

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・政策動向

- (1) 春以降、高めの成長軌道に復帰
- (2) トランプ政権は公約実現、FRBは金融政策正常化にまい進

2. 景気の見通し：当面は順調な拡大が続くものの、徐々に視界不良に

3. トランプ政策が抱える「三つ」の矛盾

- (1) 景気刺激：アクセルを踏むトランプ政権とブレーキを踏むFRB
- (2) 貿易赤字：削減を目指す通商政策と膨張させる財政拡大
- (3) 潜在成長率：上昇させる減税策と低下させる保護主義・移民抑制策

4. 待ち受ける「2重」のリスク

- (1) 貿易戦争の本格化やFRBによる景気のオーバーキル
- (2) 景気後退への十分な備えなし

要 約

1. アメリカでは、順調な景気拡大が続いている。家計部門では、良好な雇用・所得環境を背景に、個人消費が堅調に推移しているほか、企業部門では、好調な内外需要に加え、税制改革の効果もあり、設備投資が活発化している。政策面では、2018年11月に中間選挙を控えるなか、拡張的な財政政策や保護主義的な通商政策など、トランプ政権の公約実現に向けた動きが本格化している。一方、連邦準備制度理事会（FRB）は、「デュアル・マニデート」をほぼ達成するなか、着実に金融政策の正常化を進めている。
2. 景気の先行きを展望すると、当面は年率3%前後の高めの成長が続く見通しである。民間部門主導の自律的な回復の動きが続くなか、さらに大型減税や政府支出の増加が需要の押し上げに作用すると予想される。ただし、供給制約が強まるため、財政拡大や金融緩和の効果が減衰するのに伴い、成長ペースは2019年後半にかけて2%前後とみられる潜在成長率に向けて徐々に減速していく見込みである。
3. 以上のように、2019年後半にかけて景気は減速するものの、失速には至らないというのがメインシナリオである。もっとも、景気が成熟局面に移行するなかで、景気循環の観点からは、何らかのきっかけで景気後退に陥りやすい状況となりつつある。こうした状況下、トランプ政策は様々な面で矛盾を抱えており、政策の軌道修正がないと、2020年以降は景気が下振れするリスクに注意が必要である。具体的な矛盾として、①財政政策と金融政策の方向性の違い、②財政拡大と貿易赤字削減の両立の難しさ、③潜在成長率を上昇させる政策と低下させる政策の混在、の3点を指摘できる。
4. 完全雇用下での「偉大なアメリカ」の実現には、トランプ政権が軸足を置く需要喚起策ではなく、供給力強化が求められる。具体的には、小さな政府、自由貿易、移民受け入れが目指すべき方向といえる。もっとも、トランプ政権が早期に政策の軌道修正を図ることは期待し難い。そのため、矛盾を抱えたままの政策運営がアメリカ経済に二重のリスクを招来する。
5. 一重目のリスクは、貿易戦争の本格化やFRBによる景気のオーバーキルである。トランプ政権の保護主義姿勢の強まりに端を発する貿易戦争の本格化が世界を巻き込んで景気を失速させる、あるいは、既往の財政刺激策を受けた景気過熱がインフレ高進を招き、中立水準を大幅に上回る利上げが結果的に景気をオーバーキルさせる恐れがある。
6. 二重目のリスクは、景気後退への十分な備えがないことである。財政政策面では、好況下の財政拡大により財政出動余地が小さくなっているほか、金融政策面でも、景気を十分に刺激できるだけの利下げや量的緩和の実施が困難になる可能性がある。

1. 景気の現状・政策動向

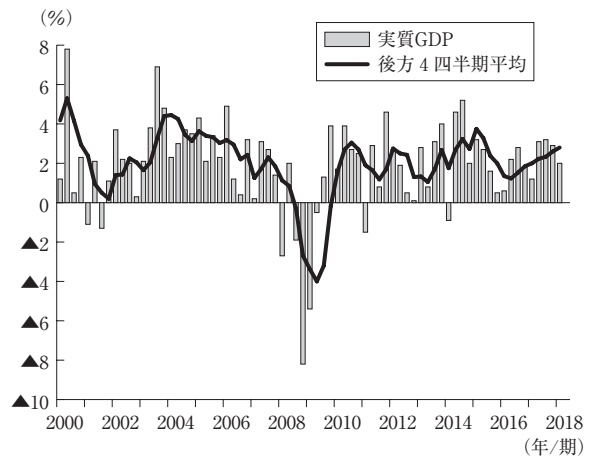
(1) 春以降、高めの成長軌道に復帰

アメリカでは、2018年1～3月期に実質GDP成長率がやや鈍化したものの、総じてみれば景気は拡大基調にある（図表1）。潜在成長率が2%前後といわれるなか、足許ではこれを上回る高めの成長が続いている。

家計部門では、雇用・所得環境が着実に改善している。失業率と賃金の関係をみると、失業率の低下に伴って賃金の伸びが高まるという「フィリップス曲線」の関係性は失われていないものの、今回の景気拡大局面における賃金の上昇ペースは、過去の拡大局面に比べて緩やかにとどまってきた（図表2）。ただし、足許で失業率が2000年代初め以来の水準となる4%程度まで低下するなか、賃金の上昇ペースは徐々に高まっている。

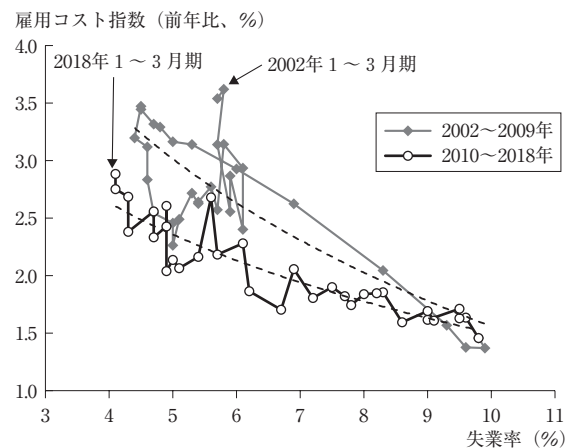
こうした雇用・所得環境の改善に加え、ランプ政権によって実施された減税も追い風に、個人消費は堅調に推移している。小売売上高は、春先にかけて寒波など一時的な要因から減速したものの、消費者マインドが高水準で推移するなか、春以降は高めの伸びが続いている（図表3）。

