

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：個人消費がけん引役
2. 通商・財政・金融政策の行方
 - (1) 対中関税第4弾は回避
 - (2) 財政政策は景気に中立
 - (3) FRBは予防的な利下げ
3. 景気の見通し：2%前後の潜在成長ペースを維持
4. リスク
 - (1) 貿易戦争の激化
 - (2) 企業債務問題

要 約

1. アメリカでは、個人消費をけん引役とする景気拡大が続いているものの、設備投資など企業活動に弱さがみられる。成長ペースは2018年央をピークに減速傾向にある。海外経済の減速や貿易摩擦が景気の重石になっていることに加え、拡張的な既往財政政策の効果が減衰していることも影響している。
2. 米中の通商協議の行方が見通せないなか、今後も貿易戦争の激化による景気下振れリスクを抱えた状況が続く見込みである。ただし、2020年の大統領選挙で再選を目指すトランプ大統領としては、貿易戦争の激化で自国景気の悪化を招き、有権者の支持を失う展開は避けたい。そのため、メインシナリオでは対中関税第4弾の発動は回避されるとみる。
3. 2018年は大型減税や財政支出拡大などが景気の追い風になったものの、20年にかけて財政政策の影響はおおむね中立になるとみられる。拡張的な既往財政政策による効果が剥落するほか、2020年度予算においてインフラ投資の拡大などの追加の大規模な財政支出の実現も見込みにくい。
4. 一方、緩和的な金融政策が景気の下支えになる。連邦準備制度理事会（FRB）が年内に予防的な利下げに動くことで株高地合いが続き、資産効果が個人消費の押し上げに寄与するとみられる。加えて、住宅ローン金利の低下とともに家計の住宅取得能力が改善するため、住宅投資も緩やかな回復に向かう公算が大きい。
5. 以上を踏まえ、景気の先行きを展望すると、財政面からの景気押し上げ効果は2020年にかけて剥落するものの、貿易摩擦によるマイナス影響は限定的にとどまり、FRBの利下げが景気を下支えする見込みである。こうしたなかで、2%前後とみられる潜在成長率並みの拡大ペースは維持され、戦後最長の景気拡大局面が続く見通しである。
6. 最大のリスク要因は、再選に焦りを感じたトランプ大統領が、性急な成果を求めて貿易戦争を激化させ、景気が失速する事態である。いったん、景気・企業収益が大きく下振れすれば、好況下で膨張が続き、質の低下もみられる企業債務問題が噴出し、景気悪化を増幅するリスクもある。

1. 景気の現状：個人消費がけん引役

アメリカでは、世界金融危機以降、約10年にわたる景気拡大が続いている。これまでの戦後最長の景気拡大局面は1991年4月から2001年3月までの120カ月（10年）間であったが、2009年7月から始まった現在の景気拡大局面は2019年7月で11年目に入り、戦後最長記録を更新した（図表1）。

足許にかけては、個人消費が景気のけん引役となっている。代表的な個人消費関連指標である小売売上高は、2018年末から本年初頭にかけて、政府機関の一部閉鎖や株価下落、寒波などの影響で落ち込んだものの、今春以降は、良好な雇用・所得環境が続くなかで、株価の持ち直しも追い風に、増勢を回復している（図表2）。

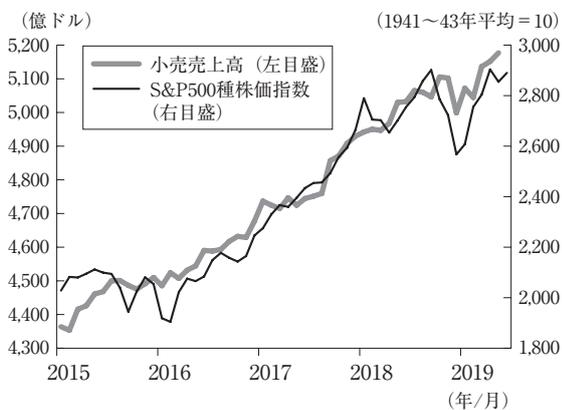
低迷が続いていた住宅市場にも明るい兆しがみられるようになった。住宅着工や販売は、在庫不足などに伴う価格高騰や連邦準備制度理事会（FRB）の利上げによる金利上昇を受けて、2018年中は減少傾向が続いていたものの、本年入り後、FRBが利上げを休止し、金利が低下するなかで、減少に歯止めがかかりつつある（図表3）。

（図表1）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 | 2009年6月 | (2019年7月まで) | 121 |
| 2 | 1991年3月 | 2001年3月 | 120 |
| 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 |

（資料）NBERを基に日本総合研究所作成

（図表2）アメリカの小売売上高と株価



（資料）U.S. Census Bureau, Bloomberg L.P.

