

# 景気循環からみた米国経済： 金融政策への影響とトランプ登場の意味

三菱UFJモルガン・スタンレー証券  
エクイティリサーチ部 シニアエコノミスト

森山 昌俊



## ■ 序：トランプ財政でインフレ・利上げが加速するというのは本当か？

昨年11月8日の米大統領選で大型減税とインフラ投資を公約に掲げた共和党トランプ氏が勝利して以降、完全雇用に近い米国経済ではインフレと利上げが加速し、ドルと長期金利が大幅に上昇するという見方が市場で一気に広まった。こうした「通説」は今でも根強

いが果たして本当か。本稿では、景気循環から予想される2017～2018年の米国経済の姿に基づき、こうした「通説」とは異なる仮説を提示してみたい。

## ■ 1. 2017年の米国経済：2つのポジティブ

### (1) 8年ぶりに一巡した家計のバランスシート調整

まず2017年の米国経済について考えてみよう。結論から言えば、トランプ政権下の財政政策がなくとも現地のコンセンサスより堅調とみる。過去数年にはみられなかった2つのポジティブが昨年から顕在化していることが指摘できるからである。

第一に、家計（特に中低所得層）のバランスシート調整が2015年で8年ぶりに一巡したとみられることがある。家計の可処分所得に占める債務残高の比率は、2007年末に137.0%まで上昇したが、住宅バブル崩壊と共に低

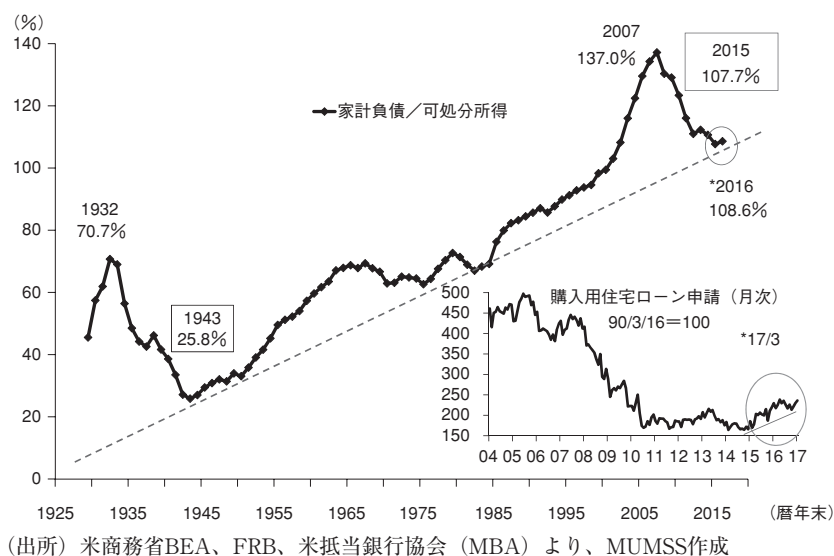
### — 〈目 次〉 —

序：トランプ財政でインフレ・利上げが加速するというのは本当か？

1. 2017年の米国経済：2つのポジティブ
2. 米国の短期の成長率循環
3. 2018年の米国経済：景気後退リスク
4. トランプ財政政策と米国経済：景気後退リスクを緩和？

結び：トランプ登場の歴史的意義：潜在成長率回復にとって重要

(図表 1) 米家計のバランスシート調整と持家需要



下に転じた。それが2015年末に、大恐慌以来の同比率の下値抵抗線にほぼ接する水準で下げ止まった (107.7%)。これに呼応して購入用住宅ローン申請件数が2015年後半から足元まで着実に増えている (図表 1)。他の返済がほぼ一巡し、住宅ローンの頭金 (最低でも 2 割は必要) を積み立て終わった中低所得層が増えていなければ、こうしたことは起こらない。賃貸一辺倒だった住宅需要の一部が持家にシフトし始めたことは、マクロ的にみて家計のバランスシート調整が一巡した 1 つの証拠と言えよう。

