

# 異例の展開が続く米国経済： 演出しているのは供給要因

三菱UFJモルガン・スタンレー証券  
インベストメントリサーチ部 マクロリサーチ・デットストラテジー課  
シニアエコノミスト

森山 昌俊



## はじめに：異例の景気サイクルの背後にあるもの

新型コロナ（以下、コロナ）感染拡大以降の米国経済は、異例の展開の連続である。第1に、記録の残る1854年12月以降で過去最長を更新していた景気拡大が、2020年3月に128ヵ月で突如終了した。第2に、この景気後退は1857年6月以降で最短の2ヵ月で終了した。第3に、その後の景気回復ペースは

### 〈目次〉

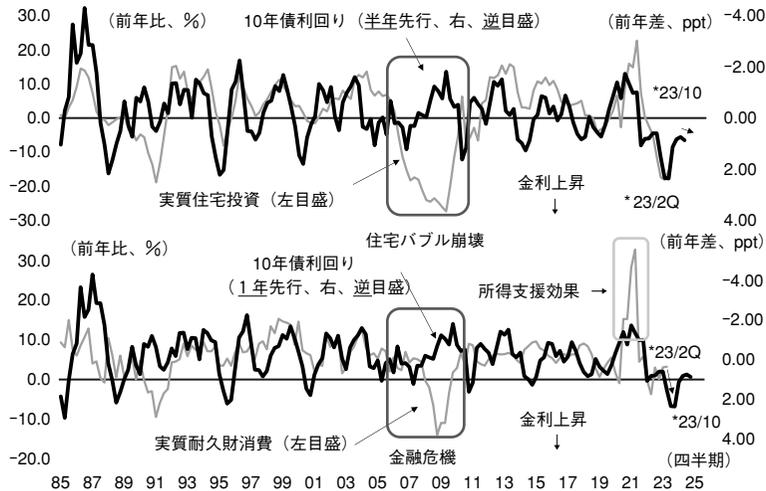
はじめに：異例の景気サイクルの背後にあるもの

1. FRBの利上げは着実に効いている
  2. 強めの成長の背景に供給要因
  3. 景気は減速しても底割れには至らず
  4. 失業増なき物価安定は達成可能
- 結び：リスク

1980年代以来の急速なものになった。第4に、金融危機後10年以上も+2%を持続的に超えられなかったコアPCE価格前年比で見たインフレ率が、40年ぶりの高水準に急騰した。そして第5に、FRBが1980年代以来最速ペースで利上げを実施しFF金利を22年ぶりの水準に引き上げたにも拘らず、2023年前半も潜在成長率を上回る+2%超の成長が続いている。

景気サイクルを考える際、通常は需要動向に注目する。つまり、需要の底打ち・拡大・減速・減少を、景気の底打ち・拡大・減速・後退と見做す。しかし振り返れば、今回の異例の景気サイクルを演出していたのは需要以上に供給だった。2020年の景気後退はコロナ感染拡大とロックダウン（都市封鎖）という突如の供給制約がもたらした。2021年の高成長は、前例のない大規模な財政・金融刺激とコロナ特需に行動制約の緩和が結び付いたものだった。2022年のインフレ急騰は、強い需

(図表 1) 長期金利と金利敏感需要



(出所) 米商務省BEA、FRBより、MUMSS作成

要に供給制約が重なった異例の需給不均衡によるものだった。だとすれば、異例のサイクルの帰結も異例なものになると見るのがむしろ自然である。本稿では異例の帰結を具体的には以下のように考えている。すなわち、(1) 強い成長は利上げが効いていないわけでないが非インフレ的であり、(2) 大幅な利上げと長短金利逆転（逆イールド）にも拘らず、経験則とは異なり景気後退は回避され、(3) それでも物価安定が達成される、というものである。この異例の帰結にも、後述するように供給要因が深く関わっている。

