

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

- (1) 景気は堅調ながら、一部に弱さ
- (2) 早期の景気失速懸念は杞憂

2. 内需腰折れリスクの点検

- (1) 実体経済に過熱感はみられず
- (2) インフレ高進リスクは小
- (3) 資産価格の調整リスクは小

3. 潜在成長ペースに軟着陸へ

4. リスクシナリオ

- (1) FRBの意図せざる政策ミス
- (2) 金融引き締めでオーバーキル

要 約

1. アメリカでは、潜在成長率を上回る高めの成長が続いている。一方、成長の勢いに陰りがみられ始めるなかで、2020年にかけては既往の金融緩和や財政拡大の効果剥落が見込まれることもあり、一部では景気失速に至るとの見方も出ている。
2. もっとも、①実体経済に過熱感はみられないこと、②賃金上昇を起点としてインフレが高進するリスクは小さいとみられること、③資産市場など金融面の不均衡はおおむね抑制されていること、などから、景気失速を回避することは可能とみられる。
3. 実体経済についてみると、企業部門では、在庫・設備・雇用・債務の面からみて健全性を維持している。家計部門でも、過剰支出はみられない。消費や投資、債務などの面で行き過ぎが生じていないため、何らかの外生的なショックがない限り、景気下押し圧力が急に噴出することはないだろう。
4. 労働市場では、失業率が歴史的な低水準となるなか、賃金上昇率が高まりつつある。もっとも、賃金とともに労働生産性の伸びも高まっていることや、期待インフレ率が安定していることなどから、インフレが高進するリスクは小さい。
5. 資産市場では、バブルに対する懸念が徐々に高まっているものの、足許の不動産価格や株価などは極端に割高とはいえない。過去のバブルの反省を踏まえ、当局による金融規制の強化や金融機関による融資基準の厳格化が実施され、民間部門が過度なリスクテイクを行いにくくなったことが奏功している模様である。連邦準備制度理事会（FRB）が漸進的なペースで利上げを進めても、資産価格に大幅な調整が生じる可能性は小さい。
6. 以上を踏まえ、アメリカ景気の先行きを展望すると、当面は潜在成長率を上回る高めの成長が続いた後、2020年にかけて潜在成長ペースに軟着陸していくと予想される。FRBは、物価の安定が続くなかで、四半期に一度のペースで利上げを続けた後、景気減速が明確化する2019年半ば以降に利上げ様子見姿勢に転じるだろう。
7. リスクシナリオとしては、1960年代後半のように、労働需給の引き締まりが臨界点に達してインフレ率が急上昇し、FRBが金融引き締め強化を余儀なくされる事態が想定される。また、FRBが景気と物価の安定を達成できた場合でも、警戒を怠れば、資産バブルの崩壊をきっかけに、景気後退に陥る恐れもある。

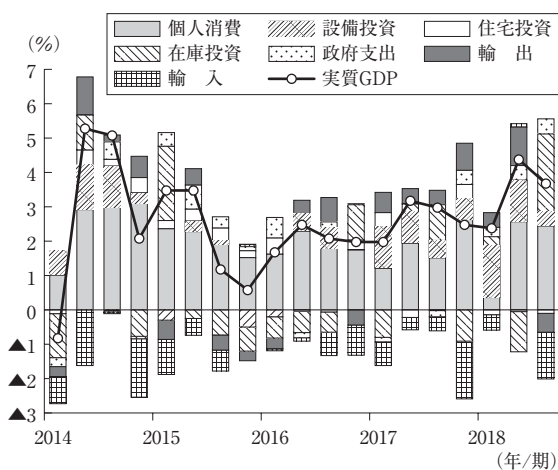
1. 景気の現状

(1) 景気は堅調ながら、一部に弱さ

2009年6月から始まったアメリカ景気の拡大局面は10年目に入り、戦後2番目の長さとなっているものの、依然として堅調さを維持している。2018年については、1～3月期に2%前後とみられる潜在成長率並みのペースで拡大した後、4～6月期と7～9月期に2四半期連続で潜在成長率を大きく上回る高成長を達成した(図表1)。堅調な雇用の増加や賃金の上昇、2018年初からの個人所得減税の実施を受けて、可処分所得が順調に増えるなか、個人消費が成長のけん引役になっている。

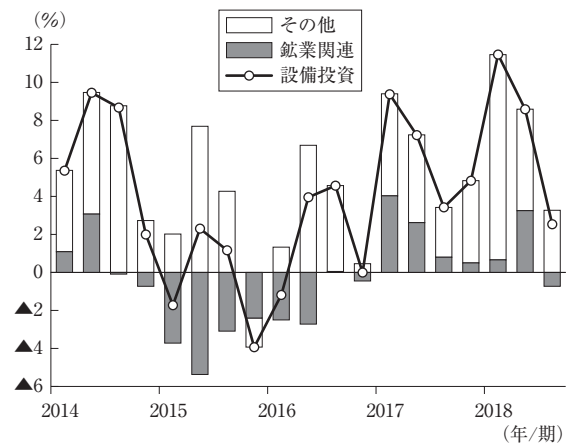
一方で、景気の一部に弱さもみられる。第1に、法人・設備投資減税の追い風があるなかでも、足許にかけて設備投資が減速している。内訳をみると、2018年7～9月期には原油高の一服を受けて鉱業関連の設備投資が減少しているほか、原油価格の影響を受けにくい鉱業関連以外の設備投資の伸びも鈍化している(図表2)。

(図表1) アメリカの実質GDP成長率(前期比年率)



(資料) BEA

(図表2) アメリカの実質設備投資の寄与度分解(前期比年率)

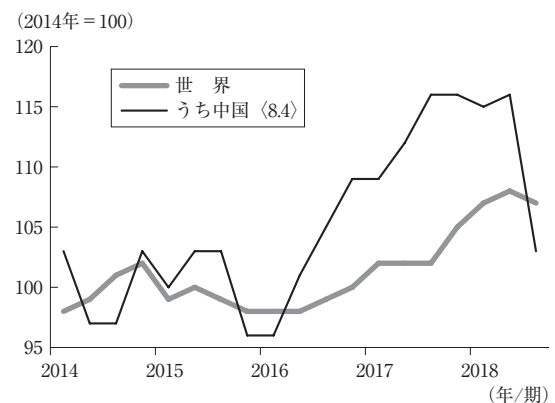


(資料) BEA

第2に、世界経済の減速と貿易摩擦などを反映して輸出が減少している。トランプ政権は、2018年春以降、鉄鋼・アルミニウムなどの輸入品に対する追加関税や中国からの輸入品に対する制裁関税を発動し、相手国の多くも報復措置で応じている。地域別にみると、景気が減速傾向にあり、アメリカとの貿易摩擦が激化している中国向けの輸出の落ち込みが顕著となっている(図表3)。

第3に、2018年入り以降、住宅投資が弱含んでいる。家計の住宅購入判断に影響している要因をみると、良好な雇用・所得環境が続くなか、景気

(図表3) アメリカの実質輸出(対世界と対中国)

