

2016年8月17日

三井住友アセットマネジメント

シニアエコノミスト 猿渡 英明

エコノミスト便り

【米国経済】リセッションは近いのか？

～過去の景気拡大局面とは違う点～

- リセッションを懸念する声が多く聞かれ出した。しかし、過去のリセッションは需要と雇用の連関が断ち切られることで発生してきたが、今の米国経済には需要の大規模悪化をもたらす要因が見当たらない。
- 雇用コストの増加による利益率の悪化が企業活動を阻害し始めるかもしれない。また、多額の社債発行が利払いコストを押し上げるかもしれない。しかし、現状ではそうした懸念は杞憂のようである。
- 低成長・低インフレを甘受することで、実は米国経済は息の長い成長を手に入れている可能性がある。次のリセッションは過去とは違う形やタイミングで発生する可能性が高いであろう。

前回の景気後退（リセッション）からすでに7年が経過したこともあり、最近では経済指標が悪化する度にリセッションを懸念する声が多く聞かれるようになった。米国経済は本当にリセッションに近づいているのか、過去との比較を中心に実態を探った。

過去のリセッション入りパターン

近年、米国経済が陥ったリセッションは、①金融引き締め（インフレ懸念）、②バブル崩壊、③戦争・テロ、の3つの原因に分類される（図表1）。1980年初頭のリセッションは、10%を超える高インフレに対してボルカーFRB（米連邦準備制度理事会）議長が積極的に金融引き締めを行うことで発生した。しかし、低インフレ状態からなかなか抜け出せない昨今、このパターンのリセッション入りはまず考えられない。一方、③の戦争・テロに関しては、単独で発生しリセッションを引き起こすというよりも、バブル崩壊などによって景気がすでに悪化状態にあるなかで発生すると問題になることが多かった。このため、可能性を探るとすれば、足元の米国経済にバブル崩壊や景気失速をもたらすような過熱した需要や資産があるか否かであろう。

例えば、直近2回、すなわち2001年や2007年に発生した

（図表1）

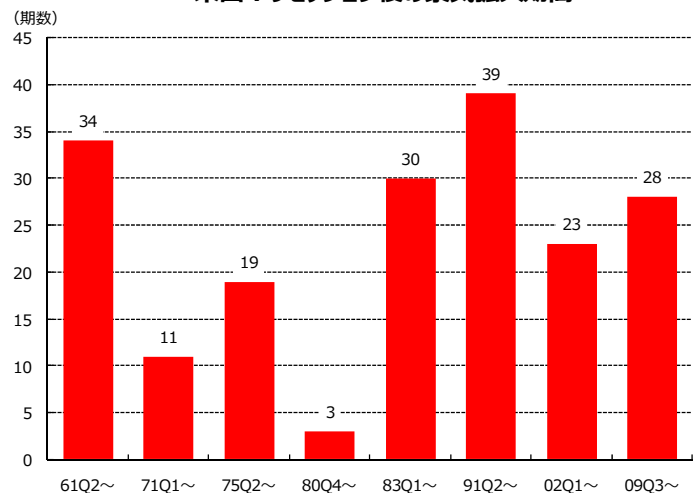
米国：リセッションの分類

| リセッション期間 | 原因 |
|--------------|------------------------|
| 80年1月～80年7月 | ボトルネックによる高インフレ+金融引き締め |
| 81年7月～82年11月 | 景気・資産価格の過熱+金融引き締め+湾岸戦争 |
| 01年3月～01年11月 | ITバブルの崩壊+同時多発テロ |
| 07年12月～09年6月 | 住宅バブルの崩壊+金融危機 |

（出所）各種資料より三井住友アセットマネジメント作成

（図表2）

米国：リセッション後の景気拡大期間



（出所）米商務省、NBERのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

リセッションは、いずれもバブル崩壊によって引き起こされた。前者がITバブルの崩壊、そして後者がリーマン・ショックとして記憶に新しい住宅バブルの崩壊である。両者ともバブル崩壊により需要が一気に縮小、それに合わせて雇用削減が行われたことが景気の大幅悪化をもたらした（図表 3）。内需主導型の米国経済においては、このように需要と雇用の相互連関が断ち切られると、リセッションが発生している。しかし、そのためにはバブル崩壊のような相応のショックが経済にかかる必要があるが、果たして今の米国経済にそうした引き金が存在するであろうか。金融規制の影響もあり、今次景気拡大局面の一つの特徴は、景気拡大局面の後期であるにも関わらず、経済活動や資産にバブルらしきものが発生していないことである。バブル崩壊によるリセッション入りのシナリオにも、現時点では説得力がないように思える。