## ■ 1. FRBの利上げは着実に効いている

まずこれまでの利上げの効果について考え

る。結論から言えば2022年3月からの累計525bpのFF金利誘導目標の引き上げ効果は、市場金利の上昇を通じ金利敏感セクターには着実に表れている。10年債利回りの変動は実質住宅投資の変動に約半年先行する傾向があるが、今回の実質住宅投資の大幅調整も概ねこのラグの通りに起こった。足元の実質住宅投資は長期金利の前年比上昇幅が半年前に縮小した影響で前年比下落率が縮小し、前期比では下げ止まりつつある。しかし、足元で長期金利の前年比上昇幅が再度拡大している。半年後にこの影響が再度表れるとすれば、住宅投資の持ち直しも一本調子とはいかない(図表1上段)。一方、10年債利回りの変動は実質耐久財消費の変動に対して約1年の先行性を有する。今回もこのラグ通りに実質耐久財消費の調整も起こっているが、効果はまだ

出尽くしていない（図表1下段）。

コンファレンスボード（CB）作成の景気先行指数も、利上げの効果が製造業や財セクターに従来通りに顕在化していることを示している。景気基準日付に安定的に先行する10の構成指標のうち5つ（製造業週平均労働時間、実質消費財・素材新規受注、ISM製造業新規受注指数、実質非国防資本財除く航空機新規受注、住宅着工許可件数）が製造業ないし財セクターの指標である景気先行指数<sup>（注1）</sup>は、2022年3月をピークに直近9月まで18ヵ月連続で低下している。1960年以降で見ると、先行指数が少なくとも半年間下落し（期間）、その年率の下落率が3.7%以上となり（深さ）、この間に構成指標の過半数が悪化していると（広がり）、先行指標のピークから平均13.3ヵ月後に景気が山を迎えるという経験則がある。今回は2022年9月時点で既にこの条件を満たしており、2023年4～5月に景気後退入りしてもおかしくない状況だった。つまり、製造業や財セクターでは、利上げの効果が十分に出自しているということを示唆している。

## ■ 2. 強めの成長の背景に供給要因

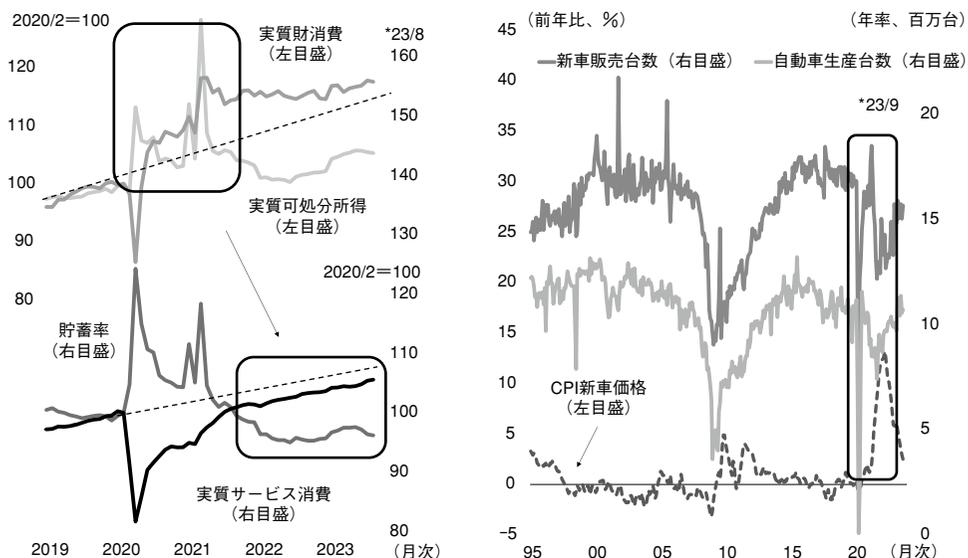
利上げが効くべきところに効いているにも拘らず、実質GDP成長率が潜在成長率（FOMC予想中央値で1.8%）を上回っているのはなぜか。ここでは3つの事例を考えてみたい。第1は、強制貯蓄と住宅の資産効果が

