

米国のリセッション 判定と景気の現状



経済調査部門 土肥原 晋

doihara@nli-research.co.jp

1——はじめに

米国では、一般的に2四半期以上連続のGDPのマイナスを景気後退期（以下、リセッションという）としているが、公的な取り扱いはこれとはやや異なる。経済の現状は、年初以降、住宅不況の深刻化により消費が低迷、雇用者減が続くなどリセッションの懸念を強めたが、最近では1-3月期GDPが前期比年率0.2%から1.0%へと改定され、景気対策による持ち直しが期待されるなどその懸念は緩和されている。もっとも、政府の景気刺激策は一時的と見られ、先々のリセッションへの懸念が払拭されたわけではない。本稿前半では、米国のリセッションがどのように判定され、後半では、景気の現状をどのように見るのか、過去のリセッションを参考に検証してみた。

2——米国のリセッション判定

1 | 過去のリセッション

1900年以降のリセッションは22回にのぼる。近年の傾向としては、リセッション期間の短期化とリセッション後の景気拡張期間の長期化が

挙げられよう。社会的に変化の大きかった一次大戦と二次大戦を境界に区別すると、二次大戦までのリセッションの平均期間がほぼ18ヵ月であるのに対し、二次大戦後は約10ヵ月と縮小する。半面、リセッション後の景気拡張期間は、一次大戦までが26ヵ月、二次大戦までが35ヵ月、二次大戦後は57ヵ月と拡大する（図表-1）。

なお、米国で最長のリセッションは1929年大恐慌の43ヵ月である。大恐慌は社会・経済的な影響の大きさに加え、ニューディール政策の実施等もあって経済政策の研究が発展するなど、その後の景気対策への影響も大きい。そのため、大恐慌を境に区別すると、大恐慌までのリセッションの平均期間20ヵ月に対し、その後は約10ヵ月と半減、リセッション後の景気拡張期間も、大恐慌までが23ヵ月、その後が58ヵ月と前後の相違はより明瞭となる。

【図表-1】米国のリセッション

	1900年以降の リセッション	リセッションの期間 (ピーク⇒ボトム、月数)	リセッション前拡張期間 (ボトム⇒ピーク、月数)	
1	1899/6~1900/12	18	24	
2	1902/9~1904/8	23	21	
3	1907/5~1908/6	13	33	
4	1910/1~1912/1	24	19	
5	1913/1~1914/12	23	12	
6	1918/8~1919/3	7	44	
7	1920/1~1921/7	18	10	
8	1923/5~1924/7	14	22	
9	1926/10~1927/11	13	27	
10	1929/8~1933/3	43	21	
11	1937/5~1938/6	13	50	
12	1945/2~1945/10	8	80	
13	1948/11~1949/10	11	37	
14	1953/7~1954/5	10	45	
15	1957/8~1958/4	8	39	
16	1960/4~1961/2	10	24	
17	1969/12~1970/11	11	106	
18	1973/11~1975/3	16	36	
19	1980/1~1980/7	6	58	
20	1981/7~1982/11	16	12	
21	1990/7~1991/3	8	92	
22	2001/3~2001/11	8	120	
		リセッションの平均月数	拡張期間の平均月数	
	一次大戦まで（～1919）	18.0	25.5	
	二次大戦まで（～1945）	18.2	35.0	
	二次大戦後（～2001）	10.4	56.9	
		大恐慌以前（～1933）	19.6	23.3
		大恐慌後（～2001）	10.4	58.3

（資料）NBER

2 | リセッションの定義と判定

米国の景気判定はNBER（全米経済研究所、1920年設立）が実施、1929年より公表している。

NBERは民間の非営利機関であるが、1961年以降、商務省がNBERの景気判定を用いるようになって以来、政府公認の景気判定として扱われるようになった。1978年以降は、同研究所内に景気循環委員会（the Business Cycle Dating Committee、委員長は設立当初よりフェルドシュタイン所長）を設置し、当委員会が判定を行なっている。

〔参考1〕フェルドシュタイン所長は、本年6月末で名誉所長に引退。後任はポターバMIT教授。

〔参考2〕日本のリセッション判定は、景気動向指数研究会での議論を経た後、内閣府経済社会総合研究所長が決定する。

(1) リセッションの定義・判断

NBERはリセッションの定義・条件として以下の点を挙げ、主に③の諸指標を判断材料としている。

- ①「経済活動全般」にわたって「相当な下降局面（significant decline）」にあること
- ②数ヵ月以上（more than a few months）の持続的なものであること
- ③実質GDP、鉱工業生産、雇用、実質個人所得（除：移転所得）、製造業・卸売・小売の実質販売高、等で明示的な下降を見せていること

市場におけるリセッションの認識は、「2四半期以上連続したGDPのマイナス」とされるが、実際には景気判定機関であるNBERが、上記の定義にあうかどうか、即ち、景気が①の「全般にわたって」「十分深い落ち込み」を見せているかの判断を行うこととなる。