（図表3）アメリカの住宅着工と販売（3カ月移動平均）



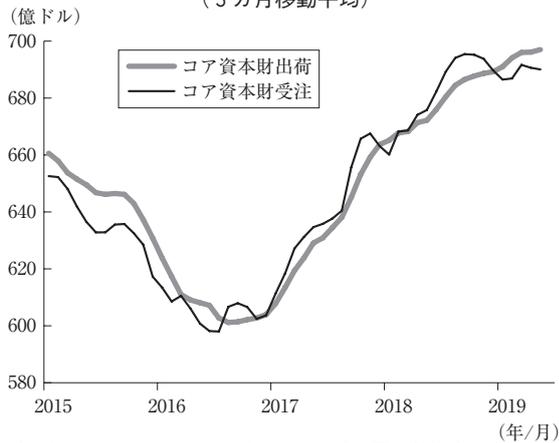
（資料）U.S. Census Bureau, NARを基に日本総合研究所作成

一方、企業活動には弱さがみられる。海外経済の減速や貿易摩擦の激化などを受けて、2018年半ば以降、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷の増勢が鈍化しているほか、先行指標であるコア資本財受注にも頭打ち感がみられる（図表4）。企業マインドも外需の影響を受けやすい製造業を中心に大きく悪化している。

こうしたなかで、アメリカ経済全体の成長ペースは2018年4～6月期をピークに減速傾向にある（図表5）。本稿執筆時点で2019年4～6月期の実質GDP成長率は未発表であるものの、ニューヨーク連邦

準備銀行が月次経済指標等を基に算出しているNowcastは、足許の成長ペースが2%前後とみられる潜在成長率を下回った可能性を示唆している。海外経済の減速や貿易摩擦が景気の重石になっていることに加え、拡張的な既往財政政策の効果が減衰していることも影響しているとみられる。

(図表4) アメリカのコア資本財出荷・受注
(3カ月移動平均)



(資料) U.S. Census Bureauを基に日本総合研究所作成

(図表5) アメリカの実質GDP成長率
(前期比年率)



(資料) BEA、ニューヨーク連銀を基に日本総合研究所作成
(注) Nowcastはニューヨーク連銀が公表しているGDPの予測値。7月5日時点。

2. 通商・財政・金融政策の行方

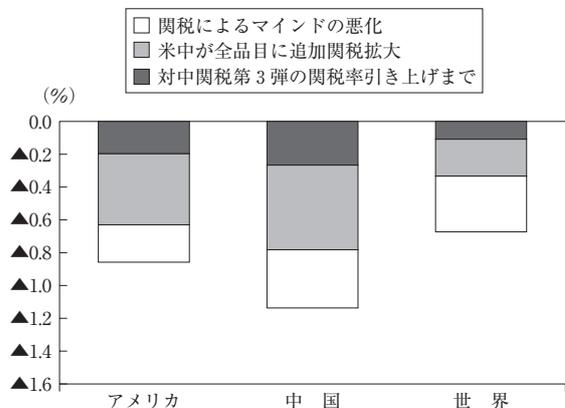
減速感が見られつつも戦後最長となった現在の景気拡大局面の持続性は、トランプ政権・議会の政策運営と、FRBの金融政策運営に大きく左右される公算が大きい。そこで、以下では、通商・財政・金融政策の行方とその影響について考察したうえで、アメリカ景気の先行きを展望する。

(1) 対中関税第4弾は回避

通商政策を巡る最大の懸念材料は、米中の貿易戦争の行方である。G20大阪サミットに合わせて6月29日に開催された米中首脳会談では、両国が5月から中断していた通商協議を再開することで合意した。そのなかで、アメリカは中国からの残りの輸入品3,000億ドル相当を対象とする制裁関税第4弾の発動を当面見送ることを決定した。さらに、トランプ大統領は中国の通信機器最大手ファーウェイに対する制裁を緩和する意向も表明した。

今回、アメリカと中国が貿易戦争の「一時休戦」で合意したことで、両国および世界景気が深刻な打撃を受ける事態はひとまず回避された。経済協力開発機構（OECD）の試算では、これまでに発動された関税措置による景気へのマイナス影響は限られる（図表6）。しかし、対中制裁関税

(図表6) 米中貿易戦争が実質GDPに与える影響



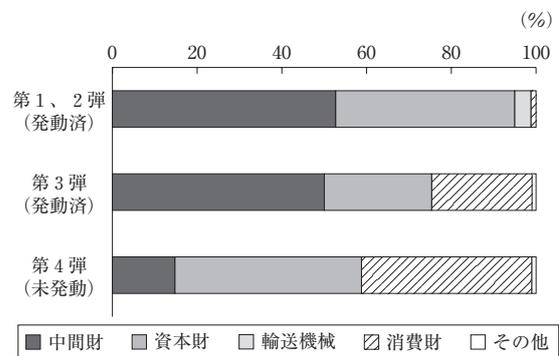
(資料) OECD “Economic Outlook, Volume 2019 Issue 1” を基に日本総合研究所作成
(注) 2021～2022年までに想定されるベースラインからの乖離幅。

第4弾が追加関税率25%で発動され、中国による報復措置や関税賦課によるマインドの悪化も生じた場合、両国および世界景気は大きく下振れする。

今回は一時休戦になったものの、今後も米中通商協議は難航し、貿易戦争の激化による景気下振れリスクを抱えた状況が続く公算が大きい。アメリカが問題視する中国の知的財産権の侵害や産業補助金などを巡る両国の根本的な主張の対立は解消されていないためである。6月29日の首脳会談でも、中国側は「主権や尊厳」に関わる問題については「自らの核心的利益」を守る立場を表明している。

