

経済を読む眼

米国のソフトランディングシナリオ実現の難しさ¹

2023年8月25日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

エコノミスト 関東享佑

要旨

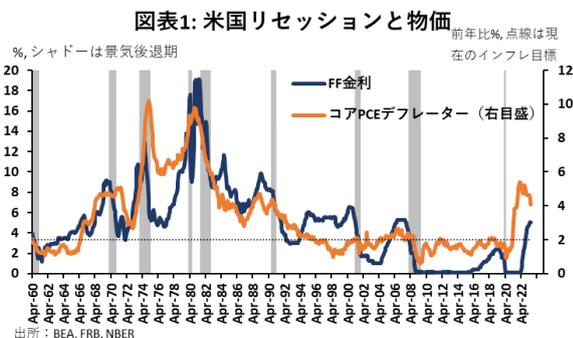
1. 米国経済は潜在成長率以上の成長を続ける一方でインフレが明確に鈍化しており、小幅のリセッションすら経験しないソフトランディングの可能性が高まっているとの見方が増えている。
2. 根拠は、第1に急激に利上げした割にその景気押し下げ効果が減退していること、第2に消費と住宅が当面持ち堪える蓋然性が高いこと、第3に製造業の活動を押し下げてきた在庫調整も終わりつつあることだ。
3. しかし、企業や不動産には銀行の与信基準厳格化の影響が本格化しよう。家計でも過剰貯蓄が年内に尽きるほか、学生ローン免除が違憲判断によって停止されることが消費に影響するリスクもあり、住宅投資の金利割引の終了も展望される。したがって、経済成長率は来年上半期に小幅のマイナス成長となる可能性は高く、リセッション回避の実現はナローパス。
4. 経済成長が底堅いままであれば、今度はインフレを抑制できるのか？このところインフレ率が減速しているのには、2Q23になって労働生産性が顕著に改善し、単位当たりでみた人件費負担を軽減していることが貢献。
5. 株式市場では企業がAIの活用で労働生産性の上昇を続け、コスト面からインフレ率に低下余地を与えることへの期待も大きい。しかし、企業が雇用の確保に苦しんだトラウマからレイオフを避け、雇用の確保を続けている一方で、それと代替的なAIの活用によって労働生産性を持続的に向上させていくことは難しい。インフレは4Q23から下げ渋る可能性が高い。
6. このような状況では景気は来年入り後に大きく減退する一方、Fedは利下げにすぐには踏み切れない可能性が高い。ソフトランディングの可能性は以前より高まってきてはいても、小幅のリセッションが当初見込みより遅れて来年上半期に生じる可能性の方が高いと考えておきたい。

¹ 本稿は、8月22日現在のデータに基づいている。

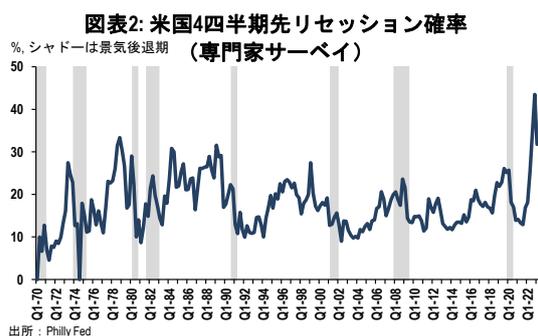
1. はじめに：問題意識

米国では、Fedの利上げの終着点がみえつつある中で、株式・債券市場の関心が、米国経済が果たしてインフレを抑制しながらソフトランディング（小幅でもリセッションを経験しない姿）し、その後再度経済成長を強めていくことが可能なのかに移っている。

米国では、過去にFedが利上げを行ってインフレを抑制する過程で無事ソフトランディングできたケースは、1960年代半ば、1980年代半ば、1990年代半ばしかないという、珍しい事象である（図表1）。今回も、米国経済の先行きに関する見方が例年以上にぼらつく中であっても、元々は米国経済が



4Q23 から2 四半期連続の小幅なマイナス成長に陥るとの見方が多かった。しかし、コロナ禍やロシア・ウクライナ戦争、銀行危機といった稀有な事象を通り抜けると共に、過去の産業革命、ITの広がりについて今度はAIが興隆してきた経済であれば、必ずしも通常経験通りに動くとも限らず、2 四半期連続のマイナス成長は回避できるのではないかとの見方が増えている。この見方は、従来株式市場で主として語られてきたストーリーであるが、最近は米系金融機関のエコノミストをはじめ専門家の間でも支持が増えている（図表2）。実際、Fedの急激な利上げにも拘わらず、昨年下半年から経済成長率は潜在成長率を上回り続け、この3Q23もAtlanta FedのNowcastでは更に伸びを大きく高めており、マイナス成長という冬が到来する気配は窺われていない（図表3）。



