

### (5) 金融政策の正常化

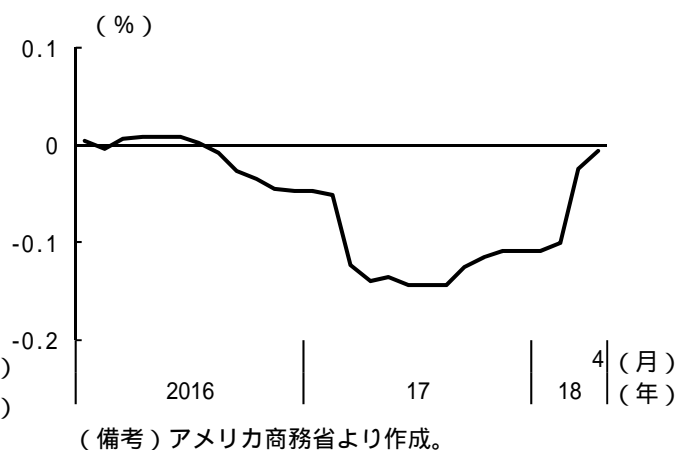
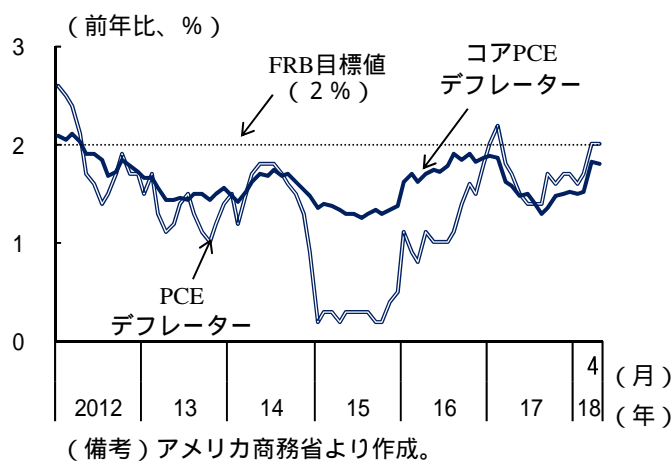
FOMCは、改善を続ける労働市場や、中期的に前年比2%付近で推移すると見込む物価上昇率を踏まえ、金融政策の正常化に向け緩やかなペースでの政策金利の引上げと保有資産の縮小を進めている。

アメリカ経済は回復を続けており、労働市場においては、雇用者数が力強く増加し、失業率は低下傾向となっている。また、物価情勢については、18年3月以降、携帯電話サービス価格の下落による一時的な押下げ要因がはく落するなど<sup>24</sup>、サービス価格の上昇もあり、PCE総合及びPCEコアデフレーターともに前年比2%近辺で推移している（第2-2-51図、第2-2-52図）。FOMCは、金融政策の緩やかな調整を継続する方針であり、その下で、今後も景気の回復と労働市場の改善が続き、物価はFOMCの目標とする前年比2%近辺で推移すると見込んでいる（第2-2-53表）。

こうした認識に基づき、FOMCは政策金利であるFFレート（フェデラル・ファンド・レート）の誘導目標水準を17年に3回引き上げ、18年には3月と6月にそれぞれ0.25%ポイント引き上げ、1.75%～2.00%としている（第2-2-54図）。

第2-2-51図 PCE デフレーター

第2-2-52図 コアPCE デフレーター上昇率の携帯電話サービスの寄与度



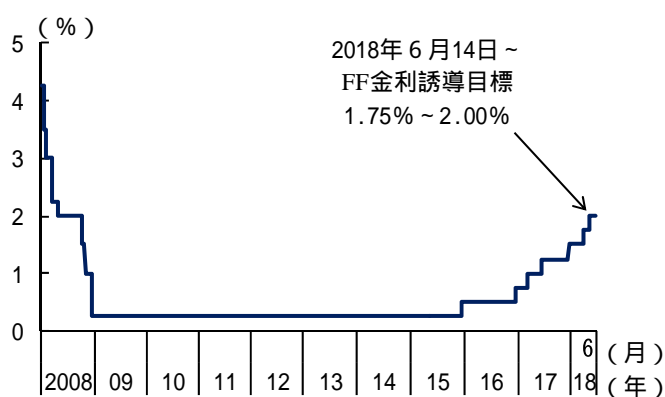
<sup>24</sup>FOMCは、17年の物価上昇率が伸び悩んだ要因を携帯電話サービスや処方箋薬による一時的なものとして指摘している。

第 2-2-53 表 FOMC 参加者によるアメリカ経済の見通し

	2018年	19年	20年	長期
実質GDP	2.8%	2.4%	2.0%	1.8%
失業率	3.6%	3.5%	3.5%	4.5%
PCE	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%
コアPCE	2.2%	2.1%	2.1%	-

- (備考) 1. FRBより作成。上表は中央値を示す。  
 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。

第 2-2-54 図 政策金利の推移



また、今後のFFレートの引上げについて、FOMC参加者による18年末の見通しをみると、その中央値が2.375%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年中に更に2回の引上げが見込まれている(第2-2-55図)。

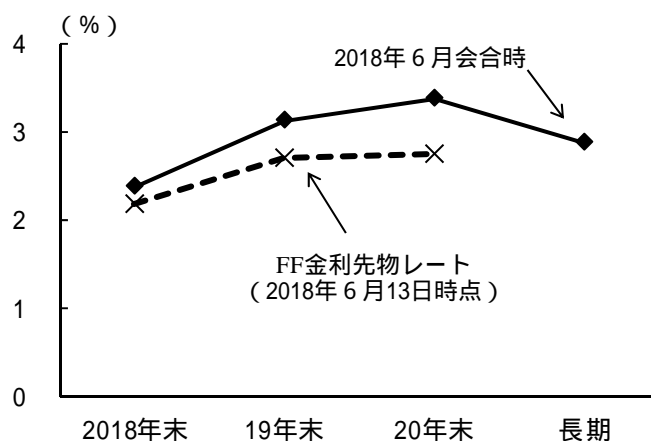
他方、保有資産の縮小については、17年9月の会合において、再投資政策の見直しを10月から開始することが決定<sup>25</sup>されて以降、漸進的な縮小が続けられている。FRS(連邦準備制度)のバランスシートの資産規模は、世界金融危機直前の08年9月時点では約0.9兆ドルあったが、再投資政策見直し直前の17年9月末時点で約4.5兆ドルとおおよそ5倍に達していた。再投資政策見直し後の18年4月末時点で資産規模は約4.4兆ドルであり、満期を迎えた保有債券の再投資額を徐々に削減する形で極めて緩やかなペースで縮小が進められている(第2-2-56図)。なお、最終的な資産規模については、17年6月の「金融政策正常化に関する原則と方針」の追加文書(Addendum)において、「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」と述べるにとどまっている。

アメリカ経済においては、減税や歳出拡大といった拡張的な財政政策が講じられてお

<sup>25</sup>詳細については内閣府(2018)参照。

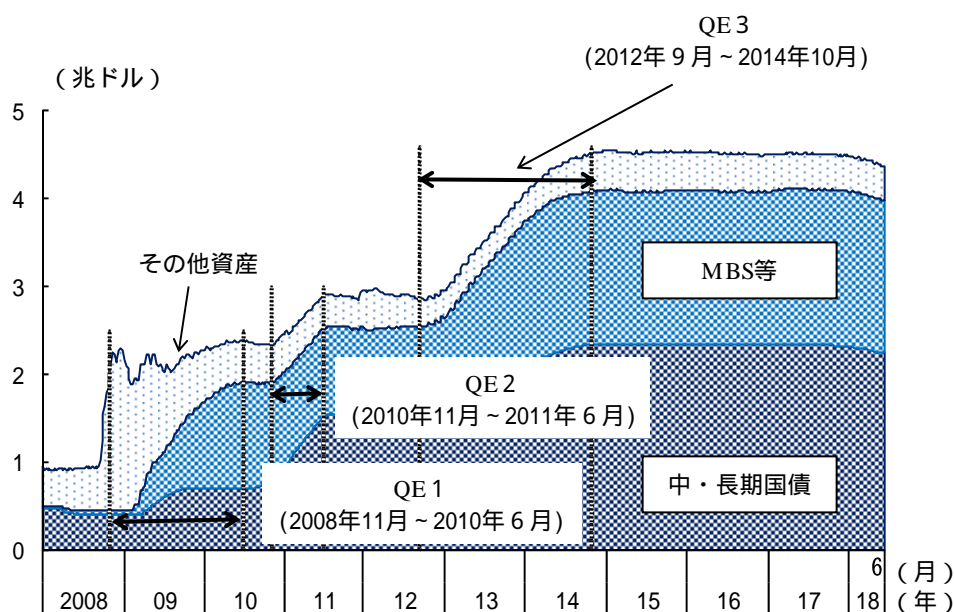
り、市場においても金利上昇がアメリカ経済のリスクとして、これまで以上に強く意識されている。こうした環境下で、FOMCによる利上げは、ペースが急激な場合には景気後退のリスクに、逆に緩やか過ぎる場合には景気過熱と資産価格の行き過ぎた上昇のリスクとなることから、今後の政策金利の引上げペースについては、一層の留意が必要である。

