

アメリカ経済見通し

調査部 副主任研究員 井上 肇

目 次

1. 景気の現状
2. 景気拡大は成熟局面へ
3. 景気失速が回避される理由
 - (1) 資産市場や民間債務に不均衡の蓄積はみられず
 - (2) 財政面からの景気の不安定化は回避へ
 - (3) 緩やかなペースでの利上げが景気を下支え
4. 2018～2019年のアメリカ経済見通し
5. リスクシナリオ
 - (1) FRBの急ピッチな利上げによる景気腰折れ
 - (2) 保護主義の応酬や、海外発の金融危機による世界連鎖不況

要 約

1. アメリカ景気は、民間部門主導の堅調な拡大が続いている。家計部門では、雇用・所得環境の改善に株高などによる資産効果も加わり、個人消費の堅調な増勢が続いている。企業部門でも、内外需要の回復や企業収益の改善を受けて、設備投資や輸出が持ち直している。一方、景気拡大が9年目に入ったことから、先行きの持続性についての関心も高まってきている。
2. 当面は堅調な景気拡大が見込まれるものの、今回の景気拡大局面は成熟期に入っている可能性がある。もっとも、景気後退の引き金となる要因が見当たらないことから、予測期間中の失速は回避されると判断される。
3. 第1に、足許では、資産市場や民間債務に景気後退の引き金になるような顕著な不均衡の蓄積はみられない。この背景には、過去のバブルの教訓もあり、金融当局が過度なリスクテイクを抑制するべく金融規制を強化してきたことや、民間部門が慎重な姿勢を続けていることが指摘できる。そのため、連邦準備制度理事会（以下、FRB）が利上げを続けても、資産価格や民間債務に調整圧力が強まる可能性は小さいとみられる。
4. 第2に、財政面からの景気の不安定化が回避されるとみられることである。トランプ政権が進める税制改革は、当初案から減税幅の縮小を余儀なくされており、結果的に景気拡大の持続性を高めることになると考えられる。需給ギャップが解消するなかで、財政面から景気を過度に刺激すれば、FRBが景気過熱予防のための利上げを急ぐことになり、景気が腰折れするリスクが高まるためである。
5. 第3に、FRBの利上げ自体も緩やかにとどまるため、景気を冷え込ませることはないと見込まれる。労働市場の改善は十分に進んでいるものの、構造的要因により低インフレの長期化が予想されるなか、当面は政策金利が景気に対して中立水準を下回る緩和的な金融政策運営となり、景気の下支えに寄与することが期待される。
6. 以上を踏まえると、トランプ政権が目指す持続的な3%成長には達しないものの、今後もアメリカ経済は2%強の成長が続き、2019年7月には景気拡大期間が戦後最長記録を更新する見通しである。
7. 早期に景気が腰折れするリスクシナリオとしては、①インフレ加速や資産バブル発生懸念の高まり等を受けた、FRBの急ピッチな利上げによる景気腰折れ、②保護主義の応酬や、海外発の金融危機による世界連鎖不況、の二つが想定される。

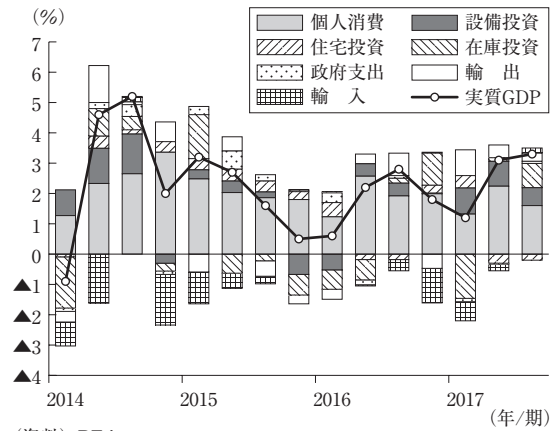
1. 景気の現状

アメリカ景気は、2017年7～9月期にかけて2四半期連続で年率3%台の成長ペースとなるなど、民間部門主導の堅調な拡大が続いている（図表1）。家計部門では、雇用・所得環境の改善が続くなか、株高や不動産価格上昇による資産効果も加わり、個人消費の緩やかな拡大が続いている（図表2）。企業部門でも、海外景気の回復やドル安を背景に輸出が増加傾向にあることに加え、企業収益の改善が続くなか、設備投資の持ち直しが続いている（図表3）。

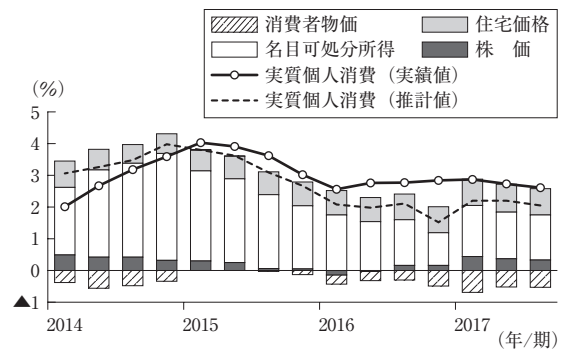
政府部門では、トランプ政権の看板政策である税制改革やインフラ投資の拡大はこれまでのところ実現していないものの、夏場のハリケーン被害に伴う財政出動が景気押し上げに作用している。一方、景気が堅調に推移するなかでも、インフレ率が伸び悩んでいるため、FRBの金融政策の正常化は緩やかなペースにとどまり、景気を下支えしている。

一方、景気拡大が2017年7月で9年目に入ったことから、先行きの持続性についての関心も高まってきている。今回の景気拡大局面は、戦後の拡大期間の平均である約5年を大きく超過し、戦後

(図表1) アメリカの実質成長率（前期比年率）

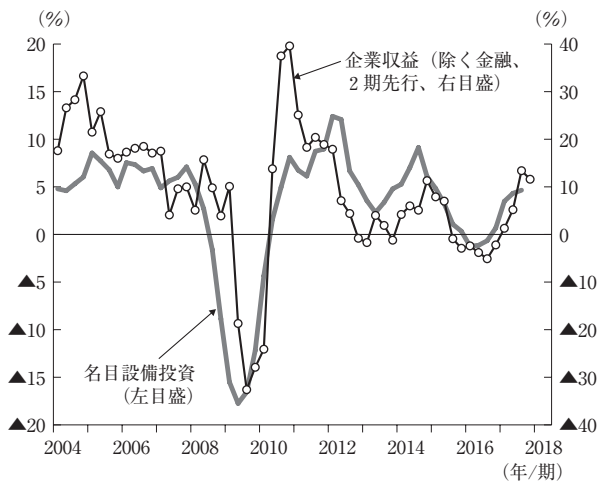


(図表2) 実質個人消費の変動要因分解（前年同期比）



(注) 推計式は以下の通り。変数はすべて自然対数を使用。
 実質個人消費 = 4.60 + 0.56 * 名目可処分所得
 + 0.13 * FHFA住宅価格指数 + 0.03 * S&P500 - 0.27 * CPI。
 推計期間は、2000年第1四半期～2017年第3四半期、修正 R2 = 0.99。

