

《2019～20年米国経済見通し》

2018年11月30日
No.2018-008

米国景気は潜在成長ペースに軟着陸へ

～ 景気の過熱感や金融面の顕著な不均衡はみられず、インフレ懸念も杞憂 ～

調査部 マクロ経済研究センター

《要点》

- ◆米国では、潜在成長率を上回る高めの成長が持続。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。
- ◆もっとも、①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概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。
- ◆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。家計部門でも、過剰支出は見られない状況。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見込み。
- ◆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状況。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。
- ◆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状況。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なくなったことが奏功。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。
- ◆以上を踏まえ、米国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、20年にかけて潜在成長ペースに軟着陸していくと予想。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19年半ば以降に様子見姿勢に転換。
- ◆リスクシナリオとしては、1960年代後半のように、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を想定。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。

< 目 次 >

1. 現状	1
(1) 足許の景気は総じて堅調ながら、一部に弱さも	
(2) 2020年にかけて景気に不透明感	
2. 景気失速を回避できる理由	3
(1) 企業の事業運営・バランスシートともに概ね適正水準	
(2) 家計の過剰支出はみられず	
(3) 賃金上昇を起点としたインフレ高進リスクは小	
(4) 資産価格は極端に割高とはいえず	
3. 見通し：2020年にかけて潜在成長ペースにソフトランディングへ	7
4. リスク	8
(1) F R Bの意図せざる政策ミスに注意	
(2) 最終的にF R Bの金融引き締め強化が景気をオーバーキルへ	

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

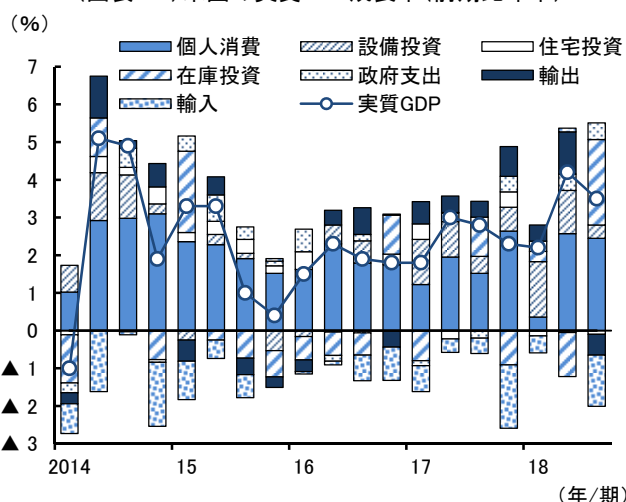
井上 恵理菜 Tel : 03-6833-6380 Mail : inoue.erina@jri.co.jp

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。

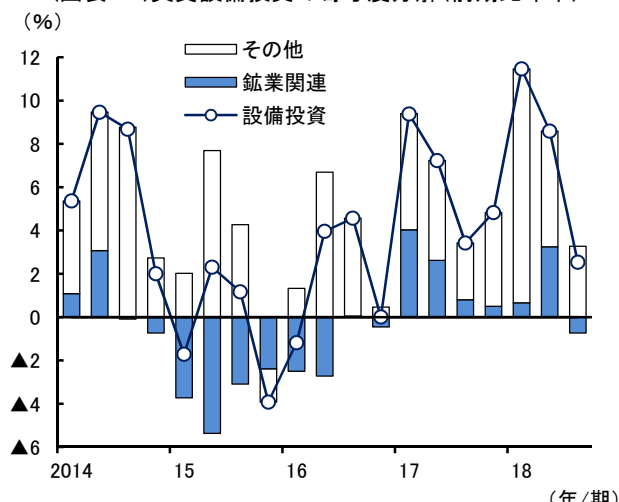
現状 足許の景気は総じて堅調ながら、一部に弱さも

- (1) 2009年6月から始まった現在の米国景気の拡大局面は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。18年は、1～3月期に潜在成長率（2%前後）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記録（図表1-1）。堅調な雇用の増加や賃金の上昇、18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。
- (2) 一方で、一部に弱さも。第1に、法人・設備投資減税の追い風があるなかでも、設備投資が減速。内訳をみると、原油高の一服を受けて鉱業関連の設備投資が減少したほか、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（図表1-2）。
- (3) 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。トランプ政権は、18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対抗。地域別にみると、景気が減速傾向にあり、米国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（図表1-3）。
- (4) 第3に、住宅投資が弱含み。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、景気不透明感は薄れる方向。一方、供給不足などによる住宅価格の上昇に加え、F R B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状況（図表1-4）。

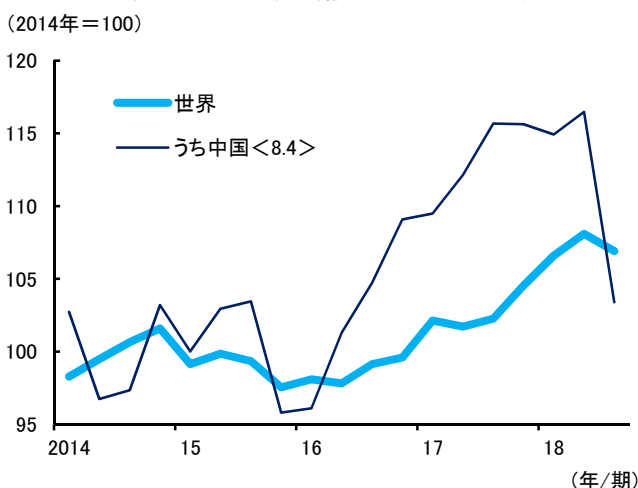
(図表1-1) 米国の実質GDP成長率(前期比年率)



