

《2018～19年米国経済見通し》

2017年11月27日
No.2017-007

成熟局面を迎える米国景気

～ 持続的な3%成長は見込み薄ながら、景気拡大は戦後最長へ ～

調査部 マクロ経済研究センター

《要 点》

- ◆ 米国では、民間部門主導の堅調な景気拡大が持続。家計部門では、良好な雇用・所得環境が続くなか、資産効果も加わり、個人消費の増加が続いているほか、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、設備投資や輸出が回復傾向。
- ◆ 今回の景気拡大局面は9年目に突入し、戦後3番目の長さ。過去の景気拡大局面では、需給ギャップ解消後まもなく景気後退局面が到来。今回の景気拡大局面においても、足許で需給ギャップが解消しているとみられ、景気拡大期が終盤に差し掛かっている可能性。もっとも、以下の理由から、予測期間中の景気失速は回避される見込み。
- ◆ 第1に、足許では、資産市場や民間債務に顕著な不均衡の蓄積はみられず。今後も金融当局の抑制的な金融規制や民間部門の慎重な姿勢が続く限り、不均衡の蓄積は進まない公算。この結果、FRBの利上げが進むなかで、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は回避される見込み。
- ◆ 第2に、トランプ政権・共和党が進める税制改革については、最終的な減税幅は小規模なものとなる見通し。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事態には至らず。
- ◆ 第3に、労働市場の改善は十分に進展しているものの、低インフレが長引くなかで、FRBの利上げは緩やかなペースにとどまる見込み。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。
- ◆ 以上を踏まえると、トランプ政権が目指す持続的な3%成長は見込み薄ながら、今回の景気拡大局面は一段と長期化し、戦後最長記録を更新する見通し。
- ◆ 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2つを想定。

< 目 次 >

1. 現状	1
2. 景気拡大は成熟局面へ	2
3. 景気失速が回避される理由	3
(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. 見通し	6
5. リスクシナリオ	7
(1) F R B 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	

本件に関するご照会は、以下宛にお願いいたします。

井上 肇 Tel : 03-6833-0920 Mail : inoue.hajime@jri.co.jp

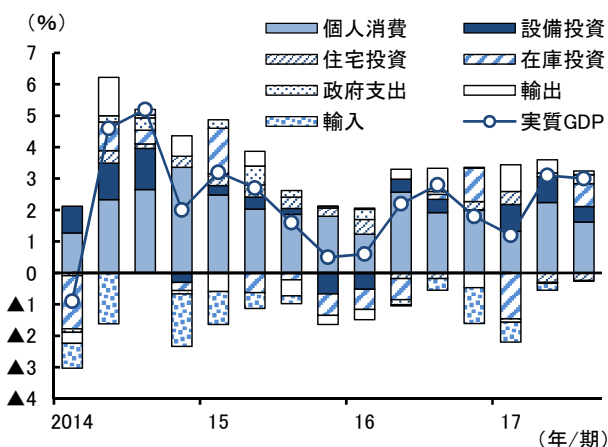
長野 弘和 Tel : 03-6833-8744 Mail : nagano.hirokazu@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

現状 堅調な景気拡大持続、景気拡大局面は9年目に突入

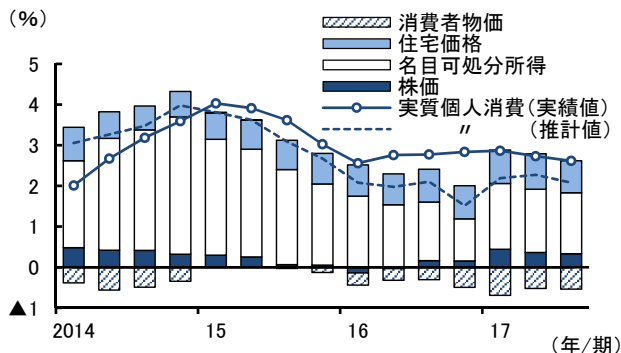
- (1) 米国では、2017年7～9月期にかけて2四半期連続で3%台の成長ペースとなるなど、堅調な景気拡大が持続（図表1-1）。
- (2) 景気拡大は民間部門が主導。家計部門では、良好な雇用・所得環境が続くなか、株価や不動産価格上昇による資産効果も加わり、個人消費の緩やかな拡大が持続（図表1-2）。企業部門でも、収益の改善が続くなか、設備投資の持ち直しが持続（図表1-3）。海外景気の回復とドル安で輸出も増加傾向。
- (3) 政府部門では、トランプ政権の看板政策である税制改革やインフラ投資の拡大はこれまでのところ実現しておらず、依然として緊縮気味の財政政策が持続。一方、景気が堅調に推移するなかでも、インフレ率が伸び悩んでいるため、F R B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。
- (4) 長期の視点では、今回の景気拡大局面は2017年7月で9年目に突入。戦後の景気拡大期間の平均である約5年を大きく超過し、戦後3番目の長さに（図表1-4）。そのため、低調な経済指標が出てくるたびに景気拡大期の終わりが意識されやすい状況。そこで、以下では、まず、景気循環における足許の位置を確認したうえで、今後の米国景気拡大の持続性を展望。ポイントとなるのは、①景気後退を引き起こしうる不均衡の蓄積状況、②トランプ政権・共和党の税制改革の影響、③パウエル次期F R B議長下の金融政策の影響、の3点。