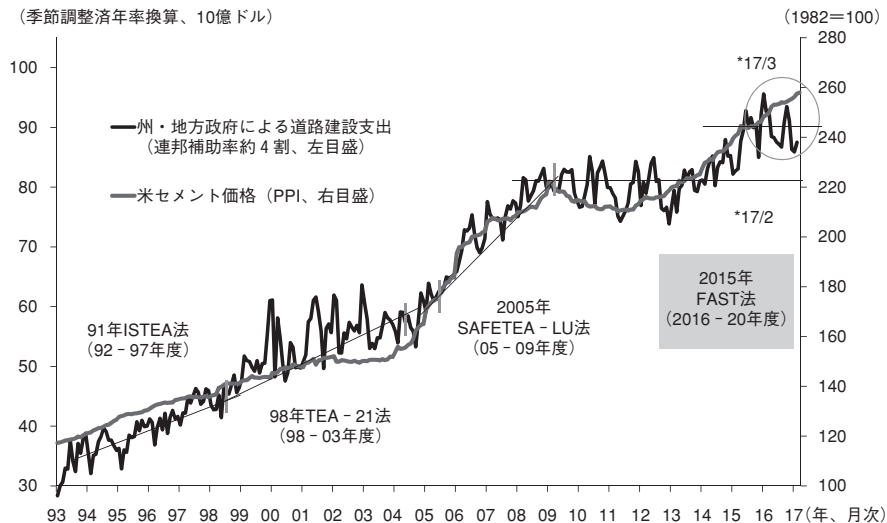
バランスシート調整が続いていた2015年は、ガソリン安の恩恵が支出でなく、返済や貯蓄に恐らく回ったため、自動車・ガソリン・建材を除くコアの小売売上高からさらに飲食サービス (外食) と非店舗小売 (オンライン

通販) を除くとほぼ横ばい圏での推移だった。ところが、2016年に入ると、飲食サービスと非店舗小売を除くベースでも、コアの小売売上高は堅調な伸びを見せている (2017年 3 月ではコアが前月比0.4%増に対し、コア除く飲食サービス・非店舗小売は同0.5%増)。これは返済や貯蓄の必要性が低下し、支出に回す余裕が出てきたことを示している。消費と住宅を合わせるとGDPの約 4 分の 3。家計のバランスシート調整一巡の意味は小さくない。

## (2) 既に始動している道路インフラ投資 5 ヶ年計画

第二に財政である。トランプ政権誕生でインフラ投資への期待が高まっているが、道路のインフラ投資に関しては、10年ぶりとなる

(図表 2) 米陸上交通修繕法：10年ぶりの道路インフラ投資 5 ヶ年計画（2016～2020年度）



(注) 連邦政府による補助率は約 4 割。2015/12/4 成立の「米陸上交通修繕法」(FAST法) は2016～2020年度の 5 ヶ年に連邦拠出分として約3,000億ドルの道路インフラ投資のプロジェクトを承認。財源は「道路信託基金」の通常の税収(燃料税等)とFRBからの 5 年で620億ドルの納付金(株主である民間銀行のうち連結資産100億ドル超の大銀行への配当支払いを年 6 %から長期金利並みに圧縮、100億ドルを超える資本剰余金の積み立て禁止)。

(出所) 米商務省センサス局、米労働省より、MUMSS作成

5 ヶ年計画が既に始動している。2015年12月4日に成立・発効した「米陸上交通修繕法」(通称FAST法) は、2020年度までの 5 年間に連邦政府の拠出分として約3,000億ドルの陸上交通インフラの整備計画を承認した。

道路建設は特別会計「道路信託基金」に基づいてなされるため、2021年度まで有効な強制歳出削減の対象外。ただ、ガソリン税など基金の歳入が細り、新たな中期計画を打ち出せなくなる中、金融危機以降、道路建設はほぼ横ばい状態だった。2015年に基金が底割れ寸前となり、議会が財源探しに奔走した結果として成立したのがFAST法である。重要なのは、通常の税収で賄えない分をFRBから