第 2-2-55 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. 2018年6月14日現在での政策金利の誘導目標水準は、1.75%から2.00%の範囲。

第 2-2-56 図 FRS のバランスシート (資産側)



(備考) FRBより作成。

## (6) トランプ政権下の財政政策

トランプ政権にとって2年目となる2018年度予算(17年10月～18年9月)は、5回の暫定予算<sup>26</sup>(Continuing Resolution)の編成を経て、ようやく18年3月23日に成立したが、18年度には、(1)10年間で約1.5兆ドルの減税を見込む税制改革(18年1月)(第2-2-57表)、(2)18・19年度予算における歳出上限の3,000億ドル引上げ(18年2月)、(3)19年3月までの債務上限の適用延期(18年2月)、(4)10年間で少なくとも1.5兆ドルを見込むインフラ投資計画(18年2月)等の財政面で注目すべき政策が打ち出されている。以下では、これらの動向を概観し<sup>27</sup>、アメリカ経済や財政収支への影響について確認する。

第2-2-57表 税制改革の概要

	主な内容 (2018年1月より実施)	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	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。

### (歳出上限の引上げ、債務上限の適用延期)

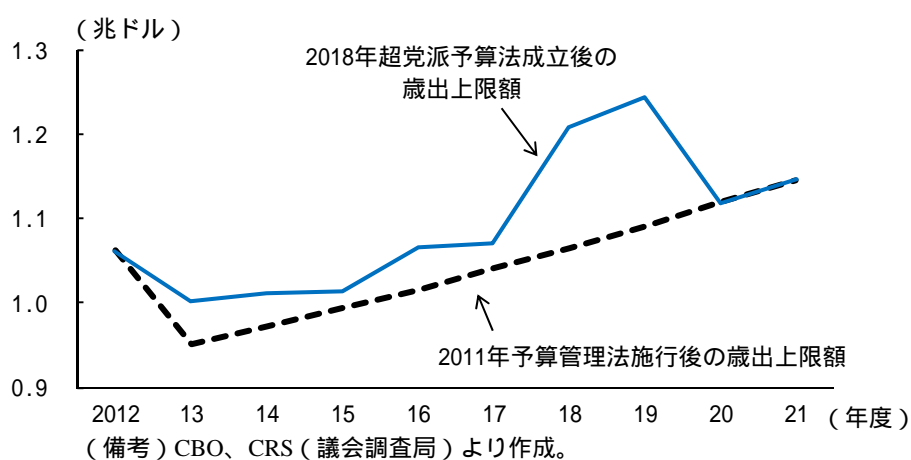
アメリカでは、財政赤字の抑制を目的として、11年に予算管理法(Budget Control Act of 2011)が制定され、各年度の予算のうち裁量的経費に歳出上限が設定されている。12

<sup>26</sup>18年度は、17年12月8日、12月22日、18年1月19日、2月8日、3月23日をそれぞれ期限とする5回の暫定予算が編成された。なお、暫定予算が期限内に成立しない場合には、一時的に一部の政府機関が閉鎖されることになる。18年度は18年1月20日(土)～1月21日(日)、2月9日(金)の計2回の政府閉鎖が行われた。

<sup>27</sup>17年12月に成立した税制改革法の詳細については、内閣府(2018)を参照。

年度から21年度の各年度に国防と非国防の別に歳出上限<sup>28</sup>が設けられており、13年度から21年度はこの国防と非国防の上限それぞれから更に追加削減を行うとの措置が採られている。これまで歳出上限は、別途法律を定めることで毎年度引き上げられてきており<sup>29</sup>、18年度及び19年度の歳出上限についても、18年2月に成立した2018年超党派予算法（Bipartisan Budget Act of 2018）により、合計約3,000億ドルの引上げがなされた（第2-2-58図）。歳出上限の引上げは財政赤字の拡大をもたらし、金利上昇圧力を高める一方で、短期的には景気刺激効果を有する側面もある。

第2-2-58図 歳出上限額引上げの推移



また、アメリカでは連邦政府の債務残高の上限額が、1917年の第二自由公債法（Second Liberty Bond Act of 1917）により規定されており<sup>30</sup>、実際の債務残高がこの法定上限を超えた場合、国債の新規発行を行うことができず、国債の元利払いを含め予算執行に支障が生じることとなる。2018年超党派予算法には債務上限の扱いについても盛り込まれており、同法の成立により、債務上限の適用が19年3月1日まで一時的に停止<sup>31</sup>されることとなった（第2-2-59図）。債務上限問題は、国債の格付けにも影響を与え得ることから、19年3月1日の期限が迫るにつれ、その動向が注目されることになる。

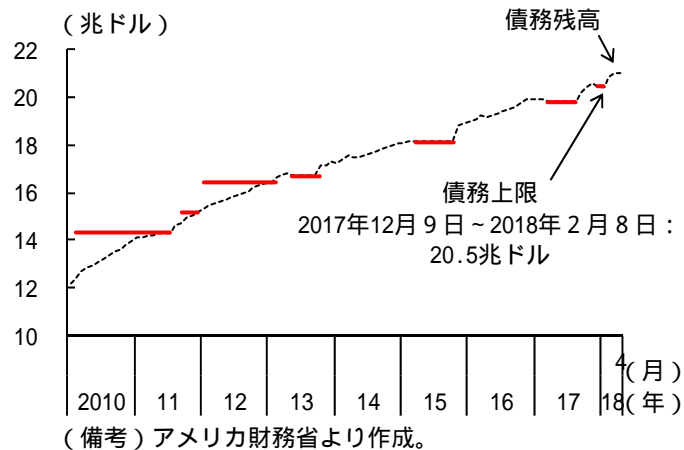
<sup>28</sup>毎年度の歳出上限は、「歳出」(Outlay)ベースではなく、「歳出権限」(Budget Authority)ベースで定められている。「歳出」が当該年度に支出される金額であるのに対して、「歳出権限」は当該年度以降に法的に支出可能な金額をいう。なお、CBOは歳出ベースでみて12年度から21年度の累計で0.9兆ドルの歳出抑制効果があると試算している。

<sup>29</sup>これまでも、12年の納税者救済法、13年及び15年の超党派予算法の成立により、それぞれ、13年度及び14年度、14年度及び15年度、16年度及び17年度の歳出上限が引き上げられている。

<sup>30</sup>合衆国憲法上、連邦政府の債務の負担は議会の権限とされ、1917年の第二自由公債法によって連邦政府の債務残高の上限額が初めて規定された。この上限額については議会の予算編成プロセスを通じた立法によって変更できることから、債務上限については、これまで上限額の引上げや適用の一時停止がしばしば行われてきた。

<sup>31</sup>債務上限の適用が18年2月9日から19年3月1日まで停止されることから、以前の債務上限である20.5兆ドルにその間の借入額が累積されていくことになる。