支える消費のサービスシフトである。強制貯蓄とはコロナ禍でサービス消費ができなかったために蓄積された未使用所得であり、住宅の資産効果は在庫不足のため通常より住宅価格の高止まりが続いたことによるもので、いずれも供給制約で生じたものである。これらは金利上昇の影響を受けないが、それが現在サービス消費を押し上げている。ここで重要なのは、政府の所得支援の使い道が集中しコロナ前のトレンドを大幅に上回った財からコロナ前のトレンドにまだ届いていないサービスへの消費シフトは、非インフレ的だということである（図表2左側）。

第2に、供給制約の緩和が生産・雇用・販売を支えているケースである。典型例が自動車である。半導体等の部品不足のために生産が抑制され在庫不足になったことが、販売の制約になると共に価格を押し上げていた。それが供給制約の後退で受注残の消化が可能となり生産と関連雇用が持ち直す中、在庫不足の緩和を通じ販売も拡大した。しかし、こうした生産・雇用・販売の拡大は、在庫不足の緩和を通じ同時に価格を抑制しているため、やはり非インフレ的である（図表2右側）。

第3は、生産性向上が強い成長を支えているケースである。2021年7～9月期に賃金の伸びが急上昇した前後から、非農業民間企業はコスト削減のため省力化投資（実質情報関連機器+ソフトウェア+R&D投資）を本格化させた。経験的に見て省力化投資が生産性改善に結実するまでに約2.5年のタイムラグ

(図表2) 消費のサービスシフト、供給制約の緩和が支える自動車生産・販売



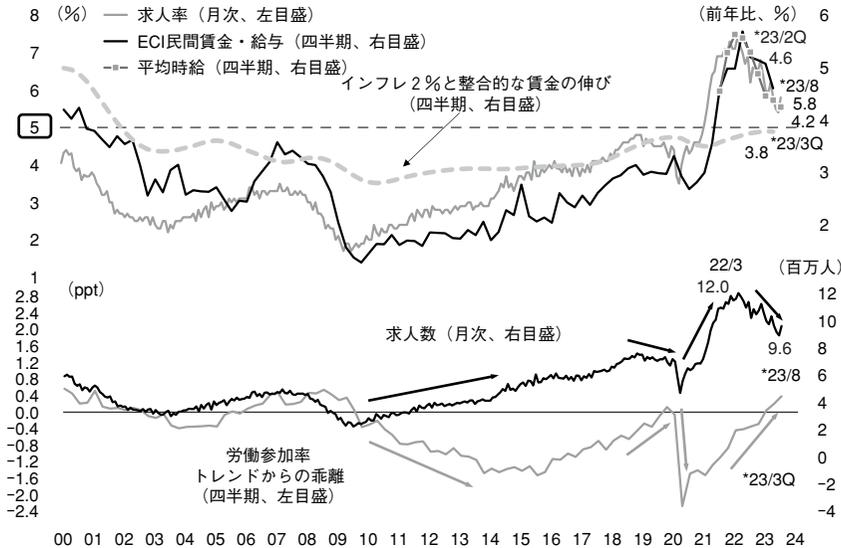
(出所) 米商務省BEA、Ward's、FRB、米労働省より、MUMSS作成

がある。生産性はコロナ禍の人手不足下で強い需要に対応したため一時的に急上昇したが、今年1～3月期までは需要鈍化と雇用回復に伴う正常化(=低下)の局面にあった。それが一巡した足元で、2.5年前に本格化した省力化投資の効果が顕在化しつつある。2023年4～6月期実質GDP成長率は前期比年率+2.1%と潜在成長率を上回っていたが、労働投入量は同-0.4%と減少していた。つまり、+2.1%成長は専ら生産性上昇でもたらされたものだった。こうした強い成長は供給制約が促した省力化投資による供給力拡大の結果であり、やはり非インフレ的である。2021年後半からの省力化投資の増勢から見て、25年頃までは生産性の高めの伸びは続きそうである。