また、NBERでは、リセッションの状況について「経済が縮小を続けている状態であって、停滞している状態を意味するわけではない。そのため、リセッションの終了（景気の谷）は拡張期間の始まりを意味する」とし、「景気拡大が正常な状態であり、リセッションは短期で、

近年は稀なケース」と位置づけている。

(2) 実質GDPの扱い

NBERは、商務省発表のGDPは経済全体を総合する最良の指標であるとして、参考にしながらも、実際の判定に当たっては、上記③のGDP以外の4つの月例指標を中心に景気の山と谷を判定している。ただし、過去のNBERのリセッション判定時には、ほとんどのケースでGDPも連続のマイナスとなっている。

NBERによるこうしたGDPの取り扱いは、一つは、景気判定が伝統的に月単位で行なわれる一方、商務省のGDPが四半期データしか持たないためであり、二つ目は、GDPは相当大きな改定が繰り返される統計であることによる。

商務省のGDP統計は期末後に速報値が発表され、翌月に改定値、翌々月に確報値が発表される。加えて例年半ばに過去3年にわたる改定を実施、また、ベンチマーク（測定基準年：現在は2000年、その前は1996年）の改定時には長期に遡って改定されるため、当初発表時にマイナスとされたGDPが、その後の改定によってプラスに転換した例は珍しくない。

このため、GDPをリセッションの判定基準にすると、GDPの改定に伴い判定の根拠が薄れてしまうことになりかねない。実際、2001年のリセッションは以前、1-3月期以降3四半期連続でマイナスとされていたが、その後の改定により現在では、1-3月期と7-9月期がマイナスとなり、市場で認識されるリセッションのように2四半期連続のマイナスとはなっていない。NBERでは、様々な指標を用いて、GDPのプラス・マイナスにかかわらず、実体経済の後退を判定していることとなる。

なお、GDPの取り扱いは、前2回の判定時にあたる2001年と2003年で変化を見せた（後述）。本年1月発表の資料によると「GDPは景

気のピークとボトムの見処をつける指標として重視しており、その上で詳細な期間判定時にこれまでの月次指標を用いる」という2003年の手法を踏襲することを再確認している。

(3) いつ、どのように判定するのか

NBERは、リセッションは経済全体に及ぶと定義しているため、幅広く経済活動を表す指標を重視している。中でも、経済全体にわたる月例指標として「雇用」を最重視しており、次に「個人所得（移転所得を除いた実質ベース）」を挙げている。さらに、製造業と商業取引の実質ベースの「売上高」を見た後、「鉱工業生産」を参照する。鉱工業生産の優先度が低いのは、製造業の経済における占率が小さく、しばしば他のセクターと異なる動きを見せることを理由としている。もっとも、固定されたルールがあるわけではなく、それ以外の指標を用いることもありうるとし、例示として労働総時間（労働省）とサービス消費（商務省）を挙げている。

NBER判定についての留意事項は、判定が遅いことである。これは後述のようにNBERの判定が、判定後の大幅な修正を避けるため、必要とされる十分なデータの蓄積を待ってから行なわれることに伴う。NBERでは、「予測に基づいて行動することはなく、景気が明確に減速してから行動をおこすため、リセセッション入り後6～18ヵ月後に認定を行なう」としている。実際、前回2001年のリセセッションは3月から11月と判定されたが、3月のリセセッション入りを発表したのは11月であり、11月のリセセッション終了判定は2003年7月と、2年近い年月をかけている。こうした事情も、市場で「2四半期連続以上のGDPマイナス」といったリセセッション判定の簡便法が用いられる背景と言えよう。

なお、NBERは、「一度決定された景気循環でも判定が間違っていると認識されれば変更

はあり得る」とし、実際小幅変更を行なった判定ケースもあるが、直近の訂正は1975年であり、現行の委員会が組成されて以降は一度もないとしている。

3 | リセセッション入り判定の具体例（2001年）

(1) 直近のリセセッション（景気ピーク）の判定

NBERが前回のリセセッション（2001年3月開始）を発表したのは、上記のとおり同年11月である。判定者は、ハル前会長、フェルドシュタイン所長他4名であるが、その中にはバーナンキ議長も名を連ねていた。なお、リセセッション開始の判定は、それまで続いた景気拡大の終了を意味する。2001年3月に終了した景気拡張期は、91年3月以降10年間に渡るものとなり、景気拡張期として過去最長を記録した。

(2) 過去のリセセッションとの比較

2001年リセセッション時の実際の判定手法を見ると、前記の4つの指標について、過去6回のリセセッションの平均値と比較検討を行なっている。過去6回のリセセッションでは生産と雇用面で重大な下降を示したとし、鉱工業生産は平均4.6%下落、雇用は1.1%下落したが、これらの指標がリセセッションの判定にふさわしいほど下降しているかを検討するのである。