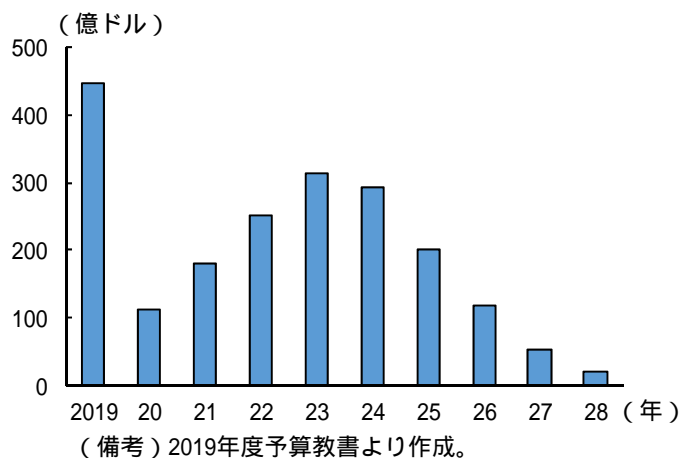
第 2-2-59 図 債務上限と連邦政府債務残高



(インフラ投資計画)

トランプ政権は、18年2月、今後10年間で官民合わせて少なくとも1.5兆ドルの投資を見込んだインフラ投資計画を公表した。インフラ投資に対する連邦政府の歳出は、19年度から28年度までの10年間で約2,000億ドルが予定されており、その他については地方及び民間の負担により実現すると見込まれている。連邦政府による約2,000億ドルの内訳は、(1)地方・民間への競争的なインセンティブ補助金、(2)地方におけるインフラ投資のために必要な額の準備、(3)革新的なプロジェクトへの支出、(4)その他(既存の連邦政府のインフラプログラムの拡充等)となっている。これらのうち予算配分が多いものは(1)及び(2)であり、それぞれ1,000億ドルと500億ドルが見込まれている。また、連邦政府の歳出のピークは19年度が見込まれており、約2,000億ドルのうち約450億ドルの歳出が行われる予定である(第2-2-60図)。

第 2-2-60 図 連邦政府によるインフラ投資への歳出額

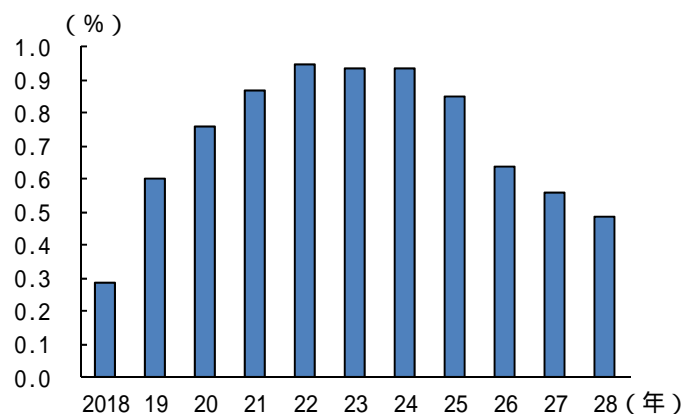


( 税制改革、歳出上限引上げ、インフラ投資計画のマクロ経済への効果 )

こうした拡張的な財政支出がアメリカのマクロ経済へ与える影響を確認する。CBO<sup>32</sup>は18年1月の税制改革と18・19年度の歳出上限引上げについて、それぞれ実質GDP(水準)に与える影響を試算している。税制改革の効果については、法人税率の引下げによる設備投資の拡大や個人所得税率の引下げによる労働供給の拡大等により、18年から28年にかけて実質GDPを年平均0.7%増加させると試算している。実質GDPの押し上げ効果は、18年に0.3%、19年に0.6%の後、22年に1.0%とピークを付け、その後は、個人所得税率の引下げが25年までの時限措置であることや、財政赤字拡大による金利上昇が民間設備投資の一部をクラウドアウトすることから、逡減していくものと見込まれている(第2-2-61図)。また、歳出上限の引上げについては、実質GDPを18年に0.3%、19年に0.6%引き上げると試算している。

インフラ投資計画については、大統領経済報告(18年2月)において、インフラ投資の拡大による公的資本サービスの増加に伴い、民間資本の生産性も上昇することから、企業も設備投資を増やすこと、また、労働者が利用できる公的資本サービスが増加することで労働生産性が上昇することにより、向こう10年にわたり、年平均で実質GDP(水準)を約0.1~0.2%押し上げると試算されている。

第2-2-61図 税制改革が実質GDPに与える影響



(備考) CBOより作成。

(連邦政府財政への影響)

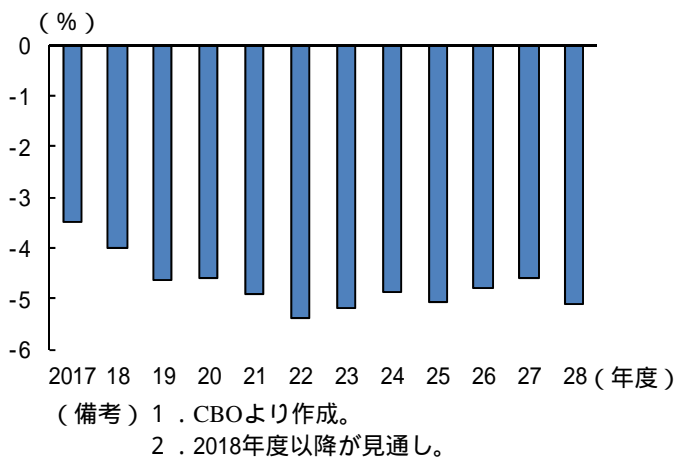
CBOの見通し<sup>33</sup>により、こうした積極的財政政策が連邦政府財政に与える影響をみると、財政収支・GDP比は、17年度の実績値-3.5%から、18年度-4.0%、19年度-4.6%へと悪化が見込まれている(第2-2-62図)。また、連邦政府の債務残高・GDP比は、17年

<sup>32</sup>CBO(2018)

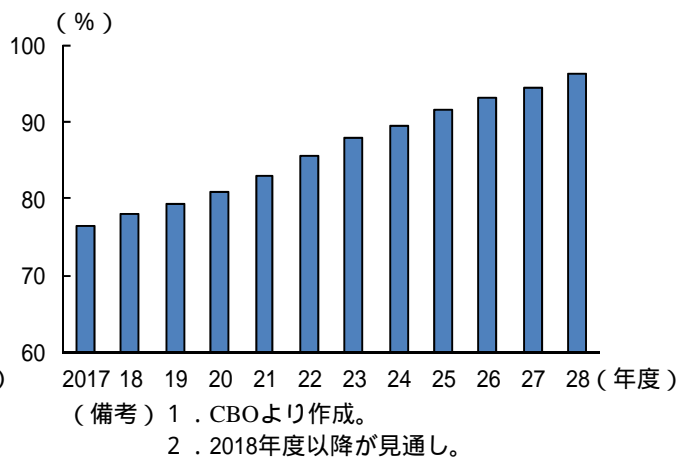
<sup>33</sup>CBO(2018)

度の実績値76.5%から、見通し期間中一貫して拡大し、18年度78.0%、19年度79.3%となった後、見通し最終年度の28年度には96.2%にまで上昇すると見込まれている（第2-2-63図）。

第2-2-62 図 連邦政府の財政収支  
・ GDP 比見通し



第2-2-63 図 連邦政府の債務残高  
・ GDP 比見通し



## 2. アメリカにおける民間債務の動向

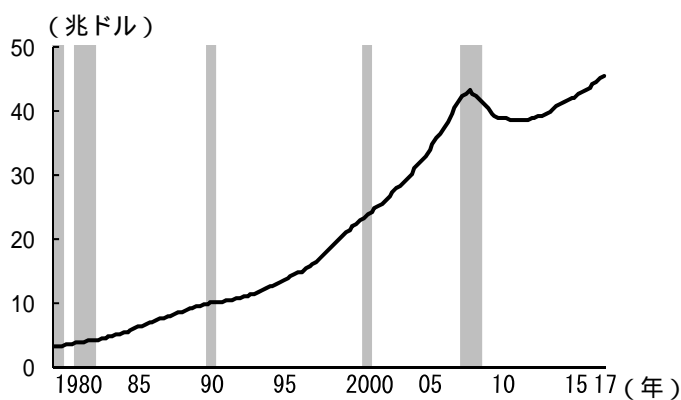
第1章では民間債務の動向から世界経済のリスクを点検した。ここではアメリカにおける民間債務の動向をやや詳細にみていく。アメリカにおける民間債務残高は、17年末時点で、金額では約46兆ドルまで増加しているが、GDP比ベースで見ると約230%と世界金融危機時の水準から低下し、14年以降横ばいとなっている（第2-2-64図）。民間債務残高を家計部門、企業部門、金融部門に分けてみると、金額ベースでは、金融危機時の最高水準を超えているのは家計部門と企業部門であり、また、GDP比ベースで見ると、家計部門は金融危機時の最高水準は超えておらず、横ばいとなっている一方で、企業部門は世界金融危機時の水準を既に超過し、増加基調となっている（第2-2-65図）。