(図表1-1) 米国の実質成長率(前期比年率)



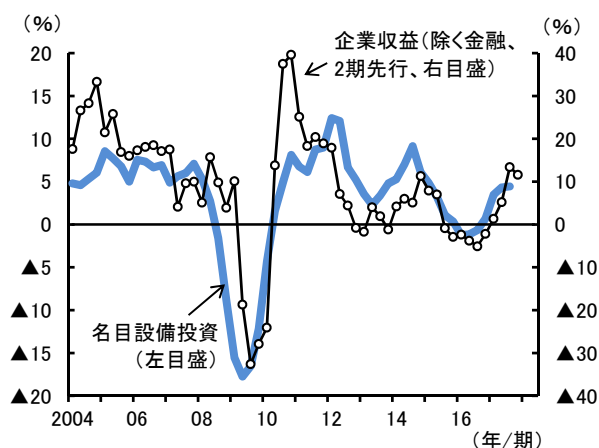
(資料) BEA

(図表1-2) 実質個人消費の変動要因分解(前年同期比)



(資料) BEA, FHFA, Bloomberg L.P. を基に日本総研作成
(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&P500-0.28*CPI。
推計期間は、2000年Q1～17年Q3、修正R²=0.99。

(図表1-3) 米国の企業収益と設備投資(前年比)



(資料) BEA, Bloomberg L.P.

(図表1-4) 戦後の米国景気拡大期間ランキング

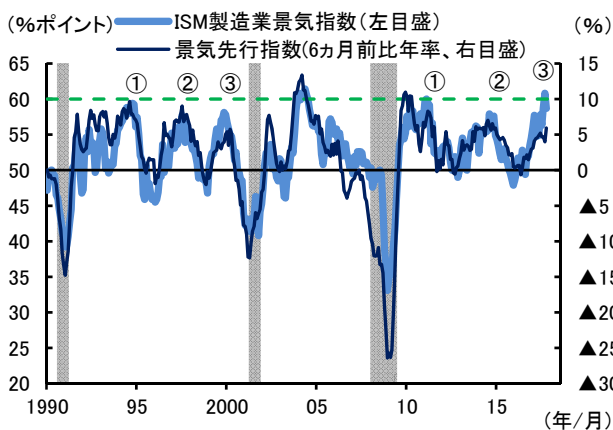
景気の谷	山	期間(月)
1 1991年3月	2001年3月	120
2 1961年2月	1969年12月	106
3 2009年6月	(2017年11月まで)	101
4 1982年11月	1990年7月	92
5 2001年11月	2007年12月	73
6 1975年3月	1980年1月	58
7 1949年10月	1953年7月	45
8 1954年5月	1957年8月	39
9 1945年10月	1948年11月	37
10 1970年11月	1973年11月	36
11 1958年4月	1960年4月	24
12 1980年7月	1981年7月	12
今回除く戦後平均		58.4
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

(資料) NBERを基に日本総研作成

景気循環 景気拡大は成熟局面へ

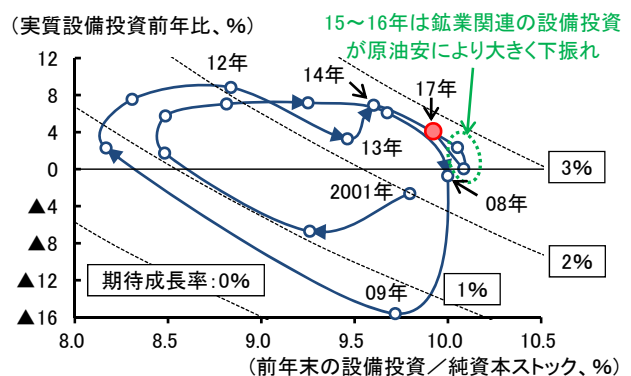
- (1) 米国の代表的な景況感指数は、少なくとも短期的には順調な景気拡大が続くことを示唆。製造業の景況感を示すISM製造業景気指数が高水準で推移しているほか、景気全体の先行きを示すカンファレンス・ボードの景気先行指数も上昇傾向が持続（図表2-1）。
- (2) もっとも、こうした景況感指数は、1つの景気拡大局面のなかでも在庫循環等を反映して短期の循環（谷→山→谷）を繰り返す傾向。ISM製造業景気指数は歴史的にみたピーク圏に到達しており、足許の水準を長期間維持することは困難と予想されることなどを踏まえると、景気は徐々に減速に向かう見込み。
- (3) さらに、今回の景気拡大局面そのものが終盤に差し掛かっている可能性も。今回の景気拡大局面におけるISM製造業景気指数は、1991年3月から2001年3月までの戦後最長の景気拡大局面と似た動き。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ており、足許も15年末を谷とする3度目の循環局面に位置。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、12年をピークとした減速局面にある公算大（図表2-2）。さらに、金融面では、民間銀行の貸出が16年後半から減速傾向（図表2-3）。
- (4) 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まもなく景気後退局面が到来（図表2-4）。今回の景気拡大局面では、緩慢なペースでの景気回復が続き、需給ギャップの解消に時間を要したものの、2017年7～9月期に小幅ながらプラスに転じた模様。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。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。

