

《2018～19年米国経済見通し》

2018年7月5日
No.2018-004

矛盾を抱えるトランプ政策がもたらす二重のリスク

～ 2019年までは堅調ながら、20年以降は景気下振れリスクに注意が必要 ～

調査部 マクロ経済研究センター

《要点》

- ◆ 米国景気は順調に拡大。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。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。政策面では、今秋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。一方、FRBは、「デュアル・マンデート」をほぼ達成するなか、着実に金融政策の正常化を推進。
- ◆ 米国経済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持続する見通し。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。ただし、需給ギャップが解消し供給制約が強まるなか、財政拡大や金融緩和の効果が減衰するのに伴い、19年後半にかけて成長ペースは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見通し。
- ◆ 以上のように、19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。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に。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、20年以降は景気が下振れするリスクに注意が必要。トランプ政策が抱える矛盾として、①財政政策と金融政策の逆行、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点を指摘可能。
- ◆ 完全雇用下での「偉大な米国」の実現は、トランプ政権が軸足を置く需要喚起策ではなく、供給力強化でのみ可能。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。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薄。そのため、矛盾を抱えたままの政策運営が米国経済に二重のリスクを招来。
- ◆ 一重目のリスクは、本格的な貿易戦争やFRBによる景気のオーバーキル。トランプ政権の保護主義傾斜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たり、既往景気刺激策を受けた景気過熱がインフレ高進を招き、結果として金融引き締めが景気をオーバーキルさせる恐れ。
- ◆ 二重目のリスクは、十分な備えなしで景気後退に突入するという事態。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・量的緩和の実施が困難に。

< 目 次 >

1. 現状	1
2. 見通し	3
3. トランプ政策が抱える「3つ」の矛盾	4
(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F R B	
(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	7
(1) 本格的な貿易戦争やF R B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	

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

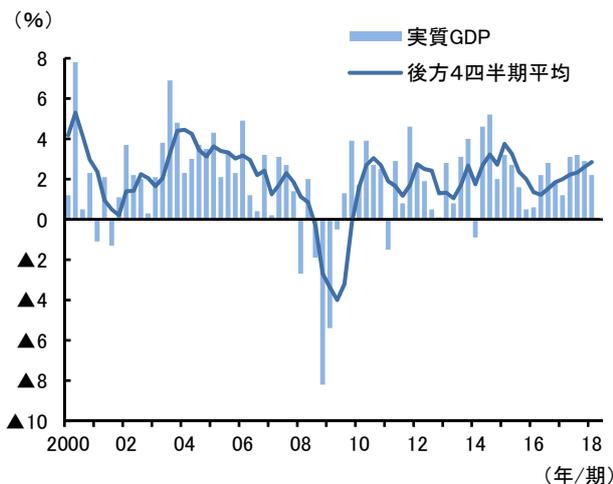
井上 恵理菜 Tel : 03-6833-6380 Mail : inoue.erina@jri.co.jp

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。

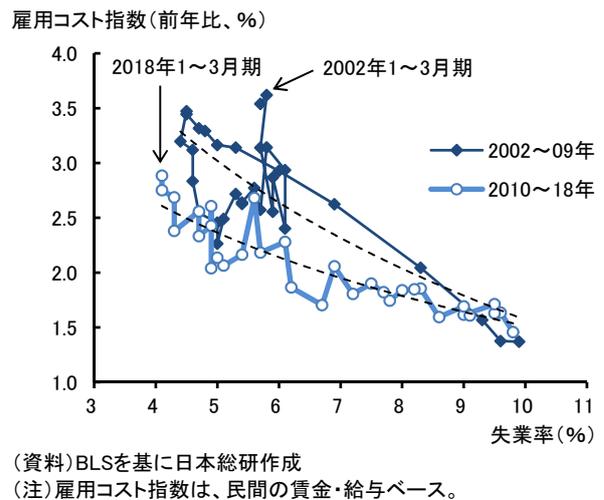
現状① 春以降、高めの成長軌道に復帰

- (1) 米国では、2018年1～3月期に実質GDPの伸びがやや鈍化したものの、総じてみれば景気は拡大基調（図表1-1）。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持続。
- (2) 家計部門では、雇用・所得環境が着実に改善。足許では、失業率が2000年代初め以来の水準となる3%台まで低下するなか、賃金の上昇ペースは徐々に高まる方向。ただし、失業率と賃金の関係性をみると、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、過去の景気拡大局面に比べて緩やか（図表1-2）。
- (3) こうした雇用・所得環境の改善に加え、ト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。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、春以降は高めの成長軌道に復帰（図表1-3）。
- (4) 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。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（図表1-4）。