このため以下では、アメリカの家計部門と企業部門に焦点を当て、それぞれ複数の指標からその動きと背景をみていく。



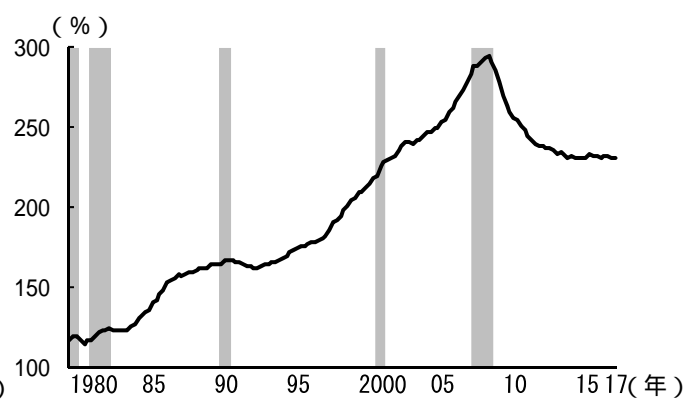
第2-2-64図 アメリカにおける民間債務残高の推移

(1) 金額



(備考) 1. FRBより作成。  
2. シャドローは景気後退期。

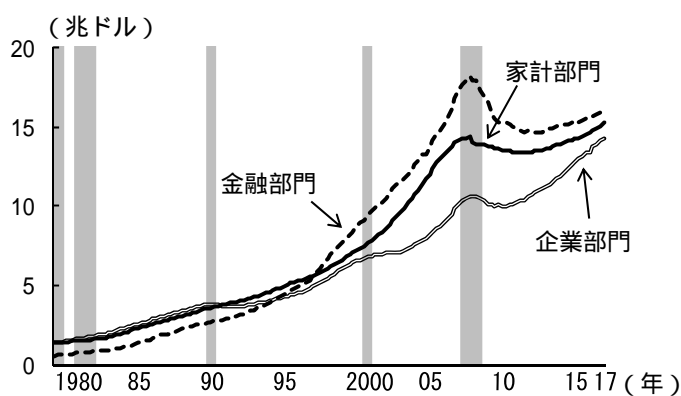
(2) GDP比



(備考) 1. FRBより作成。  
2. シャドローは景気後退期。

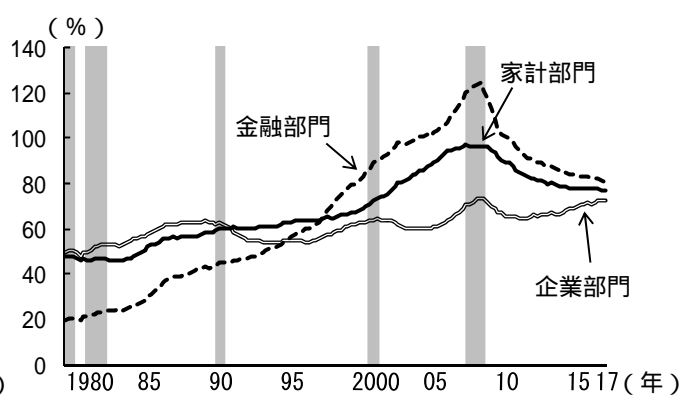
第2-2-65図 部門別民間債務残高

(1) 金額



(備考) 1. FRBより作成。  
2. シャドローは景気後退期。

(2) GDP比



(備考) 1. FRB、アメリカ商務省より作成。  
2. シャドローは景気後退期。

(i) アメリカの家計部門の債務

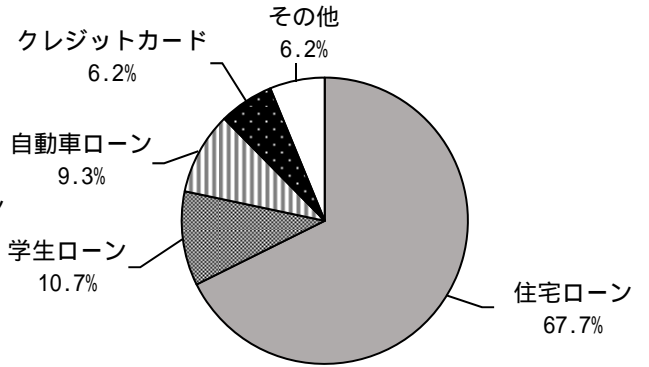
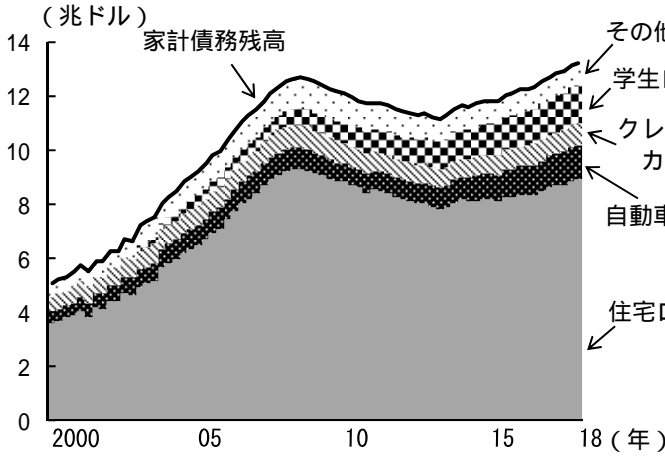
(家計部門の債務の詳細)

家計部門の債務を詳細にみると、債務の構成比は住宅ローンが約70%と最も多く、次に学生ローン、自動車ローンと続いている。債務残高を金額ベースで見ると世界金融危機時の過去最高水準を超えて推移しているが、可処分所得比で見れば12年以降ほぼ横ばいで推移している(第2-2-66図)。

第 2-2-66 図 ローン別家計債務残高

( 1 ) 金額

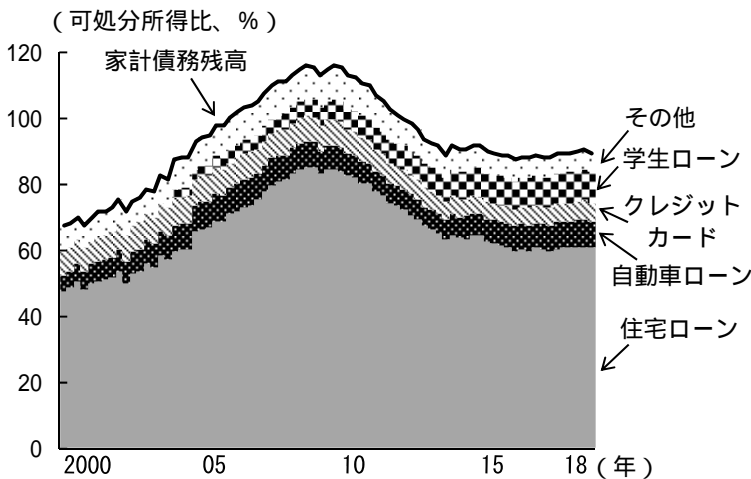
( 2 ) 割合 ( 2018 年 1 ~ 3 月期 )