図表-3①は、2001年リセセッション時の雇用の動きを過去6回のリセセッション平均（景気のピーク月を1.0とする、以下も同じ）と比較したものである。雇用は2001年3月をピークに十分な減少を見せ、10月までに、過去のリセセッション入り後の最初の7ヵ月の平均下落率と同レベルとなった。図表-3②は実質個人所得であるが、上昇を続けている。図表-3③は実質の製造業・商業合算の売上高であるが、リセセッションのほぼ1年前にピークをつけた。図表-3④は判定時の鉱工業生産の動向であるが、2000年

9月をピークにその後12ヵ月にわたり6%下降、過去のリセッション平均の4.6%より大きい。

このように3月以降の動きを中心に検証した結果、2001年11月時点では、実質個人所得以外は過去のリセッションと同様に低下し、総合的に見て経済が後退していると判定した。

NBERは、主要指標のピークのタイミングが異なるのはよくあることだとしているが、過去の判定を見ると、雇用と実質所得を重視していることが窺われる（図表-2）。

各指標のピークと景気ピークとのずれについては、鉱工業生産で景気先行傾向が見られるが、2001年はその傾向が強く、既に2000年9月にはピークを打っていた。景気のピークである翌年3月までの期間は、生産の後退が他部門に波及する過程とも言え、景気全体の後退に繋がった3月をリセッション入りと判定したのである。

実質個人所得は景気のピーク後も拡大したが、それ自体は景気変動を示唆するというより家計動向を左右するものと位置づけている。2001年の実質個人所得が低下しなかった背景としては、生産性の上昇が続き、原油価格の下落が雇用減速を相殺したこと等の理由を挙げている。

また、NBERは四半期の景気循環についても判定しており、2001年の1-3月期を景気のピークとした。4-6月期のGDPは上昇しているが、景気のピークである3月の後に位置するため、後退期と位置付けている。なお、2001年判定時のGDPの取り扱い、前述のデメリット

[図表-2] リセッション入りと各指標のずれ（月数）

リセッション年	雇用	実質個人所得	実質売上高	鉱工業生産
1960	0	1	▲3	▲3
1969	3	8	▲2	▲2
1973	11	0	0	0
1980	2	▲1	▲10	▲7
1981	0	1	▲6	0
1990	▲1	0	1	2
2001	0	No peak	7	6

(注) マイナスは景気ピークに対し各指標のピークが先行した月数を示す。(資料) NBER

を重視し、GDPへの注目ウェイトは小さいとしていた。

4 | リセッション終了判定の具体例（2003年）

(1) 直近のリセッション終了(景気ボトム)の判定

NBERが前回リセッション終了を2001年11月と判定したのは2003年7月16日で、リセッション終了から2年弱後となる。判定者はハル前会長、フェルドシュタイン所長他5名であり、その中にはFRBに登用されたバーナンキ議長の名はない。二次大戦後のリセッションの平均期間(2001年を除く)は約10ヵ月であるが、2001年リセッションは8ヵ月と比較的短期で終わった。

リセッション終了判定は拡張期の開始を意味するため、NBERは経済全体が拡張に向かった時期を判定する事となる。ただし、リセッションの終了期の特定に当たっては実質GDPを相当重視したとしている点、2001年のリセッション入り判定時とは対照的である。

なお、GDP統計は四半期ベースであるため、月ベースのボトムの判定に当たっては、伝統的な月例指標を用いたとしている。

この点は、従来のリセッション判定と同様であり、最も重視したのは、①実質個人所得(移転所得除き)、②雇用の二つであり、次に③生産状況を示す鉱工業生産、④実質ベースの卸・小売売上高と製造業売上高を重視し、また、シンクタンクであるMacroeconomic Adviserの作成した月別実質GDPを参考にしている。

(2) 過去の景気回復時との比較

2001年の実質GDP(前期比年率)は、1-3月期▲0.5%、4-6月期1.2%、7-9月期▲1.4%、10-12月期1.6%と推移した。その後は回復に向かっており、GDPを重視すると、2001年に景気はボトムをつけたと判断できる。

