

第2節 アメリカ経済

1. アメリカ経済の動向

アメリカ経済は、世界金融危機以降、約8年半の長期にわたり景気回復が続いている。今回の景気回復局面は、2009年6月を景気の谷¹として、100か月を超え、過去3番目の長さには達しているとみられる（第2-2-1表）。

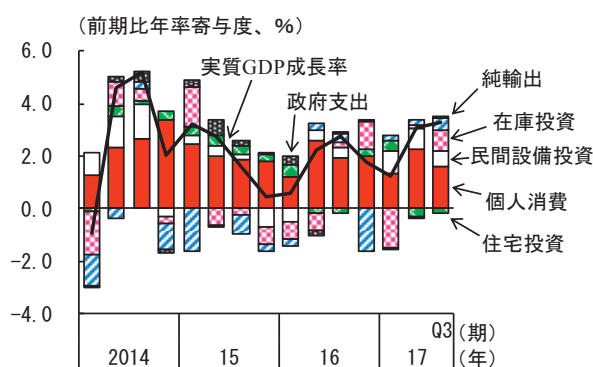
17年の実質経済成長率は、堅調な個人消費と民間設備投資に支えられ、ハリケーン²の影響を受けつつも7～9月期において前期比年率3.3%と増勢を維持し、順調に推移している（第2-2-2図）。

第2-2-1表 アメリカの景気回復の長さ

順位	期間	
1位	120か月間	1991年3月～2001年3月
2位	106か月間	1961年2月～1969年12月
3位	92か月間	1982年11月～1990年7月
今回	102か月間 (17年12月時点)	2009年6月～

（備考）NBERより作成。

第2-2-2図 アメリカの実質経済成長率



（備考）アメリカ商務省より作成。

¹アメリカでは、NBER（全米経済研究所）により、1854年以降の景気の山・谷が設定されている。

²17年には大型ハリケーンの「ハービー」及び「イルマ」が、それぞれ8月末にテキサス州、9月上旬にフロリダ州に上陸した。

アメリカ経済は順調に推移しているが、今回の景気回復の特色や持続力について把握するため、本節では、アメリカ経済の最近の動向を振り返り、次に 18 年の見通しとリスクについて整理する。

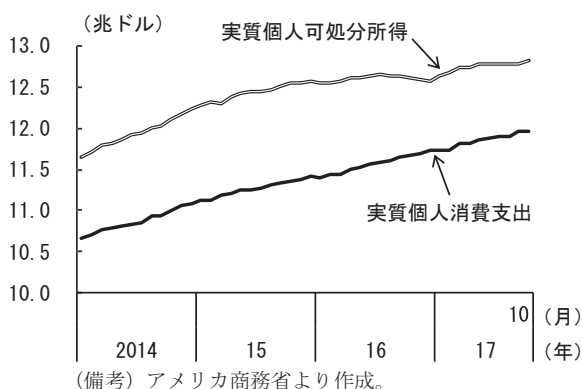
始めに、アメリカ経済を概観すると、個人消費は、堅調な雇用・所得環境の下で増加が続いている。住宅市場は、建設労働者の不足等による供給制約はあるが、堅調に推移している。企業部門については、良好な企業マインドや原油価格の上昇を背景とする鉱業部門の回復等から全体として持ち直している。労働市場では、雇用者数は増加、失業率は一段と低下し、4%台前半の水準となっている。物価については、17 年 3 月以降、主に携帯電話サービス価格等の下落もあり、インフレ率が低下している。金融政策については、17 年 9 月の FOMC（連邦公開市場委員会）において再投資政策の見直しを同年 10 月に開始することが決定され、同年 12 月の FOMC において年内 3 回目の政策金利の引上げが決定された。

（１）堅調な個人消費、自動車販売の勢いの鈍化、堅調な住宅市場

（堅調な個人消費）

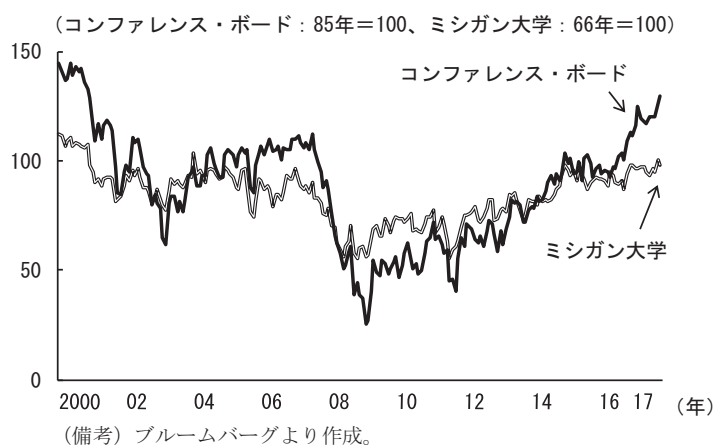
17 年入り後の個人消費は、7～9 月期にはハリケーンの影響により一時的に低調となった月もみられたが、堅調な雇用・所得環境の下で、全体としてみれば、増加が続いている（第 2-2-3 図）。

第 2-2-3 図 実質個人可処分所得・実質個人消費支出



堅調な個人消費の背景には、(1)良好な雇用環境、(2)堅調な所得環境、(3)高水準の消費者マインドが挙げられる。このうち、17年に高水準を記録した消費者マインドについてみていく。消費者マインドの動向をコンファレンス・ボード消費者信頼感指数³で確認すると、16年11月のアメリカ大統領選挙以降急激に上昇し、その後も高水準で安定している。また、ミシガン大学消費者信頼感指数⁴についても、17年10月の指数が100.7と04年1月以来最も高くなるなど、高水準を記録している（第2-2-4図）。先行指数である消費者マインドの高まりは、雇用環境の更なる改善見込みに裏付けられており⁵、今後も個人消費が堅調に推移することを示唆している。

第2-2-4図 消費者信頼感指数



³アメリカの民間経済調査機関であるコンファレンス・ボードにより実施される毎月約3,000世帯（毎月ランダムに抽出）を対象とした消費者信頼感指数。

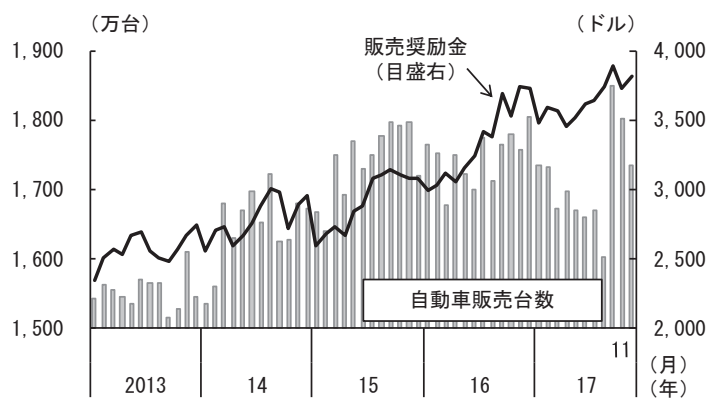
⁴消費者の家計や経済状況に対する楽観・悲観の度合いを、約500人を対象とした調査に基づき算出したミシガン大学による指数。04年1月は103.8。

⁵コンファレンス・ボードの17年11月のコメントによる。

（自動車販売の勢いの鈍化）

自動車販売は、高水準であった 16 年までの勢いが鈍化し、17 年は落ち着きを取り戻しつつある。国内の新車販売台数は、16 年 12 月に年換算で 1,805 万台と最近のピークに達し、16 年の年間ベースでは 1,746 万台を記録したものの、17 年 3 月以降 1,700 万台を割り込み、その後、減少傾向となった⁶。自動車メーカーからディーラーへの販売奨励金（インセンティブ）の動きをみると、17 年に入った後も 3,500 ドルを上回る高水準での推移となっているが、販売台数が減少していることから、高額な販売奨励金にもかかわらず、販売台数を維持することが困難な状況となっているとみられる（第 2-2-5 図）。しかし、17 年を通してみれば、過去の水準と比較して大きく減少しているものではないことから、落ち着きを取り戻しつつある状況と考えられる（第 2-2-6 図）。

