

米国の景気拡大は続くのか

橋本 政彦

要 約

足元の米国製造業の景況感の悪化は、ドル高を主因とした価格下落による売上の押し下げと、海外収益の目減りによって引き起こされている。ドル高、海外経済の減速によって輸出数量は減速しているものの、国内向け出荷の安定的な増加により、製造業の生産や国内収益は景況感ほどに悪い状況にはない。また、業種間の投入・産出構造からすれば、製造業の減速が他の業種に波及するリスクは小さく、経済全体を悪化させる可能性は低い。

家計部門に関しては、経済に占めるサービス業のウエイトが高まることで、以前よりも個人消費と雇用の相互作用が強まり、自律的な拡大が起こりやすくなっている。このため、個人消費は自律的な増加基調が続くとみられ、個人消費を牽引役とした景気拡大が持続する可能性が高い。ただし、個人消費を下振れさせるリスク要因として、逆資産効果による個人消費の下振れには注意が必要である。

F R Bは景気拡大が続く中、利上げを続けていくと見込まれるが、これらの経済構造を踏まえた、好循環をサポートする、あるいは阻害しない政策運営が求められよう。

目 次

- 1 章 米国経済の現状
- 2 章 製造業減速の背景
- 3 章 企業部門間の波及と原油安の効果
- 4 章 家計部門に死角はないか
- 5 章 おわりに

1章 米国経済の現状

1. 景気減速懸念が高まる米国経済

米国では2015年12月のFOMC（連邦公開市場委員会）において7年ぶりに実質的なゼロ金利政策を解除し、金融政策の正常化に向けて、他の先進国・地域に先んじて一步踏み出した。世界経済を見渡すと、中国では趨勢的に成長率は低下し続け、欧州や日本では景気停滞が続く中で、中央銀行による金融緩和の強化を余儀なくされるなど、総じて力強さに欠く状況が続いている。米国は減速する世界経済の中で相対的に底堅い成長を維持しており、世界経済の牽引役としての期待は根強い。

しかし、世界の多くの地域で脆弱な成長が続く中で米国の利上げは、新興国からの資金流出によるさらなる減速を惹起し、2015年末からの株式市場をはじめとする金融市場の混乱の一因となった。さらに、こうした金融市場や海外経済の混乱によるネガティブフィードバックによって、米国も景気後退に陥るのではという懸念が高まることになった。

FOMCメンバーの見通しによれば、過去と比べれば緩やかなペースながらも政策金利は引き続き徐々に引き上げられていくことになる。米国経済が本当に利上げを続けることが可能なほどの力強さを有しているか、どのようなペースで利上げが行われていくかが、当面の世界経済を考える上での最大の焦点の一つであろう。そこで本稿では、米国経済の現状、特に製造業減速の背景を確認し、米国の景気拡大の持続性、およびリスクを検討する。1章では、2009年7月以降続く今回の景気拡大局面の特徴を確認した上で、足元の経済動向を確認する。2章では、足元でとりわけ弱い動き

が続く製造業の減速の背景を探る。3章では、2章の内容を踏まえた上で、製造業の減速が非製造へと波及する可能性を検討することに加え、原油価格下落が企業部門に与えてきた影響を明らかにする。4章では、堅調を維持する家計部門と雇用市場の相互作用による拡大を明らかにし、家計部門の下振れリスクとなる要因について検討する。

2. 今回の景気拡大局面の特徴

金融危機による急激な景気後退を経た後、2009年7月から始まった今回の景気拡大局面は、2016年4月の時点で82カ月間継続しており、これは戦後の景気拡大期間の平均値である58カ月を既に上回っている。過去最長である1991年3月からの景気拡大は120カ月にわたって継続しており、これに比べればまだ景気拡大の期間は短く、必ずしも景気拡大が長期化したからといって景気後退が迫っているとは言えない。しかし、単純な循環に照らせば、いつ景気後退に入ってもおかしくないと考えられ、こうした考えの広がり景気後退を懸念する理由の一つになっているようである。そこで、米国経済の先行きを考えるに先立って、今回の景気拡大局面における成長ドライバーが何だったのか、過去と比較してどのような特徴があるのかを確認する。

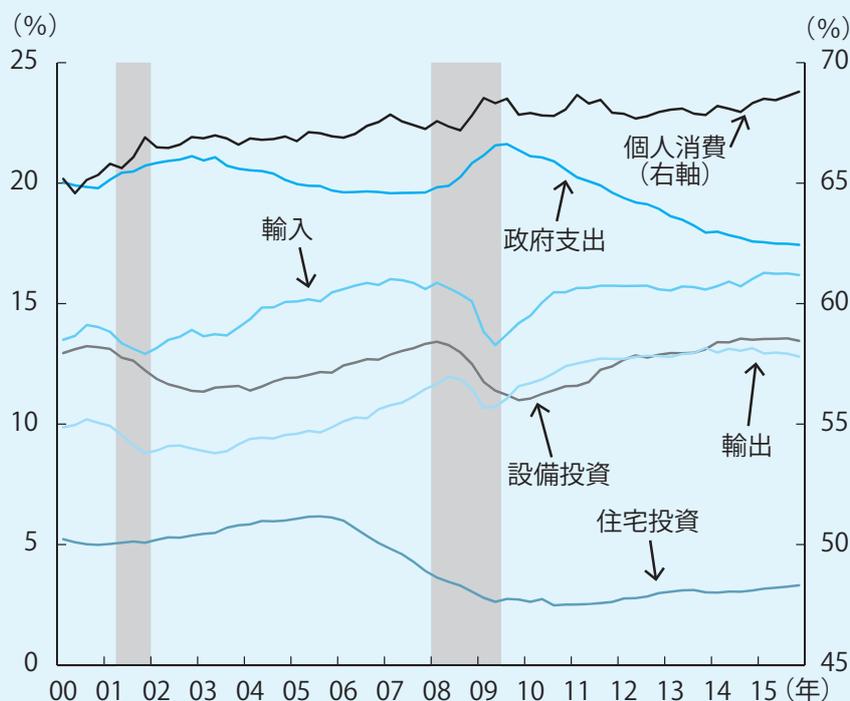
今回の景気拡大局面における経済成長のペースを確認すると、GDP成長率（前期比年率）の平均値は+2.1%と、戦後の景気拡大局面における平均値の半分未満のペースにとどまっている。需要項目ごとでは、個人消費および住宅投資の拡大ペースがとりわけ緩慢であったことが、過去に比べて緩やかな景気拡大の要因となった。他方で、設備投資および輸出は、これまでの景気拡大の前半については過去の平均程度のペースで拡大して

