

2018. 9 No.77

三井住友信託銀行

調査月報



時論

たかが2%、されど2%.....1

経済の動き

2018・2019年度の経済見通し

～景気回復の裏で拡大する海外発の下振れリスク～.....3

底堅い米国個人消費環境

～貿易摩擦問題の影響は軽微～.....11

時 論

たかが2%、されど2%

まだまだ紆余曲折はありそうだが、消費税が2019年10月に引き上げられる予定である。

現在の8%から10%への2%ポイントの引き上げであるが、この2%の引き上げが決定されたのは民主党政権時の2013年で、本来であれば2017年4月に引き上げが実施されているはずであった。

しかし、その後の経済危機などにより2年半延期され、結果として最初の決定から実行までに6年以上を要することになった。

わが国において、消費増税を語る上で重要となるのは「消費増税による景気への悪影響」である。

日銀の試算によると、2019年に予定されている消費増税の影響は、消費増税負担5.6兆円に対して、軽減税率や教育無償化などの緩和策が導入されることにより、ネットベースで2.2兆円程度まで負担が軽減される見込みである。計算上ではあるが今回は景気への大きなダメージは回避することができる見込みである。

ちなみに、97年度の2%ポイントの消費増税による家計のネット負担額は、消費増税で5.2兆円、所得減税打ち切りなど、その他の要因で3.3兆円、合計で8.5兆円の負担、2014年の3%ポイントの消費増税のケースでは、消費増税で8.2兆円の負担に、多少の軽減措置が取られたもののネットで8.0兆円もの家計負担と試算されている。

消費税率以上にその他の政策とのバランスが、景気への影響において重要な要素となったようである。しかし、過去のトラウマから過度に消費増税のダメージを警戒し、手厚すぎる対応を取ると、税収の増加以上に歳出が増える可能性があり、財政健全化に逆行することになる。

わが国の財政悪化の要因は高齢化の到来が分かっているながら、国民負担率を引き上げてこなかったことと、景気対策として近視眼的に財源の裏づけの無い減税、歳出を乱発し、その政策を長期化、恒久化してきた事などにある。国民負担率とは、所得に対する租税負担と社会保障負担の合計額の比率で、国民の公的負担の程度を示す指標として使われている。言い換えると、国民負担率が低いということは、自らが使う費用を自らが負担していないとも言える。

わが国の一般会計は歳出が約100兆円に対して、税収は約60兆円にとどまっており、毎年40兆円程度のギャップが生じており、このギャップの大半を赤字国債の発行で埋めている。世代を超えて利用されるインフラ整備のために発行される建設国債であれば世代間の不均衡は生じにくいですが、赤字国債は社会保障費など現在使われている費用負担の将来世代への先送りに過ぎない。

本来であれば発行が禁止・制限されているはずの赤字国債の発行が常態化し、その結果、歴史上類を見ないような政府債務の膨張とともに、負担なき現在の受益世代と負担のみが増加していく将来世代という、世代間のアンバランスを拡大させている。

超高齢化と危機的な財政赤字が続く我が国において、中長期的に安定的な税収を確保するためには、税収の柱を各世代で広く薄く負担する消費税に移行せざるを得ない。

消費増税1%で約2兆円の税収増加と言われているので、世代間のアンバランス是正のために現世代が自ら使用する歳出を税収で補うためには20%程度の消費増税が必要であり、世代間の不均衡をこれ以上拡大させないために必要な消費税率は30%程度ということになる。

しかし、海外を見ると30%の消費税率というのは決して突飛な数字ではない。

消費税のグローバルスタンダードは欧州では20%前後、日本ほどではないが高齢化と人口減少が進んでいる北欧では30%近辺である。

30%というのは極論かもしれないが、わが国の財政・人口構成を考えると消費税10%というのは途中経過地点と位置づけざるをえないであろう。本来であれば、来るべき高齢化社会に向けてもっと早い時期に消費税を引き上げて、社会保障費の財源を確保しておくべきであった、ということになるが、今となっては後の祭りである。

高度経済成長期のような時代であれば、景気回復による所得増加で消費増税の影響を軽微に乗り切ることも可能であったと思う。しかし、景気回復の恩恵を受けにくく、物価上昇に対して脆弱な高齢者の比率が年々高まっていく中では、消費増税による景気へのダメージは年々高まっていくことが予想される。景気への影響を極力軽微にするためには、物価を極力安定させることで、消費増税の影響を緩和させながら、税制の負担と受益のバランスを取っていくしか選択肢はないのではないかと。

そうした中で、7月31日に日銀は「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を公表した。

今回の日銀の政策の目的は2019年10月に予定されている消費増税に伴う経済・物価の不確実性への対応である。繰り返しになるが、急速に高齢化が進む我が国において、物価の上昇は人口的にボリュームゾーンとなっている高齢者世帯への逆風となり易い。消費増税に伴う経済の不確実性への対応であれば、一時的に2%目標を棚上げし、消費増税のインパクトを軽減するというのも一つの選択肢なのではないかと。

消費増税同様に、物価目標2%の実現にも相応の時間がかかっているが、高齢化により日本の経済構造が変わる中で2%という物価上昇が日本経済にとって本当に必要なのかを、もう一度検証する必要があるのではないかと。超高齢化社会に求められるのは、消費税率を引き上げながら、デフレにならない程度に物価を低位安定させるというポリシーミックスではないかと。

(調査部審議役 上席研究員 寺坂 昭弘 : Terasaka_Akihiro@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

2018・2019 年度の経済見通し

～景気回復の裏で拡大する海外発の下振れリスク～

<要旨>

日本の2018年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.9%と1-3月期のマイナスからプラスに転じた。成長を主導したのは個人消費と設備投資の二項目で、内需中心の景気回復が途切れていないことが確認できる。

この先も、内需主導の景気回復が続き、実質GDP成長率は2018年度+1.1%、2019年度+0.8%とプラス成長を見込む。

但し、その中身をみると、家計は所得増加に見合うだけ消費を増やしておらず、企業も稼いだ程には設備投資を増やしていない等、家計と企業のマインドは慎重なままである。日本経済の回復に力強さはなく、外部要因で腰折れし易い。足元、米中貿易摩擦の拡大やトルコリラ下落の新興国通貨への波及等下振れリスクは拡大しており、今後も予断を許さない状況が続く。

1. 景気回復が続く日本経済

日本の2018年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.9%と1-3月期のマイナスからプラスに転じた(図表1)。今回、実質GDPの成長を牽引したのは個人消費と設備投資の内需二項目で、それぞれ前期比年率+2.8%、同+5.2%と高い伸びを示した。輸出は前期比年率+0.8%と、これまで続いた高い伸びからは減速し、輸入の伸びを下回ったことで、外需は実質GDP成長率の押し下げ要因となったが、内需の高い伸びがカバーし、GDP全体ではプラス成長を確保した。1-3月期に成長率は一時的にマイナスに転じたが、今回の好調な内需の結果をみると景気回復の持続性は途切れていないことが確認できる。

