

2022年5月25日 全9頁

利上げで米国は景気後退に陥るか

長期金利の急上昇による株価下落、逆資産効果に要警戒

経済調査部 シニアエコノミスト 橋本 政彦
シニアエコノミスト 佐藤 光
エコノミスト 久後 翔太郎

[要約]

- 米国の内需のうち、住宅投資は特に金利に敏感であり、今回の利上げ局面においても調整が見込まれる。ただし、家計のバランスシートにはリーマン・ショック前のような過度なレバレッジは見られず、住宅市場の調整が景気後退を引き起こす可能性は低い。
- 過去、緩やかな長期金利の上昇であれば、経済の回復を示し、株価のマイナス要因にはならない一方で、長期金利の急上昇は株式市場に動揺をもたらしてきた。株価の下落は、個人消費の減少を通じて設備投資や雇用の悪化をもたらす可能性がある。家計による株式保有が増加していることもあり、利上げの実体経済への波及経路として、とりわけ株価の動向には注意が必要である。
- 各種先行研究におけるバランスシート政策の効果やリーマン・ショック以前のリスクプレミアムを参考に、FRBのバランスシート縮小後における長期金利の目安を検討すると、3.5~4.4%程度になるとみられる。この程度の長期金利の上昇であれば、リスクシミュレーションからは米国経済は景気後退を回避すると見込まれる。
- ただし、高インフレが定着すると、リスクプレミアムの拡大によって長期金利が一段と上昇しやすく、それが更なる株価下落を引き起こす可能性がある。バランスシート縮小後の長期金利が5%台後半を超えるかどうか、米国が景気後退に陥る1つの目安となる。

米国経済がコロナ禍による落ち込みから持ち直し、高インフレが続く中、連邦準備制度理事会 (FRB) は 2022 年に入って金融引き締めへと舵を切った。3 月の FOMC では 0.25%pt の利上げを実施し、コロナ禍以降続いてきた実質的なゼロ金利政策を解除した。また、続く 5 月の FOMC では、2000 年 5 月以来の利上げ幅である 0.50%pt の利上げを実施したことに加え、FRB による保有資産の圧縮、いわゆる量的引き締め (QT: Quantitative Tightening) の開始を決定した。

米国のインフレ率は FRB の目標である 2%を大きく上回る高い伸びが続いていることから、FRB は早期に中立金利を上回る水準まで利上げを進める意向を示している。他方、こうした FRB のタカ派的な姿勢を受け、金融市場関係者の間では利上げが米国景気をオーバーキルすることへの懸念が強まっている。そこで本稿では、過去の米国における金融政策と景気の関係性を踏まえた上で、今後の FRB の利上げ継続が米国経済にどのような影響をもたらすか、とりわけ景気後退のトリガーとなり得るリスクに着目して分析する。