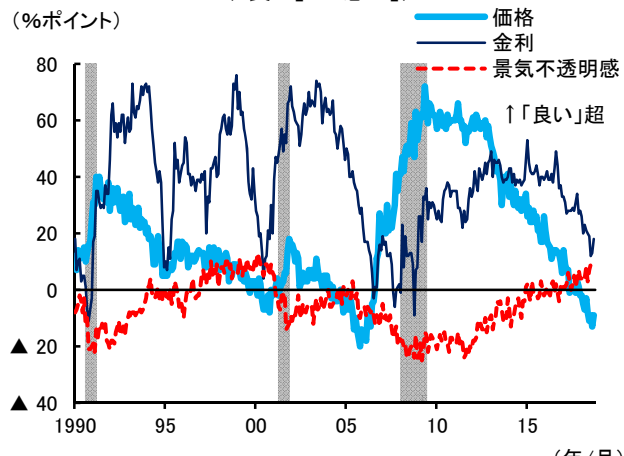
(図表1-2) 実質設備投資の寄与度分解(前期比年率)



(図表1-3) 米国の実質輸出(対世界と対中国)



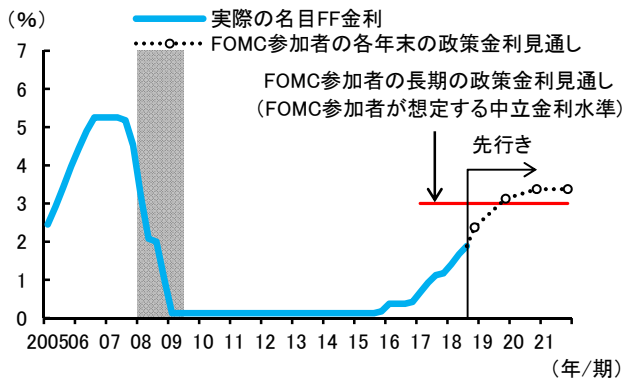
(図表1-4) 米国家計の住宅購入判断に影響している要因
('良い'-'悪い')



現状 2020年にかけて景気に不透明感

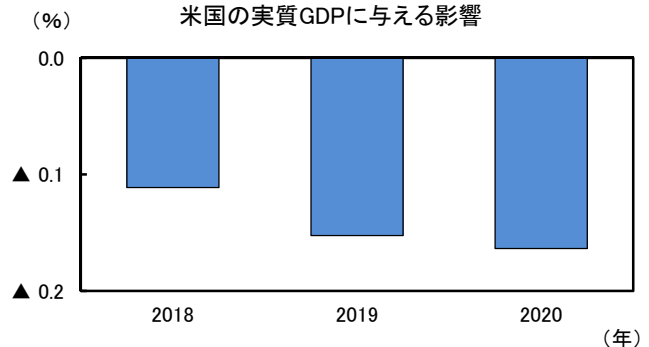
- (5) 成長の勢いに陰りがみられ始めるなかで、2020年にかけては既往の金融緩和や財政拡大の効果剥落が見込まれることもあり、一部では景気失速に至るとの見方も。具体的にみると、金融政策については、FOMC参加者の見通しでは、政策金利が19年後半に中立水準、すなわち、景気に対して緩和的でも引き締めのでもない水準である3.0%（中央値）を超え、景気に対して引き締めの領域に入ることが想定（図表2-1）。財政政策についても、減税や歳出拡大による景気押し上げ効果は19年にピークアウトする公算大。18年11月の中間選挙で議会にねじれが生じたことで、トランプ大統領が意欲を示す追加減税などの実現可能性は低下。
- (6) もっとも、早期の景気失速懸念は杞憂。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。IMFの試算では、19年1月に対中制裁関税第3弾の関税率が引き上げられ、中国が報復措置を講じても、米国景気へのマイナス影響は限定的（図表2-2）。
- (7) 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。製造業の6ヵ月先の設備投資見通しは、18年入り以降に頭打ちとなっているものの、「チャイナ・ショック」が発生した15～16年と比べれば依然として良好（図表2-3）。また、住宅販売業者の6ヵ月先の販売見通しは、足許にかけて低下傾向が続いているものの、金利が急騰した13年の「バーナンキ・ショック」後と比べて高めの水準を維持（図表2-4）。
- (8) 本稿では、向こう2年間の米国景気を展望するうえで、内需の底堅さ、及び内需が腰折れするリスクを点検。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概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。