（図表1）アメリカの実質GDP成長率（前期比年率）



（資料）BEAを基に日本総合研究所作成

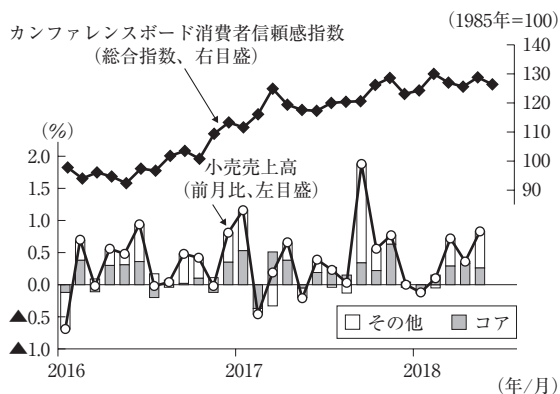
（図表2）アメリカの賃金版フィリップス曲線



（資料）BLSを基に日本総合研究所作成

（注）雇用コスト指数は、民間の賃金・給与ベース。

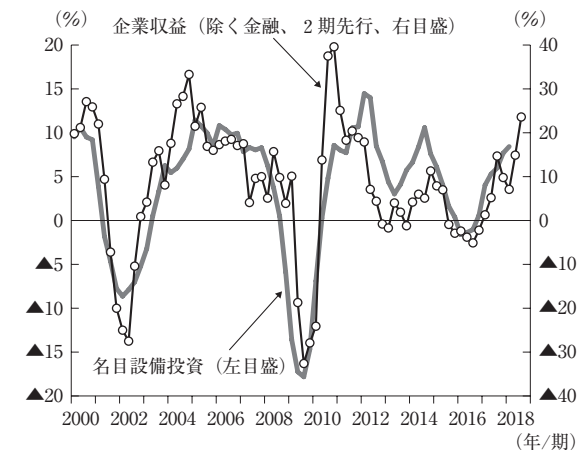
（図表3）アメリカの消費者マインドと小売売上高



（資料）U.S. Census Bureau、カンファレンスボードを基に日本総合研究所作成

（注）コアは、全体から自動車、ガソリン、建材、外食を除く。

（図表4）アメリカの企業収益と設備投資（前年同期比）



（資料）BEA、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

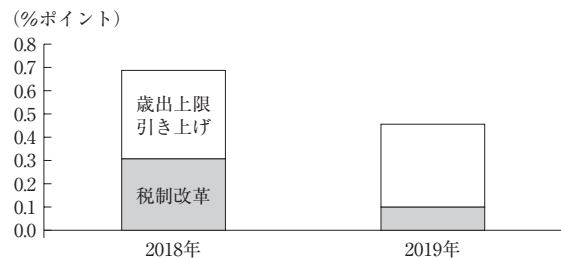
企業部門では、好調な内外需要に加え、法人税率引き下げの効果もあり、企業収益の増勢が加速している。トランプ政権の税制改革に盛り込まれた設備投資の一括償却制度にも後押しされる形で、設備投資が活発化している（図表4）。

(2) トランプ政権は公約実現、FRBは金融政策正常化にまい進

政策面についてみると、2018年11月に中間選挙を控えるなか、「偉大なアメリカ」を目指すトランプ政権は、公約実現に向けた動きを本格化させている。財政政策では、トランプ政権・議会共和党の主導により、2017年12月に10年間で約1.5兆ドルの財政赤字を許容する税制改革が実現したほか、2018年2月には2018～2019年度にかけて連邦政府の裁量的経費の歳出上限を約3,000億ドル引き上げる超党派予算法が成立した。税制改革および歳出上限引き上げの景気浮揚効果を一定の前提を置いて試算すると、実質GDP成長率を2018年に0.7%ポイント、2019年に0.4～0.5%ポイント程度押し上げる（図表5）。

通商政策では、トランプ政権の保護主義姿勢が先鋭化している。2018年入り以降、太陽光発電パネルや家庭用大型洗濯機の輸入品に対するセーフガードや、安全保障上の脅威を理由にした鉄鋼・

(図表5) 財政政策による実質GDP成長率押し上げ効果



(資料) CBO、JCTを基に日本総合研究所作成
 (注) 税制改革の効果は、JCTが試算した年度ベースの財政赤字額を暦年ベースに変換したうえで、財政乗数を0.3と仮定し、当社が算出。歳出上限引き上げの効果は、CBOが試算した年度ベースの政府支出の増加額を暦年ベースに変換したうえで、財政乗数を0.8と仮定し、当社が算出。

(図表6) トランプ政権の関税措置一覧

(単位: 金額は億ドル、比・率は%)

品目	輸入額 (2017年)	輸入額 対GDP比	税率	関税額対 GDP比	平均関税率 上昇幅	状況	根拠法・条項
太陽光発電パネル	70	0.04	30	0.01	0.1	発動済	通商法201条 (緊急輸入制限)
家庭用大型洗濯機	21	0.01	20、50	0.01	0.0	発動済	通商法201条 (緊急輸入制限)
鉄鋼	290	0.15	25	0.04	0.3	発動済	通商拡大法232条 (安全保障上の脅威)
アルミニウム	174	0.09	10	0.01	0.1	発動済	通商拡大法232条 (安全保障上の脅威)
対中制裁第1弾	500	0.26	25	0.06	0.5	7月6日に340億ドル相当の輸入に対して発動、残り160億ドル相当の輸入に対しては後日発動予定	通商法301条 (不正貿易慣行等への報復)
対中制裁第2弾	2,000	1.03	10	0.10	0.9	7月10日、USTRが対象品目リストを公表	通商法301条 (不正貿易慣行等への報復)
対中制裁第3弾	2,556	1.32	10	0.13	1.1	6月18日、第2弾に中国が報復した場合に発動する可能性を大統領が示唆	通商法301条 (不正貿易慣行等への報復)
自動車・同部品	3,607	1.86	20	0.37	3.1	5月23日、大統領が商務省に調査指示	通商拡大法232条 (安全保障上の脅威)
合計	9,219	4.76		0.73	6.1		

(資料) 米商務省、USTR、WH、各種報道等を基に日本総合研究所作成

(注1) 太陽光パネルの追加関税は1年毎に5%ずつ低下。洗濯機は120万台まで20%で1年毎に2%ずつ低下、それ以上は50%で1年毎に5%ずつ低下。関税額は免除枠を考慮せずに計算。

