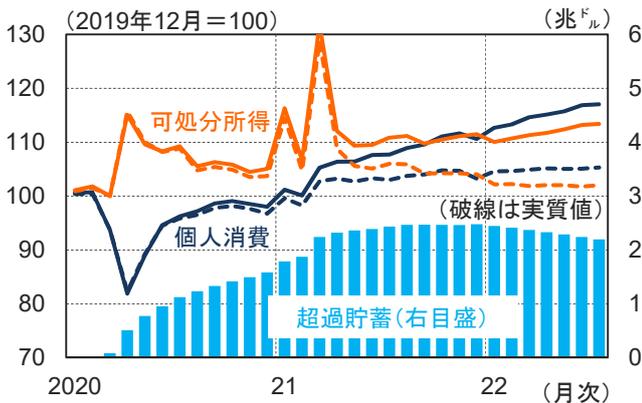
4.消費はインフレの影響を受けるが、超過貯蓄が和らげる

米国経済のコロナ禍からの回復は個人消費が牽引した。感染縮小によりサービス消費を中心に直近のデータでも増加が続いているが、物価の影響を除いた実質値では減速しており、インフレにより実質可処分所得が減少していることが主因とみられる。他方で、コロナ禍における消費抑制や現金給付により超過貯蓄は年間消費の13%に相当する

2兆ドルまで積み上がっており、1年以上はインフレや利上げの影響を和らげるとみられる(図表4-1)。

この他の消費を抑制する要因について考えると、消費マインドが80年以降で最低を記録したが、過去のデータをみても支出意欲の変化が消費性向に与える影響は限られる。また、金利上昇は、株価や住宅価格などの資産価格の調整を通じて消費性向を押し下げる逆資産効果があるほか、住宅や自動車などのローン金利上昇が消費を圧迫する。ただし、家計債務の規模は歴史的にみて比較的小さく、延滞などが深刻化するリスクは小さい。コロナ禍で急騰した住宅価格は調整の兆しもみられるが、住宅の供給不足がかねてより指摘されていることもあり、現状では高値が継続している。総じてみれば、消費は深刻な調整には至らないと考えられる(図表4-2)。

図表4-1 個人消費と可処分所得



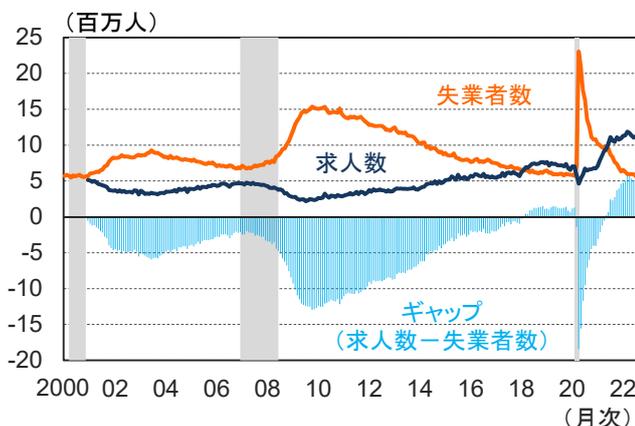
(備考) 1.米商務省 2.超過貯蓄は家計貯蓄額のトレンド(2010年~20年1月)により日本政策投資銀行試算

図表4-2 消費の抑制要因

実質賃金下落(インフレ)	●	<ul style="list-style-type: none"> ● 実質所得は減少 ● 当面は超過貯蓄の取り崩しで対応可
消費マインド悪化	?	<ul style="list-style-type: none"> ● インフレ、景気懸念で80年以降で最低 ● 過去には消費性向への影響は限定的
利払い負担増(金利上昇)	▲	<ul style="list-style-type: none"> ● 既存債務の利払い増、耐久財消費抑制 ● 債務過多にはなく、深刻化リスクは小
資産価格の下落(住宅、株価)	▲	<ul style="list-style-type: none"> ● 金融緩和で急騰した価格に調整リスク ● 住宅は供給不足で高値継続