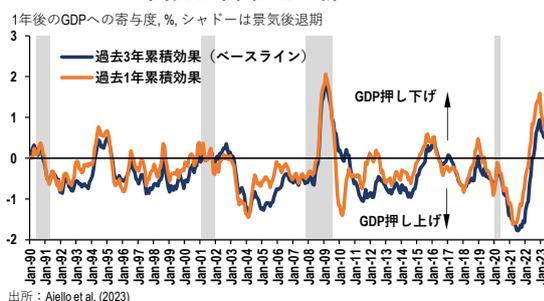
しかし、マイナス成長が来ないのであればなぜインフレを抑制することができるのかも考えなければならない。経済成長率が高いままであれば需給は更に引き締まり、通常はインフレの抑制を展望できなくなるからだ。以下では、こうした問題意識にたって、米国経済がソフトランディングとインフレ抑制を両立できるのかを考察する。

2. ソフトランディングをもたらす背景①：金融環境

今次局面で急激な利上げにも拘わらずソフトランディングの可能性が出てきている第1の背景は、金融環境が利上げペースから想起されるほど景気を押下げていないことだ。まずはFRBが開発したFCI

(Financial Conditions Index) をみてみよう(図表4)。これは通常の金融環境を表す指標とは異なり、先行きのGDPの押し下げ/押し上げ効果を図るものだ。先行きのGDP押し下げ効果が一旦高まった後、最近になって急速に小さくなっていることがみてとれるだろう。

図表4: 米国FRBの新しいFCI

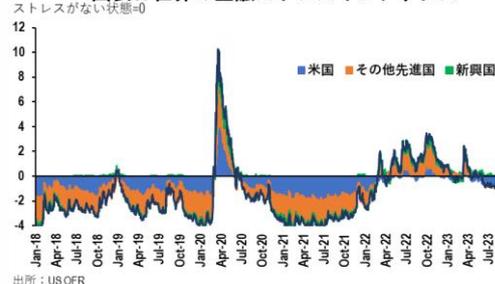


さらに、具体的な波及経路別に金融の引き締め方を確認すると、まず銀行を通じた経路では、銀行の貸出基準が厳格化し、これまでの金利上昇と相俟って貸出需要を大きく減退させている(図表5)。GFC(世界金融危機)期やコロナ禍当時ほどの引き締め方ではないが、それでも2000年代初頭のリセッション期に比べれば厳格化している。しかし、金融市場を通じた経路をみると、米国の金融市場のストレスはむしろ平均よりも緩まった状態にあり、社債スプレッドをはじめとして他地域と比べても緩んでいる(図表6)。Fedの先行きの金融緩和等を市場が先行して織り込んでいるからだ。米国では間接金融よりも直接金融の方がウエイトが高いので、金融市場の緩まりは景気に対してポジティブに効いている筈だ²。

図表5: 米国貸出基準・需要



図表6: 世界の金融ストレスインデックス



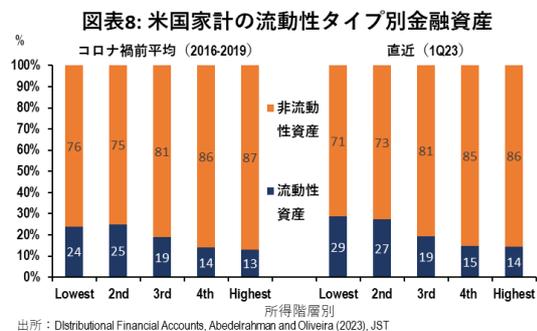
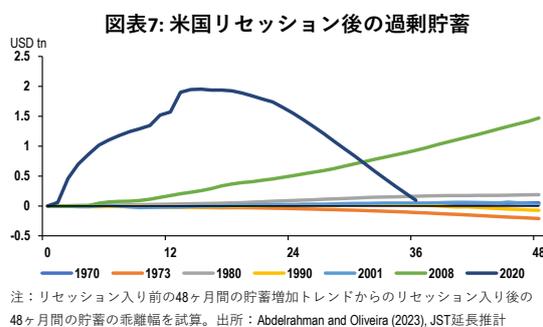
² 実際、Baker, K., Casey, L., Negro, M., Gleich, A., and R. Nallamotu (2023) “The Evolution of Short-Run r^* after the Pandemic,” Federal Reserve Bank of New York *Liberty Street Economics* でも、企業金融の緩和が主因となって昨年後半から短期自然利子率が上昇しているとの計測結果が示されている。このため、金融引き締めの効果として10年国債金利と彼らがDSGEモデルで計算した短期自然利子率の10年先までの平均値とのギャップをみると、最近ではマイナスになっており、金融が引き締めの的でなくなったことが示唆されている。