### 3. 景気は減速しても底割れには至らず

このように累計525bpの利上げでも強めの成長が維持されているのは、利上げが効いていないことが理由ではない。需要の強さというより供給制約とその緩和がもたらしたものであって、非インフレ的である。つまり、更なる利上げで需要を一段と抑制する必要はないものである。その上、強い成長も減速はする。強制貯蓄も2021年8月のピーク(1.8兆ドル)からは足元までに半減しており、住宅の資産価格の前年比もインフレ調整済みでほぼゼロ近辺まで低下している。これらのサービス消費押し上げ効果は縮小しており、学生

(図表3) 求人と賃金の伸び



(注) インフレ2%と整合的な賃金の伸び=労働生産性上昇率のトレンド+インフレ目標2%。

生産性上昇率と労働参加率のトレンドはいずれも議会予算局(CBO)の推計値。

(出所) 米労働省、CBOより、MUMSS作成

ローンの返済再開も明らかに消費の重石となる。自動車ではローン金利上昇とガソリン高が家計の購入意欲を低下させており(ミシガン大学消費者信頼感調査)、関連の生産・雇用の増勢も一服すると見る。

もっとも、消費の基本である実質可処分所得の持ち直しが入れ替わりに続けば、消費の底割れには至らない。実質可処分所得の改善は(1)雇用環境に依拠する名目可処分所得と(2)インフレの動向に左右されるが、コアPCE価格で見たインフレ率は着実に鈍化する。カギを握るのはコアPCE価格の56%を占める非住宅コアサービス価格の動向であり、それを左右するのが労働需給と賃金の伸びである。就業者+前月末求人で見えた労働需要は

2021年5月に就業者+失業者で見た供給を上回ったが、過剰需要は2022年4月の600万人をピークに23年9月時点で330万人まで縮小している。それに伴い雇用コスト指数の民間賃金・給与の前年比は2022年4~6月期の+5.7%をピークにこの4~6月期に+4.6%まで低下し、雇用統計の平均時給は7~9月期に+4.2%まで低下している。ここで注意すべきは、就業者が需給に共通だということである。就業者数が強い場合でも需給には中立なのであり、リバランスに必要で賃金の鈍化をもたらすのは求人の減少である。

その求人は2022年3月末の1,203万人(未充足求人率7.4%)をピークに、2023年8月末時点では961万人(5.8%)まで減少してい

るが、賃金の伸びはこれに沿って低下している。パウエルFRB議長は、生産性の伸びを考慮すると物価安定に見合う賃金の伸びは+3%台と述べているが、これと整合的な求人数は800万人割れ、求人率なら5%割れである。足元までのトレンドが続けば来春にも賃金の伸び+4%割れが視野に入る状況であるが、足元では労働参加率の回復が求人を直接埋めるという供給改善もこのトレンドに寄与している（図表3）。そしてここに生産性改善効果が重なってくる。家計の長期のインフレ期待が抑制されている状況で財や労働市場での異例の需給不均衡が是正されると、企業は値上げが困難になる。こうした中で名目賃金の伸び鈍化に、2021年半ば以降に本格化した省力化投資の効果が重なることで単位労働コスト（ULC）の前年比がこの4～6月期に+2.5%へと急低下している。企業はULCの抑制を通じて利益を確保する方向に舵を切りつつある。ULCがコアPCE価格の有力な先行指標であることを考えれば、コアインフレは単に名目賃金が鈍化する以上にしっかりと鈍化していくことが見込まれる。そしてここでも、生産性という供給の改善が重要な役割を果たしている。