いた。金融危機による落ち込みが過去の景気後退期に比べて急速であったため、そこからの揺り戻しによって回復ペースが速くなったという側面はあるが、バランスシート調整が長引き、家計需要の回復が遅れる中で、企業部門の需要は相対的に堅調であった。しかし、設備投資、輸出の伸びは徐々に鈍化し、とりわけ足元ではこれらの停滞が成長率の減速の主な要因となっている。一方で回復が遅れていた個人消費や住宅投資は、緩慢なペースではあるものの着実な回復傾向が続き、足元でも経済成長を支える要因となっている。

実質GDPに占める各需要項目のシェアの推移を見ると（図表1）、個人消費のシェアは、景気拡大前半はおおよそ横ばい圏で推移してきたが、2014年半ばから徐々に上昇し、過去最高の

水準まで上昇している。個人消費と同様に家計部門の需要である住宅投資のシェアについても、緩やかな拡大傾向が続いているが、住宅バブル崩壊によって大幅に落ち込んだことが影響し、歴史的に見ても低い水準にとどまっている。設備投資のシェアは2014年頃に頭打ちとなり、その後横ばいで推移しているが、景気拡大の初期に順調にシェアが拡大した結果、前回や前々回の景気拡大局面におけるピークに近い水準で推移している。このところ伸び悩んでいるが、決して低い水準ではない。輸出についても設備投資とおおむね同傾向であり、足元でシェアの拡大は頭打ちとなっているものの、長期的に見れば上昇トレンドが続いており、前回の景気拡大局面のピークを上回る水準となっている。

図表1 各需要項目が実質GDPに占めるシェア



(注) シャドーは景気後退期

(出所) B E A (米商務省経済分析局)、N B E R (全米経済研究所)、Haver Analyticsから大和総研作成

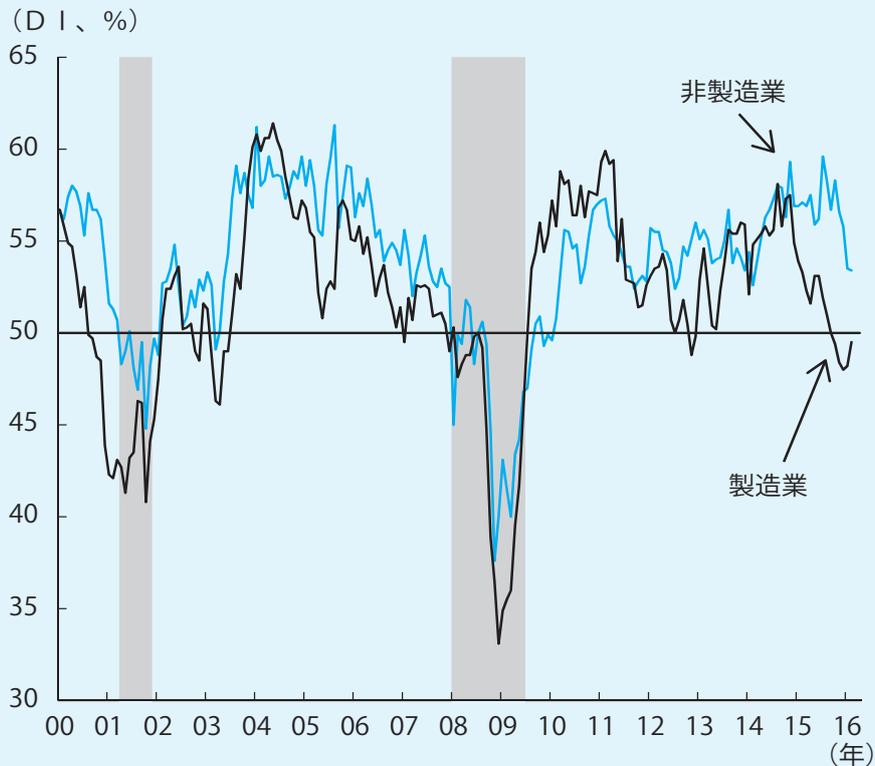
3. 製造業を中心に企業の景況感が悪化

ここまで見てきた通り、米国経済は金融危機で大幅に落ち込んだ後、緩やかなペースながら着実な景気拡大が続いてきた。しかし足元では、上述のように個人消費、住宅投資の家計関連需要の増加が続く一方で、今回の景気拡大の初期において牽引役となった設備投資と輸出といった企業関連の需要は減速している。

企業の景況感を確認してみると、ISM製造業景況感指数は2014年末をピークに低下傾向となり、2015年末には2012年12月以来となる、拡大・縮小の基準である50%を下回った。また、

非製造業の景況感は、製造業が減速し始めた後もしばらく堅調を維持していたが、2015年後半からやや悪化している。非製造業については、拡大・縮小の基準となる50%は依然上回っており、あくまで減速を示唆するのにとどまっていること、原油価格の下落を受けた鉱業における景況感の大幅な悪化が押し下げ要因になっていることから、過度に悲観視するほどの弱さはない。しかしながら、相対的に堅調を維持してきた非製造業の景況感が悪化したことで、景気減速に対する懸念が一層高まることとなった。このように米国経済の減速懸念は、専ら製造業を中心とした企業部門において語られている。