3. ソフトランディングをもたらす背景②：消費・住宅

次に実体経済に目を向けると、家計支出の持続性が第2の背景である。まず家計の消費支出は、政府がコロナ禍対策として多額の資金を家計に移転したことによって家計の貯蓄に多額の余剰が生じ、利上げが行われても支出に余力があった。これが現在に至るまで消費を底堅くさせてきたのだが、ポイントはこれがいつまで続くのか、新たなドライバーがあるのかである。

そこで、Abdelrahman and Oliveira (2023)³に準拠して、実際の貯蓄額と、リセッションが生じる前の48ヶ月間の貯蓄額のトレンドがリセッション発生後も続くと想定した場合の貯蓄額のギャップを過剰貯蓄とみなすと、コロナ禍の発生によって過去には経験したことがない規模での過剰貯蓄が生じたことがみとれる（図表7）。実際、過去のリセッション発生時と比べると、過去はリセッション発生後も数年間にわたって、貯蓄額のトレンドに沿って推移していた。唯一異なるのはGFC後で、この時は2008年に家計が被った金融資産の評価損をゆっくりと補完していったために過剰貯蓄が増えていった。これらに対して今次局面では、財政によって家計に多額の現金給付が行われた後、元の貯蓄トレンドに向かって戻っていく過程にある。足許は、ほぼトレンドに戻ってきたところだ。今次局面ではGFC後とは異なり金融資産はむしろ評価益が出ているので、過剰貯蓄を積み上げるインセンティブは生じていない。

家計の消費性向が特に高いのは低所得層なので、この過剰貯蓄の所得階層別内訳が気になるが、この点は統計の制約があるため、代替指標として、所得階層別に消費に使える流動性資産をどの程度保有しているかを確認しよう。図表8の右側が現在、左側がコロナ禍前における資産内訳の平均シェアであるが、これをみると、低所得者層はコロナ禍を経て非流動性資産が一旦目減りしても流動性資産を増やすことで補完し、流動性資産が過去よりも多くなっている。最近では非流動性資産に評価益が出ている筈なので、これも消費に回せる余力になろう。高所得層では、流動性資産、非流動性資産ともに現在は価値を増やしており、これも消費に対する余力に繋がっている。ただし、高所得層は消費性向が低所得層よりも低く、その分、金融資産への投資を増やす傾向がある。

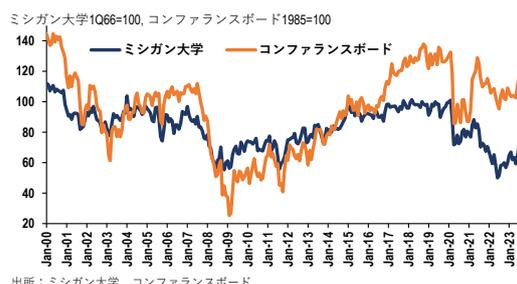


³ 詳細は Abdelrahman, H., and L. Oliveira (2023) “The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings,” FRBSF Economic Letter を参照。

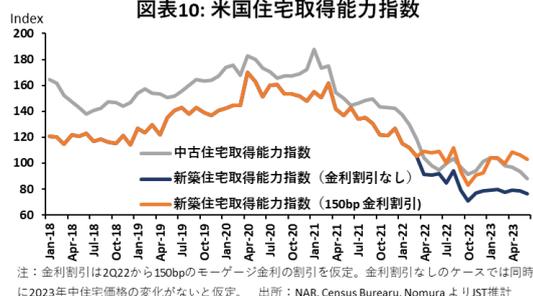
とは言え、過剰貯蓄も最近になって乏しくなってきたのは確かで、貯蓄の消費への活用は長続きしそうにない。しかし同時に、インフレが鈍化しつつあることが、消費者センチメントを再び押し上げている（図表9）。この合わせ技で考えると、暫くの間は消費は底堅さを維持できるものと考えることが可能だ。

