

MUFG Focus USA Weekly

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

景気後退が近付いているのか？

【要旨】

- ◇ 昨年 12 月に米国の株価が大幅に下落したこともあり、景気後退に近いのではないかとの見方が増えている。
- ◇ 過去（1960 年以降）を振り返ると、景気後退は 8 回生じている。景気後退の期間は、6～18 カ月で平均 12 カ月である。景気後退期前後の実質 GDP の減少幅（ピーク→ボトム）は、▲0.4～▲4.0%で平均▲2.0%である。
- ◇ 過去の景気後退の背景は、①「インフレ圧力の高まり（→インフレ圧力を抑制するための FRB による利上げ）」、②「資産バブル・信用（クレジット）バブルの崩壊」、③「外的なショック（原油価格の急騰等）」に大別できる。
- ◇ 景気後退が近付いているかどうかは、③の予測が難しいなか、①と②の評価がポイントになるが、現在は共に近々の景気後退を示唆する状況にはないと考えられる。①について、足元のインフレ率は FRB が目標とする 2%近傍で安定しており加速の兆候はみられない。②について、例えば、シカゴ連銀が信用拡大の過熱感を捉えるために作成している非金融部門レバレッジ指数をみると、過去の景気後退前には少なくとも+0.5を上回っていたが現在は▲0.3程度である。
- ◇ 今次景気拡大期は、構造変化や金融危機後の規制強化等様々な要因が、①と②の経路を通じた景気後退圧力の高まりを抑制してきたとみられ、依然として景気拡大が持続する余地はあるのではないだろうか。
- ◇ 実際に景気が後退する際には、速報性の高い月次指標の雇用統計と ISM 指数が大幅に低迷する。目安として、雇用者数の前月比減少が数ヵ月続き、ISM 指数が製造業・非製造業ともに拡大・縮小の分岐である 50 を下回れば、景気後退の可能性を警戒する必要がある。また、雇用者数が単月で 20 万人以上減少し、ISM 指数が 45 を下回れば、景気は後退している可能性が高い。直近 12 月の結果をみると、雇用者数は前月比+31.2 万人の増加、ISM 指数は製造業が 54.1、非製造業が 57.6 であり、景気後退を示す水準にはまだ距離がある。

景気後退が近いとの見方が増えつつある

今次景気拡大期間は現在 114 ヶ月に達し、あと半年でこれまでの最長である 1990 年台の景気拡大期間（120 ヶ月）に並ぶ。このようななかで、昨年 12 月に米国の株価が大幅に下落したこともあり、景気後退が愈々近いのではないかと見方が増えている。例えば、サマーズ元財務長官は「2020 年までに景気が後退する確率は 50%である」と最近になって述べているほか、ウォール・ストリート・ジャーナル紙が年明けに行ったエコノミスト調査では、向こう 1 年間の景気後退確率が 25%とされ、2011 年 10 月以来の高水準になった。

本 Weekly では、過去（1960 年以降とする）の景気後退期直前の状況や景気後退の背景を改めて振り返りつつ、景気後退が近付いているのかどうかを評価したい。

米国では 1960 年以降、景気後退が 8 回生じている

まず景気後退期の特定については、簡易的な判断では実質 GDP 成長率（前期比）が 2 四半期連続でマイナスになることとされるが、米国では独立した非営利団体の全米経済研究所（NBER）が景気後退期を特定しており、一般にその日付が用いられている（第 1 表）。

NBER は景気後退を「数ヶ月以上に亘り、経済全般でみられる、著しい活動の低下」と定義し、通常は生産・雇用・実質所得・その他の指標に影響が現れるとして、実質 GDP に限らず幅広い経済指標をもとに景気後退期を特定している。NBER による景気後退期の特定は、経済指標が改定されること等から 1 年程度のラグを伴うことが多い。