図表1 実質GDP成長率

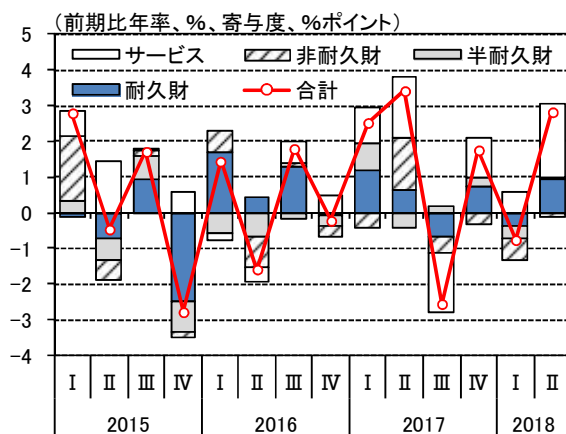
成長率	(前期比年率、%)				
	2017			2018	
	II	III	IV	I	II
実質GDP	+ 2.1	+ 2.3	+ 0.8	▲ 0.9	+ 1.9
個人消費	+ 3.1	▲ 2.8	+ 1.4	▲ 0.8	+ 2.8
住宅投資	+ 5.4	▲ 5.2	▲ 11.6	▲ 8.7	▲ 10.3
設備投資	+ 2.2	+ 4.8	+ 3.1	+ 2.0	+ 5.2
公的需要	+ 5.7	▲ 2.1	▲ 0.3	▲ 0.4	+ 0.7
輸出	+ 0.7	+ 8.6	+ 8.8	+ 2.6	+ 0.8
輸入	+ 7.8	▲ 5.7	+ 14.0	+ 0.7	+ 3.9
寄与度	(前期比年率、%ポイント)				
	II	III	IV	I	II
内需	+ 3.2	+ 0.1	+ 1.3	▲ 1.2	+ 2.4
個人消費	+ 1.7	▲ 1.5	+ 0.7	▲ 0.4	+ 1.5
設備投資	+ 0.3	+ 0.7	+ 0.5	+ 0.3	+ 0.8
その他	+ 1.2	+ 0.9	+ 0.1	▲ 1.1	+ 0.1
外需	▲ 1.1	+ 2.3	▲ 0.6	+ 0.3	▲ 0.5

(資料)内閣府『国民経済計算』

2. 反動で持ちなおすも、先行きは緩やかな伸びに留まる個人消費

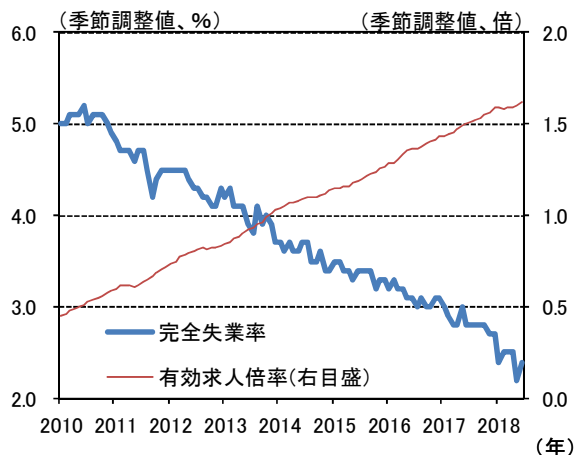
個人消費は前期比年率+2.8%と前期のマイナスから脱して、年率2%を超える好調な伸びを示した。しかし、先行きはこのままのスピードで成長を続けるとはみていない。そのように考える理由は二つある。一つは、4-6月期の消費の高い伸びは、天候要因で1-3月期の伸びが押さえ込まれた反動に過ぎないことである。ここ1年程はサービス消費や耐久財が個人消費の変動の主因となっており、4-6月期の高い伸びも1-3月期の大雪等の天候要因によって、これらの消費の弱まりからの反動の動きで、一時的な側面が強いとみられる(図表2)。

図表2 国内家計最終消費支出の寄与度分解



(資料)内閣府『国民経済計算』

図表3 失業率と有効求人倍率

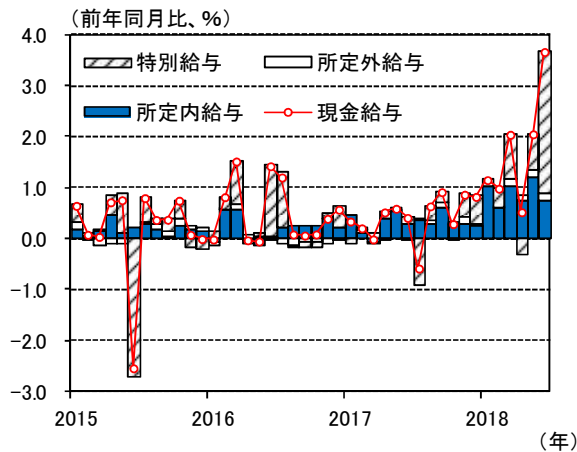


(資料)総務省『労働力調査』、
厚生労働省『一般職業紹介状況』

そしてもう一つは、雇用・所得環境が改善する中でも、家計が支出に対して慎重な姿勢を崩していないことである。6月の失業率は2.4%と5月の2.2%からは若干上昇したものの低水準で推移し、有効求人倍率も改善が続いている(図表3)。労働需給の逼迫を受けて所定内賃金も上昇し、足元では前年同月比+1%ポイント程度、現金給与総額の伸び率を押し上げている(次頁図表4)。加えて企業の好調な業績を反映しボーナスにあたる特別給与も高い伸びを示している。この結果、名目雇用者報酬は2018年1-3月期の前年比+3.1%、4-6月期は同+4.3%と、2017年平均の+1.9%から増加ペースが速まっている。

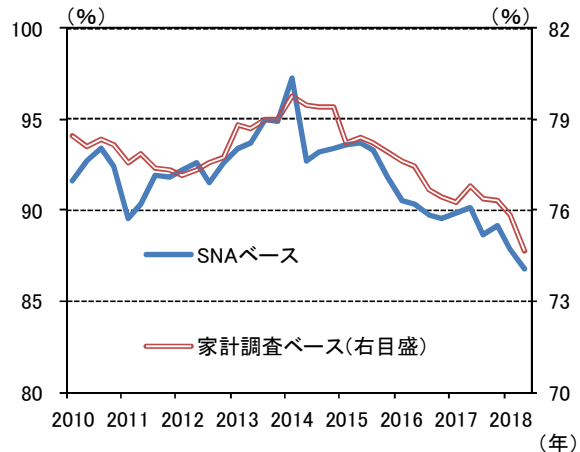
しかし、平均消費性向の悪化は歯止めがかかっておらず、名目個人消費の前年比は2018年1-3月期に前年比+0.9%、4-6月期は同+0.4%と、雇用者報酬の伸びを大きく下回っている(次頁図表5)。こうした消費者マインドの脆弱さが解消されない限り、前期比年率+2%を超えるような個人消費の強い伸びが続くことは期待し難い。この先の個人消費の伸び率は4-6月期からは減速し、2018年度は+0.9%、2019年度は消費税率引き上げの影響もあってやや低い+0.5%と、プラスではあるものの1%を下回る緩やかな伸びに留まるとみる。