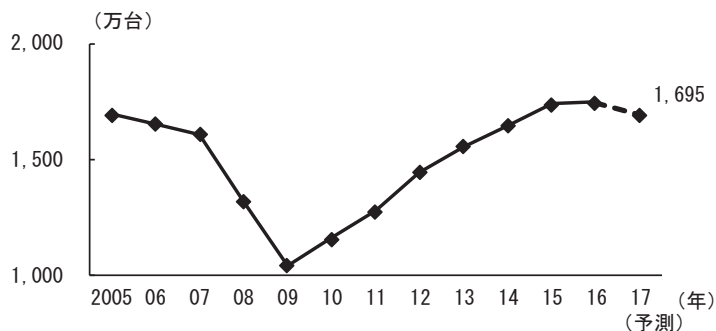
第 2-2-5 図 自動車（新車）販売台数・販売奨励金の推移



（備考） 1. アメリカ商務省、Autodataより作成。

2. 自動車販売台数は年換算した値。

第 2-2-6 図 自動車（新車）販売台数（年間ベース）



（備考） 1. アメリカ商務省より作成

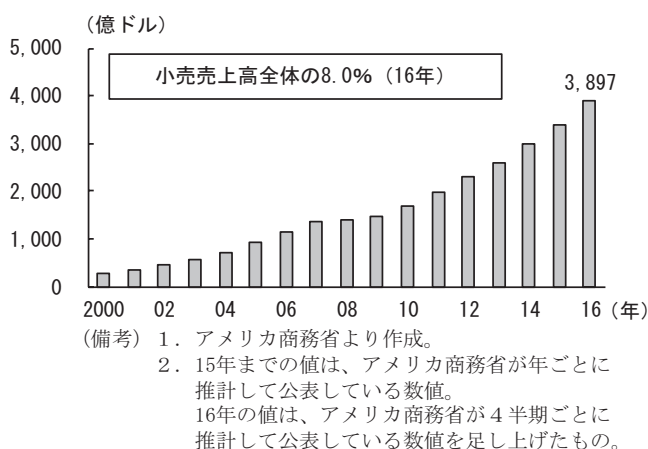
2. 17 年予測は 17 年 1 ～ 11 月の自動車販売台数を基に算出。

⁶ ハリケーンの復興需要等により、9 月から 11 月の自動車販売台数は、一時的に大幅に増加した。

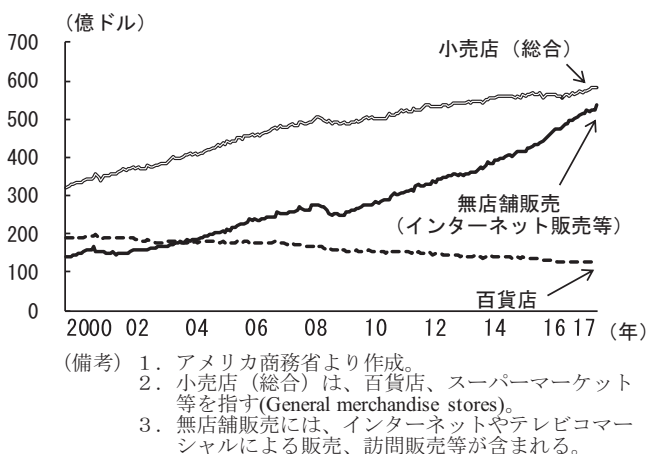
（電子商取引（E-commerce）の台頭）

アメリカの個人消費が堅調である中、インターネットの普及を反映した変化も生じている。代表的なものに、電子商取引の台頭がある。2000年の電子商取引による小売売上高は約276億ドル、小売売上高全体に占める割合は約0.9%であったが、16年には小売売上高が約3,897億ドル、小売売上高全体に占める割合が8.0%と大幅に拡大している（第2-2-7図）。他方で、百貨店の売上高は、2000年以降減少傾向にあり、アメリカの消費者がインターネットを通じた消費を拡大させており、流通業に構造変化が生じている様子がみてとれる（第2-2-8図）。

第2-2-7図 電子商取引による小売売上高



第2-2-8図 小売店（総合）と無店舗販売（インターネット販売等）の売上高



（堅調な住宅市場）

雇用・所得環境の改善や低水準の住宅ローン金利（第 2-2-9 図）を背景に、住宅需要は堅調に推移している。一方、建設労働者の不足や建設資材価格の高騰といった供給制約が、16 年ごろから顕在化して以降、17 年も引き続き生じている（第 2-2-10 図、第 2-2-11 図）。こうした供給制約の問題が、住宅価格上昇を通じて需要側の住宅取得環境にも負の影響を及ぼし始めている。

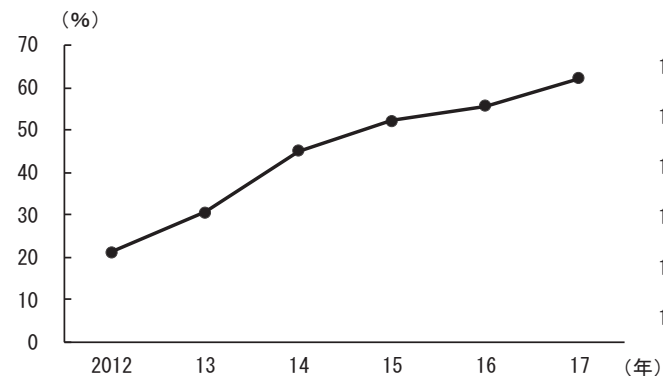
アメリカ主要都市圏における一戸建て住宅の販売価格を示すケース・シラー住宅価格指数は、前年同月比で 5～6 % 程度の上昇を続けており、世界金融危機以前のピークである 06 年 7 月の値（206.52）に迫りつつある（第 2-2-12 図）。この住宅価格の水準を家計の所得との関係から評価した住宅取得能力指数⁷でみると、住宅取得の容易さの基準となる 100 を依然上回っているものの、このところ低下傾向にあり、住宅取得が以前と比べやや困難になってきている様子がうかがえる（第 2-2-13 図）。

第 2-2-9 図 住宅ローン金利（30 年固定）の推移



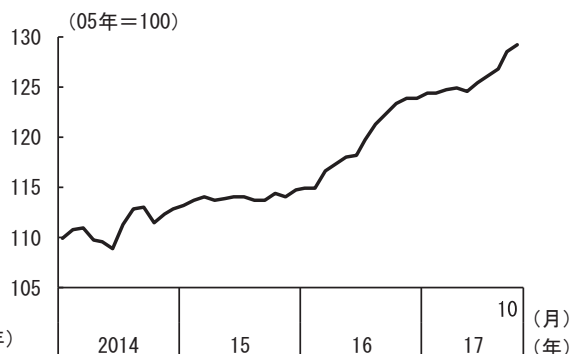
⁷住宅取得能力指数は、中位所得世帯が中位価格の住宅を購入するために、頭金 20% で 30 年ローンを組む際の「借入に必要な最低収入」で、「家計所得」を除いて算出された値。指数 100 が「借入の最低必要収入」と「家計所得」が一致していることを表し、指数が 100 を超えれば、実際の「家計所得」水準が「借入の最低必要収入」を上回ることから、住宅取得が容易であることを意味する。

第 2-2-10 図 建設労働者の不足状況



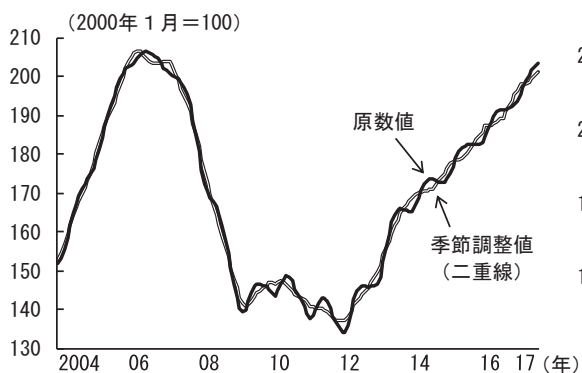
(備考) 1. NAHB“Housing Market Index : Special Questions on Labor and Subcontractors' Availability, July 2017”より作成。
2. 建設業主要 9 業種について「深刻な不足」及び「ある程度不足」と回答した割合。調査月は各年により異なる。

第 2-2-11 図 建設資材価格の推移



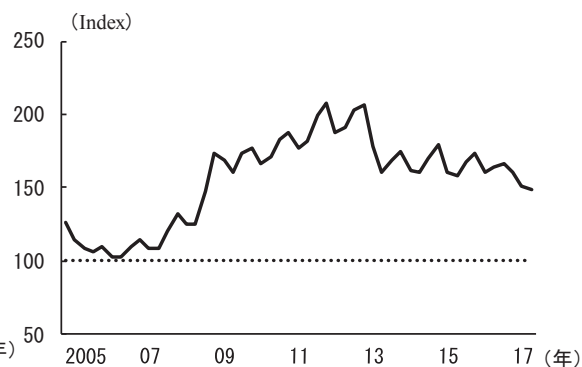
(備考) アメリカ商務省より作成。

第 2-2-12 図 ケース・シラー住宅価格指数



(備考) S&Pより作成。

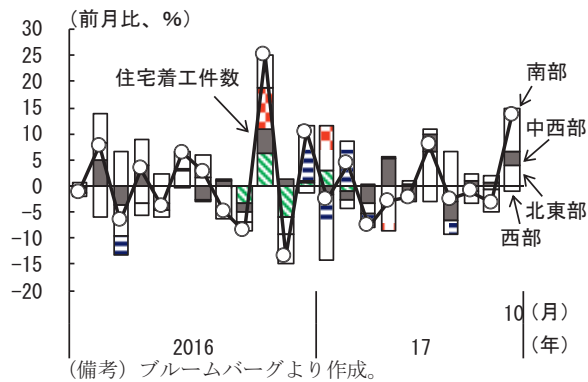
第 2-2-13 図 住宅取得能力指数



(備考) ブルームバーグより作成。

住宅着工件数をみると、17 年 9 月はハリケーンの影響により被害を受けた南部が全体を押し下げ、前月比-4.7%となったが、10 月以降は復興需要も加わり持ち直し、基調としてはおおむね横ばいで推移している。住宅着工の先行指標である住宅許可件数は、世界金融危機後の回復基調が一服しているものの、17 年後半も年換算で毎月 120 万件を超える水準で推移していることから、当面、住宅着工件数は底堅く推移するものと見込まれる（第 2-2-14 図、第 2-2-15 図）。