図表2 製造業と非製造業の景況感



(注) シャドーは景気後退期

(出所) ISM (米供給管理協会)、NBER、Haver Analyticsから大和総研作成

2章 製造業減速の背景

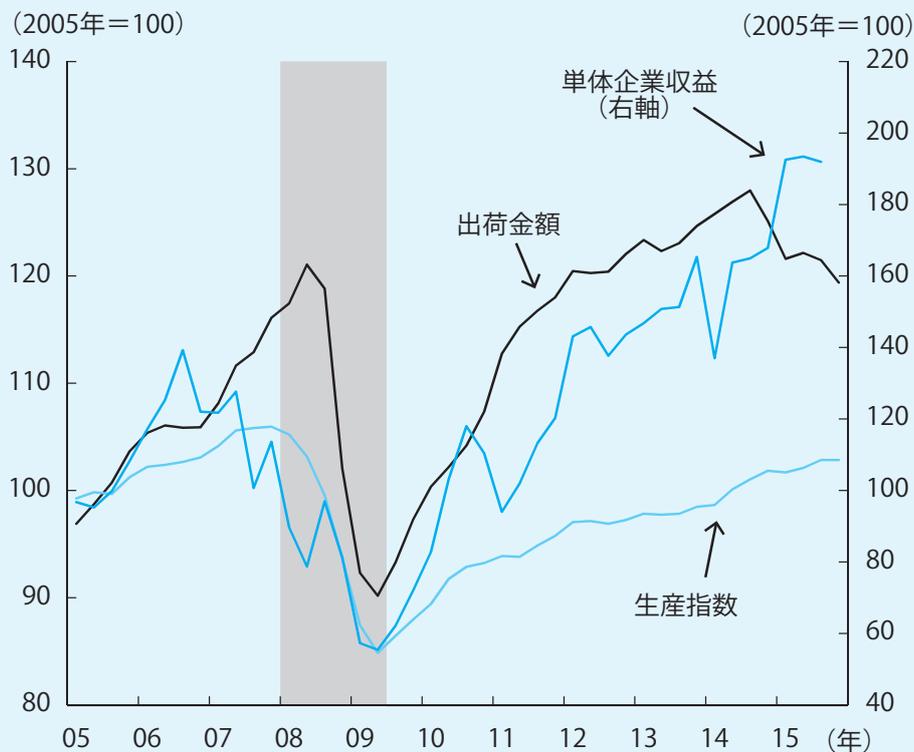
1. 製造業の実態

製造業の景況感悪化がどのような要因によるものなのかを明らかにするため、製造業関連のハードデータを見たものが図表3である。これを見ると、製造業関連の指標のうち、出荷金額が2014年半ばをピークに明確な減少傾向に転じていることが目立つ。一方で、生産指数は、幾分減速しつつも過去の景気後退期に見られたような低下には至っていない。数量ベースの生産指数が上昇しているにもかかわらず出荷金額が大きく落ち込んでいることは、販売価格の下落が出荷金額を押し下

げる要因となっていることを示している。出荷金額が減少に転じた2014年後半に、ISM製造業景況感指数もほぼ同タイミングでピークをつけて低下傾向となっていることから、販売価格の下落による売上減が企業の景況感を押し下げた要因となったことが示唆される。

生産数量がそれほど落ち込んでいないことから、製造業の稼働率は大きくは落ち込んでおらず、製造業における設備投資や雇用に対する下押し圧力もそれほど高まっていないと考えられる。また、出荷金額が減少傾向であるにもかかわらず、コストを差し引いた企業収益は増加が続いている。製造業の景況感は悪化傾向が続き、製造業活動の縮

図表3 製造業の生産・出荷・企業収益



(注) シャドーは景気後退期

(出所) F R B (連邦準備制度理事会)、Census、B E A、N B E R、Haver Analyticsから大和総研作成

小を示唆しているものの、売上に該当する出荷金額を除けば、実態としてはそれほど悪化していないと言える。

2. 製造業の売上減少の背景

1) 価格は輸出向け、国内向けともに下落

足元で減少傾向が明確となっている製造業出荷を、国内向け数量要因、国内向け価格要因、輸出向け数量要因、輸出向け価格要因の4つに分解したものが図表4である。

まず価格動向を見ると、輸出向けと国内向けの双方で下落している。輸出向け価格の下落については、2014年半ばから急速なドル高傾向が続い

ていることが大きく影響したと考えられる。ドル高によって海外市場での競争力が低下した米国の製造業は、現地通貨建ての価格競争力を維持するためにドル建て価格を引き下げざるを得なかった。国内向け価格の下落に関しても同様にドル高が影響している。ドル高に伴う輸入価格の低下は仕入価格の低下というメリットをもたらし、こうした恩恵は販売価格にも一部転嫁されたことで国内向けの販売価格の下落要因となった。また一方で、輸入品と競合するような財を製造している企業にとっては、安価な輸入品との競合が値下げ圧力となり、売上を圧迫する要因になったと考えられる。加えて、ドル高と同時に進行した原油価格

図表4 製造業出荷の要因分解



(出所) Census、B E A、Haver Analyticsから大和総研作成

の下落も、石油製品を中心に価格が下落する要因となった。

一方で、数量の動きに注目すると、国内向け数量は安定的な増加ペースを維持しており、足元でも減少どころか、目立った減速すら見られていない。また、輸出向け数量についてはわずかに減少に転じているが、海外経済が減速し、かつ、急速にドル高が大きく進んでいる割には減少するに至っていないことが確認できる。ISMなどに見る製造業の景況感の減速に関して、主な要因としてドル高が挙げられることが多いが、その影響は数量ではなく、価格下落を通じてもたらされている。