1. 利上げサイクルにおける米国景気と注意すべきリスク要因

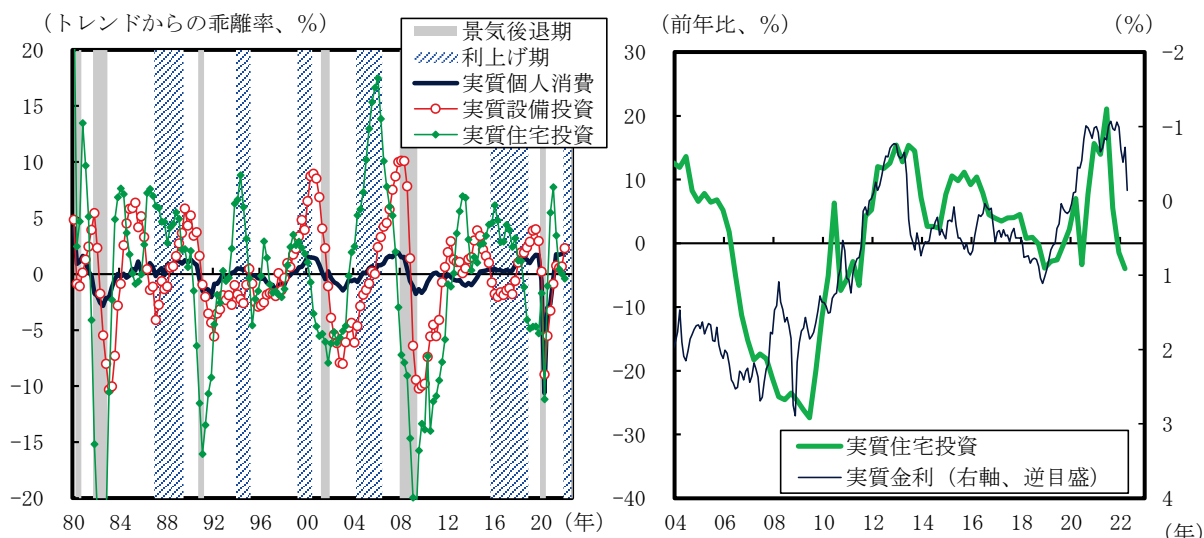
住宅投資は利上げ局面でピークアウトする傾向

FRB による利上げが米国経済に与える影響を考えるにあたって、まず、過去の利上げ局面における米国経済の動向を確認する。**図表 1 左**は、1980 年以降に関して、GDP の内需項目 (個人消費、住宅投資、設備投資) の循環的な動きを描いたものである。また、FRB による利上げ期 (期間は政策金利を基に当社が設定)、および景気後退期をそれぞれシャドウで示している。

過去の傾向として明らかなのは、FRB が利上げを行っている時期においては、個人消費や設備投資に先じて住宅投資がピークアウトすることが多いということだ。これは住宅投資が個人消費や設備投資に比べて、金利への感応度が高いということに他ならない。実際、住宅投資と実質金利の推移を確認すると (**図表 1 右**)、両者の連動性は高く、住宅投資が金利の動きに大きく左右されていることが分かる。足元の状況を見ても、実質金利が 2021 年末から上昇基調に転じたことを受けて、住宅投資が前年割れとなっている。

もっとも、住宅投資の調整が必ずしも景気後退に直結するわけではないということも過去からの経験則である。住宅投資は FRB が利上げサイクルを開始した後、早い段階でピークアウトに向かうことが多いが、景気後退期との関係で見れば、住宅投資よりも後れて動く個人消費や設備投資が減少に転じるか否かがより重要となる。これは、住宅投資が実質 GDP に占める割合はわずか 4%弱にすぎず、その変動が GDP、すなわち経済全体に与える影響が限定的であることに起因する。今後見込まれる利上げ局面においても、金利上昇を受けて住宅投資の調整が続くとみられる。しかし、個人消費や設備投資の調整が深刻なものにならない限りにおいては、米国が景気後退に陥る可能性は低いと考えられる。

図表 1：米国金融政策と内需の循環（左）、実質金利と住宅投資（右）



(注 1) 左図は各需要の循環成分（HP フィルターによるトレンドを除去した値）のトレンドからの乖離率。

(注 2) 右図の実質金利は 10 年物インフレ連動債利回り。

(出所) BEA、FRB、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

家計の B/S は概ね健全だが、資産に占める株式比率の上昇に警戒

住宅市場の調整が発端となり、米国が景気後退に陥った事例としては、2000 年代後半の不動産バブルの崩壊と、その後の金融危機、いわゆるリーマン・ショックが挙げられる。リーマン・ショック時に住宅市場の調整が金融危機へと発展した背景には、バブル崩壊以前の低金利下で、信用力が低い人も含めた家計が過度なレバレッジをかけて住宅を購入していたことがある。

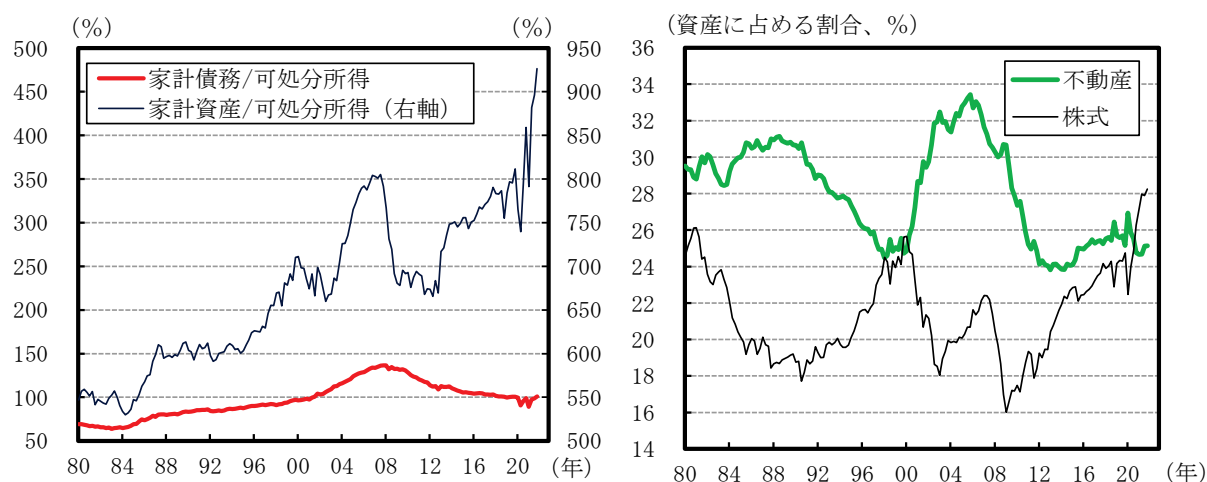
そこで家計のバランスシートの状況を確認してみると（図表 2 左）、家計債務が可処分所得に占める比率は住宅バブル期の 2007 年末をピークにして、足元まで低下基調が続いている。このところ住宅価格は非常に速いペースで上昇しているが、住宅ローンなどの家計債務の増加ペースは非常に落ち着いている。また、家計の資産については、コロナ禍での経済対策による現金給付や、行動制限下で支出が抑制されたことによる貯蓄の積み上がりを映じて、過去最高を更新している。米国家計の債務は、フローの所得対比でも見ても、資産との対比で見ても低水準にあり、過度なレバレッジは確認できない。従って、今後金利の上昇が続いたとしても、住宅ローンの大規模な焦げ付きが発生する可能性は低く、住宅市場の調整がリーマン・ショック時のような金融危機へとつながるリスクは小さいとみられる。