(図表2-1)米国の政策金利と中立金利水準



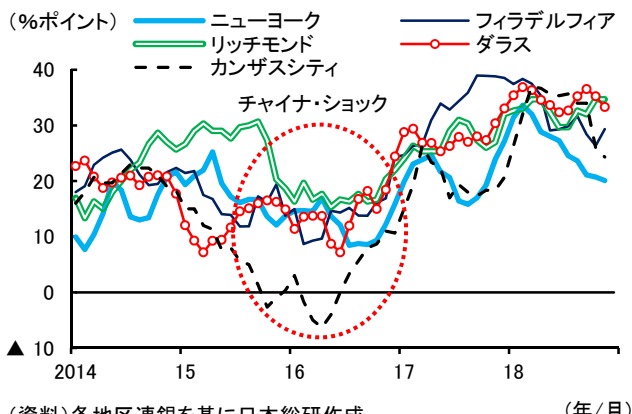
(資料)FRB、NBERを基に日本総研作成
(注)FOMC参加者の見通しは2018年9月時点の中央値。
シャドー一部は景気後退期。

(図表2-2)対中制裁第3弾までの関税措置の応酬が
米国の実質GDPに与える影響



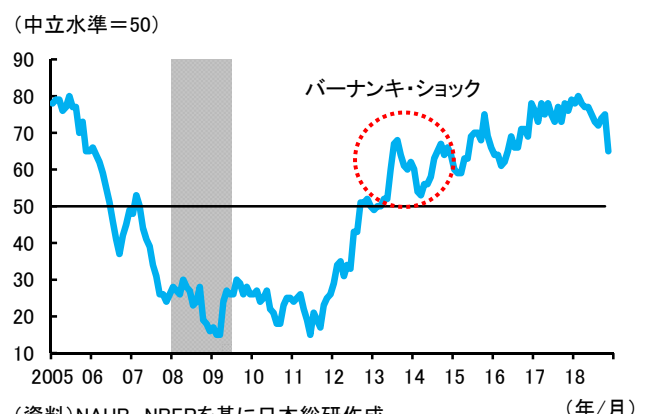
(資料)IMF「世界経済見通し(2018年10月)」を基に日本総研作成
(注)関税措置の応酬がなかった場合の実質GDP水準からの乖離幅。
既往関税は、対中関税第3弾(2,000億ドル相当に年内は10%、
来年から25%の追加関税)までを含む。

(図表2-3)米国の製造業の6ヵ月先の設備投資見通し



(資料)各地区連銀を基に日本総研作成
(注)3ヵ月移動平均。

(図表2-4)米国の住宅建設業者の6ヵ月先の販売見通し

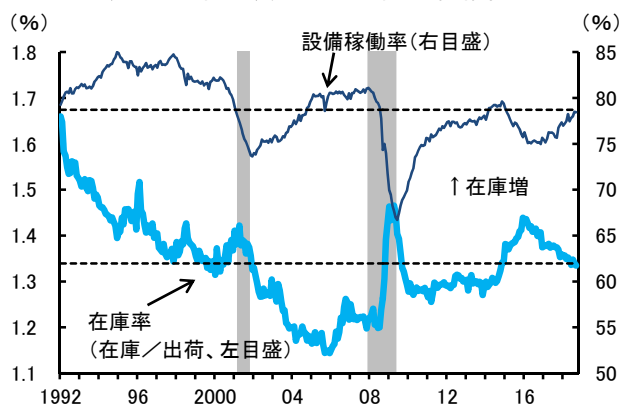


(資料)NAHB、NBERを基に日本総研作成
(注)シャドー一部は景気後退期。

実体経済 企業の事業運営・バランスシートとも概ね適正水準

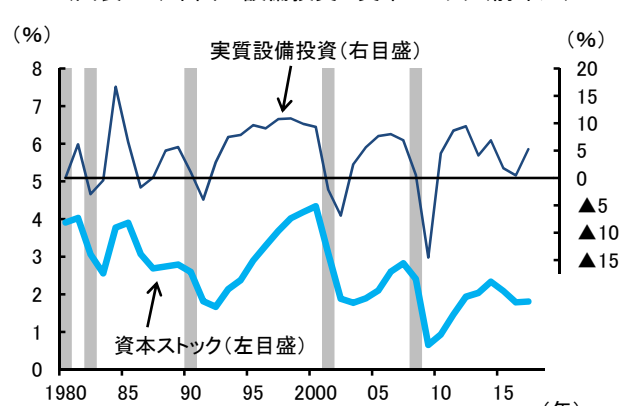
- (1) 以下では、過去の景気後退の引き金となった要因を踏まえて分析。まず、1980年代以前の景気拡大局面では、景気や労働市場が過熱してインフレリスクが高まると、FRBが金融引き締めを行うことで、様々な過剰の調整が生じ、景気が後退するというのが一般的。
- (2) もっとも、足許の実体経済に過熱感は見られない状況。企業部門では、在庫・設備・雇用・債務の面からみて、健全な事業運営がなされているとみなすことが可能。
- (3) まず、製造業に過剰在庫はみられず。内外需要の回復を受けて、生産は増加しているものの、在庫率は2016年から緩やかに低下し、足許では長期平均並みの水準（図表3-1）。このため、在庫調整を引き金とした景気失速リスクは小。
- (4) 一方、設備投資も概ね適正水準。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る状況にあるため、企業は生産能力を増強。もっとも、設備投資の伸びは過去の景気拡大局面と比べて極端に高いわけではなく、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（図表3-2）。このため、先行き企業の投資が大きく下振れする可能性は小。
- (5) 企業の雇用にも過剰感は見られず。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ものの、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（図表3-3）。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。
- (6) バランスシートの面でも、概ね健全性を維持していると判断。企業債務は、対GDP比では高めになっているものの、企業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（図表3-4）。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見込み。