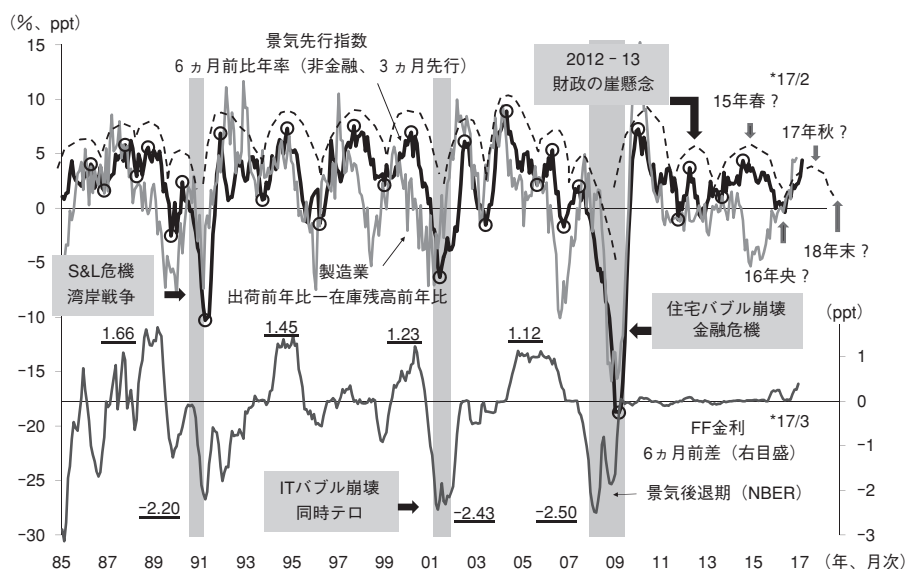
の納付金で補填するという点。つまり、増税も債務拡大もない。インフラ投資は素材(セメント等)や建設機械などへの波及効果が大きい。需要を創出するだけでなく経済効率も高める(図表 2)。トランプ政権下で何らかのインフラ投資が議会で承認されれば、これに上積みされることになる。

## 2. 米国の短期の成長率循環

### (1) 2017年秋にかけては成長加速局面

2017年は、以上の 2 つのポジティブに加え、循環的にも成長が加速する局面と考えられる。短期の成長率循環は製造業の在庫循環が

(図表3) 米国の短期の成長率循環 (2~2.5年周期)



(注) 景気先行指数は、①製造業週労働時間、②失業保険新規申請件数、③消費財・素材新規受注、④ISM製造業新規受注指数、⑤非国防資本財除く航空機新規受注、⑥住宅着工許可、⑦S&P500、⑧クレジット先行指数、⑨10年債-FF金利、⑩消費者期待 (ミシガン大1年先経済状況とCB半年先ビジネス状況) を合成したもの。ここでは⑦~⑩を除いたものを使用。

(出所) 米商務省センサス局、コンファレンスボード (CB)、FRBより、MUMSS作成

ベースとなるが、米国の場合、ボトム→ピーク→ボトムの一巡は概ね2~2.5年である。製造業に限定されない10の先行指標を合成した景気先行指数の6ヵ月前比年率の伸びを使って現在の局面を確認すると、2016年春頃を底とする循環的な成長加速局面にあると想定される。

製造業の在庫循環の系列として「出荷前年比-在庫残高前年比」を使うと、ドル高・原油安が急速に進んだ2014年半ば以降、平均周期から想定される軌道とは真逆の動きを見せていた。実質GDPに占める製造業のウエイトは2015年で12.1%とはいえ、通常は製造業

の在庫循環が経済全体の波を作り出す。ただ、製造業の弱さがドル高・原油安の悪影響 (輸出減少・エネルギー関連設備投資減少) の結果なら、経済全体の動きを規定するとは言えない。ドル高・原油安は、実質GDPの7割を占める消費には実質購買力向上を通じプラスに効くからである。実際、在庫循環の系列と過去はほぼ同じ動きをしている景気先行指数の伸びは、2014年半ば以降も平均周期から想定される循環を概ねトレースしている。2.5年周期の短期循環は有効である (図表3)。