2) 輸出数量の最大の決定要因は海外経済

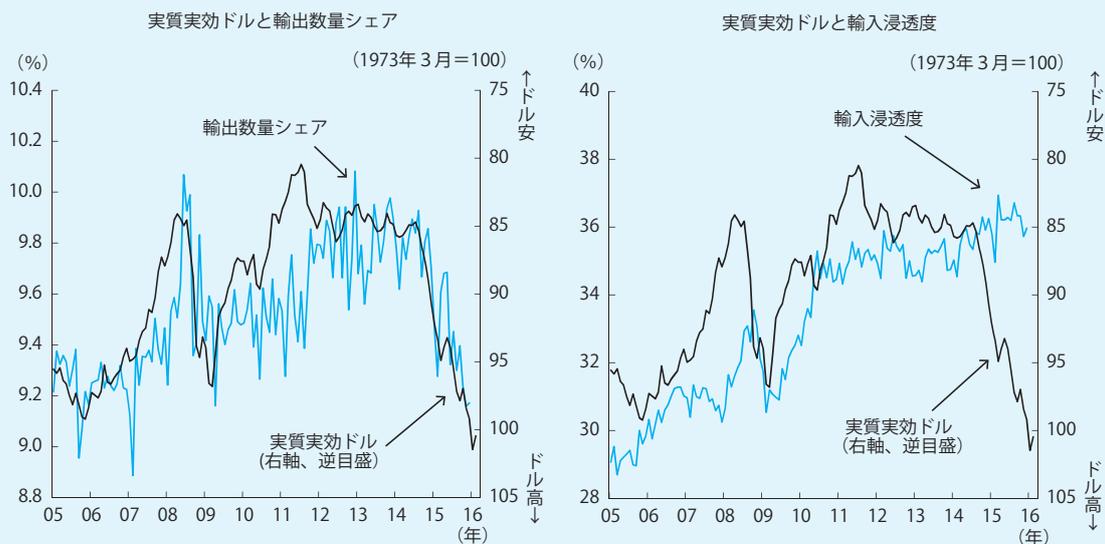
輸出数量については、急速なドル高が進んで以降も大きくは減少せず、おおむね横ばいにとどまっている。しかし、世界全体の貿易量に占める米国の輸出数量のシェアを確認してみると、急速

なドル高に沿う形でシェアが低下しており、ドル高の影響が数量ベースでも発現していることが確認できる(図表5左)。シェアが低下する中で、米国の輸出数量が大きく減少するに至っていない理由は、減速しつつも世界貿易自体の拡大傾向が続いているためである。米国の輸出数量を決定する最大の要因は需要動向、すなわち海外経済動向であり、為替による影響度は相対的に小さいことから、急速なドル高が続く中でも輸出数量全体が減少するほどの影響はもたらさなかった。

また、製造業における輸出の重要度は長期的に拡大傾向だが、米国においては依然内需の重要性が高く、輸出の低迷が製造業全体に与える影響も限定的であると考えられる。

一方の輸入に関して、ドル高による影響を数量ベースの輸入浸透度で確認すると、為替動向とは無関係に上昇傾向が続いており、ドル高によって海外製品が相対的に割安になる中でも輸入浸透度が極端に上昇する様子は見られない(図表5右)。

図表5 実質実効ドルと米国の輸出数量シェア、輸入浸透度



(注) 輸入浸透度=実質財輸入/(製造業実質出荷-実質財輸出+実質財輸入)
 (出所) FRB、Census、オランダ経済政策分析局、BEA、Haver Analyticsから大和総研作成

前項で確認した通り、急速なドル高に伴う安価な輸入品の流入に対抗するため国内製造業が販売価格を引き下げた結果、数量ベースで国内生産を下押しする要因とはなっていないと考えられる。

3. ドル高による連結収益の目減り

ここまで確認した通り、ドル高の進行は価格下落を通じて企業の売上を押し下げ、企業の景況感を押し下げる要因になってきた。これに加えて、ドル高の進行は、以下のように企業の海外部門や子会社のドル建て収益を目減りさせ、企業部門に悪影響を与えたとみられる。

前掲の図表3で見たように、単体企業収益は売上が落ち込む中でも、足元まで増加基調が続いてきた。一方で、連結ベースの企業収益は2015年に入って減速感を強めている(図表6)。両者の差はおおよそ為替レートと同様の動きをしており、ドルの上昇による海外部門収益の目減りが連結収益を下押しする要因となったことを示している。

そもそも企業の海外利益は必ずしも国内に還流するとは限らず、海外に再投資される可能性が高いため、こうしたドル高による海外連結収益の目減りが国内雇用や投資にもたらす影響はさほど大

図表6 ドル高による製造業の連結収益の押し下げ



(注) 単体企業収益はN I P A統計の税引き前利益、連結企業収益はQ F Rの税引き前利益。利益の定義やサンプルが異なっているため、単純な比較には留意が必要。連結企業収益の季節調整は大和総研による

(出所) B E A、Census、F R B、Haver Analyticsから大和総研作成

きくない可能性がある。しかしながら、企業のグローバル化が進展する中で、連結収益の目減りは企業の株価に影響を与えるとみられるし、企業の景況感に及ぼす影響は小さくないと考えられる。海外収益を含めた連結ベースの収益がドル高により目減りしたことは、景況感を押し下げる一要因になっていると言える。

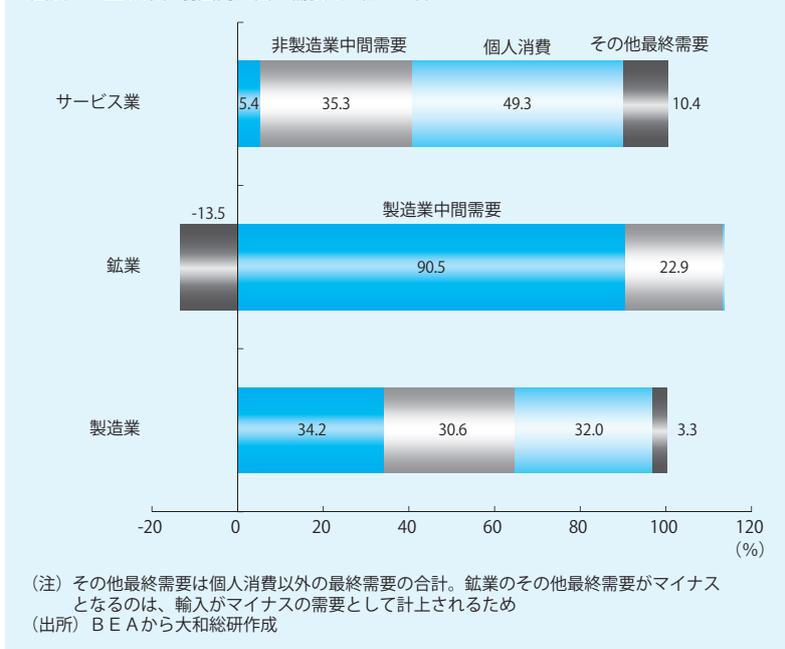
以上のように、足元で製造業の出荷金額（売上）が、販売価格の下落を背景に落ち込んでいる。販売価格の下落は、ドル高に伴う輸出向け価格の引き下げと、安価になった輸入品と競合する国内製造業の販売価格の引き下げによるもので、製造業の景況感を悪化させている。さらに、ドル高による海外収益の目減りは、国内にもたらす影響は限定的ながら、株価の下押し要因となって景況感を押し下げている。輸出数量は停滞しているが、国内向けの売上は数量ベースで安定的に増加を続けており、製造業の生産や単体ベースの企業収益は落ち込んでいない。