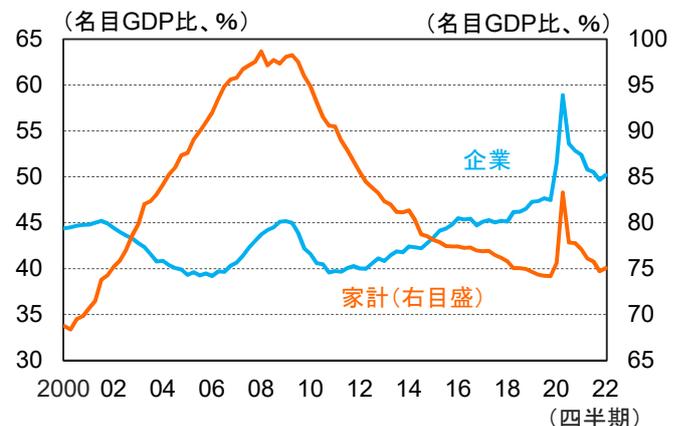
(備考) 1.日本政策投資銀行作成 2.現在の発生度合に応じて●、▲、?で評価

図表5-1 求人数と失業者数



(備考) 1.米労働省 2.求人データは2000年12月以降 3.網掛けは景気後退期

図表5-2 家計・企業の債務残高



(備考) 1.FRB、米商務省により日本政策投資銀行作成 2.22年1-3月期までのデータ

5. 労働市場のひっ迫解消は依然課題、金利上昇による企業破綻の懸念も

景気判断の鍵を握る雇用については、感染懸念や資産増による早期退職、在宅勤務の浸透などによる労働供給不足もあって、求人数は過去最大となった。

データが比較可能な2000年以降では、好況期においても失業者数が求人数を上回っていたが、現在は求人数が大幅に失業者数を上回るひっ迫状態にある。労働需要の強さは足元の経済が景気後退に陥っていないとする一つの根拠として挙げられる一方、労働需給のひっ迫が労働者の賃金上昇につながり、インフレの一因となっている。FRBは、利上げによる需要抑制によって求人数の減少を図るだけでなく、コロナ禍で拡大した雇用のミスマッチ解消などでこれが和らぎ、インフレと景気減速をともに克服する可能性を示唆する。しかし、こうした考えは楽観的との指摘は少なくない(図表5-1)。

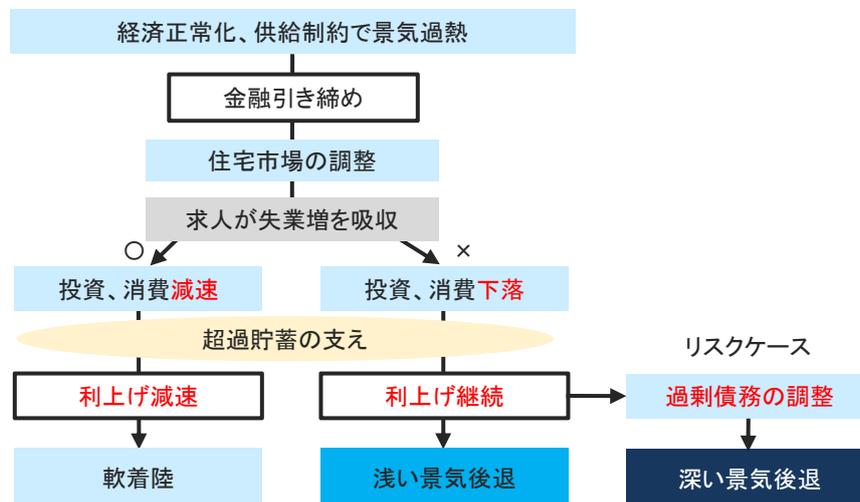
また、金融面で調整が深まるリスクについても確認する。金融不均衡の拡大は、金融危機の発生によって景気後退が深刻化する要因となる。家計債務はコロナ前の水準に戻っており、歴史的にも低いが、企業債務は過去10年間の増加傾向が継続している。企業業績の回復により返済能力の改善を示すデータもあるものの、金利上昇による破綻増加を懸念する声も出ている(図表5-2)。

6. 落ち込みの小さい景気後退入りのリスクが高まる

米国経済の先行きは、インフレと金融政策の動向に左右される。住宅市場の調整に続き、インフレや利上げが投資・消費を圧迫するが、当局は超過貯蓄や旺盛な労働需要を支えに軟着陸は可能とし、イエレン財務長官は「移行期」と位置付ける。ただし、パウエルFRB議長は8月下旬のジャクソンホール会議において、インフレ抑制の姿勢を改めて強調するとともに、金利上昇、成長鈍化、労働市場の悪化が家計や企業に幾分痛みをもたらすとの認識を示しており、景気への見方は従前よりも厳しくなっている。

識者の間では、失業増加を伴わない労働ひっ迫・インフレの抑制には否定的な意見も多い。また、超過貯蓄による景気下支えが弱い可能性もあり、景気後退入りのリスクは小さくない。その場合にも、サマーズ元財務長官を含めて、景気後退の期間は短く、落ち込みは小さいとの見方が多いが、インフレ退治に手間取り大幅な利上げが必要となったり、過剰債務を背景に金融面の調整が長期化して、景気後退が想定より深くなる可能性も否定できない。金融政策がインフレ対応に追われ、需要抑制下で財政出動の余地も小さいなど政策対応が難しいこともあり、過度な楽観には注意を要する(図表6)。

図表6 景気の軟着陸、景気後退に至る経路



(備考) 日本政策投資銀行作成

©Development Bank of Japan Inc.2022

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引などを勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail(産業調査部): report@dbj.jp