第 2-2-14 図 住宅着工件数の地域別寄与度

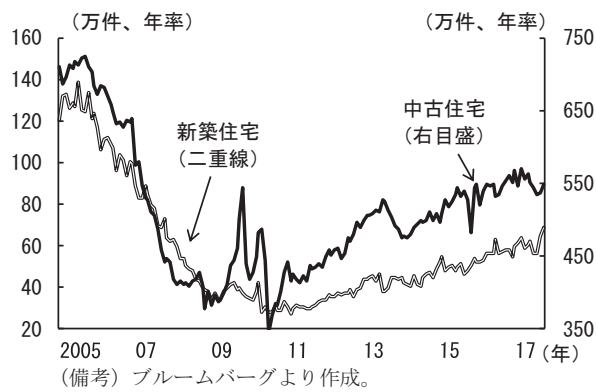


第 2-2-15 図 住宅着工件数と許可件数



住宅販売をみると、新築住宅販売件数は、緩やかに増加している。特に、17 年 9 月はハリケーンの復興需要の影響から一時的に大幅増となり、約 10 年ぶりの高水準となった。一方、中古住宅販売件数は、世界金融危機以後、回復基調が続いているものの、17 年半ば以降はやや低迷している。新築及び中古住宅の在庫・販売比率の推移を確認すると、特に中古住宅で在庫・販売比率の低下が目立っていることから、中古住宅市場において需給が引き締まり、在庫不足となっていることが、中古住宅販売の下押し要因として働いていると考えられる（第 2-2-16 図、第 2-2-17 図）。

第 2-2-16 図 住宅販売件数の推移



第 2-2-17 図 在庫・販売比率の推移



（２）改善が続く雇用情勢

雇用情勢は改善が続いている。非農業部門雇用者数の前月差は、17 年 9 月にハリケーンの影響で一時的に落ち込んだものの、17 年以降の雇用者数は月平均約 17 万人の増加となっており、引き続き堅調に推移している。また、失業率は一段と低下しており、17 年後半には、2000 年 12 月（3.9%）以来の水準を記録した月もあった。（第 2-2-18 図、第 2-2-19 図）。

雇用者数の前月差を部門別にみると、財生産部門では、17 年入り後、一時的に減少する月もあったものの、基調としては増加しており、特に製造業や建設業で顕著となっている（第 2-2-20 図）。また、サービス部門では、9 月にハリケーンの影響を受けてレジャー・接客業が一時的に大幅減となったものの、専門サービス（コンピュータシステム設計や人材派遣サービスなど）、教育・医療といった部門を中心に、増加傾向にある（第 2-2-21 図）。

失業率については、17 年も低下傾向にあり、4 月以降、FOMC 参加者が予測する失業率（U 3⁸）の長期的な中心傾向⁹（4.4～4.7%）を下回る水準となっている。労働参加率については、6 月ごろから上昇傾向にあり、労働需給の引き締まりが労働参加を促しているものとみられる。また、労働需給の引き締まりは、経済的理由によるパートタイム労働者等を含めた広義の失業率（U 6¹⁰）の低下にも表れている。経済的理由によるパートタイム労働者は 17 年入り後も減少が続いており、広義の失業率は、17 年後半には 7% 台後半にまで低下し、06 年 12 月（7.9%）以来の低水準となった（第 2-2-22 図、第 2-2-23 図）。

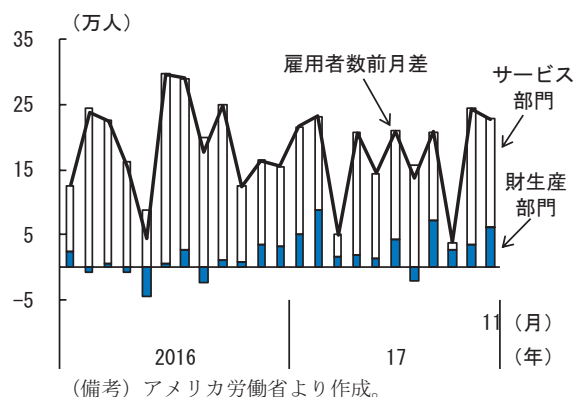
一方、このように失業率が歴史的にみても低水準となり、労働需給の引き締まりが見込まれるにも関わらず、名目賃金の伸びは、過去の回復局面と比べて緩やかなものにとどまっており、今後の賃金の動向には留意が必要である（賃金の動向やその伸び悩みの原因については、第 1 章参照）。

⁸アメリカ労働省では、労働力の未活用状況に関して 6 種類の指標（U 1～U 6）を公表しており、失業者／労働力人口で定義される失業率は U 3 と呼ばれる。

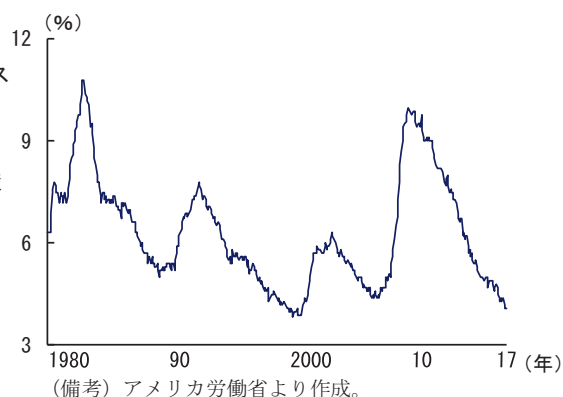
⁹17 年 12 月の FOMC で公表された、参加メンバーの予測値の上位及び下位 3 名の値を除いた中心傾向。

¹⁰広義の失業率（U 6）＝（失業者数＋縁辺労働者数＋経済的理由によるパートタイム労働者数）／（労働力人口＋縁辺労働者数）。縁辺労働者とは、就業を希望する非労働力人口のうち、仕事があればすぐに就くことができ、過去 1 年間に求職活動を行ったことがあるが、過去 4 週間以内に仕事を探さなかったため、失業者とにならない者。経済的理由によるパートタイム労働者とは、労働時間の削減、事業環境の悪化、フルタイム労働が見つからない、季節的な需要減少といった経済的な理由により、フルタイムで働くことを希望しているが、パートタイム（週 35 時間未満）でしか就労できなかった者。