さらに、家計の資産の内訳を見ていくと、不動産の占める割合は 1980 年代以降の最低水準付近にある（図表 2 右）。資産全体に占める不動産のウェイトが低位にあることで、住宅価格が下落したとしても、それが家計資産全体に及ぼす影響は限定的とみられる。このため、住宅価格下落による逆資産効果が個人消費、ひいては米国経済全体を冷やすリスクは、住宅バブル期に比べて小さいだろう。

一方、同様の観点からすると、家計資産において、このところ顕著に株式のウェイトが高まっていることは懸念材料といえる。家計資産に占める株式の割合は、株価の上昇もあってリーマ

ン・ショック以降は上昇基調にあったが、コロナ禍以降、過剰貯蓄の一部が流入する形で上昇ペースを速めた。結果として、家計資産に占める株式の割合は1990年代後半～2000年代初頭のドットコム・バブル時を上回る水準になっている。

図表2：米国家計のバランスシート（左）、家計資産に占める不動産、株式の割合（右）



(注) 左右とも直近のデータは2021年10-12月期。

(出所) FRB、BEA、Haver Analytics より大和総研作成

株価低迷と消費者マインドの悪化に注意

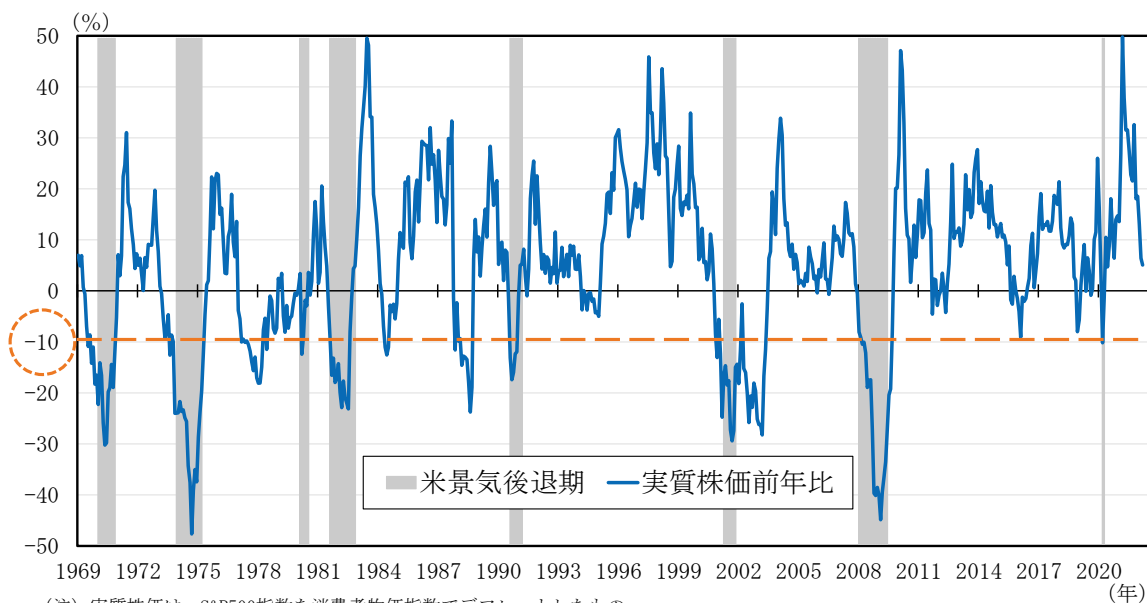
米国の家計で株式資産のウェイトが高まる中、株価の推移は経済動向を見極める上でのポイントの一つとなる。米国では株価下落による個人消費への逆資産効果が比較的大きいからだ¹。そこで、株式資産の状況を実質株価（S&P500指数をCPIでデフレートしたもの）のパフォーマンスで観測すると、米国の過去の景気後退局面では例外なく、実質株価が前年比で▲10%を超える下落を記録していた（図表3）。株式資産の実質的な目減りが景気に影響したと考えられる。足元の米国の株価低迷（主要株価指数は5月に年初来安値を更新）と高インフレは、いずれも米国の景気後退懸念を強める要因といえる。そして、今後株価の回復やインフレ率の低下が見られない場合、実質株価の前年比は2022年夏頃にかけて▲10%に接近する見込みだ。