また、家計支出の中でも住宅投資は、Fedによる金利引き上げの影響を真っ先に受けて昨年に悪化した。しかし、住宅投資も本年に入って底を打ち、少なくとも安定してきている。新築の住宅投資底打ちの一部は、コロナ禍を経て人々の生活が在宅勤務を含むものになり、中古住宅が売りに出されなくなったことが影響しているが、金利が上昇し、新築住宅を購入する家計のアフォーダビリティが悪化しているにも拘わらず、高い金利を払って住宅を購入できるのかが筆者らにとって暫く謎であった。どうやら住宅の売り手がインセンティブとして金利の割引を行っている事情があるようだ。現在は、住宅借入れに対し、1年目は2%、2年目は1%割り引かれることが多いようで、これが家計のアフォーダビリティを改善させているようである（図表10）。

図表9: 米国消費者コンフィデンス

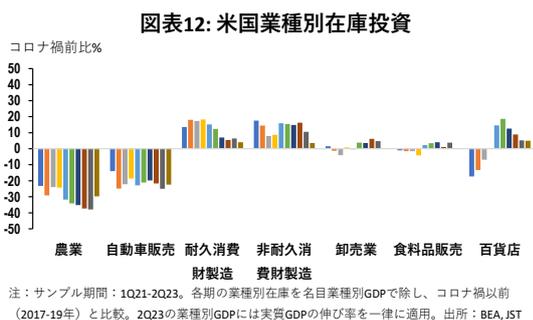


図表10: 米国住宅取得能力指数



4. ソフトランディングをもたらす要因③：製造業

第3の背景は、これまで米国経済で業況が最も良くなかった製造業が、在庫調整を終えつつあることである。コロナ禍でサプライチェーンが2021年に混乱した後、製造業はその復元を図ったが、意図せずして在庫を積み上げすぎてしまったため、昨年上期まで在庫調整を行ってきた（図表11）。現在は、部品不足が解消していない自動車販売等以外、特に製造業で在庫がピークアウトし、調整の進捗が最終局面にきている（図表12）。実際、米国の製造業では2Q23の業績の公表に際し在庫の調整進捗に言及した先が多い印象である。したがって、本年下半年は、少なくとも在庫調整が製造業の業績の足枷となることはなさそうで、製造業にある程度のリバウンドを期待できる。

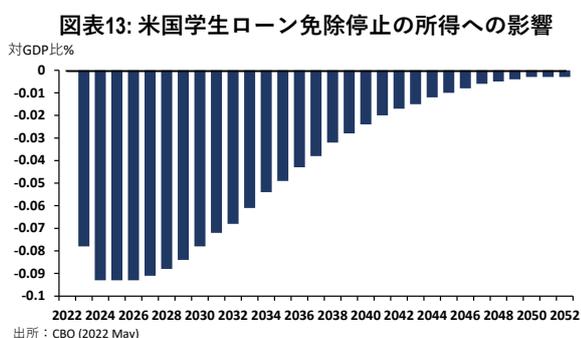


5. 来年上期のリセッション回避はナローパス

では、米国経済はこのままソフトランディングを続け、来年半以降に再び成長率を高めるというシナリオは書けるのであろうか。このシナリオは、以下の諸点が足を引っ張る可能性が高い。

まず、企業や不動産側では、少なくとも、前述の通り銀行の与信基準が2000年代初頭のリセッション期よりも厳格化している影響が、本格化していく筈である。

次に、家計側では、金利上昇が消費を抑制できない最大の要因であった過剰貯蓄がさすがに本年内に完全に尽きるうえ、政府の目玉の政策であった学生ローンの免除が最高裁判所で違憲と判断されたことでその分の負担が新たに加わる影響も考える必要がある。CBOによれば学生ローン免除措置の停止による所得への影響は、単年ではGDP比でみて非常に小さい（図表13）。しかし、この学生ローンの免除措置停止については、家計が将来にわたって返済をしなければならないことを合理的に判断するならば、その割引現在価値であるGDPの約1.9%分の恒常所得の減少を意識することになる点に留意したい。これらが消費を冷やしかねない点はリスクである。



また、住宅投資への政策金利急上昇の影響を減殺してきた前述の住宅金利の割引にしても、何時までも続けられるものではなく、Freddie Macによれば、昨年12月に既にピークアウトしている。このため、金利が高止まりしているのであれば、来年にかけて住宅投資の安定は続かない可能性が高い。