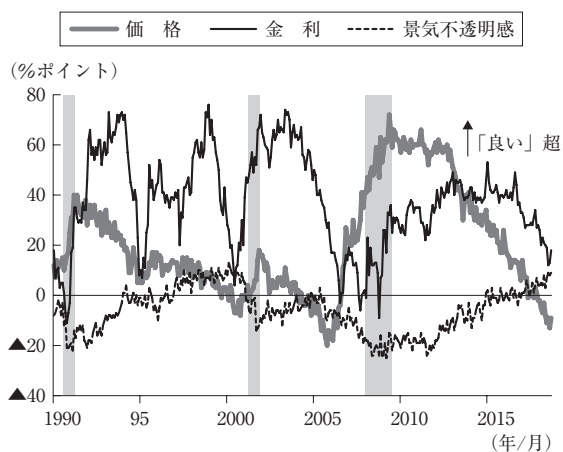


(資料) U.S. Census Bureau, BLSを基に日本総合研究所作成
(注)〈 〉は2017年のシェア。

不透明感は薄れる方向にある。一方、供給不足などによる住宅価格の上昇に加え、連邦準備制度理事会（FRB）の利上げなどを受けた金利の上昇が、家計の住宅取得の判断を慎重化させている（図表4）。

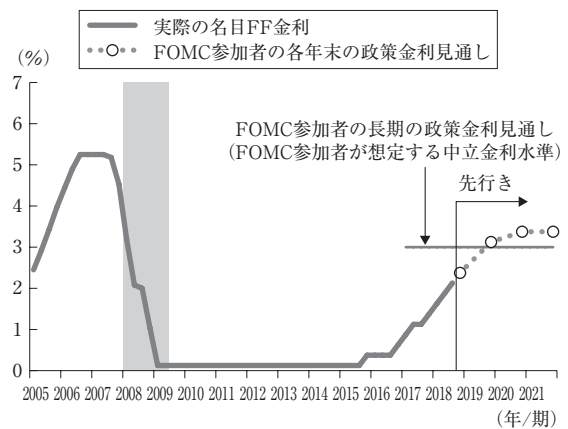
このように、成長の勢いに陰りがみられ始めるなかで、2020年にかけては既往の金融緩和や財政拡大の効果剥落が見込まれることもあり、一部では景気失速に至るとの見方も出ている。具体的にみると、金融政策については、連邦公開市場委員会（FOMC）参加者の見通しでは、政策金利が2019年後半に中立水準、すなわち、景気に対して緩和的でも引き締めのでもない水準である3.0%（中央値）を超え、景気に対して引き締めの領域に入ることが想定されている（図表5）。財政政策についても、減税や歳出拡大による景気押し上げ効果は2019年にピークアウトする公算が大きい。また、2018年11月6日に行われた中間選挙では、議会上院で共和党が過半数を維持したものの、下院で民主党が過半数を奪取し、ねじれが生じたことで、トランプ大統領が意欲を示す追加減税などの実現可能性は低下している。

（図表4）アメリカ家計の住宅購入判断に影響している要因
（「良い」-「悪い」）



（資料）ミシガン大学、NBER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5）アメリカの政策金利と中立金利水準



（資料）FRB、NBERを基に日本総合研究所作成
（注）FOMC参加者の見通しは2018年9月時点の中央値。シャドー部は景気後退期。

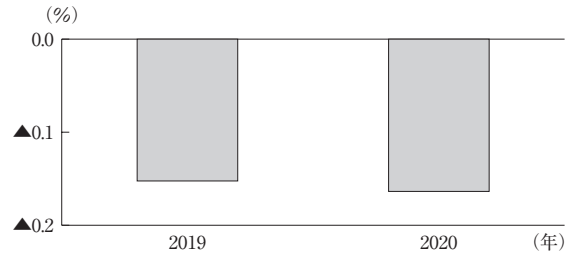
（2）早期の景気失速懸念は杞憂

もっとも、早期の景気失速懸念は杞憂であろう。通商面では、日欧とは通商交渉の開始が合意されたほか、メキシコ・カナダとはNAFTAの後継となる新たな貿易協定（USMCA）が合意されたため、早期に自動車関税が発動されるリスクは低下している。また、12月1日に行われた米中首脳会談では、貿易戦争の激化回避と中国の構造改革をめぐる協議開始が合意されている。2019年1月1日から2,000億ドル相当の中国製品に対して追加関税率を10%から25%へ引き上げる予定だったが、これを90日間猶予する。代わりに、中国はアメリカから農産品、エネルギー、工業製品などの輸入を拡大する。加えて、この間に、両国は、中国による強制的な技術移転、知的財産保護、非関税障壁、サイバー侵入・盗難、サービス農業分野、に関して協議を行うとしている。90日以内に交渉に進展がみられなければ、アメリカが関税率を25%に引き上げる可能性がある。もっとも、IMFの試算を踏まえると、アメリカが関税率を引き上げ、中国が報復措置を講じて、GDPの下振れは年0.1～0.2%程度にとどまり、アメリカ景気

へのマイナス影響は限定的とみられる(図表6)。

短期的に設備投資や住宅投資が大きく落ち込む可能性も小さい。製造業の6カ月先の設備投資見通しの改善トレンドは、2018年入り後、頭打ちとなったものの、「チャイナ・ショック」が発生した2015～2016年と比べれば依然として高水準である(図表7)。また、住宅販売業者の6カ月先の販売見通しは、足許にかけて大きく低下しているものの、金利が急騰した2013年の「バーナンキ・ショック」後と比べて高めの水準を維持している(図表8)。

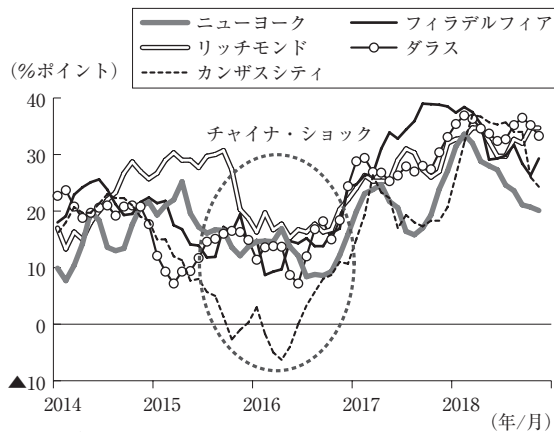
(図表6) 対中制裁第3弾までの関税措置の応酬がアメリカの実質GDPに与える影響



(資料) IMF「世界経済見通し(2018年10月)」を基に日本総合研究所作成

(注) 関税措置の応酬がなかった場合の実質GDP水準からの乖離幅。既往関税は、対中関税第3弾(2,000億ドル相当に2018年内は10%、2019年から25%の追加関税)までを含む。