加えて、米長期金利の急上昇は、今後の株価回復の足かせになりかねない。金利は緩やかな上昇であれば経済の回復を示し株価のマイナス要因にはならない一方で、金利の急上昇は市場に動揺をもたらしてきた。具体的には、米10年国債利回りが1年移動平均から+1%pt以上乖離するような金利の急上昇局面は、それ以外の時期に比べて顕著に株価パフォーマンスが悪化していた²。足元で、米10年国債利回りの1年移動平均乖離は+1%ptを超えており、今後の株価下落への懸念が強まる水準にあることに注意する必要がある。

¹ 詳細は熊谷亮丸他「[第210回日本経済予測（改定版）](#)」（大和総研レポート、2021年9月8日）の図表4-9参照。

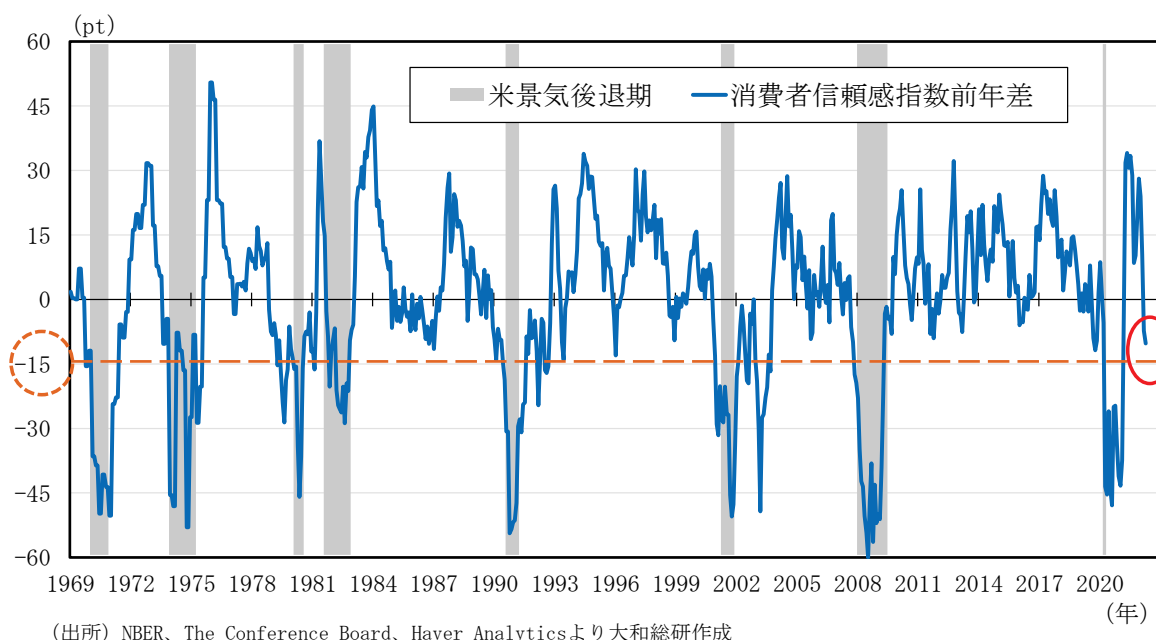
² 詳細は上記レポート、図表4-7参照。

図表 3 : 米実質株価パフォーマンスと景気動向



個人消費に関わる別の側面では、消費者マインドの悪化も気がかりだ。景気の先行指標とされるコンファレンス・ボード消費者信頼感指数に注目したい。同指数の変化を観測すると、過去の米国の景気後退局面入りを先行して示唆したケースが多い。具体的には、同指数の前年差が▲15pt 超を記録した時期の数カ月後から、景気が後退局面に転じていた（図表 4）。このサインの発出は、やや遅れたケースでも2カ月後までに収まっている。そして、直近の2022年4月時点で同指数は前年差▲10.2pt となっている。同指数が今後明確に回復しないならば、2021年6月ピークの応当日が接近することで前年差が▲15pt 超となるおそれがある。このように、消費者マインドの変化からも米国景気は正念場を迎えつつあるといえよう。