(図表3-1) 米国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。シャド一部は景気後退期。

(図表3-2) 米国の設備投資と資本ストック(前年比)



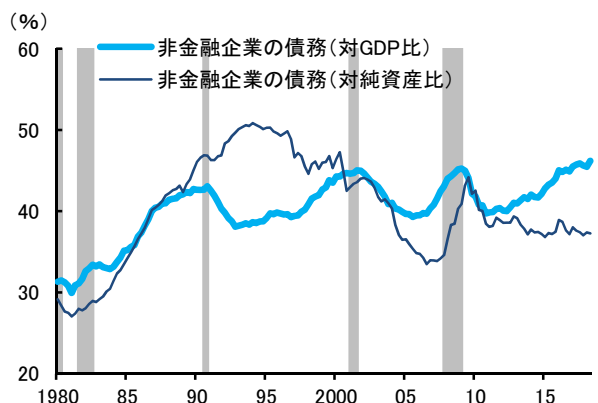
(資料) BEA, NBER
(注) シャド一部は景気後退期。

(図表3-3) 米国の企業収益と労働コスト(非金融法人企業)



(資料) BEA, NBER
(注) シャド一部は景気後退期。

(図表3-4) 米国の非金融企業の債務

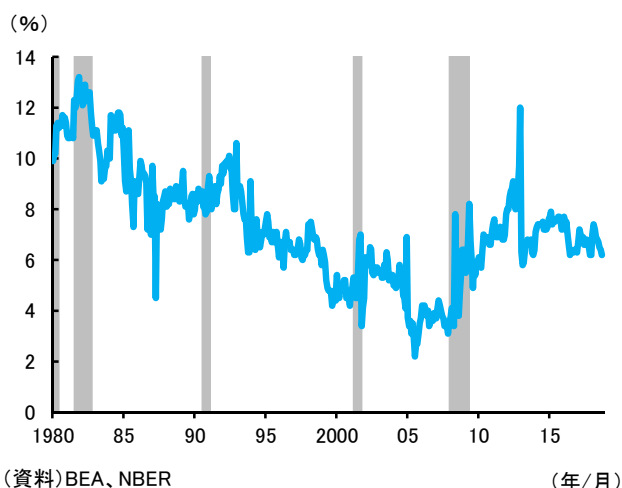


(資料) BEA, FRB, NBERを基に日本総研作成
(注) シャド一部は景気後退期。

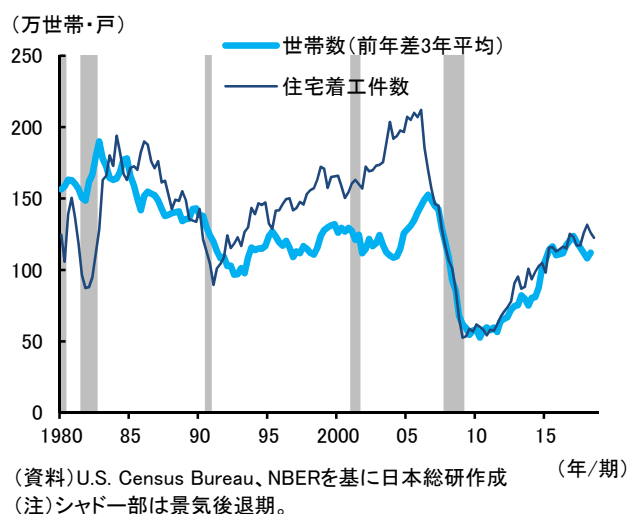
実体経済 家計の過剰支出はみられず

- (7) 家計部門でも、過剰支出はみられず。まず、米国では、個人消費が景気の牽引役になってきたものの、足許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の懸念は不要。家計貯蓄率は、住宅価格の上昇などを期待した借入依存の過剰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（図表4-1）。
- (8) 足許の住宅投資にも過剰感は見られない状況。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、潜在需要の範囲内であると判断（図表4-2）。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、金融危機後、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（図表4-3）。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、家計による住宅ローンの元利支払いの困難化に伴い、消費が大きく抑制されたりすることはない見込み。
- (9) 家計のバランスシートも健全。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（図表4-4）。このため、金利上昇などで債務返済に窮するリスクは小。
- (10) 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見込み。

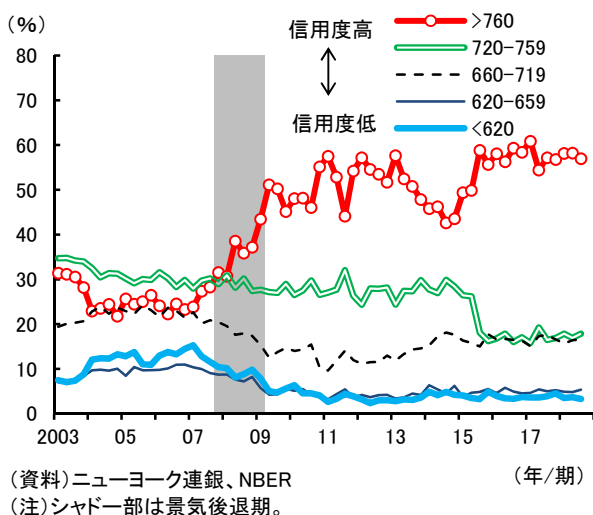
(図表4-1) 米国の家計の貯蓄率(対可処分所得比)