ただし、これまで重視していた雇用(図

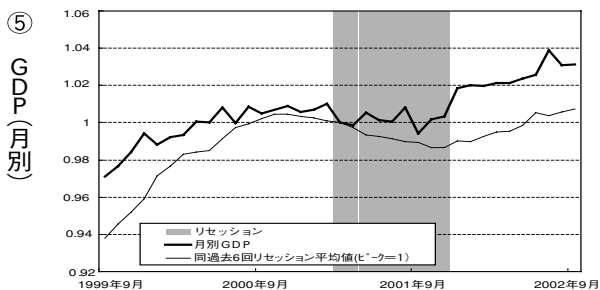
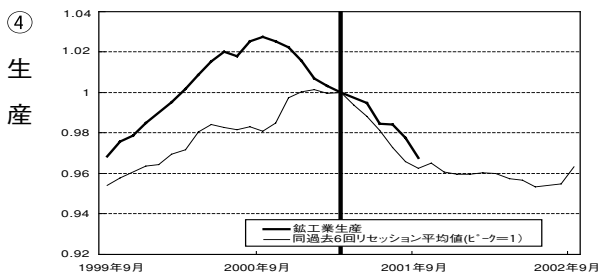
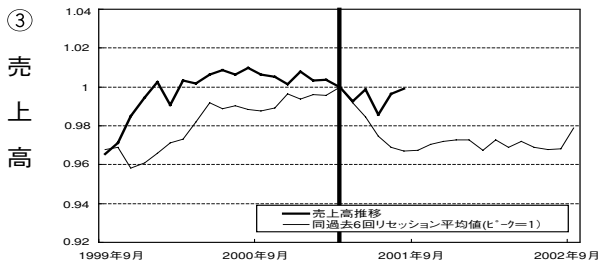
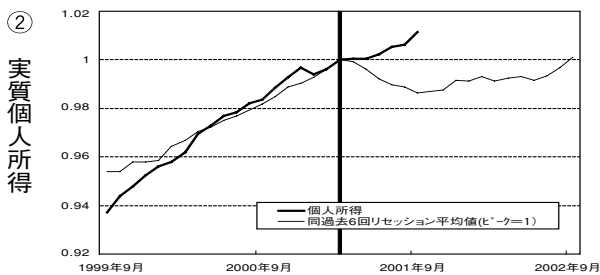
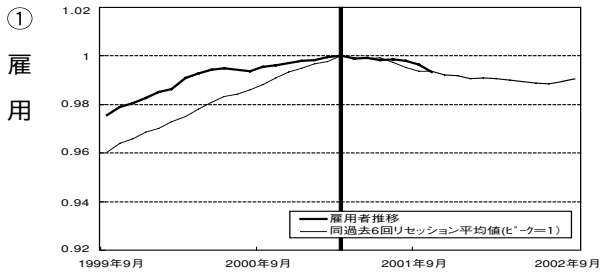
表-4①)は、他指標と異なり、2003年に入っても減少傾向を続け、2001年2月以降2003年9月までの減少は270万人に昇った。

実質個人所得(図表-4②)については、

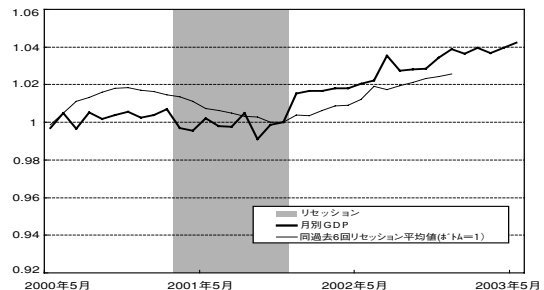
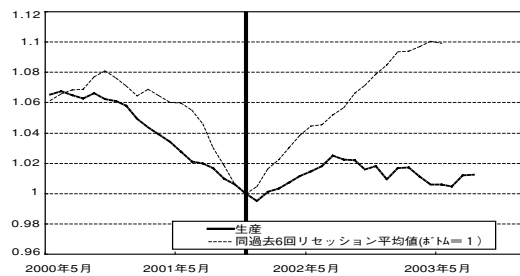
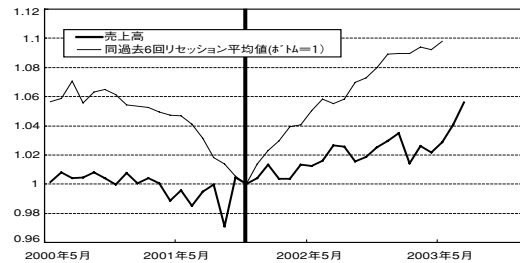
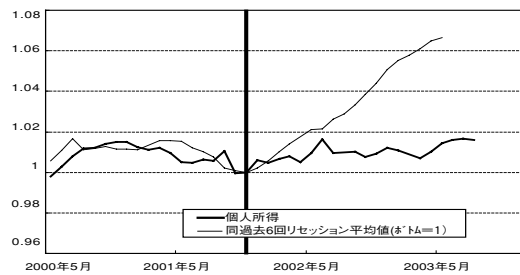
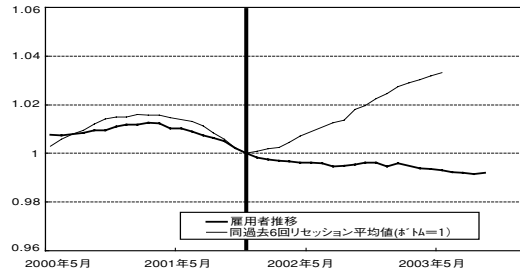
2001年10月にボトムをつけ、その後2003年7月には最高値となった。実質売上高(図表-4③)は2001年9月にボトムをつけ、その後は概ね上昇した。鉱工業生産(図表-4④)は、2001年