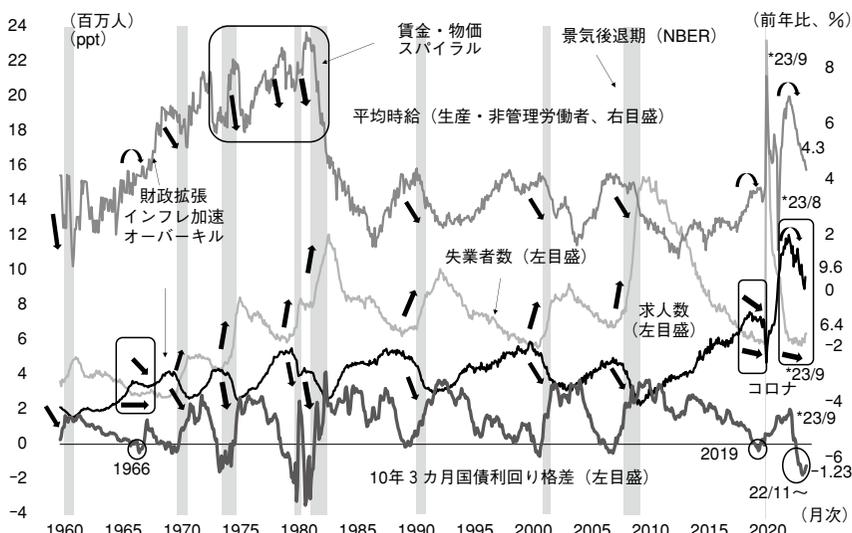
#### ■ 4. 失業増なき物価安定は達成可能

異例な景気サイクルの帰結が異例となる最後のポイントは、こうした求人減少とそれ

による賃金の伸び鈍化が失業の大幅増加を伴わないのか、言い換えれば名目可処分所得の減少に繋がらないのかということである。サマーズ元財務長官は、1951年以降の事例で「求人率が有意に低下するケースでは、失業率は大幅に上昇していた」と述べているが<sup>(注2)</sup>、これまでのところサマーズ氏の見方は外れている。というのも、昨年3月をピークに求人が減少する間、失業率は3.4～3.8%の狭いレンジでほぼ横ばい圏だからである。この「失業増なき求人減少」をパウエル議長はコロナ禍での異例の需給不均衡がもたらした「新たな現象」(changing dynamics)の1つと呼んでいるが<sup>(注3)</sup>、1960年以降では、1966年と2019年にも見られた。奇しくもこれは10年と3ヵ月の財務省証券の利回りが月中平均で逆転したにも拘わらず失業率が上昇しなかった例外と符合する。共通していたのはいずれも求人の方が失業を上回っていたことである。利上げによる需要減少をまず過剰な求人が吸収することで、解雇までには至らず失業は増えなかったと推察される。

残念ながら、この2つのケースからは「失業増なき求人減少」が続いた場合の帰結はわからない。1966年のケースではベトナム戦争の戦費拡大もあり財政赤字拡大が続いたため、求人が増加に転じインフレ率も再加速した。FRBは利上げを再開し加速させたがインフレを抑えられず、オーバーキルとなり1970年1月からの景気後退を招く結果となった。2019年の「失業増なき求人減少」は、冒

(図表4) 1960年以降の求人、賃金、失業、長短金利差



(注) 2000年11月以前の求人数は、コンファレンスボード「求人広告指数」「オンライン求人広告指数」を使ってSF連銀のRegis Barnichon氏が1951年まで遡及推計したものを使用 (Building a composite Help-Wanted Index, Economics Letters, Dec 2010. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165176510002934>)。平均時給の1964年以前は製造業。