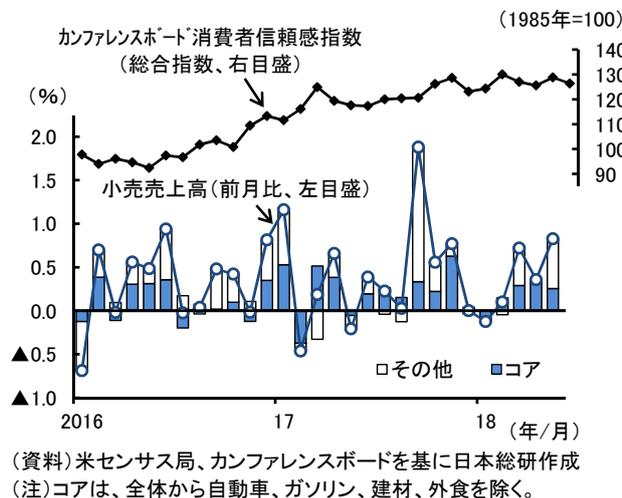
(図表1-1) 米国の実質GDP成長率(前期比年率)



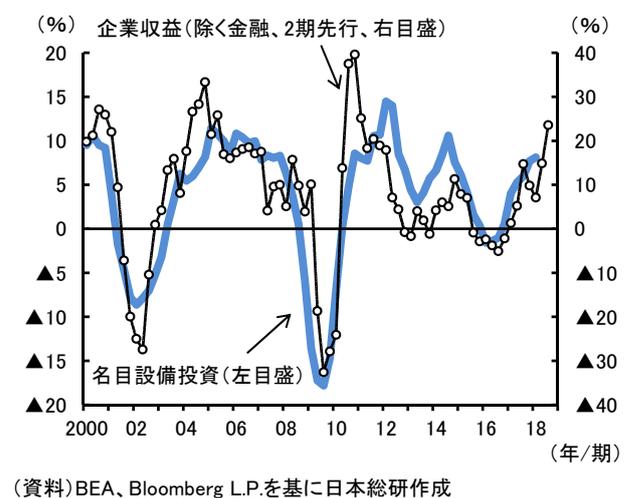
(図表1-2) 米国の賃金版フィリップス曲線



(図表1-3) 米国の消費者マインドと小売売上高



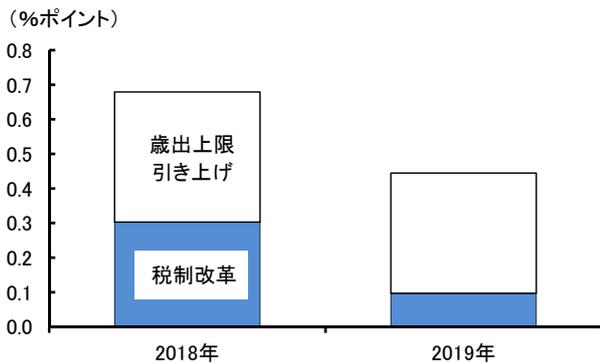
(図表1-4) 米国の企業収益と設備投資(前年同期比)



現状② 政権は公約実現、FRBは金融政策正常化にまい進

- (1) 「偉大な米国」を目指すトランプ政権は、2018年11月に中間選挙を控えるなか、公約実現に向けた動きを本格化。財政政策では、17年12月にトランプ政権・議会共和党主導で今後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、18年2月には18~19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。税制改革及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、実質成長率を18年に0.7%ポイント、19年に0.4~0.5%ポイント程度押し上げ(図表2-1)。
- (2) 通商政策では、トランプ政権の保護主義姿勢が先鋭化。18年入り以降、太陽光パネルや洗濯機に対するセーフガード発動、鉄鋼・アルミニウムに対する追加関税や対中制裁など、保護主義的な措置を次々に繰り出し。その影響は、対中制裁第1弾までの関税規模を合わせても、最大で名目GDP比0.1%程度とこれまでのところ限定的(図表2-2)。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徐々にマイナス影響を無視できなくなる公算大。
- (3) 一方、米FRBは、雇用の最大化と物価の安定という「デュアル・マンドート」をほぼ達成するなか、着実に金融政策の正常化を推進。失業率は3%台と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%まで上昇(図表2-3)。こうした状況下、FRBは、6月の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。また、同時に公表されたFOMC参加者の政策金利予測では、18年に残り2回、19年に3回、20年に1回の利上げを想定(図表2-4)。FOMCの予測通りに利上げが進めば、政策金利は19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。17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へ。