〈全米経済研究所(NBER)による過去の景気判断〉

〔図表-3〕ピーク(2001年3月)の判定



〔図表-4〕ボトム(2001年11月)の判定



(資料) NBER

12月まで低下した後、2002年7月まで急上昇した。なお、参考値である月別実質GDPは2001年9月をボトムに上昇に転じた。

各経済指標の動向を見ると、リセッションの終了の判定が遅れたのは、NBERが最も重視していた雇用が下げ止まらず、ほぼ2003年に至るまで減少を続けたことにあると推察される。実際、2001年のリセッション後の雇用は回復の遅れが著しく、前々回91年のリセッション時に言われた「ジョブレスリカバリー」を上回る状況として「ジョブ“ロス”リカバリー」とまで言われた。このため、従来は重視していなかった実質GDPを重視して景気ボトムの目処をつけ、その後、雇用以外の月別指標を重視して、リセッション終了月を特定したと思われる。

3——米国景気の現状とリセッション

1 | 現状では、リセッション判定の可能性は縮小

フェルドシュタイン所長は、私見としながら景気の現状について「昨年12月か1月がピークでそれ以降リセッションに入りつつある」と発言、リセッションの長期化の可能性を指摘するとともに、2008年1-3月期GDPがミスリーディングな数値になるとの見解を示した(4/7)。また、翌月には「月次の米国経済指標は12月～1月以降、基調に転換があった。NBERが重視する諸指標は2月に落ち込み3月はやや持ち直した。金利上昇よりは住宅市場の影響が強い点で過去2回のリセッションとは異なるが、底が深いかどうかを判断するのは時期尚早だ」としていた(5/19)。

このため、同所長の言を元にリセッション入りの可能性を探ってみると、まず、1-3月期GDPについて、速報値は前期比年率0.2%と落ち込んだが、その後同1.0%に改定された。4-6

月期の景気も停滞しているが、4月末開始の減税還付金により、一時的に景気は持ち直すと思われる。

もっとも、内需の強さを測る国内最終販売(GDPから在庫と純輸出を除いたもの)は、前期比年率0.1%と91年以来16年ぶりの低水準を記録、内需に関しては前回リセッションの2001年を下回る状況にある。

次に、NBERの重視する月例の経済指標について転換直前と目される昨年12月と比較すると、最重要視される雇用は年初から連続減少が続いているものの5月までの減少率は0.2%減、鉱工業生産の減少率は1.3%減と、いずれも前回リセッション入りの判定時に用いられたピークから7ヵ月目の参考値(其々0.6%減、3.5%減)には大きく及ばない。一方、実質個人所得は4月までに同+0.4%、また、売上高を4月までの名目ベースで見ると、製造業同+2.5%、卸売り同+5.1%、小売り同+1.0%と上昇している。

今後の実績次第ではあるが、現状では一部指標に後退の動きが見られるものの落ち込みの程度は十分とはいえず、“幅広く”“相当な落ち込み”を見せるというリセッションの定義には至っていないと思われる。さらに、6月には、バーナンキ議長が「米経済が大きく失速するリスクは小さくなった」との見方を示した。これまでの最短のリセッションが1980年の6ヵ月であることを踏まえ、今後、市場の予想通り下半期経済が持ち直しに向かうのであれば、今回のリセッション判定も持ち越しとなる可能性が強まっていると言えよう。もっとも、同議長は「最近のエネルギー価格の上昇がインフレ上昇リスクを高めた」と景気重視からインフレに軸足を移した政策運営への変更を示唆した。今後、インフレ懸念が強まり、利上げが実施される事態に陥るのであれば、リセッションへの懸念は再浮上して来よう。

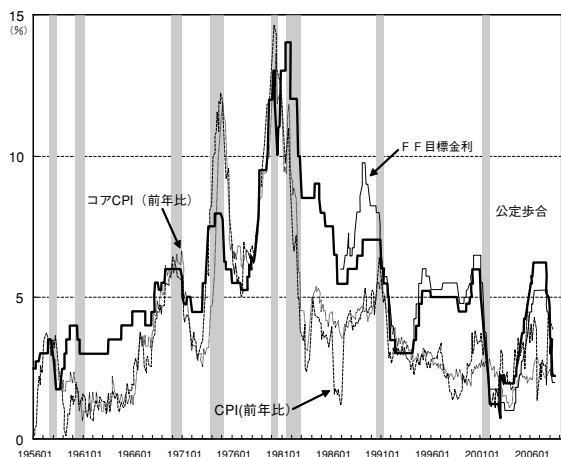
このように、米国経済は、これまでの住宅主導の景気減速に、原油価格の一層の高騰が加わり、インフレへの懸念を強める事態となっている。以下では、過去における住宅投資と、原油高騰によるそれぞれのリセッションとの関連性について検証してみた。