## (2) 9月までは利上げ可能だが…

したがって、9月までは「緩やかな経済成長」、「労働市場のあと幾分かの強まり」、「2%に向けたインフレの加速」がFOMCで引き続き確認される公算が高い。その場合、3月に利上げが決まったのと同じ理由で、6月と9月も利上げが決定されることになるだろう。

イエレンFRB議長によれば、3月FOMCは、「雇用とインフレの目標に向けた進捗の継続」を確認した上で、「後の急激な利上げ」を回避するため、「緩やかな追加利上げ」を実施したとのこと。財政政策に関して知るのは時期尚早のため、見通し変更が利上げの理由でないこと、3月利上げは利上げ加速を意味しないことを強調していた（3月15日会見）。

## ■ 3. 2018年の米国経済：景気後退リスク

### (1) 2017年秋から2018年末：景気後退になりやすい短期循環4回目の減速局面

次に2018年の米国経済を考える。ここで注目したいのは短期の成長率循環の局面である。先の2.5年周期の成長率循環に従えば、2017年秋頃をピークに成長のモメンタムは低下に転じることが予想される。この循環的な成長減速局面は、平均周期を使うと2018年末頃まで続くことになる。これは金融危機後の今回の景気拡大局面で4回目の循環的な減速

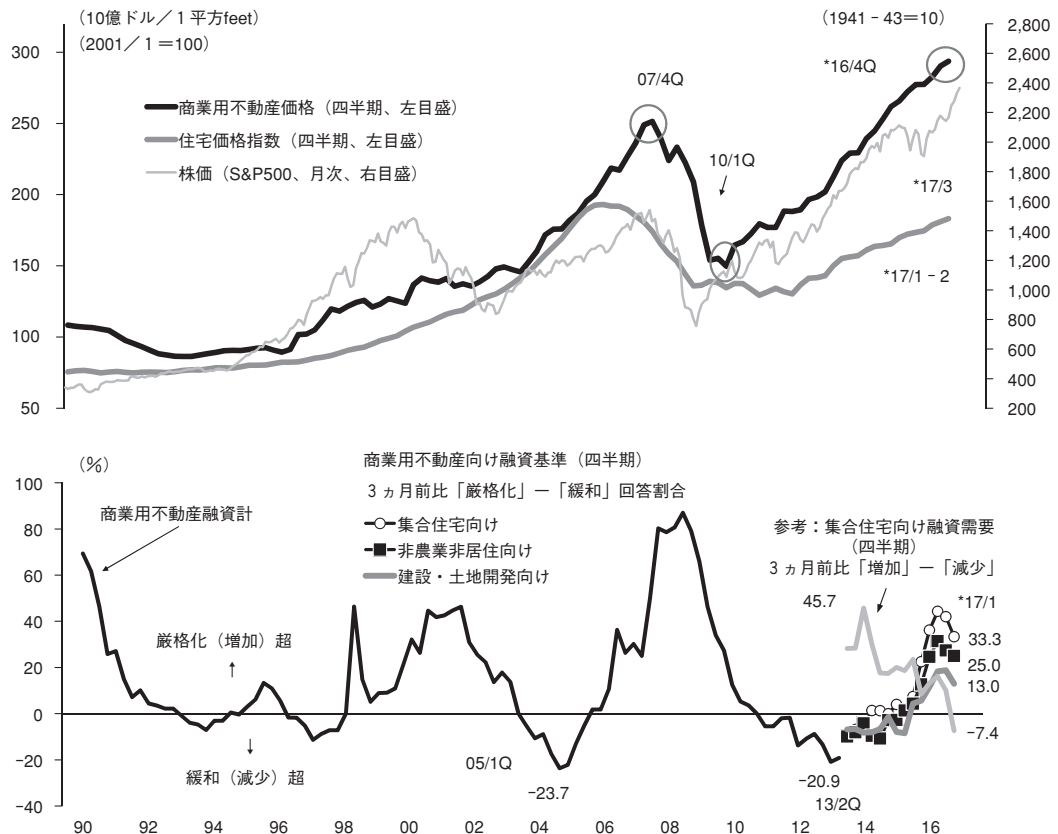
局面に当たる。

興味深いのは、この短期循環の4回目の下降局面で景気後退が起こりやすいということである。景気は単に拡大期間が長いだけでなく、短期循環が4回も繰り返すことで疲弊するということなのであろう。その過程で蓄積した何らかの不均衡（＝バブル）が調整局面を迎え、景気が底割れするケースが多い。1990～91年は商業用不動産ブーム崩壊に伴う貯蓄貸付組合（S&L）危機に湾岸戦争が重なった。2001年は情報技術（IT）バブル崩壊に同時多発テロが続いた。2008～2009年は住宅バブル崩壊に金融危機が追い打ちをかけた（前出、図表3）。

### (2) 利上げは2017年9月で結果的に打ち止めか

もっとも、今回はFRBがバブルの候補の1つとみられる商業用不動産市場を既に警戒している。9年半ぶりに利上げを実施した2015年12月16日のFOMCの僅か2日後、FRBは他の規制当局と連名で声明を発表。「金融機関は、商業用不動産融資から生じるリスクを確認、測定、監視し、管理するため、融資基準に関する規律を維持し、慎重なリスク管理の慣行を実践するべき」と警告した。現在問題となっているのは特に賃貸用のアパートやマンションの価格。住宅バブル崩壊後、住宅需要が賃貸に集中し、家賃が上昇したことに目を付けた業者や機関投資家が積極的に投資をしたこともあり、商業用不動産価格は