(出所) 米労働省、NBER、NY連銀、SF連銀より、MUMSS作成

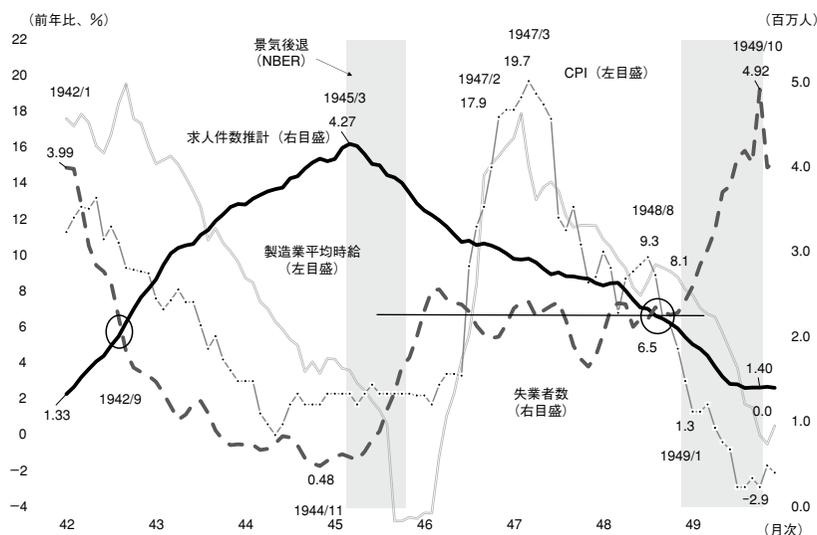
頭で述べたようにコロナによる2020年3～4月の突然の景気後退で終了した(図表4)。

今回はこの2つのケースと比較にならないほど求人が失業を上回っているが(求人・失業倍率のピークは、1966年11月の1.25倍、2019年9月の1.24倍に対し、今回は22年3月の2.01倍)、これはコロナに伴う労働参加率の大幅低下と回復の遅れという供給制約が求人の増加を増幅していたからである(前出図表3)。その点で参考になるのは、第2次世界大戦後の1946～48年である。当時も戦時中の軍需生産でほぼ完全雇用の上に軍隊に1,100万人超が在籍していたため、供給不足で求人は埋まらず積み上がり、終戦間近の

1945年3月には427万人に達していた。一方、失業者は景気後退(1945年2～10月)と戦後の復員を経て1946年春には250万人まで増加したものの、その後は1948年末まで横ばい圏で推移した。戦時中に蓄積した強制貯蓄が繰り越し需要と結び付く一方、戦時経済からの移行に伴う混乱で生じた供給制約と物価統制解除で47年初旬にかけインフレは急騰したが、再訓練を受けた復員兵が新たな供給源として求人を満たしたため、求人減少が続きながらも失業は増えなかった。

ただ、1948年8月に求人が失業を下回ると直後から失業は持続的に増加し、景気は同年11月を山に後退局面入りした。当時も求人減

(図表5) 1946~48年の求人、失業、賃金、CPI



(注) 失業者数はセンサス局による季節調整前値 (NBER所収) の3ヵ月平均、求人情数はMetropolitan Life Insurance CompanyのHelp-Wanted Advertising in Newspapers (NBER所収) の中心13ヵ月移動平均値をSF連銀Regis Barnichon氏による1951年からの推計値 (図表4) に接続させMUMSSが求人情数に換算。製造業平均時給 (米労働省) もNBER所収。  
 (出所) 米労働省、NBERより、MUMSS作成

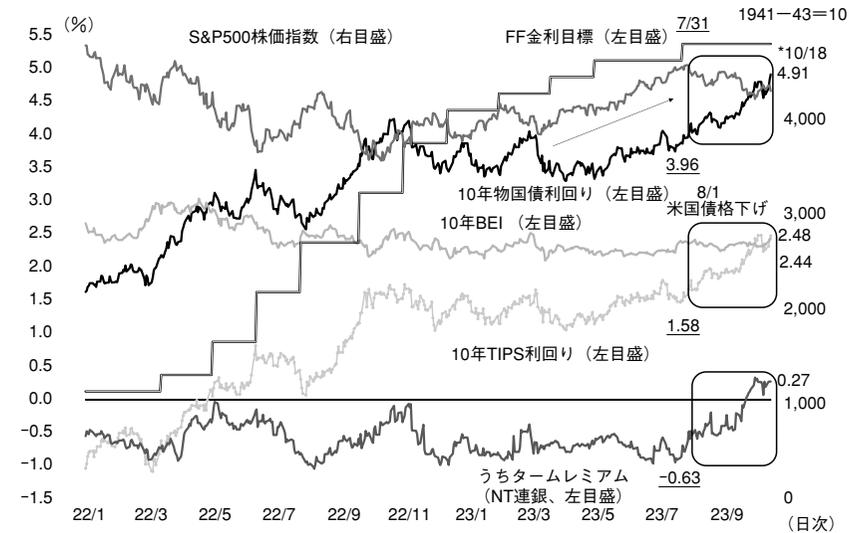
少に対応して賃金の伸びとインフレ率は着実に鈍化していたが、求人が失業を下回った1948年8月時点で、賃金の前年比はピークの半分ながら+9.3%、CPIの前年比もピークの3分の1まで低下もなお+6.5%と高めだった (図表5)。そのため更なる求人の低下が必要だったが、今回は異なる。先に見たように、求人は物価安定と整合的な賃金の伸び+3%台に必要な減少が起こってもなお800万人であり、足元の失業640万人がこれまでないし1946~48年のように横ばい圏で推移するなら、失業を上回ったままとなるからである。この時点で求人を更に押し下げようような引き締めが回避できていれば、失業の急増=景気