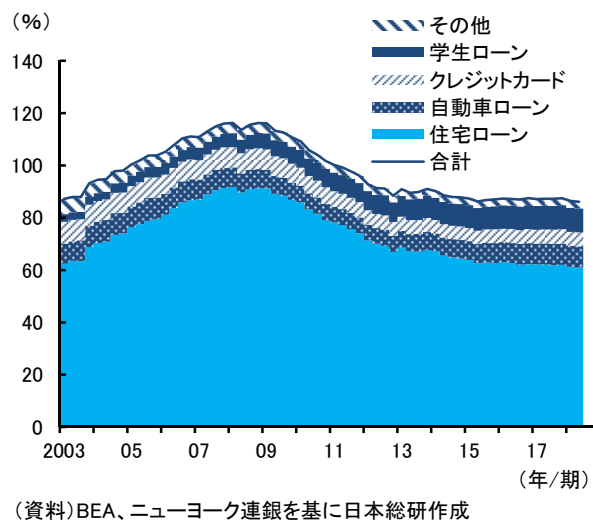
(図表4-2) 米国の住宅着工件数と世帯数



(図表4-3) 米国のクレジットスコア別住宅ローン実行額シェア



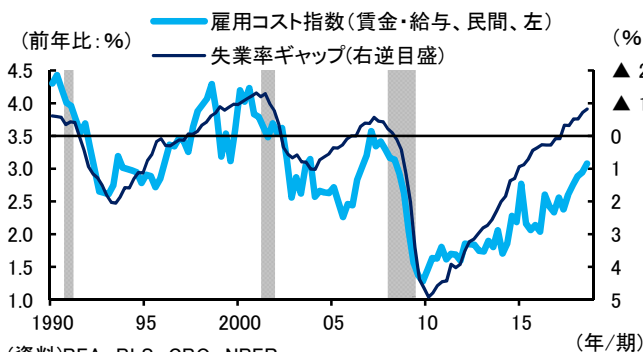
(図表4-4) 米国の家計債務(対可処分所得比)



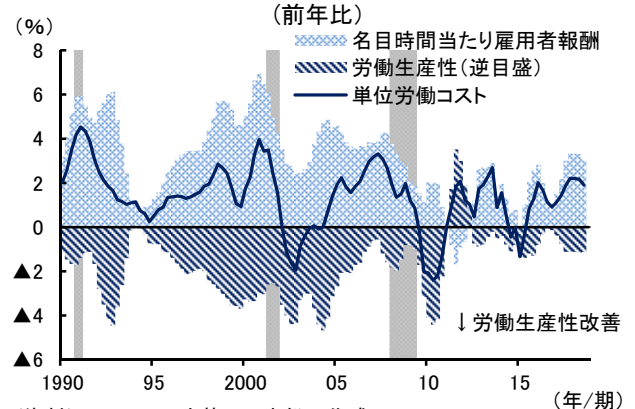
労働市場 賃金上昇を起点としたインフレ高進リスクは小

- (1) 実体経済に過熱感はみられないものの、労働市場では、失業率が歴史的な低水準となるなか、足許にかけて賃金上昇率が高まりつつあり、インフレに波及していくとの懸念も。一方、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、インフレ率の安定が続くと想定。今後、FRBの想定に反してインフレが高進した場合、FRBは利上げペースの加速を強いられることになり、急激な金融環境の引き締まりが総需要を大きく下押しし、景気後退に陥る恐れ。
- (2) もっとも、賃金上昇を起点としてインフレが高進するリスクは小。第1に、賃金上昇率が急速に高まる公算は小。足許の失業率からCBOが推計する自然失業率を引いた「失業率ギャップ」は労働需給がひっ迫していることを示唆しているものの、IT化やグローバル化、ベビーブーマー世代の引退といった人口動態の変化などの構造的な要因もあり、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(図表5-1)。
- (3) 第2に、労働生産性の改善。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、単位労働コストは2%前後で安定推移(図表5-2)。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吸収可能。
- (4) 第3に、期待インフレ率の安定。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(図表5-3)。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、高インフレの鎮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大。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(図表5-4)。