(備考) ニューヨーク連邦準備銀行より作成。

(備考) 1. ニューヨーク連邦準備銀行より作成。  
2. 学生ローンのデータは2003年以降のみ。

( 3 ) 可処分所得比



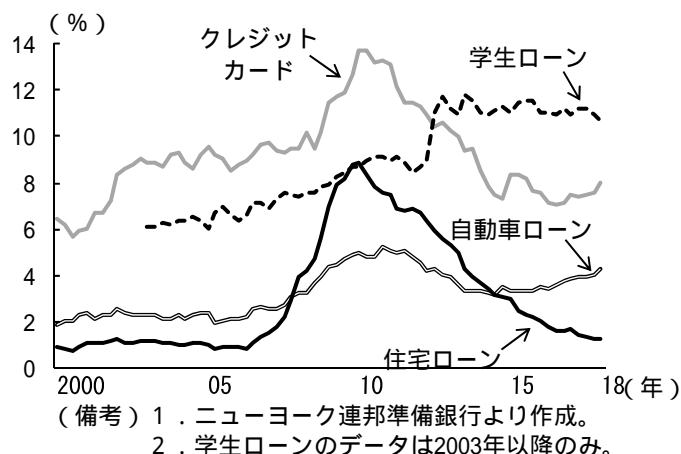
(備考) 1. ニューヨーク連邦準備銀行、アメリカ商務省より作成。  
2. 学生ローンのデータは2003年以降のみ。

これらの延滞率をみると、住宅ローンは世界金融危機時に高水準を記録して以降、低下傾向にある。自動車ローンは危機時の水準にはいまだ達していないものの、緩やかな上昇傾向を示している。学生ローンについては、学費高騰等を背景に12年半ば以降急激に延滞率が上昇した後、11%前後でおおむね横ばいで推移している<sup>34</sup>。クレジットカード

<sup>34</sup>OECD(2016b)は、学生ローンを取り巻く問題として、個々の学生ローンの借入額自体は比較的少ないが、大学中退によって返済が困難になっている者がいることを指摘している。また、学生ローン問題への対応策として、09年以降、収入を考慮する返済プランが利用可能となり、14年には返済額を自由裁量所得 (Discretionally Income) の最大10%とすることや免除期間を20年とすることを内容とする返済方法が導入されている。

ドは、住宅ローン同様に金融危機時に高水準を記録して以降、低下傾向にあるが、16年頃よりおおむね横ばいで推移している（第2-2-67図）。

第2-2-67図 ローン別延滞率（90日以上の延滞）

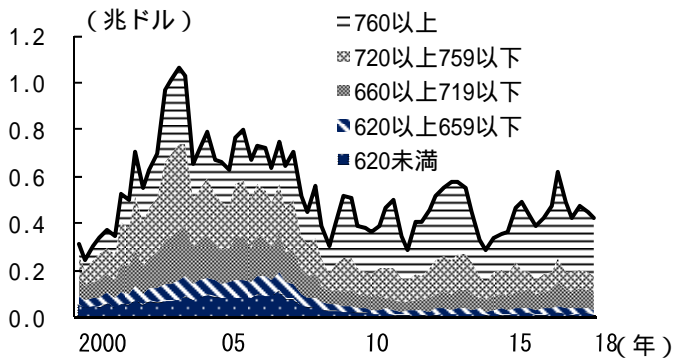


住宅ローン及び自動車ローン借入対象者のクレジットスコア<sup>35</sup>をみると、住宅ローンと比較して金額の少ない自動車ローンはサブプライム層を示す660点以下の層への貸出が世界金融危機前と比べほぼ同水準となっているが、金額の多い住宅ローンは世界金融危機以降、サブプライム層への貸出は増えていない（第2-2-68図、第2-2-69図）。また、住宅ローン及び自動車ローンへの貸出態度をみると、双方とも16年半ばより貸出態度が厳格化されているが、これらを比較すると厳格化の度合いは自動車ローンの方が高い（第2-2-70図、第2-2-71図）。さらに、破産者の推移をみても、世界金融危機前後に一時的に急増したが、その後は低下傾向にあり、近年は低水準で推移している（第2-2-72図）。

このように、家計部門の債務残高は、金額では世界金融危機時の過去最高水準を超えているが、GDP比や可処分所得比で見れば横ばいであり、また、延滞率や借入対象者のクレジットスコア、さらに貸出態度、破産者数をみても、世界金融危機時と比較して目立って危険な状況にはない。

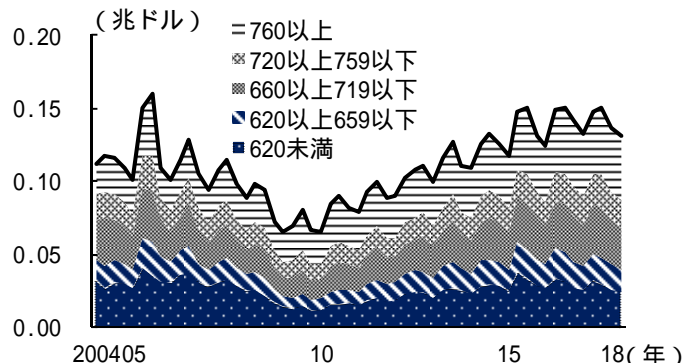
<sup>35</sup> 信用情報会社により消費者が深刻な滞納に陥る可能性が点数化されているもの。点数が高いほど信用力が高いと評価される。

第 2-2-68 図 住宅ローン借入対象者の  
クレジットスコア



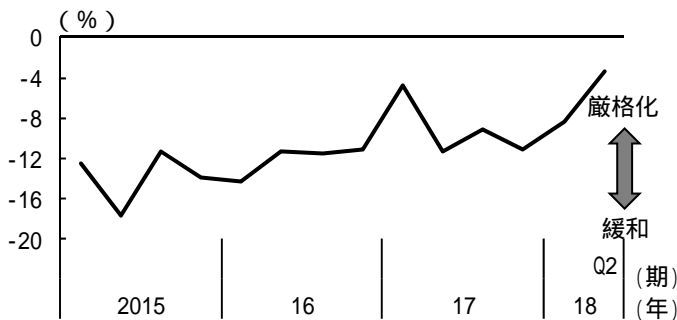
(備考) 1. ニューヨーク連邦準備銀行より作成。  
2. クレジットスコア660点以下がサブプライム層。

第 2-2-69 図 自動車ローン借入対象者の  
クレジットスコア



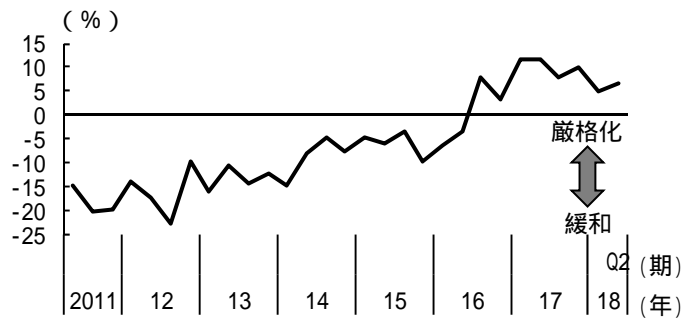
(備考) 1. ニューヨーク連邦準備銀行より作成。  
2. クレジットスコア660点以下がサブプライム層。

第 2-2-70 図 住宅ローンの貸出態度



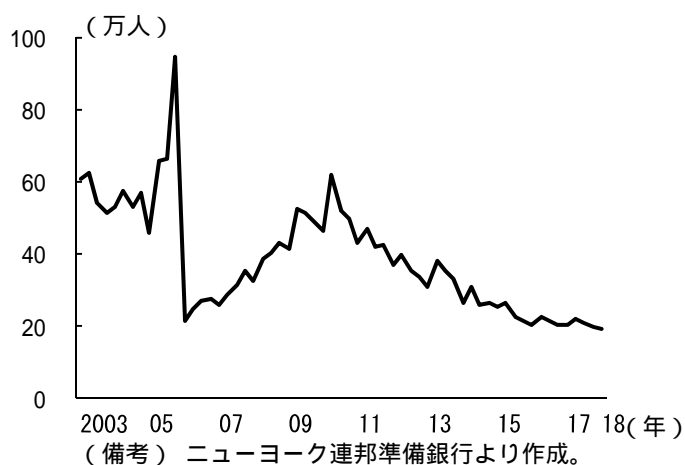
(備考) 1. FRBより作成。  
2. 金融機関に対し、過去3か月間で住宅ローン申請に対する貸出基準をどのように変化させたか、アンケート調査を行ったもの。厳格化と回答した割合から緩和と回答した割合を引いたネットの割合。  
3. 住宅ローンのうち、政府支援機関（ファニーメイ及びフレディマック）の基準に沿い、適格と判断されるローン（Government-Sponsored Enterprise Eligible）に対する調査の回答。

