

# アナリストの眼

## 米国における戦後最長の景気拡大期のゆくえ

### 【ポイント】

1. 米国経済では、堅調な住宅投資や雇用・所得環境、個人消費に加えて、緩和的な金融政策により景気拡大が続く下地は出来ている。
2. インフレ率の急速な上昇や資産価格の過熱感などはなく、米国経済における不確実性に対して、FRBが機動的な金融政策を実施できる環境にある。
3. 新型コロナウイルスの感染拡大が広域かつ長期にわたると景気後退リスクは格段に高まることから、今後も感染動向を注視しなければならない。

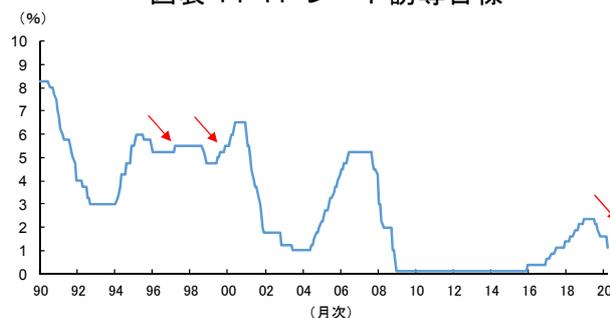
米国における2009年7月に始まった現在の景気拡大期は、2017年にトランプ大統領が減税政策を実施したことや、2019年にFRB（米連邦準備理事会）が予防的利下げを実施したことなどを背景に、戦後最長記録を更新し続けている。更新されるまで最長記録であった1991年～2001年の景気拡大期は、2回の予防的利下げが奏功したとの見方がある。その当時と現在を比較し、戦後最長の景気拡大期のゆくえを考察する。

### 1. 利下げの効果が顕在化する

1990年代の米国経済が当時の戦後最長景気拡大期となった背景には、金融政策の効果がある。1995年と1998年の利下げは、メキシコ通貨危機やアジア通貨危機などの外的ショックが米国経済に波及するのを防ぐために実施された。当時の企業部門では、資金調達環境の改善を受けて、設備投資の増加や企業のセンチメントの回復がみられ、家計部門では住宅ローン金利の低下を受けて、住宅投資が活発化されたほか、堅調な個人消費が維持された。また、将来のインフレを未然に防ぐため、積極的な利上げが実施される局面もあった。こうした金融政策の舵取りの結果、長期に渡って安定した物価と景気拡大が維持されたと考えられる。

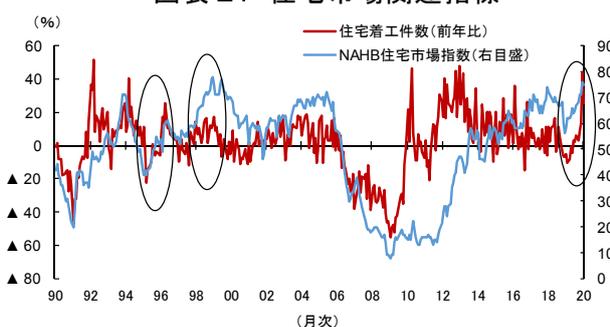
2019年に実施された利下げの効果についても、すでに家計部門で顕在化している。住宅市場では、2018年頃から住宅ローン金利の上昇や住宅価格の高騰などが背景となり、住宅投資は減速傾向にあったが、2019年の利下げを受けて住宅ローン金利が低下したため、住宅投資が促進されている（図表2）。依然として住宅価格は高い水準にあるが、今後も低金利を背景として住宅投資が堅調さを維持することが期待される。

図表1. FFレート誘導目標



(資料)FRBより富国生命投資顧問作成

図表2. 住宅市場関連指標



(資料)米住宅建設業者協会より富国生命投資顧問作成

雇用・所得環境については、失業率は約50年ぶりの低水準で、賃金も前年比+3%台を維持しており、利下げによる需要の回復を背景に、労働需給が逼迫した状況が続いている（図表3）。PCE（個人消費支出）デフレーターは前年比+1.6%程度の上昇にとどまっていることから、実質賃金も上昇基調を維持しており、個人消費を支えている。今後も緩和的な金融政策が雇用・所得環境や個人消費を支えるとみられる。