2 | 過去のリセッションと住宅投資

過去のリセッションは、景気拡張期にインフレが顕在化し、政策金利を引き上げた結果としてリセッションに陥るケースが多く見られた。

金利変動に敏感な住宅投資は、金融政策が引き締めへ転じた場合、その影響を最初に受けることとなる。住宅投資の構成比は通常GDPの4~5%前後であるため、GDPへの直接の影響は限定的であるが、住宅投資は変化率が大きく、また減少過程では、関連消費や資産効果を通じて消費に影響を与えるため、GDP全体への影響も拡大する。そのため、過去においてインフレ抑制に向けた金融引き締め策が、住宅投資を減少させ、消費抑制を通じてリセッションに陥るのは、一つの典型的なリセッションのケースともなっている（図表-5）。

【図表-5】 リセッションと物価・金利の推移



(資料) 米労働省、シャドウはリセッション期。以下同じ。

過去8回のリセッション直前の1年間の伸び率を比較すると、4四半期の平均GDPが2.7%、消費が2.8%であるのに対し、住宅投資は▲

1.3%の減少となっている。このように、リセッション時には住宅投資の伸びが先行して低下、消費の伸び率に影響してGDPを押し下げ、リセッションに至る構図が窺われる（図表-6）。

今回、米国のGDP統計における住宅投資のマイナスは2006年初から続き、2007年7-9月期以降は3四半期連続で前期比年率20%以上のマイナスを記録、住宅投資の規模はピーク（2005年10-12月期）から2/3の規模となり対GDP構成比は5.5%から3.4%へと縮小、82年7-9月期（同3.38%）以来、26年ぶりの低水準に接近している。

また、これまで9四半期連続で住宅投資のマイナスが続いたにもかかわらずリセッションとならなかった（今後判定される可能性は残されるが）のは、戦後初めてのケースである。住宅投資の減少が過去に比して相当大きいにもかかわらず、今のところGDPが底堅さを見せているのは、従来のインフレを背景とした金融引き締めと異なり、景気対策や大幅利下げ等の政策が取られたことに加え、海外経済が堅調で純輸出が成長率を下支えしていること等が挙げられよう。

【図表-6】 リセッション前1年間の平均伸び率

	実質GDP	個人消費支出	住宅投資
全期間（56/3Q~08/1Q）の四半期伸び率の平均値	3.4	3.6	3.8
上記中の過去8回のリセッション直前1年間（4四半期）の伸び率平均	2.7	2.8	▲1.3
うち、住宅主導によるリセッションが顕著な57年・80年リセッション前1年間の平均	1.6	2.1	▲8.0
最近1年間（07/2Q~08/1Q）の伸び率平均値	2.6	1.9	▲20.8

(資料) 米商務省、伸び率は四半期別、実質前期比年率、%。

3 | オイルショック時との比較

もう一つのリセッションへの懸念材料となっている原油価格は、昨年初の1バレル50ドル程度から一時140ドル台に乗せた。ガソリン価格も過去最高値を更新、1ガロン4ドルを超え、運

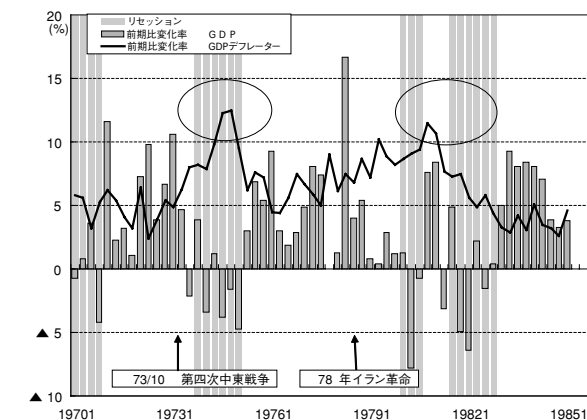
送費を通じて諸物価へと波及しつつある。物価指標が上昇を見せる中、食料・エネルギーを除いたコア物価の動向が注目されている。物価の上昇次第では、利上げが必要となり、景気停滞下のインフレというスタグフレーションの様相を強める懸念がある。以下では、過去のオイルショック時との比較を試みた。