(図表 4) 米商業用不動産



(出所) FRB、CoreLogic、S&Pより、MUMSS作成

2010年1～3月期の大底から96.1%上昇しており、金融危機前のピーク（2007年10～12月期）を16.8%も上回っている（2016年10～12月期、図表4上段）。

グリーンSPAN議長時代のFRBは、バブルは事前にはわからないので、破裂したあとと全力で対処するという方針だった。しかし、ITバブルと住宅バブルの崩壊の後遺症があまりに大きかったことに鑑み、バーナンキ議長の時代には、金融不安定化リスクに第一義

的には規制・監督・警告で対処するとしつつも、それらによる金融安定化が困難な場合、金融政策で対処することも排除はしないという考え方に移行しつつあった。FRBが最初の利上げの2日後に早くも金融機関に警告を発したのも、後で過度な利上げに追い込まれるのを回避するためと考えられる。幸い、銀行の商業用不動産関連融資の基準はこの1年で厳格化しており、融資需要も減少に転じている模様（図表4下段）。前述のように住宅



需要の持家シフトが続けば、賃貸市場の逼迫も緩和し、家賃の伸び鈍化も続こう。そうなれば投資対象としての魅力も低下する。今回についてはバブル崩壊を前提とする必要はないと思われる。

それでも利上げは結果的に9月で打ち止めになると予想する。過去をみると、景気後退が起こった場合、半年間で220bp以上の利下げを余儀なくされるからである。今そのような余地はないため、景気後退回避はFRBにとっては至上命題と言える（前出、図表3）。そうなると、景気後退リスクが残る2018年末頃までFF金利は据え置かれるとみる。保有証券の償還金再投資政策の変更も後ずれすることになる。

## ■ 4. トランプ財政政策と米国経済：景気後退リスクを緩和？

### (1) 景気過熱よりも景気後退リスクを緩和に寄与？

以上のような経済見通しを前提にすれば、トランプ政権下で採られるであろう財政政策の米国経済に対するインプリケーションも、「通説」とは異なるものになる。トランプ政権下の新予算が執行に移されるのは、順調に事態が進行したとしても2017年10月1日以降。つまり、景気後退のリスクが高い4回目の循環の減速局面で何らかの減税やインフラ投資が打ち出されることになる。

だとすれば、こうした財政刺激策は過度の

インフレを誘発して利上げを加速させる要因になるどころか、景気後退のリスクを緩和する方向に寄与することになる。少なくとも2018年は利上げ加速どころではないと思われる。