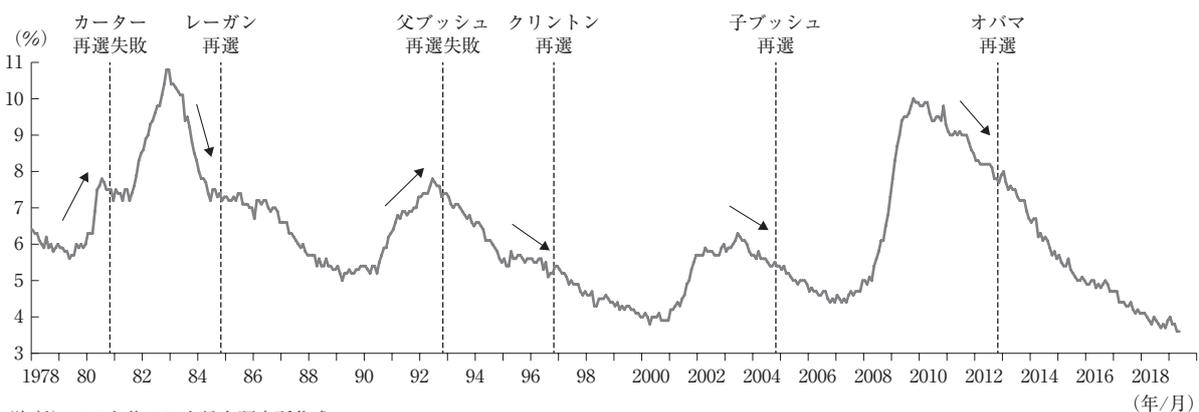
ただし、少なくとも2020年11月の大統領選挙後までは、対中関税第4弾の発動が回避されるというのがメインシナリオである。トランプ大統領は、6月18日、2020年の大統領選挙で再選を目指す考えを正式に表明した。このため、貿易戦争の激化が景気悪化を招き、有権者の支持を失うことは避けたい公算が大きい。とりわけ、対中関税第4弾の対象品目には消費財が多く含まれるため、中国からの輸入品への関税が価格転嫁された場合、消費者へのマイナス影響が大きくなる（図表7）。過去を振り返ってみても、景気・雇用情勢が堅調ないしは改善している局面では現職大統領が再選しやすい一方、その逆の局面では現職が落選しやすい傾向がある（図表8）。

（図表7）アメリカの対中輸入関税に占める財別割合



（資料） Peterson Institute for International Economics "Trump and China Formalize Tariffs on \$260 Billion of Imports and Look Ahead to Next Phase"を基に日本総合研究所作成

（図表8）アメリカの失業率と大統領選挙



（資料） BLSを基に日本総合研究所作成

一方、中国政府も、貿易戦争の激化による自国経済へのこれ以上の打撃を避けたいのが本音と推測される。貿易戦争のマイナス影響を緩和するための景気刺激策が、懸案となっている過剰債務などの構造問題を深刻化させるというジレンマを抱えているためである。米中両国の間で中長期的な覇権争いは避けられないにしても、短期的には貿易戦争の激化を避ける方向で両国の思惑は一致しているとみられる。

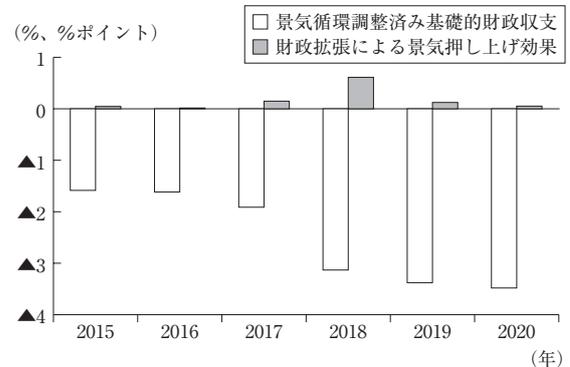
(2) 財政政策は景気に中立

2018年は大型減税や財政支出拡大などが景気に対する強い追い風になったものの、今後、財政政策は景気に対しておおむね中立になるとみられる。

まず、拡張的な既往財政政策による効果はすでに減衰している。景気循環要因を調整した財政収支の変化が景気に与える影響を試算してみると、2018年は拡張的な財政政策が景気を大きく押し上げたものの、2019年には景気刺激効果が弱まり、2020年には効果が剥落することが予想される（図表9）。

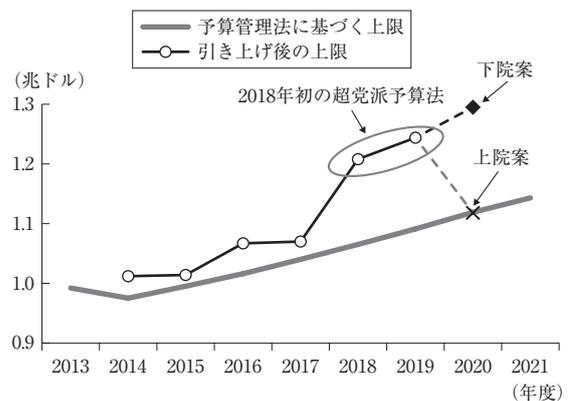
加えて、今秋にかけて本格化するとみられる2020年度予算の審議では、インフラ投資拡大などの追加の大規模な財政支出の実現は見込み難い。インフラ投資などが含まれる連邦政府の裁量的経費には、2011年に制定された予算管理法によって、2021年度分まで歳出上限（キャップ）が設定されている（図表10）。しかし、裁量的経費を抑制することが容易ではない水準に歳出上限が設定されてしまったことから、連邦議会はこの上限を引き上げてきた経緯がある。直近では、2018年初めに成立した超党派予算法において、2018～2019年度の裁量的経費の歳出上限が大幅に引き上げられた。本年10月から始まる2020年度予算については、与党共和党が過半数を占める上院では、予算管理法に沿って裁量的経費を2019年度よりも削減する案が示される一方、野党民主党が過半数を占める下院では、裁量的経費を2019年度よりも拡大させる案が示されている。現状では上院案と下院案が大きく乖離しているため、予算審議が難航する可能性がある。昨年末から本年初めには、メキシコとの国境の「壁」の予算捻出などを巡ってトランプ政権・共和党と民主党が対立したことで、政府機関閉鎖が史上最長の35日間に及び、景気下押し要因となったことは記憶に新しい（図表11）。今回も、新しい会計年度を迎える10月1日までにつな