(1) オイルショックの概要

二次大戦後の米国のリセッションは計10回。そのうち10%を超えるインフレは2回ありスタグフレーションとされるが、いずれもオイルショック時に生じている。

オイルショック時のリセッション期間は、1回目が16ヵ月、2回目は計22ヵ月（前半6ヵ月、後半16ヵ月）と戦後の平均的なりセッションよりも相当大きなものとなった。

[図表-7] オイルショックとGDP推移



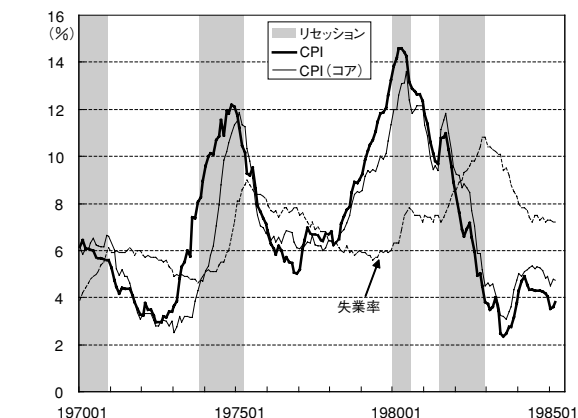
(資料) 米商務省

需要項目別では、一様に悪化を見せる中、住宅・設備投資等、固定投資のマイナスが大きいのが特徴といえる。また、物価は急上昇したが、CPIとコアCPIのタイムラグは比較的小さい。物価の上昇に伴う強い引き締めにより、失業率の上昇が激しいのも特徴的だった（図表-8）。

(2) オイルショック時との相違

オイルショックは、第4次中東戦争（73年）、イ

[図表-8] オイルショック時の物価と失業率の推移（月別）



(資料) 米労働省

ラン革命（79年の政変）等を契機に、OPEC等産油国の価格支配圧力が台頭した。しかし、現在は、OPECの価格支配力が低下、米国の個人消費中の石油比率が縮小するなど当時とは原油をめぐる事情が異なる。また、今回の原油価格上昇は、中国・インド等新興国の発展による将来的な需給不安と米国の金融緩和等を背景に、投機需要が高まったと思われる（図表-9）。

なお、原油価格上昇懸念は持続しているものの、オイルショック時はピーク後に価格が急落したこともあり、企業はコスト上昇分の価格転嫁には躊躇しており、オイルショック時の物価高騰の状況には至っていない。また、労働コストの安い中国・インド等がグローバル経済に組み込まれ、賃金等で価格抑制効果を発揮していることも一因として挙げられよう。

[図表-9] オイルショック時との比較（年別）

	1次石油危機前	2次石油危機前	今回
	1973	1979	2007
個人消費中の石油燃料費シェア	4.0%	5.1%	3.7%
石油輸入/GDP	0.6%	2.4%	2.4%
石油輸入単価	3.30ドル	18.68ドル	64.27ドル
同1年後上昇率	341.20%	188.06%	—

(資料) 米商務省他

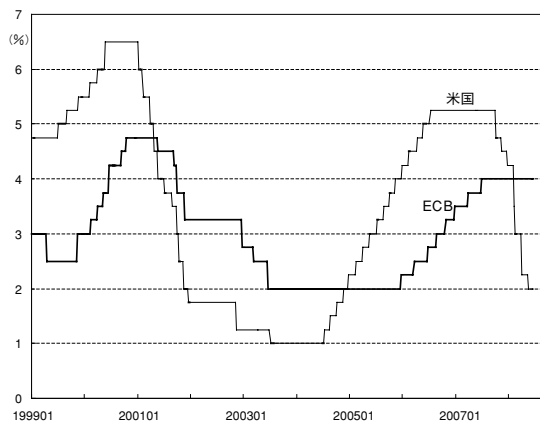
(3) 米国経済およびドルへの信認

最近、ドルが下落を見せているのは、主に急

低下した政策金利の影響と見られる。米国の政策金利であるFF目標金利は、昨年9月の5.25%から現行2%へと大幅に低下、急速な利下げを実施した米国と、7月に4.25%への利上げを実施したユーロとは、金利が逆転した上、その差が拡大しており、対ユーロでのドル安が進んだ。さらに、ドル安回避を意図した資金が、原油・商品価格を一層押し上げた。

こうした状況を勘案すると、「高金利下」でドルへの信認が揺らいだ70・80年代の状況とは大きく異なる。90年代後半のニューエコノミーと謳われた高成長期を経て世界経済における米国経済の影響力は依然強く、当時との相違は大きい。現下のドル安の動きが原油高騰の一因とされている点でも、仮に、米国経済が深刻なリセッションに陥るとすれば、投機的水準にある原油価格にとっては、下方への圧力が高まる可能性が強く、激しい物価上昇によるスタグフレーションの可能性はオイルショック時ほど強まることはないと思われる。

[図表-10] 米・欧の政策金利の推移 (週別、%)