図表 4 : 米消費者信頼感指数の変化と景気動向



企業マインドは底堅いが、個人消費の悪化を起点に低下するリスク

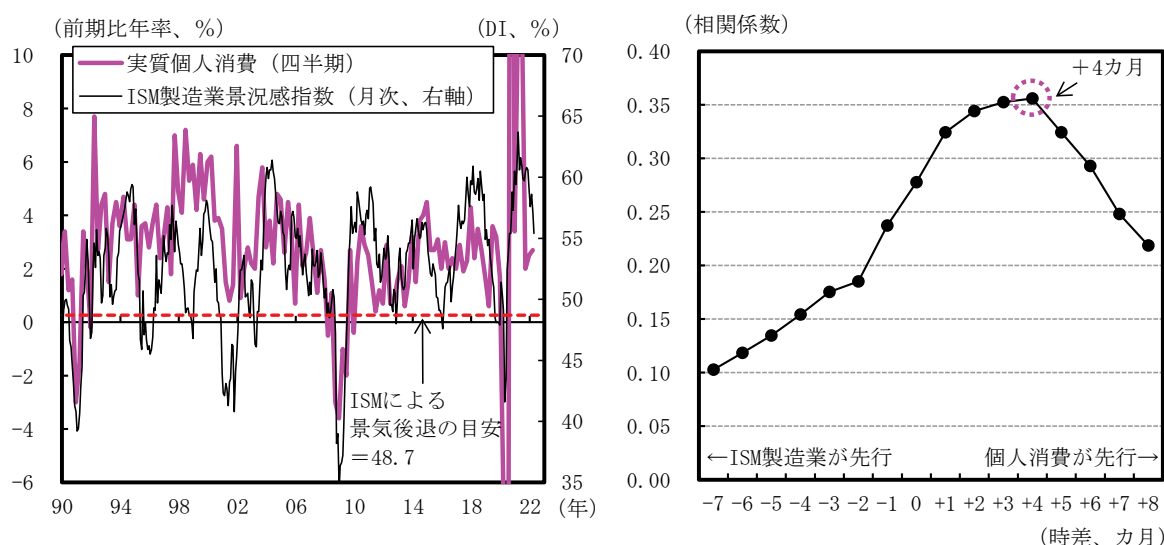
消費者マインドが落ち込む一方、企業マインドについては今のところ相対的に底堅い。代表的な企業マインド指標である ISM 製造業景況感指数は、2021 年 3 月をピークに低下傾向にあるが、直近（2022 年 4 月）の水準は 55.4%と、製造業活動の拡大・縮小の分岐点となる 50%や、統計公表元の ISM が景気後退の目安とする 48.7%を大きく上回る（**図表 5 左**）。

もっとも、企業マインドの先行きについても、個人消費の動向の影響を大きく受けることには注意が必要だ。過去の動きを見ると、個人消費と企業マインドは概ね連動しており、時差相関によって両者のラグ構造を確認すると、個人消費が企業マインドに対して 4 カ月程度先行する傾向がある（**図表 5 右**）。これは米国が内需主導型の経済構造にあり、最終需要における個人消費のウェイトが高いことが影響しているとみられる。

個人消費は、労働市場の改善が続いていることや、2020 年 3 月以降積み上がった貯蓄の存在、行動制限の緩和による消費機会の増加などを背景に足元まで底堅い。悪化傾向が続く消費者マインドに反して実態面での個人消費は堅調に推移していることが、企業収益や企業マインドを下支えしているとみられる。だがこうした状況は裏を返せば、今後、個人消費の減速感が強まれば、それが企業マインドの悪化へと波及する可能性が高いことを示唆する。そして、企業マインドの悪化は、企業の需要である設備投資の減退につながるのみならず、雇用・賃金の調整を通じて、個人消費を一層下押しするという悪循環を生み出す可能性がある。