(図表9) アメリカの財政収支と景気押し上げ効果 (対GDP比)



(資料) OECDを基に日本総合研究所作成
(注) 景気押し上げ効果は財政乗数を0.5と仮定した場合。

(図表10) アメリカ連邦政府の裁量的経費の歳出上限



(資料) CRS、CBO、上院予算委員会、下院予算委員会を基に日本総合研究所作成
(注) 上院案、下院案ともに予算委員会案。

(図表11) アメリカの政府機関閉鎖

| 近年の政府機関閉鎖 | | |
|-------------------------|----|-------|
| 閉鎖期間 | 日数 | 大統領 |
| 1995年11月13日～1995年11月19日 | 5 | クリントン |
| 1995年12月16日～1996年1月6日 | 21 | クリントン |
| 2013年10月1日～2013年10月16日 | 16 | オバマ |
| 2018年1月20日～2018年1月22日 | 3 | トランプ |
| 2018年2月9日 | 1 | トランプ |
| 2018年12月22日～2019年1月25日 | 35 | トランプ |

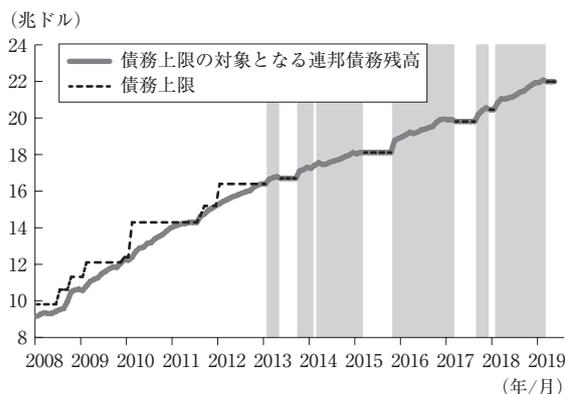
| 直近の政府機関閉鎖の影響試算 (CBO) | | | |
|----------------------|--------|-----------------|--------------------------|
| | | 実質GDP水準への影響 (%) | 実質GDP成長率への影響(前期比年率、% pt) |
| 2018年 | 10～12月 | ▲0.1 | ▲0.2 |
| 2019年 | 1～3月 | ▲0.2 | ▲0.4 |
| | 4～6月 | 0.1 | 1.0 |
| | 7～9月 | 0.1 | ▲0.0 |
| | 10～12月 | 0.0 | ▲0.3 |

(資料) CRS、CBOを基に日本総合研究所作成

ぎ予算などが成立しなかった場合は、一時的に政府機関の一部閉鎖が発生するリスクがある。もっとも、最終的には上下両院が歩み寄ることで、2020年度の裁量的支出の上限は2019年度並みの水準となる公算が大きい。

さらに、財政資金面でも不安材料がある。適用が停止されていた連邦債務上限が本年3月から復活しており、足許は財務省が特例措置により資金を確保しているものの、今夏の終わりごろには資金が枯渇する恐れがある（図表12）。もっとも、共和・民主両党ともに、債務不履行（デフォルト）に陥れば、金融市場に深刻な影響を与えかねないことを認識しているとみられるため、少なくとも大統領選挙後までは上限適用が再停止される見通しである。

（図表12）アメリカの連邦債務上限

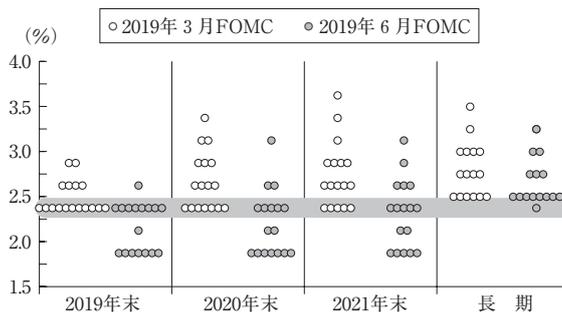


（資料） U.S. Department of the Treasuryを基に日本総合研究所作成
（注） シャドー部は債務上限適用停止期間。

（3）FRBは予防的な利下げ

財政政策が景気に対しておおむね中立になるとみられる一方、FRBの緩和的な金融政策が景気を下支えするとみられる。FRBは、6月18～19日の連邦公開市場委員会（FOMC）で、景気見通しの不確実性の高まりなどに対処するために、7月30～31日以降の会合で利下げを実施する可能性を示唆した。同時に公表されたFOMC参加者の政策金利見通しは、年内に最大0.5%ポイントの利下げを想定する内容となっている（図表13）。

（図表13）FOMC参加者の政策金利見通し



（資料） FRBを基に日本総合研究所作成
（注） ドット（○）は各FOMC参加者の予測値を示す。参加者は17人。参加者の1人が長期の予測値を未回答。シャドー部は足許のFF金利誘導目標レンジ。

FRBが利下げ姿勢に転じた背景としては、景気見通しの不確実性の高まりに加え、デイスインフレ傾向の定着を招きかねないインフレ期待の下振れに対して危機感を強めていることも指摘できる。労働需給がひっ迫するなか、賃金は高めの伸びが続いているものの、薬価引き下げや家賃の伸び悩みなどが