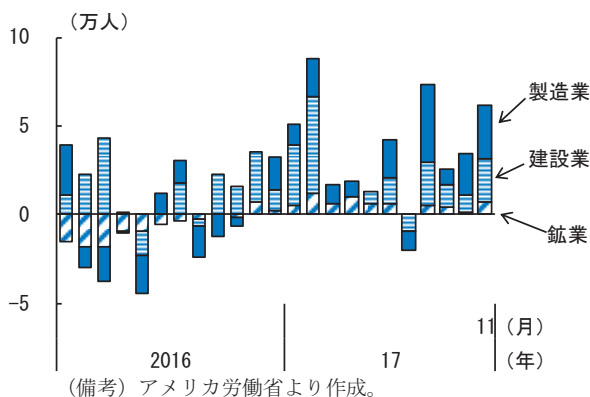
第 2-2-18 図 非農業部門雇用者数の前月差



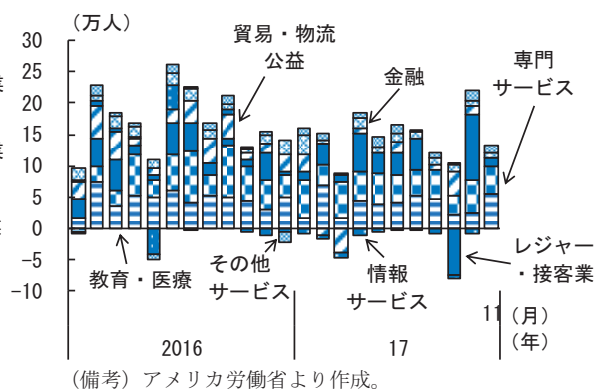
第 2-2-19 図 失業率（U3）の推移



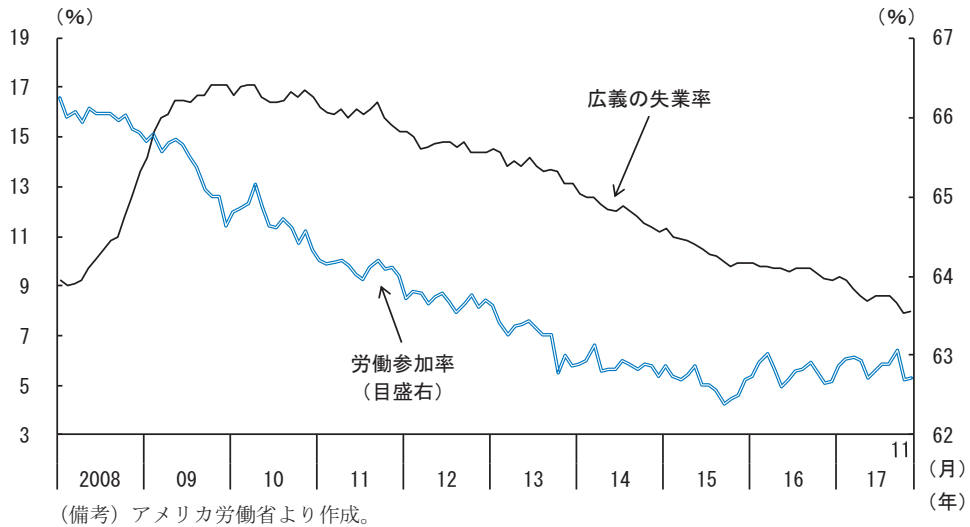
第 2-2-20 図 財生産部門雇用者数の前月差



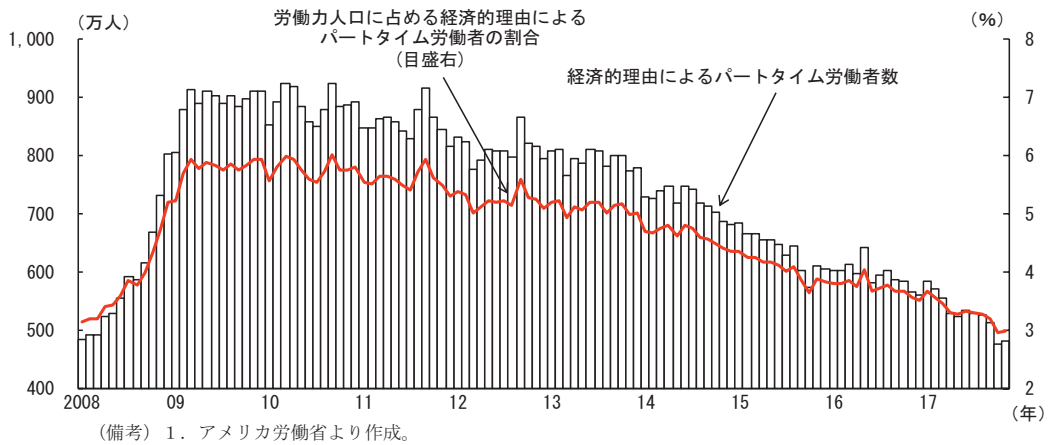
第 2-2-21 図 サービス部門雇用者数の前月差



第 2-2-22 図 労働参加率・広義の失業率（U6）



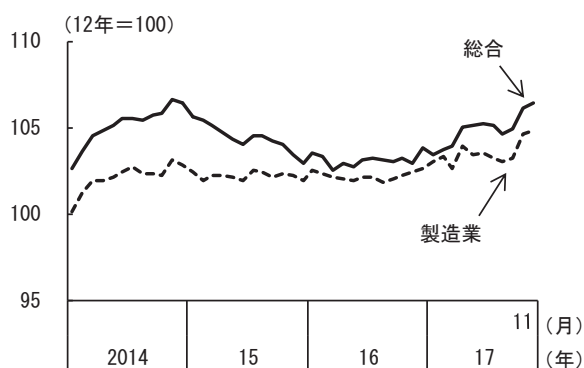
第 2-2-23 図 経済的理由によるパートタイム労働者数



(3) 持ち直しが続く企業部門

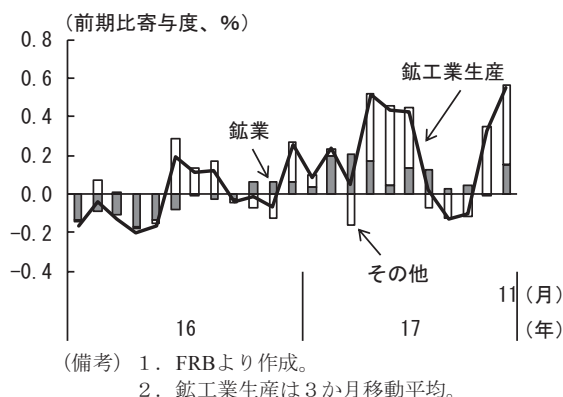
鉱工業生産指数は、総合、製造業ともに、17年8月と9月はテキサス州等においてハリケーンの影響を受けて石油精製所等の生産が落ち込んだことから、一時的に押し下げられたものの¹¹、17年を通じて持ち直しの動きが続いている。持ち直しの背景の一つとして、原油価格が16年に入り上昇したことを受け、シェールオイル等の増産により、鉱業部門の生産が16年後半から増加寄与となっていることが挙げられる。また、製造業の設備稼働率は、こうした生産動向を反映して、リーマン・ショック前の水準には戻っていないものの、近年の持ち直しの動きが続いている。(第2-2-24図、第2-2-25図、第2-2-26図)。

第2-2-24図 鉱工業生産指数

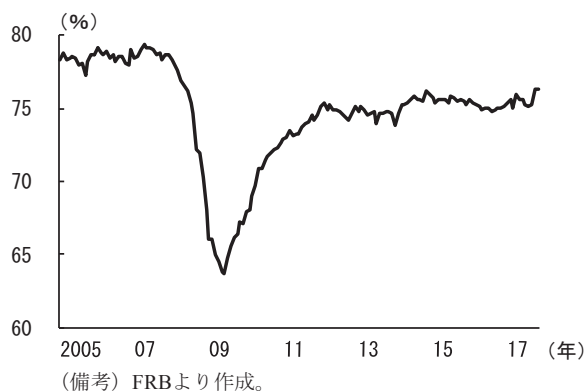


第2-2-25図 鉱工業生産の推移

(鉱業とその他の寄与度)



第2-2-26図 製造業設備稼働率

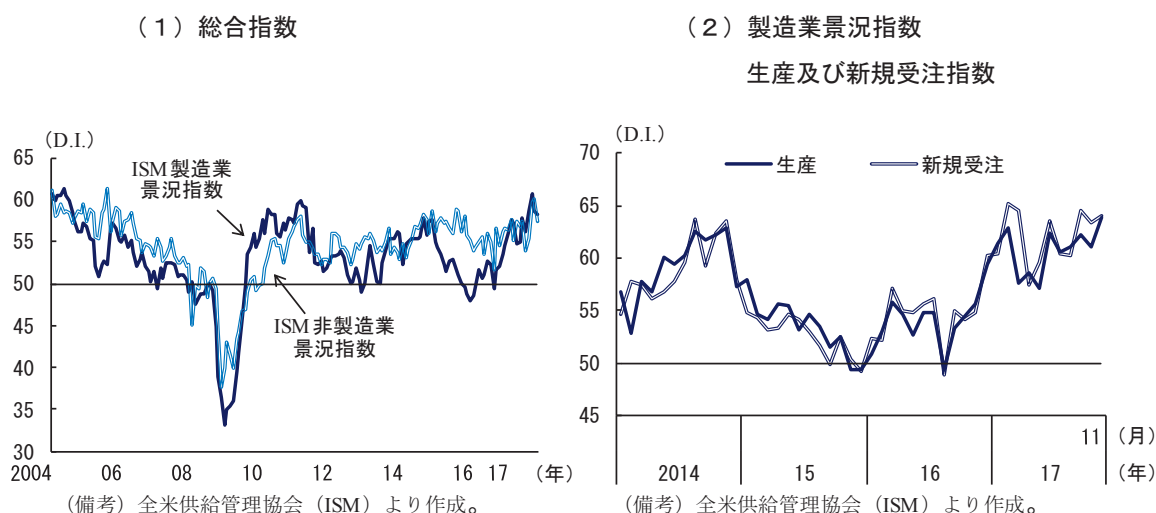


¹¹FRB (連邦準備制度理事会) は、鉱工業生産の前期比が、ハリケーン「ハービー」及び「イルマ」の影響により、17年8月は0.65%ポイント、9月は0.15%ポイント押し下げられたとしている。