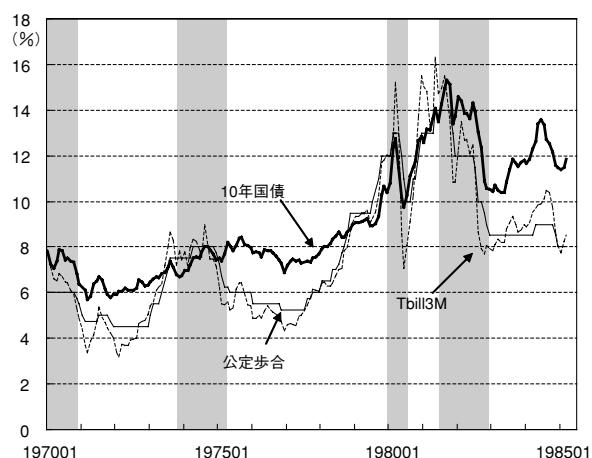
(4) 金融政策は顕著な相違点に

オイルショック時の政策金利の動向を見ると、特に第二次オイルショック時の上昇が激しいが、これは、1970年代後半にボルカー元議長が採用した新金融調節方式（タイトマネーポリシーと呼ばれた）により、それまでの金利水準

の管理からマネーサプライ管理を優先したため、金利は急上昇を見せ、1980年代初頭に至る高金利時代を生み出した。この政策により、実質金利が高まり、インフレーションは沈静化した。不況は長引き、政権との軋轢も増幅した。

この点、今回の不況の特徴は、住宅不況と原油価格高騰が重なっている点にある。住宅価格下落が続く、これまでコアCPIを牽引してきた家賃上昇が抑制され、また、総需要の減衰により、雇用も減速、賃金上昇率は低下気味に推移している。そのため、オイルショック時にインフレ対策として厳しい引き締め策がとられたのに対し、今回は、原油価格高騰下にもかかわらず、大幅な金融緩和策が実施されている（図表-10・11）。

[図表-11] オイルショック時の市場・政策金利の推移 (月別)



6月に入り、バーナンキ議長は70年代のインフレを繰り返すことはないとして以下のような指摘を行った(6/4)。現在のFRBの考え方を示すものとして注目されるが、主なポイントは以下の通りである。

①70年代はインフレ時には賃金の上昇により、賃金と物価のスパイラル的な上昇が生じたが、インフレへの理解が進んだ現在では、そうした事態が生じる可能性は低い。最近のインフレは3%半ば程度と高いが、当時の二桁インフレよりはずっと低い。

②金融政策では、ボルカー元議長が南北戦争以来の金利水準に引き上げ、インフレを抑制したが、一方で81-82年のリセッションを招いた。FRBがオイルショックから学んだことは二つあるが、一つは高インフレが経済を不安定化させることであり、もう一つは、中央銀行の役割は、中期的視点で物価を安定させる責任があるということである。

③原油高騰下の現在とオイルショック時を比較したときに浮かび上がる相違点は、一つは、米国経済の省エネ化の推進等により、1975年との比較で一定のGDPの算出に必要なエネルギー消費量が半減するなど効率化が進んだことで、もう一つは金融政策面で中央銀行の金融政策が効果を発揮するにはタイムラグが生じることを経験したことである。原油急騰による短期的なインフレは相殺することは出来ない。当時はインフレ期待を払拭するために長期にわたる引き締めを行なったが、現在は上記のように中期目標として考慮すべきである。

4—おわりに

一時はリセッション入りが避けられないと見られていた米経済であるが、足元でのNBERの定義する十分な規模の景気後退の可能性は薄れつつある。半面、原油価格高騰からのインフレ圧力の高まりが、スタグフレーションへの懸念を高めている。確かにインフレ懸念が高まれば、現行金融緩和策の転換により、景気停滞が長引くことも懸念され、その場合、政府のリファンド効果を相殺することにもなる。ただし、バーナンキ議長の見解を見る限り、70年代の金融政策再来の可能性は低そうである。

いずれにしても、FRBは、景気下ぶれリスクを重視して大幅な利下げを実施した以上、そ

の効果が出る前に利上げに転じる事態は回避したいと考えている。米政府もFRBをサポートすべく、6月に入って以降、一層のドル安・原油高の抑制に向けて介入も辞さないとするなど為替政策の転換と原油・穀物取引等、商品取引への監視の動きを強めている。これまで市場への非介入を前提としてきたブッシュ政権の政策に逆行する動きではあるが、半面、利上げ回避に向けた強い意思表示とも受け取れる。

もっとも、利下げの停止とこれらの動きが一体のものと考えられる以上、ドル安・原油高騰等に歯止めが掛からないのであれば、市場からの信認が薄れて利上げ実施に追い込まれ、スタグフレーションへの懸念を増幅することともなりかねない。事態の帰趨が注目される局面と言えよう。

(参考資料)

- ・“The Business-Cycle Peak of March 2001” (Business Cycle Dating Committee, NBER November 26, 2001)
- ・How the NBER's Business Cycle Dating Committee chooses turning points in the Economy and its latest memo, dated 10/21/03 (NBER)
- ・US Business Cycle Expansions and Contractions, January 8, 2008 (NBER)
- ・Remarks on the economic outlook (At the International Monetary Conference, Barcelona, Spain June 3, 2008、Ben S. Bernanke, FRB)
- ・Remarks on Class Day 2008 (At Harvard University, June 4, 2008、Ben S. Bernanke, FRB)