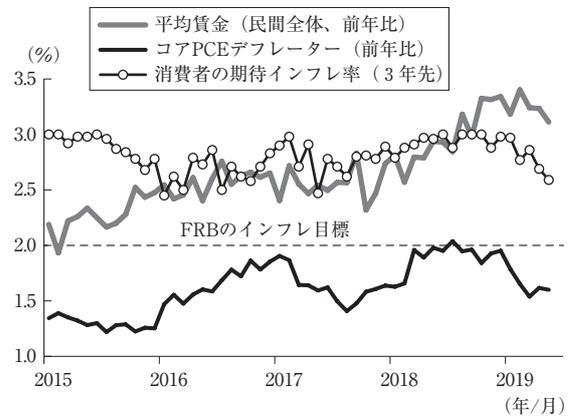
インフレ抑制要因となるなかで、コア・インフレの伸びが鈍化し、家計のインフレ期待も低下傾向にある（図表14）。

先行きも、貿易摩擦や海外景気の減速などによる景気下振れリスクが残るとみられることに加え、デイスインフレ傾向が定着してしまうことへの懸念もあることから、FRBは年内に0.25%ポイントずつ2回の予防的な利下げを実施すると予想される。もっとも、これまでの対中関税引き上げによる景気へのマイナス影響は限定的にとどまるため、景気失速は回避されるとみている。この結果、過去の景気後退時のような本格的な利下げ局面には至らない見通しである。

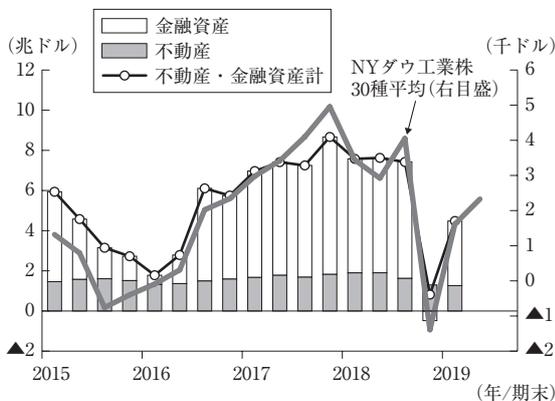
FRBによる予防的な利下げの例として、1996年と98年の利下げを挙げることができる。FRBは、94年から利上げを開始していたが、同年末にメキシコ通貨危機、97～98年にアジア・ロシア通貨危機と米大手ヘッジファンドLTCM（ロング・ターム・キャピタル・マネジメント）の破綻が発生した。こうした状況に際し、FRBは迅速に利下げを実施し、景気拡大を持続させることに成功した。

FRBの利下げは様々な経路を通じて景気を下支えすることになるだろう。まず、貿易摩擦などをめぐる先行き不透明感はくすぶり続けるものの、FRBが利下げに動くことで株高地合いが続き、資産効果が個人消費を下支えする見込みである（図表15）。加えて、住宅ローン金利の低下が家計の住宅取得能力を高めることで、住宅投資も緩やかな回復に向かう公算が大きい（図表16）。一方、金利低下に伴い、ドル安が進めば、輸出が下支えされる可能性があるものの、金融緩和の動きがアメリカ以外にも広がっているため、大幅なドル安は見込み難い。

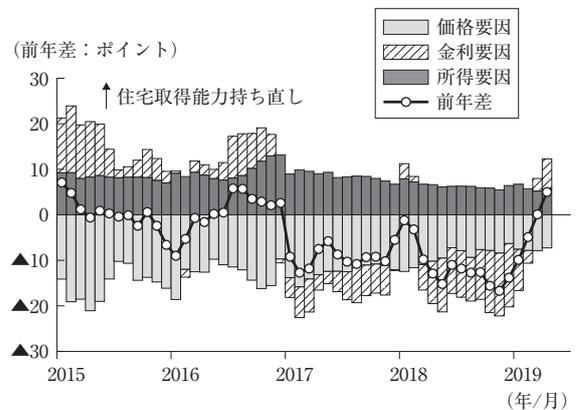
（図表14）アメリカの賃金上昇率、インフレ率、期待インフレ率



（図表15）アメリカ家計の不動産・金融資産と株価（前年差）



（図表16）アメリカ家計の住宅取得能力指数の変動要因分解



3. 景気の見通し：2%前後の潜在成長ペースを維持

以上を踏まえ、アメリカ景気の先行きを展望すると、財政面からの景気押し上げ効果は2020年にかけて剥落するものの、貿易摩擦によるマイナス影響は限定的にとどまり、FRBの利下げが景気を下支える見込みである。こうしたなかで、2%前後とみられる潜在成長率並みの拡大ペースは維持され、戦後最長の景気拡大局面がしばらく続く見通しである（図表17）。