(注2) 鉄鋼・アルミニウムの輸入・関税額には、適用免除国・品目も含む。

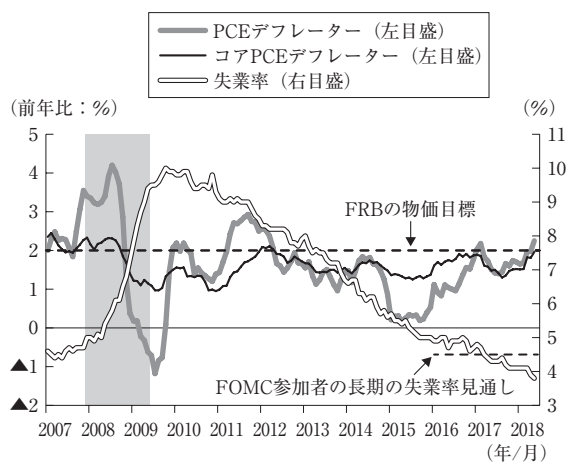
(注3) トランプ大統領は、7月6日、最終的に5,500億ドル相当の対中輸入品が追加関税の対象になる可能性を示唆したが、2017年の対中輸入額5,056億ドルを上回る。このため、対中制裁第3弾は、第2弾までの対象品目以外のすべての輸入品に対して10%の追加関税が賦課される場合を想定。

(注4) 自動車・同部品の輸入に対する追加関税率は、7月1日のトランプ大統領の発言に基づく想定。

アルミニウムの輸入品に対する追加関税、知的財産権侵害等を理由とした中国に対する制裁など、保護主義的な措置を次々に繰り返している。トランプ政権がすでに発動した関税規模は累計で名目GDP比0.1%程度であり、アメリカ景気に与えるマイナス影響はこれまでのところ限定的とみられる（図表6）。ただし、今後、追加の対中制裁や自動車関税などが発動される場合は、想定される相手国からの報復措置とあわせて景気へのマイナス影響を無視できなくなる公算が大きい。

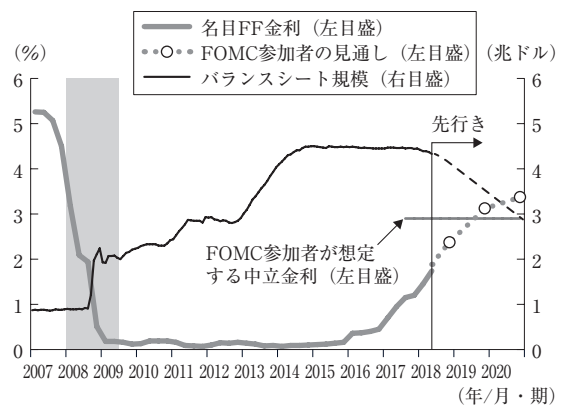
一方、連邦準備制度理事会（FRB）は、雇用の最大化と物価の安定という「デュアル・マニフェスト」をほぼ達成するなか、着実に金融政策の正常化を進めている。失業率は4%程度とFRBが完全雇用水準と考える4.5%を大きく下回っているほか、インフレ率もFRBが目標とする2%程度まで上昇している（図表7）。こうした状況下、FRBは、2018年6月の連邦公開市場委員会（FOMC）において、今次景気拡大局面で7度目となる利上げを決定している。また、同時に公表されたFOMC参加者の政策金利予測では、2018年に残り2回、2019年に3回、2020年に1回の利上げが想定されている（図表8）。FOMCの予測通りに利上げが進めば、政策金利は2019年中にFOMCが想定する中立金利、すなわち、景気に対して緩和的でも引き締めのでもない水準（2.9%）を超える見通しである。2017年10月から開始されたFRBのバランスシートの縮小も、同年6月に示された方針に沿って進捗していくことになる。

（図表7）アメリカの物価と失業率



（資料）NBER、BEA、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。FOMC参加者の長期の失業率見通しは、2018年6月のFOMC時点の中央値。

（図表8）アメリカの政策金利とFRBのバランスシート規模



（資料）NBER、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。名目FF金利の先行きはFOMC参加者の見通し（中央値）、バランスシート規模の先行きは2017年6月のFOMCで公表された方法で縮小プロセスが進捗する場合。

2. 景気の見通し：当面は順調な拡大が続くものの、徐々に視界不良に

景気の先行きを展望すると、当面は年率3%前後の高めの成長が続く見通しである（図表9）。トランプ政権の保護主義姿勢の強まりは、相手国からの譲歩を引き出すことや、2018年11月の中間選挙を見据え、公約を守る姿勢を支持層にアピールすることが大きな狙いとみられることから、メインシナリオでは、本格的な貿易戦争は回避され、景気への影響は軽微にとどまると想定している。民間部門主導の自律的な回復の動きが続くなか、さらに大型減税や政府支出の増加が需要の押し上げに作用する見込みである。

(図表9) 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				2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年			
	(実績)			(予測)												
実質GDP	3.2	2.9	2.0	3.7	3.0	2.8	2.5	2.3	2.1	2.0	2.3	2.8	2.5			
個人消費	2.2	4.0	0.9	3.6	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.8	2.5	2.2			
住宅投資	▲4.7	12.8	▲1.1	3.0	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	1.8	2.1	3.5			
設備投資	4.7	6.8	10.4	4.0	4.2	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	4.7	6.4	3.7			
在庫投資 (寄与度)	0.8	▲0.5	▲0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.1	0.0	0.0			
政府支出	0.7	3.0	1.3	2.9	4.8	5.1	3.5	2.7	1.5	1.0	0.1	2.4	3.4			
純輸出 (寄与度)	0.4	▲1.2	▲0.0	▲0.0	▲0.2	▲0.3	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.3	▲0.2			
輸出	2.1	7.0	3.6	5.0	3.6	3.6	3.6	3.5	3.6	3.7	3.4	4.3	3.7			
輸入	▲0.7	14.1	3.2	4.0	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.4	4.0	4.9	4.3			
実質最終需要	2.5	3.3	2.1	3.6	2.9	2.7	2.4	2.2	2.1	1.9	2.4	2.9	2.5			
消費者物価	2.0	2.1	2.2	2.7	2.7	2.4	2.5	2.4	2.4	2.4	2.1	2.5	2.4			
除く食料・エネルギー	1.7	1.8	1.9	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4	2.3	1.8	2.2	2.4			

(資料) BEA、BLSを基に日本総合研究所作成

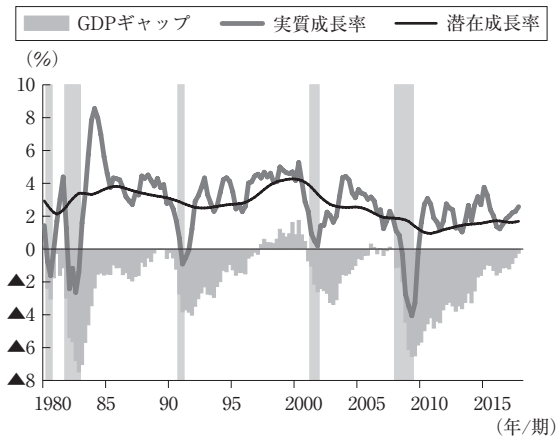
(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年(同期)比。