第 2-2-71 図 自動車ローンの貸出態度



(備考) 1. FRBより作成。  
2. 金融機関に対し、過去3か月間で自動車ローン申請に対する貸出基準をどのように変化させたか、アンケート調査を行ったもの。厳格化と回答した割合から緩和と回答した割合を引いたネットの割合。

第 2-2-72 図 個人の破産者数



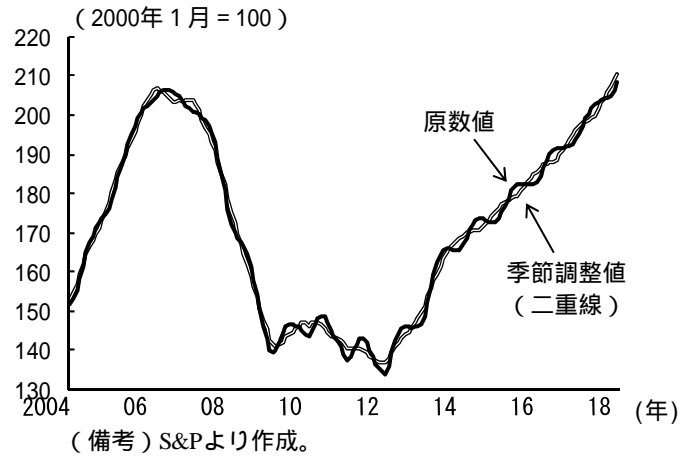
### (住宅価格の上昇)

家計債務の大部分を占める住宅ローンは、前述のとおり世界金融危機時と比較して目立って危険な状態にはないが、世界金融危機時に問題となった住宅価格が、現在どのような状況にあるのかを確認する。

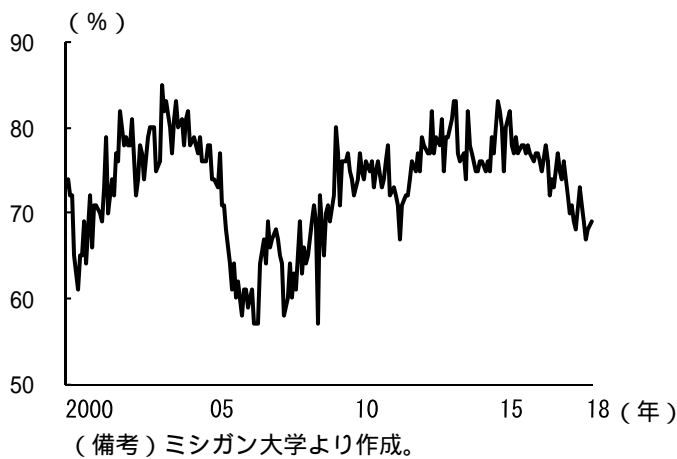
アメリカの住宅価格は世界金融危機後に急落したものの、その後、緩やかに上昇し、18年2月には危機直前の最高水準を超えた(第2-2-73図)。住宅市場の需要と供給のバランスを確認するため、新築・中古それぞれの住宅在庫・販売比率をみると、ともに低水準で推移していることから、旺盛な住宅需要に比べ、住宅の供給が追いついていない様子がうかがえる。特に在庫の不足は中古住宅で顕著であり、2000年以降で最も低い水準で推移している(前掲第2-2-12図)。

需要面をみると、雇用・所得環境が良好なことから、これらが旺盛な住宅需要を喚起しているものとみられる。しかし、ミシガン大学の調査によれば、住宅を買い時と回答した者の割合が低下傾向にあり、買い時と回答した者のうち、資産の評価増による投資目的を理由とする割合が、世界金融危機時とほぼ同程度の水準まで上昇している点には注意を要する(第2-2-74図、第2-2-75図)。

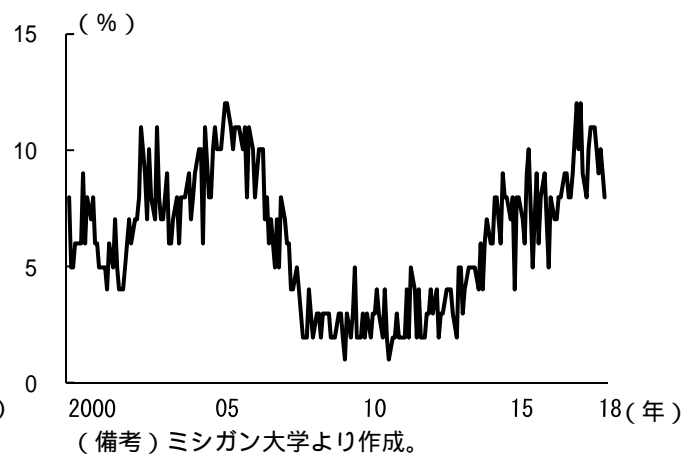
第 2-2-73 図 ケース・シラー住宅価格指数



第 2-2-74 図 住宅を買い時であると回答した割合



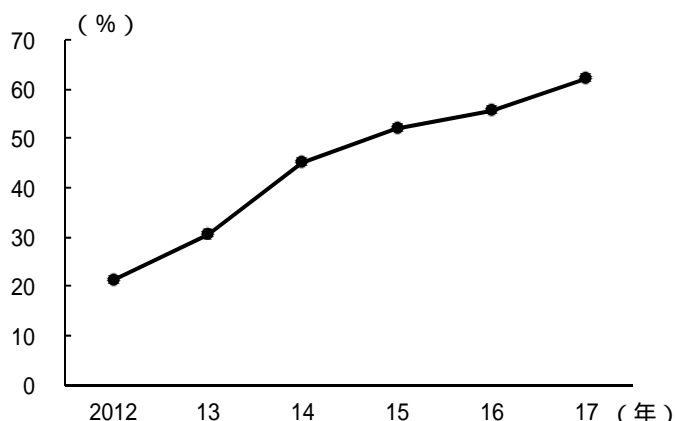
第 2-2-75 図 投資目的を理由に住宅を買い時であると回答した割合



供給面をみると、建設労働者の不足が住宅供給の制約となっているとみられる<sup>36</sup>（第 2-2-76 図）。また、16 年ごろから顕著にみられる資材価格の高騰も住宅供給の制約となっている可能性が指摘できる（第 2-2-77 図）。

<sup>36</sup>連邦準備制度「ページブック」（地区連銀経済報告）では、高度技術を有する者を雇用することが困難となっている旨が指摘されている（2018 年 4 月）。

第 2-2-76 図 建設労働者の不足状況

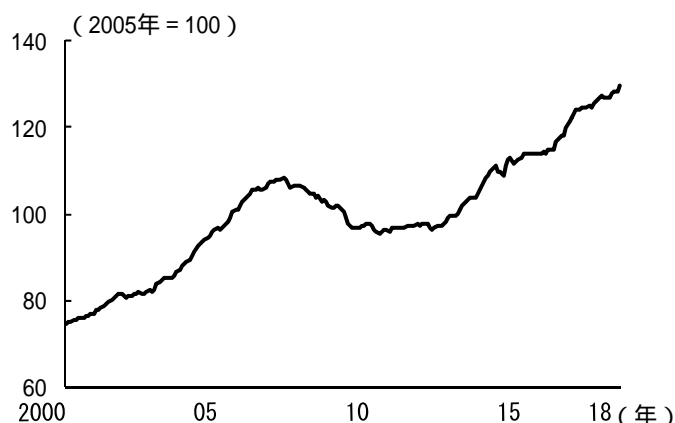


(備考) 1. NAHB “Housing Market Index : Special Questions on Labor and Subcontractors’ Availability, July 2017” より作成。

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 2-2-77 図 建設資材価格



(備考) アメリカ商務省より作成。

以上のとおり、アメリカにおいて住宅価格が緩やかに上昇し続けている背景には、良好な雇用・所得環境による堅調な需要面と、建設労働者の不足及び資材価格高騰による供給面の制約が存在する。また、住宅価格の上昇スピードは世界金融危機前と比較して緩やかであり、第 1 章でも述べたとおり、住宅価格・所得比や住宅価格・家賃比は長期トレンドから上方に大きくかい離してはいない。