(図表2-1)米国のISM製造業景気指数、景気先行指数



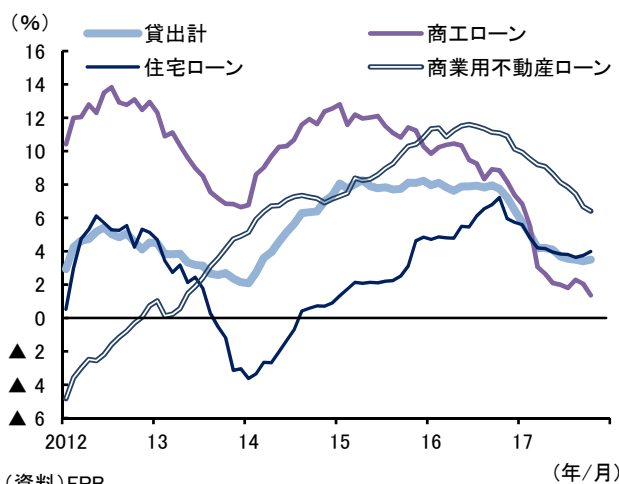
(資料)NBER、ISM、カンファレンス・ボード
(注)シャドー部は景気後退期。

(図表2-2)米国の資本ストック循環



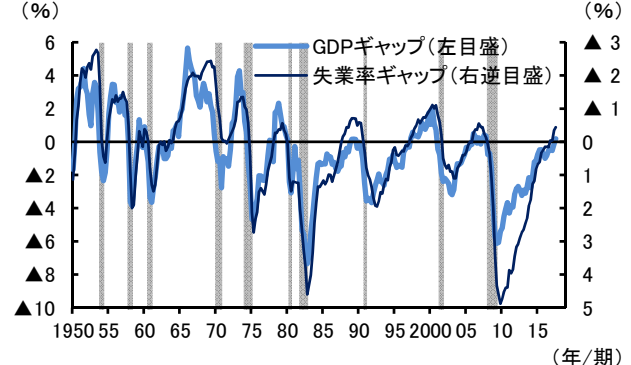
(資料)BEAを基に日本総研作成
(注)純資本ストックは数量指数をもとに作成した実質値を使用。期待成長率の双曲線の算出には、資本ストック係数の変化率と除却率の2000年～16年の平均を利用。

(図表2-3)米国の商業銀行の種類別貸出(前年比)



(資料)FRB

(図表2-4)米国のGDPギャップ、失業率ギャップ

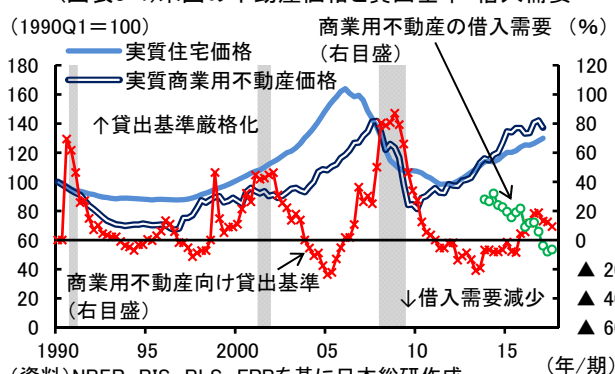


(資料)NBER、CBO、BEA、BLSを基に日本総研作成
(注)シャドー部は景気後退期。GDPギャップは、BEAが推計する実際のGDPとCBOが推計する潜在GDPを基に算出。失業率ギャップは、実際の失業率(U3)から、CBOが推計する自然失業率を引いて算出。