この結果、2019年7月には景気拡大期間が戦後最長記録(120カ月)を更新する見通しである。ただし、需給ギャップが解消し供給制約が強まるなか、2019年後半にかけて財政拡大や金融緩和の効果が減衰するのに伴い、成長ペースは2%前後とみられる潜在成長率に向けて徐々に減速していく公算が大きい(図表10)。

FRBは、「デュアル・マンデート」を達成するなか、2018年に残り2回、2019年は前半に2回の利上げを実施し、政策金利はFOMCが想定する中立金利水準である3%弱に到達すると予想される。もっとも、賃金や基調的な物価の伸びは緩やかなペースにとどまり、かつ、次第に景気の減速感が強まるなか、2019年後半は様子見姿勢に転じることになるだろう。

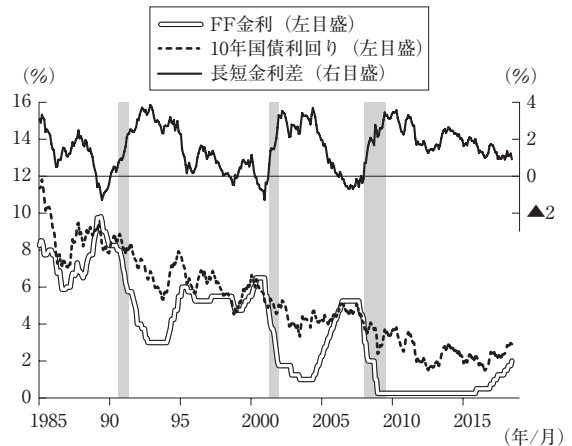
物価の安定や景気減速を背景に3%前後で利上げの打ち止め感が強まるなかで、アメリカの10年国債利回りは2019年半ば頃に3%台前半で頭打ちになると予想される。アメリカでは過去の経験則として、

(図表10) アメリカの実質成長率と潜在成長率、GDPギャップ



(資料) NBER、CBO、BLSを基に日本総合研究所作成
(注) シャドー部は景気後退局面。

(図表11) 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。

10年国債利回りから政策金利であるフェデラル・ファンド（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がある（図表11）。2019年半ば以降は、逆イールド化に対する懸念の高まりも、景気後退のトリガーを引きたくないFRBに中立金利を上回る水準への政策金利の引き上げを躊躇させる一因となる可能性がある。

以上のように、2019年後半にかけて景気は減速するものの、失速には至らないというのがメインシナリオである。もっとも、景気が成熟局面に移行するなかで、景気循環の観点からは、何らかのきっかけで後退に陥りやすい状況になってくる。こうした状況下、トランプ政策は様々な面で矛盾を抱えており、政策の軌道修正がないと、2020年以降は景気が下振れするリスクに注意が必要である。以下では、トランプ政策が抱える「三つ」の矛盾を指摘したうえで、トランプ政策がもたらす「2重」のリスクを提示する。

3. トランプ政策が抱える「三つ」の矛盾

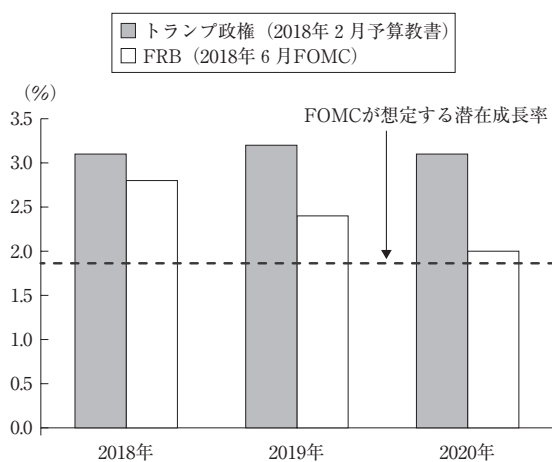
(1) 景気刺激：アクセルを踏むトランプ政権とブレーキを踏むFRB

トランプ政策が抱える一つ目の矛盾は、財政政策と金融政策の方向性の違いである。2017年12月の大型減税の実現に続き、2018年2月には超党派予算法が成立したことで、トランプ政権の財政拡張路線が鮮明になっている。2018年2月にトランプ政権が議会に提示した予算教書では、こうした財政拡大による景気浮揚効果などで3%成長が続くと想定されている（図表12）。

過去の拡張的な財政政策の大半は、労働市場が完全雇用ではない景気後退局面か、景気回復の初期に実施された。これに対し、今回のトランプ政権の財政拡大は、景気回復が十分に進み、労働市場がほぼ完全雇用状態とみられるなかで実施されるという点で極めて異例である。結果として、議会予算局（CBO）の予測によれば、アメリカの財政収支対GDP比と失業率の方向は一段と乖離していくと見込まれている（図表13）。

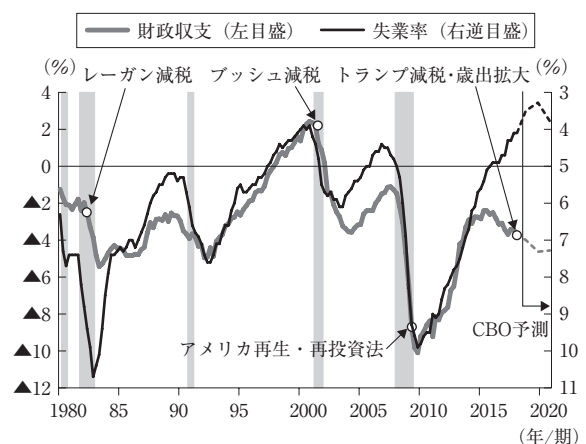
トランプ政権とは対照的に、FRBは、現局面で財政政策による景気刺激は必要ないとのスタンスで

（図表12） トランプ政権、FRBの実質GDP成長率の予測



（資料） OMB, FRBを基に日本総合研究所作成
（注） 各年とも第4四半期の前年比。

（図表13） アメリカの財政収支対GDP比と失業率



（資料） NBER, U.S. Treasury, BLS, CBOを基に日本総合研究所作成
（注） シャド一部は景気後退期。

ある。労働市場がほぼ完全雇用状態に達したとみるFRBにとって、景気上振れは労働市場の過熱によるインフレ加速リスクを高めるものである。2016年11月にトランプ大統領が当選して以降、FRBは拡張的な財政政策などが景気を上振れさせるとの見方を強めている。それに連動して、利上げのパスを引き上げており、財政拡大がもたらす景気刺激効果の一部は、FRBの利上げによって減殺される公算が大きい（図表14）。なお、FOMC参加者の経済予測では、トランプ政策が潜在成長率を押し上げることは想定されておらず、財政拡大や金融緩和の効果が減衰するのに伴い、成長ペースは2%程度に減速していくと予想されている（前掲図表12）。