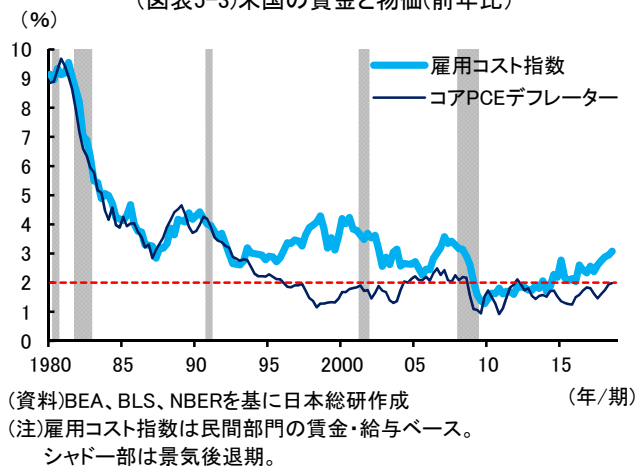
(図表5-1)米国の失業率ギャップと賃金上昇率



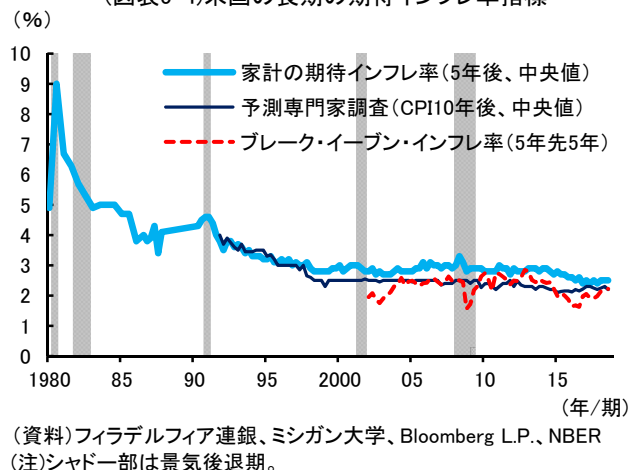
(図表5-2)米国の非農業部門の単位労働コストの要因分解



(図表5-3)米国の賃金と物価(前年比)



(図表5-4)米国の長期の期待インフレ率指標

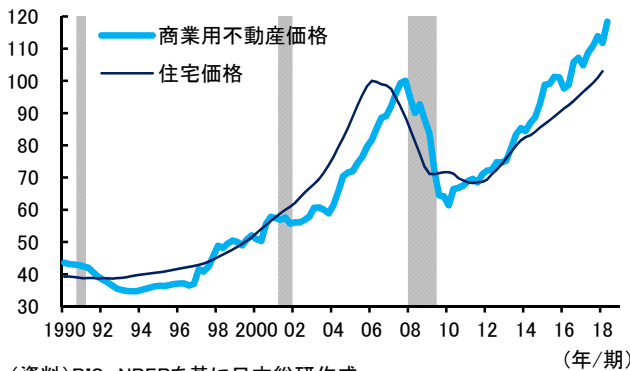


資産市場 資産価格は極端に割高とはいえず

- (1) 一方、1990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。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に。
- (2) 今回の景気拡大局面でも、資産バブルに対する懸念が徐々に高まっているものの、主要な資産価格は極端に割高とはいえない状況。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なくなったことが奏功している模様。
- (3) 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（図表6-1）。もっとも、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ほか、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（図表6-2）。また、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（図表6-3）。
- (4) 株式市場では、18年2月や10月に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。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り、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可能（図表6-4）。
- (5) 以上を踏まえると、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見込み。

(図表6-1)米国の不動産価格

(金融危機前のピーク=100)



(資料)BIS、NBERを基に日本総研作成

(注)シャドー部は景気後退期。

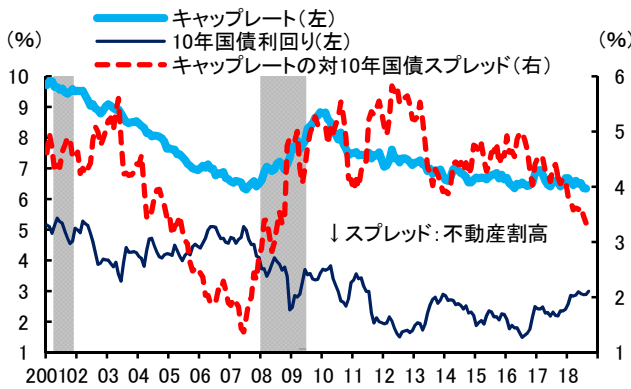
(図表6-2)米国の住宅ローン元利支払い額の対家計所得比と住宅投資の超過リターン



(資料)NAR、U.S. Census Bureau、Freddie Mac、NBERを基に日本総研作成

(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。

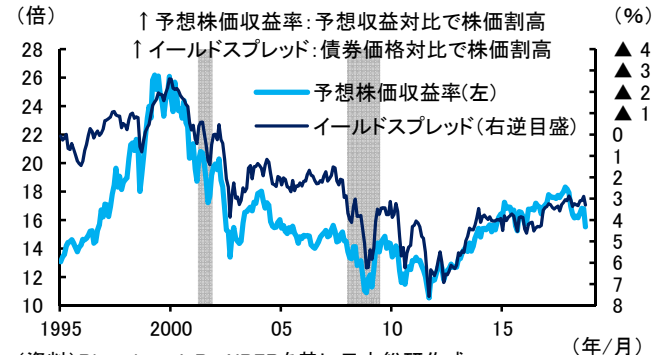
(図表6-3)米国の商業用不動産の期待収益率と長期金利



(資料)RCA、Bloomberg L.P.、NBERを基に日本総研作成

(注)シャドー部は景気後退期。

(図表6-4)米国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を基に日本総研作成

(注)予想株価収益率は12カ月先ブレンド一株当たり利益ベース。

イールドスプレッドは、株式益回り-10年国債利回り。

シャドー部は景気後退期。

見通し 2020年にかけて潜在成長ペースにソフトランディングへ

- (1) 以上を踏まえ、米国景気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、内需主導で潜在成長率（2%程度）を上回る高めの成長が続く見込み（図表7-1）。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（図表7-2）。
- (2) ただし、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、トランプ政権の対中制裁関税とその報復措置の影響の顕在化などを受け、景気の拡大モメンタムは低下へ。
- (3) 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概ね抑制されていること、などから、景気失速は回避され、20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。
- (4) FRBは、すでに雇用の最大化と物価の安定という「2つの使命」をほぼ達成。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19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（図表7-3）。19年半ば以降は、物価の安定が続くなかで、景気減速が明確化するのに伴い、様子見（wait and see）姿勢に転換へ。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。

