

経済情報

[米国]

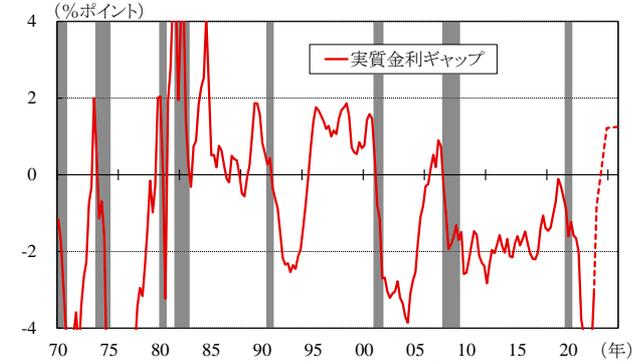
米国の景気後退はどれくらい深くなるか

【要旨】

- ◇ FOMC（連邦公開市場委員会）による急速な利上げを受けて、来年には米国は景気後退に陥るとの見方が強まりつつある。
- ◇ 米国は戦後12回の景気後退を経験しており、そのなかでも住宅バブル崩壊や2度の石油危機を発端としたものは特に深刻であった。
- ◇ しかし、上記の深刻な景気後退が生じたときとは異なり、足元では米国の家計のバランスシートは健全な状態にあり、高騰したエネルギー価格も米国経済全体では負の影響を与えているとは言えない可能性がある。
- ◇ そのため、景気後退が生じた場合にも、その深度は相対的には浅いものに止まるとみられる。

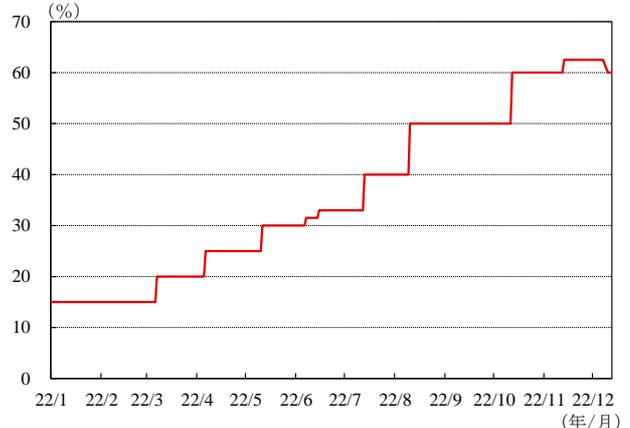
12月のFOMCでは0.50%ポイントの利上げが行われた。今回公表されたFOMC参加者による見通しを前提とすれば、先行きも更に利上げが行われ、政策金利は相応に景気抑制的な水準まで引き上げられることとなる（第1図）。斯かる状況下、11月のFOMC議事要旨からは、当時既にFOMCスタッフが「今後1年間のどこかで景気後退に陥る可能性は、ベースラインと殆ど同じくらい高い」とみていたことが明らかとなっている。また、民間のエコノミスト予想でも、1年以内に米国が景気後退に陥る確率は今年を通じて上昇傾向にあり、足元では50%を超えている（第2図）。このように、米国経済が来年には景気後退に陥るとの見方が強まりつつあることを踏まえると、景気後退の蓋然性のみならず、景気後退が生じた場合の深度も重要な論点になりつつあると言えよう。

第1図：実質金利ギャップの推移



(注)シャドローは景気後退期を表す。実質金利ギャップは「FF実効金利－コアPCE前年比－自然利子率」であり、プラスであれば景気抑制的となる。破線は12月FOMC参加者の見通し(中央値)に基づき算出。
 (資料)米国商務省、ニューヨーク連銀、全米経済研究所統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：エコノミストの景気後退確率予想の推移



(注)エコノミストが回答した「1年以内に景気後退に陥る確率」の中央値。
 (資料)Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

戦後、米国は 12 回の景気後退を経験している（第 1 表）。これらのうち、景気後退の長さという観点では、住宅バブル崩壊を発端とする 2007 年末からの景気後退が最も深刻であった。

第1表: 戦後の景気後退

日付	期間 (ヵ月)	実質GDP変化 (%)	日付	期間 (ヵ月)	実質GDP変化 (%)
1948年11月-1949年10月	11	▲ 1.5	1980年1月-1980年7月	6	▲ 2.2
1953年7月-1954年5月	10	▲ 2.5	1981年7月-1982年11月	16	▲ 2.6
1957年8月-1958年4月	8	▲ 3.6	1990年7月-1991年3月	8	▲ 1.4
1960年4月-1961年2月	10	▲ 0.8	2001年3月-2001年11月	8	+0.2
1969年12月-1970年11月	11	▲ 0.2	2007年12月-2009年6月	18	▲ 3.8
1973年11月-1975年3月	16	▲ 3.1	2020年2月-2020年4月	2	▲ 9.6
12回の中央値			10		▲ 2.4