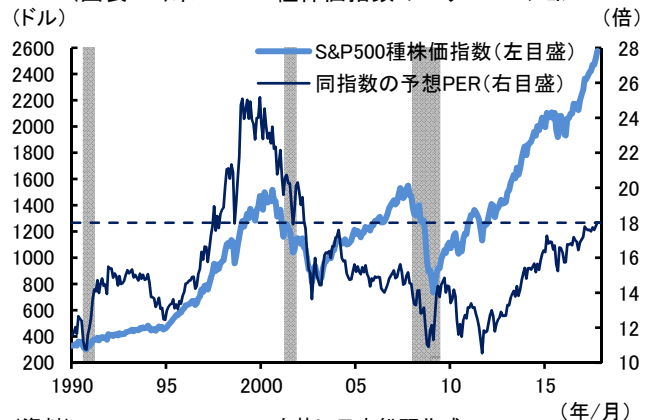
資産価格・債務 資産市場や民間債務に不均衡の蓄積はみられず

- (1) 景気後退局面入りのきっかけとなりうる要因として、資産市場や民間債務における不均衡の蓄積が指摘可能。実際、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局面は、FRBが利上げを進めるなかで、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、最終的に大幅な調整を強いられたことがきっかけ。1990年代初めは商業用不動産バブル、2000年初めは情報技術（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に。
- (2) もっとも、足許では、資産市場や民間債務に顕著な不均衡の蓄積はみられない状況。
- ① 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FRBが商業用不動産市場の過熱に警鐘を鳴らすなかで、金融機関の貸出基準が厳格化し、借入需要も減少（図表3-1）。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既に頭打ちとなるなど、ソフトランディングに向けた動き。
 - ② 株式市場では、S & P 500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）は一般的に米国株の割高圏とされる18倍程度で、ITバブル期のピーク約25倍には及ばない状況（図表3-2）。
 - ③ 民間部門では、過去のバブル崩壊の反省もあり、家計を中心に債務拡大に対して慎重。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（図表3-3）。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た水準（図表3-4）。
- (3) 先行きを展望しても、過去のバブルの反省を踏まえた金融当局の抑制的な金融規制や民間部門の慎重な姿勢が続く限り、経済実態に見合わないペースでの資産価格の上昇や、債務の急速な積み増しは生じにくい状況が続く公算。この結果、FRBが利上げを進めても、資産価格や債務に大規模な調整が生じる可能性は小さく、景気失速は回避される見込み。

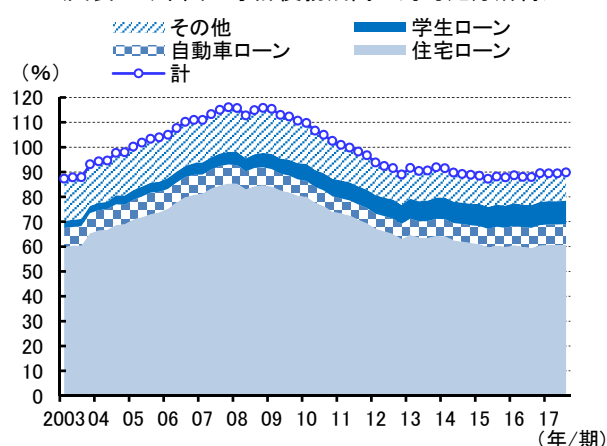
(図表3-1)米国の不動産価格と貸出基準・借入需要



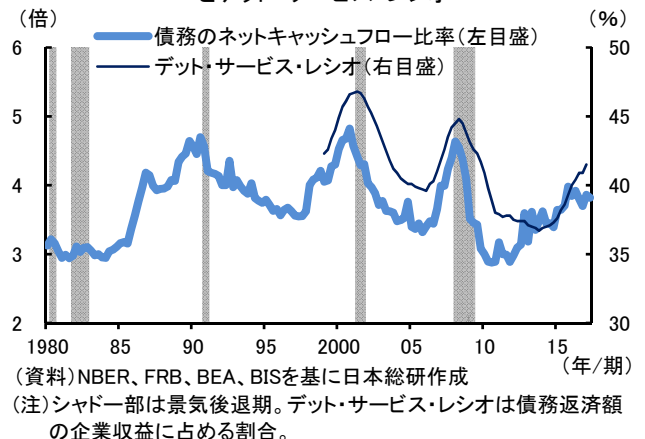
(図表3-2)米S&P500種株価指数のバリュエーション



(図表3-3)米国の家計債務残高の対可処分所得比



(図表3-4)米国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



財政政策 財政面からの景気不安定化は回避へ

- (1) トランプ政権および議会共和党は、更なる景気刺激策として1980年代以来の大規模な税制改革法案の成立を模索（図表4-1）。もっとも、足許で米国経済の需給ギャップがほぼ解消しているとみられるなかで、大幅な景気刺激策は、景気過熱によるインフレ加速や資産バブルの発生を招き、むしろ景気を不安定化させるリスク。
- (2) 足許で検討が進む税制改革法案では、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断念されたものの、その他については概ね当初の内容を踏襲。米民間シンクタンクの試算によると、税制改革により、雇用上振れや賃金が押し上げられ、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。ただし、内訳をみると、法人税関連の減税効果が3%程度となる一方、所得税関連の減税効果は小幅にとどまっており、減税による個人消費の急激な増加は見込み薄（図表4-2）。
- (3) 財政面では、減税による経済成長を加味すると、財政赤字の増加幅は17年10月に可決し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（図表4-3）。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みられるほか、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。
- (4) 以上を踏まえると、減税幅は縮小を余儀なくされ、税制改革による景気の押し上げ効果は限定的となる見込み。また、景気が成熟局面を迎えるなか、法人減税による投資喚起効果も限られる見通し。結果として、財政面から景気が過熱し、それを抑えるためにFRBが急激な利上げを余儀なくされるという展開をたどって、景気が急失速する事態は回避される見込み。