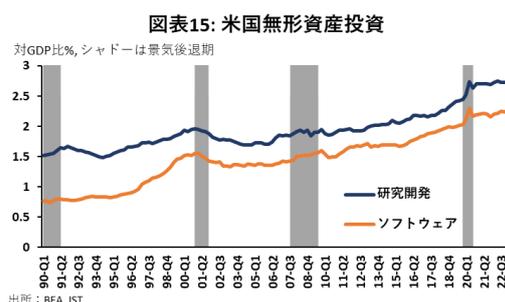
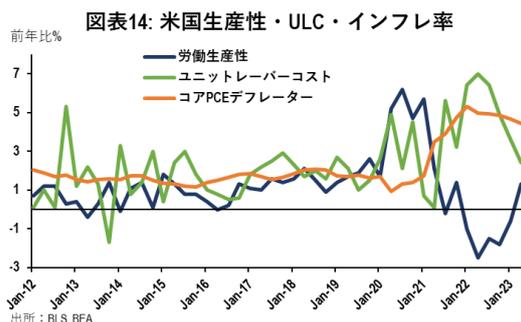
これらを踏まえると、来年上期に小幅であってもリセッションが来る可能性は相応に高いとみておくべきだろう。しかし、これらが回避される可能性もないとは言えず、それを確実なものとするためには、Fedが来年早々に利下げに転じる必要がある

となる。しかし、そうなると今度はインフレを抑制できるのかという疑問が生じる。次章でこのインフレ抑制の蓋然性について検討しよう。

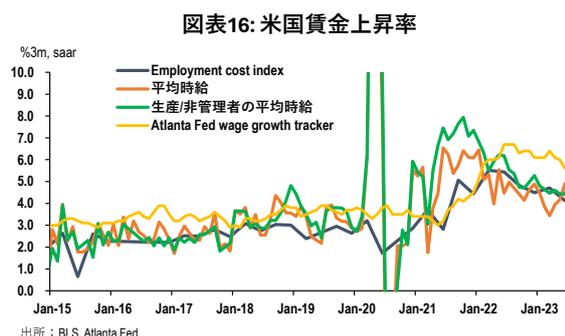
6. 生産性向上が景気と物価のトレードオフを解消するか？

米国の景気が堅調であるにも関わらず、インフレ率は明確に鈍化することが可能になったのは、過去のサプライチェーンの混乱の影響がなくなったことや、ロシア・ウクライナ戦争の影響によるエネルギー・食料品価格の高騰が落ち着いたことが大きい。しかし、労働市場が逼迫を続けている中で、賃金上昇率が鈍化しないと、賃金上昇率が趨勢を決めるサービス価格上昇率が安定しない。これまで米国企業は雇用を確保するために賃金も高めに設定し、その結果人件費の収益圧迫がサービス価格を押し上げてきた。

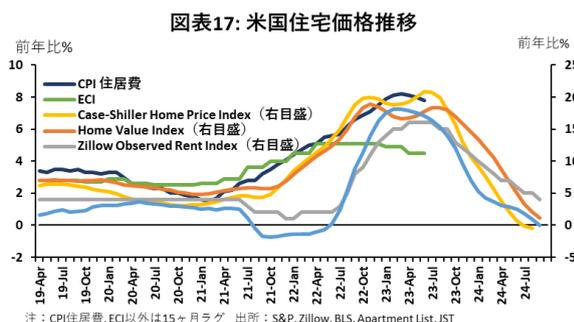
しかし、2Q23には好ましい変化が出つつある。2021年以来低迷してきた米国経済の労働生産性上昇率がここにきてプラスに転換し、賃金が上昇していても単位当たりで見れば人件費（Unit Labor Cost）上昇率を鈍化させ、物価上昇圧力を和らげたのである（図表14）。先行きを考えるポイントは、この変化によって景気が悪化しなくてもインフレの抑制が可能となるかである。確かに、株式市場には、企業によるAIの活用が生産性を押し上げているとして、この傾向が続くとの見方がある。米国企業の労働生産性がAIの活用でマクロ的に上昇を続けるのであれば、このようなバラ色のことも起きそうである。確かに、2000年代初頭にITが普及した時にも同様のことが言われ、短期的にはそうみえるかもしれない状況もあったが、その傾向は続かなかった。今次局面で、AIの出現に今度こそそうした役割を期待できるのかと問われると、確かに1990年のリセッション後やGFC後とは異なり、今次コロナ禍後には研究開発投資やソフトウェア投資といった無形資産投資が減っていない点は好材料である（図表15）。AIがマクロ的に生産性を向上させるとすれば、それはAIが雇用を代替する場合であろうが、しかし、米国企業の無形資産投資は1990年代後半のように急増している訳でもなく、また労働力に関してもコロナ禍で一旦従業員を大量にレイオフした後、雇用の確保に苦労した経験から、現在はむしろ雇用の確保を優先する姿勢に転じている。AIがマクロ的に生産性を向上させるとすれば、それはAIがマクロ的に雇用を代替する場合であろう。企業が雇用を大量に抱えたままであるため、比較的短期間にAIで労働生産性を向上させるのは本質的に難しそうである。