図表4 現金給与の寄与度分解



(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』

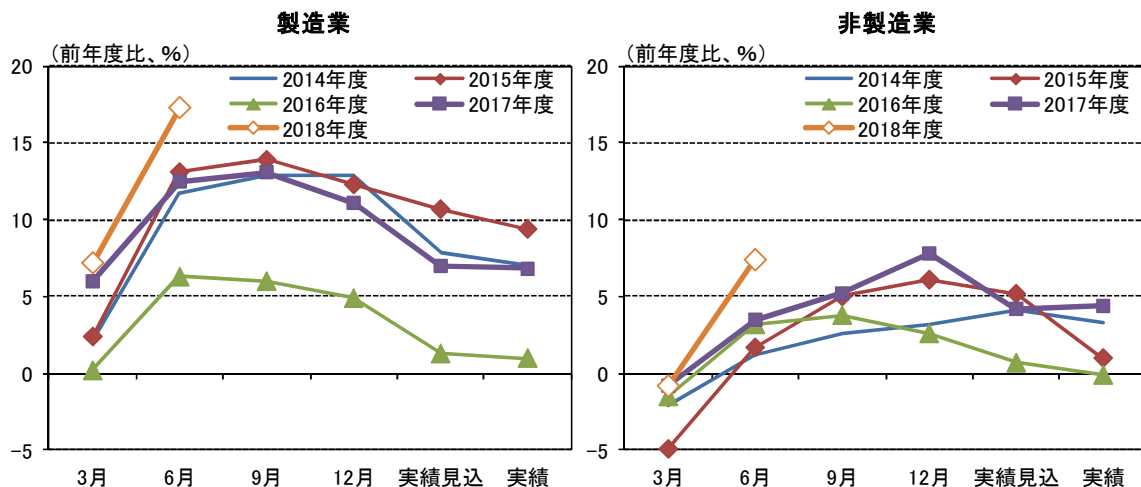
図表5 平均消費性向

(注)家計調査の平均消費性向は後方12ヶ月移動平均の値。
(資料)内閣府『国民経済計算』、総務省『家計調査』

3. 設備投資は好調も、崩さない慎重な投資姿勢

4-6月期の設備投資の伸びは、前期比年率+5.2%と7四半期連続でプラスとなり、堅調な動きを続けている。2018年度の設備投資計画は製造業・非製造業ともに過年度と比較して高い水準で、過去の修正パターンを前提とすると、実績も高い水準で落ち着く可能性が高い(図表6)。

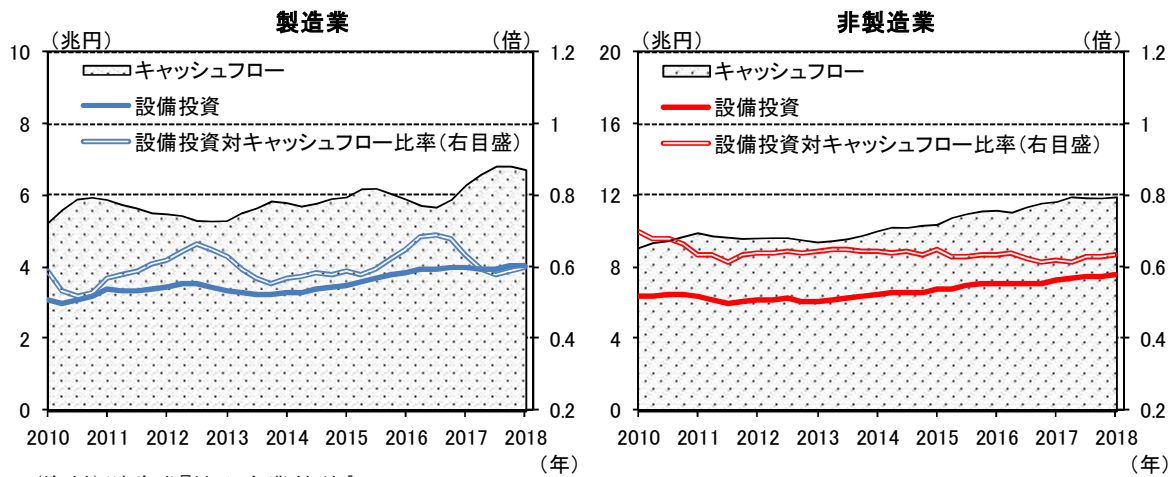
図表6 設備投資計画の推移



(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

こうした堅調な設備投資を支えているのは、企業の好調な収益環境である。経常利益の動きをみると、製造業は足元の原油高の影響等のコスト増で2017年の高い伸びからは減速しつつあるが、非製造業と同様に高水準を維持している(次頁図表7)。設備投資対キャッシュフロー比率は高まっていなかったため、企業の設備投資に対する姿勢には慎重な面が残っているが、高い利益水準を背景に、設備投資は今後も堅調な伸びをするとみている。以上を踏まえ設備投資は、2018年は前年度比+3.7%、2019年度は原油高をはじめとするコスト増による経常利益の減少で減速し同+1.8%程度まで低下するとみる。

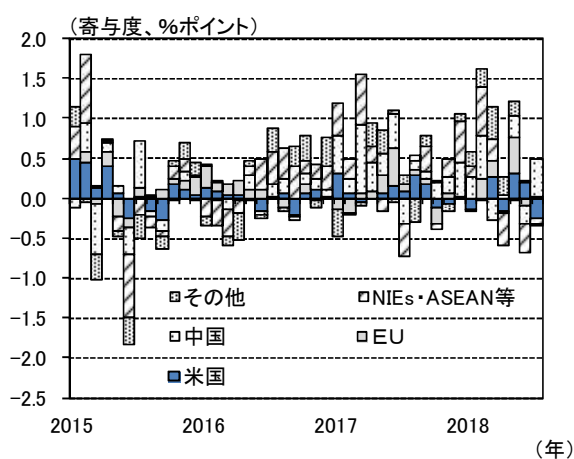
図表7 キャッシュフローと設備投資額の推移



4. 足元では弱まるも、外需の先行きは堅調

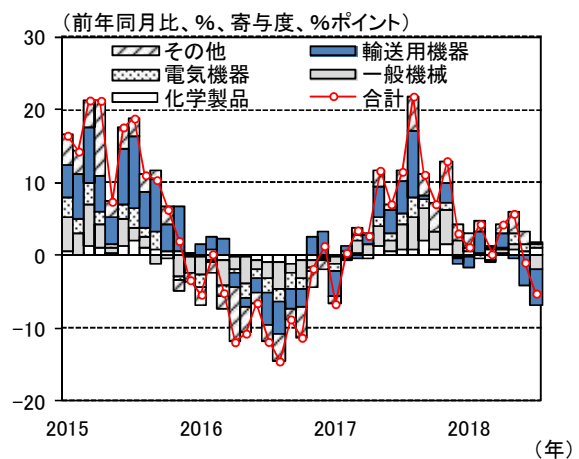
4-6月期の外需は、輸出が前期比年率+0.8%と1%を下回り、2018年に入ってから2四半期連続で減速が続いている。地域別に実質輸出の寄与度をみると、中国向けが前期のマイナスからプラスに転じる一方で、米国向けがマイナス寄与となった(図表8)。そこで米国向けの輸出を品目別にみると輸送用機械の落ち込みが大きいことが分かる(図表9)。米国向けの自動車輸出については、昨年の後半から米国のハリケーンの影響による買い替え需要で大きく伸びてきた。足元の弱さはこの動きが一服したことによるもので、現時点では米中貿易摩擦の影響によるものとはみていない。