(図表4-1) 税制改革案の概要

	現行	大統領・議会共和党指導部案	下院共和党案	上院共和党案
		2017年9月27日	2017年11月9日修正法案	2017年11月15日修正法案
法人				
法人税最高税率	35%	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%	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 (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(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: 1万2,000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: 24,400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	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

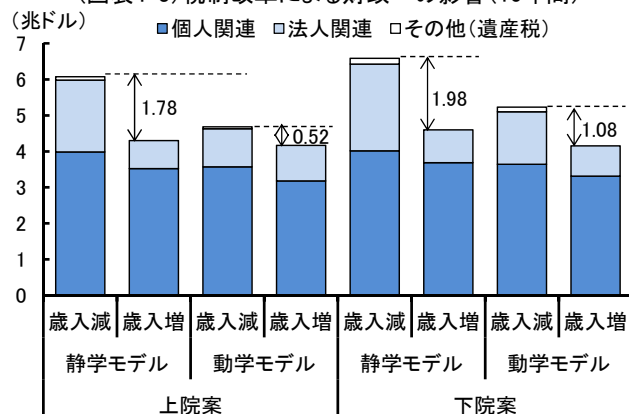
(資料) 各種資料を基に日本総研作成

(図表4-2) 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4-3) 税制改革による財政への影響(10年間)



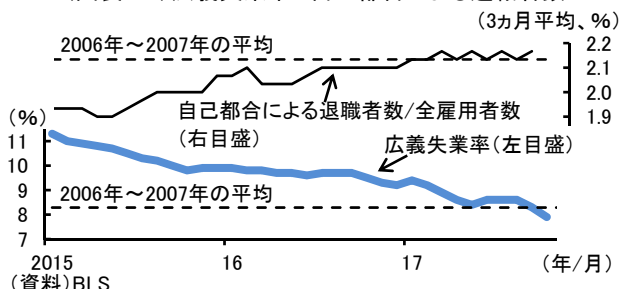
(資料) Tax Foundationによる当初法案の推計

(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。

金融政策 緩慢なペースでの利上げが景気を下支え

- (1) 拡張的な財政政策による景気過熱に対応する形でのFRBの急激な利上げは回避。むしろ、以下のような低インフレの長期化が予想されるなかで、利上げは緩やかなペースとなり、今後も景気の下支えとなる見込み。
- (2) 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。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（図表5-1）。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。
- (3) もっとも、賃金の伸びは緩やかなペースとなる見込み。これは、高齢化に伴う介護需要の増大などによる低賃金労働のシェア上昇などを背景に、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（図表5-2）。
- (4) こうしたなか、インフレ期待の回復も力強さを欠く状況（図表5-3）。賃金面からの物価上昇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なか、今後もインフレ率が顕著に加速する可能性は小。
- (5) 以上を踏まえると、FOMC参加者は2018年に3回、19年に2回の利上げを想定しているものの、18年以降の利上げペースは年2回にとどまると予想（図表5-4）。
- (6) 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」の水準が重要に。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。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。政策金利が中立金利水準に近づくにつれて、景気下支え効果は徐々に減衰していく見込み。

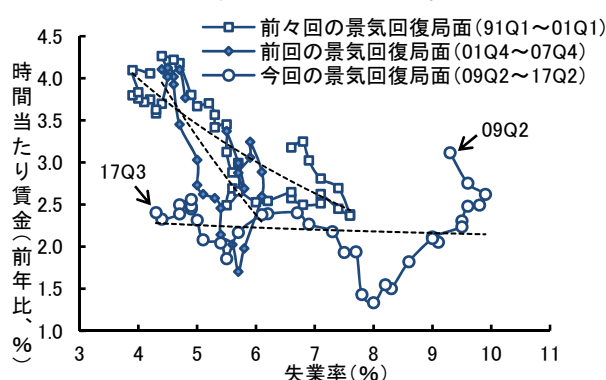
(図表5-1) 広義失業率と自己都合による退職者数



(資料)BLS

(注) 広義失業率 = (完全失業者 + 経済情勢を理由としたパート + 縁辺労働者) / (労働力人口 + 縁辺労働者)。縁辺労働者は、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。