(図表3) アメリカの企業収益と設備投資（前年比）



(図表4) 戦後のアメリカ景気拡大期間ランキング

	景気の谷	山	期間（月）
1	1991年3月	2001年3月	120
2	1961年2月	1969年12月	106
3	2009年6月	(2017年11月まで)	101
4	1982年11月	1990年7月	92
5	2001年11月	2007年12月	73
6	1975年3月	1980年1月	58
7	1949年10月	1953年7月	45
8	1954年5月	1957年8月	39
9	1945年10月	1948年11月	37
10	1970年11月	1973年11月	36
11	1958年4月	1960年4月	24
12	1980年7月	1981年7月	12
		今回除く戦後平均	58.4
		今回含む戦後平均	61.9

(資料) NBER を基に日本総合研究所作成

3番目の長さとなっている（図表4）。そこで、以下では、まず、景気循環面からみた足許の位置付けを確認したうえで、アメリカ景気の先行きを展望する。ポイントとなるのは、①景気後退を引き起こしうる資産市場や民間債務における不均衡の蓄積状況、②トランプ政権・議会共和党が進める税制改革の影響、③パウエル次期FRB議長下の金融政策の影響、の3点である。

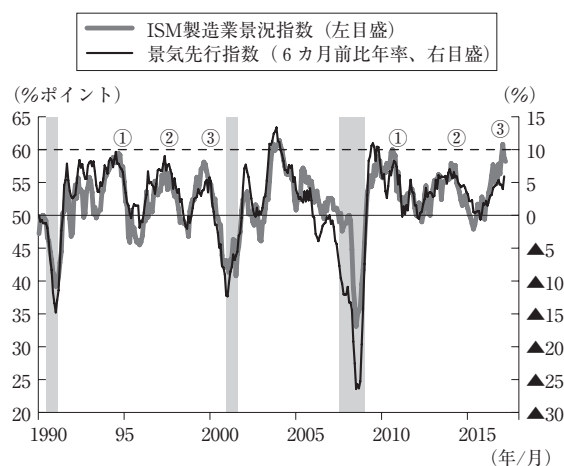
2. 景気拡大は成熟局面へ

アメリカの代表的な景況感指数は、当面、堅調な景気拡大が続くことを示唆している。製造業の景況感を示すISM製造業景況指数が高水準で推移しているほか、景気全体の先行きを示すカンファレンス・ボードの景気先行指数も上昇傾向が続いている（図表5）。

もっとも、こうした景況感指数は、一つの景気拡大局面のなかでも在庫循環などにより、短期の循環（谷→山→谷）を繰り返す傾向がある。ISM製造業景況指数は歴史的にみたピーク圏に到達しており、足許の水準を長期間維持することは困難と予想されることなどを踏まえると、遠からず景気は短期的なモメンタム低下局面に向かうとみられる。

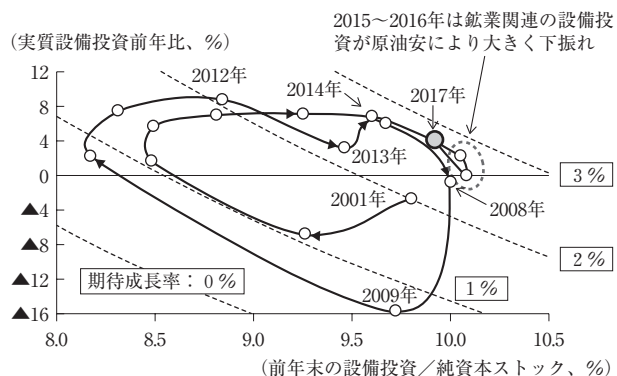
さらに、今回の景気拡大局面そのものが終盤に差し掛かっている可能性もある。今局面のISM製造業景況指数は、1991年3月から2001年3月まで10年間続いた戦後最長の景気拡大局面と似た動きをしている。当時は3度目の短期の循環の終わりで景気拡大局面が終了したが、足許も2015年末を谷とする3度

（図表5）アメリカのISM製造業景況指数、景気先行指数



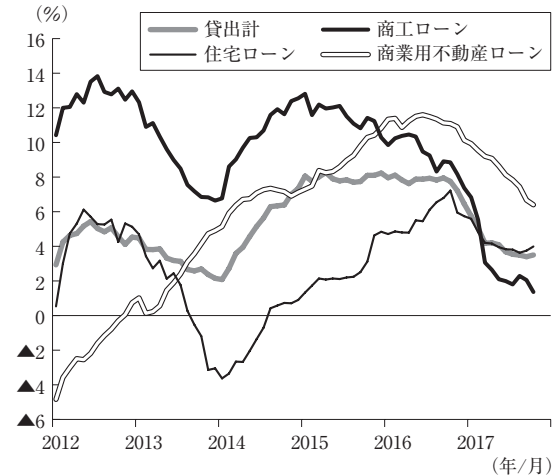
（資料）NBER、ISM、カンファレンス・ボードを基に日本総合研究所作成
（注）シャドウ部は景気後退期。

（図表6）アメリカの資本ストック循環



（資料）BEAを基に日本総合研究所作成
（注）純資本ストックは数量指数を基に作成した実質値を使用。期待成長率の双曲線の算出には、資本ストック係数の変化率と除却率の2000年～2016年の平均を利用。

（図表7）アメリカの商業銀行の種類別貸出（前年比）

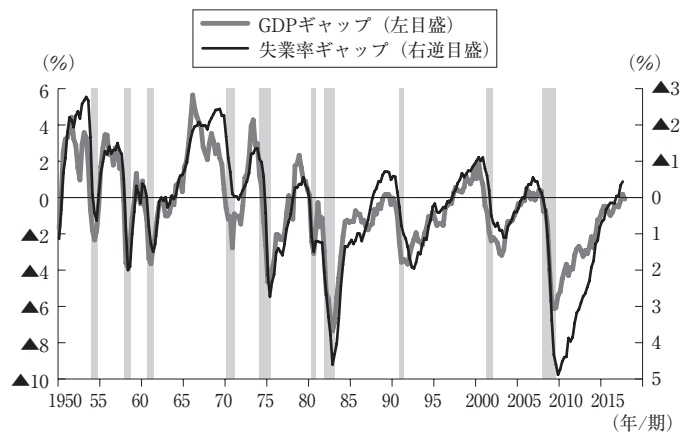


（資料）FRBを基に日本総合研究所作成

目の循環局面に位置している。また、足許の設備投資は、堅調に推移しているものの、資本ストック循環の観点では、2012年をピークとした減速局面にある公算が大きい（図表6）。さらに、金融面では、民間銀行の貸出が2016年後半から減速傾向にある（図表7）。