図表8 実質輸出の寄与度分解



(注)前期比寄与度の後方4四半期平均を使用。
(資料)日本銀行『実質輸出入の動向』

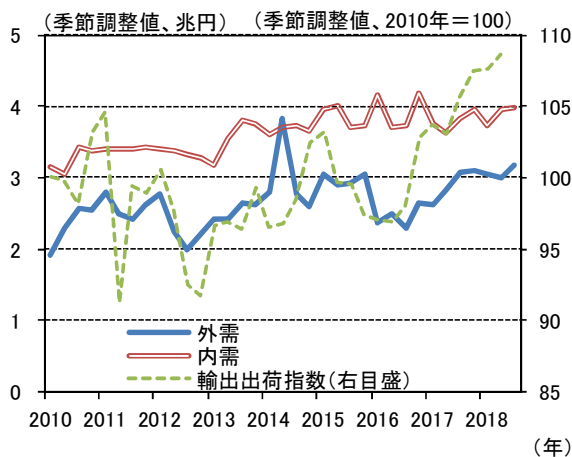
図表9 米国向け輸出金額の寄与度分解



(資料)財務省『貿易統計』

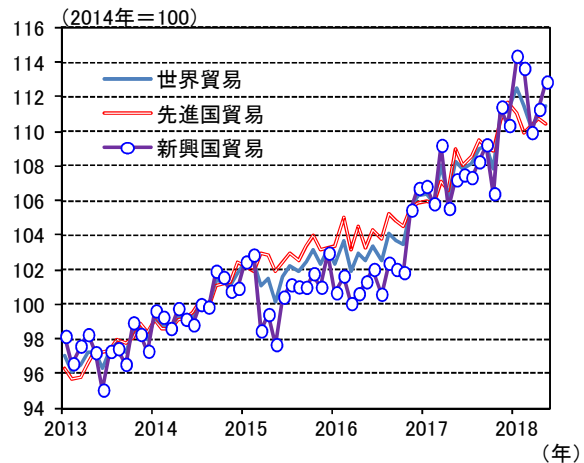
輸出の先行きをみると、7-9月期は8月の台風の影響等で一部生産活動が抑制されたとみており、弱い動きとなる可能性が高いが、2018年の後半は堅調な動きを取り戻すとみている。機械受注をみると外需は引き続き堅調に推移しており、海外向けの出荷も好調である(次頁図表10)。加えて、世界貿易数量をみても、上下の振れはあるが新興国を中心に拡大基調は維持されており、世界経済の回復を背景とした増加が続くとみている(次頁図表11)。輸出は2018年は前年度比+3.7%、2019年度は+2.6%と堅調な伸びをすると見込む。

図表 10 機械受注と輸出出荷の推移



(資料) 経済産業省『機械受注統計』、『鉱工業出荷内訳表』

図表 11 世界貿易数量の推移

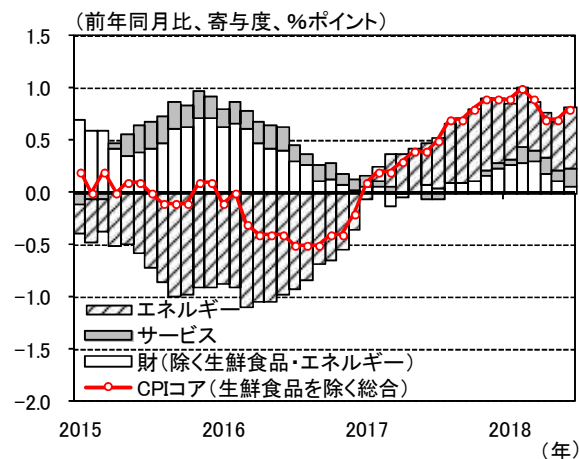


(資料) オランダ経済統計局

5. 物価情勢が高まらない中で日銀は長期金利変動幅を拡大

生鮮食品除く消費者物価上昇率（以下「CPIコア上昇率」）は6月に前年比+0.8%と5月の同+0.7%から高まったが、エネルギーを除く財の価格の寄与は縮小している（図表 12）。サービス価格は寄与度を高めているものの、宿泊料、外国パック旅行費等振れの大きい品目によるものであり、物価上昇の勢いが高まっているとまでは言えない。先にみたように、家計の支出に対する慎重な姿勢が変わっていないために、売り手が値上げに踏み切ることが難しいことが背景にある。このような姿は当面変わらないと見られ、2018年度のCPIコア上昇率は前年度比+1.1%、2019年度は同+1.6%（消費税を除くと同+1.1%）と消費税の影響を除くと1%程度の上昇が続くと見込む。

図表 12 CPIコアの寄与度分解



(資料) 総務省『消費者物価指数』

物価上昇率が低下する中、日銀は7月の金融政策決定会合で物価見通しを引き下げ、「これまで考えられていたよりも、現在の金融緩和を長く続ける必要がある」との認識を示した。これを受けて「経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在の極めて低い長短金利の水準を維持することを想定」とのフォワードガイダンスを導入するとともに、現行緩和策による将来的な副作用発現を

避けつつ長く続けるための措置として、①「 $\pm 0.1\%$ 」から「 $\pm 0.2\%$ 」程度への長期金利変動幅拡大、②日銀当座預金のうちマイナス金利適用分を半減、③ETF 買入額の柔軟化を採用した。

このうち①は、これまでよりも長期金利が上昇することを容認した点で、事実上、これまで続けてきた金融緩和政策からの軌道修正と言える。これを踏まえて、金利の先行きをみると、2019年10月の消費税率引き上げの影響に関する不確実性が払拭されるまで時間を要することに鑑みれば、2019年度末まで長期金利誘導水準の引き上げや、無担保コールレートをゼロ未満に押さえ込むマイナス金利政策の解除は行われまいだろう。この先の長期金利は0.1%を超えるものの、今回拡大された変動幅の範囲内でごく緩やかなペースで上昇するに留まるとみる。

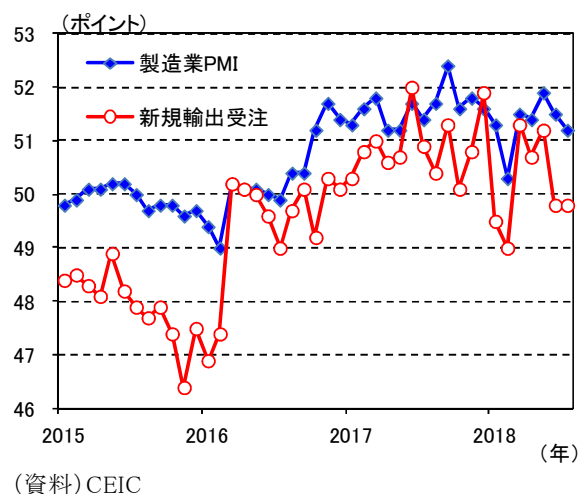
6. 緩やかな伸びは続くが、海外要因による下振れリスクはより高まる

以上から日本経済の見通しを総括すると、個人消費と設備投資の二項目の内需が主導する緩やかな景気回復が続くという見方に大きな変更はない。現状の回復が続けば2019年10月の消費税率引き上げは予定通り行われるであろう。この前提を元に先行きの実質GDP成長率をみると、2018年度は前年度比 $+1.1\%$ 、2019年度は消費増税の影響もあり若干減速するが同 $+0.8\%$ と何れも堅調な成長を維持すると見込まれる。

但し、海外要因による下振れリスクはこれまでよりも強く意識する必要がある。海外情勢を起点としたリスク要因は、これまでの当部見通しでも原油価格高騰、米国のイラン核合意離脱等、挙げってきたが、[前回の経済見通し](#)からの3か月間において、米中貿易摩擦の拡大やトルコリラ下落の新興国の通貨への波及等、リスクが拡大したためである。