前項で見た通り、株価は既に調整色を強めているが、利上げによってさらに下落すれば、逆資産効果による個人消費への悪影響が強まり、景気後退の可能性は高まることになるだろう。FRB による利上げの実体経済への波及経路は様々考えられるが、とりわけ株価の動向には注意が必要である。

図表 5：個人消費と企業マインド（左）、個人消費と企業マインドの時差相関（右）



(注) 右図は実質個人消費（月次データ、3カ月前比）と ISM 製造業景況感指数の相関係数。推計期間は 1980 年 1 月～2019 年 12 月。

(出所) BEA、ISM、Haver Analytics より大和総研作成

2. バランスシート縮小後における長期金利の目安と景気後退リスクの検討

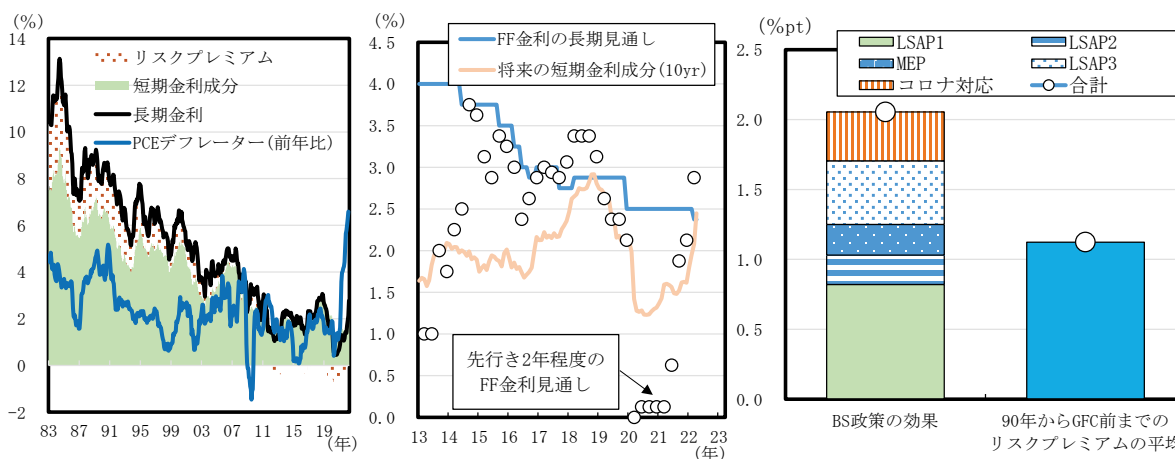
今回の金融引き締め局面では、FRB は利上げのみならずバランスシートの縮小も同時に図ることから、過去の金融引き締め局面と比較しても、長期金利の上昇懸念はとりわけ強い。先述した通り、金利の上昇は住宅投資等に直接的に影響を及ぼすことに加え、資産価格を押し下げ、株安を通じた逆資産効果という間接的な経路からも実体経済を押し下げる。そこで、本節では金融政策の正常化後における長期金利の目安について検討を行った上で、リスクシミュレーションを通じて、景気後退をもたらし得る長期金利の水準の閾値を示す。

FRB のバランスシート縮小後における長期金利の目安は 3.5~4.4%程度か

長期金利の先行きを見通す上では、長期金利を、①短期金利成分、②リスクプレミアムという 2 つの成分に分解し、金融政策や物価の動向に応じて両者がどのように変化し得るかを検討することが有益だ（**図表 6 左**）。短期金利成分とは、将来にわたる短期金利（政策金利）の予測値の平均である。例えば、10 年国債利回りの短期金利成分は、先行き 10 年間の FF 金利の予測値の平均となるため、この成分は金融政策の見通しの影響を強く受ける。一方、リスクプレミアムとは、先行きの物価や景気、財政などに関する不確実性に応じて上乗せされる要素である。

10 年国債利回りの短期金利成分の推移を確認すると、前回の利上げ局面（2015 年 12 月～2018 年 12 月）では、FOMC 参加者による FF 金利の長期見通し（Longer run）が概ね上限値となっていた（**図表 6 中**）。先行き 2 年程度の FF 金利見通しが、中立金利の目安となる Longer run の水準を上回っていたとしても、短期金利成分にはその後の利下げも織り込まれる。Longer run の水準が政策金利の長期的な平均として意識された結果、前回の利上げ局面では 10 年国債利回りの短期金利成分は概ねこの水準に収斂したとみられる。直近（2022 年 3 月）の Longer run の水準（中央値）は 2.4%となっており、人々の物価や景気見通しを大きく変更させるようなショックが発生しない限りは、この水準が短期金利成分の目安となる。