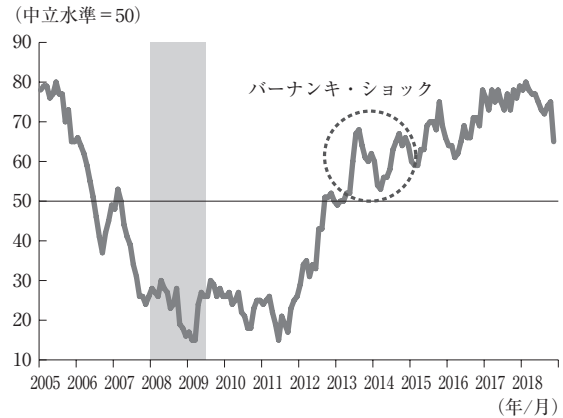
(図表7) アメリカの製造業の6カ月先の設備投資見通し



(資料) 各地区連銀を基に日本総合研究所作成

(注) 3カ月移動平均。

(図表8) アメリカの住宅建設業者の6カ月先の販売見通し



(資料) NAHB、NBERを基に日本総合研究所作成

(注) シャド一部は景気後退期。

2. 内需腰折れリスクの点検

これらを踏まえると、2019年7月には景気拡大期間が戦後最長記録を更新する可能性は非常に高いだろう。もっとも、その後も景気拡大が持続するには、内需が底堅さを保てるかがカギを握っている。そこで、以下では20年にかけてのアメリカ景気を展望するうえで、内需が腰折れするリスクを点検する。

1980年代以前の景気拡大局面では、景気の過熱や労働需給のひっ迫に伴いインフレリスクが高まると、FRBが金融引き締めを行うことで、様々な過剰の調整が生じ、景気が後退するというのがよくみられたパターンである。一方、90年代以降の景気拡大局面では、インフレ率は比較的安定して推移したものの、資産市場に資金が流入し、株価や不動産価格が高騰した。最終的に、FRBの金融引き締めが進むなかで、資産バブルが崩壊し、逆資産効果などを通じて総需要が大きく下押しされたことが景気後退のきっかけとなった。

こうした過去の景気後退の引き金となった要因を踏まえて行った以下の分析の結論を先取りすれば、①企業部門、家計部門ともに実体経済に過熱感は見られないこと、②賃金上昇を起点としてインフレが

高進するリスクは小さいとみられること、③資産市場など金融面の不均衡はおおむね抑制されていること、などから、景気失速を回避することは可能とみられる。

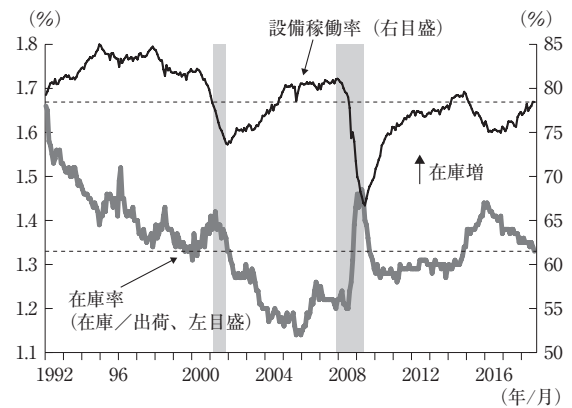
(1) 実体経済に過熱感はみられず

足許の実体経済についてみると、企業部門では、在庫・設備・雇用・債務の面からみて、健全な事業運営がなされているとみることができる。まず、製造業は過剰在庫を抱えていない。内外需要の回復を受けて、生産は増加しているものの、在庫率は2016年から緩やかに低下し、足許では長期平均並みの水準となっている(図表9)。このため、在庫調整を引き金とした景気失速リスクは小さい。

一方、設備投資もおおむね適正水準にある。製造業の設備稼働率は長期平均付近まで上昇するなど、供給制約が徐々に強まっているため、企業は生産能力増強に動いている。もっとも、今回の景気拡大局面における設備投資の伸びは過去と比べて極端に高いわけではない。むしろ、資本ストックの伸びは緩やかであり、設備投資が抑制気味に行われていることを示唆している(図表10)。このため、先行き企業が大幅な資本ストック調整を強いられることはないとみられる。

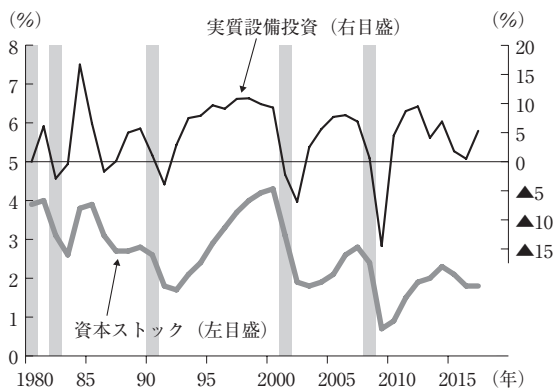
企業の雇用にも過剰感はみられない。企業の採用増や賃上げを反映して、労働分配率は緩やかに上昇している(図表11)。もっとも、過去の景気拡大局面と比べて依然として低水準にあるほか、税引き前利益の対付加価値比も高水準を維持している。労働コスト負担の拡大が企業収益を圧迫する状況からは程遠く、新規採用が抑制されるリスクは小さい。

(図表9) アメリカの製造業の在庫率と設備稼働率



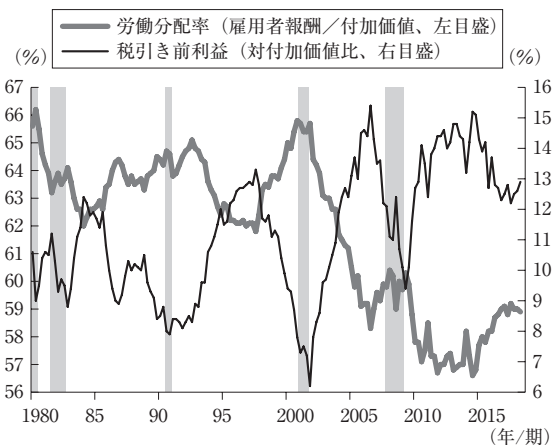
(資料) U.S. Census Bureau, FRB, NBER
(注) 点線は、1992年以降の長期平均。シャドー部は景気後退期。

(図表10) アメリカの設備投資と資本ストック(前年比)



(資料) BEA, NBER
(注) シャドー部は景気後退期。

(図表11) アメリカの企業収益と労働コスト(非金融法人企業)