3章 企業部門間の波及と原油安の効果

1. 製造業の減速が非製造業に波及する可能性

前章で確認したように、製造業の実態は景況感の悪化ほどには深刻ではない。これに加えて、業種ごとの投入・産出構造を見ると、製造業の減速が非製造業に対して与える影響は大きくないと考えられる（図表7）。非製造業の中でも特に規模が大きいサービス業による産出の需要先を見ると、製造業による需要は全体の5%強にすぎない。サービス業の産出の大半は、非製造業の中間需要および、個人消費に向けたものであるため、製造業活動が大きく落ち込んだとしても直接的な影響は決して大きくない。間接的には、製造業の悪化が個人消費を下押しするという経路が想定されるものの、詳細は後述するように、労働市場においても製造業のウエイトは低く、かつ低下傾向にあ

図表7 主な業種別国内産出の需要先（2014年）



るため、個人消費を介した間接的な影響も限定的なものとなろう。非製造業の中でも鉱業に関しては製造業向けの産出が多いため、製造業減速の影響を比較的受けやすいとみられるが、産業規模の小ささ故に経済全体に与える影響は大きくないと考えられる。

むしろ、製造業の産出の需要先を見ると、製造業の中間需要と同程度、非製造業による需要があることが分かる。さらに、サービス業の影響を受けやすい個人消費向けも全体の3割以上を占めている。製造業による輸出数量が減速する中でも、国内向け出荷数量が堅調を維持している背景には、個人消費やサービス業が堅調を維持してきたことが大きな要因となっていると考えられる。サービス業が堅調さを維持できれば、製造業が決定的に悪化するリスクもそれほど大きくないと見込まれる。個人消費をはじめとする内需は今後も

緩やかな拡大が見込まれ、一方で海外経済については減速懸念が大きい。製造業の輸出は先行きについても停滞する可能性が高いが、それによって国内向け製造業やサービス業が腰折れするとは考え難いため、輸出向けと国内向け、製造業と非製造業の間で、売上や景況感がかい離した状況が続くと見込まれる。

2. 原油安による企業収益の押し上げ

連結ベースの収益は、ドル高による海外収益の目減りによって押し下げられている。しかし一方で、単体ベースの企業収益は、売上が減少しているにもかかわらず増加基調が続いている。つまり、国内部門に関して見れば企業の利益率は足元で上昇していることになるが、この背景には原油価格の下落が大きく影響している。

企業の交易条件（＝産出物価 / 投入物価）の推



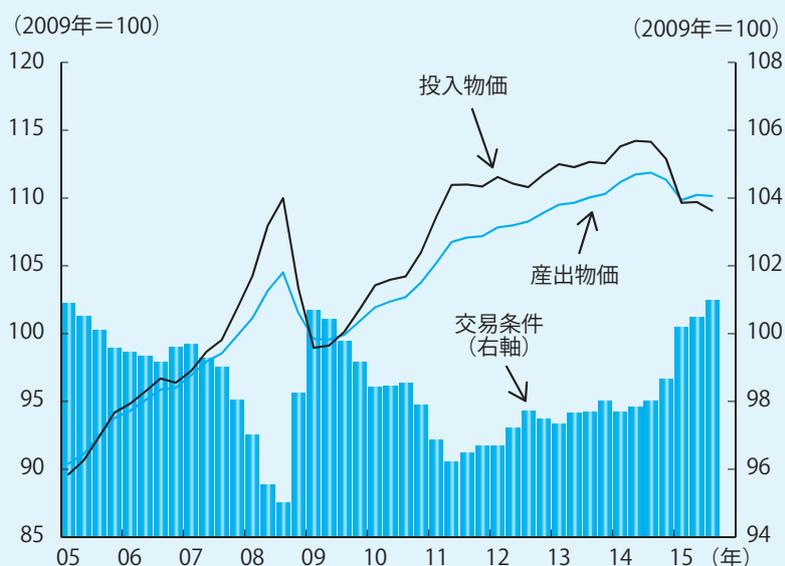
移を見ると（図表8）、2014年終わりから大きく改善していることが分かる。この時期の産出物価、投入物価をそれぞれ見ると、いずれも低下しているが、投入物価の低下幅が産出物価の低下幅よりも大きかったことから企業の交易条件は改善している。既述したように、ドル高による輸入物価の低下が投入物価を押し下げた一因であるが、これに加えて原油価格の大幅下落が投入物価を大きく押し下げる要因となった。

原油価格が急速に下落し始めてからの労働分配率は、低下せずむしろ緩やかに上昇していることから、原油価格の下落によって得られた企業の付加価値の一部は家計にも分配されたことになる。家計がガソリンなどのエネルギー価格の低下分を他の消費に振り向けるという動きは、原油価格の急落後も見られておらず、原油安が個人消費を直接的に押し上げる効果については、さほど大