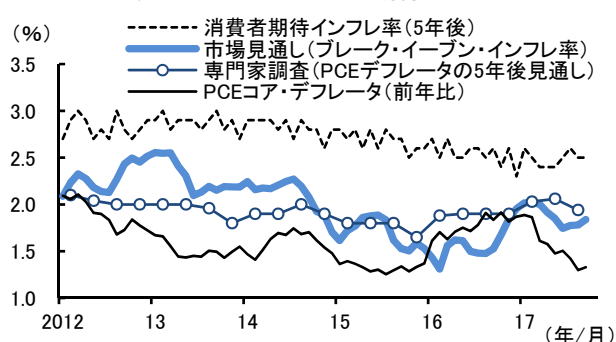
(図表5-2) フィリップス曲線



(資料)BLS

(注) 時間当たり賃金は、生産従事者・サービス部門非管理職。

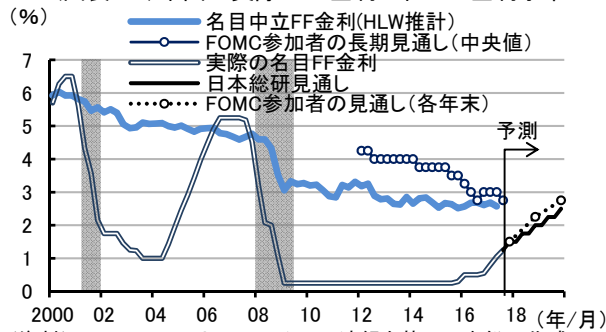
(図表5-3) PCEデフレーターと期待インフレ率



(資料)BEA、Bloomberg L.P.、フィラデルフィア連銀、ミシガン大学

(注) ブレーク・イーブン・インフレ率 = 10年債利回り - 10年物価連動債利回り。

(図表5-4) 米国の実際の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研作成

(注) シャド一部は景気後退期。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。

見通し | **持続的な3%成長は見込み薄も、景気拡大は長期化へ**

- (1) 以上を踏まえ、米国経済の先行きを展望すると、トランプ政権が目指す持続的な3%成長は見込み薄ながら、今回の景気拡大局面は一段と長期化し、戦後最長記録を更新する見込み(図表6-1)。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(図表6-2)。
- (2) 景気拡大が一段と長期化する背景として、以下の3つの要因が指摘可能。
 - ①金融当局の抑制的な金融規制や民間部門の慎重な姿勢が続くなか、資産市場や民間債務において不均衡の蓄積は進まない見込み。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。
 - ②トランプ政権・共和党が進める税制改革については、最終的な減税幅は縮小を余儀なくされる見込み。結果として、財政面から需要が過度に刺激され、景気が不安定化するという事態は回避される見込み。
 - ③労働市場の改善は十分に進んでいるものの、構造的要因によりインフレ率の低迷が長引くなかで、FRBの利上げは緩やかなペースにとどまり、引き続き景気を下支えする見込み。
- (3) ただし、政策金利が中立水準に近づくにつれて、景気下支え効果は徐々に減衰していく見通しで、2019年後半以降は潜在成長率に向けて減速へ。
- (4) ちなみに、米国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、間もなく景気後退局面入りする傾向(図表6-3)。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。

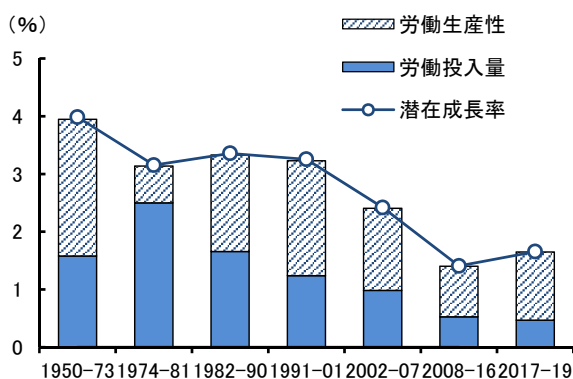
(図表6-1)米国経済成長率・物価見通し (四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2017年		2018年				2019年				2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年	2019年
	7~9 (実績)	10~12 (予測)	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12				
実質GDP	3.0	2.5	2.2	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0	1.5	2.2	2.3	2.0
個人消費	2.4	2.6	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.7	2.7	2.4	2.1
住宅投資	▲6.0	4.5	4.2	3.9	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	5.5	1.1	2.0	3.6
設備投資	3.9	4.5	4.0	3.8	3.6	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	▲0.6	4.5	4.1	3.6
在庫投資(寄与度)	0.7	▲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	▲0.1	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.2	1.1	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	2.3	3.8	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.6	3.7	▲0.3	3.2	3.5	3.6
輸入	▲0.8	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	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	1.9	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	2.3	2.2	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