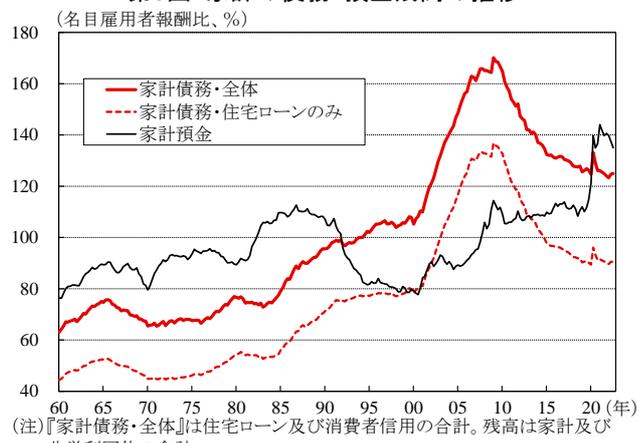
(注) 実質GDP変化は、景気の山における水準とそれ以降で最も低い水準との比較。2001年3月からの景気後退期(2001年1-3月期~2001年10-12月期)では、景気の山(2001年1-3月期)の実質GDP水準が最も低いため、実質GDP変化はプラスの値となっている。

(資料) 全米経済研究所、商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

このとき特徴的であったのは、景気後退前に家計債務、とりわけ住宅ローン残高の名目雇用者報酬比が急上昇していた点にある（第 3 図）。これに住宅価格下落が加わることで、個人消費が著しく減少した^(注 1)。一方、コロナ禍からの回復局面では住宅価格は大きく上昇したものの（第 4 図）、家計債務残高に顕著な上昇はみられない。むしろ、政府の現金給付と感染拡大期の消費減少により家計の預金残高が増加し、足元でも債務残高を上回っている。すなわち、家計のバランスシートは総じて健全な状況にあり、長期金利上昇を受けた住宅価格下落が個人消費の急減に繋がるリスクは低いと考えられる。

(注 1) 10 万ドルの住宅のみを所有する家計 A と 10 万ドル（純資産 10 万ドル）の住宅及び 8 万ドルの住宅ローン債務を持つ家計 B（純資産 2 万ドル）がいたと仮定する。両者の住宅価格が 9 万ドルへ下落した場合、A の純資産は▲10%の減少に止まる一方、B の純資産は 1 万ドルへ（▲50%）減少する。このように、債務比率が高い方が、所与の資産価格下落に対して純資産の減少幅が大きくなる。ミアン、サフィ [2015] では、米国の ZIP コード（郵便番号）レベルのデータを用いて、2008 年の金融危機の際に、同じレベルの住宅価格下落に対して債務比率が高い家計の方が支出削減の割合が高かったとの分析結果を示している。