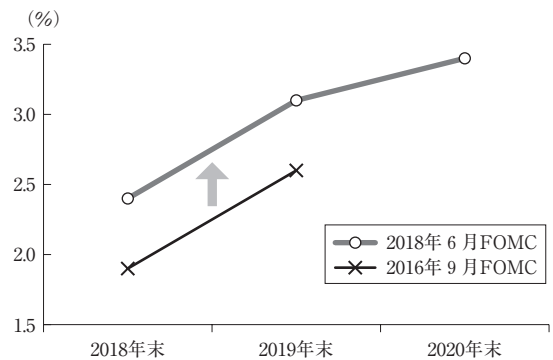
今後の金融市場の反応次第では、財政面からの景気刺激効果が一段と減殺される可能性もある。財政拡大・金融引き締めは、金利高・ドル高を招来しやすいポリシーミックスといえる。実際、80年代前半に共和党のレーガン政権下で同様のポリシーミックスが採られた際は、金利高・ドル高が進行した（図表15）。結局、レーガン政権は第2期目で財政再建路線に舵を切るとともに、レーガン政権の呼びかけでアメリカを含む先進5カ国は過度なドル高是正を企図する「プラザ合意」へと至った。今後、金利高・ドル高が進めば、内需や輸出の下押し要因になるとみられるほか、トランプ政権は財政緊縮に転換せざるを得なくなる公算が大きい。

(2) 貿易赤字：削減を目指す通商政策と膨張させる財政拡大

二つ目の矛盾は、財政拡大と貿易赤字削減の両立の難しさである。トランプ政権は、保護主義的な通商政策により、巨額の貿易赤字削減を企図している。アメリカの貿易赤字の半分弱を占める中国のほか、中国に次ぐ主要貿易相手国・地域であるEUやNAFTA、日本などが事実上のターゲットとなっている（図表16）。

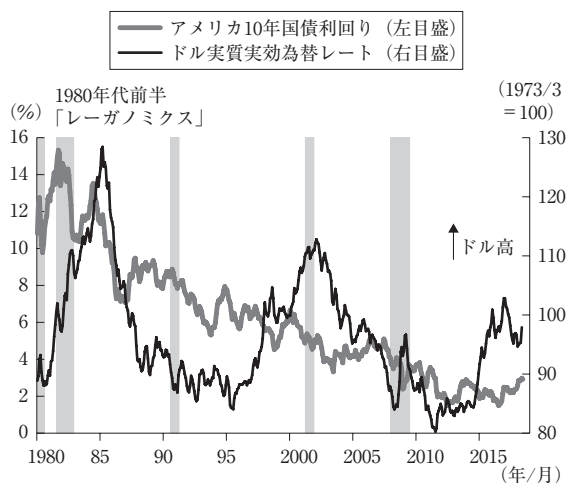
もっとも、貯蓄・投資（IS）バランスの観点では、アメリカの貿易赤字を含む経常赤字は国内の投資超過・貯蓄不足（資金不足）を反映したものである。アメリカの民間部門は家計を中心に貯蓄超過（資金余剰）となっているものの、政府部門の財政赤字を賄えるほど民間部門の資金余剰は大きくないため、

(図表14) FOMC参加者の政策金利見通しの変化



(資料) FRBを基に日本総合研究所作成
(注) 2016年9月のFOMC時点では、2020年末の政策金利見通しは未発表。

(図表15) アメリカの長期金利とドル相場

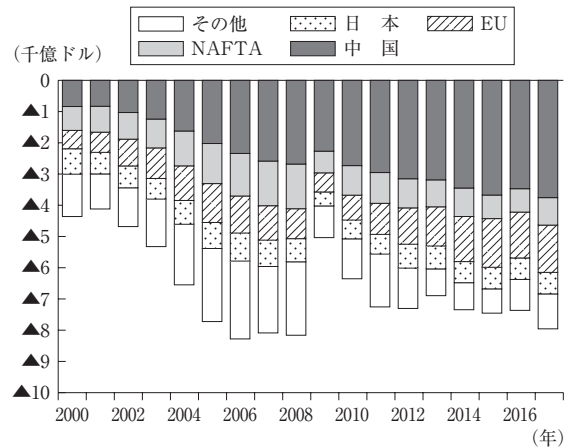


(資料) NBER、FRB、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成
(注) シャドー部は景気後退期。ドル相場は、対全通貨。

一国全体でみると資金不足の状態にある（図表17）。これは、アメリカ国内の供給力だけでは、内需を賄うことができず、海外からの輸入に頼らざるを得ない状況と言い換えることもできる。

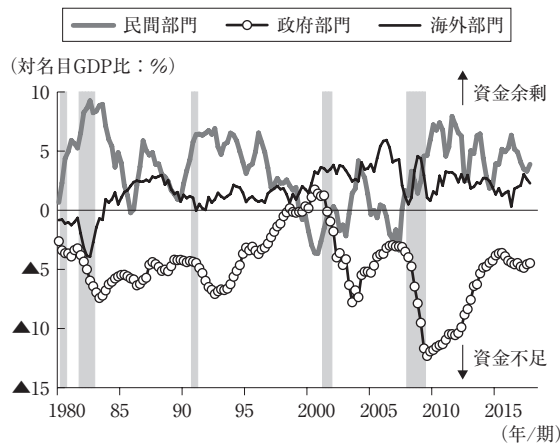
こうした構図の下で、トランプ政権による大型減税や政府支出の増加は、政府部門の財政赤字を拡大させるほか、民間部門でも消費や投資の拡大を促すことで、アメリカ全体の資金不足をさらに強める公算が大きい。すなわち、国内の供給力だけでは拡張的な財政政策による内需拡大を賄えず、海外からの輸入に頼る必要がある。このため、トランプ政権が輸入制限や輸入関税の引き上げを行っても、貿易収支を含む経常収支の赤字削減は困難である。実際、トランプ政策の影響を加味したCBOの予測では、「双子の赤字（財政赤字・経常赤字）」は縮小するどころか、拡大する見通しとなっている（図表18）。こうした状況が現実のものとなれば、貿易赤字削減を公約したトランプ政権は自縄自縛のなかで苛立ちを強める恐れがある。