図表 6：長期金利の推移（左）、FF 金利の長期見通しと短期金利成分（中）、BS 政策の効果（右）



(注) 右図の「BS 政策の効果」は先行研究によって測定された各政策による 10 年国債利回りの押し下げ効果の中央値を掲載。LSAP は各資産購入プログラムを、MEP はツイストオペを指す。

(出所) FRB、BEA、Haver Analytics、各種先行研究より大和総研作成

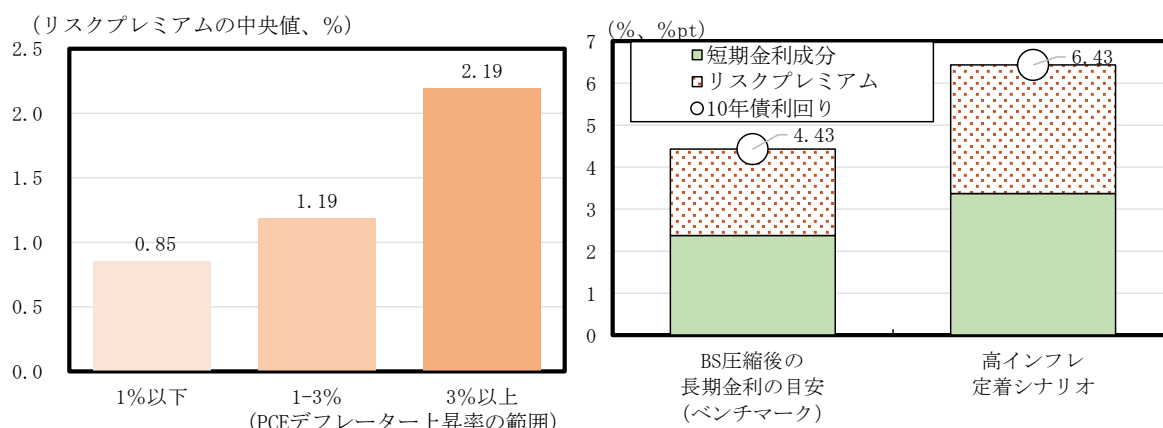
次に、リスクプレミアムの拡大余地について、①FRBによるバランスシート政策の効果、②過去のリスクプレミアムの平均的な値、という2つの観点から検討する。リーマン・ショック以降、FRBは資産購入プログラムによってリスクプレミアムの縮小を図った。その効果については、先行研究によって結果は異なるが、長期金利は2%pt程度押し下げられたとみられる（**図表6右**）。今後のQTによって、こうした政策効果は剥落していくとみられ、バランスシートの縮小が完了した時点では同程度のリスクプレミアムの拡大が見込まれる。一方、1990年からリーマン・ショック前までの期間のリスクプレミアムの平均は1.1%程度であった³。以上から、バランスシート縮小後はリスクプレミアムが1.1%~2%程度まで拡大すると見込まれ、期待短期成分（2.4%）との合計である長期金利の目安は3.5~4.4%程度と考えられる。

3%のインフレが定着した場合には長期金利は6%台半ばまで上昇の可能性も

仮に、インフレ率がFRBの目標水準である2%を超えて、3%で定着した場合に、長期金利の水準がどの程度まで上昇し得るのだろうか。まず、短期金利成分を実質短期金利成分と期待インフレ率の2つの要因に分解して考える。実質短期金利成分が一定であれば、3%のインフレ率が定着することで期待インフレ率がインフレ目標の水準から1%pt上昇すると、（名目）短期金利成分も1%pt上昇する。

次にリスクプレミアムについて考える。3%のインフレ率が持続している状況では、2%のインフレ目標が十分に機能していないことから、人々のインフレ期待が不安定化し、インフレ率の先行きの不確実性が高まる。加えて、政策金利の見通しの不確実性も高まることから、投資家は長期金利に対してより高いリスクプレミアムを要求する。実際、過去の高インフレ局面ではリスクプレミアムが大きくなる傾向が見て取れる（**図表7左**）。3%のインフレ率が定着した場合には、インフレ目標が機能している場合と比較して、リスクプレミアムは1.0%pt(=2.19%-1.19%)程度拡大する可能性がある。以上を踏まえると、3%のインフレが定着した場合には、長期金利は6.4%程度まで上昇する可能性がある（**図表7右**）。