戦後の景気拡大局面では、経済全体の需給ギャップを示すGDPギャップがプラスに転じた後、暫くして後退局面入りしている（図表8）。今回の景気拡大局面では、需給ギャップの解消に時間を要したものの、2017年7～9月期には小幅ながらプラスに転じており、景気がピークに差し掛かりつつあることを示している。労働市場の需給ギャップを示す失業率ギャップもすでに解消しており、ほぼ完全雇用状態に達しているとみられる。以上のように、景気循環の観点からは、何らかのきっかけで景気後退局面入りしてもおかしくはない状況と言える。

（図表8）アメリカのGDPギャップ、失業率ギャップ



（資料）NBER、CBO、BEA、BLSを基に日本総合研究所作成
（注）シャドー部は景気後退期。GDPギャップは、BEAが推計する実際のGDPとCBOが推計する潜在GDPを基に算出。失業率ギャップは、実際の失業率（U3）から、CBOが推計する自然失業率を引いて算出。

3. 景気失速が回避される理由

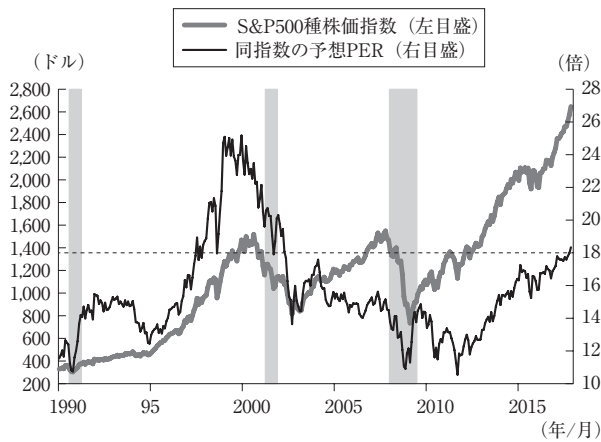
もっとも、景気後退の引き金となる要因が見当たらないことから、予測期間中の景気失速は回避されると判断される。

（1）資産市場や民間債務に不均衡の蓄積はみられず

第1に、足許では、資産市場や民間債務における顕著な不均衡の蓄積がみられないことである。過去を振り返ると、高インフレが終息した1990年代以降の景気後退は、景気拡大の過程で蓄積した不均衡（資産バブルや過剰債務）が、FRBの利上げにより、最終的に大幅な調整を強いられたことがきっかけであった。1990年代初めは商業用不動産バブル、2000年初は情報技術（IT）バブル、2000年代後半は住宅バブルの崩壊が景気後退の引き金となった。

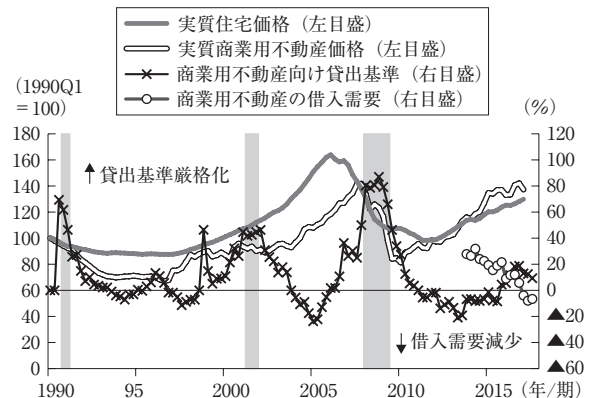
もっとも、足許の資産市場では、株価や不動産価格の一部に割高感が生じているものの、バブルであるとの見方は少数派である。まず、足許の株式市場をみると、S&P500種株価指数が最高値を更新し続けているものの、予想株価収益率（PER）は一般的にアメリカ株の割高圏とされる18倍程度となっており、ITバブル期のピーク約25倍には及ばない状況である（図表9）。また、今回の景気拡大局面における不動産市場をみると、住宅価格よりも商業用不動産価格が先行して大きく上昇したものの、2015年頃からは金融当局からのガイダンス公表等を背景に、金融機関の貸出基準が厳格化し、借入需要も減少している（図表10）。この結果、実質ベースの商業用不動産価格は金融危機前のピーク付近ですでに頭打ちとなるなど、ソフトランディングに向けた動きとなっている。

(図表9) S&P500種株価指数のバリュエーション



(資料) NBER、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成
 (注) シャドー部は景気後退期。予想EPSは、12カ月先ブレンド。

(図表10) アメリカの不動産価格と貸出基準・借入需要

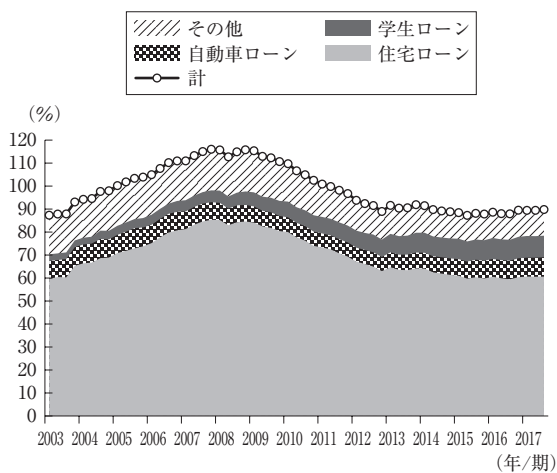


(資料) NBER、BIS、BLS、FRBを基に日本総合研究所作成
 (注) シャドー部は景気後退期。価格は消費者物価指数で実質化。2013年第4四半期以降の貸出基準・借入需要は、建設・土地開発、非農業・非住宅、集合住宅の単純平均。

次に、民間部門では、家計を中心に債務の拡大が抑制された状態が続いている。家計債務残高の対可処分所得比は、住宅バブル崩壊後に大きく低下した後、足許にかけて安定している(図表11)。非金融企業の債務も、収益やキャッシュフロー対比でみて抑制されている(図表12)。