(図表2-1)財政政策による実質GDP成長率押し上げ効果



(資料) CBO, JCTを基に日本総研作成

(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2-2)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	状況	輸入額	輸入額 対GDP比	税率	関税額 対GDP比
太陽光発電パネル	発動済	70	0.04	30	0.01
大型家庭用洗濯機	発動済	21	0.01	20、50	0.01
鉄鋼	発動済	290	0.15	25	0.04
アルミニウム	発動済	174	0.09	10	0.01
対中制裁(第1弾)	一部発動	500	0.26	25	0.06
対中制裁(第2弾)	未発動	2,000	1.03	10*	0.10
対中制裁(第3弾)	未発動	2,000	1.03	10*	0.10
自動車・同部品	未発動	3,607	1.86	25*	0.47
合計		8,663	4.47		0.80

(資料) 米商務省、USTR、WH、各種報道等を基に日本総研作成

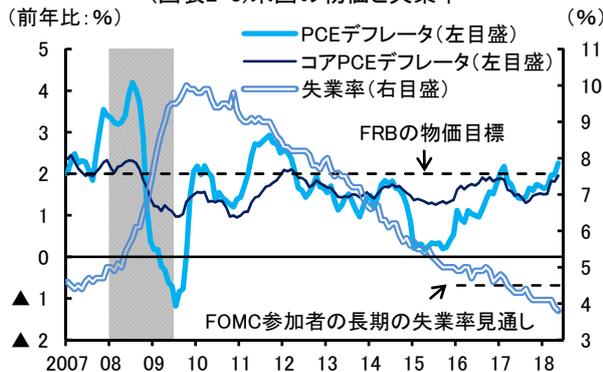
(注1) 太陽光パネルの追加関税は1年毎に5%ずつ低下。洗濯機は120万台まで20%で1年毎に2%ずつ低下、それ以上は50%で1年毎に5%ずつ低下。関税額は免除枠を考慮せずに計算。

(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) 対中制裁第1弾は340億ドル分が7月6日より実施、残り160億ドル分の品目と実施時期は後日発表予定。

(注4) (*)はトランプ大統領の発言や報道などに基づく想定。

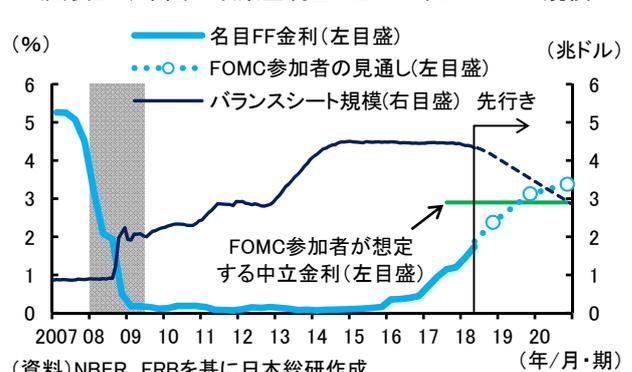
(図表2-3)米国の物価と失業率



(資料) NBER, BEA, BLS, FRBを基に日本総研作成

(注) シャド一部は景気後退期。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2-4)米国の政策金利とFRBのバランスシート規模



(資料) NBER, FRBを基に日本総研作成

(注) シャド一部は景気後退期。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。

見通し 当面は順調な景気拡大が続くも、徐々に視界不良に

- (1) 米国経済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持続する見通し(図表3-1)。トランプ政権の保護主義傾斜は、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、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いう展開がメインシナリオ。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。
- (2) この結果、2019年7月には景気拡大期間が戦後最長記録(120ヵ月)を更新する見通し。ただし、需給ギャップが解消し供給制約が強まるなか、予測期間後半にかけて拡張的な財政政策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見通し(図表3-2)。
- (3) FRBは、「デュアル・マンドート」を達成するなか、18年に残り2回、19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。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、19年後半は様子見姿勢へ。
- (4) 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、米10年国債利回りは19年半ば頃に3%台前半で頭打ちになると予想。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3-3)。19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に。
- (5) 以上のように、19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。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に。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、20年以降は景気が下振れするリスクに注意が必要。以下では、トランプ政策が抱える「3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。