#### (ii) アメリカの企業部門の債務の動向

企業部門の債務は、前述のとおり金額ベースでは世界金融危機時の水準を既に超え、GDP 比ベースでも上昇基調で推移している（前掲第 2-2-65 図）。

これを企業の資金調達手段別にみると、アメリカでは銀行借入（間接金融）に比べ債券発行（直接金融）を主としてきたが、世界金融危機後はその傾向が一層強まり、債券発行が顕著に増加している（第 2-2-78 図）。

また、社債の平均償還年限をみると、05 年ごろまでは、おおむね平均 10 年を下回っていたが、金融危機後は上昇傾向を示し、15 年には平均 17 年まで上昇するなど歴史的にみても高い水準に達している（第 2-2-79 図）。

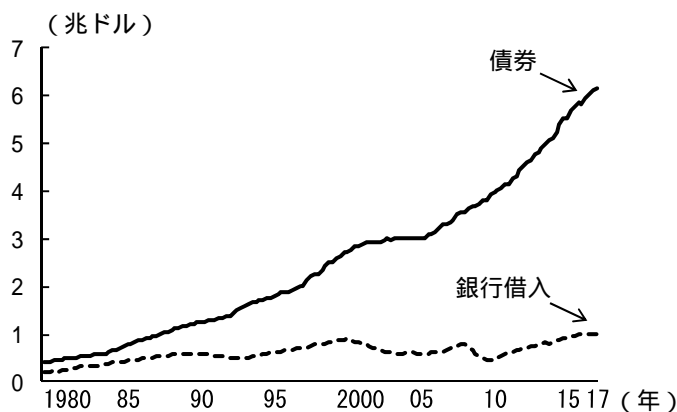
社債の格付け別に売買高をみると、投機的格付債（ハイイールド債）は、08 年の世界金融危機時に一時 50 億ドル程度に減少したが、その後は再び増加傾向となり、14 年以降は 08 年の 2 倍以上である 110 億ドルから 120 億ドル程度となっている（第 2-2-80 図）。

以上より、企業部門の債務は債券発行により増加傾向にあり、また、平均償還年限の

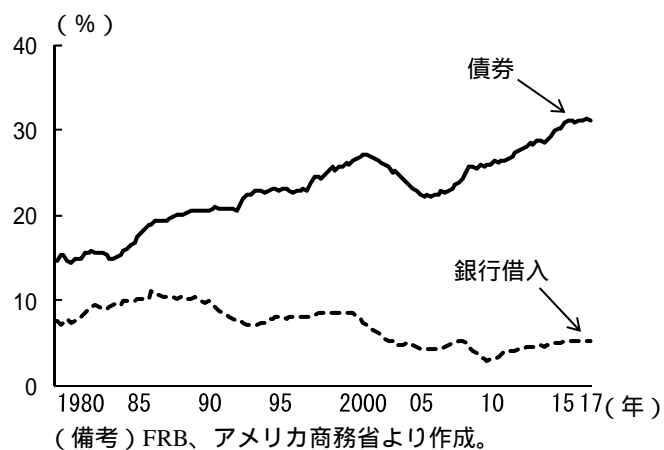
長期化や投機的格付債の売買高の増加がみられることから、今後、金融緩和の縮小に伴う金利上昇が見込まれる中で、急激な債券価格の下落といったリスクの顕在化に留意が必要である。

第 2-2-78 図 銀行借入額及び債券発行額

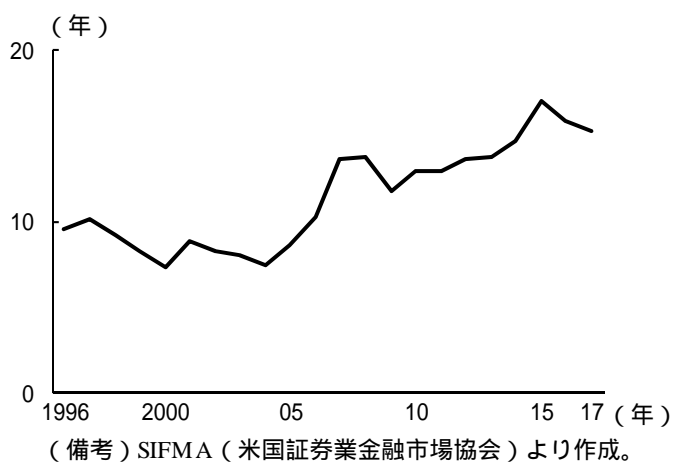
(1) 金額



(2) GDP 比

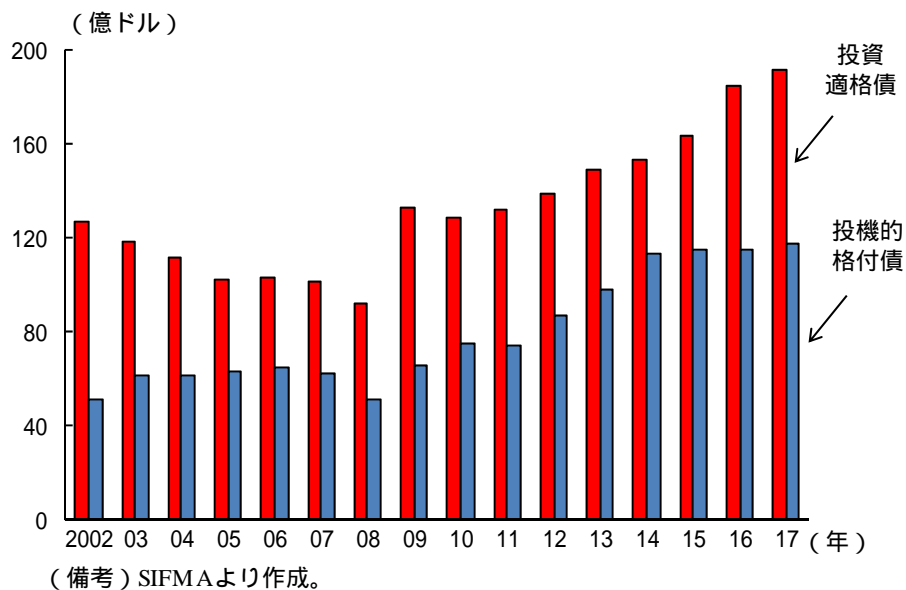


第 2-2-79 図 社債の平均償還年限





第 2-2-80 図 格付け別社債売買高



### 3. アメリカ経済の見通しと主なリスク要因

(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・所得環境に支えられた個人消費の増加や、輸出、設備投資の緩やかな増加等から、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 2-2-81 表)。

第 2-2-81 表 各種機関による実質経済成長率見通し

	2017 年 (実績)	18 年 (見通し)	19 年 (見通し)	20 年 (見通し)
FOMC (18 年 6 月)	2.3%	2.8%	2.4%	2.0%
IMF (18 年 7 月)		2.9%	2.7%	-
OECD (18 年 5 月)		2.9%	2.8%	-
CBO (18 年 4 月)		3.0%	2.9%	2.0%

- (備考) 1. FRB、IMF “World Economic Outlook Update” (2018 年 7 月)、  
OECD “Economic Outlook 103” (2018 年 5 月)、CBO より作成。  
2. FOMC の値は、参加者による見通しの中央値 (10 ~ 12 月期の前年同期比)。

このようにアメリカ経済は回復が続くと見込まれているが、本節冒頭で述べたように、過去2番目の長期にわたる景気拡張局面にあるとみられ、景気後退の時期に関心が寄せられている。そのため、現在のアメリカ経済が景気循環の中でどこに位置しているのかを幾つかの指標を用いて確認する。