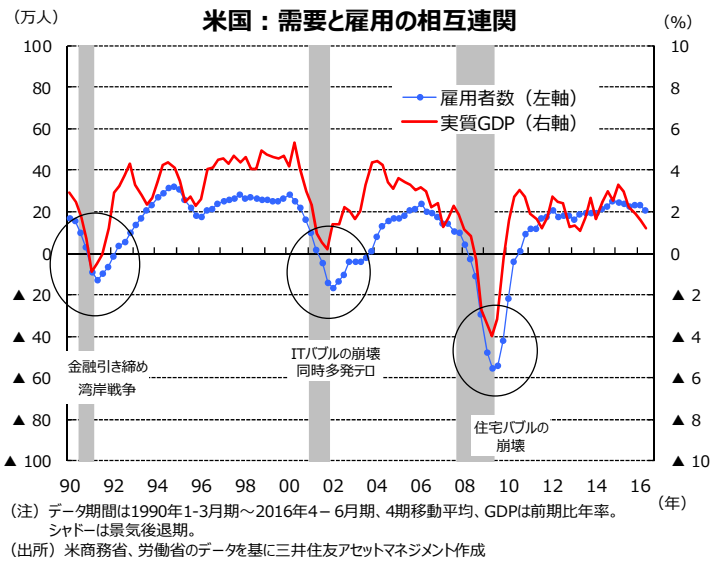
雇用コストの上昇と企業利益

リセッションの可能性を探るため、リセッションの引き金になり得る懸念材料をいくつかみてみたい。その一つが、雇用コストの上昇による企業利益の悪化（マージン・スクイズ）である。米国企業の利益状況を確認すると、国内外の低成長・低インフレに加え、ドル高・原油安の影響もあり、GDP ベースでみた企業利益は減益傾向を強いられている。かつ、その利益（GDP1 単位当たりの利益）を分解してみると、企業が雇用コストを増やす一方、販売価格を引き上げることができず、利益が圧迫されていることが分かる（図表 4）。こうした状況下で、企業が賃上げなどにより、さらなる雇用コストの増加を抑制できなくなれば、企業は労働力を削減せざるを得ず、結果としてリセッションの可能性が高まることになる。こうした流れは労働分配率（雇用者報酬/付加価値）の推移からも確認され、過去のリセッション突入時はいずれも労働分配率が上がり始めるという現象がみられた。今回もすでに労働分配率が上がり始めており、企業が雇用コスト負担に苦しみ始めている可能性が示唆されている（図表 5）。