（堅調な企業マインド）

企業による景況感を ISM 製造業景況指数¹²でみると、16 年 11 月の大統領選挙以降急上昇し、17 年 9 月には 60.8¹³と、04 年 5 月の 61.4 以来の高い値となるなど、その後も堅調に推移している。製造業景況指数の内訳である生産及び新規受注をみると、17 年は一貫して 16 年の水準を超えた高い値となっている。非製造業景況指数も同様に、17 年は 16 年に引き続き高水準で推移しており、企業マインドの堅調さを示している（第 2-27 図）。

第 2-27 図 ISM 景況指数



¹²ISM 製造業（非製造業）景況指数は、製造業（非製造業）の購買・供給担当者に対する調査を基に作成される月次の景況感指数。製造業総合指数は、「生産・新規受注・入荷遅延・雇用・在庫」の 5 項目につき、「先月に比べて良い・同じ・悪い」の回答結果をもとに算出される。非製造業総合指数は、「事業活動・新規受注・雇用・入荷遅延」の 4 項目につき同様に算出される。

¹³17 年 9 月の値は、ハリケーンの影響により「入荷遅延」の項目が高めに出ているため、割り引いて考える必要がある点には留意が必要である。

（設備投資の緩やかな増加）

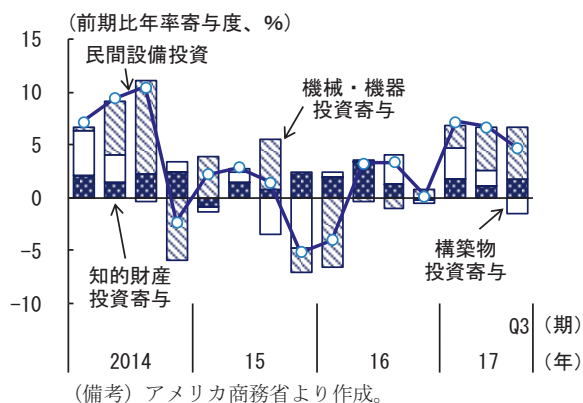
民間設備投資は、17 年 7～9 月期にハリケーンの影響によりやや減速したものの、緩やかに増加している（第 2-2-28 図）。

民間設備投資の内訳をみると、17 年は機械・機器投資の寄与が大きく、特に情報機器が寄与している（第 2-2-29 図）。17 年 4～6 月期までプラスで寄与していた構築物投資は、7～9 月期にはマイナス寄与となったが、内訳をみると採掘・掘削が 1～3 月期から 7～9 月期にかけて減速しつつも、一貫してプラス寄与となっており、引き続き、鉱業関連が構築物投資を下支えしている姿がみてとれる（第 2-2-30 図）。民間設備投資全体を鉱業関連と鉱業関連以外に分けてみても、7～9 月期に鉱業関連のプラス寄与が一段と低下している（第 2-2-31 図）。鉱業関連を支えるシェールオイル生産の動向を油井掘削リグ稼働数でみると、原油価格が 16 年前半に上昇し、その後安定して推移したことを受け、リグ稼働数もラグを伴い 16 年半ばを底に上昇していたが、17 年中盤以降、頭打ち感もみられることから、今後の鉱業関連の設備投資の動向には留意が必要である（第 2-2-32 図）。

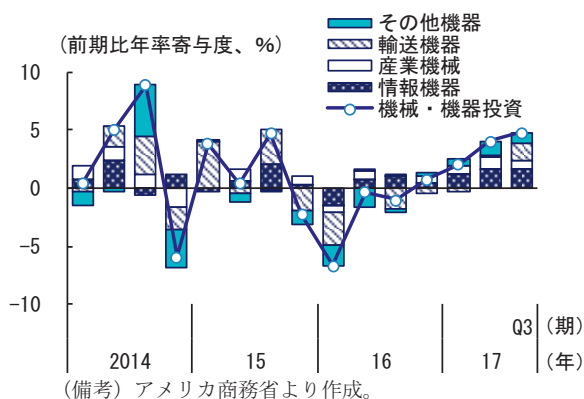
民間設備投資の先行きを先行指標であるコア資本財受注（民間航空機を除いた非国防資本財）の推移でみると、17 年はプラス基調で推移している（第 2-2-33 図）。また、ニューヨーク連邦準備銀行による製造業の 6 か月後の投資動向に関する調査¹⁴をみると、「増加」と回答する割合が 17 年後半より上昇し、高水準となっていることから、今後の設備投資に対する良好な企業マインドがみてとれる（第 2-2-34 図）。さらに、設備投資の動向と高い相関関係のある企業収益の動向をみると、これも 17 年後半から伸びが高まっており、設備投資の増加が期待できる（第 2-2-35 図）。

¹⁴ ニューヨーク連邦準備銀行が、月に 1 度、州内 200 の製造業の幹部にアンケート調査を行っているもの。回答者は、それぞれの回答項目について、「増加・変化なし・減少」から回答する。指数は、増加と回答した割合から減少と回答した割合を引いたもので定義される。