### (2) 税制改革やインフラ投資の年内立法化はほぼ無理か

しかし、財政刺激措置の立法化が遅れれば、2018年の景気後退リスクや減速の程度を緩和する効果も低下する。何より、3月24日の下院によるオバマケア撤廃・代替法案撤回はトランプ政権と共和党指導部の公約実現能力に疑問符を付けた。共和党は下院で22名以上、上院では単純過半数でも3名以上反対なら、法案可決に民主党票が不可欠。上院で議事妨害を阻止するためには60票が必要なことから、最低でも民主党から8票獲得する必要がある。ヘルスケア法案撤回は、4月28日が期限の2017年度暫定予算が延長、10～11月には必要な債務上限引き上げ、10月からの2018年度予算成立といった「期限付き立法案件」の難度を高めることになった。

その上、下院共和党の法人税改革案の目玉である「国境調整」（輸出には法人税免除、輸入には課税）を巡っては、オバマケア代替法案以上に共和党内で意見が対立している。下院共和党の法人税改革案（仕向け地キャッシュフロー税：DBCFT）は、税率の35→20%への引き下げと海外所得免除方式への切り替えにより、今後の海外移転や海外利益滞留

(図表 5) 予算関連の日程

|                              | 通常の予算日程 (下線が2017年)                             |
|------------------------------|------------------------------------------------|
| <u>1月12日 (上院)、1月13日 (下院)</u> | <u>1月27日までにオバマケア撤廃・代替法案作成を指示する2017年度予算決議可決</u> |
| 2月第1曜日                       | 大統領予算教書→3/16概要、5月に給付金・税制を含む詳細 (マルバニーOMB長官)     |
| <u>3月6日</u>                  | <u>下院、オバマケア撤廃・代替法案提出→3月24日撤回</u>               |
| <u>3月16日</u>                 | <u>債務上限効力復活 (10-11月までは財務省非常措置で政府の借り入れ権限維持)</u> |
| 4月1日                         | 上院予算委員会が予算決議案を上院本会議に報告→5月半ば?                   |
| 4月15日                        | 議会が2018年度予算決議を可決→6月に?                          |
| <u>4月28日</u>                 | <u>2017年度暫定予算失効期限</u>                          |
| 5月15日以降                      | 下院が歳出法案の審議開始 (予算決議未決でも可) →7月に後ずれ?              |
| <u>5～6月以降?</u>               | <u>税制改革法案提出・審議開始? (財政調整を使うなら予算決議後)</u>         |
| 6月30日                        | 下院が全歳出法案及び予算決議が求める義務的支出/税の調整法案可決→9月以降?         |
| <u>7月28日</u>                 | <u>夏季休会前最終日</u>                                |
| 7月31日～9月4日                   | 上下両院夏季休会                                       |
| 9月21～22日 (上院)、15～22、29日 (下院) | 休会                                             |
| <u>9月28日</u>                 | <u>2018年度予算成立期限 (10月1日から新会計年度)</u>             |
| <u>10～11月</u>                | <u>財務省の国債発行非常措置期限 (債務上限引き上げがない場合)</u>          |
| 11月10日                       | 上下両院休会                                         |
| 11月17～27日/12月4日              | 下院休会                                           |
| 11月20～24日                    | 上院休会                                           |
| 12月14日 (下院)、15日 (上院)         | 閉会                                             |

(出所) 議会調査サービス (CRS)、米上下両院、ホワイトハウス、Bloombergより、MUMSS作成

を無意味にする。貿易赤字国である米国では、輸出に法人税を免除しても輸入に課税することで10年間に1.2兆ドルの増収効果 (Tax Policy Center) が期待できる。しかし第一に、ドルが十分に上昇しなければ輸出中心の業界と輸入に依存する業界で影響は正反対になる (例えば機械製造業では税還付が発生する一方、輸入小売業では税率引き下げでも増税に)。第二に、世界貿易機関 (WTO) のルールに明らかに抵触する。輸出への法人税免除は、課税対象を所得からキャッシュフローに変えても、賃金・給与が控除されているため輸出補助金と見做される公算が高い。中間投入のうち輸入コストが課税対象となる点は内