図表3. 労働市場関連指標



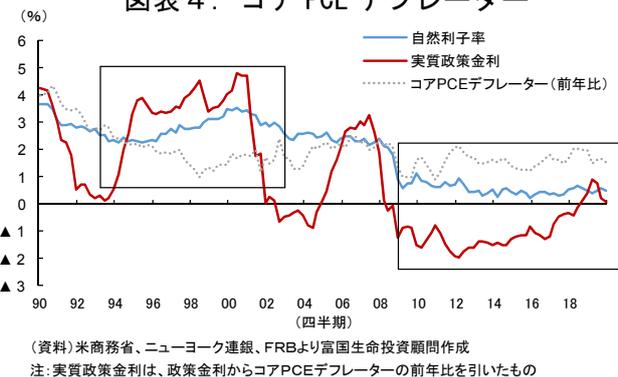
企業部門では、企業のセンチメントを図る代表的な指標であるISM製造業景況感指数は、米中貿易摩擦の激化などによる生産活動への悪影響が懸念されたことなどから、一時好不況の節目である50を下回ったが、再び50を上回る水準に持ち直している。

2. 機動的な金融政策の実施が可能

FRBは1998年に利下げを実施した後、世界の金融市場が落ち着きを取り戻し、米国の景気拡大が確認されたことを受けて、1999年に利上げを開始した。利上げは景気の過熱を抑制し、安定的な景気拡大の維持に寄与した一方で、いわゆるITバブル崩壊につながったとの見方がある。今後の金融政策のゆくえについて、物価やITバブルのような資産価格の過熱を注目したい。

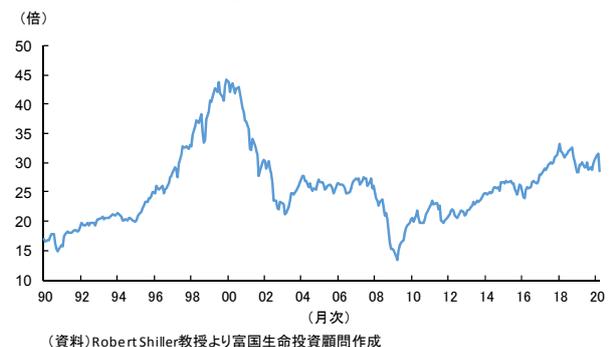
FRBが物価動向を測るうえで重視するコアPCE（個人消費支出）デフレーターは、1990年代後半と足もとでFRBが目標とする2%を概ね下回る水準で推移している。どちらも労働需給が逼迫するなかでも物価上昇率が低位で推移していることから似た環境にあるといえる。しかし、ここでは物価と自然利子率、政策金利の関係に注目したい（図表4）。経済や物価に中立的な水準を示す自然利子率に対して、政策金利（実質）が高いか低いかによって、金融政策が引き締めのか、緩和的かを表す。1990年代後半は常に金融引き締めの水準であったことから物価上昇率が低位に抑えられていた一方で、足もとでは、金融緩和的な環境が長期化していたにも関わらず、物価上昇率が高まっていないことが確認できる。

図表4. コアPCEデフレーター



資産価格の過熱については、ITバブルを予見したとして知られるシラーPERを確認する（図表5）。1995年の利下げ以降、シラーPERは急速に上昇し、グリーンズパン元FRB議長が「根拠なき熱狂」と表現し警鐘を鳴らしていた株式バブルが形成された可能性が高い。足もとでは、利下げを受けたシラーPERの急上昇が確認されない。

図表5. シラーPER



物価や資産価格が安定していることから、FRBは米国経済における不確実性や外的ショックなどに対して機動的な金融政策を実施することができる。2019年の予防的利下げは、米中貿易摩擦が米国経済に及ぼす不確実性に対して実施された。加えて、足