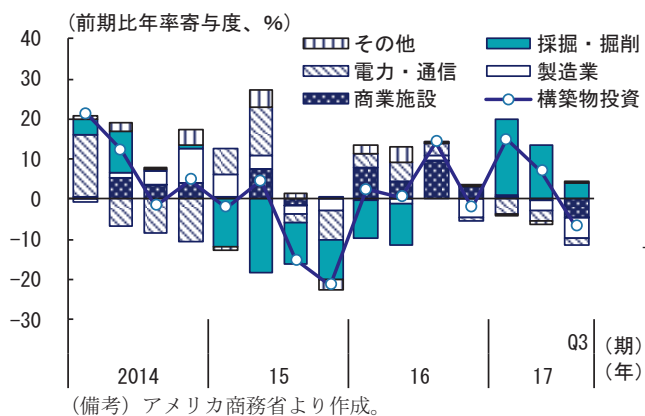
第 2-2-28 図 民間設備投資



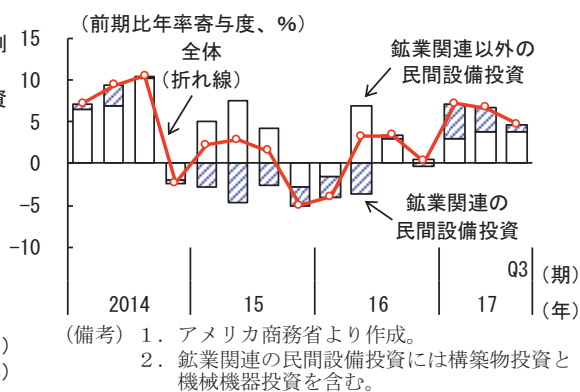
第 2-2-29 図 機械機器投資の内訳



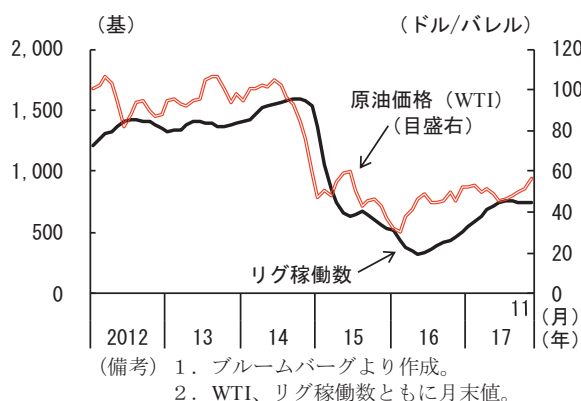
第 2-2-30 図 構築物投資の内訳



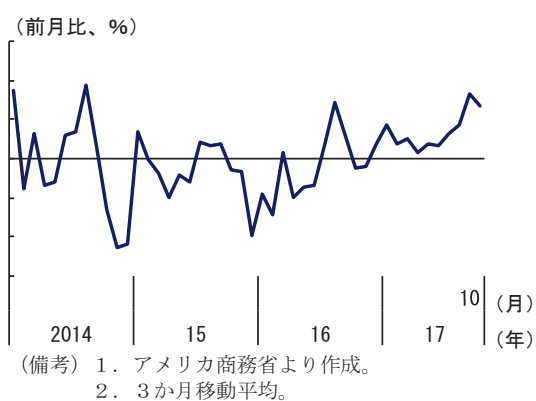
第 2-2-31 図 民間設備投資と鉱業
関連設備投資の推移



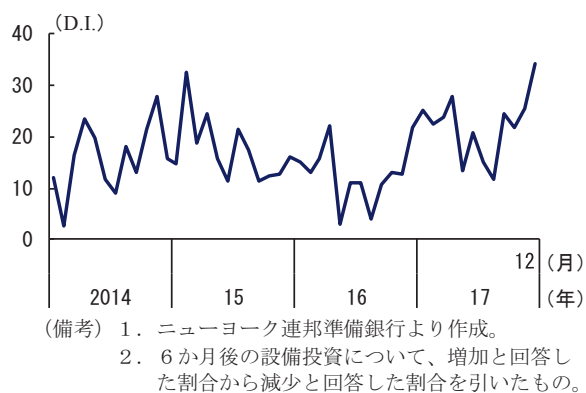
第 2-2-32 図 油井掘削リグ稼働数
と原油価格の推移



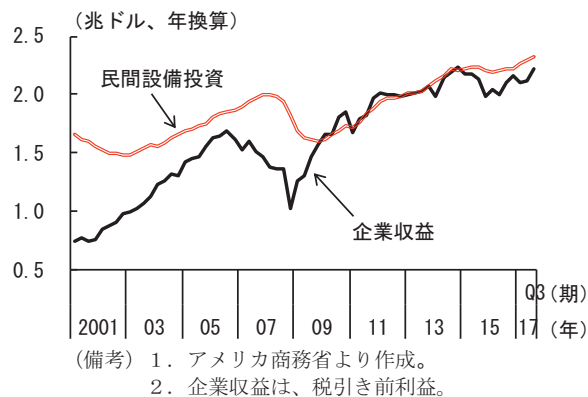
第 2-2-33 図 コア資本財受注



第 2-2-34 図 ニューヨーク連邦準備銀行
景況指数（6か月後の設備投資について）



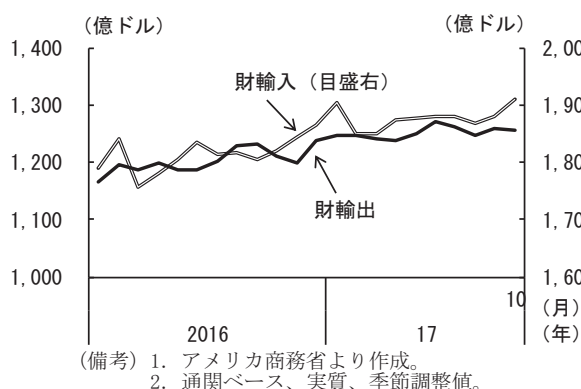
第 2-2-35 図 企業収益と
民間設備投資



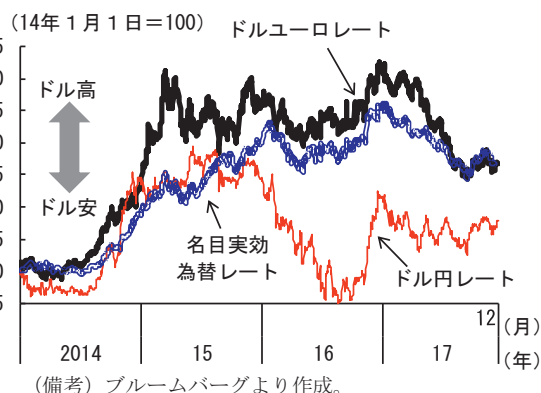
（安定した財輸出）

次に、貿易の状況について確認する。財輸出及び財輸入（通関ベース、実質、季節調整値）は、世界経済の緩やかな回復を背景として、足下ではおおむね横ばいで推移している。17年の為替レートは、ドル高傾向にあった時期もあるものの、目立って財輸出を下押しするようなことはなかった（第2-2-36図、第2-2-37図）。

第2-2-36図 財輸出及び財輸入の推移

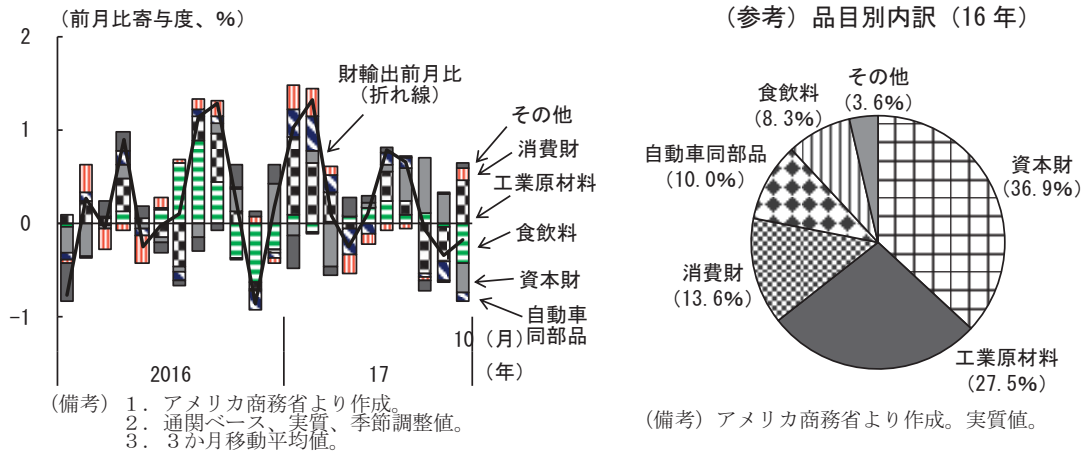


第2-2-37図 名目実効為替レート
（ドル）の推移

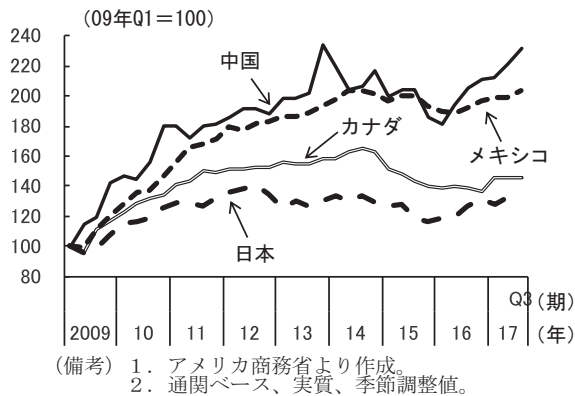


財輸出について、品目別に内訳をみると、17年前半は工業原材料（石油製品や燃料油など）が、17年後半は資本財がそれぞれ増加に寄与している（第2-2-38図）。財輸出を主要相手国別にみると、16年後半から、いずれの国も増加傾向を示しており、特に中国向けの輸出の増加が顕著となっている（第2-2-39図）。

第 2-2-38 図 輸出品目別寄与度

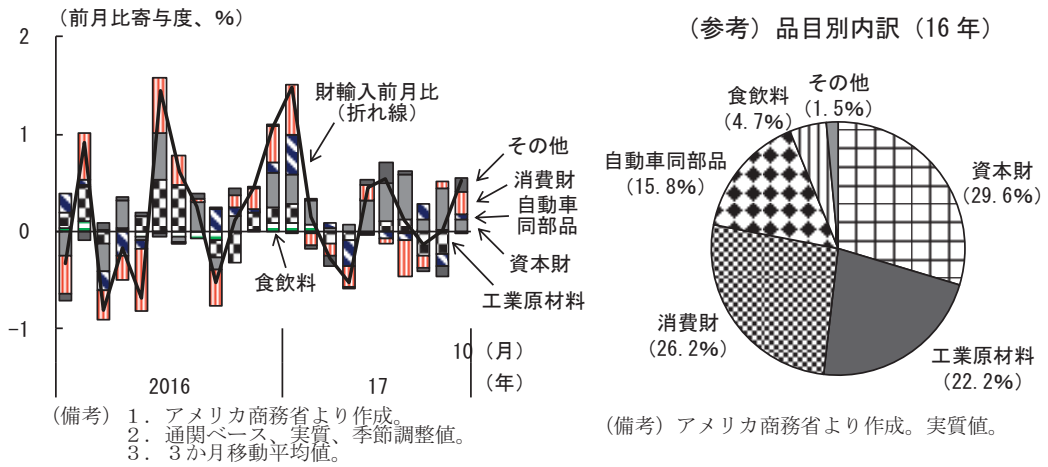


第 2-2-39 図 相手国別財輸出

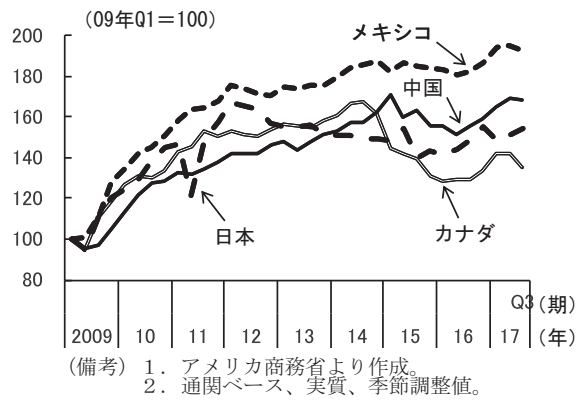


同様に、財輸入について、品目別の内訳をみると、17 年を通じて、資本財が増加に寄与している（第 2-2-40 図）。財輸入を主要相手国別にみると、輸出同様いずれの国も 16 年後半から増加傾向を示しており、特にメキシコ、中国が大きく増加している（第 2-2-41 図）。