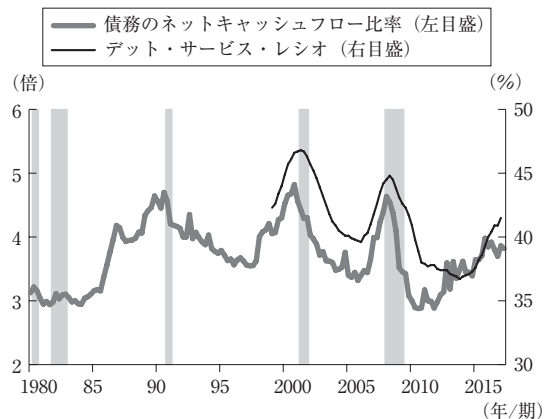
これらの背景には、過去のバブルの教訓もあり、金融当局が過度なリスクテイクを抑制するべく金融規制を強化してきたことや、民間部門の慎重な姿勢が続いていることが指摘できる。この結果、FRBが利上げを続けても、資産価格や民間債務に調整圧力が強まる可能性は小さいとみられる。

(図表11) アメリカの家計債務残高の対可処分所得比



(資料) ニューヨーク連銀、BEAを基に日本総合研究所作成

(図表12) アメリカの非金融企業債務のネットキャッシュフロー比率とデット・サービス・レシオ



(資料) NBER、FRB、BEA、BISを基に日本総合研究所作成
 (注) シャドー部は景気後退期。デット・サービス・レシオは債務返済額の企業収益に対する比率。

(2) 財政面からの景気の不安定化は回避へ

第2に、財政面から景気が不安定化する事態には至らないとみられることである。アメリカ経済の需給ギャップが解消するなかで、財政面から景気が過度に刺激されれば、FRBが景気過熱予防のための

利上げを急ぐことになり、景気が腰折れするリスクが高まることになる。

もともと、トランプ政権は、大型減税を看板政策として掲げて誕生した。もともと、その後、オバマケア（医療保険制度改革）の改廃失敗などで財源不足が生じたこともあり、減税幅の縮小を余儀なくされている（図表13）。具体的には、2017年9月下旬に発表された大統領・議会共和党指導部案や、11月に発表された議会上下院の共和党案では、トランプ大統領が当初公約として掲げていた法人税率の15%への引き下げや、所得税率の最高税率の大幅な引き下げは見送られている。こうした減税規模の縮小は、結果的に景気拡大の持続性を高めることになると考えられる。

（図表13）税制改革案の概要

	現 行	大統領案 2017年4月26日	大統領・議会共和党指導部案 2017年9月27日	下院共和党案 2017年11月9日修正法案	上院共和党案 2017年11月15日修正法案
	法 人				
法人税最高税率	35%	15%	20%	20% (2018年から適用)	20% (2019年から適用)
パススルー最高税率	実質39.6%	15%	25%	25%	実質31.8%
海外所得	全世界課税方式 米国内に留保利益を 還流する際は35%の 課税	源泉地課税方式 これまでの留保利益を米 国内に還流する際は1度 に限り軽減税率を適用	源泉地課税方式 これまでの留保利益を米 国内に還流する際は1度 に限り軽減税率を適用	源泉地課税方式 これまでの留保利益を米 国内に還流する際は1度 に限り軽減税率を適用 (現金14%、現金以外7%)	源泉地課税方式 これまでの留保利益を米 国内に還流する際は1度 に限り軽減税率を適用 (現金10%、現金以外5%)
個 人					
所得税率	7段階 (10～39.6%)	3段階 (10%、25%、35%)	3段階 (12%、25%、35%)	4段階 (12%、25%、35%、39.6%)	7段階 (10%～38.5%)
基礎控除	単身世帯：6,350ドル 夫婦世帯：1万2,700 ドル	単身世帯：1万2,700ドル 夫婦世帯：2万5,400ドル	単身世帯：1万2,000ドル 夫婦世帯：2万4,000ドル	単身世帯：1万2,200ドル 夫婦世帯：2万4,400ドル	単身世帯：1万2,000ドル 夫婦世帯：2万4,000ドル
州・地方税 控除	控除可能	—	廃 止	不動産税控除を存続 (1万ドル上限)	廃 止
子供控除	1,000ドル	—	増 額	1,600ドルに増額	2,000ドルに増額
住宅ローン 利子控除	残高100万ドルまで 控除	—	—	上限を50万ドルに減額	上限を100万ドルに維持 (ホームエクイティロー ンは対象外)
遺産税	有 り	廃 止	廃 止	非課税額を引き上げ、 2024年末廃止	非課税額を倍増
その他					
代替ミニマム課税	適用可能	廃 止	廃 止	廃 止	廃 止

（資料）各種資料を基に日本総合研究所作成

2017年11月に議会上下院の共和党が発表した税制改革法案が実現しても、景気刺激効果は限られる可能性がある。民間シンクタンクTax Foundationの試算によると、税制改革は設備投資の増加のほか、雇用拡大や賃金の上昇につながり、GDPの水準が10年間で上院案では3.7%、下院案では3.5%上振れる（図表14）。内訳をみると、所得税関連の減税効果は小幅にとどまり、減税効果の大半は法人税関連によって生じることになる。このため、減税の効果が顕在化するか否かは企業の行動に依存する部分が大きい。もともと、すでにみたように、設備投資は資本ストック循環上の減速局面にあるとみられるほか、労働市場も完全雇用状態に達し、供給制約が生じていることなどを踏まえると、法人減税による投資喚起効果や雇用・所得環境の改善を通じた消費刺激効果が十分に発現しない可能性がある。

さらに、議会上下院の法案を一本化する過程で、減税幅が一段と縮小を余儀なくされる可能性もある。

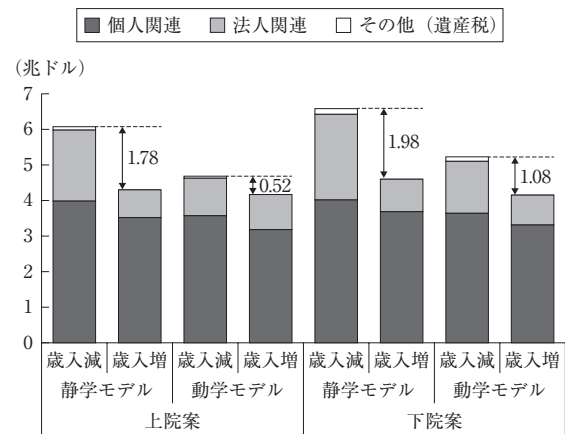
税制改革による財政収支への影響については、減税による経済成長を加味すると、財政赤字の増加幅は2017年10月に可決された予算決議が許容する1.5兆ドルの範囲内におさまる見通しである（図表15）。もっとも、法人税率の引き下げ開始時期や、所得税の最高税率や税率区分など、両院の法案に多くの相違点が見られるほか、歳入増を見込む州・地方税控除の廃止やその他各種控除の見直しについて多数の反対意見が出るなど、議論は難航する公算が大きい。