（図表16）アメリカの地域別貿易赤字額



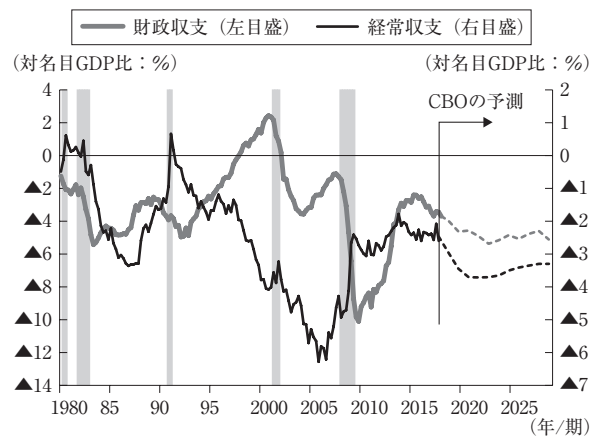
（資料）U.S. Census Bureauを基に日本総合研究所作成

（図表17）アメリカの部門別の貯蓄・投資バランス



（資料）NBER、FRB、BEAを基に日本総合研究所作成
（注）4 四半期移動平均。シャドー部は景気後退期。

（図表18）アメリカの「双子の赤字」

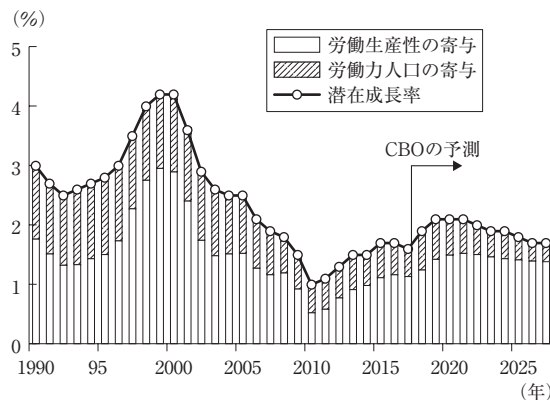


（資料）NBER、BEA、U.S. Treasury、CBOを基に日本総合研究所作成
（注）シャドー部は景気後退期。

（3）潜在成長率：上昇させる減税策と低下させる保護主義・移民抑制策

三つ目の矛盾は、潜在成長率を上昇させる政策と低下させる政策の混在である。アメリカでは、需要不足がほぼ解消するなか、中長期的にトランプ政権が目指す3%以上の成長を続けるためには、潜在成長率を2000年前後のITバブル期並みまで高める必要がある（図表19）。ちなみに、ITバブル期に一時4%に達していた潜在成長率は、足許で2%前後まで低下しており、その約3分の2が労働生産性、残り約3分の1が労働投入量（労働力人口）の伸び鈍化によるものである。

(図表19) アメリカの潜在成長率とその要因分解

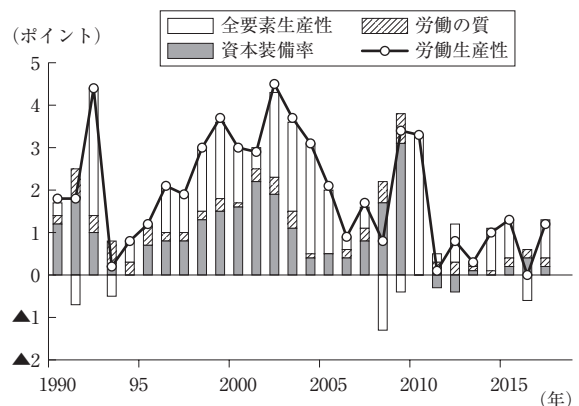


(資料) CBOを基に日本総合研究所作成

労働生産性の伸び悩みは、資本装備率や全要素生産性の低下が主因である(図表20)。こうしたなか、トランプ政権の減税や規制緩和は、企業の設備投資や研究開発投資を促し、資本装備率や全要素生産性を押し上げることを通じて、労働生産性を高めることが期待される。一方で、トランプ政権は保護主義姿勢を強めており、企業の経営環境を取り巻く不確実性の高まりが設備投資の抑制要因となる恐れがある。

さらに、トランプ政権が移民抑制策を強化した場合には、生産年齢人口、ひいては労働力人口の伸びが下振れする公算が大きい。そもそも、アメリカでは、労働参加率の低下が労働力人口増加の重石となっている。労働参加率低下の大きな要因は高齢化である。一方、働き盛り世代(25~54歳)の労働参加率は、持ち直し傾向にあるものの、非労働力人口となっている同世代のうち、就業を望まない割合がすでに金融危機前の水準まで上昇している(図表21)。これは、労働市場から退出した同世代の労働市場への再参入が期待しにくくなっていることを示唆している。足許、金融危機後に大きく落ち込んだ反動などから、労働力人口の伸びが上振れしているものの、中長期的な労働力人口の伸びは生産年齢人口の増加ペースにおおむね連動する(図

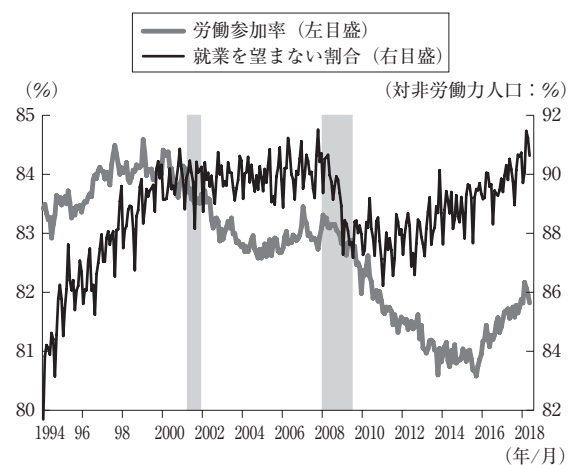
(図表20) アメリカの労働生産性の要因分解



(資料) BLSを基に日本総合研究所作成

(注) 「労働の質」は、年齢や教育水準、性別など労働者の性の構成変化を基に推計されたもの。

(図表21) アメリカの働き盛り世代の労働参加率と就業を望まない働き盛り世代の割合



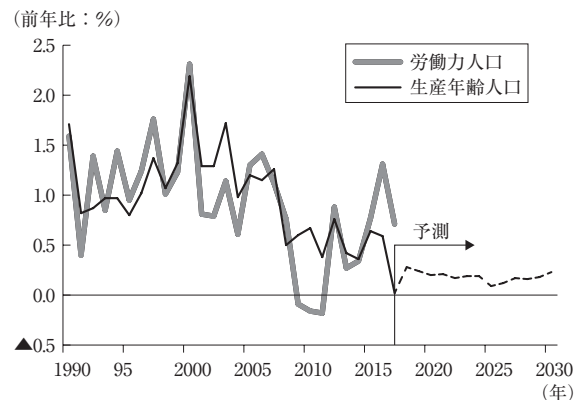
(資料) NBER、BLSを基に日本総合研究所作成

(注) シェード部は、景気後退期。働き盛り世代は25~54歳、労働参加率は季節調整値、就業を望まない働き盛り世代の割合は季節調整前値。

表22)。働き盛り世代の労働参加率の上昇余地が乏しくなるなか、労働力人口を確保するためには、一定数の移民を受け入れることが不可欠となる。

以上を踏まえると、トランプ政権の政策パッケージにより、潜在成長率が顕著に高まることは見込み難い。トランプ政策の影響を加味したCBOの推計でも、潜在成長率の持ち直しは短期間かつ小幅にとどまると予想されている（前掲図表19）。