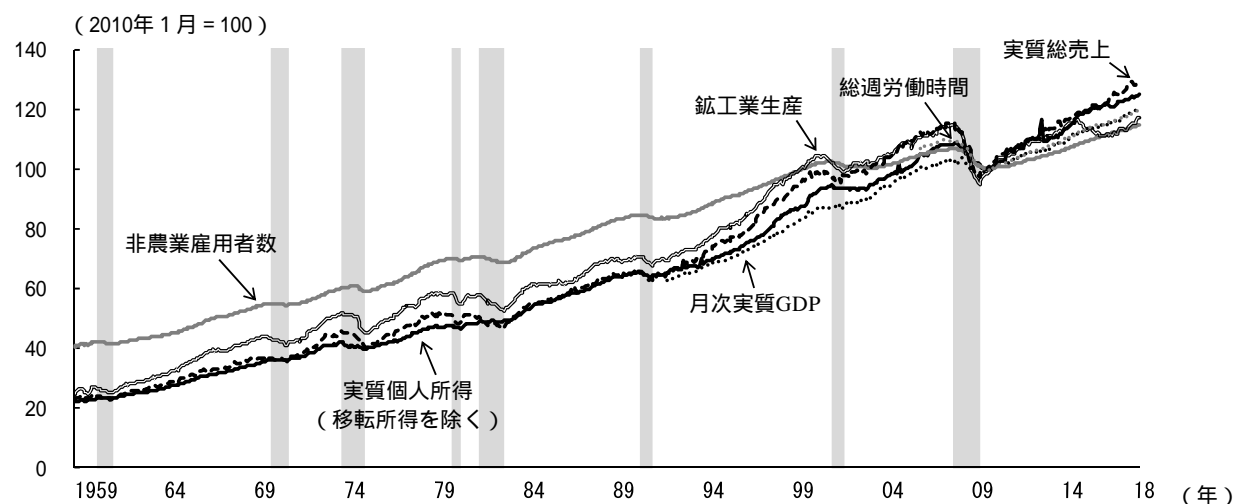
まず、NBER（全米経済研究所）が景気の山・谷を設定する上で確認している6つの月次指標（月次実質GDP、実質総売上、鉱工業生産指数、実質個人所得（移転所得を除く）、総週労働時間、非農業雇用者数）により最近までのアメリカ経済の動向をみると、これらの指標すべてで18年入り後も増加基調を維持している（第2-2-82図）。

次に、ニューヨーク連邦準備銀行が長短金利差<sup>37</sup>を用いて推計を行っている1年後の景気後退確率から景気後退の兆候を確認すると、過去の景気後退直前と比べて景気後退確率が高まっている状況にはない（第2-2-83図）。

また、市場における景気後退の予想を反映する長短金利差については、これまでの景気循環においては、長短金利差がマイナスとなった場合、その多くで直後に景気後退局面入りしており、過去の経験則からは、長短金利差の動向が景気後退の先行指標の役割を果たすとみなされている。このところの長短金利差をみると、長短金利差がマイナスとなるまでにはいまだ距離があることから、過去の経験則からは、当面、景気後退に陥る可能性は高くはないとみられる（第2-2-84図）。

以上より、アメリカ経済は、以下で述べるリスク要因に留意する必要があるものの、当面、景気後退局面入りする可能性は大きくないと考えられる。

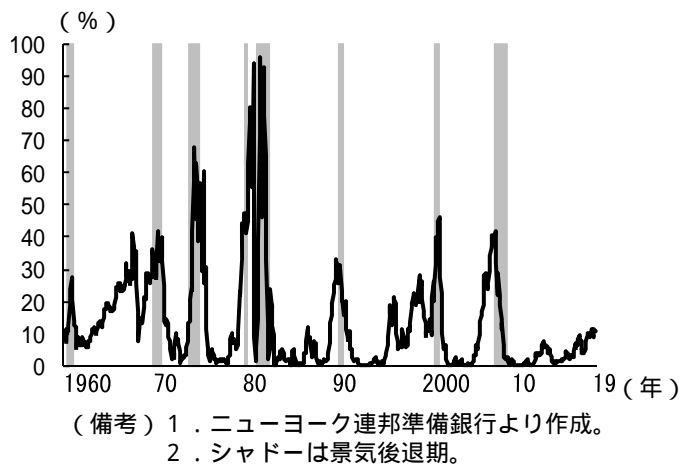
第2-2-82図 NBERが景気の山・谷を設定する上で確認している指標



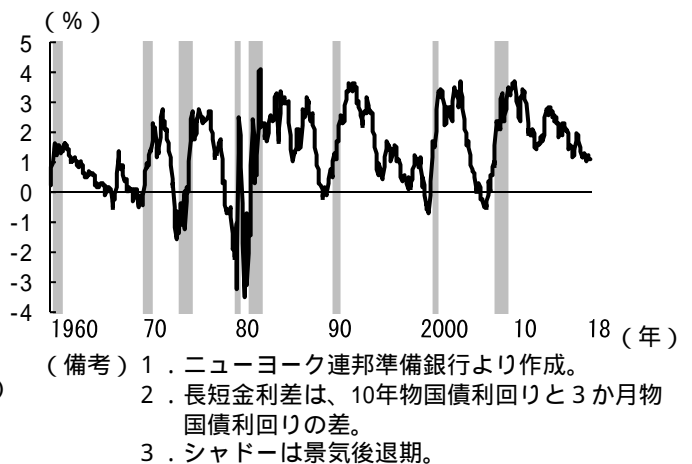
- (備考) 1. アメリカ商務省、アメリカ労働省、FRB、コンファレンス・ボード、マクロエコノミック・アドバイザーズより作成。  
 2. 「実質総売上」とは、製造業出荷高と卸売小売売上高を合計したものだ。  
 3. シャドーは景気後退期。

<sup>37</sup>ここでの長短金利差は、10年物国債の利回りと3か月物国債の利回りの差。

第 2-2-83 図 ニューヨーク連邦準備銀行  
のモデルによる景気後退確率



第 2-2-84 図 長短金利差



### (主なリスク要因)

アメリカ経済を見通す上での主なリスク要因は以下のとおりである。

#### (1) トランプ政権による通商政策の動向

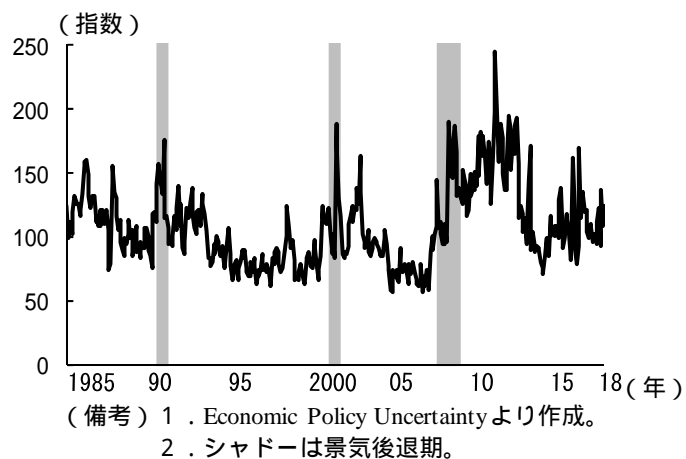
トランプ政権が進める通商政策が、どのように展開していくかについて不確実性がある。世界的なサプライチェーンの構築等、企業活動のグローバル化が進む中で、貿易制限的な通商政策が押し進められた場合には、相手国による報復措置も加わり、世界的な貿易・投資の縮小をもたらし、アメリカ経済にマイナスの影響を与える。

#### (2) 金融政策の動向

金融政策とそれが経済に与える影響に留意が必要である。アメリカ経済においては、減税や歳出拡大といった拡張的な財政政策が講じられており、市場においても金利上昇がアメリカ経済のリスク要因として、これまで以上に強く意識されている。こうした環境下で、FOMCは漸進的なバランスシート縮小を進めつつ、緩やかに政策金利の引上げを行っている。FOMCによる利上げペースが急激な場合には景気後退のリスクが、逆に緩やかすぎる場合には景気過熱と資産価格の行き過ぎた上昇のリスクが見込まれる。また、長期にわたる金融緩和により、社債の平均償還年限の長期化と低格付化がみられ、価格リスクと信用リスクが相対的に高まっており、金利上昇による急激な債券価格の下落といったリスクの顕在化に留意が必要である。

なお、最後に経済政策不確実性指数（Economic Uncertainty Index）<sup>38</sup>の動向を確認すると、トランプ大統領の就任が決まった16年11月に大きく上昇し、その後は振れを伴いつつも低下傾向を示してきたが、依然として過去の景気拡張局面に比べ高い水準となっている（第2-2-85図）。

第2-2-85図 経済政策不確実性指数



<sup>38</sup>経済政策不確実性指数（Economic Uncertainty Index）は、新聞記事において経済政策の不確実性について言及された頻度等に基づき、経済政策の不確実性を数値化したもの。数値が高いほど不確実性が高いことを示す。