（図表17）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）

| | 2018年 | | | 2019年 | | | 2020年 | | | | 2018年 (実績) | 2019年 (予測) | 2020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) | | | | | | | | | |
| 実質GDP | 3.4 | 2.2 | 3.1 | 1.8 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 2.9 | 2.6 | 1.9 |
| 個人消費 | 3.5 | 2.5 | 0.9 | 2.4 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 2.6 | 2.2 | 2.1 |
| 住宅投資 | ▲3.6 | ▲4.7 | ▲2.0 | ▲0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | ▲0.3 | ▲1.9 | 0.4 |
| 設備投資 | 2.5 | 5.4 | 4.4 | 2.2 | 3.1 | 3.2 | 3.2 | 3.1 | 3.1 | 3.1 | 6.9 | 4.0 | 3.1 |
| 在庫投資（寄与度） | 2.3 | 0.1 | 0.6 | ▲0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.4 | 0.0 |
| 政府支出 | 2.6 | ▲0.4 | 2.8 | 2.0 | 1.4 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 1.5 | 1.7 | 1.2 |
| 純輸出（寄与度） | ▲2.0 | ▲0.1 | 0.9 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.3 | ▲0.0 | ▲0.2 |
| 輸出 | ▲4.9 | 1.8 | 5.4 | 1.8 | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 1.9 | 4.0 | 2.3 | 2.1 |
| 輸入 | 9.3 | 2.0 | ▲1.9 | 2.3 | 2.8 | 2.9 | 2.9 | 2.8 | 2.7 | 2.7 | 4.5 | 1.9 | 2.8 |
| 実質最終需要 | 0.7 | 2.1 | 2.8 | 2.2 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 2.8 | 2.3 | 1.9 |
| 消費者物価 | 2.6 | 2.2 | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 2.4 | 1.7 | 1.9 |
| 除く食料・エネルギー | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 2.1 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 2.1 | 2.1 | 1.9 |

（資料）BEA、BLSを基に日本総合研究所作成

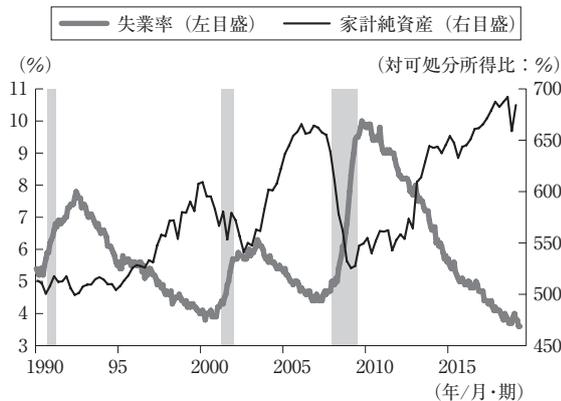
（注）在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年（同期）比。

家計部門では、良好な雇用・所得環境と資産効果に支えられて、個人消費が堅調に推移する見込みである。失業率は1960年後半以来の低水準である3%台後半で推移しているほか、家計純資産の対可処分所得比は過去最高水準まで上昇している（図表18）。貿易摩擦の影響については、消費財が多く含まれる対中関税第4弾の発動が回避されることで、個人消費への下押し圧力は限られる公算が大きい。住宅投資は、金利低下を受けた家計の住宅取得能力の持ち直しにより、緩やかな回復トレンドに向かうだろう。

企業部門では、輸出の力強い回復は見込み薄ながら、堅調な個人消費を追い風に、設備投資は緩やかな増勢が続く見込みである。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、頭打ちになったものの、「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19）。

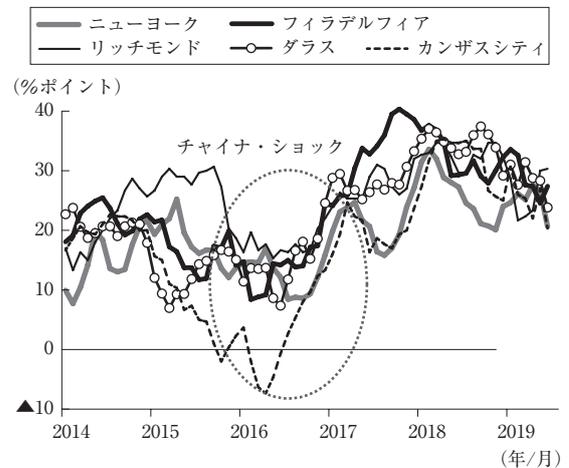
FRBは、景気見通しの不確実性の高まりやインフレ率の下振れなどに対応するために、年内に0.25%ポイントずつ合計2回の利下げを実施すると予想される。もっとも、景気失速が回避されることで、過去の景気後退時のような本格的な利下げ局面とはならず、2020年入り後は再び様子見姿勢に転じる見通しである。

(図表18) アメリカの失業率と家計純資産



(資料) BLS、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19) アメリカの製造業の6カ月前の設備投資見通し



(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。

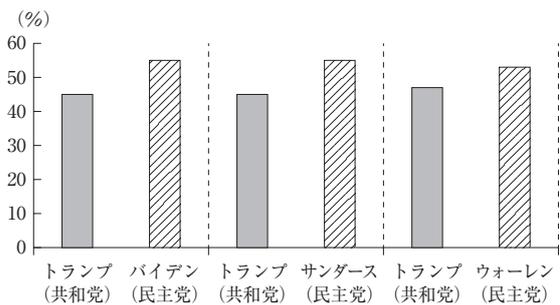
4. リスク

(1) 貿易戦争の激化

最大のリスク要因は、再選に焦りを感じたトランプ大統領が、性急な成果を求めて貿易戦争を激化させる事態である。最近行われた2020年の大統領選挙に関する世論調査では、バイデン前副大統領ら民主党の有力候補がトランプ大統領に支持率でリードしているという結果もあり、現時点でトランプ大統領の再選は覚束ない状況である(図表20)。FRBの利下げが景気・株価を下支えすることで、トランプ大統領が通商面で強硬姿勢を強めやすくなる可能性もある。