（図表14）税制改革による経済効果（10年間）

	上院案	下院案
GDPの押し上げ幅	3.7%	3.5%
所得税関係	0.2%	0.0%
所得税率および区分見直し	1.0%	0.9%
基礎控除の増額	0.4%	0.4%
子供の税額控除の増額等	0.2%	0.1%
人的控除の廃止	▲0.6%	▲0.6%
各種税額控除の廃止（個人）	▲0.5%	▲0.6%
代替ミニマム税率撤廃	▲0.3%	▲0.3%
法人税関係	3.3%	2.7%
法人税率引き下げ	2.7%	2.7%
パススルー税率の変更	0.6%	0.3%
各種税額控除の廃止（法人）等	0.0%	▲0.2%
その他	0.1%	0.7%
遺産税の撤廃	0.1%	0.7%
資本ストックの増加幅	9.9%	9.3%
賃金の上昇幅	2.9%	2.7%
雇用者数の増加	92.5万人	89.0万人

（資料）Tax Foundationによる当初法案の推計

（図表15）税制改革による財政への影響（10年間）



（資料）Tax Foundationによる当初法案の推計

（注）静学モデルでは減税による経済効果を加味せず、動学モデルでは減税による経済効果を加味。矢印右の数字は財政赤字悪化幅。

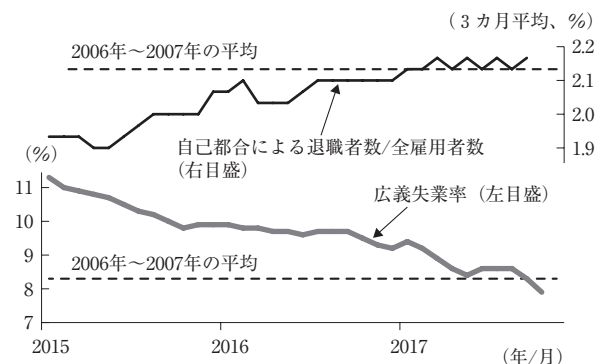
（3）緩やかなペースでの利上げが景気を下支え

第3に、FRBの利上げ自体も緩やかにとどまるため、景気を冷え込ませることはないと思込まれることである。労働市場の改善は十分に進んでいるものの、構造的要因により低インフレの長期化が予想されるためである。

金融政策を取り巻く環境をみると、雇用者数の増加や失業率の改善が続くなか、「雇用の質」の改善も進展している。2017年入り後、「経済情勢を理由としたパートタイム労働者」や「就業を希望するものの職探しを断念した者」などを加えて算出される広義失業率の低下ペースが加速している（図表16）。また、自己都合による退職者数が金融危機前の水準を回復しており、労働市場の改善を機に、より待遇の良い職を求めて転職を志向する労働者が増加していることを示唆している。

もっとも、賃金の伸びは緩やかなペースとな

（図表16）広義失業率と自己都合による退職者数



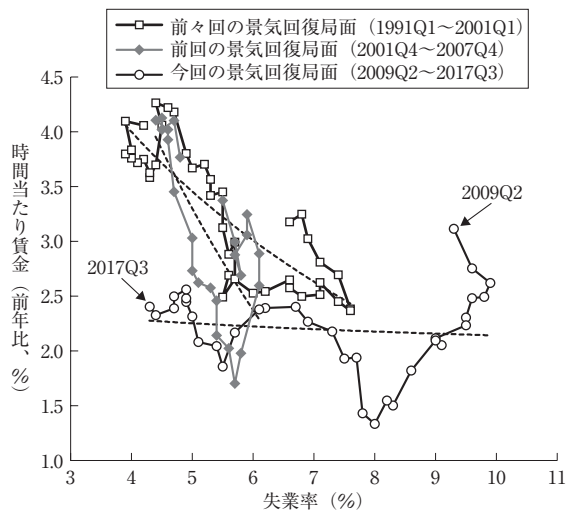
（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

（注）広義失業率 = (完全失業者 + 経済情勢を理由としたパート + 緑辺労働者) / (労働力人口 + 緑辺労働者)。緑辺労働者は、就業を希望するものの、景気低迷などを理由に適当な職がなく、職探しを断念した者（求職意欲喪失者）のほか、家事・疾病などのため求職活動が困難な者。

る見込みである。これは、高齢化に伴う介護需要の増大による低賃金労働のシェア拡大などを背景に、失業率が低下しても賃金が上がりにくい構造に変化していることに起因している（図表17）。

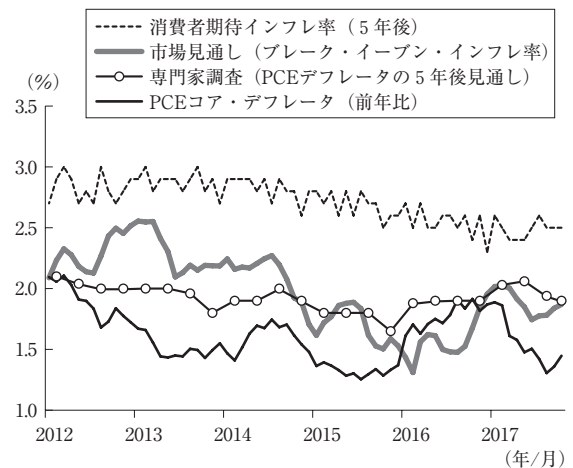
こうしたなか、インフレ期待の回復も力強さを欠く状況である（図表18）。賃金面からの物価押し上げ圧力が弱いことに加え、海外からの安価な商品の流入やオンラインショッピングの増加による企業の価格決定力の低下といった構造的な変化も生じているとみられるため、今後もインフレ率が大きく上昇する可能性は小さい。

（図表17）フィリップス曲線



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成
（注）時間当たり賃金は、生産従事者・サービス部門非管理職。