第 2-2-40 図 輸入品目別寄与度



第 2-2-41 図 相手国別財輸入

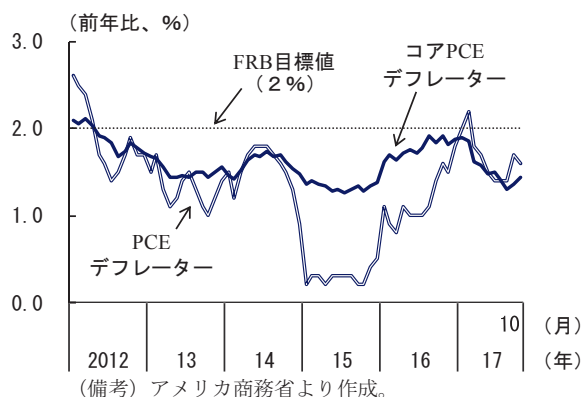


(4) 金融政策の正常化

FOMC は、改善が続ける労働市場や中期的に 2 % 付近で安定すると見込む物価上昇率を踏まえ、金融政策の緩やかな引締めへと動いている。17 年には、3 月、6 月、12 月の会合でフェデラル・ファンド・レート (FF レート) の引上げが、9 月の会合では保有国債等の再投資政策の見直し着手が決定された。以下では、FOMC によるアメリカ経済に対する認識を確認した後、政策金利の引上げ及び再投資政策の見直しについてみていく。

FOMC は、労働市場について、非農業部門雇用者数が増加し続けていることに加え、失業率が FOMC メンバーの予測する長期的な中心傾向 (4.4~4.7%) を下回る水準で推移していることなどから、今後も改善が続くものと見込んでいる。また、物価情勢については、PCE 総合及び PCE コアデフレーターの前年比がともに物価目標の 2 % を下回り、更に 17 年 3 月以降低下傾向を示しているものの、このところの低下は、携帯電話サービスや処方箋薬の下落による一時的要因であると指摘¹⁵、中期的には 2 % 付近で安定するものと見込んでいる。(第 2-2-42 図、第 2-2-43 表)。

第 2-2-42 図 PCE デフレーター



¹⁵ 一方で、FRB のイエレン議長は、17 年 11 月 29 日に行われた議会証言において、17 年における低いインフレ率が何らかの構造的な要因によってもたらされている可能性があることにも言及している。

第 2-2-43 表 FOMC メンバーによるアメリカ経済の見通し

	2017 年	18 年	19 年	20 年	長期
実質 GDP	2.4~2.5%	2.2~2.6%	1.9~2.3%	1.7~2.0%	1.8~1.9%
失業率	4.1%	3.7~4.0%	3.6~4.0%	3.6~4.2%	4.4~4.7%
PCE	1.6~1.7%	1.7~1.9%	2.0%	2.0~2.1%	2.0%
コア PCE	1.5%	1.7~1.9%	2.0%	2.0~2.1%	—

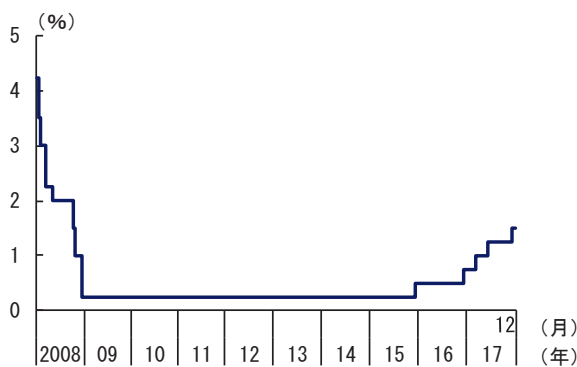
(備考) 1. FRB より作成。上表は中心傾向であり、上位及び下位の 3 位までを除外した範囲。

2. コア PCE は PCE の構成要素から変動の大きいエネルギー・食料を除いたもの。長期見通しは公表されていない。

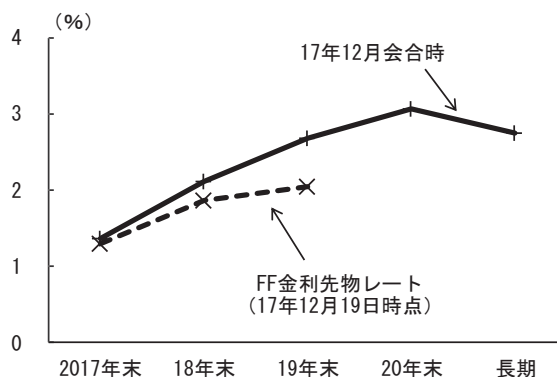
3. 実質 GDP、PCE、コア PCE は、当該年の 10~12 月期の前年同期比の値。失業率は、当該年の 10~12 月期の平均値。

このような雇用・物価情勢等への見方を背景として、FOMC は、17 年 3 月、6 月、12 月の会合において、政策金利である FF レートの誘導目標水準をそれぞれ 0.25%ポイント引き上げ、1.25%~1.50%とすることを決定した（第 2-2-44 図）。FOMC メンバーによる 18 年末の政策金利の見通しをみると、その中央値が 2.125%とされていることから、毎回の利上げ幅を 0.25%と仮定すると、18 年には 3 回の政策金利の引上げが見込まれる（第 2-2-45 図）。

第 2-2-44 図 アメリカ政策金利



第 2-2-45 図 FOMC メンバーによる政策金利見通し



(備考) 1. FRB及びブルームバーグより作成。

2. 各期レートは、各会合時におけるFOMCメンバーによる政策金利見通しの中央値。

3. 17年12月19日現在での政策金利の誘導目標水準は、1.25%から1.50%の範囲。

また、17 年 6 月の FOMC では、14 年 9 月の「金融政策正常化に関する原則と方針」の追加文書（Addendum）として、連邦準備制度が保有する米国債等の再投資額を徐々に縮小していく具体策を公表し、さらに 9 月の会合において、この再投資政策の見直しを 10 月から開始することを決定した。再投資政策の見直しの概要は、第 2-2-46 表の通りである。

第 2-2-46 表 FRB の再投資政策見直しの概要

- 米国債と MBS（住宅ローン担保証券）について、満期を迎えた保有債券の元本の再投資額を削減することにより、債券保有額を徐々に縮小していく。具体的には、徐々に引き上げられる上限を超える償還分だけの再投資を行う。
- 具体的な上限は、当初、米国債は月 60 億ドル、MBS は月 40 億ドルに設定し、3 か月ごとに米国債は 60 億ドル、MBS は 40 億ドルずつ引き上げる。
- この引上げは、米国債は 300 億ドル、MBS は 200 億ドルに達するまで 12 か月間続け、その後、これを維持する。

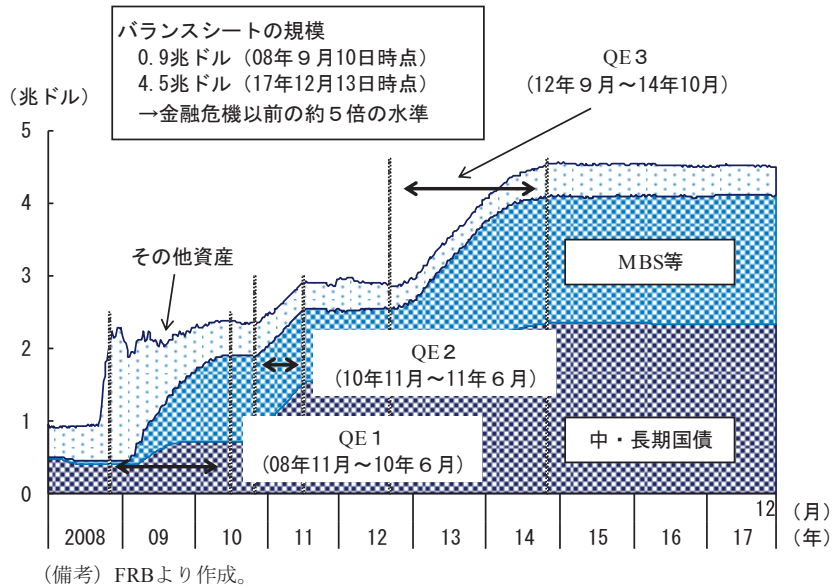
（備考）FRB より作成。

FRS（連邦準備制度）のバランスシートの資産規模は、世界金融危機直前の 08 年 9 月時点では 0.9 兆ドルであったが、17 年 12 月時点で 4.5 兆ドルとおよそ 5 倍に達している（第 2-2-47 図）。今回の再投資政策の見直しについて、今後の米国債及び MBS の削減上限額と再投資額の見込みを図示したものが、第 2-2-48 図である¹⁶。向こう 1 年程度にかけては、償還額が削減上限額を概ね上回るため、FRS のバランスシートの縮小額は削減上限額とほぼ一致すると見込まれるが、それ以降は、償還額が削減上限額を下回る月も出てくるため、縮小ペースが落ちるとみられ、漸進的なバランスシートの縮小が見込まれる。最終的なバランスシートの資産規模について、FOMC は、追加文書で「金融政策の効率的かつ効果的な運営に必要となる資産保有水準に達したと判断するまで、漸進的かつ予測可能な方法で資産縮小を続ける」と述べている。