実際、賃金上昇率をみても、昨年から緩やかに鈍化してきているものの、一本調子の鈍化にはなっていない（図表16）。平均時給が最近になってリバウンドをみせており、賃金がこれから明確な鈍化をみせるかをよくみていく必要があらう。



最後に、こうしたマクロ環境とは関係なく、これまでコロナ禍で急上昇してきたCPI住居費が、先行指標からみてこれから伸び率が大幅に鈍化し、来年央に前年比ゼロないしマイナスになる（Kmetz *et al.* 2023）⁴との見方があり、この品目だけでCPIの3割のウェイトを占めるため、インフレの抑制が可能になるとの見方の是非を検討しておこう。まず、彼らがCPI住居費の先行指標としている新規の賃料や住宅価格の推移とCPI住居費を比較してみよう（図表17）。CPI住居費は既存住居の賃料も含むため、新規賃料に比べて変化に時間がかかり、概ね1年半程度遅行する。そこで新規賃料や住宅価格を1年半ずらしてみると、来年央にCPI住居費の伸びが最も低くなることが示唆される。これは、金融引き締めというマクロ経済環境に負う面だけでなく、コロナ禍で在宅勤務が一般的になった当時需要の盛り上がりの反動という面もある。このことは間違いではないのだが、問題は、CPI住居費はコロナ禍前に賃料等が前年比ゼロに近かった時も、3%台半ば程度の伸びをしていたことだ。これは住居費も賃金の動向を反映するからであり、そう考えると、新規賃料が前年比ゼロになってもその1年半後にCPI住居費がゼロになる訳ではない。また、最近、住宅価格等はリバウンドを始めているので、CPI住居費の鈍化の動きも来年央を境にリバウンドする可能性にも注意しておきたい。



ここまでの議論を踏まえると、来年央にもCPIが急速に2%の目標に急速に近付くことを期待する根拠は乏しい。むしろ、Fedが利下げに踏み切れない状況が長く続くか、経済が上述のリスクを跳ね返して十分に減速しないのであれば、むしろ再利上げが行われる方が、蓋然性が高いと考えておきたい。

⁴ Kmetz, A., Louie, S., and J. Mondragon (2023) “Where is Shelter Inflation Headed?” FRBSF Economic Letter を参照。ただし、彼らは用いたモデルの内容を開示していないので、どうしてそのような結論に至ったかは不明である。

7. おわりにかえて

以上みてきたように、米国経済は年内にリセッションに陥る確率は低いですが、そのままソフトランディングする確率は、以前よりは高くなってきたとは思えるものの、あくまでもナローパスである。実際には景気後退期が後ずれするだけで、来年早々に小幅のマイナス成長が2四半期程度続く蓋然性の方が高いと考えられる。景気が本年末にかけて大きく減速しない場合、米国企業の労働生産性上昇率が向上を続けない限り、企業が人件費の製商品価格への転嫁を緩めてインフレ率を更に明確に鈍化させることは難しく、エネルギーや食料品価格のリバウンドとも相俟って、4Q23から下げ渋ってくるのではないか。そうなれば、Fedも早期に利下げに転換することは難しいだろう。そうした状況の下、ソフトランディングとインフレ目標達成が両立する可能性は、残念ながら高くはないとみておくべきだろう。

米国経済に対するこうした見立てが正しいのかどうかを、今後数ヶ月間、米国の経済・金融指標を丹念に確認し、不確実性を引き下げていく作業が必要である。

著者紹介

鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月までJPモルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

関東享佑

福岡県警察科学捜査研究所を経て、2018年から科学技術振興機構に入構。現在、同資金運用本部に在籍し、経済調査に従事している。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を用いて行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくはURL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容はJSTの管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。