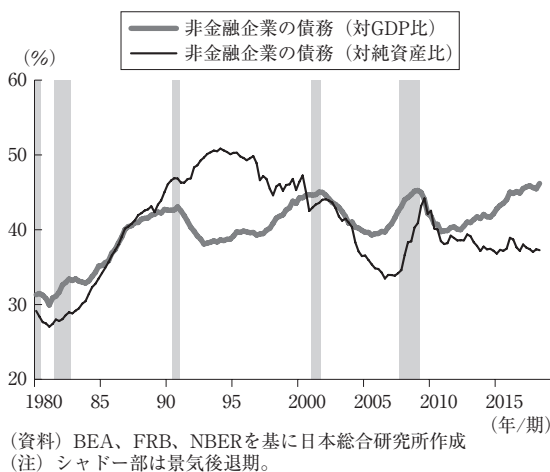


(資料) BEA, NBER
(注) シャドー部は景気後退期。

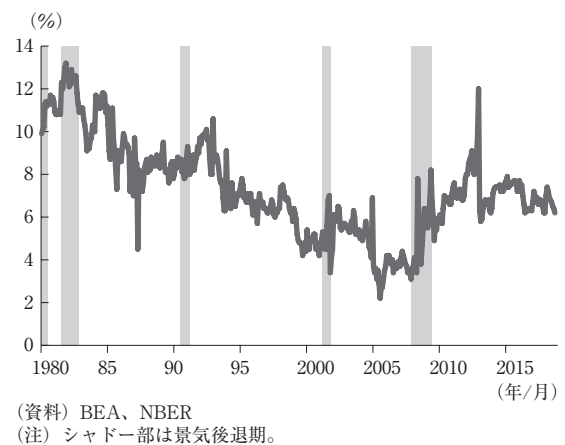
バランスシートの面でも、おおむね健全性を維持していると判断される。企業債務は、対GDP比では高めになっているものの、収益の増加による内部留保の蓄積などを反映して、対純資産比では抑制された水準にある（図表12）。このため、金利の急騰などが生じない限り、大幅なバランスシート調整を強いられることはないと思われる。

家計部門でも、過剰支出はみられない。まず、足許の個人消費は堅調に推移しているものの、家計は所得の増加に見合ったペースで消費を拡大させており、過剰消費を行っているとはいえない。家計の可処分所得に占める貯蓄の割合を示す貯蓄率は、住宅価格の上昇などを期待して身の丈に合わない消費が行われていた2000年代半ばを十分に上回る水準で推移している（図表13）。

（図表12）アメリカの非金融企業の債務



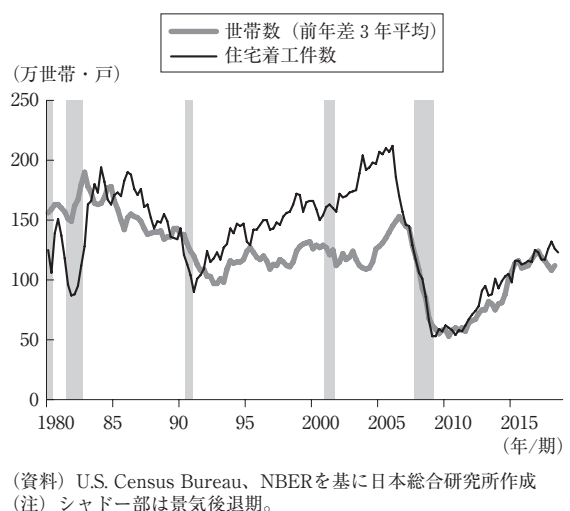
（図表13）アメリカの家計の貯蓄率（対可処分所得比）



足許の住宅投資にも過剰感は見られない。2000年代半ばの住宅バブル期には、着工件数と世帯数の増加ペースとの間に大幅な乖離が生じていたものの、足許の着工件数は世帯数の増加ペースに近い水準にあり、潜在需要の範囲内にあると判断できる（図表14）。また、クレジットスコア別の住宅ローン実行額のシェアをみると、住宅バブル期には、信用度の低い家計向けが上昇していたものの、リーマン・ショック後、金融機関による融資基準の厳格化などを反映して、信用度の高い家計向けが上昇している（図表15）。今後、金利の急騰などが生じない限り、新規の住宅投資が冷え込んだり、家計の住宅ローン返済負担の拡大が個人消費を大きく抑制したりすることはないと思われる。

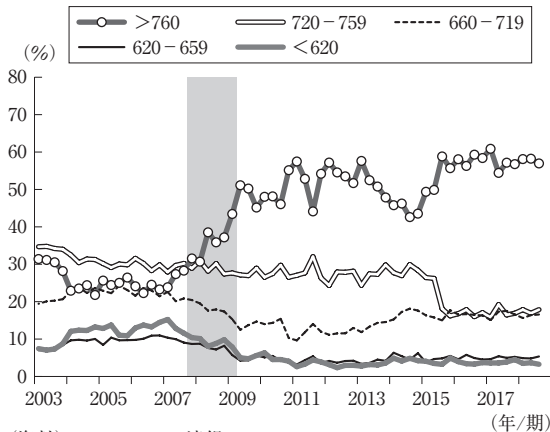
家計のバランスシートも健全である。今回の景気拡大局面では、学生ローンなど非住宅関連債務の増加はみられるものの、過剰な住宅投資が行わ

（図表14）アメリカの住宅着工件数と世帯数



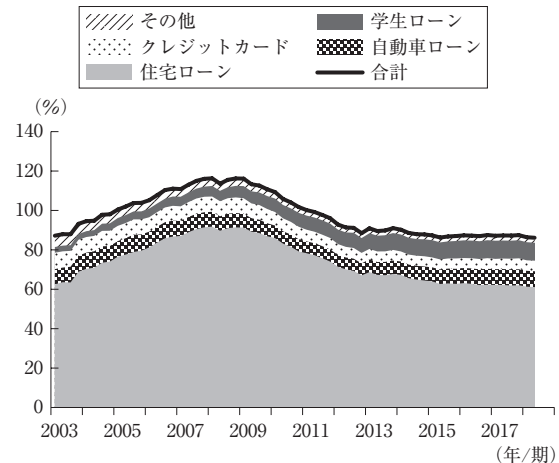
れていないことなどを反映して、家計債務全体の対可処分所得比は抑制された水準で推移している（図表16）。このため、金利上昇などで家計が債務返済に窮するリスクは小さい。

（図表15）アメリカのクレジットスコア別住宅ローン実行額シェア



（資料）ニューヨーク連銀、NBER
 （注）クレジットスコアが高いほど、信用度が高いことを表す。
 シャドー部は景気後退期。

（図表16）アメリカの家計債務（対可処分所得比）



（資料）BEA、ニューヨーク連銀を基に日本総合研究所作成

以上を踏まえると、民間部門では、消費や投資、債務などの面で行き過ぎが生じていないため、何らかの外生的なショックがない限り、景気下押し圧力が急激に噴出することはないと予想される。このように、实体经济に過熱感がみられないことは、ダイヤモンド・プル型のインフレリスクが小さいことも意味している。

（2）インフレ高進リスクは小

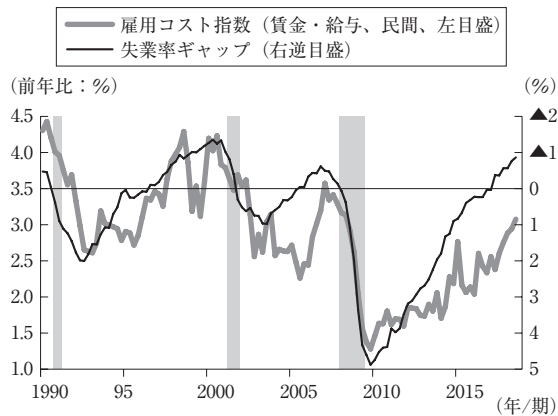
一方、労働市場では、失業率が歴史的な低水準となるなど、需給がひっ迫していることが示唆されている。そのため、賃金上昇率が高まりつつあり、コスト・プッシュ型のインフレリスクが懸念され始めている。今後、賃金上昇を起点にインフレが高進した場合、FRBは金融引き締め姿勢の強化を余儀なくされることになる。実際、現在のFOMC参加者の見通しでは、2021年にかけて失業率が完全雇用と考えられる水準を大きく下回るなかでも、インフレが高進することは想定されていない。足許で消費や投資、債務などの面で行き過ぎが生じていないとはいえ、急激に金融環境が引き締められれば、総需要が大きく下押しされることで景気後退に陥る恐れがある。