後退を伴わずに物価安定を回復することが可能になる。

### ■ 結び：リスク

この「失業増なき求人減少」の枠組みから見た米国経済のリスクは、1967年以降のように財政赤字拡大で求人が増加に転じインフレが再加速することで、オーバーキルになり株価も大幅に調整する上振れケースと、1948年以降のようにインフレ鈍化がなお不十分なために求人の方々の減少が必要となり、結果的に求人が失業を下回り失業が急増する下振れケースが考えられる。しかし、上振れケースは下院

(図表6) 米長期金利と株価



(注) タームプレミアムとは、中期的な不確実性に対する上乗せ金利。政策の不確実性が高まるケース、財政赤字拡大に伴う国債発行増や海外からの購入減退といった需給が悪化するケース、米国債への信認が低下するケースで上昇する。  
(出所) FRB、S&P、NY連銀より、MUMSS作成

共和党強硬派を中心に財政拡大への反対が根強く可能性は小さい。見かけの強い成長が非インフレ的であることは既に見た通りである。

一方、下振れケースは例えば金融政策の効果のタイムラグが考えていた以上に長く、これから景気下押し圧力が本格化するケースが考えられる。つまり、物価安定と統合的な水準を超え、失業をも下回る水準まで求人が減少してしまうケースである。もっともこの場合は、1948年12月からの景気後退と同様、過度の引き締めに至る前にインフレの鈍化が更に進むことでほどなく金融緩和に転じると考えられるため、結果的に株価の調整は限定的になると思われる。

注意が必要なのが、潜在成長率と長期のイ

ンフレ期待の和である4%を超えて、財政プレミアムを主因に長期金利が上昇ないし高止まるケースである。この場合、FRB当局者は追加利上げを見送ることを示唆しているが、景気後退懸念の緩和による実質金利の上昇と異なり株価は調整を続ける。目先に関しては2024年度予算の成立により当面の政府閉鎖リスクが封印されない限り、財政を巡るガバナンスへの懸念が財政プレミアムを押し上げる悪い長期金利上昇ないし高止まりが続く(図表6)。その結果として求人が失業を下回るほど景気が抑制されれば、株価の大幅な調整を伴った景気後退になりかねない。

(2023年10月19日脱稿)

---

(注1) 残る5つのうち3つが金融関連（S&P500株価指数、クレジット先行指数（CB）、10年債とFF金利の利回り格差）で、あとは失業保険新規申請件数と消費者期待（ミシガン大調査の1年先経済状況とCB調査の半年先ビジネス状況）である。

(注2) “Bad news for the Fed from the Beveridge space,” Olivier Blanchard (PIIE), Alex Domash (Harvard University) and Lawrence H. Summers (Harvard University), Policy Briefs 22 – 7, 13 July 2022

<https://www.piie.com/publications/policy-briefs/bad-news-fed-beveridge-space>

(注3) <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20230825a.htm>