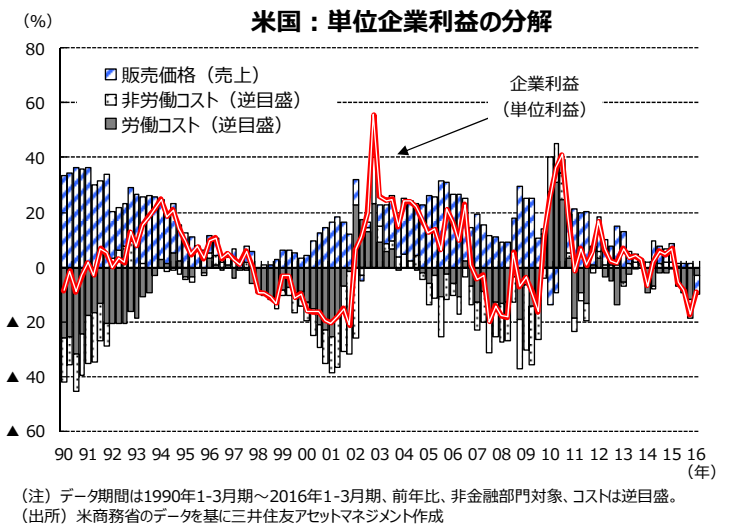
労働分配率の上昇

しかし、労働分配率の上昇は従来、企業が合理的に行動しつつも、意図せざる形で利益が縮小した結果として起こってき

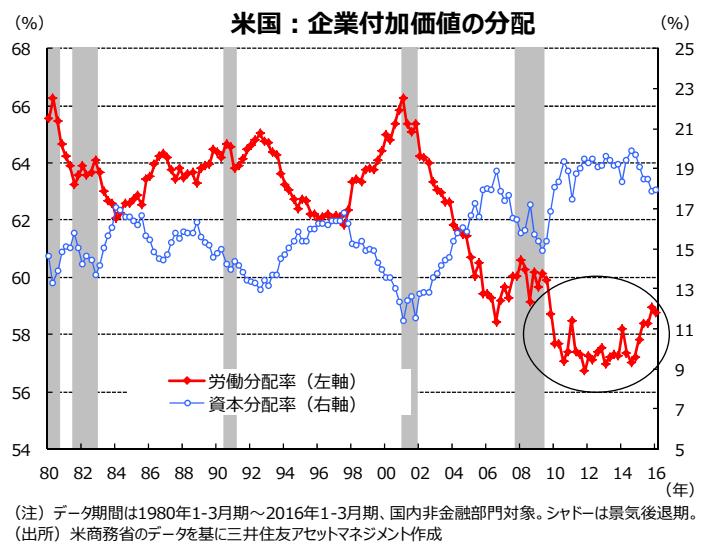
（図表3）



（図表4）



（図表5）



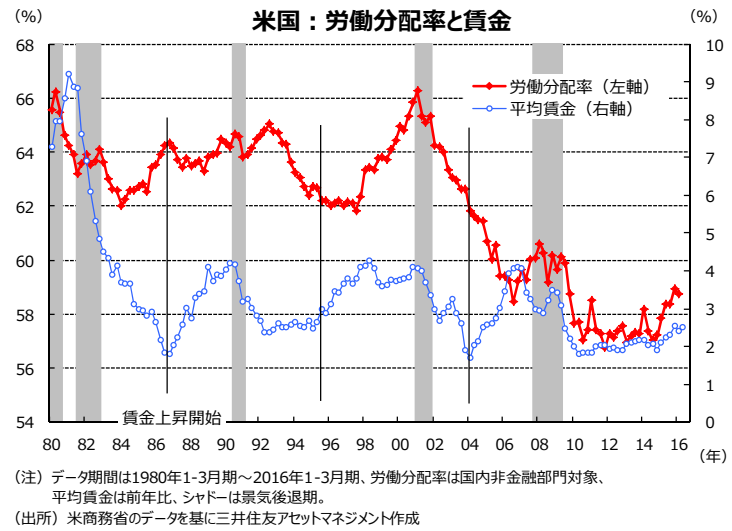
た。つまり、分子である雇用者報酬の無理な引き上げではなく、分母の付加価値（売上高）が企業の予想に反して悪化した際に、労働分配率は上昇した。確かに合理的に行動する企業が、利益悪化が深まることを覚悟の上、それでも雇用コストを増やし続けるとは考えづらい。米国では本格的な賃金上昇は、労働分配率の低下局面でしか発生してこなかった（図表6）。実は、米国企業は現時点で雇用コスト（雇用者報酬）の上昇に苦しむのではなく、逆にしっかりとそれをコントロールしているとみられる。例えば、雇用者報酬を労働投入量と賃金に分解すると、賃金がやや上昇するなかで、企業は労働投入量を抑制しており、トータルの雇用コストは伸びが鈍化していることが分かる（図表7）。一般的には賃金が上がったことを前向き評価する声が多いが、トータルの雇用コストは伸びが低下していることを指摘するエコノミストはほとんどいない。こうした現象は過去の賃金上昇局面には全く見られなかった。

賃金は今は上がらないほうが良い

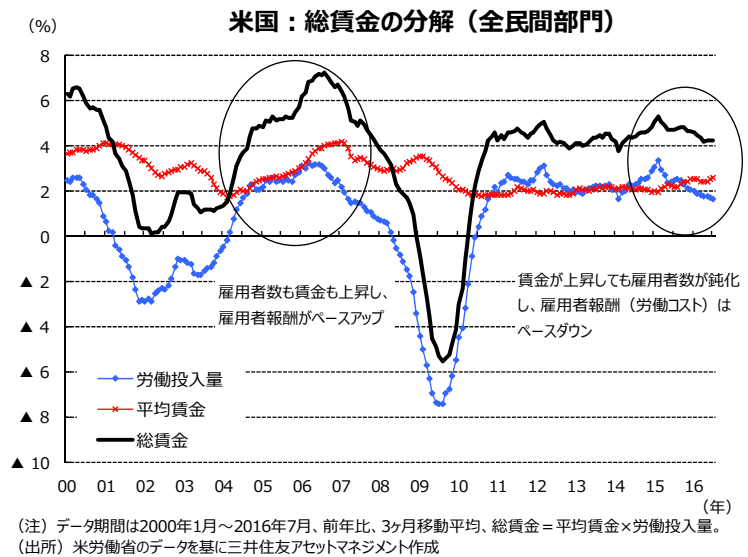
ちなみに、こうした状況下で、賃金がさらに上昇していくことは果たして景気にとってプラスと評価することができるのであろうか。生産性の低下から雇用コストを内部で吸収することができず、一方で販売価格の引き上げにより外部化することもできないなか、かつてのように賃金が一気に盛り上がり、企業は一方で雇用をさらに絞る必要に迫られるであろう。一般的には賃金上昇は経済にとって良いこととされているが、今の経済情勢で賃金上がることは決して評価できないのではないか。それはむしろ、リセッションを早める原因にしかならないであろう。