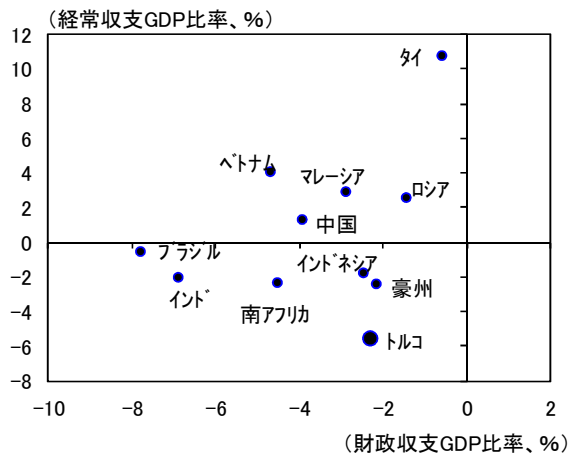
米中貿易摩擦問題については、双方が歩み寄りの姿勢を見せず事態は益々深刻化してきている。現在のところ、追加関税対象がまだ小さく、追加関税導入以降それほど時間が経っていないことから、米国景気は堅調を保ち、中国の貿易統計にも悪影響は出ていない。しかし、この先、追加関税対象の範囲が拡大することも含めて、悪影響が顕在化する可能性は当然高まっていく。既に中国PMI指数の輸出新規受注が50ポイントを下回る等、弱い動きも見られており、これが世界貿易の悪化に繋がるようであれば、外需が下振れすることになる(図表13)。

図表 13 中国の製造業 PMI



また、8月に入ってトルコリラが急落したことで、複数の新興国通貨に変調がみられた。トルコは他の新興国と比べても大幅な経常赤字で、ファンダメンタルズの面で脆弱な状況にあり通貨は下落し易い傾向にある(図表14)。そこに、エルドアン大統領の独裁化等の国内政治要因と、米国人牧師拘束に対して、米国が制裁措置を行ったことで、トルコリラ安が一気に進んだ(図表15)。

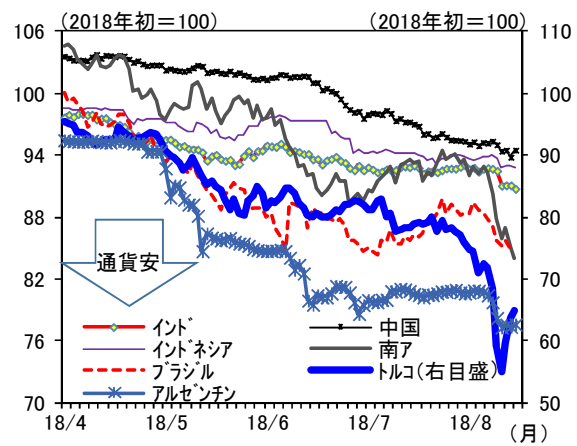
図表 14 主要新興国の経常・財政収支(対 GDP 比率)



(注) 2017 年の数値を使用。

(資料) IMF

図表 15 主要新興国通貨の対ドルレート



(資料) CEIC

今回のトルコリラ下落は、財政・経常収支面が脆弱なブラジルや南アフリカに加えて、米国との関係悪化が懸念されるメキシコやロシアの通貨下落にも波及し、一時的に国際金融市場が動揺した。米国の利上げが進み、英国も利上げに踏み切る中、米中貿易摩擦の拡大といった他の要因も重なって、新興国通貨を巡る環境は徐々に厳しさを増している。国際金融市場の動揺はリスクオフによる円高を誘引し易い。円高が進むと、企業収益の減少による設備投資の減速に加えて、株価低下も招くことで、個人消費が低迷することになる。また新興国が自国通貨防衛のために利上げを進めることで景気が減速し、日本の外需が落ち込む懸念もある。日本経済は緩やかな回復途上にあるが、消費者のマインドや企業の投資姿勢は慎重なままで、海外要因で実体経済が腰折れし易い脆弱な状況には変わりはないため、今後も予断を許さない状況が続くであろう。

(経済調査チーム 加藤 秀忠:Kato_Hidetada@smtb.jp)

総括表 2019年度までの内外経済見通し

(作成日：2018年8月24日)

	2018年度		2019年度		2018上	2018下	2019上	2019下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2011年基準>								
国内総支出	538.7	1.1	543.2	0.8	0.5 0.9	0.8 1.2	0.8 1.6	-0.8 0.0
民間最終消費	302.3	0.9	303.7	0.5	0.7 0.6	0.6 1.2	1.1 1.6	-1.8 -0.7
民間住宅投資	15.4	-4.4	16.0	3.9	-3.6 -7.7	2.9 -1.1	5.3 8.5	-5.4 -0.6
民間設備投資	88.4	3.7	90.0	1.8	2.1 3.7	1.6 3.7	1.3 3.0	-0.5 0.8
民間在庫品増加(実額)	0.4	寄与度 0.0	0.1	寄与度 0.0	0.5	0.3	-0.4	0.0
政府最終消費	107.1	0.6	108.0	0.8	0.3 0.5	0.4 0.7	0.4 0.8	0.4 0.8
公的固定資本形成	26.0	-0.9	26.4	1.7	-0.4 -1.9	0.6 -0.2	0.7 1.5	1.4 1.7
財貨・サービス輸出	94.6	3.7	97.1	2.6	1.1 4.5	1.7 2.8	1.2 2.8	1.2 2.5
財貨・サービス輸入	95.5	3.1	97.8	2.4	1.3 3.7	1.1 2.4	2.1 3.0	-0.3 1.8
内需寄与度	0.9	民需 0.9	0.8	民需 0.5				
外需寄与度	0.1	公需 0.1	0.1	公需 0.2				
<名目>								
国内総支出	555.3	1.2	566.1	1.9	0.7 1.1	0.5 1.3	1.7 2.3	0.0 1.6
GDPデフレーター	103.1	0.2	104.2	1.1	0.2	0.1	0.6	1.6
企業物価*(15年=100)	102.1	2.9	104.8	2.6	2.7	3.0	2.1	3.1
輸出物価*(15年=100)	98.4	2.8	100.3	2.0	3.1	2.5	2.0	2.0
輸入物価*(15年=100)	100.4	7.3	103.9	3.5	7.0	7.5	4.5	2.5
消費者物価*(15年=100)	101.5	1.1	103.1	1.6	0.9	1.2	1.1	2.0
鉱工業生産*(10年=100)	104.0	1.4	105.5	1.5	1.5	1.3	2.3	0.7
失業率(%)	2.4	-0.4	2.4	0.0	2.4	2.3	2.4	2.3
雇用者数*(万人)	5,929	1.4	5,988	1.0	1.8	1.0	1.0	1.0
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	1.1	—	1.0	—	1.4	0.8	1.0	1.0
新設住宅着工戸数(万戸)	96.1	1.6	91.4	-4.9	95.6	96.8	95.7	87.2
貿易収支(10億円)	4,050	—	4,138	—	3,062	988	2,908	1,229
輸出*(10億円)	84,513	7.9	88,595	4.8	9.7	6.3	5.4	4.3
輸入*(10億円)	80,463	9.1	84,457	5.0	9.5	8.9	6.2	3.9
第一次所得収支(10億円)	19,449	—	19,890	—	10,083	9,366	10,270	9,619
経常収支(10億円)	20,730	—	21,361	—	11,940	8,790	12,041	9,320
マネーサプライ*(M2、兆円)	1014.9	3.4	1049.5	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4
ドル/円レート(円、期中平均)	110.4	—	112.2	—	109.7	111.0	111.7	112.6
輸入原油価格(ドル/バレル)	72.2	—	71.2	—	71.2	73.2	72.2	70.2
米国実質GDP(10億ドル)	18,549	2.8	19,006	2.5	2.7	2.9	2.3	2.3