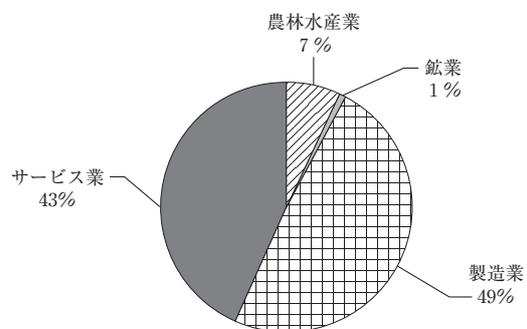
まず、対中関税第4弾が発動された場合、対象品目に消費財が多く含まれるため、個人消費への下押し圧力が強まる見込みである。一方、アメリカの対中輸出は金額そのものが大きくないため、報復関税賦課による直接的な景気へのマイナス影響は限られる公算が大きい。ただし、対中輸出の付加価値を生み出しているアメリカ内の産業構成をみると、卸・小売や輸送などのサービス業のウェイトも高いため、報復関税の影響は製造業だけでなく、幅広い業種に広がる構図になっている点には注意が必要である(図表21)。

(図表20) 2020年の大統領選挙に関する世論調査結果 (トランプ氏と民主党候補の直接対決でどちらに投票するか)



(資料) Emerson Collegeを基に日本総合研究所作成
(注) 6月21～24日に実施された調査結果。

(図表21) アメリカの対中輸出の付加価値を生み出している産業構成 (2015年)



(資料) OECDを基に日本総合研究所作成

米中貿易戦争の激化は、アメリカ国内に拠点を置く企業の雇用や設備投資も下押しすることになる。関税賦課による影響を検証した先行研究では、対中関税第4弾までの関税措置が1～3年間で200万人以上の雇用を失わせるとの試算もある（図表22）。産業別の内訳をみると、対中関税で保護される繊維や鉄鋼、金属加工、電子機器、機械などを中心に製造業では雇用がわずかに増加する一方、関税引き上げによるコスト負担増が内需や企業収益を圧迫するなかで、建設や卸・小売、企業向けサービスなどを中心にサービス業の雇用は大きく減少するという結果になっている。

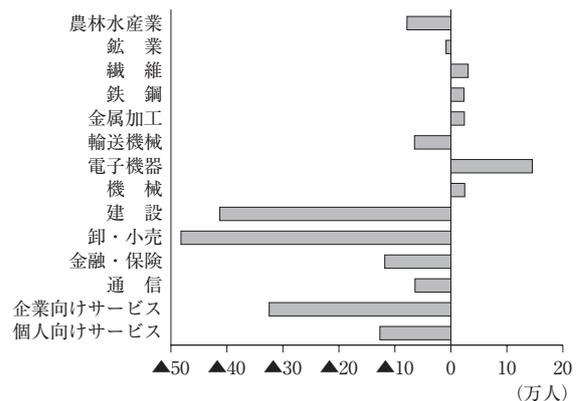
加えて、中国以外の主要貿易相手国・地域との貿易摩擦の激化による景気下振れリスクも残る。トランプ大統領は6月7日、不法移民の脅威を理由にメキシコ製品に賦課することを検討していた制裁関税の発動を無期限で見送ることを表明した。もっとも、メキシコ国境からの不法移民の流入が急増した場合は、対メキシコ関税が発動される可能性は否定できない。また、アメリカの通商代表部は、7月1日、欧州の航空機大手エアバス社への補助金を巡り、欧州連合（EU）への発動を検討している追加関税の対象規模を拡大すると発表しており、今後、関税措置の応酬が懸念される。さらに、トランプ政権は、5月17日に輸入自動車に対する追加関税賦課の判断を6カ月先送りしたものの、自動車の主要な輸入先であるEUや日本との通商交渉が進展しなければ、追加関税の発動が決定される可能性がある。国際通貨基金（IMF）の試算では、自動車関税によるアメリカの実質GDP下押し圧力は、対中関税第4弾までの関税措置よりも大きい（図表23）。

(2) 企業債務問題

次に、企業債務の積み上がりも潜在的なリスク要因である。今回の景気拡大局面では、緩和的な金融環境が長期間維持されるなかで、非金融企業が抱える債務の対GDP比は2008年の金融危機前のピーク水準を突破している（図表24）。企業収益対比で見れば、債務が過大とまでは言えないものの、今後、貿易摩擦の激化などに伴い、景気・企業収益が大きく下振れすれば、企業債務を巡る問題が噴出し、景気悪化を増幅するリスクもある。

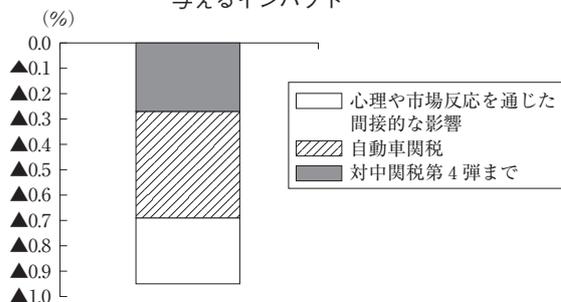
企業債務が「量」的に膨張しているのみならず、「質」的な劣化がみられることにも注意が必要であ

（図表22）対中関税第4弾までの措置がアメリカ雇用に与える影響



（資料）Trade Partnership Worldwide “Estimated Impacts of Tariffs on the U.S. Economy and Workers” を基に日本総合研究所作成