（図表18）PCEデフレーターと期待インフレ率

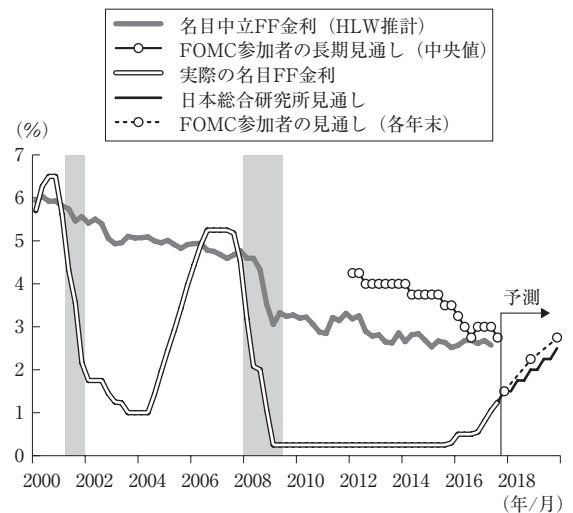


（資料）BEA、Bloomberg L.P.、フィラデルフィア連銀、ミシガン大学
（注）ブレイク・オープン・インフレ率=10年債利回り-10年物価連動債利回り。

以上を踏まえると、連邦公開市場委員会（以下、FOMC）参加者は2018年に3回、2019年に2回の利上げを想定しているものの、2018年以降の利上げペースは年2回にとどまると予想される（図表19）。

なお、利上げの到達点を考えるうえでは、景気に対して緩和的でも引き締めのでもない政策金利である「中立金利」の水準が重要となる。FOMC参加者が想定する中立金利を示す政策金利の長期見通し（中央値）は、足許で2.75%まで低下しているほか、それ以上に低下していることを示すFRBスタッフの推計結果もある。今後、FOMC参加者が想定する中立金利が小幅下方修正される可能性を踏まえ、利上げは2019年後半に2.5%で打ち止めになると予想される。政策金利が中立金

（図表19）アメリカの実際のFF金利と中立FF金利水準



（資料）NBER、FRB、サンフランシスコ連銀を基に日本総合研究所作成
（注）シャドウ部は景気後退期。名目中立FF金利は、Holston-Laubach-Williams推計の実質中立金利に、インフレ目標2%を加算して算出。

利水準に近づくとつれて、景気下支え効果は徐々に減衰していく見込みである。

4. 2018～2019年のアメリカ経済見通し

以上を踏まえると、トランプ政権が目指す持続的な3%成長には達しないものの、景気拡大局面は一段と長期化し、2019年7月には戦後最長記録を更新する見込みである（図表20）。成長率については、当面、潜在成長率（1%台後半）を上回る2%台前半のペースが続くものの、需給ギャップが解消するなかで、潜在成長率に向けて徐々に減速していく見通しである（図表21）。

（図表20）アメリカ経済成長率・物価見通し

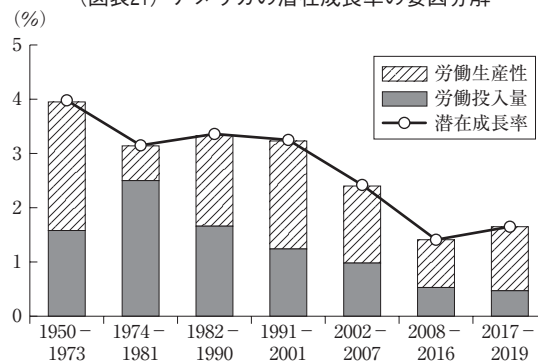
（四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント）

	2017年		2018年				2019年				2016年	2017年	2018年	2019年				
	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12					(実績)	(予測)	(実績)	(予測)
	(実績)	(予測)																
実質GDP	3.3	2.5	2.2	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0	1.5	2.3	2.4	2.0				
個人消費	2.3	2.7	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.7	2.7	2.4	2.0				
住宅投資	▲5.1	4.5	4.2	3.9	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	5.5	1.2	2.1	3.6				
設備投資	4.7	4.5	4.0	3.8	3.6	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	▲0.6	4.6	4.2	3.6				
在庫投資（寄与度）	0.8	▲0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	▲0.4	▲0.1	0.1	0.1				
政府支出	0.4	0.6	0.7	0.7	0.8	1.0	1.0	0.9	1.2	1.2	0.8	▲0.1	0.6	1.0				
純輸出（寄与度）	0.4	▲0.2	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.2	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.2				
輸出	2.2	3.8	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.6	3.7	▲0.3	3.2	3.4	3.6				
輸入	▲1.1	4.2	4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.4	1.3	3.3	3.5	4.3				
実質最終需要	2.6	2.5	2.1	2.0	2.0	1.9	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	2.4	2.3	2.0				
消費者物価	2.0	1.9	1.8	2.2	2.1	2.1	2.2	2.3	2.4	2.4	1.3	2.1	2.0	2.3				
除く食料・エネルギー	1.7	1.7	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.2	2.4	2.4	2.2	1.8	1.9	2.2				

（資料）BEA、BLSを基に日本総合研究所作成

（注）在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年（同期）比。

（図表21）アメリカの潜在成長率の要因分解



（資料）CBO

（注）いずれの期間もCBOによる推計値。2017～2019年は予測。

景気拡大が一段と長期化する背景を改めてまとめると、以下の通りである。

まず、過度なリスクテイクを抑制する金融規制や、民間部門の慎重な姿勢が続くなか、今後も資産市場や民間債務において不均衡の蓄積は進まない公算である。この結果、資産効果や債務拡大による景気押し上げが生じにくい一方で、FRBの利上げによって不均衡が解消を強いられ、逆資産効果や債務のデレバレッジ圧力が強まることも回避される見込みである。

次に、トランプ政権・議会共和党が進める税制改革については、当初案と比べて減税幅の縮小を余儀

なくされている。結果として、財政面から景気が過度に刺激され、景気が不安定化するという事態には至らないとみられる。

最後に、構造的な要因によりインフレ率の低迷が長引くなかで、FRBの利上げは緩やかにとどまる見通しである。当面は政策金利が景気に対して中立水準を下回る緩和的な金融政策運営となり、景気の下支えに寄与することが期待される。

ちなみに、アメリカでは過去の経験則として、10年国債利回りから政策金利であるFF金利を引いた「長短金利差」が逆イールド（マイナス）になると、暫くして景気後退局面入りする傾向がある（図表22）。過去、10年国債利回りは利上げの

到達点付近でピークアウトする傾向があることを踏まえると、「長短金利差」が景気後退局面入りのシグナルを発するのは、利上げが打ち止めになる2019年後半以降となる見込みである。