外無差別の原則に反する。第三に運用上の難点もある。間接税は各取引段階で補足されているので輸出に対する税の還付は容易。しかし、法人税の場合、キャッシュフローは一年経たないと確定しないため、スムーズな還付や課税ができるのかという問題が指摘されている。4月26日に公表されたトランプ政権の税制改革案に国境調整は盛り込まれなかった。

したがって、下院共和党案が法案として提出されること自体が遅れる公算が高い。さらに、大企業や富裕層を利する減税には反対という民主党の立場も考えると、議会の夏季休会前の税制改革法案成立はまず無理と思われる



る。9月以降は、2018年度予算や債務上限引き上げといった重要案件の処理で手一杯となるのが必至であることからみて、年内立法化も事実上困難ということになる。財源あつてのインフラ投資の立法化はなおさらである（図表5）。

## ■ 結び：トランプ登場の意味：潜在成長率回復にとって重要

### (1) コンドラチェフサイクルとインフレの中期循環

トランプ大統領の選挙公約の財政コストは、Tax Policy Centerの推計と1兆ドルのインフラ投資の半分が連邦政府の負担で実施されるという前提に基づけば、10年間で約6兆ドルと推定される。マクロ経済への影響を無視すれば、連邦債務GDP比は2026年度に106.0%になる。これは第二次世界大戦の戦費調達で債務が急増した1946年度の106.1%に並ぶ高水準となる（図表6上段）。

もっとも、こうした債務膨張を議会共和党保守派が容認するとはまず考えられない。しかし、仮に容認されても、長期金利急騰は所与とは言えない。長期金利と債務残高（GDP比）は歴史的にみると逆相関の関係にある。戦後の長期金利は、むしろインフレの影響をより強く受ける傾向がみられる。米国のインフレには約30年周期の中期循環が認められるが、これによれば少なくとも2025年頃までインフレは抑制基調にあると推定される（図表