(図表3-1)米国経済成長率・物価見通し

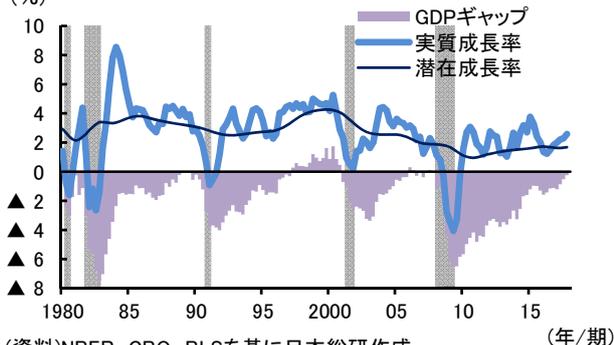
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2017年		2018年				2019年				2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年
	7~9 (実績)	10~12	1~3 (予測)	4~6 (予測)	7~9 (予測)	10~12 (予測)	1~3 (予測)	4~6 (予測)	7~9 (予測)	10~12 (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3-2)米国の実質成長率と潜在成長率、GDPギャップ



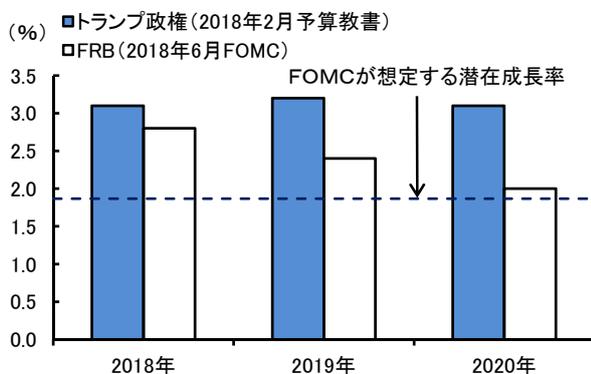
(図表3-3)米国の政策金利・長期金利と長短金利差



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

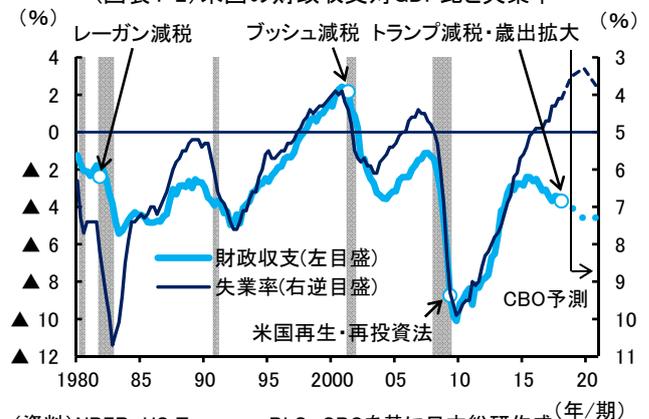
- (1) トランプ政策が抱える1つ目の矛盾は、財政政策と金融政策の逆行。2017年12月に大型減税が実現したのに続き、18年2月には超党派予算法が成立したことで、トランプ政権の財政拡張路線が鮮明に。18年2月にトランプ政権が議会に提示した予算教書では、拡張的な財政運営による景気浮揚効果で3%成長が持続すると想定(図表4-1)。
- (2) 過去の拡張的な財政政策の大半は、労働市場が完全雇用ではない景気後退局面か、景気回復局面初期で実施されたもの。今回のトランプ政権の財政拡大は、景気回復が十分に進み、労働市場がほぼ完全雇用状態とみられるなかで実施されるという点で極めて異例。米国の財政収支対GDP比と失業率の方向は大きく乖離(図表4-2)。
- (3) 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。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。トランプ大統領当選以降、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るなかで、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大(図表4-3)。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、2%程度に成長ペースが減速していくと予想(前掲図表4-1)。
- (4) 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。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。実際、80年代前半にレーガン政権下で同様の政策ミックスが採られた際は、金利高・ドル高が進行(図表4-4)。結局、レーガン政権は財政再建路線に舵を切るとともに、ドル高是正を企図して主要先進国と「プラザ合意」へ。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大。