5. リスクシナリオ

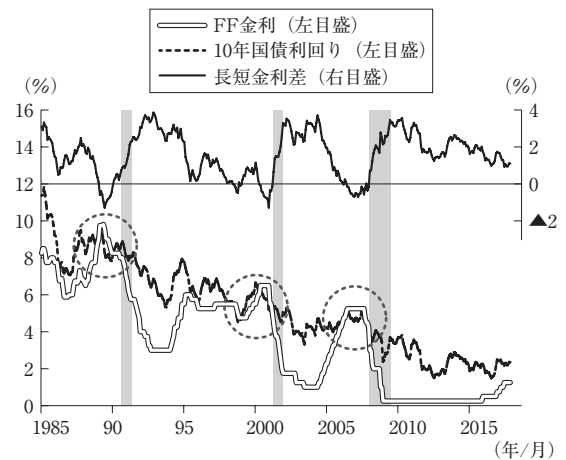
以上のようなメインシナリオに対して、早期に景気が腰折れするリスクシナリオとして以下の二つが想定される。

(1) FRBの急ピッチな利上げによる景気腰折れ

第1に、FRBの急ピッチな利上げにより、景気が腰折れするシナリオである。市場参加者をはじめ、経済主体の多くは、高齢化に加え、グローバル化、ICT化などを背景に、今後も物価の伸び悩みが続き、FRBの利上げペースは緩慢にとどまるとの前提で行動している公算が大きい。実際、市場が織り込む利上げペースは、FOMC参加者が想定する利上げペースと比べて大きく下振れしている（図表23）。もっとも、物価低迷の明確な要因ははまだ「謎」に包まれているのが実情である。従来の失業率と物価の関係などを踏まえると、今後、市場参加者やFRBの想定する以上にインフレが加速し、FRBが急ピッチな利上げを余儀なくされる可能性も否定できない。その場合、市場ではFRBが後手に回っているとの見方が強まり、長期金利が急上昇するリスクがある。ちなみに、2017年入り後、ニューヨーク連銀が算出する「基調的インフレ率（UIG）」が大きく上昇している（図表24）。同指数はコア・インフレ率に1～2年先行する傾向があり、留意が必要である。

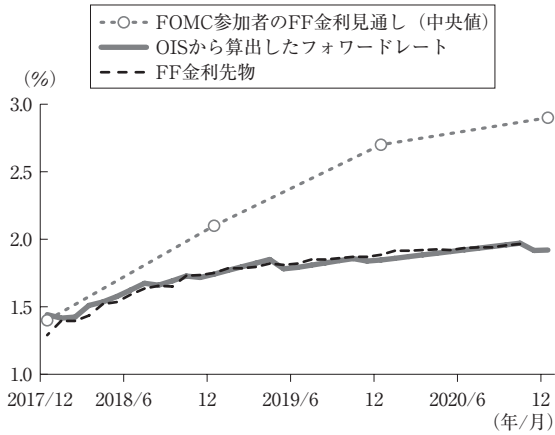
メインシナリオの想定に反して減税の効果が大きく発現した場合も、トランプ政権が進めようとしている金融規制の緩和と相まって、景気過熱によるインフレ加速や、過度なリスクテイク志向の強まりによる資産バブルが発生し、FRBの利上げペースが速まる可能性がある。実際、2016年11月の大統領選挙で大型減税とインフラ投資を公約に掲げたトランプ氏が当選した後、ほぼ完全雇用下のアメリカではインフレと利上げが加速するとの見方が強まり、長期金利が大きく上昇した。

(図表22) アメリカの政策金利・長期金利と長短金利差



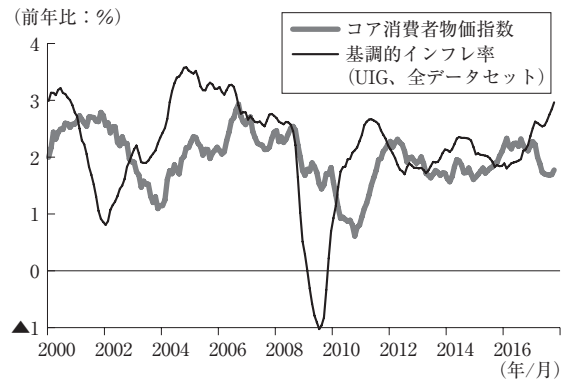
(資料) NBER, FRB, Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成
(注) シャドー部は景気後退期。

(図表23) FOMC参加者の政策金利見通しと市場での織り込み



(資料) FRB、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

(図表24) コア消費者物価と基調的インフレ率指標

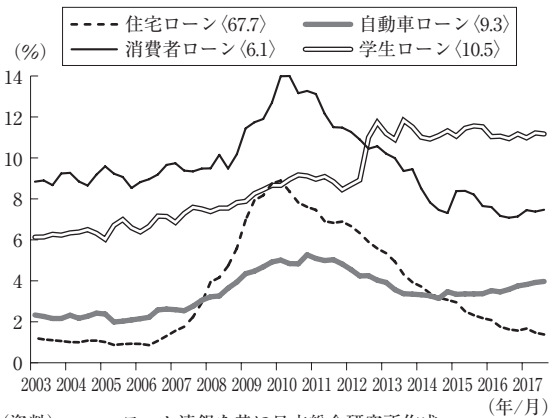


(資料) BLS、ニューヨーク連銀を基に日本総合研究所作成

(注) UIG (Underlying Inflation Gauge) は、ニューヨーク連銀が基調的なインフレ率の把握を目的とし、CPIの個別系列や、実体経済・金融関連指標(合計346)を基に推計しているもの。

いずれにせよ、金利上昇は国内需要を圧迫する見込みである。家計部門では、債務残高全体に占める割合は小さいものの、学生ローンの延滞率が高水準にあるほか、自動車ローンの延滞率も上昇傾向にある(図表25)。また、非金融企業の債務残高(対GDP比)の内訳をみると、借入は抑制された状態が続いているものの、債券(社債など)は増加傾向にある(図表26)。インフレの加速や減税効果の発現などから金利が急上昇すれば、こうした資金調達方法に依存している家計や企業を中心に債務返済負担が増加しかねない。加えて、株価・不動産価格などの下落によるマインドの悪化や逆資産効果などを招き、個人消費や民間投資の下押し要因となる恐れがある。

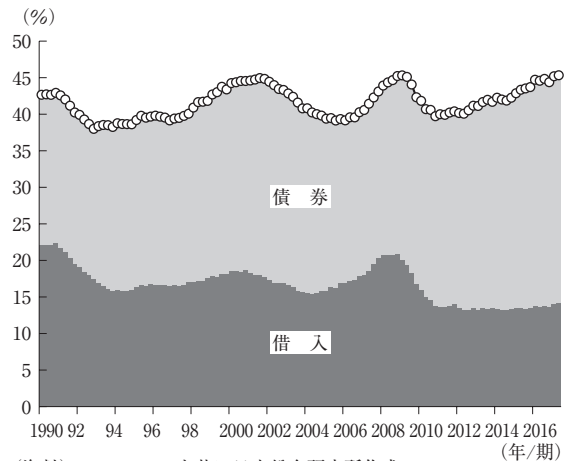
(図表25) アメリカの家計のローン別延滞率の状況



(資料) ニューヨーク連銀を基に日本総合研究所作成

(注) 延滞率は90日以上延滞の割合。〈 〉は、各ローン残高(非延滞を含む)の債務全体に占める割合。

(図表26) アメリカの非金融企業の債務残高(対GDP比)