きくなかったとみられる。しかしながら、原油価格の低下が企業収益を押し上げる要因となり、賃金を経由して個人消費を間接的に押し上げる要因となった。

原油価格の下落は資源国を中心とした新興国経済にとって打撃となり、また産油国である米国においても、鉱業部門における収益の悪化や、設備投資、雇用の削減など、一部で負の影響を及ぼしている。しかし、原油純輸入国である米国全体で見れば、原油価格の下落は少なくとも実体経済面ではプラスの影響の方が大きい。すなわち、米国にとっては、原油価格の下落ではなく、むしろ急騰の方がリスクであると言えよう。原油価格が再び上昇した場合、その一部は販売価格に転嫁されるとみられるが、価格転嫁しきれない部分は雇用コストの抑制要因となると考えられ、家計にも悪影響が及ぶこととなろう。

図表8 企業の交易条件



(注) 投入物価はIntermediate Demand Price Index、産出物価はGross Output Price Indexを使用。
 交易条件=産出物価/投入物価×100
 (出所) B E A、Haver Analyticsから大和総研作成

4章 家計部門に死角はないか

1. 家計部門における自律成長メカニズム

1) 個人向けサービス業の重要度の高まり

企業部門では主にドル高の進行が売上や連結ベースの収益を押し下げており、それが景況感の悪化要因となっていることを確認した。だが、米国経済の主役は個人消費であり、先行きを占う上でも個人消費が増加を維持できるかどうか最も重要である。結論として、個人消費と雇用・所得環境は相互に影響し合い、自律的な拡大が続く構造にあり、個人消費は腰折れする可能性は低いと考えられる。

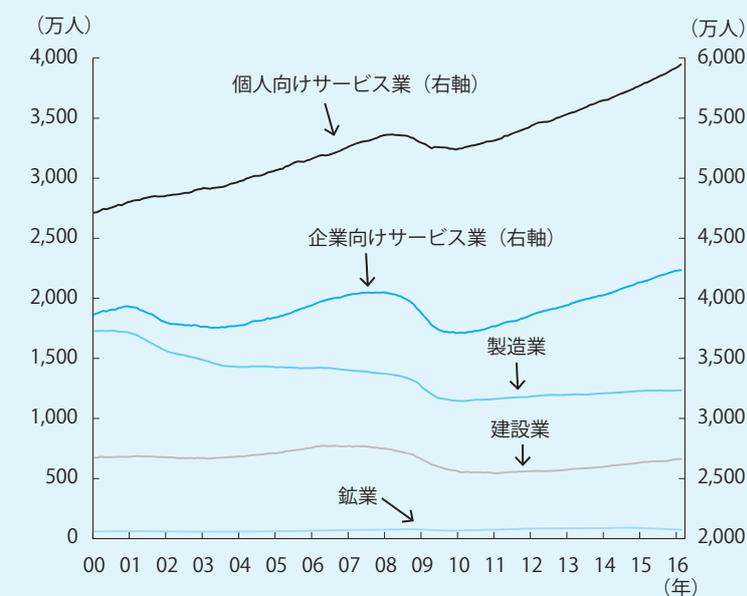
消費と所得の好循環が働く最大の要因としては、経済に占めるサービス部門のウェイトが上昇し続けていることである。サービス部門による付加価値生産がGDPに占める割合は、2000年代

以降やや伸びが鈍化しつつも一貫して上昇を続け、経済全体の7割弱を占めるに至っている。また、サービス部門、とりわけ小売やレジャー・娯楽などの個人向けサービス業は労働集約的であるため、雇用創出効果大きい。業種別の雇用者数の推移を見ると（図表9）、個人向けサービス業の雇用者数の増加ペースが速く、雇用者数全体に占める割合は増加を続けている。足元で減速が見られている製造業については、GDPに占める付加価値のウェイトが1割強にとどまっていることに加えて、非農業部門に占める雇用者数のウェイトも全体の1割弱にすぎない。

2) 雇用者数増加による消費誘発

個人向けサービス業は労働集約的であるが故に、相対的に労働生産性が低く、賃金水準が総じて低い。こうした産業の雇用者数のウェイトが上昇すると、雇用の増加とは対照的に経済全体の平

図表9 非農業部門雇用者数の内訳



(注) 個人向けサービス業は小売、教育・医療、レジャー・娯楽、その他サービスの合計。これら以外のサービス業を企業向けサービス業とした
(出所) BLS (米労働省労働統計局)、Haver Analyticsから大和総研作成

均賃金は上昇しづらくなる可能性がある。しかし、雇用者数、および1人当たり賃金に対する個人消費の弾性値を計測すると、財・サービスにかかわらず、雇用者数の変化に対する弾性値が大きい一方で、賃金に対する個人消費の弾性値は非常に小さい。同じ雇用者所得の伸び率だとしても、それが賃金上昇によってもたらされる場合よりも、雇用者数の増加によってもたらされた方が、幅広く個人消費を誘発する効果が大きくなることが示唆されている。

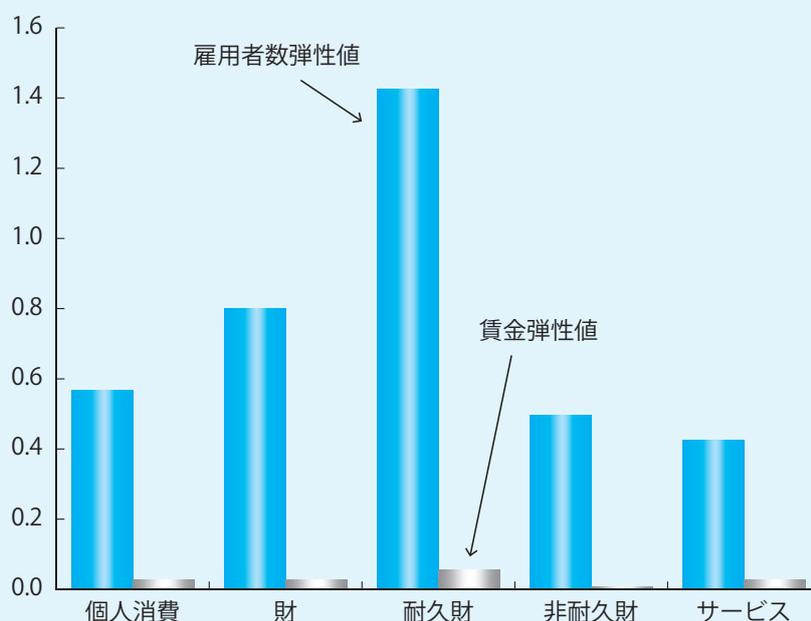
前述のように、雇用者数全体に占める個人向けサービス業従事者の割合は上昇が続いているが、これは1章で確認した、GDPにおける個人消費のシェアが高まっていることの裏返しである。個人消費の増加が個人向けサービスの雇用者数を増