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。2019年10月に消費税増税を見込む。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

	4-6	7-9	10-12	2019/1-3	4-6	7-9	10-12	2020/1-3
コールレート(無担保・翌日)	-0.07	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	0.05	0.07	0.10	0.10	0.10	0.11	0.14	0.15
ドル/円レート	108.2	110.4	110.9	111.2	111.5	111.9	112.4	112.9

(期間平均値)

→予測

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。



底堅い米国個人消費環境 ～貿易摩擦問題の影響は軽微～

<要旨>

米国経済の堅調な推移を支えている個人消費の拡大を、雇用・所得環境や家計のバランスシート、債務返済負担率といった観点から見ると、その持続性には特段の懸念は見られない。

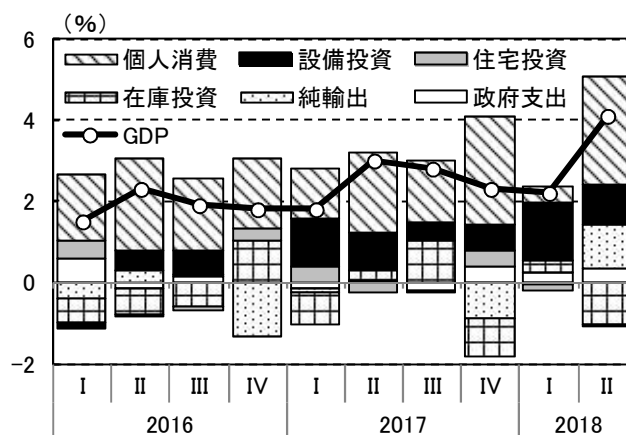
新たに浮上したリスク要因として、米中貿易摩擦問題がある。トランプ大統領が7月に追加関税を表明した中国からの輸入 2,000 億ドルの約3分の1は消費財である。消費財への追加関税は価格上昇を通じて消費を下振れさせやすいが、米国の個人消費を巡る現状に鑑みれば、追加関税が実施されても十分吸収可能と見られる。

ただし、本稿での分析はあくまで短期的な視点からの分析である。貿易摩擦問題の拡大や両国間の歩み寄りが長期に亘って見られない場合、資本財等の調達費用上昇による企業業績の悪化や最終財価格への転嫁によるインフレ加速を通じて消費者や経営者のマインドを悪化させる等、悪影響の範囲が拡大するリスクが累積的に高まっていくことには留意しておきたい。

1. 米国の第2四半期実質 GDP 成長率

米国の第2四半期実質 GDP 成長率は、前期比年率で+4.1%と2014年第3四半期以来の非常に高い伸び率を記録した(図表1)。内訳項目を見ると、2018年第1四半期こそ寒波の襲来や株価の伸び悩みにより個人消費が不芳であったが、第2四半期は個人消費が再び大きく拡大したことで GDP 成長率が押し上げられた。個人消費の拡大が米国経済を支えていることを如実に示す結果であったといえる。

図表1 米国実質 GDP 成長率の推移



(資料)米国商務省経済分析局

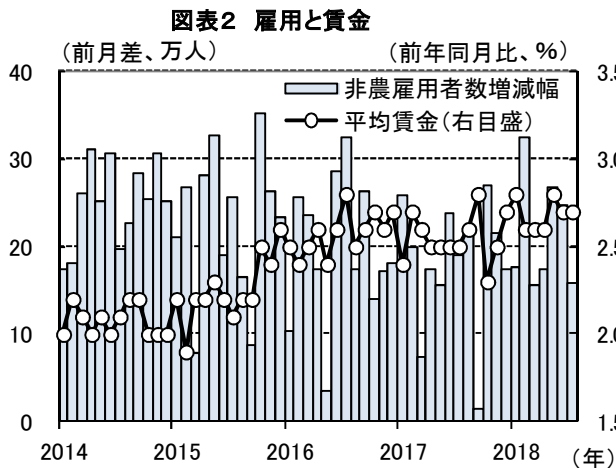
本稿では、足元の所得・雇用環境をはじめ、家計のバランスシートの健全性等を検証することにより、消費の持続性について確認する。

2. 個人消費の持続性を左右する要因

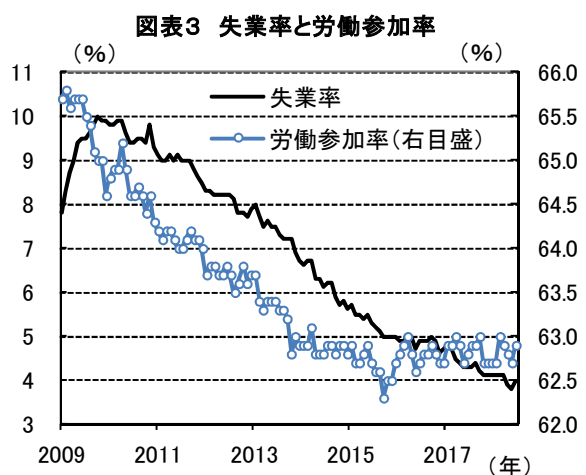
(1) 雇用・所得環境

米国の労働市場を見ると、月によって多少の振れはあるものの、非農業部門雇用者数は3か月平均で前月比+20万人を超える増加幅を示しており、労働需要は依然として旺盛である(図表2)。賃金は足元で前年比+2%後半という、この数年では最も高い水準で安定的に推移している。

失業率は一貫して低下傾向にある(図表3)。6月に一時的に上昇したが、これは労働参加率の上昇によるものである。労働参加率の上昇は、これまで労働市場から退出していた労働者が労働市場に回帰し、経済拡大の恩恵を受ける層の裾野が広がることを意味しており、今後の景気拡大には好ましい失業率の上昇とさえ言える。このように雇用・所得環境は引続き良好である。



(資料) 米国労働省労働統計局

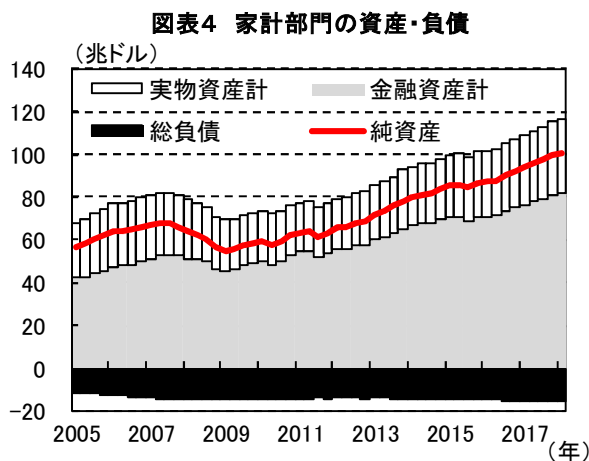


(資料) 米国労働省労働統計局

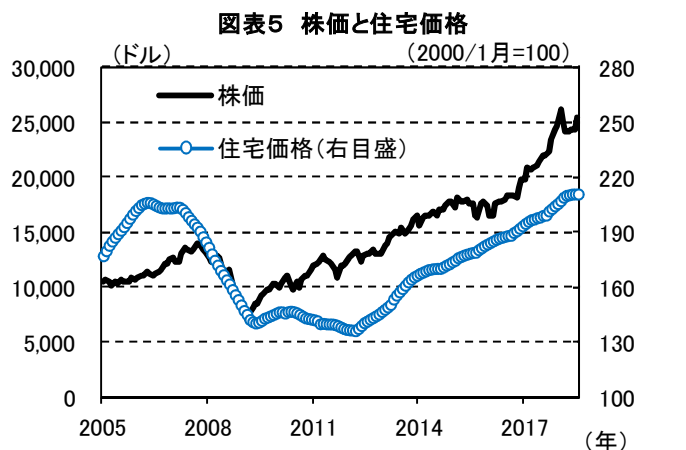
(2) 家計部門のバランスシート

次に、家計部門のバランスシートを確認すると、既に総負債は金融危機時を上回る水準に達しているものの、総資産はそれ以上の速いペースで増加しており、総資産から総負債を除いた純資産は、右肩上がりで推移し続けている(図表4)。

