

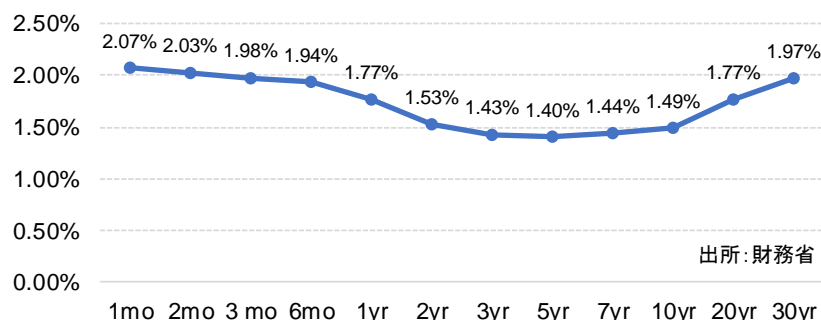
予測不能な経済政策がもたらした景気後退論

I. 通商政策に翻弄される金融市場

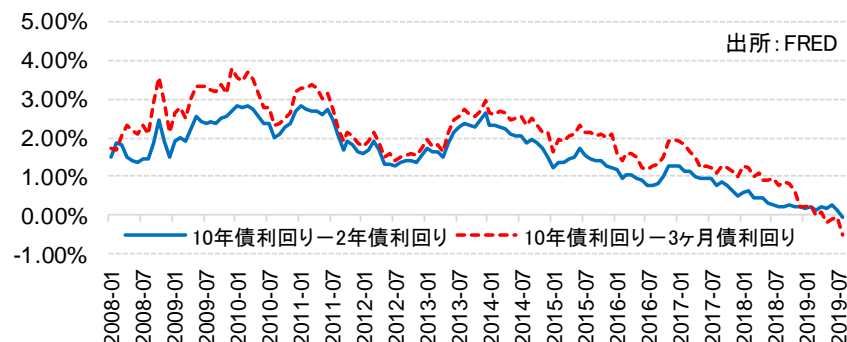
一気に進んだ債券価格の上昇

米国の景気後退懸念が熾り続けている。8 月に入ってから債券価格の上昇（利回りの低下）が顕著となり、年初には 2.7% だった 10 年債利回りは 7 月末までに約 2% まで低下、その後、8 月第 2 週には 1.5% を下回った（8 月 28 日現在：1.48%）。10 年物と 3 か月物の債券利回りは 3 月末に逆転しており、逆イールド状態が続いているが、8 月には 10 年物利回りが 2 年物とも逆転した。また、30 年債利回りも史上初めて 2% を下回り、株式市場のボラティリティが高まる原因になった。逆イールドは景気後退が迫っていることを示すひとつのシグナルとして注目されるが、過去の例では、逆イールドの発生から景気後退が始まるまで半年から 2 年のタイムラグがあり、その間は株式市場の上昇が続いた。

イールドカーブ（8 月 27 日現在）



10 年債利回りと 2 年及び 3 ヶ月物利回りの差

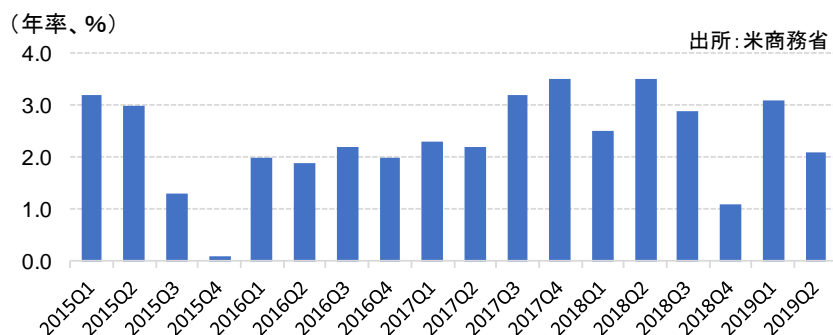


一段と激化する通商戦争

金融市場の動揺の最大の要因は米中の通商問題だと言われている。米国が 8 月 1 日に発表した中国からの輸入品に対する関税第 4 弾では、これまで関税の対象外だった輸入品 3,000 億ドルにも 9 月 1 日から 10%の関税が賦課されるという内容となった。中国は対抗措置として米国からの農産物の輸入停止を発表、人民元相場が一時 7 元/ドルの節目を下回り、米国が中国を為替操作国に指定する等、両国間の対立が短期間で一段と悪化した。13 日には米国がホリデーシーズンへの影響を緩和するため、エレクトロニクス、衣料品、玩具など、第 4 弾の約半分の品目への関税適用を 12 月 15 日に延期することを発表し、事態の改善が期待された。しかし、23 日には中国が米国からの輸入品 750 億ドルに対して 9 月 1 日から 5~10%の関税を適用することを発表、12 月 15 日からは凍結されていた米国製自動車に対する 25%の関税も再開される見通しである。トランプ大統領はすぐに反応し、第 4 段の関税率を 9 月 1 日開始分は 10%から 15%に、12 月 15 日開始分は 25%から 30%に引き上げる考えを明らかにした。