加させ、雇用者数の増加がさらなる個人消費を誘発するという安定的な関係によって内需は自律的な成長を続けており、こうした関係は先行きについても継続する可能性が高い。

2. 個人消費拡大における留意点とリスク

以上のように、個人消費と所得環境は相互に影響力を強め、自律的な成長メカニズムが働いているため、下振れリスクは大きくないと考えられる。ただし、完全雇用が近づく中で、雇用の伸びが低下していくことで、個人消費の伸びも徐々に鈍化する可能性が高い点には留意が必要である。また、個人消費が大きく下振れするリスク要因としては、逆資産効果が考えられる。

図表10 個人消費の雇用者数、賃金に対する弾性値



(注) 雇用者数、賃金の弾性値は以下の推計式における、 α 、 β の値。
 実質個人消費 = $\alpha \times$ 非農業部門雇用者数
 + $\beta \times$ 実質雇用者報酬 / 非農業部門雇用者数 + 定数項
 変数はいずれも前年比。推計期間は1980年1～3月期～2015年10～12月期
 (出所) B E A、B L S、Haver Analyticsから大和総研作成

1) 完全雇用下における雇用の伸びの鈍化

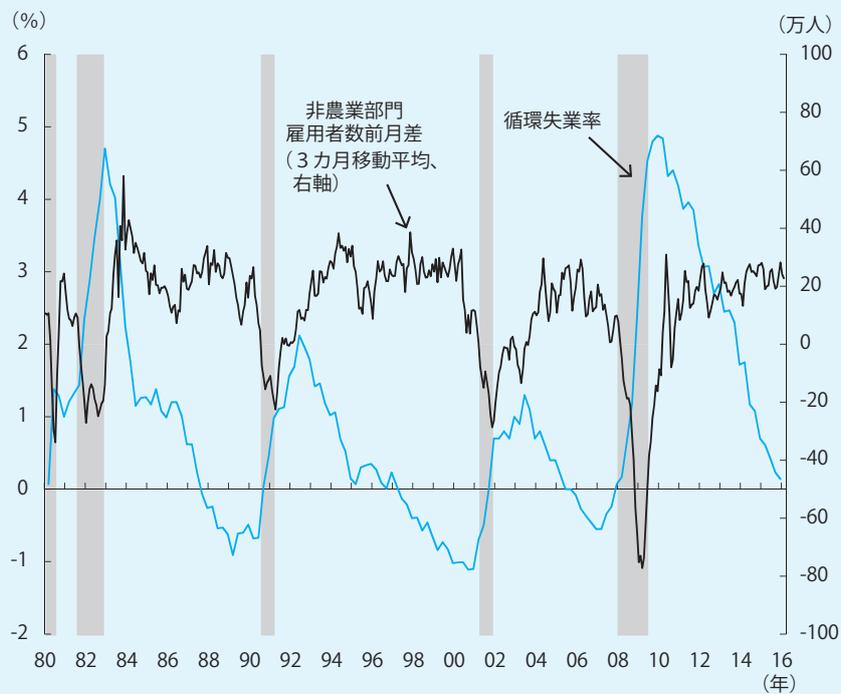
米国の失業率は5%を下回り、4%台後半と考えられる自然失業率と同水準まで低下していることから、さらなる低下余地は限られている可能性がある。仮に完全雇用が達成された場合、雇用者数の拡大ペースは労働需要だけでなく、労働供給による制約を受けることになる。

FOMC参加者が一時的に失業率を長期的な均衡である自然失業率を下回る水準まで低下させることで、一時的に景気を過熱させ賃金や物価を加速させるとの見方を取っているように、自然失業率は必ずしも失業率の下限値となるものではない。実際、過去の推移を見ると、失業率が自然失業率を1%程度下回る水準まで低下する局面が見られており、失業率にはまだ低下余地があるとみ

られる。

しかし一方で、雇用の伸びが今後鈍化していく可能性が高いこともまた事実である。FRB（連邦準備制度理事会）のイエレン議長は2015年12月に行われた議会証言において、毎月10万人程度のペースで雇用者数が増加すれば労働市場への新規参入を吸収できると発言しており、雇用者数の増加ペース鈍化を許容する姿勢を示している。労働市場では既にハイスキル労働者を中心に雇用の不足感が高まっており、労働供給不足が雇用者数の伸びを抑制する可能性がある。米国では生産年齢人口の増加が続く公算が大きいこと、低下傾向が続いてきた労働参加率には上昇余地があることから、労働供給要因で雇用者数が減少に至るとは考え難いが、足元で雇用拡大における好