今後、FOMC による政策金利の引上げ及びバランスシートの縮小の双方について、その動向に留意する必要がある。

¹⁶ Federal Reserve Bank of New York（2017）を基に作成。

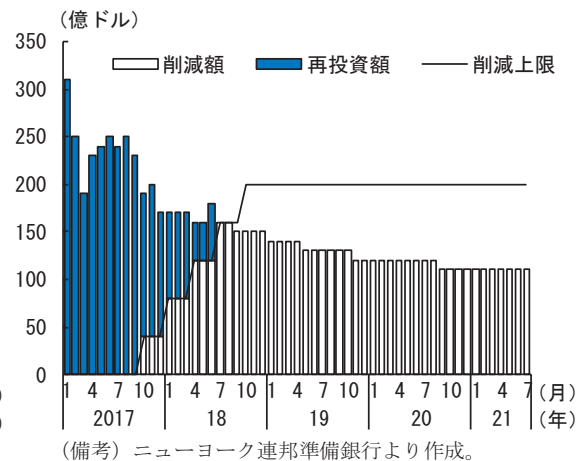
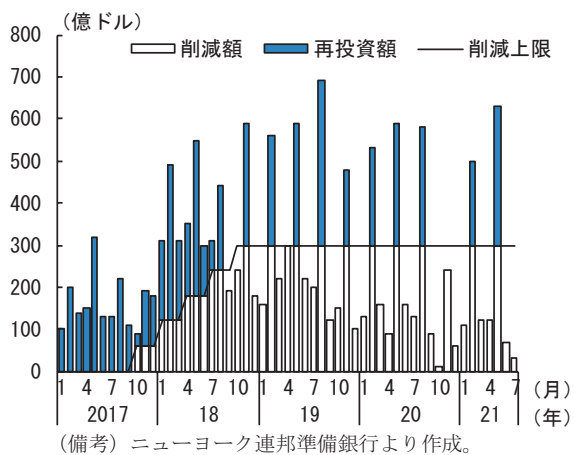
第 2-2-47 図 FRS のバランスシート（資産側）



第 2-2-48 図 今後の FRS の再投資額の見込み

(1) 米国債

(2) MBS



（５）トランプ政権における税制改革

トランプ政権は、個人所得税や連邦法人税の引下げなどの税制改革を掲げ、17 年 12 月に、連邦法人税率を 18 年より 35%から 21%に引き下げる内容とする税制改革法案が成立した。減税規模は、27 年までの 10 年間で 1 兆 4,560 億ドルとされている¹⁷。以下では、税制改革法の主な内容である、(1)個人税制改革、(2)法人税制改革、(3)国際課税改革の三つについてみていく（第 2-2-49 表）。

個人税制改革については、個人所得税の最高税率が 39.6%から 37%に引き下げられた。また、単身及び世帯の基礎控除額がそれぞれ 12,000 ドル、24,000 ドルとされ、現行の約 2 倍に引き上げられた。これらの措置は、18 年から 25 年までの時限措置とされている。個人税制改革による減税規模は 27 年までの 10 年間で 1 兆 1,266 億ドルと試算されている。

法人税改革については、連邦法人税率が 18 年 1 月より 35%から 21%に引き下げられた。80 年代のレーガン政権下での引下げ幅（46%から 34%への引下げ）を超えるものであることから、約 30 年ぶりの引下げ規模である。法人税制改革による減税規模は 27 年までの 10 年間で 6,538 億ドルと試算されている。

国際課税については、海外での利益を国内向けの投資に振り向けるため、海外子会社から国内企業への配当に対する控除が創設された。また、アメリカ企業が海外に留保させている利益のうち、現金に対しては 15.5%、現金以外には 8%を課税するとされた。国際課税改革では、27 年までの 10 年間で差し引き 3,244 億ドルの増税となると試算されている。

18 年から施行される本税制改革により、景気の上振れリスクが見込まれる一方、それに伴う財政悪化も懸念されており、今後の財政政策の動向には留意が必要である。

¹⁷ 以下、増減税規模は、上下両院協議会の公表資料による。

第 2-2-49 表 税制改革法の概要

	主な内容	増減税規模 2027 年までの 10 年間で 1 兆 4,560 億ドルの減税
個人税制改革	○個人所得税の最高税率等の引下げ（2025 年までの時限） 改革案：10%、12%、22%、24%、32%、35%、37% 現 行：10%、15%、25%、28%、33%、35%、39.6% ○基礎控除を約 2 倍に引上げ（2025 年までの時限） 改革案：単身 12,000 ドル 世帯 24,000 ドル 現 行：単身 6,500 ドル 世帯 13,000 ドル	1 兆 1,266 億ドルの減税
法人税制改革	○2018 年 1 月より連邦法人税率を 35%から 21%に引下げ	6,538 億ドルの減税
国際課税改革	○海外子会社から国内企業への配当に対する控除創設 ○アメリカ企業が海外に留保させている利益のうち、現金 に対しては 15.5%、現金以外には 8 %を課税	3,244 億ドルの増税

（備考）上下両院協議会公表資料より作成。

2. アメリカ経済の見通しと主なリスク

（着実に回復が続いているアメリカ経済）

アメリカ経済は、堅調な雇用・所得環境の下で増加している個人消費、良好な企業マインドや鉱業部門の回復等から全体として持ち直している企業部門等により、当面は着実に回復が続いていくものと見込まれる。また、各種機関による経済見通しにおいても、今後も回復が続くことが見込まれている（第 2-2-50 表）。

第 2-2-50 表 各種機関による経済見通し

	17 年	18 年
FOMC（17 年 12 月）	2.5%	2.5%
OECD（17 年 11 月）	2.2%	2.5%
IMF（17 年 10 月）	2.2%	2.3%
CBO（17 年 6 月）	2.1%	2.2%

（備考）FRB、OECD“Economic Outlook 102”（17 年 11 月）、IMF“World Economic Outlook”（17 年 10 月）、CBO（議会予算局）より作成。

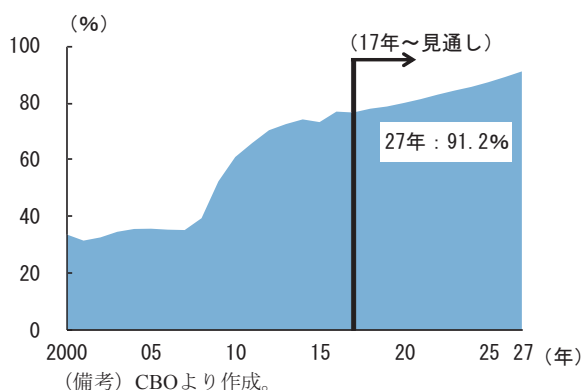
(主なリスク)

アメリカ経済を見通す上での主なリスクは以下の通りである。

まず、トランプ政権によるインフラ投資、通商政策等がどのような形で進められていくのかについて不確実性がある。税制改革については、17 年 12 月に、連邦法人税率を 18 年より 35%から 21%に引き下げる内容とする税制改革法案が成立した。税制改革による景気の上振れリスクが見込まれる。他方、それに伴う財政悪化も懸念される。アメリカの財政は、金融危機以降、悪化の一途をたどってきたが、税制改革法案成立前の 17 年 6 月に公表された CBO の財政見通しによれば、債務残高対 GDP 比は、すでに 17 年の 76.7%から 27 年には 91.2%にまで上昇すると見込まれている（第 2-2-51 図）。

次に、金融政策とそれが経済に与える影響にも留意が必要である¹⁸。FOMC は、漸進的な政策金利の引上げとバランスシートの縮小を進めており、引締めペースが急激な場合には景気後退のリスクが、逆に緩慢すぎる場合には、景気過熱と資産価格のバブル化のリスクが見込まれる。特に、税制改革による財政赤字拡大は、金利上昇圧力となることから、金融政策と財政政策の相互の影響に留意が必要である。

第 2-2-51 図 CBO による債務残高対 GDP 比の見通し



¹⁸ 現 FRB 議長であるイエレン議長の任期は 18 年 2 月 3 日であり、17 年 11 月にトランプ大統領は現 FRB 理事のジェローム・パウエル氏を次期 FRB 議長に指名した。FRB 議長は、大統領からの指名の後、上院の承認を得た上で任命される。