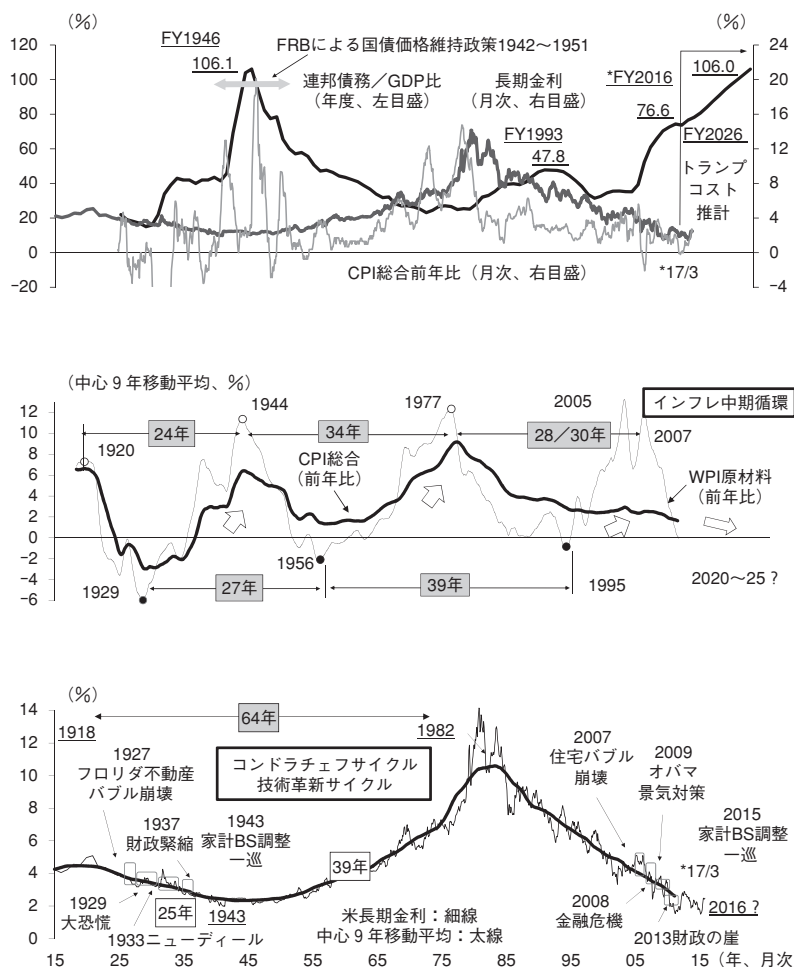
6中段）。

現在の米国経済が、金利や物価から抽出される約60年周期のコンドラチェフサイクルの大底局面とみられる点からも、長期金利急騰には至らないと考えられる。長期金利の中心9年移動平均を使って同サイクルを抽出すると、前回のボトムは1944年で、現在は直近のピーク1982年からの下降局面。前回のボトムに至るまでの類似性（不動産バブルとその崩壊→金融危機と深刻な不況→大規模な財政支出と財政悪化→家計のバランスシート調整一巡）を考えると、2016年が大底だったと言ってよかろう。米長期金利が長期低下基調からの歴史的転換点にあるという見方に異論はないが、当面は底固めの時期。現在は1950年代前半と似た局面にある（図表6下段）。

### (2) トランプ政策：需要への影響が注目されがちだが、供給力回復にとって重要

冒頭で触れた「通説」にみられるように、トランプ大統領の政策は需要と債務への影響がもっぱら注目され、インフレや金利の急騰に対する懸念が取り上げられがちである。しかし、注目すべきは供給面、つまり潜在成長率押し上げにのってのインプリケーションである。足元+1%台後半とみられる米国の潜在成長率は、1月時点の議会予算局（CBO）の予測では、2020年でも+1.7%とほぼ足元並み。高齢化で労働供給の伸び加速が期待できない中、生産性上昇率もほぼ横ばいという

(図表6) 米国のインフレの中期循環とコンドラチェフサイクル



(注) トランプコストは選挙前の公約の財政コスト。マクロ経済への影響を考慮していない。債務GDP比のベースラインは議会予算局 (CBO) による現行法下の見通し。長期金利は1952年までは10年以上のコンポジット、それ以降は10年債利回り。

(出所) NBER、FRB、議会予算局 (CBO)、行政管理予算局 (OMB)、責任ある連邦予算委員会 (CRFB)、米労働省、イエール大学ロバートシラー教授HPより、MUMSS作成

予想である。

潜在成長率低下は金融危機前から生じており、金融危機後の需要不足解消だけで立て直すことは恐らくできない。問題は、例えば金融危機前から低下基調にあった開業率 (1977

年16.5%→2014年8.0%、米商務省センサス局) に象徴される「企業社会の活力の趨勢的低下」(フィッシャーFRB副議長) であり、競争の減退、企業の高齢化、それらによる雇用の流動性低下である。これが個別企業を超えた経

---

済全体の技術革新や生産性上昇の低迷を招いてきたと考えられる。潜在成長率を押し上げるには、生産性を押し上げるインフラ改善、規制緩和を通じた企業活力向上や競争促進が必要である。

その意味で、技術革新のサイクル（シュンペーター）でもあるコンドラチェフサイクルの大底で減税・規制緩和・インフラ投資を掲げるトランプ氏が大統領として登場したのは歴史的必然とさえ言える。法人税率引き下げや規制緩和は企業の活力を高め、競争を促進する。インフラ投資は経済の効率を高める供給力強化の側面も持つ。クリントン候補の政策は、規制強化と増税が基本でこうした局面に相応しくなかった。共和党主流派の候補では、減税や規制緩和を主張しても、大規模なインフラ投資には消極的だったはず。トランプ氏が大統領選に勝利しても、議会が上下両院でねじれるか民主党が議회를制した場合、トランプ氏の政策の実現性は今以上に乏しくなっていた。こうした観点からトランプ登場の意味を考え、冒頭の「通説」を疑うことも必要ではないかと考える。

(2017年4月28日脱稿)