もっとも、賃金上昇を起点としてインフレが高進する公算は小さいとみられる。第1に、賃金上昇率が加速するリスクは小さいとみられる。たしかに、実際の失業率から議会予算局（CBO）が推計する自然失業率を引いた「失業率ギャップ」は足許で労働需給がひっ迫していることを示唆している（図表17）。しかし、IT化やグローバル化などの構造的な要因もあるため、名目賃金の伸びは過去と比べて緩やかにとどまると予想される。

第2に、労働生産性が改善している。足許では賃金とともに労働生産性の伸びも小幅ながら高まっており、単位労働コストの増勢は2%前後で安定して推移している（図表18）。すなわち、現状程度の賃

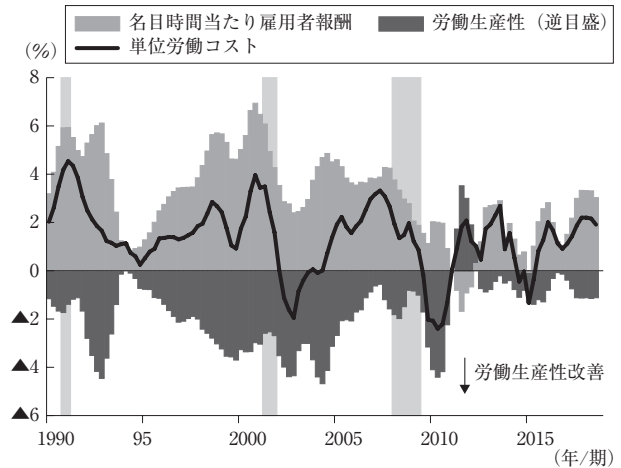
金の伸びであれば、企業は大幅な価格転嫁をしなくても、労働生産性の改善でコストアップの相当部分を吸収できているといえる。

(図表17) アメリカの失業率ギャップと賃金上昇率



(資料) BEA、BLS、CBO、NBER
 (注) 失業率ギャップは実際の失業率からCBOが推計する長期の自然失業率を引いて算出。失業率ギャップは4四半期遅延。シャドー部は景気後退期。

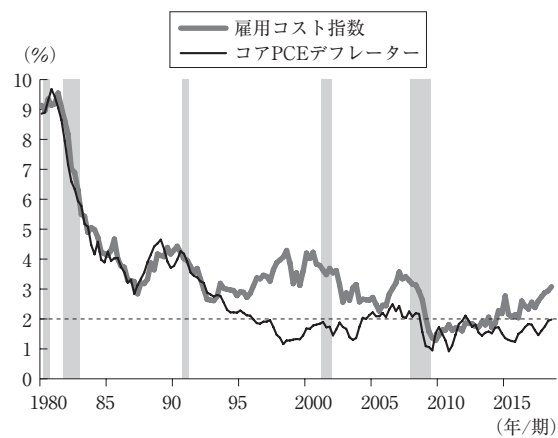
(図表18) アメリカの非農業部門の単位労働コストの要因分解 (前年比)



(資料) BLS、NBER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。

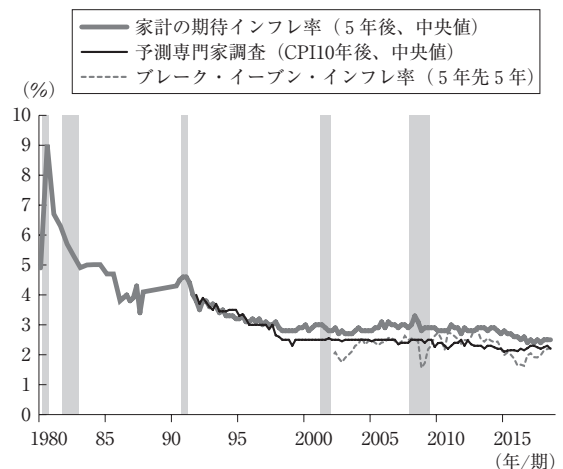
第3に、期待インフレ率が安定している。長期的な賃金上昇率とインフレ率の関係をみると、高インフレが終息した1990年代以降は、賃金の伸びが加速しても、コア・インフレ率は比較的安定してきた(図表19)。これには、80年代初めにボルカー議長率いるFRBが強力な金融引き締めを行い、高インフレの沈静化に成功して以降、FRBに対する信認が高まり、期待インフレ率が「アンカー」されるようになったことが寄与している公算が大きい。実際、FRBが注目している家計や予測専門家、市場の長期の期待インフレ指標はいずれも安定的に推移している(図表20)。

(図表19) アメリカの賃金と物価 (前年比)



(資料) BEA、BLS、NBERを基に日本総合研究所作成
 (注) 雇用コスト指数は民間部門の賃金・給与ベース。シャドー部は景気後退期。

(図表20) アメリカの長期の期待インフレ率指標



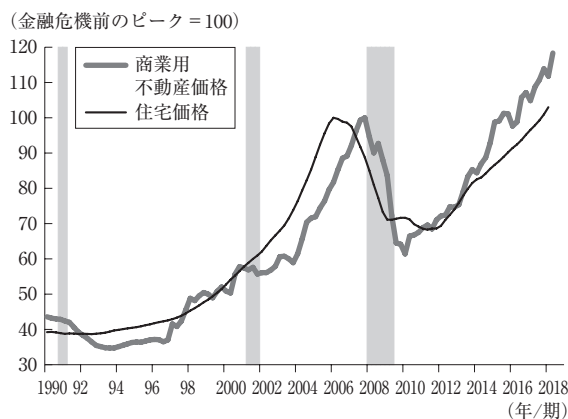
(資料) フィラデルフィア連銀、ミシガン大学、Bloomberg L.P.、NBER
 (注) シャドー部は景気後退期。

(3) 資産価格の調整リスクは小

資産市場では、バブルに対する懸念が徐々に高まっているものの、足許の主要な資産価格は極端に割高とはいえない状況にある。過去のバブルの反省を踏まえ、当局による金融規制の強化や金融機関による融資基準の厳格化が実施され、民間部門が過度なリスクテイクを行いにくくなったことが奏功している模様である。