第1表：米国の景気循環

	開始	終了	拡大期間 (月)	後退期間 (月)	実質GDPの 減少幅 (%)	景気後退の背景・契機等
拡大期	1958年4月	1960年4月	24	-	-	-
後退期	1960年4月	1961年2月	-	10	-0.8	インフレ圧力を事前に抑制するための引き締めの金融政策
拡大期	1961年2月	1969年12月	106	-	-	-
後退期	1969年12月	1970年11月	-	11	-1.1	ベトナム戦争下で緩んだ財政規律によるインフレ圧力の高まり、拡張的な財政・金融政策の転換
拡大期	1970年11月	1973年11月	36	-	-	-
後退期	1973年11月	1975年3月	-	16	-3.1	高インフレ、第4次中東戦争を受けた原油価格の高騰(第1次石油危機)
拡大期	1975年3月	1980年1月	58	-	-	-
後退期	1980年1月	1980年7月	-	6	-2.2	高インフレ、インフレ抑制のためのボルカーFRB議長による積極的な金融引き締め、イラン革命を受けた原油価格の高騰(第2次石油危機)
拡大期	1980年7月	1981年7月	12	-	-	-
後退期	1981年7月	1982年11月	-	16	-2.6	高インフレ、インフレ抑制のためのボルカーFRB議長による積極的な金融引き締め
拡大期	1982年11月	1990年7月	92	-	-	-
後退期	1990年7月	1991年3月	-	8	-1.4	FRBの利上げ、イラクのクウェート侵攻を受けた原油価格の高騰、S&L(貯蓄金融機関)危機、不動産不況
拡大期	1991年3月	2001年3月	120	-	-	-
後退期	2001年3月	2001年11月	-	8	-0.4	資産バブル(IT株)の崩壊
拡大期	2001年11月	2007年12月	73	-	-	-
後退期	2007年12月	2009年6月	-	18	-4.0	資産バブル(住宅)の崩壊、信用(クレジット)バブルの崩壊、原油価格の高騰
過去平均			65	12	-2.0	
拡大期	2009年6月		(114)	-	-	-

(注) 足元の景気拡大期間『114ヶ月』は、2009年6月から2018年12月までの期間。『実質GDPの減少幅』は、景気後退期前後のピークとボトムから算出。

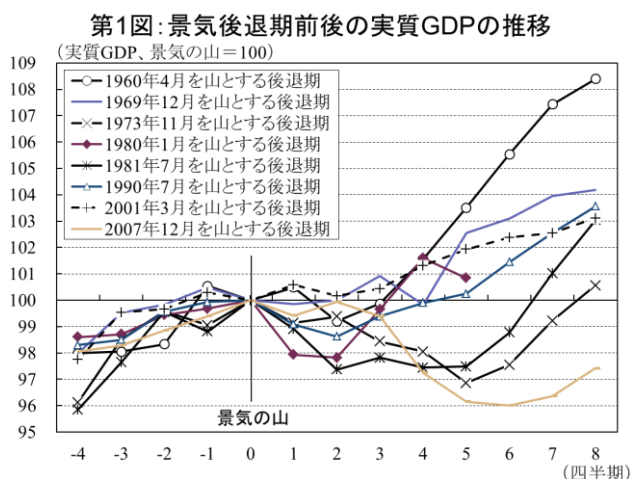
(資料) 全米経済研究所、各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

1960年以降を振り返ると、景気後退は8回生じている。景気後退の期間は、6～18ヵ月で平均12ヵ月である。また、景気後退期前後の実質GDPの減少幅（ピーク→ボトム）は、▲0.4～▲4.0%で平均▲2.0%である（前掲第1表、第1図）。実質GDPの前期比年率の推移をみると、景気後退期に属する四半期の多くでマイナスになっていて、景気後退期には（簡易的に景気後退を判断する際の）2四半期連続マイナスが概ねみられる（第2図）^{（注1）}。