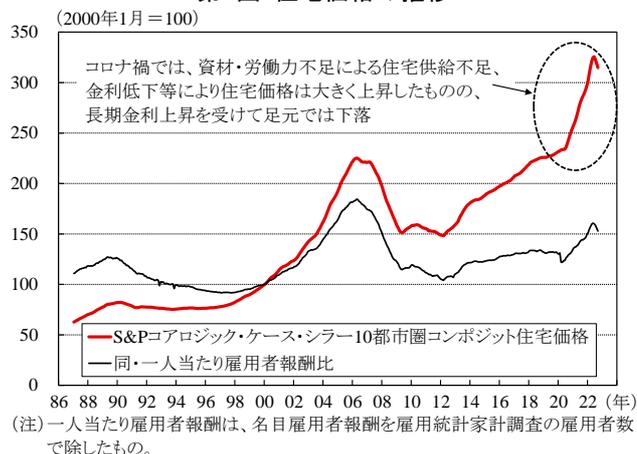
第3図: 家計の債務・預金残高の推移



(注) 『家計債務・全体』は住宅ローン及び消費者信用の合計。残高は家計及び非営利団体の合計。

(資料) FRB、米商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 住宅価格の推移



(注) 一人当たり雇用者報酬は、名目雇用者報酬を雇用統計家計調査の雇用者数で除したもの。

(資料) S&P Global、米労働省、商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

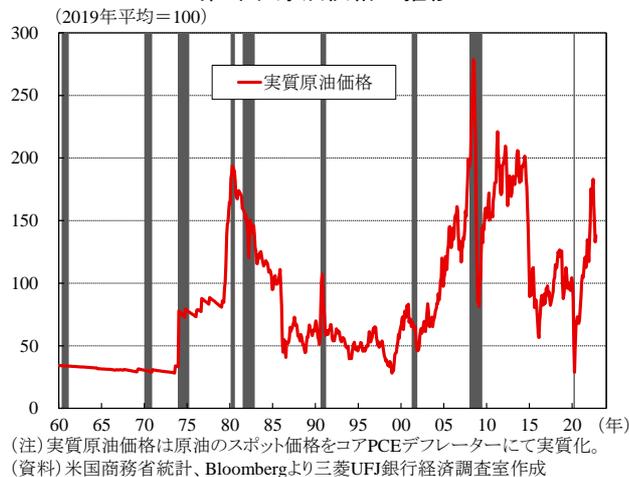
2007 年末からのものに次いで長い景気後退となったのは、2 度の石油危機を発端とする 1973 年からのものと 1981 年からのものである^(注2)。原油価格の上昇により、エネルギーへの支出が家計所得に占める割合が高まれば、その他の財・サービスへの消費余力が低下する(第 5 図)。加えて、価格上昇がエネルギー以外の広範な項目に波及し、インフレ率が上昇すれば、中央銀行による金融引き締めを招き、これも景気の下押し要因となる。この点、ロシアによるウクライナ侵攻後のエネルギー価格上昇は高インフレの一因となり、FOMC による速いペースでの利上げに繋がっている。

しかし、石油危機の時とは異なり、足元の米国は石油の純輸出国となっている(第 6 図)。エネルギー自給率が高まっている状況では、原油価格の上昇はエネルギー産業での生産・設備投資の拡大または輸出の増加、更には企業活動の活発化に伴う雇用者所得の増加を通じて消費の増加をもたらす得る。すなわち、米国経済全体でみれば、原油価格上昇からはかつてのような下押し圧力を受けにくくなっている可能性がある^(注3)。

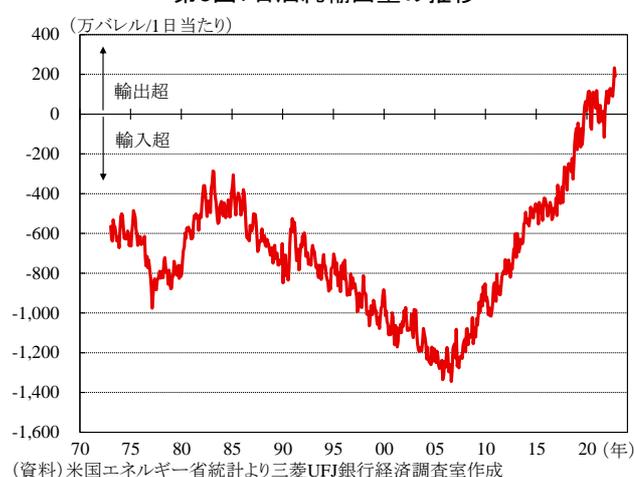
(注 2) Labonte [2010] は、2007 年からの景気後退が発生するまでは、1973 年と 1981 年からの景気後退が最も長く、深いものと見做している。また、Garriga and Famiglietti [2019] のように、1980 年からの景気後退と 1981 年からの景気後退は 12 ヶ月しか間隔が空いておらず、この間に実質消費や失業率が 1980 年以前の水準に戻っていなかったことを踏まえ、両者をひとまとまりの景気後退と見做す分析もある。

(注 3) 松原、眞壁、乗政 [2022] 参照。同誌では原油価格上昇ショックの影響は、米国の実質 GDP に対してシェール革命以前は有意にマイナスであったものの、シェール革命以後はゼロとの差が有意でないとの分析結果を示している。

第5図：原油価格の推移



第6図：石油純輸出量の推移



足元の家計のバランスシートやエネルギーを巡る米国経済の構造は、過去に深刻な景気後退が生じた際の状況とは大きく異なっている。そのため、今次の金融引き締めが景気後退を招いても、その深度は相対的には浅いものに止まる可能性が高そうだ。

以上

(令和 4 年 12 月 23 日 矢吹 彩 sai_yabuki@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱 UFJ 銀行 経済調査室
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

参考文献

- Carlos Garriga and Matthew Famiglietti (2019)、“What Real Interest Rates Tell about the Recession to Follow”、Federal Reserve Bank of ST.LOUIS、On The Economy Blog、2022年4月4日
- Marc Labonte (2010) “The 2007-2009 Recession: Similarities to and Differences from the Past”、CRS Report for Congress、R40198
- アティフ・ミアン、アミール・サフィ (2015) 「ハウス・オブ・デット」、東洋経済新報社
- 松原広弥、眞壁祥史、乗政喜彦 (2022) 「米国におけるエネルギー需給動向の変化とその経済への影響」、日銀レビュー、No.22-J-13

当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、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。