図表11 循環失業率と非農業雇用者数の伸び



(注1) 循環失業率=失業率-自然失業率

(注2) シェドローは景気後退期

(出所) BLS、CBO（米議会予算局）、NBER、Haver Analyticsから大和総研作成

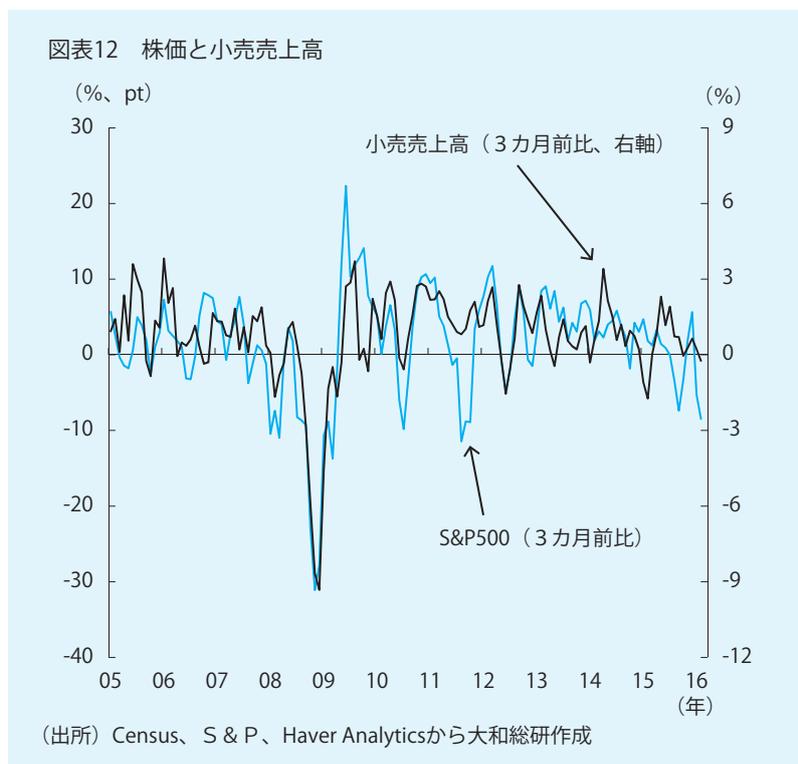
不調の目安となっている毎月20万人程度の雇用者数の増加が先行きに関しても維持できるとは限らない。労働需給が引き締まる中では、賃金上昇圧力が高まるとみられ、マクロの所得の伸びは維持される可能性が高い。しかし、前項で見た通り、個人消費は1人当たり賃金よりも雇用者数の伸びと連動性が高いことから、雇用者数の伸びが鈍化すれば、個人消費の伸びも鈍化することになる。ハイスキル労働者の不足を補う短期的な移民政策や、長期的な教育政策が課題となる。

2) 下振れリスクとしての逆資産効果

家計のバランスシートの状況を見ると、金融危機以降の調整を経て家計負債の水準は過去のトレンドに比べて低位にあり、非常に健全な状態にある。貯蓄率も金融危機によって一時大きく上昇した後、足元ではやや水準を切り下げ横ばい圏で推移しており、金融危機後に続いてきた家計のバ

ランスシート調整は一巡しつつあることを示している。このため、仮に住宅や株価などの資産価格が下落したとしても、金融危機後のように調整が長期に及ぶリスクは小さいと考えられる。

だからと言って、逆資産効果が個人消費を下押しするリスクが無くなったわけではない。株価と個人消費は非常に連動性が高く（図表12）、株価下落が個人消費を腰折れさせ、景気悪化を招く可能性は十分に考え得る。金融市場の混乱が一時的なものであれば、個人消費の落ち込みも短期で終息するとみられる。しかし、株価の下落が急激であったり、長期に継続した場合、逆資産効果による個人消費の減少が企業業績を悪化させ、さらなる株価下落を招くという循環に陥る可能性があるだろう。また、きっかけとしての市場の混乱は、必ずしも米国発である必要はなく、海外に端を発した金融市場の混乱が逆資産効果を通じて实体经济に波及するリスクには注意が必要であろう。



5章 おわりに

製造業を中心とした企業部門では減速感が高まっているが、これはドル高を主因とした売上高や連結ベースの企業収益の減少が主な原因である。国内向けの堅調さに下支えされ、数量ベースで見た製造業の実態はそれほど深刻に落ち込んではいない。また、経済におけるサービス部門のウエイトはトレンドとして上昇しており、製造業の悪化がサービス部門を中心とした非製造業へ波及するリスクは小さいとみられる。

米国経済は先行きに関しても、内需を牽引役とした緩やかな成長が続くというのがあくまで基本シナリオである。米国経済にとっての最大のリスクは、今後も海外経済や金融市場の混乱などの外部要因と考えられる。しかし、外部要因の悪化は短期的には景気を下押しするとみられるものの、米国の自律的な成長力を阻害するほどの影響は考え難い。一方で、個人消費という振れが小さく安定的な需要が経済成長の主な原動力となる見込みであること、完全雇用が近づく中で、雇用者数の増加ペースの加速は見込みづらいことから、成長が上振れするリスクも限定的とみられる。仮に世界経済が今後一層減速傾向を強めたとしても、米国は相対的に安定した成長を続けることは可能であろうが、世界経済の減速を補うほどの力強さも期待できないだろう。

家計部門を中心とした景気拡大が継続することで、インフレ率も基調としては今後一層高まっていく公算が大きい。このため、FRBは肅々と追加利上げを行っていくと考えられる。しかし、米国の利上げは米国経済のみならず、海外経済や金融市場にも大きな影響をもたらす。例えば、米国金利の上昇がさらなるドル高をもたらした場合、

それは企業の海外収益を目減りさせ、株価を下落させる要因となる。しかし一方で、ドル高の進行によって原油価格が下落することとなれば、むしろ企業収益や家計にとってプラスの効果をもたらすし、株価を押し上げる要因ともなり得る。利上げは様々な経路を通じて、米国経済に影響を与えると想定されるが、その経路は複雑に絡み合っている。FRBは上下のリスクを十分に見極めつつ、経済の好循環をサポートする、あるいは阻害しない政策運営を行っていく必要がある。

【参考文献】

- IMF (2015) “World Economic Outlook”, October 2015
- Julian T. S. Chow, Florence Jaumotte, Seok Gil Park and Yuanyan Sophia Zhang (2015) “Spillovers from Dollar Appreciation”, IMF Policy Discussion Paper No. 15/2
- Carol Bertaut and Nitish Sinha (2015) “How much has dollar appreciation affected U.S. corporate profits?”, IFDP Notes
- Mary Amiti and Tyler Bodine-Smith (2015) “The Effect of the Strong Dollar on U.S. Growth”, Liberty Street Economics
- IMF (2015) “Global Implications of Lower Oil Prices”, July 2015
- 内閣府 (2015) 「世界経済の潮流 2015 年I」
- 内閣府 (2015) 「世界経済の潮流 2015 年II」

[著者]

橋本 政彦 (はしもと まさひこ)



ニューヨークリサーチセンター
エコノミスト
担当は、米国経済全般