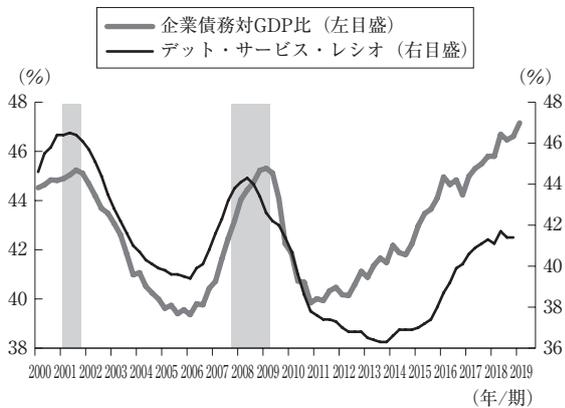
（図表23）関税措置がアメリカの実質GDPに与えるインパクト



（資料）IMF “World Economic Outlook, October 2018” を基に日本総合研究所作成

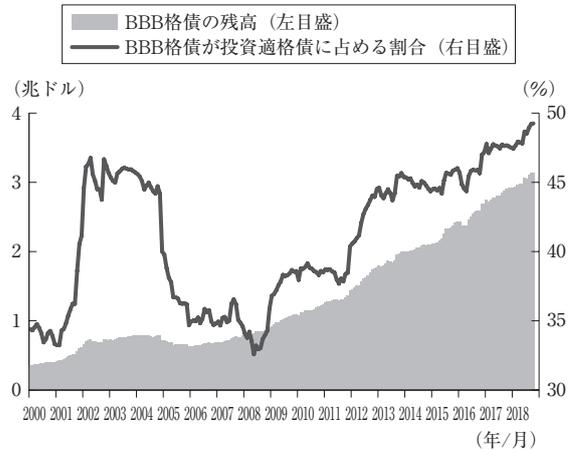
（注）関税措置の応酬がなかった場合の実質GDP水準からの乖離幅で、間接的な影響までを含めたインパクトが最大になると想定されている2020年時点の数値。

(図表24) アメリカの非金融企業債務の対GDP比と
デット・サービス・レシオ



(資料) 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・レシオは債務元利返済額の企業収益に占める割合。

(図表25) アメリカのBBB格債市場

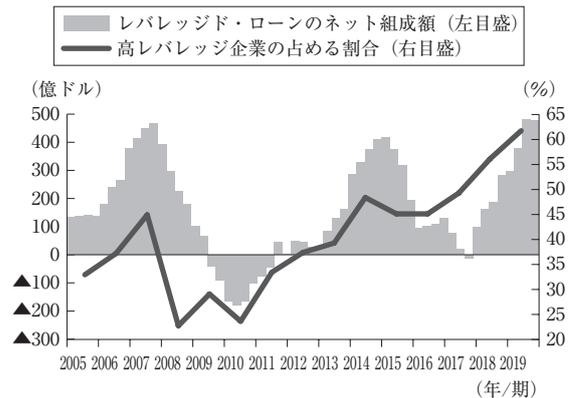


(資料) IMF "Global Financial Stability Report, April 2019" を基に日本総合研究所作成

る。社債市場では、金融危機後、投資適格級のなかで信用力が最低の「BBB」格債が増加している(図表25)。企業業績が悪化し、こうした社債が「投資不適格(投機的)」に格下げされた場合、企業は債務調整(デレバレッジ)を強いられる公算が大きい。加えて、近年では、重債務企業向けの融資「レバレッジド・ローン」の組成が、企業収益に対する債務比率の上昇を伴いながら増加傾向にある(図表26)。なかでも、金融機関がレバレッジド・ローンの融資契約をする際に、借り入れ企業に一定の財務健全性の維持を求める特約条項「コベナンツ」の要件が緩和された「コベナンツ・ライト」の案件が増加していることが懸念されている。借り入れ企業の業績が悪化した場合には、債務不履行(デフォルト)が増加する可能性が高い。

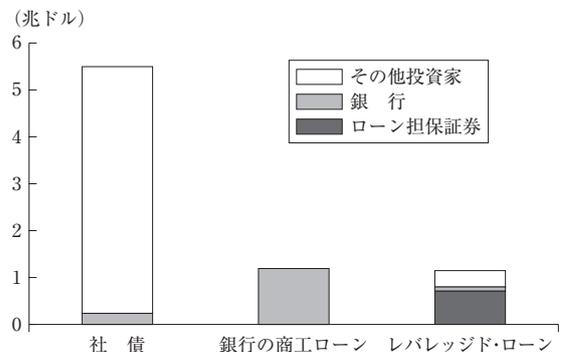
さらに、レバレッジド・ローンの債務不履行は、ローン担保証券(CLO)の投資家が損失を被るとの懸念を呼び、金融市場の混乱に拍車をかけるリスクがある。レバレッジド・ローンの残高は社債と比べて大きくないものの、大部分が証券化商品であるローン担保証券(CLO)に組み入れられているのが特徴である(図表27)。証券化商品

(図表26) アメリカのレバレッジド・ローン市場



(資料) FRB "Financial Stability Report, May 2019" を基に日本総合研究所作成
(注) 企業債務のEBITDA倍率が5倍以上の企業を高レバレッジ企業として集計。2019年は第1四半期まで。

(図表27) アメリカ企業債務の種類別残高と資金の出し手



(資料) FRB "Financial Stability Report, May 2019" を基に日本総合研究所作成

の多くは、債務不履行に陥った場合に損失を負担する投資家の範囲やその規模が不透明であるため、金融市場で疑心暗鬼を生む恐れがある。

2019年7月で戦後最長記録を更新した現在の景気拡大局面は、こうした景気下振れリスクを抱えながら、さらなる記録更新に挑んでいくことになる。景気拡大の持続性を見通すうえでは、通商政策をはじめとするトランプ政権の政策運営に加え、企業債務など金融面の不均衡の蓄積状況も注視していく必要があるだろう。

(2019. 7. 12)