株価は昨年急激に上昇した反動もあり、今年入り後、調整する局面が見られたものの、上昇傾向を維持しており、住宅価格も主要都市については既に金融危機前のピーク時を上回っていること等が、家計純資産の拡大を支えていると考えられる(図表5)。



(資料) FRB

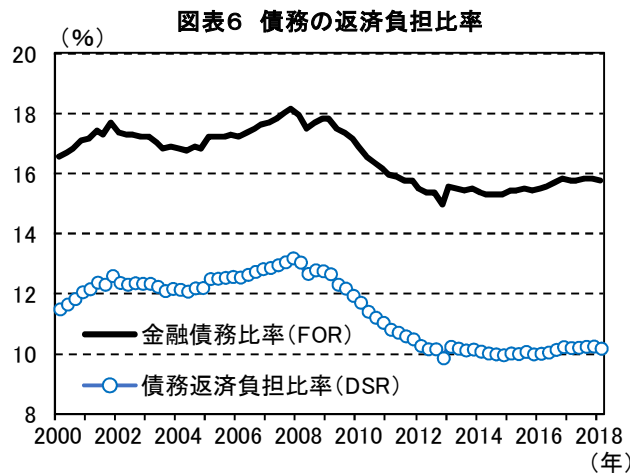


(注) 株価はダウ平均、住宅価格はケース・シラー20都市圏住宅価格指数。

(資料) セントルイス連銀

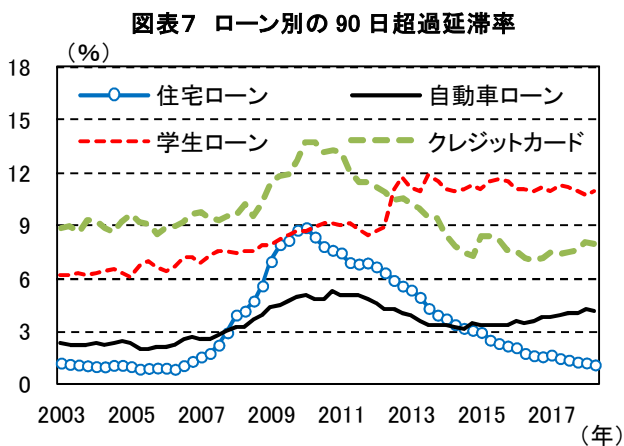
(3)返済負担比率と消費者向け貸出のデフォルト率

Fedによる利上げが継続される中、金利は短期ゾーンを中心に着実に上昇している。金利上昇に伴う債務負担の増加に家計が耐えられるかどうかは今後の個人消費を占う上でも重要である。しかし、家計部門の「債務返済負担比率(DSR)」(＝「元本返済＋金利支払」の対可処分所得比率)を見ると、Fedが一連の利上げを開始した2015年末以降でも大きくは上昇していない(図表6)。「[米国・家計部門の債務における二極化について](#)」(調査月報 2017年6月号)での試算に基づけば、仮に2019年末までにFF金利が3.5%、長期金利が4.0%まで上昇したとしても債務返済負担比率の上昇は11%程度に留まる。したがって、Fedによる緩やかな利上げを前提としても、家計部門での債務返済負担の大幅な増加により個人消費が阻害される状況は今後も生じないと考えられる(図表6)。

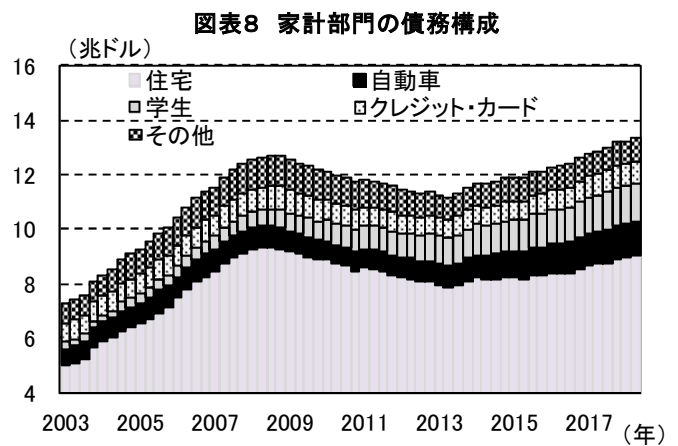


(注)金融債務比率(FOR)は、債務返済負担比率(DSR)に、借家賃貸料、自動車リース料、持ち家に付随する保険や固定資産税に対する負担を加えたより広義の債務負担を示す指標。
(資料)FRB

同様の見地から、NY連銀が公表している各種の消費者向け貸出の90日超延滞率を確認すると、自動車ローンやクレジット・カードについては上昇を続けているものの、ウエイトの高い住宅ローンについては、金融危機以降一貫して低下しており、現在でもその状況に変化はない(図表7)。住宅ローンに次いで残高の大きい学生ローンについても低下傾向を辿り始めている。これが基点となって信用市場が縮小し、個人消費の足を引っ張る事態は想定しにくい(図表8)。



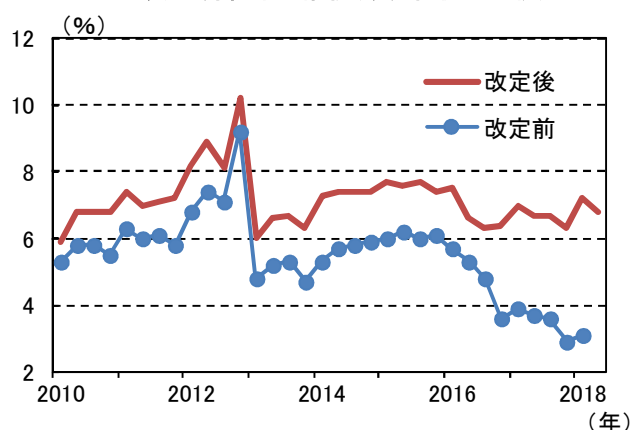
(資料)NY連銀



(資料)NY連銀

家計部門の返済負担と消費の持続性を見る上で重要な動きとして、今回の GDP 統計の公表にあたって遡及改定が行われ、貯蓄率が上方改定されたことがある(図表9)。「[好調な米国経済における消費の持続性](#)」(調査月報 2017 年 10 月号)では、2015 年後半以降、貯蓄率が大きく低下(＝消費性向が大きく上昇)していたことに触れ、当時4%程度まで低下していた貯蓄率が更に低下する場合は、過剰消費の可能性など、消費の持続性に懸念が生じると述べた。しかし、今回の遡及改定により、貯蓄率は2013年以降、高水準横這いで推移していることが分かった。これは現在の個人消費の伸びが、貯蓄の取り崩しや借入のみに依存したものではないことが示されたものと言える。このことから、金利上昇に対する債務負担の増加については相応の耐性が備わっているものと解釈できる。