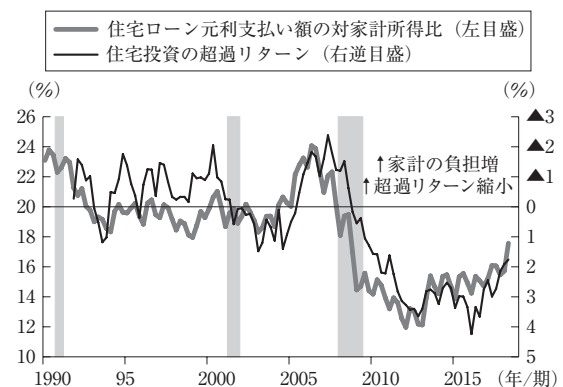
不動産市場では、住宅価格や商業用不動産価格が金融危機直前のピーク水準をすでに突破している(図表21)。もっとも、住宅購入者がローン返済に窮したり、不動産投資の魅力が削がれたりするほど、価格が高騰しているわけではない。例えば、住宅ローン元利支払い額の対家計所得比は2000年代半ばの住宅バブル発生前の水準を下回っている(図表22)。また、家賃利回りから住宅ローン金利を差し引いて算出した「住宅投資の超過リターン」も住宅バブル発生前を上回る水準を確保している。さらに、商業用不動産投資の期待収益率を示す「キャップレート」は金融危機直前の水準近くまで低下しているものの、商業用不動産投資の国債投資に対する超過リターンを示す「キャップレートの対国債スプレッド」は当時よりも大きく、一定の投資妙味を確保している(図表23)。

(図表21) アメリカの不動産価格



(資料) BIS、NBER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22) アメリカの住宅ローン元利支払い額の対家計所得比と住宅投資の超過リターン

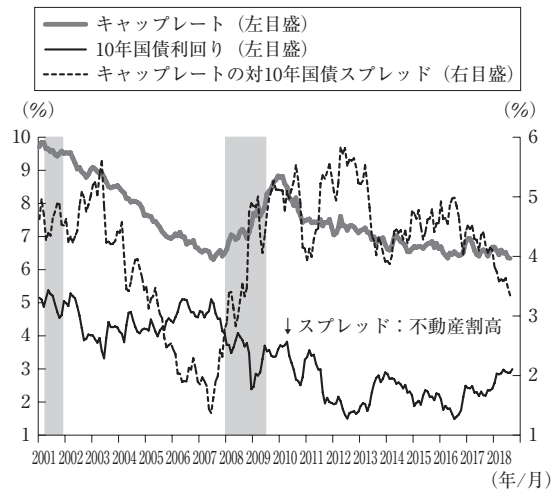


(資料) NAR、U.S. Census Bureau、Freddie Mac、NBERを基に日本総合研究所作成
(注) 住宅投資の超過リターンは、家賃利回り-15年固定住宅ローン金利。シャドー部は景気後退期。

株式市場では、金融危機後、2009年を底に主要株価指数の上昇基調が続いている。もっとも、予想収益や債券価格対比でみた株価の割高感は2000年代初めのITバブル期には遠く及ばない状況である(図表24)。2018年2月や10月には、長期金利の上振れなどを嫌気し、史上最高値圏にあった主要株価指数が急落する場面があったが、バブルに至る前に健全な調整が生じているとみることができる。

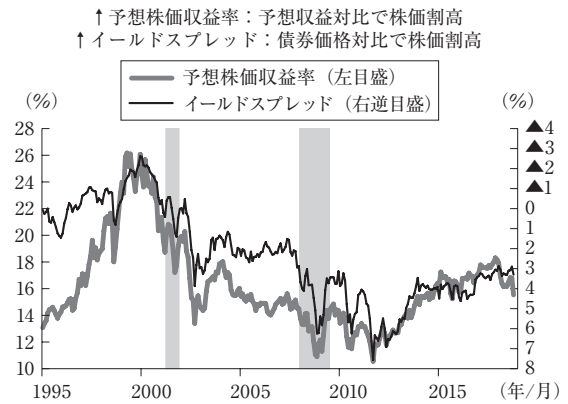
先行きを展望しても、金融当局が警戒を怠らず、民間部門も慎重な行動を続ける限り、経済実態に見合わないペースでの資産価格の上昇は生じないと予想される。こうしたなかで、FRBが漸進的なペースで利上げを進めても、資産価格に大幅な調整が生じる可能性は小さく、総需要が大きく下押しされることはないと思われる。

(図表23) アメリカの商業用不動産の期待収益率と長期金利



(資料) RCA、Bloomberg L.P.、NBER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24) アメリカ株の予想株価収益率とイールドスプレッド



(資料) Bloomberg L.P.、NBERを基に日本総合研究所作成
 (注) 予想株価収益率はS&P500種株価指数の12カ月先ブレンド1株当たり利益ベース。イールドスプレッドは、株式益回りー10年国債利回り。シャドー部は景気後退期。

3. 潜在成長ペースに軟着陸へ

以上を踏まえ、アメリカ経済の先行きを展望すると、当面はトランプ政権の減税や歳出拡大などに支えられ、内需主導で2%程度とみられる潜在成長率を上回る高めの成長が続くと見込まれる(図表25)。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(図表26)。

一方で、FRBの利上げ継続に伴う金融緩和効果の剥落や、既往財政刺激策の効果一巡、トランプ政権の関税賦課とその報復措置の影響などを受け、景気の拡大モメンタムは低下していくとみられる。もっとも、实体经济の過熱感や金融面の顕著な不均衡はみられず、インフレ高進リスクも小さいとみられることから、景気失速には至らず、2020年にかけて潜在成長ペースに軟着陸(ソフトランディング)していくと予想される。

(図表25) アメリカの経済成長率・物価見通し

(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2018年		2019年				2020年				2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年	2020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	3.5	2.7	2.4	2.3	2.2	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	2.2	2.9	2.6	2.0
個人消費	3.6	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.2	2.0	2.5	2.6	2.6	2.2
住宅投資	▲2.6	1.4	1.2	1.1	1.2	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2	3.3	0.2	0.6	1.2
設備投資	2.5	4.0	3.8	3.8	3.7	3.6	3.6	3.5	3.4	3.2	5.3	6.8	3.9	3.5
在庫投資(寄与度)	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	▲0.0	0.1	0.3	0.1
政府支出	2.6	4.3	3.2	2.7	2.1	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	▲0.1	1.8	2.9	1.5
純輸出(寄与度)	▲1.9	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.3	▲0.5	▲0.4
輸出	▲4.4	3.2	3.2	3.3	3.3	3.1	2.8	2.7	2.5	2.5	3.0	4.1	2.6	2.9
輸入	9.2	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1	4.1	4.6	4.7	4.6	4.2
実質最終需要	0.9	2.7	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9	1.9	1.9	1.7	2.2	2.8	2.4	1.9
消費者物価	2.6	2.3	2.2	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	2.1	2.5	2.3	2.1
除く食料・エネルギー	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8	2.2	2.4	2.1