図表7：インフレ局面ごとのリスクプレミアムの中央値（左）、長期金利の上昇シナリオ（右）



(注) 左図は1983年からリーマン・ショック前までの期間を対象。

(出所) FRB、BEA、Haver Analyticsより大和総研作成

³ リーマン・ショック前には長期金利の低い状況が続いたため長めの期間をサンプル対象とした。

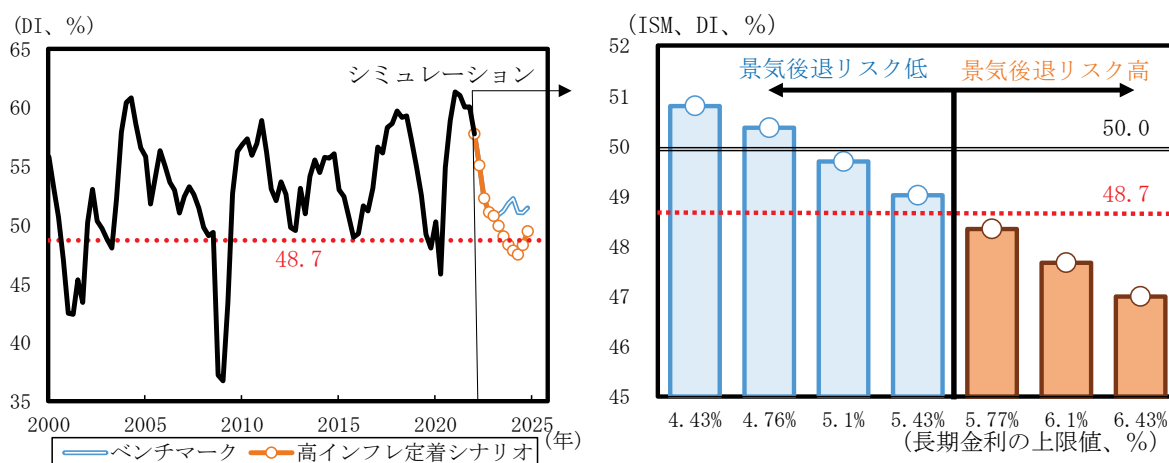
長期金利が5%台後半まで高まると景気後退リスクが上昇

ここまで見てきた長期金利の上振れリスクを踏まえて、長期金利がどこまで上昇すれば米国が景気後退に陥るのか、具体的には、ISM 製造業景況感指数が景気後退の目安である 48.7%を下回るかを、長期金利のシナリオごとにシミュレーションして検証したものが**図表 8**である。

図表 8 左では、先に検討した「ベンチマーク」と「高インフレ定着シナリオ」という2つのシナリオにおけるシミュレーション結果を示している。両シナリオとも共通して ISM 製造業景況感指数の低下が見込まれるが、「ベンチマーク」では景気後退を回避できる（ISM 製造業景況感指数は 48.7%を下回らない）公算が大きい。FRB のバランスシート縮小によって生じる長期金利への上昇圧力は景気後退を招くほどには大きくないことが示唆される。この試算結果は今後、米国経済は緩やかな景気減速にとどまるという、当社のメインシナリオと整合的である。他方、「高インフレ定着シナリオ」が実現した場合には、リスクプレミアムの拡大等に伴う長期金利の上昇によって景気後退がもたらされるリスクが高まるとみられる。

以上のシミュレーションの結果からは、景気後退の可能性が高まる長期金利の水準の閾値は「ベンチマーク」と「高インフレ定着シナリオ」の間に存在することが示唆される。この閾値の目安を見出すため、長期金利の上限値についていくつかシナリオを用意し、各シナリオにおける ISM 製造業景況感指数の下限値を示したものが**図表 8 右**である。この結果からは、長期金利の水準が5%台後半まで高まると、ISM 製造業景況感指数が 48.7%を下回ることが示された。シミュレーションの結果については、幅を持って見る必要があるものの、先行きの米国経済が景気後退に陥るか否かを占う上では、この金利水準が1つの目安となろう。

図表 8：長期金利の上昇が ISM 製造業景況感指数に与える影響



(注1) 左図では、ISM 製造業景況感指数、GDP ギャップ、コア PCE デフレーター、長期金利の4変数 VAR モデルを構築。ベンチマークでは、コア PCE デフレーター（前期比年率）が2%に収束し、長期金利の上限が 4.43%程度となるシナリオ、高インフレ定着シナリオではコア PCE デフレーター（前期比年率）が3%に収束し、長期金利の上限が 6.43%程度となるシナリオを外生的に与え、シミュレーションを行った。

(注2) 右図はインフレ率については共通のシナリオのものと、長期金利の上限値を横軸の値に変化させた場合の予測期間における ISM 製造業景況感指数の最小値を掲載。

(出所) FRB、ISM、CBO、BEA、Haver Analytics より大和総研作成