（図表22）アメリカの生産年齢人口・労働力人口



（資料）BLS、U.S. Census Bureauを基に日本総合研究所作成
（注）予測はU.S. Census Bureauの人口推計に基づく。

4. 待ち受ける「2重」のリスク

以上を踏まえると、完全雇用下で「偉大なアメリカ」を実現するためには、トランプ政権が軸足を置く需要喚起策ではなく、供給力強化が求められる。具体的には、小さな政府、自由貿易、移民受け入れが目指すべき方向といえる。もっとも、足許でトランプ政権の支持率が持ち直し傾向にあるなか、同政権が早期に政策の軌道修正を図ることは期待し難い。そのため、矛盾を抱えたままの政策運営が将来的にはアメリカ経済に二重のリスクを招来することになる。

(1) 貿易戦争の本格化やFRBによる景気のオーバーキル

一重目のリスクとして想定されるのは、景気後退の呼び水となりうるリスクで、以下の2つである。

1つ目は、トランプ政権の保護主義姿勢の強まりに端を発する貿易戦争の本格化である。トランプ政権の保護主義は、実際のところ、どこまでがブラフで、どこからが本気なのか不明である。さらに、拡張的な財政政策の下での貿易赤字の削減が困難とみられるなか、トランプ政権が貿易赤字の削減を本気で志向した場合、本格的な貿易戦争に発展し、世界貿易の委縮や家計・企業マインドの悪化により、世界経済の失速を引き起こす恐れがある。アメリカが追加的な対中制裁関税を発動した場合、アメリカと中国との間で報復措置の応酬がエスカレートするとみられるほか、自動車・同部品への関税が発動された場合には、メキシコやカナダ、日本、ドイツなどへの影響が大きく、これらの国との貿易摩擦の激化も避けられない（図表23）。経済協力開発機構（OECD）の試算では、アメリカ、欧州、中国が保護主義的な措置を導入し、輸入コストが10%上昇した場合、アメリカの実質GDPは2%ポイント程度減少する（図表24）。

2つ目は、FRBによる景気のオーバーキルである。足許のような好況期における財政拡大には前例がないため、財政効果の不確実性が大きい。そのため、財政拡大の効果が想定以上に表れることで、景気が過熱し、インフレの高進を招く恐れがある。この場合、FRBが急ピッチな利上げを余儀なくされることで、政策金利が中立水準を大きく上回り、景気の「オーバーキル」につながる可能性がある。

家計部門では、純資産の対可処分所得比が金融危機前を上回る水準まで上昇するなかで、貯蓄率が大きく低下している（図表25）。これは、資産効果により、家計が所得の伸び以上に消費を増やしてきた

(図表23) アメリカの自動車・同部品輸入

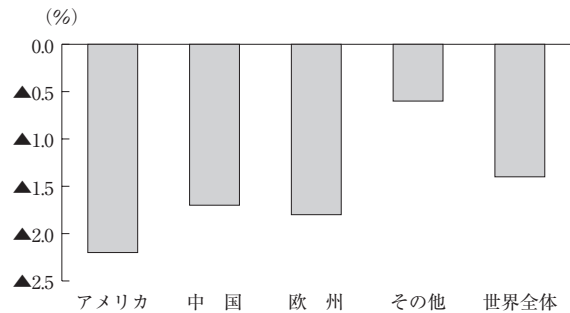
(金額は億ドル、割合・比率は%)

輸入先	財貿易収支		財輸入総額		自動車・同部品		
		国別シェア		国別シェア		国別シェア	対輸入総額比
メキシコ	▲710	8.9	3,143	13.4	1,166	32.3	37.1
カナダ	▲171	2.1	2,993	12.8	622	17.2	20.8
日本	▲689	8.7	1,365	5.8	559	15.5	40.9
ドイツ	▲637	8.0	1,176	5.0	308	8.6	26.2
韓国	▲231	2.9	714	3.1	239	6.6	33.4
中国	▲3,756	47.2	5,055	21.6	195	5.4	3.9
その他	▲1,764	22.2	8,974	38.3	519	14.4	5.8
全体	▲7,957	100.0	23,420	100.0	3,607	100.0	15.4

(資料) U.S. Census Bureauを基に日本総合研究所作成
 (注) Censusベースの季節調整前値。

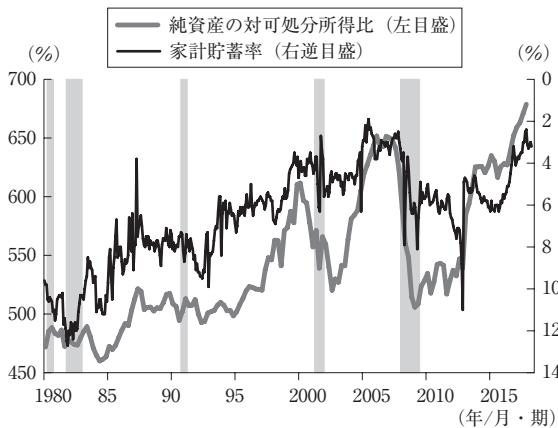
ことを示唆している。このため、金融環境が急激に引き締めれば、逆資産効果により、個人消費や住宅投資が大きく下押しされる恐れがある。一方、企業部門では、債務残高対GDP比が金融危機前のピーク水準まで上昇している(図表26)。内訳をみると、借入は抑制された状態が続いているものの、債券が金融危機前のピークを大きく上回っている。金利が急騰すれば、債券を通じた資金調達を増やしてきた企業を中心に債務返済負担が増加し、設備投資の下押し要因となろう。

(図表24) 10%の貿易コスト上昇による経済への影響



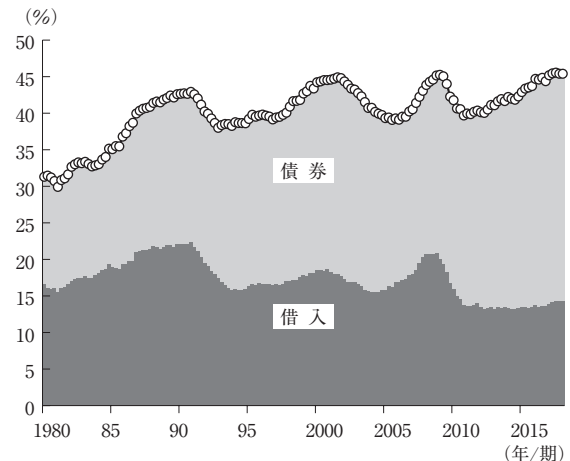
(資料) OECDを基に日本総合研究所作成
 (注) アメリカ、中国、欧州において貿易コストが10%上昇した場合の影響をOECDが試算。試算は2016年時点。