(図表4-1) トランプ政権、FRBの実質GDP成長率の予測



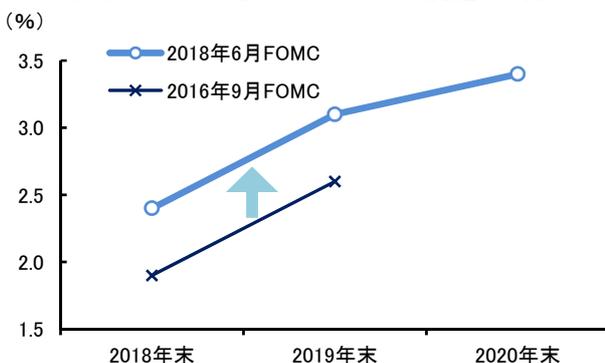
(資料) OMB, FRBを基に日本総研作成
(注) 各年とも第4四半期の前年比。

(図表4-2) 米国の財政収支対GDP比と失業率



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

(図表4-3) FOMC参加者の政策金利見通しの変化



(資料) FRBを基に日本総研作成
(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4-4) 米長期金利と米ドル相場

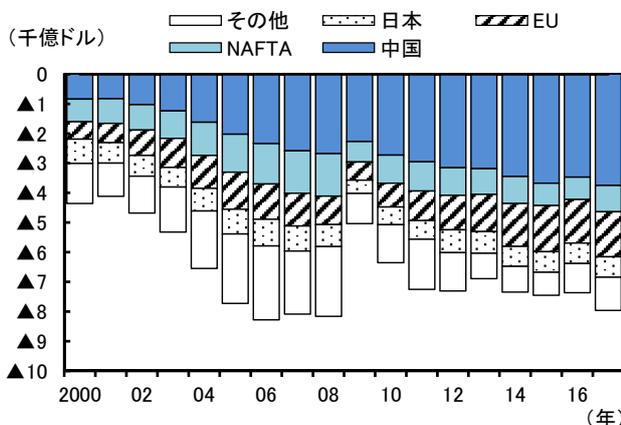


(資料) NBER, FRB, Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注) シャド一部は米景気後退期。米ドル相場は、対全通貨。

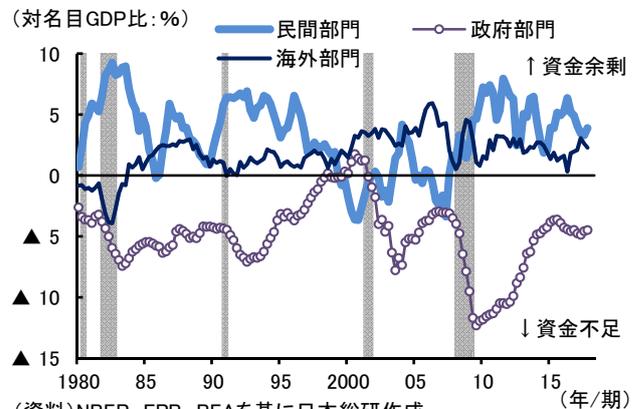
貿易赤字 削減を目指す通商政策と膨張させる財政拡大

- (1) 2つ目の矛盾は、財政拡大と貿易赤字削減の両立の難しさ。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。米国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（図表5-1）。
- (2) もっとも、貯蓄・投資（IS）バランスの観点では、米国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。米国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、一国全体で見ると資金不足（図表5-2）。これは、米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可能。
- (3) 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、米国全体の資金不足をさらに強める公算大。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。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。トランプ政策の影響を加味した議会予算局（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（図表5-3）。
- (4) 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。米国が追加的な対中制裁関税を発動した場合、米中間の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が激化するのには必至（図表5-4）。