(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。

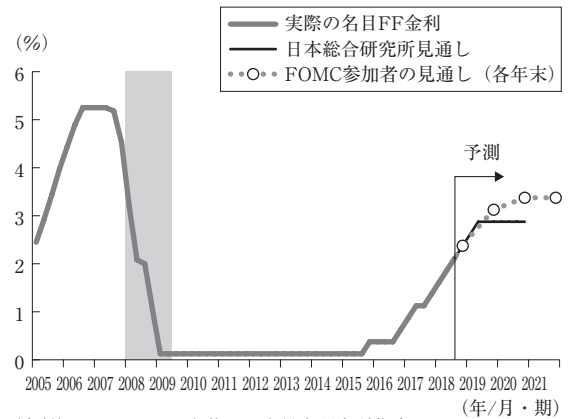
FRBは、すでに雇用の最大化と物価の安定という「二つの使命」をほぼ達成している。このため、潜在成長率を上回る高めの成長が続くと予想される2019年半ば頃までは、景気の過熱を回避し、持続的な成長や物価の安定を実現するため、四半期に一度のペースで利上げを続ける見通しである（図表27）。2019年半ば以降は、物価の安定が続かなかで、景気減速が明確化するのに伴い、利上げ様子見姿勢に転じると予想される。この結果、米10年国債利回りも3%台前半で頭打ちとなる見込みである。

（図表26）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	2009年6月	(2018年11月まで)	113
3	1961年2月	1969年12月	106
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	62.9

（資料）NBERを基に日本総合研究所作成

（図表27）アメリカの政策金利見通し



（資料）FRB、NBERを基に日本総合研究所作成
（注）FOMC参加者の見通しは2018年9月時点の中央値。シャド一部は景気後退期。

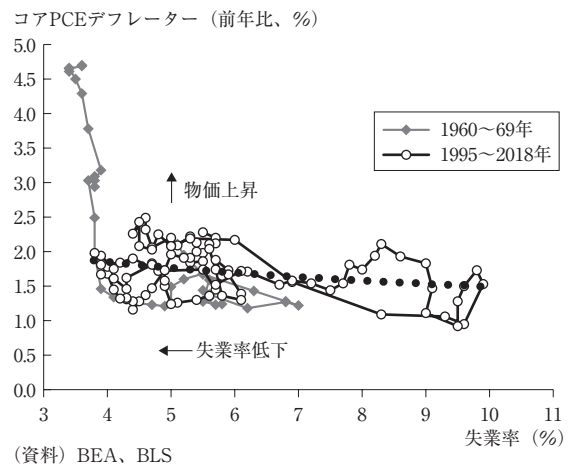
4. リスクシナリオ

(1) FRBの意図せざる政策ミス

リスクシナリオとしては、想定外のインフレ率の高進や資産バブルの醸成を受け、FRBが金融引き締め強化を余儀なくされる事態が想定される。

まず、歴史を振り返ってみると、失業率が足許と同水準の3%台後半まで低下した1960年代後半には、それまで安定していたインフレ率が急上昇した前例もあるため、今後同様の事態が生じる可能性を完全には排除できない（図表28）。市場参加者や当局者の間では、失業率が低下しても、賃金やインフレが加速しにくい構造に変化しているとの見方がコンセンサスになっている。しかし、単純に足許の失業率がインフレを加速させない失業率（NAIRU）に到達していなかった場合、今後、失業率が一段と低下することでインフレ加速が起こる可能性はある。本稿のメインシナリオやFRBの予想に反してインフレが高進した場合、FRBが金融引き締め姿勢を強めることで、総需要が大きく下押しされ、景気後退に陥る恐れがある。

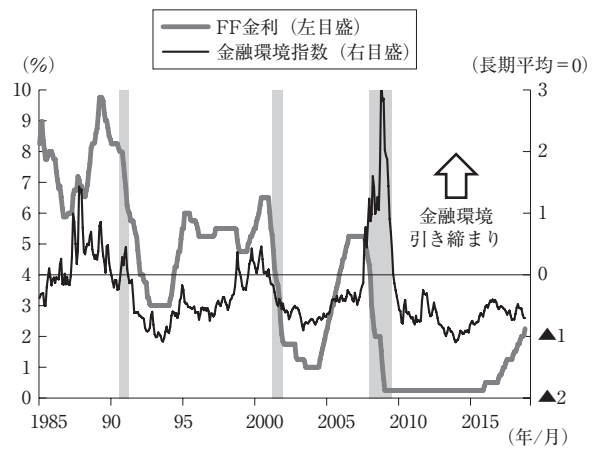
（図表28）アメリカの失業率と物価の関係（物価版フィリップス曲線）



（資料）BEA、BLS

一方、FRBが景気と物価の安定を達成できた場合でも、警戒を怠れば、その間に資産バブルが醸成され、2021年以降にバブルが崩壊することで、景気後退に陥るリスクもある。アメリカでは、1990年代以降、FRBが利上げしても、金融環境が実質的にはなかなか引き締まらず、資産バブルが醸成されやすい状況になっている(図表29)。今回の利上げ局面でも、金融環境が十分に引き締まっていないことが示唆される。とりわけ、FRBが利上げを休止後、投資家を強気にさせる新たな材料(カタリスト)をきっかけに資産価格が騰勢を強める展開に注意が必要だろう。

(図表29) アメリカの政策金利と金融環境指数

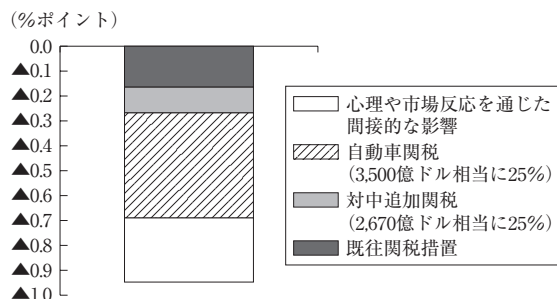


(資料) FRB、シカゴ連銀、NBERを基に日本総合研究所作成
(注) シャドー部は景気後退期。

さらに、予測困難なトランプ政権の経済政策が景気の攪乱要因となるため、FRBの金融政策運営をより難しくする恐れがある。2018年11月の中間選挙で議会にねじれが生じたことにより、トランプ大統領が意欲を示す追加減税などの実現可能性が低下するなか、政権は大統領権限により実行可能な通商政策で一段と強硬姿勢を強めることが懸念される。IMFの試算では、対中関税や自動車関税に加え、インドの悪化や金融市場の混乱も加味した場合、成長率への下押し効果は1%ポイント程度まで拡大する(図表30)。この場合、成長ペースは1%前後まで失速し、FRBは利下げに動く公算が大きい。これを受けて、景気は息を吹き返すものの、緩和的になった金融環境下で資産バブルが醸成される恐れがある。

これは、90年代後半の歴史を繰り返すことを意味する。94年からの利上げ局面では、同年末にメキシコ通貨危機、97~98年にアジア・ロシア通貨危機と米大手ヘッジファンドLTCMの破綻が発生した。FRBは利下げで切り抜けたものの、2000年代初めにかけてITバブルが発生し、その崩壊をきっかけに景気後退に陥った(図表31)。