(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。

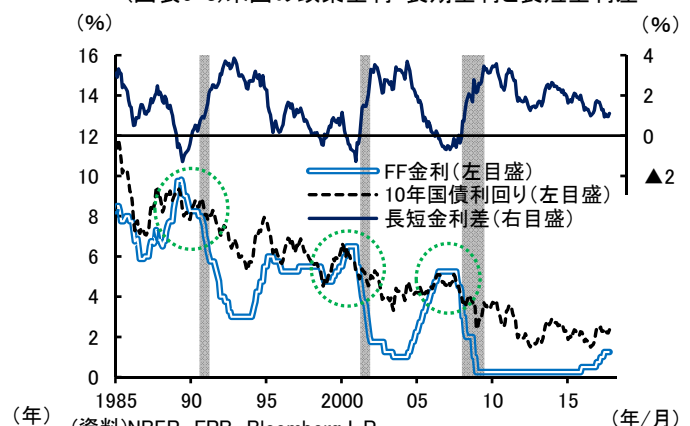
(図表6-2)米国の潜在成長率の要因分解



(資料)CBO

(注)いずれの期間もCBOによる推計値。2017~19年は予測。

(図表6-3)米国の政策金利・長期金利と長短金利差



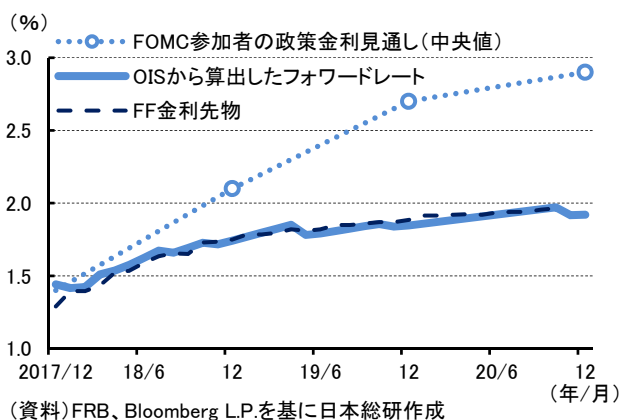
(資料)NBER、FRB、Bloomberg L.P.

(注)シャド一部は景気後退期。

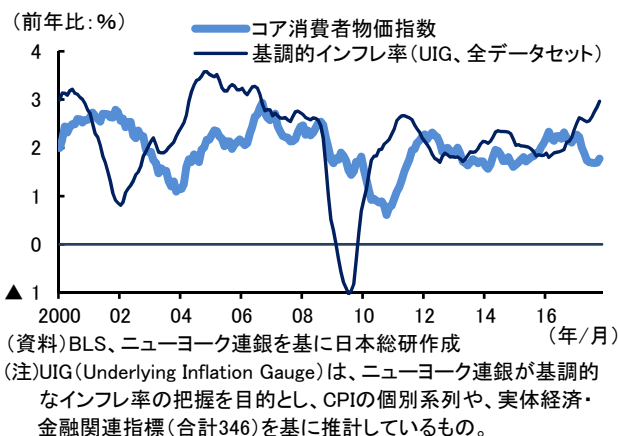
リスク① FRBの急ピッチな利上げによる景気腰折れ

- (1) 以上のようなメインシナリオに対して、リスクシナリオとして以下の2つを想定。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。
- (2) 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大(図表7-1)。もっとも、物価低迷の明確な要因は「ミステリー」なのが実情。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ず。その場合、市場参加者の利上げ見通しも上方修正を強いられ、長期金利が急上昇するリスク。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(図表7-2)。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。
- (3) メインシナリオの想定に反して大型減税が実現した場合も、トランプ政権が進める金融規制緩和と相まって、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も否定できず。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、ほぼ完全雇用下の米国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。
- (4) いずれにせよ、金利上昇は国内需要を圧迫する見込み。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(図表7-3)。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(図表7-4)。インフレの加速や大型減税の実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ことに加え、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。

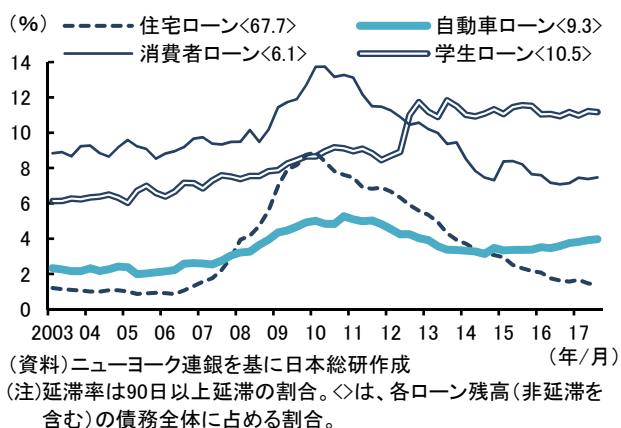
(図表7-1)FOMC参加者のFF金利見通しと市場での織り込み



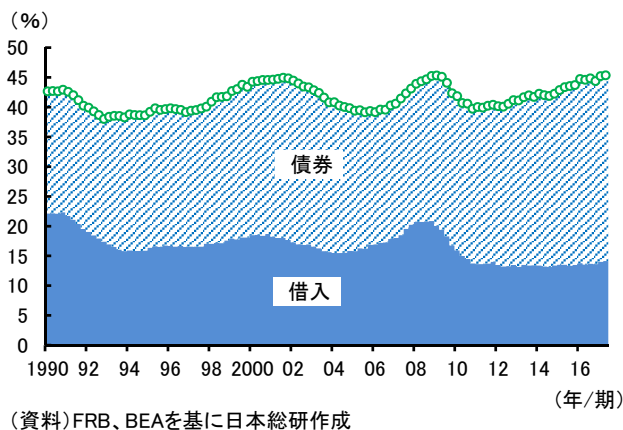
(図表7-2)コア消費者物価と基調的インフレ率指標



(図表7-3)米国家計のローン別延滞率の状況



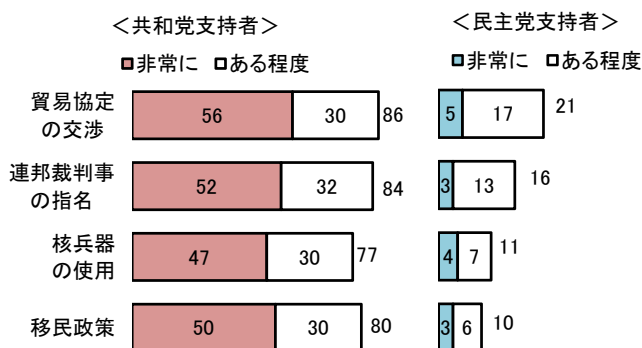
(図表7-4)米国の非金融企業の債務残高(対GDP比)