経済成長は持続可能か

足元の経済指標を見る限り、年内に景気後退に陥る可能性は低い。好調な労働市場を背景に個人消費の拡大が続いており、第 3 四半期の実質 GDP 成長率も 2%台のプラス成長が予想されている。これまでの課題だった賃金や物価上昇の弱さもようやく好転し始めている。しかし、米中間の話し合いには進展が見られず、世界経済の減速や地政学リスクの高まりといった海外要因も意識される中、米国景気の先行きについては楽観視出来ない状況にある。

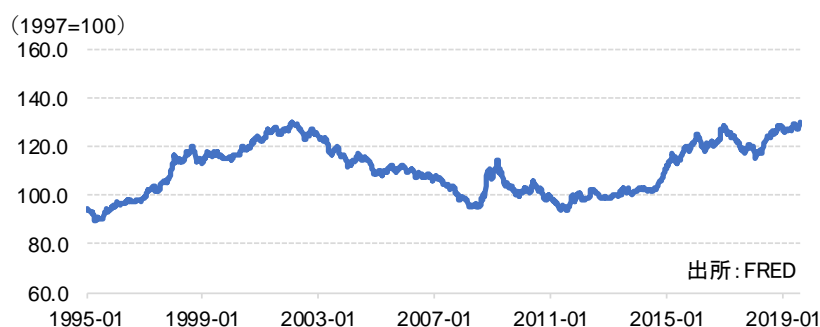
実質 GDP 成長率(季調済前期比)の推移

II. 考えられる景気浮揚策

利下げに追い込まれる FRB

トランプ政権は米国経済の先行きに対して強気な見方を崩していないが、景気後退リスクが高まった場合の政策対応もいくつか浮上している。中でも連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策への期待は大きい。FRBは2017年12月から緩やかな利上げを続けてきたが、今年7月には世界的な景気減速などを理由に10年半ぶりの利下げを実施した。その結果、現在のフェデラル・ファンド（FF）金利の誘導目標は2～2.25%となっている。8月に入ってから債券価格の上昇により、政策金利と市場金利が大きく乖離し、世界各国が一段の金融緩和に向かう中、ドル高もじわじわと進行しており、米国も追加的な利下げが避けられない状況に追い込まれている。

ドル・インデックスの推移（貿易加重平均）



再浮上した中間層向け減税案

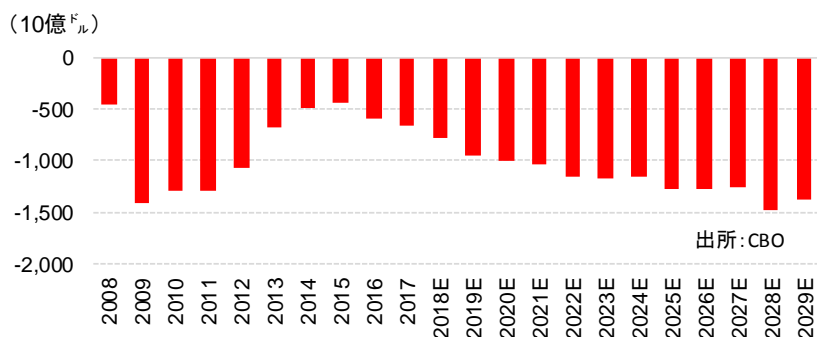
トランプ大統領は景気浮揚策のひとつとして中間層向けの追加減税の可能性についても言及している。トランプ大統領はすぐにその可能性を撤回したものの、社会保障制度とメディケア（高齢者・障害者向け医療保険）の財源である給与税（payroll tax）の税率を収入の6.2%から4.2%に引き下げる案が検討されている模様である。2011-2012年のオバマ政権時代に同様の減税が実施された例があり、当時は実質GDP成長率に対して0.5%の押し上げ効果があったとの試算がある。また、キャピタルゲイン（株式譲渡益）課税の税額を決定する際、資産価格を保有期間のインフレ率で調整することで税負担を軽減する案も再浮上している。同案はラリー・カドロー米国家経済会議（NEC）委員長が長年、支持してきたものだが、恩恵の大半は富裕層に集中するのは明らかであり、経済成長への貢献は不透明である。一方、議論はあるもの

財政赤字の拡大に対する抵抗は殆どなし

の、キャピタルゲイン課税の減税は議会承認を経ずに大統領権限で実施できるとの見方を政府は示している。

政府支出の拡大は財政規律を重んじる共和党の伝統的な価値観に反することに加え、民主党が下院の過半数を握る議会での合意形成が極めて困難なことから実現性に乏しいと言わざるを得ない。しかし、トランプ政権下では2017年に大型減税が実現したのにつき、今年8月には2020年、2021年の歳出上限の引き上げが成立した。トランプ大統領自身は財政赤字に対する抵抗は少なく、議会では共和党も結果的に財政緊縮を放棄し、民主党ではグリーン・ニューディールやモダン・マネタリー・セオリー（現代金融理論）に代表される財政拡張論が勢いづいている。議会予算局（CBO）が最近発表した試算によると、連邦政府の財政赤字は2020年に1兆ドルを突破し、債務残高のGDP比は2019年の79%から2029年には95%に上昇する見通しである。それでも、歴史的な低金利水準にある中、トランプ政権が景気対策として大規模な財政支出を提案し、議会の反応を試すシナリオも考えられないもない。