では、なぜ労働分配率は上昇に転じているのか、その理由は分子ではなく分母の一時的な振れにあるのではないか。例えば、昨年の企業利益にはエネルギー部門、製造業、金融など一部のセクターの業績悪化が全体に大きく響いている。これにより分母の悪化が誇張され、労働分配率の上昇開始との誤解につながっている点は否めないであろう（図表8）。景気が大きく悪化する前に、企業が自ら雇用コスト負担を高めて苦しんでいくということはまずあり得ず、であれば労働分配率の上昇がリセッションを示唆しているという理解は、現時点では誤りということになる。

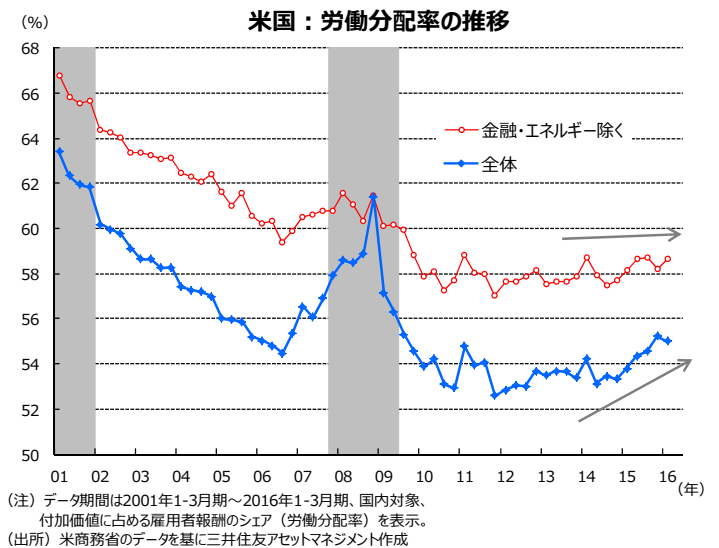
（図表6）



（図表7）



（図表8）



気になる社債発行残高

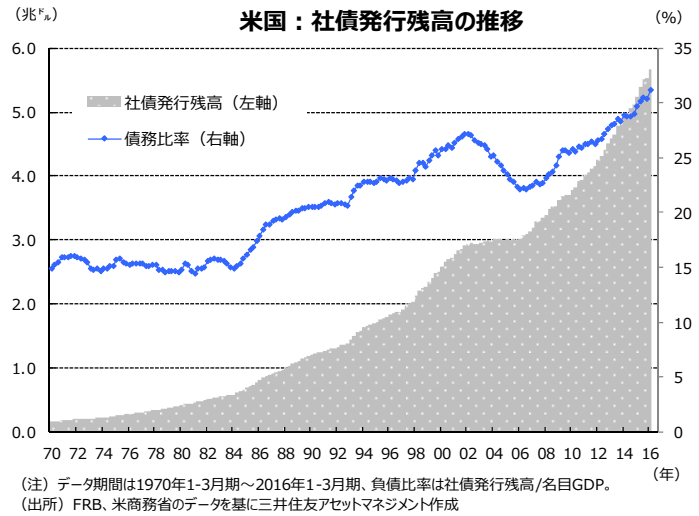
リセッションの引き金になり得る、もう一つの気になる動きは社債発行の多さである（図表 9）。その残高はすでに前回バブル期を優に超えている。従来の利上げ局面では、金利上昇による利払いコストの増加が、企業活動の重石となってきた。しかし、これだけ社債の発行が増えているにもかかわらず、実は今回は低金利の恩恵により企業の利払い負担はほとんど増えていない（図表 10）。負債残高に占める利払い費やインタレスト・カバレッジ・レシオなどの指標は、総じて正常な状態にある。過去の利払い費用の上昇はいずれも長短金利が逆転した時点で始まり、その後 2 年ほどでリセッション入りとなっている。しかし今回の利上げは昨年 12 月に開始以降、一向に進んでおらず、長期金利の低下が進んでいるとしても、長短金利が逆転するにはまだ数年はかかるのではないかとみられる。であれば、社債残高に目を付けたリセッション懸念も、現時点ではあまり説得力がなさそうである。