(図表7-1) 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)

	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を基に日本総研作成

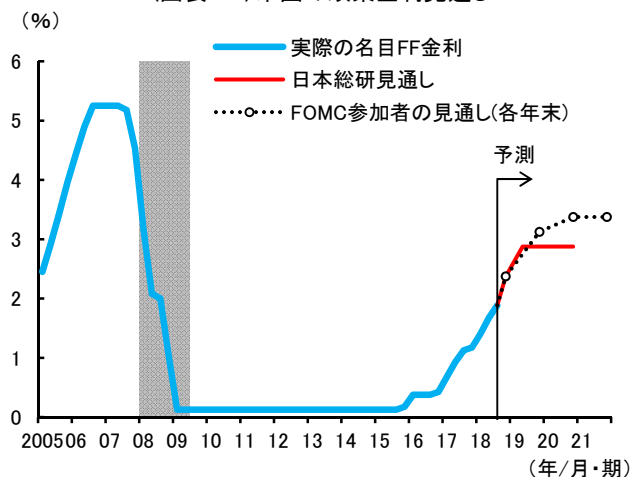
(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年(同期)比。

(図表7-2) 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	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7-3) 米国の政策金利見通し



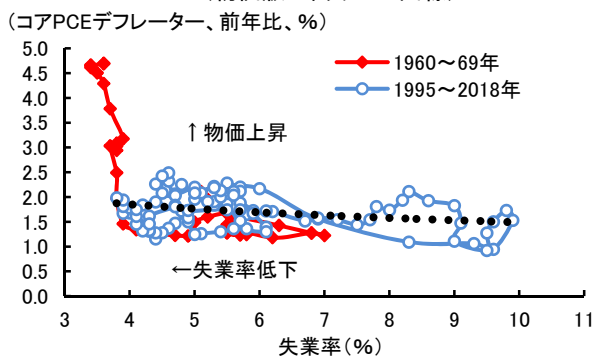
(資料) FRB, NBERを基に日本総研作成

(注) シェード部分は景気後退期。

リスク FRBの意図せざる政策ミスに注意

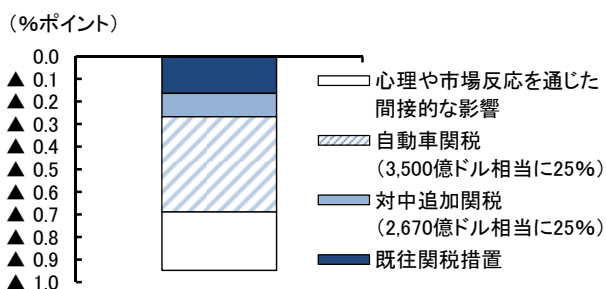
- (1) リスクシナリオとしては、想定外のインフレ率の高進や資産バブルの醸成を受け、FRBが金融引き締め強化を余儀なくされる事態を想定。
- (2) まず、歴史を振り返ってみると、失業率が足許と同水準（3%台後半）まで低下した1960年代後半には、それまで安定していたインフレ率が急上昇した前例もあるため、2020年にかけてFRBが景気をソフトランディングに導けるかは予断を許さず（図表8-1）。今後、本稿のメインシナリオやFRBの予想に反してインフレが高進した場合、金融引き締め姿勢を強めることで、総需要が大きく下押しされ、景気後退に陥る恐れ。
- (3) 一方、FRBが景気と物価の安定を達成できた場合でも、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。米国では、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（図表8-2）。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。とりわけ、FRBが様子見姿勢に転換後、投資家を強気にさせる新たな材料をきっかけに資産価格が騰勢を強める展開に注意。
- (4) さらに、予測困難なトランプ政権の経済政策は、景気の攪乱要因となることで、FRBの金融政策運営をより難しくする恐れ。18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恐れ。IMFの試算では、対中関税や自動車関税に加え、マ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（図表8-3）。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大。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。
- (5) これは、90年代後半の歴史を繰り返すことを意味。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。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へ（図表8-4）。

(図表8-1)米国の失業率と物価の関係
(物価版フィリップス曲線)



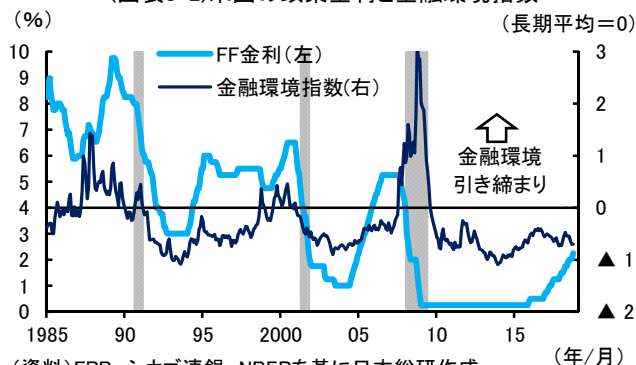
(資料)BEA、BLS

(図表8-3)関税措置が米国の実質GDPに与える影響



(資料)IMF「世界経済見通し(2018年10月)」を基に日本総研作成
(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。