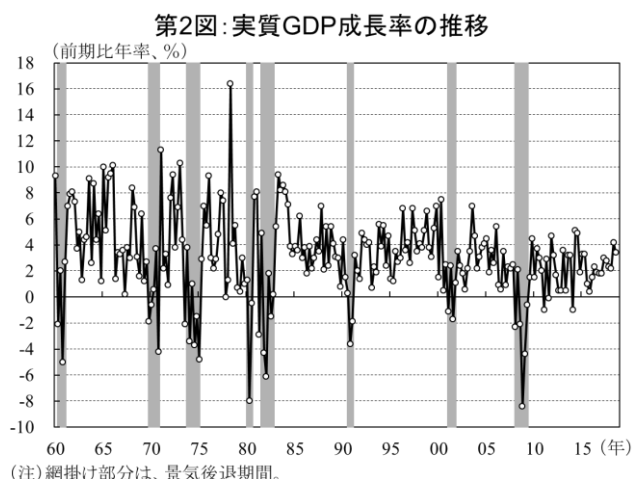
なお、景気拡大期におけるマイナス成長は、過去はあまりみられなかったが、今次景気拡大期では既に3四半期でみられている^{（注2）}。これは、人口動態等から成長率のトレンド（潜在成長率）が低下しており、成長率の振れの中でかつてよりマイナス値を付けやすくなっているためであろう。

（注1） 但し、2001年の景気後退期は実質GDP成長率が2四半期連続でマイナスとなっていない。

（注2） 今次景気拡大期において実質GDP成長率がマイナスとなったのは、2011年1-3月期、2011年7-9月期、2014年1-3月期である。



（資料）米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成



過去の景気後退の背景は3つに大別できる

次に過去の景気後退の背景をみると、①「インフレ圧力の高まり（→インフレ圧力を抑制するためのFRBによる利上げ）」、②「資産バブル・信用（クレジット）バブルの崩壊」、③「外的なショック（原油価格の急騰等）」に大別できる。

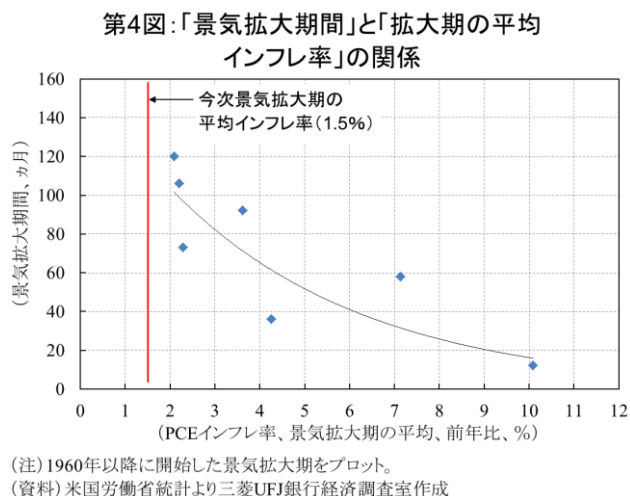
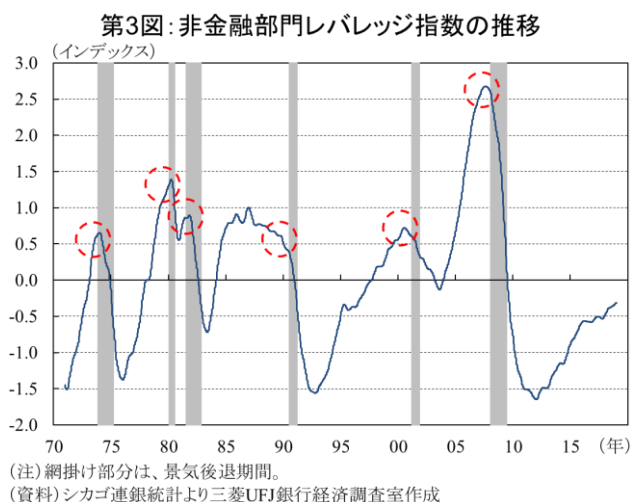
景気後退が近付いているかどうかは、③の予測が難しいなか、①と②の評価がポイントになるが、現在は共に近々の景気後退を示唆する状況にはないと考えられる。①について、足元のインフレ率はFRBが目標とする2%近傍で安定しており加速の兆候はみられない。②について、例えば、シカゴ連銀が信用拡大の過熱感を捉えるために作成している非金融部門レバレッジ指数をみると、過去の景気後退前には少なくとも+0.5を上回っていたが現在は▲0.3程度である（第3図）^{（注3）}。