（図表5-1）米国の地域別貿易赤字額



（図表5-2）米国の部門別の貯蓄・投資バランス



（図表5-3）米国の「双子の赤字」



（図表5-4）米国の自動車・同部品輸入

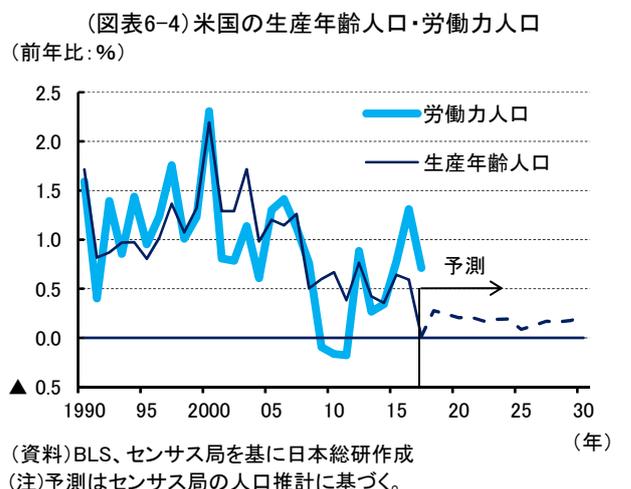
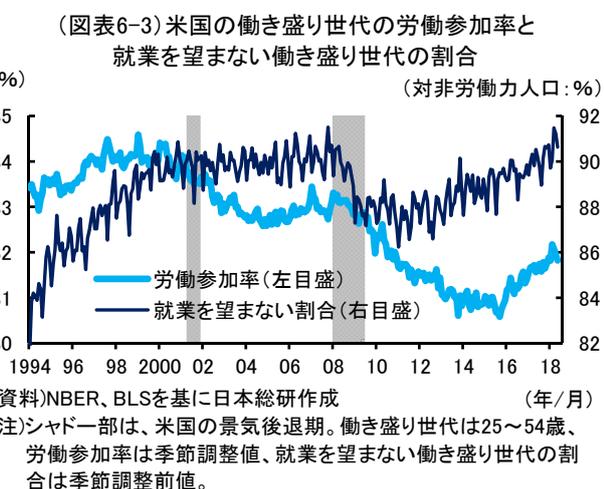
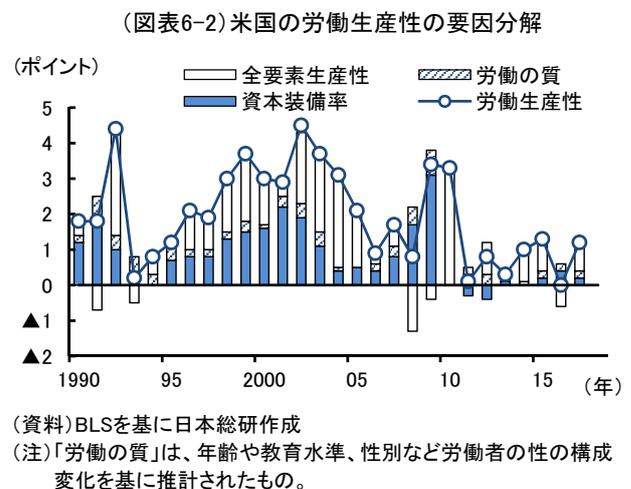
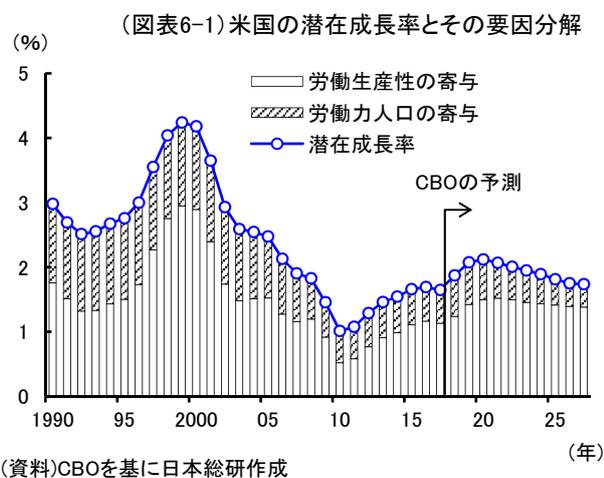
（金額は億ドル、割合・比率は％）

輸入先	財輸入総額		自動車・同部品		
	国別シェア		国別シェア	対輸入比	
メキシコ	3,140	13.4	1,166	32.3	37.1
カナダ	3,000	12.8	622	17.2	20.7
日本	1,365	5.8	559	15.5	40.9
ドイツ	1,177	5.0	308	8.6	26.2
韓国	712	3.0	239	6.6	33.5
中国	5,056	21.6	195	5.4	3.9
その他	8,979	38.3	519	14.4	5.8
全体	23,429	100.0	3,607	100.0	15.4