リスク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

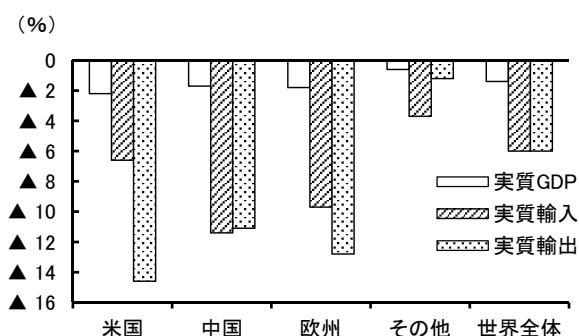
- (1) 第2に、保護主義の応酬や、海外発の金融危機により、世界連鎖不況に陥り、米国経済も失速を余儀なくされるシナリオ。
- (2) 共和党支持者の過半は、トランプ政権の通商協定の見直しに対して高い期待を維持（図表8-1）。こうした支持者の期待がある以上、今後もトランプ政権の保護主義的な通商政策が大きく転換されることはない見込み。
- (3) トランプ政権がNAFTAからの離脱や、中国製品などへの保護主義的な通商政策を実行に移した場合、報復措置の連鎖による世界貿易の委縮などを通じて、世界経済の失速を引き起こす恐れ。OECDの試算によれば、米欧中が保護主義的措置を導入し、輸入コストが上昇した場合、各国・地域とも景気が下押しされ、米国の実質GDPは2%ポイント程度減少（図表8-2）。
- (4) 金融面では、一部でバブルの様相を呈している国も。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、豪州、北欧諸国など、一部の国では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（図表8-3）。米国をはじめ多くの国が金融政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。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（図表8-4）。今後、景気が変調をきたせば、不良債権化が急速に進むリスクも。
- (5) 世界最大の経済規模を持つ米国は、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。もっとも、近年、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化。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、米国経済にも相応のマイナス影響が及ぶことは避けられず。

(図表8-1) 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、%)



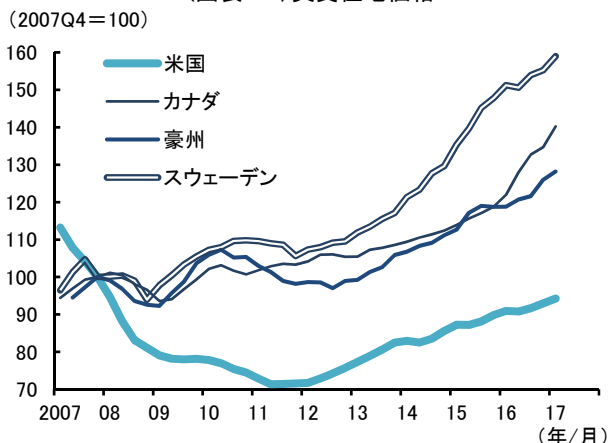
(資料) Pew Research Center を基に日本総研作成
(注) 調査期間は2017年8月15～21日。

(図表8-2) 保護貿易が世界経済に与える影響



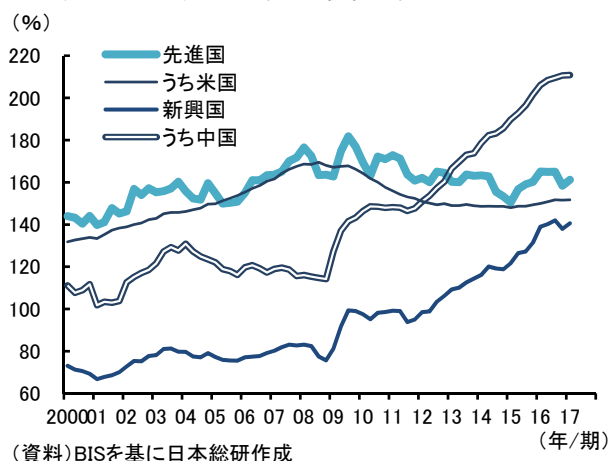
(資料) OECD "Economic Outlook, Nov. 2016" を基に日本総研作成
(注) 米国、EU、中国が保護主義的措置を導入し、各地域・国の輸入コストが10%上昇した場合の影響(同措置がなかった場合との相対的離幅)。

(図表8-3) 実質住宅価格



(資料) BIS を基に日本総研作成

(図表8-4) 民間非金融部門の債務残高(対名目GDP比)



(資料) BIS を基に日本総研作成