図表9 貯蓄率の推移(改定前後の比較)



(資料)米国商務省経済分析局

前記で見てきたように、足元の雇用・所得環境、家計部門の純資産の増加、各消費者向け貸出の延滞率や貯蓄率の推移を見る限りにおいては、米国の個人消費増加の持続性について特段の大きな問題を孕んでいるようには思われない。

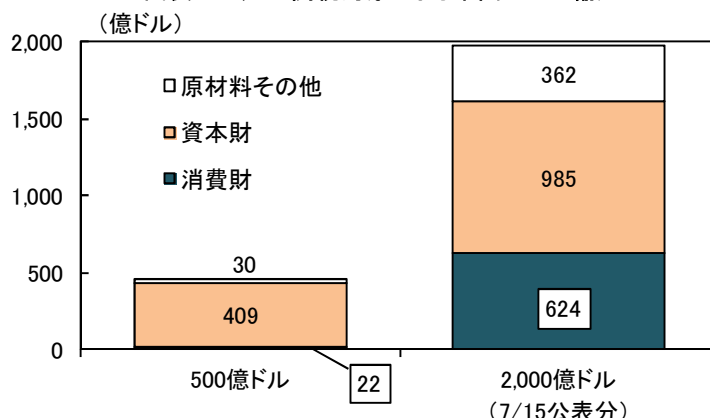
3. 貿易摩擦問題の消費への影響

では、今後の世界経済が下振れるリスク要因としてこの数か月間で浮上してきた、米国の保護主義的な貿易政策の問題、とりわけ中国との貿易摩擦拡大の影響はどうであろうか。

米中間では、3月に米国が発動した鉄鋼・アルミニウムに対する追加関税と中国側の報復措置により、6月には互いに500億ドルの輸入分に対する追加関税の適用を決定し、7月上旬に340億ドル、8月下旬に残り160億ドルに対する追加関税が発動された。

ここまでの追加関税は主に資本財に対するものであり、直接、家計部門の負担となるものではなかった。しかし、7月に米国のトランプ大統領が発表した中国からの輸入品2,000億ドルに対する追加関税には、約624億ドルの消費財が対象として含まれている(次頁図表10)。当初、2,000億ドルに対する追加関税率は10%であったが、8月入りにトランプ大統領はこれを25%に引き上げる意向を示した。消費財への追加関税は、資本財や工業用原材料といった他の財よりも直接的に小売価格に反映されやすいため、これが物価上昇を通じて個人消費に悪影響を及ぼす可能性がある。

図表 10 追加関税対象となる中国からの輸入



(資料) 米国通商代表部の公表資料を基に、三井住友信託銀行調査部集計

数量ベースの輸入量を一定とし、追加関税分がそのまま販売価格に転嫁されると仮定すると、家計の負担増加は $624 \text{ 億ドル} \times 25\% = 160 \text{ 億ドル}$ 程度となる。これは、約 14 兆ドルに上る米国の個人消費支出の約 0.1% に留まる。可処分所得が年間約 2～3% 程度で伸長していることを踏まえると、この程度の負担増は米国の個人消費増加の持続性に大きな障害とはならないように思われる。中国からの輸入を国内生産や他国からの輸入に切り替える余地があることや、関税の徴収は米国政府の収入になるため、トランプ政権の積極的な財政拡大スタンスにより関税引上げによる悪影響を相殺する可能性があることを踏まえると、少なくとも 2,000 億ドルへの追加関税が実現しても、短期的に個人消費そのものが腰折れる可能性は低いと考えられる。

確かに、品目別に見ると、影響の濃淡がある。図表 11 は、2017 年における品目別の個人消費支出額と、各品目の中国からの輸入額を示した上で、25% の追加関税がそのまま販売価格に転嫁された場合に、当該製品の価格がどの程度上昇するかを示したものである。

これによると、家電製品や旅行用品等（スーツケースや鞆が含まれる）は追加関税による価格上昇負担率が 5% を上回る。次いで負担増加率が大きいのが、家具類（3.3%）、住宅用雑貨（1.7%）であり、2,000 億円に含まれる消費財への追加関税は、これらの品目に集中的に現れることになる。これらの品目は輸入全体に占める中国からの輸入割合が高いため、これらの消費財を扱う米国企業の業績に何らかの影響を及ぼす可能性は否定できない。ただし、資本財や素材の原材料と比較すると消費財は代替がしやすいため、経済全体で見た影響は軽微なものに留まると考えられる。

図表 11 追加関税対象となる中国からの輸入品目

(億ドル/2017年)

個人消費支出の項目	中国からの輸入額 (a)	個人消費支出額 (b)	インパクト (a)*25%/(b)	総輸入額 (d)	中国からの輸入シェア (a)/(d)
家電	134	553	6.1%	322	41.6%
旅行用品等	64	297	5.4%	110	58.0%
家具類	247	1,896	3.3%	498	49.7%
住宅用雑貨	20	307	1.7%	66	30.9%
服飾用材料等	20	839	0.6%	38	54.2%
娯楽品	16	648	0.6%	24	64.6%
その他	123	128,674	0.0%	1,179	10.4%
合計	624	133,214	0.1%	2,237	27.9%

(資料) 米国商務省及び米国通商代表部の公表資料を基に、三井住友信託銀行調査部集計

4. まとめと今後の展望

中国からの輸入に対する追加関税は、中間選挙を睨んだ有権者へのアピール手段と考えられるが、実際には、輸入品価格の上昇を通じて消費者の生活を圧迫しかねないという側面もある。米国の家計部門について、所得・雇用環境、家計部門のバランスシート、金利上昇に伴う債務負担率の上昇度合い、各種消費者向け貸出のデフォルト率といったフローとストックの一通りの統計データを確認する限りでは、家計の資産・債務に関する状態は極めて健全である。加えて、現在の鉄鋼・アルミニウムの輸入制限や500億ドルという水準に加え、仮に2,000億ドル分に対する25%の追加関税という多少のショックが加わったとしても、十分吸収可能な状態であり、短期的に個人消費が減退して米国経済が腰折れする可能性は低いと考えられる。

ただし、本稿はあくまで短期的な影響を見る観点から消費財を分析対象としている。消費財以外の資本財や工業原材料への追加関税は、タイムラグを経て最終消費財の販売価格に反映される可能性があるため、目立たずともじわじわと物価が上昇し、家計の実質購買力低下要因となる。また、資本財等の購入費用増加が企業収益を圧迫すれば家計所得の下振れ要因になり得る他、生産者物価の上昇が消費者物価を上振れさせてFedの利上げスピードを加速させれば、これも企業業績悪化や資産価格下落の要因となる。

更に、こういった要素が家計や企業のマインドを悪化させた場合には、本稿における試算を大きく上回る悪影響が出る可能性がある。7月にトランプ政権が農家に対して補助金の支給を決定したことは、この貿易問題が長期化することに備えた措置と解釈することも可能である。このため、短期的には悪影響が顕現化せずとも、問題の長期化が明確になった場合など、長期に亘って累積的に悪影響が強まっていく可能性には留意しておきたい。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳:Watanabe_Kiyoshi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。