（資料）米センサス局を基に日本総研作成
（注）Censusベースの季節調整前値。

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

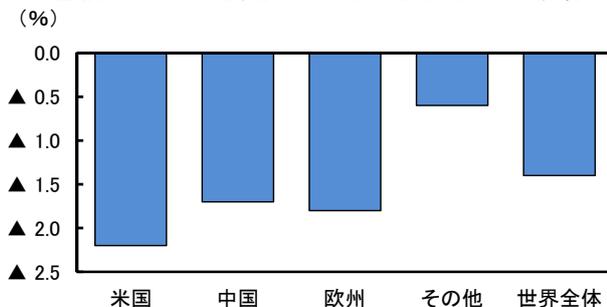
- (1) 3つ目の矛盾は、潜在成長率を上昇させる政策と低下させる政策の混在。米国では、需要不足がほぼ解消するなか、中長期的にトランプ政権が目指す3%以上の成長を持続させるためには、潜在成長率を2000年前後のITバブル期並みまで高める必要(図表6-1)。ちなみに、ITバブル期に一時4%に達していた潜在成長率は、足許で2%前後まで低下しており、その約3分の2が労働生産性、残り約3分の1が労働投入量(労働力人口)の伸び鈍化によるもの。
- (2) 労働生産性の伸び悩みは、資本装備率や全要素生産性の低下が主因(図表6-2)。こうしたなか、トランプ政権の減税策や規制緩和は、企業の設備投資や研究開発投資を促し、資本装備率や全要素生産性の押し上げを通じて、労働生産性を高めることが期待可能。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。
- (3) 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大。そもそも、米国では、労働参加率の低下が労働力人口増加の重石。労働参加率低下の主因は高齢化。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(図表6-3)。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。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概ね生産年齢人口の伸びに連動(図表6-4)。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。
- (4) 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薄。トランプ政策の影響を加味した議会予算局(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の予想(前掲図表6-1)。



リスク① 本格的な貿易戦争やFRBによる景気のオーバーキル

- (1) 以上を踏まえると、完全雇用下での「偉大な米国」の実現は、トランプ政権が軸足を置く需要喚起策ではなく、供給力強化でのみ可能。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。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薄。そのため、矛盾を抱えたままの政策運営が米国経済に二重のリスクを招来。一重目のリスクとして想定されるのは、以下の2つ。
- (2) 1つ目は、本格的な貿易戦争。米政権の保護主義姿勢は、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。このため、米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。OECDの試算では、米欧中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、米国の実質GDPは2%ポイント程度減少(図表7-1)。
- (3) 2つ目は、FRBによる景気のオーバーキル。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大。そのため、財政拡大の効果が想定以上に現れることで、景気が過熱し、インフレの高進を招く恐れ。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。
- (4) 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(図表7-2)。このことは、資産効果により、家計は所得の伸び以上に消費を増やしてきたことを示唆。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。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(図表7-3)。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る状況。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に。
- (5) 新興国でも、債務の拡大傾向が持続(図表7-4)。米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。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米国経済にも相応のマイナス影響を及ぼす公算大。

(図表7-1) 10%の貿易コスト上昇による経済への影響



(資料) OECDを基に日本総研作成

(注) 米国、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。

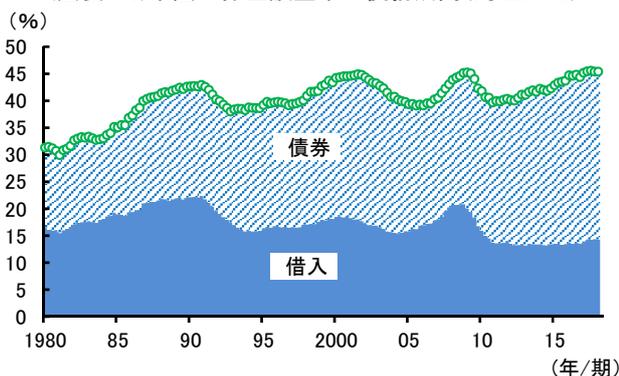
(図表7-2) 米国の家計純資産と家計貯蓄率



(資料) NBER, FRB, BEAを基に日本総研作成

(注) シャド一部は景気後退期。

(図表7-3) 米国の非金融企業の債務残高(対GDP比)