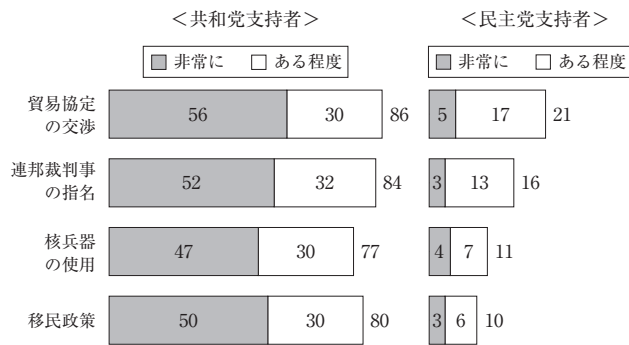
(資料) FRB、BEAを基に日本総合研究所作成

(2) 保護主義の応酬や、海外発の金融危機による世界連鎖不況

第2に、保護主義の応酬や、海外発の金融危機により、世界連鎖不況に陥り、アメリカ経済も失速を余儀なくされるシナリオである。共和党支持者の過半は、トランプ政権の通商協定の見直しに対して高

い期待を保っている（図表27）。こうした支持者の期待がある以上、今後もトランプ政権の保護主義的な通商政策が大きく転換されることはないと予想される。

（図表27） トランプ大統領に対する信認
（各項目について信認すると答えた人の割合、%）

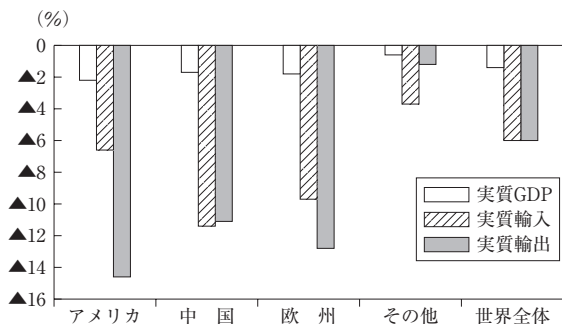


（資料） Pew Research Center を基に日本総合研究所作成
（注） 調査期間は2017年 8月15～21日。

トランプ政権が北米自由貿易協定（NAFTA）からの離脱や、中国製品などへの保護主義的な通商政策を実行に移した場合、報復措置の連鎖による世界貿易の委縮などを通じて、世界経済の失速を引き起こす恐れがある。経済協力開発機構（OECD）は、米欧中が保護主義的措置を導入し、輸入コストが上昇した場合、各国・地域とも景気が下押しされ、アメリカの実質GDPは2%ポイント程度減少すると試算している（図表28）。

金融面では、一部でバブルの様相を呈している国もある。多くの先進国で金融危機後、積極的な金融緩和策が導入され、カナダ、オーストラリア、北欧諸国など、一部の国で住宅価格が高騰するなど、緩和的な金融環境の長期化が資産バブルを助長している（図表29）。アメリカをはじめ多くの国が金融政

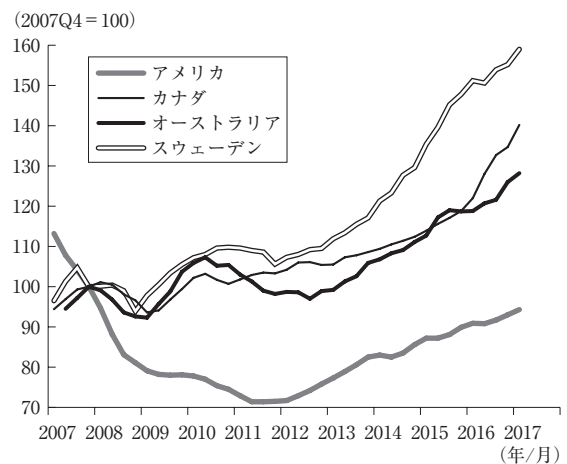
（図表28） 保護貿易が世界経済に与える影響



（資料） OECD“Economic Outlook, Nov. 2016”を基に日本総合研究所作成

（注） アメリカ、EU、中国が保護主義的措置を導入し、各地域・国の輸入コストが10%上昇した場合の影響（同措置がなかった場合との乖離幅）。

（図表29） 実質住宅価格

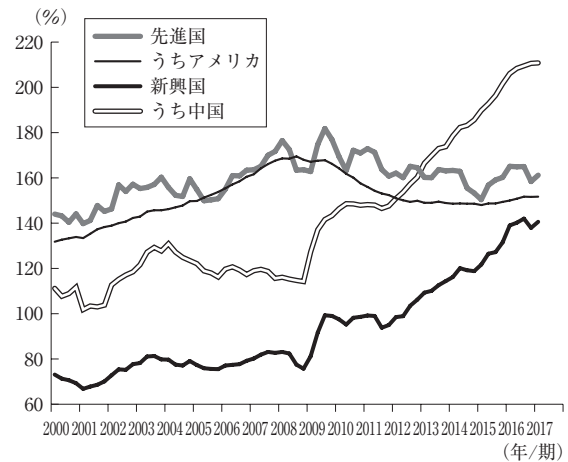


（資料） BISを基に日本総合研究所作成

策の正常化に舵を切るなかで、世界的な金利上昇をきっかけに資産バブルが崩壊するリスクがある。一方、中国など一部の新興国では、企業部門を中心に民間非金融部門向け信用が急拡大している(図表30)。今後、景気の変調をきたせば、不良債権化が急速に進むリスクもある。

世界最大の経済規模を持つアメリカでは、これまで海外ショックから受けるマイナス影響は相対的に軽微であった。もっとも、近年では企業のサプライチェーンや金融取引の国際化が進むなど、世界経済の相互依存関係が深まってきている。このため、海外で金融危機が発生した場合であっても、世界貿易の減少や、国際金融市場の混乱による企業・家計マインドの悪化などを通じて、アメリカ経済にも相応のマイナス影響が及びやすくなっており、注意が必要だろう。

(図表30) 民間非金融部門の債務残高(対名目GDP比)



(資料) BISを基に日本総合研究所作成

(2017. 11. 30)