財政赤字の推移及び見通し



III. 景気後退した場合の責任問題

意識され始められる 2020年の大統領選挙

景気動向に注目が集まるのは2020年11月に実施される次期大統領選挙が意識され始めていることの裏返しでもある。再選を目指すトランプ大統領にとってみれば米国経済の持続的な拡大が自身の最大の成果であり、支持者の多くも現政権の経済政策を最も高く評価している。選挙前の景気後退は再選を危うくさせるため、何としても回避したいはずである。一方、政権奪還を目指す民主党にとっては景気拡大が続く限り、勝利が難しくなる。そこで、景気の先行き

**トランプ大統領が批判
を続ける FRB の金融政
策**

に対して警鐘を鳴らすことでトランプ政権の最大の実績を過小評価したいインセンティブが出てくる。

トランプ政権は米国経済が底堅い成長を続けている点を必死にアピールする一方、景気に対する自信が揺らいでいる部分がある。ここにきて、パウエル議長を「無能」や「敵」呼ばわりして攻撃し、利上げを急ぎすぎたとして FRB への批判を強めているのは、金融政策の下支えの必要性を感じているからであろう。今の段階で「FRB の失策」を有権者に印象付けることで、将来的に景気後退に陥った場合も責任転嫁がしやすい状況を作り出している。

**メディアも悪玉であり続
ける**

メディアとの対決姿勢も強めている。最終的な投票行動は経済統計が示す景気の実態よりも有権者の肌感覚や印象によって決定されるため、報道の影響は無視できない。そこで、メディアが民主党と結託してリセッションを引き起こし、トランプ大統領の再選阻止を画策しているといった陰謀論をトランプ大統領自身も喧伝し、スケープゴートに仕立てている面もある。メディアの報道を「フェイク・ニュース」と決め付けることで国内の諸問題から国民の目を逸らし、熱狂的な支持者層をつなぎ止める戦略は 2016 年の選挙と同様の手口である。

IV. 噴出し始めた経済政策の矛盾

9 月の利下げは確定的

当面、注目されるのは次期 FOMC での金融政策である。CME グループの Fed ウオッチツールによると、9 月 17-18 日の次回 FOMC では 25bps の利下げ確率が 99.6%となっている。(8 月 28 日現在)。金融緩和が市場や政府の期待通りに実現し、景気の下支え効果や金融市場の不安の払拭につながれば持続的な景気拡大への期待が高まる。9 月の利下げがほぼ織り込まれている状況だが、FOMC 内には追加緩和に慎重な意見も根強く、トランプ政権に同調した利下げを拒否すべきとのダドリー前ニューヨーク連銀総裁の発言も波紋を呼んでいる。足元の景気後退懸念が米中の通商戦争によってもたらされたものであるならば、金融政策で解決できるものではない。景気後退懸念が払拭されずに金利だけが低下し、将来的な金融政策の余地を狭めるだけでなく、金融政策に対する信頼性の毀損につながる可能性がある。

金融政策の効果と信頼性は維持されるか

9月からは追加関税の一部が導入される予定である。金融政策だけでは景気の下支えが不十分な場合、トランプ政権が中国との通商問題の早期決着を目指すシナリオも残されている。景気を優先する姿勢は短期的には評価される可能性はあるが、中途半端な妥協は政治的なリスクも大きい。まず、トランプ大統領の政策をこれまで支持し、痛みに耐えてきた農家、中小企業、消費者を裏切ることになる。また、中長期的な覇権争いへの道筋が描けず、米国企業の利益保護が確保されない場合、圧力に屈したとして議会やメディアから徹底的に批判されることになる。

経済政策の矛盾をうまく修正できるのか

政権発足後3年目に入り、様々な政策の矛盾が噴出し始めている印象がある。関税を道具に貿易赤字や構造問題の解決を試みたものの国内景気への悪影響が生じ、景気拡大を維持するために追加的な金融緩和を求める。製造業の労働者の支援を目指した政策が農家の被害を拡大させ、新たな損失補償に追い込まれる。安全保障を理由にファーウェイの締め出しを図るものの、地方の通信事業者への影響が大きく、禁輸措置の延長を続ける。この様に、新たな政策を導入する場合、派生的な影響が生じるのは避けられないが、マクロレベルでは辻褄を合わせることが出来たとしても、ミクロレベルでは歪な状況が残る。トランプ大統領の予想不能な言動は交渉を優位に運ぶ武器だとしても、政策目標や戦略の意図が十分に説明されないために国内までもが混乱し始めている。不信感の増大がやがて修正不能な状態となり、景気後退に向かうシナリオも考えられる。

以上/井上

本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、丸紅米国会社ワシントン事務所（以下、当事務所）はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。

本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当事務所は何らの責任を負うものではありません。

本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。

本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当事務所の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。