但し、注意が必要な点は、社債発行に占めるハイイールド債のシェアが従来よりも高いことであり、金利負担の見た目以上に社債市場は何かしらのショックやリスクオフに対して脆弱である可能性がある（図表 11）。例えば最近でも、エネルギー関連企業の破たんによるハイイールド債市場の混乱が、社債市場全体に広がりそうになった。また、社債市場が今のところ安定している一方で、銀行ローンについては、残高はそれほどでもないが、貸出基準はわずかながらも厳格化方向に傾き始めており、延滞率も上昇し始めている。但し、そうした変化が一気に進んでいるわけでは決してなく、信用動向が早々にリセッションをもたらす可能性も現時点では低いように思われる。概して、銀行による信用は景気に遅行して動くものであり、それが先行的、自律的に景気を抑制するケースは一般的ではなからう。

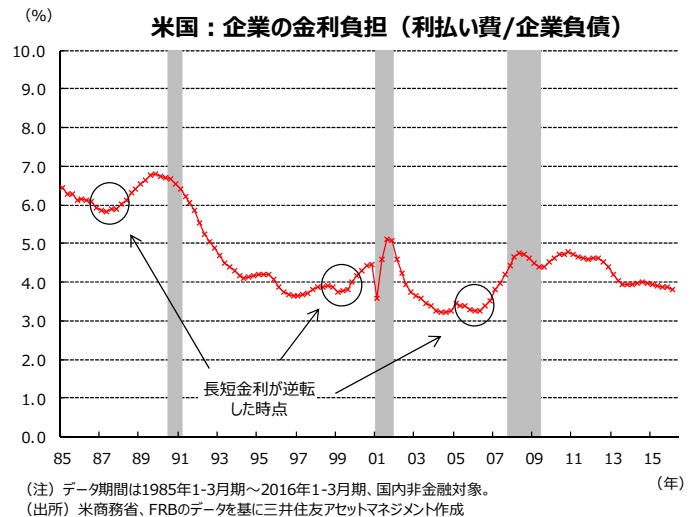
リセッションはまだまだ先

以上を踏まえると、米国経済が様々なリスクを孕みつつも、過去とは異なる部分が多く、リセッションがなかなか発生しにくい状況にあることを理解することができる。完全雇用がほぼ達成されつつあることから、ここから景気が再加速したり、体温上昇が著しく進んだりすることはおそくないであろう。しかし、米国経済は

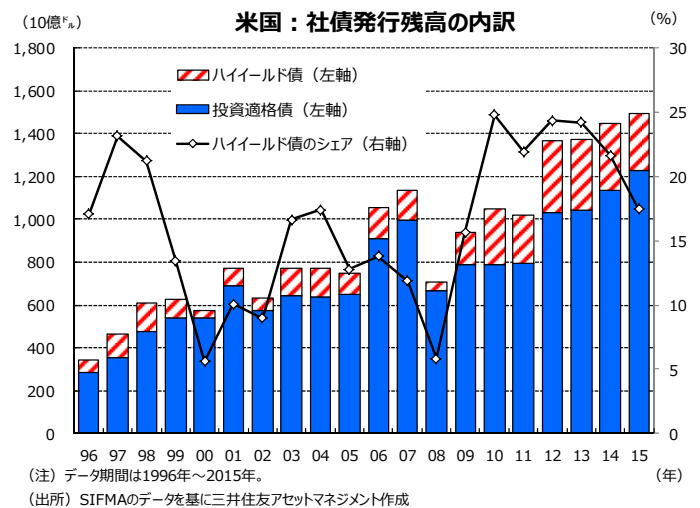
(図表9)



(図表10)



(図表11)



低成長・低インフレを甘受することで、需要や資産の調整リスクを抑制しており、実は息の長い成長を手にしている可能性が高いのではないか。この先、どのような形でリセッションに入っていくのか、その答えは誰にも分からず、もしかすると誰もが初めて経験するような形で、今次拡大局面は終わりを告げることになるかもしれない。しかし、その答えが出るのは、まだまだ先であろう。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 399 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会