(資料) FRB, BEAを基に日本総研作成

(図表7-4) 新興国の非金融部門の債務残高

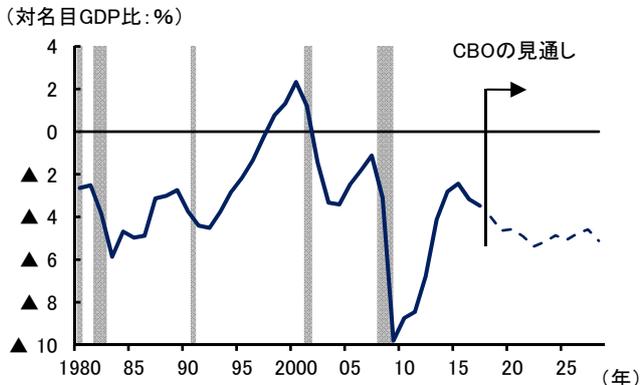


(資料) BISを基に日本総研作成

リスク② 景気後退への十分な備えなし

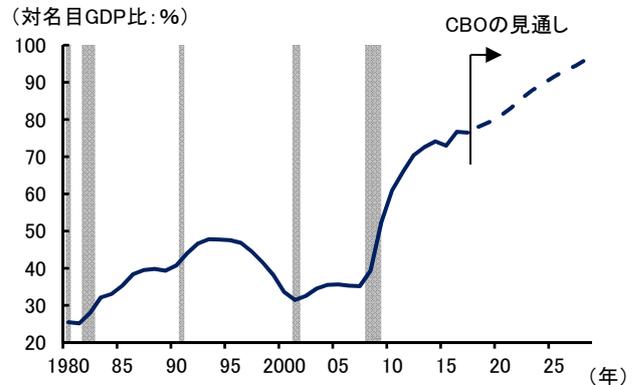
- さらに、二重目のリスクとして想定されるのは、十分な備えなしで景気後退に突入するという事態。景気後退に陥った場合、今回は財政・金融政策両面から「打てる手」が限られ、景気回復の糸口をつかみにくい状況に陥る恐れ。
- 財政政策面では、景気を刺激するのに十分な財政出動が実施できない可能性。議会予算局（CBO）の予測によれば、トランプ政権の財政拡大により、好況期であるにもかかわらず、財政赤字対GDP比はさらに拡大し、その結果、連邦政府債務残高の対GDP比も上昇傾向が続く見通し（図表8-1、8-2）。こうしたなか、財政悪化懸念が強まった場合や、ドルの信認が揺らいだ場合は、大幅な国債増発を伴う財政拡大が困難に。
- 金融政策にも、大きな期待はできない状況。米国では、金融危機後に潜在成長率が大幅に低下するなか、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（図表8-3）。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大。
- 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。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。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（図表8-4）。そのため、正常化の完了前に景気後退に転じた場合、量的緩和の効果は減殺される公算大。

（図表8-1）米国の財政収支の実績と見通し



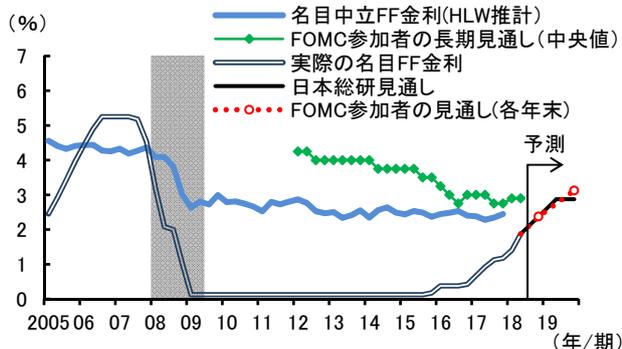
（資料）NBER、CBO、US Treasuryを基に日本総研作成
（注）シャドー部は景気後退期。

（図表8-2）米国の連邦政府債務の実績と見通し



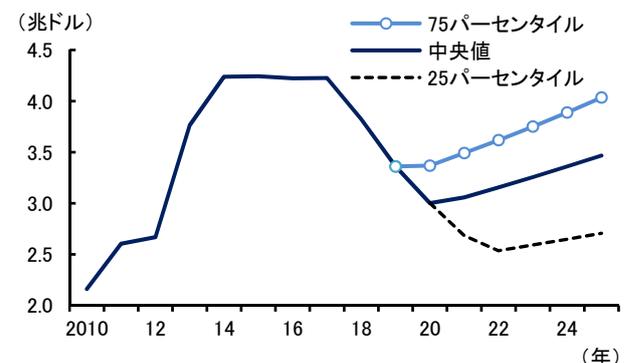
（資料）NBER、CBO、US Treasuryを基に日本総研作成
（注）シャドー部は景気後退期。

（図表8-3）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。

（図表8-4）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研作成
（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。