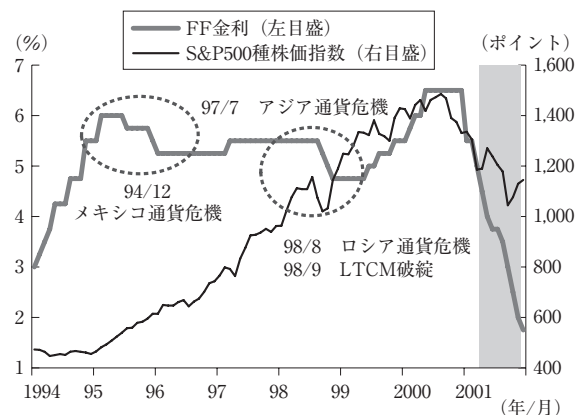
(図表30) 関税措置がアメリカの実質GDPに与える影響



(資料) IMF「世界経済見通し(2018年10月)」を基に日本総合研究所作成

(注) 関税措置の応酬がなかった場合の実質GDP水準からの乖離幅で、間接的な影響までを含めたインパクトが最大になると想定されている2020年時点の数値。

(図表31) 1994年からの利上げ局面における政策金利と株価



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

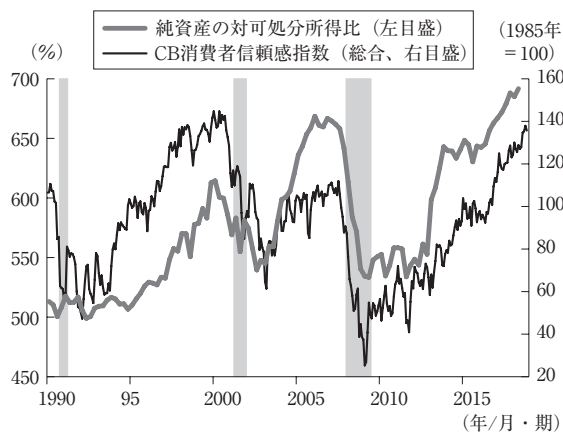
(2) 金融引き締めでオーバーキル

今後、インフレが高進した場合は、景気後退局面入りが前倒しになる。一方で、資産バブルが発生した場合は、景気後退局面入りが後ろ倒しになる。こうした違いはあるものの、いずれにせよ、最終的には後手に回ったFRBが金融引き締め姿勢を強化することで、内外需要が圧迫されることになる。とりわけ、資産バブルの発生・崩壊が生じた場合は、景気の振幅が大きくなる公算が大きい。

まず、家計部門では、債務拡大は抑制されているものの、住宅価格や株価などの資産価格の上昇に伴い、足許で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している（図表32）。何らかのきっかけで、資産価格が大きく下落すれば、マインドの悪化や逆資産効果を通じて、個人消費が失速するとみられる。金利上昇に敏感な住宅投資も急減するだろう。

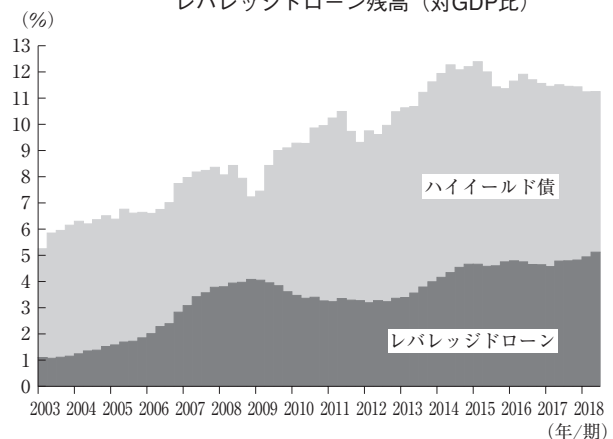
また、企業部門では、債務残高対GDP比が金融危機前のピークをすでに突破している。とくに懸念されるのは、ハイイールド債やレバレッジドローンなど、景気悪化の影響を受けやすく、金利上昇にも脆弱な企業の債務拡大である（図表33）。金利が急騰すれば、企業の債務返済負担の増加や資金調達環境の悪化などを通じて、設備投資の下押し要因となる。

（図表32）アメリカの家計純資産と消費者マインド



（資料）FRB、BEA、The Conference Board、NBER
（注）シャドー部は景気後退期。

（図表33）アメリカドル建てのハイイールド債、レバレッジドローン残高（対GDP比）

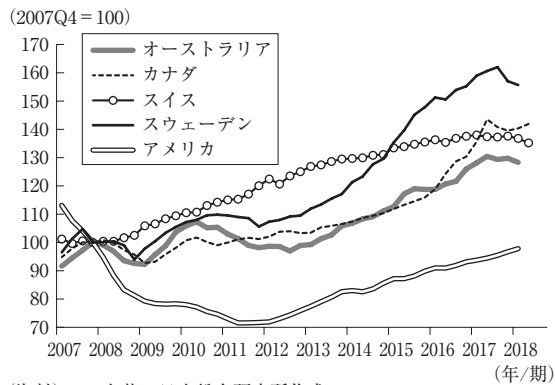


（資料）BISを基に日本総合研究所作成

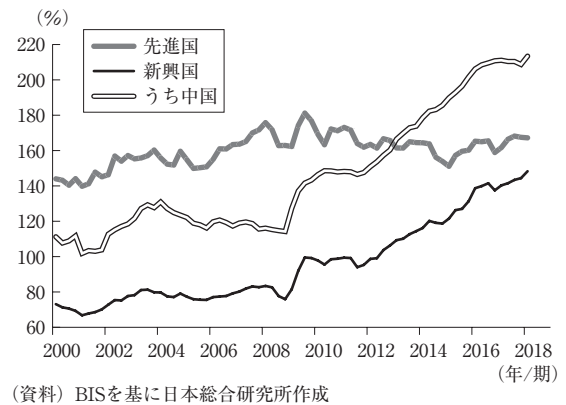
加えて、アメリカ金利の急騰は他国にも大きな影響を及ぼす。海外では、一部の国ですでに資産バブルが懸念される状況にある。金融危機後、多くの先進国で積極的な金融緩和策が導入されるなか、カナダ、オーストラリア、北欧諸国などで住宅価格が高騰している（図表34）。一方、中国など一部の新興国では、民間非金融部門の債務が拡大している（図表35）。アメリカに連動して海外でも金利が急騰すれば、逆資産効果や過剰債務の調整圧力の増大などを通じて、海外景気が失速するリスクがある。

世界最大の内需規模を持つアメリカでは、これまで外的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化している。このため、海外景気が失速すれば、輸出の減少などの直接的なルートだけでなく、マインドの悪化や金融市場の混乱などの間接的なルートも通じて、景気後退を「輸入」することになる。

(図表34) 各国の実質住宅価格



(図表35) 各国の民間非金融部門の債務残高 (対GDP比)



現時点ではアメリカが景気後退に陥るのはあくまでリスクシナリオである。もっとも、FRBの金融政策だけでなく、予測困難なトランプ政権の経済政策も複雑に絡み合うだけに、様々なシナリオが考えられる。トランプ政権の動静を注視し、最悪のシナリオにも備えておく必要があるだろう。

(2018. 12. 10)