(図表25) アメリカの家計純資産と家計貯蓄率



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

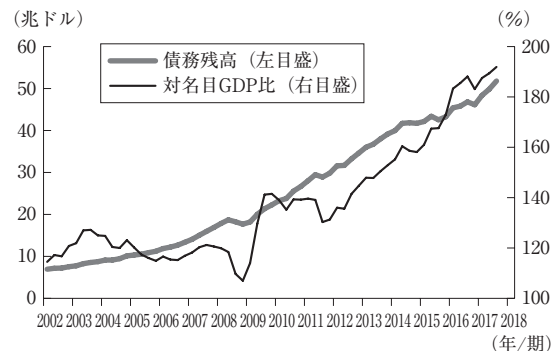
(図表26) アメリカの非金融企業の債務残高(対GDP比)



(資料) FRB、BEAを基に日本総合研究所作成

新興国でも、債務の拡大傾向が続いている（図表27）。アメリカでの金利の急上昇により、新興国からの資金流出が加速し、自国通貨安・金利高となれば、債務返済負担が増加し、景気を大きく下押しする恐れがある。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るなか、FRBの利上げが新興国を経由してアメリカ経済にも相応のマイナス影響を及ぼす可能性が高い。

（図表27）新興国の非金融部門の債務残高

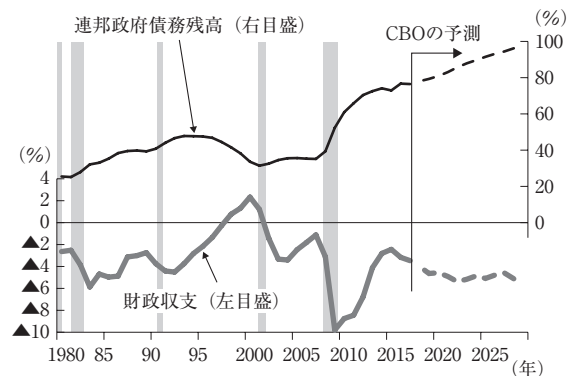


（資料）BISを基に日本総合研究所作成

（2）景気後退への十分な備えなし

さらに、二重目のリスクは、景気後退を回避する、あるいは後退から早期に脱却するための十分な手立てがないことである。景気後退が差し迫った場合、今回は財政・金融政策両面から「打てる手」が限られ、回復への糸口をつかみにくい状況に陥る恐れがある。

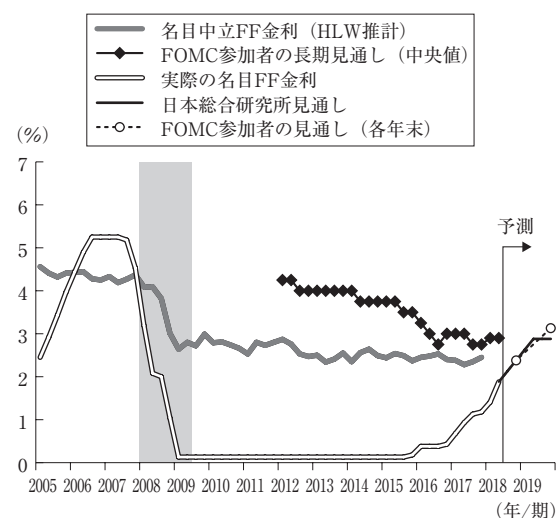
（図表28）アメリカ連邦政府の財政収支・債務残高（対GDP比）



（資料）NBER、CBO、U.S. Treasuryを基に日本総合研究所作成
（注）シャドー部は景気後退期。

財政政策面では、景気を刺激するのに十分な財政出動が実施できない可能性がある。CBOの予測によれば、トランプ政権の財政拡大により、好況期であるにもかかわらず、財政赤字対GDP比はさらに拡大し、その結果、連邦政府債務残高の対GDP比も上昇傾向が続く見通しである（図表28）。こうしたなか、財政悪化懸念が強まった場合や、ドルの信認が揺らいだ場合は、大幅な国債増発を伴う財政拡大が困難になる。

（図表29）アメリカの実際のFF金利と中立FF金利水準

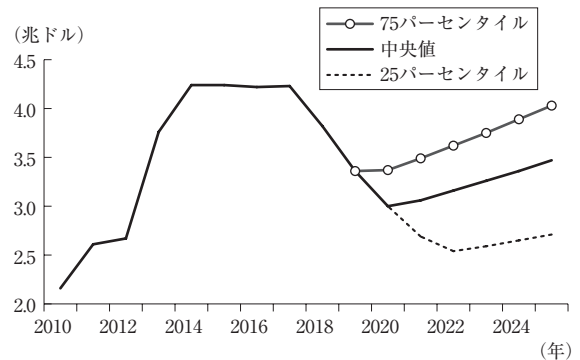


（資料）NBER、FRB、サンフランシスコ連銀を基に日本総合研究所作成
（注）シャドー部は景気後退期。名目中立FF金利は、Holston-Laubach-Williams推計の実質中立金利に、インフレ目標の2%を加算して算出。

金融政策にも、大きな期待はできない状況である。アメリカでは、金融危機後に潜在成長率が大幅に低下した結果、FOMC参加者が想定する中立金利水準が3%弱まで低下しているほか、FRBスタッフによる推計結果も中立金利水準の低下を示唆している（図表29）。今後、中立金利水準まで利上げできても、景気後退時の政策金利水準は、金融危機前のピークである5%強を大きく下回る水準にとどまると予想されるため、利下げ余地は限られる公算が大きい。

こうした状況下、景気後退に陥った場合には、FRBは再び比較的早期にバランスシート政策の利用を検討せざるを得なくなる可能性がある。もっとも、金融危機後に急拡大したバランスシートを市場への影響を最小化しながら正常化していくには、長い時間を要する見込みである。FRBはバランスシート規模の正常化のゴールを示していないものの、ニューヨーク連銀のプライマリー・ディーラー調査の結果を踏まえると、バランスシートの正常化が完了するのは、2020年となる見通しである（図表30）。そのため、正常化の完了前に景気後退に陥った場合、量的緩和の効果は減殺される公算が大きい。

（図表30）ニューヨーク連銀の公開市場操作勘定の想定



（資料）ニューヨーク連銀を基に日本総合研究所作成
 （注）2017年12月にニューヨーク連銀がプライマリーディーラー・市場参加者に対して実施した調査結果に基づく。

（2018. 7. 13）