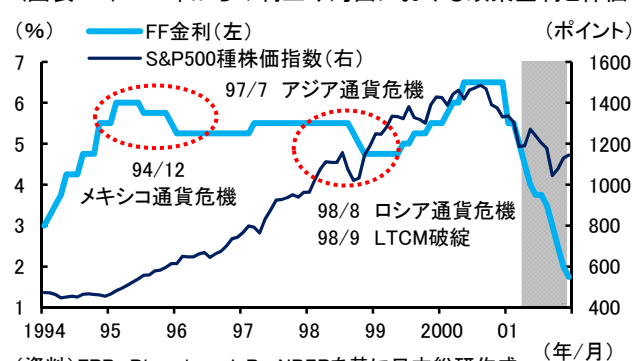
(図表8-2)米国の政策金利と金融環境指数



(資料)FRB、シカゴ連銀、NBERを基に日本総研作成

(注)シャドウ部は景気後退期。

(図表8-4)1994年からの利上げ局面における政策金利と株価



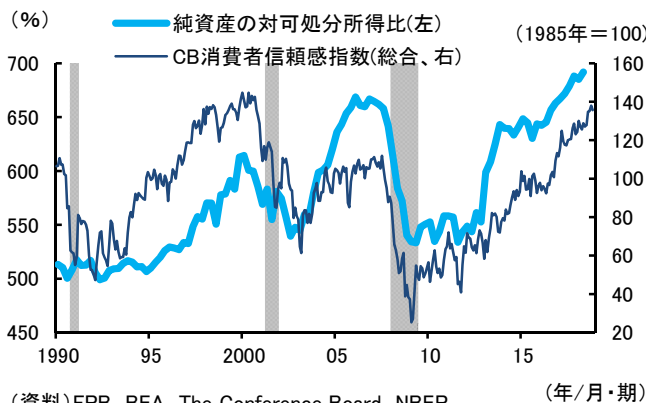
(資料)FRB、Bloomberg L.P.、NBERを基に日本総研作成

(注)シャドウ部は景気後退期。

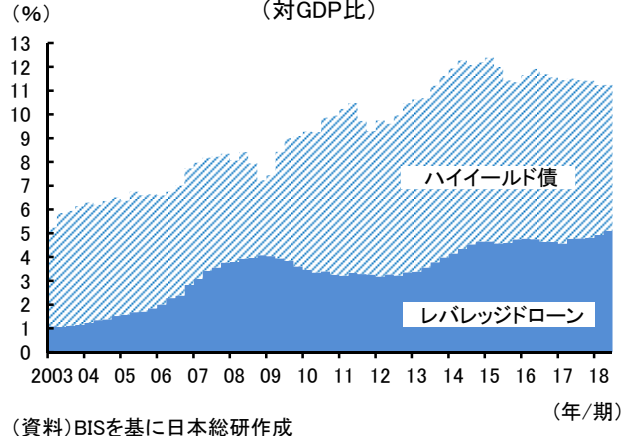
リスク 最終的にFRBの金融引き締め強化が景気をオーバーキルへ

- (6) 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、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という違いはあるものの、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見込み。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大。
- (7) 家計部門では、債務拡大が抑制される一方で、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（図表9-1）。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ほか、金利上昇に敏感な住宅投資も急減へ。
- (8) 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。特に懸念されるのは、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（図表9-2）。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に。
- (9) 米国金利の急騰は他国にも大きな影響を及ぼす公算大。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。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、豪州、北欧諸国などで住宅価格が高騰（図表9-3）。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（図表9-4）。米国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。
- (10) 世界最大の内需規模を持つ米国では、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。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。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」することになる恐れ。

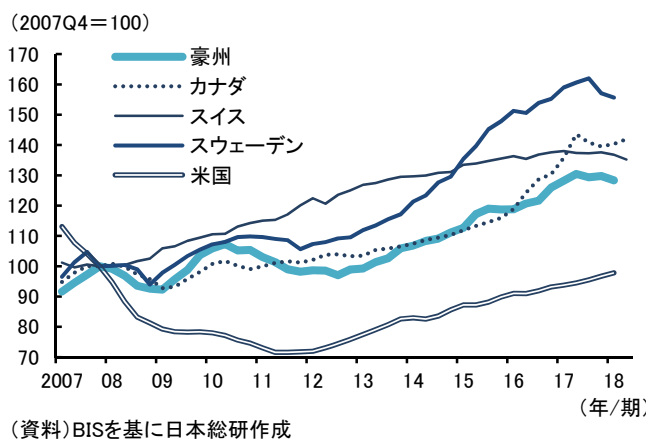
(図表9-1)米国の家計純資産と消費者マインド



(図表9-2)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)



(図表9-3)各国の実質住宅価格



(図表9-4)各国の民間非金融部門の債務残高(対GDP比)