今次景気拡大期は、構造変化や金融危機後の規制強化等様々な要因が、①と②の経路を通

じた景気後退圧力の高まりを抑制してきたとみられ、依然として景気拡大が持続する余地はあるのではないだろうか。①のインフレ圧力を抑制してきた要因は、具体的には「金融危機後の大幅な負の需給ギャップの発生」、「IT化・グローバル化」、「シェール革命による国内原油価格の安定」、「FRBのインフレ目標政策への信認」等が挙げられ、②の信用拡大の過熱を抑制してきた要因は「前回景気後退時の信用バブル崩壊の教訓」、「金融規制の強化」等が挙げられよう。

なお、①に関連して「景気拡大期間」と「拡大期の平均インフレ率」には平均インフレ率が低いほど景気拡大期間が長くなる逆相関の関係がみられるが、今次景気拡大期の平均インフレ率（1.5%）は過去にない低さであるため、景気拡大期間が過去最長となっても不思議ではない（第4図）。

（注3）「非金融部門レバレッジ指数」は、企業部門と家計部門の債務残高の伸び率について、景気循環との相関が高まるように債務種別毎にウェイト付けし合成した指数である。指数の値が大きいほど、債務の伸びがトレンドよりも速まっていることを示す。



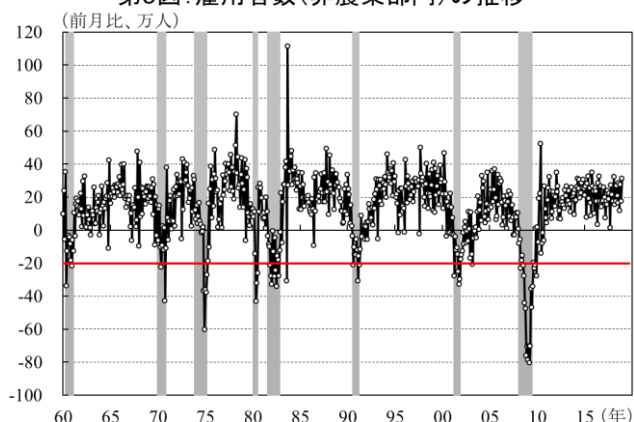
足元の経済指標は依然底堅く、景気後退を示す水準にはまだ距離がある

実際に景気が後退する際には、月次指標で速報性の高い雇用統計（非農業部門雇用者数）とISM指数が大幅に低迷する。

目安として、雇用者数の前月比減少が数ヵ月続き、ISM指数が製造業・非製造業ともに拡大・縮小の分岐である50を下回れば、景気後退の可能性を警戒する必要がある（第5・6図）。また、雇用者数が単月で20万人以上減少し、ISM指数が45を下回れば、景気は後退している可能性が高い。

直近12月の結果をみると、雇用者数は前月比+31.2万人の増加、ISM指数は製造業が54.1、非製造業が57.6であり、景気後退を示す水準にはまだ距離がある。

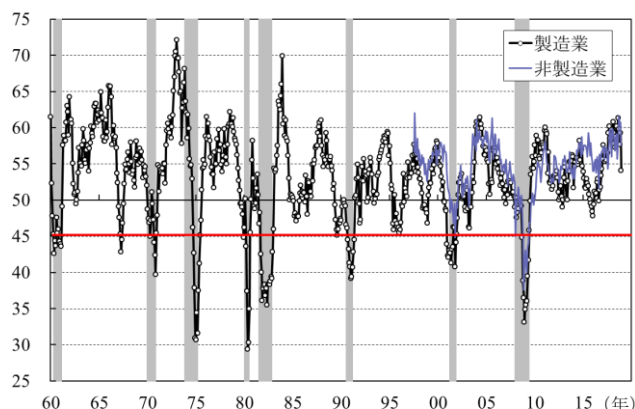
第5図: 雇用者数(非農業部門)の推移



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。

(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図: ISM指数の推移



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。

(資料) ISM統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2019年1月11日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

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、金融商品の販売や投資など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思われる情報に基づいて作成されていますが、当室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います。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.