もとでは、新型コロナウイルスの感染拡大を巡る経済への懸念が高まっていることから、FRBは、緊急の追加利下げを実施し、更なる追加利下げの実施の可能性も示唆した。

今後もFRBは機動的な金融政策によって、米国経済における不確実性に対応すると思われる。ただし、FF金利の誘導目標は1.00~1.25%まで低下しており、金利面での緩和余地はあまり残されていない。

### 3. 足もとでは、新型コロナウイルスの感染拡大を巡るリスクが浮上

新型コロナウイルスの感染拡大を巡る問題が発生していなければ、良好な雇用・所得環境を背景とする堅調な家計部門と緩和的な金融政策によって、戦後の最長の景気拡大期を更新し続ける下地は出来ていたと考えていた。しかし、中国では回復者を除いた新型コロナウイルス感染者数は減少傾向にある一方、2月中旬頃から中国以外の地域では感染拡大が加速しており、全世界で混乱が広がっている。

米国においても、工場の操業停止や物流の混乱などから、サプライチェーンが寸断されることや、感染拡大を懸念して人の移動が減り、インバウンド需要が低迷することなどは、経済の下押し要因となろう。ただし、中国で感染者が減少傾向にあるように、2020年中頃までに世界で収束に向かうのであれば、下押しは一時的となろう。しかし、執筆時点で、既に米国における感染者は多くの州で確認されたことで500人を突破し、カリフォルニア州など複数の州では非常事態宣言が発令されている。見えないウイルスに備え外出を控えることで人の流れが止まり、国民の生活が一変する状況が継続する可能性もあろう。米国での感染が広域かつ長期化した場合には、サービス業を中心に経済へ甚大な影響を及ぼす可能性がある。米国の名目GDPのうち、約47%程度はサービス業の寄与によるものであることから、景気後退期入りすることも考えられる。

また、長期的な低金利環境により、米国の企業債務残高は過去最高水準積み上がっている。特にレバレッジドローンと呼ばれる信用力の低い企業への貸出債務の伸びが主要債務のなかで相対的に高い(図表6)。市場に余剰資金が溢れるなか、景気拡大期には、企業債務の積み上がりに伴う問題は表面化しにくい。一方で、景気が失速した場合には、積み上がった企業債務による財務状況の悪化を受けて、信用格付が引き下げられたり、資金調達コストが上昇したりするなど、負のスパイラルとなり、問題が表面化するリスクがある。金融システム不安につながり、景気悪化を増幅する可能性がある。すでに社債市場では、新型コロナウイルスを巡る問題を受けて、スプレッドが急拡大しており、警戒感が広がっている。

FRBが新型コロナウイルスを巡る問題などの米国経済における不確実性に対して、金融政策、財政政策を総動員することで、景気後退は回避されると考えている。ただし、新型コロナウイルス感染拡大が広域かつ長期にわたると景気後退のリスクは格段に高まる。今後も感染動向を注視しなければならない。

図表6. 主な事業・家計債務

種類	残高 (10億ドル)	2019年 成長率 (前年比)	年平均 成長率 (1997-2019年)
合計	31,530	4.1%	5.5%
事業信用	15,764	5.1%	5.7%
企業信用	9,973	4.7%	5.1%
債券、CP	6,499	3.6%	5.7%
銀行貸出	1,409	6.5%	2.9%
レバレッジドローン	1,137	14.6%	15.4%
非企業信用	5,791	5.6%	7.2%
商業用不動産	2,431	4.5%	6.2%
家計信用	15,766	3.2%	5.4%
モーゲージ	10,415	2.7%	5.5%
消費者信用	4,057	5.1%	5.2%
学生ローン	1,607	5.1%	9.3%
自動車ローン	1,173	3.9%	5%
クレジットローン	1,031	4%	3.1%
名目GDP	21,339	4.6%	4.2%

※成長率はいずれも第2四半期末対比  
(資料)FRB Financial Stability Report(2019年11月)より富国生命投資顧問作成