

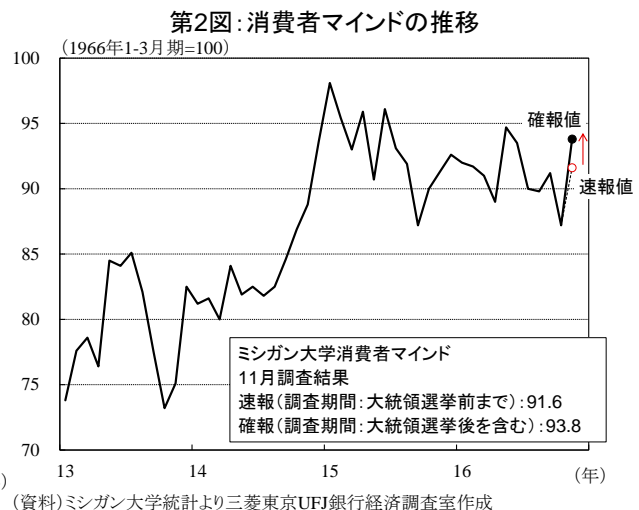
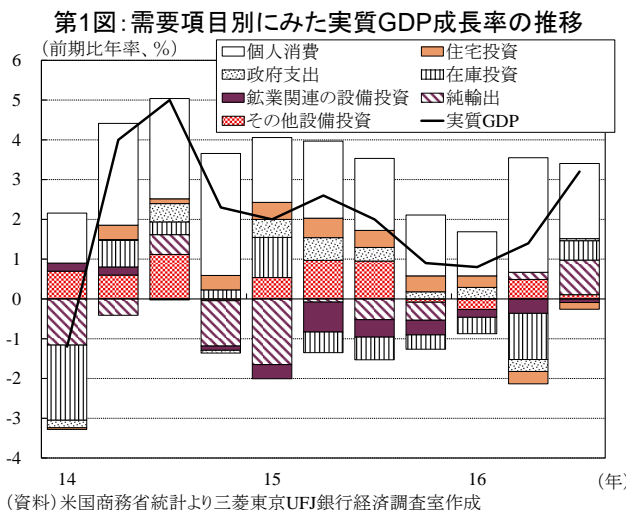
# 米国経済の見通し

～景気は緩やかな回復基調を維持、トランプ次期大統領の政策が焦点～

## 1. 米国経済の現状

7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.2%と昨年 7-9 月期以来 1 年ぶりに 2%以上の成長に復した（第 1 図）。需要項目別にみると、個人消費は 4-6 月期の高い伸びの反動がある中でも、同+2.8%と堅調な増加を続け成長を支えた。設備投資については、依然として鉱業部門ではマイナスが続いているものの全体としては小幅ながら増加しており、輸出も持ち直しが続くなど、企業部門にも回復の動きが確認された。年前半の低成長から抜け出しつつある姿が示されたといえる。

景気が堅調に推移する中、この先の米国経済の行方を見通す上で重要な政治イベントである大統領選挙が 11 月 8 日に実施され、共和党のトランプ候補が接戦州の多くを制して勝利した。選挙後、金融市場では財政拡張的な政策による景気回復ペースの加速を見込んだ株高や長期金利上昇が進展し、為替市場ではドルが急速に買われている。また、11 月のミシガン大学消費者マインドは、確報値の発表で速報値から上方修正された（第 2 図）。速報値の調査期間は大統領選挙前までであり、確報値は選挙後の調査も含んでいる。トランプ氏の勝利やそれを受けた金融市場の好転は家計のマインドに対しても概ねポジティブな影響を与えている可能性を示唆している。



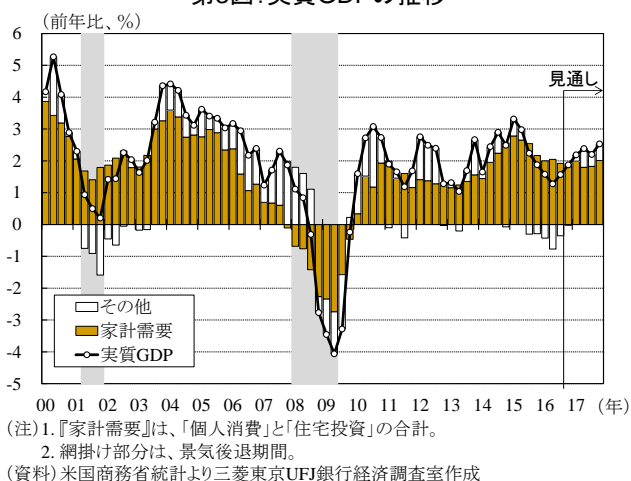
## 2. 今後の見通し

トランプ次期政権の政策は現時点では不透明な部分が多いが、後述するように議会共和党との関係を踏まえた実現可能性等を勘案すると、減税やインフラ投資の拡大等の財政政策が一部実施される一方で、通商政策や移民政策は選挙期間中の発言や選挙公約よりも穏健なものに修正されると想定している。それを前提とすれば、米国経済はこの先、総じ

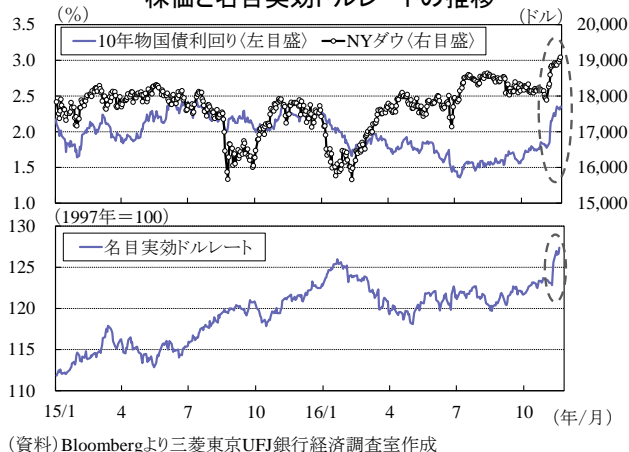
て年率 2%強の回復ペースを維持するものと予想される（第 3 図）。家計部門では、労働需給は引き締まる方向にあるものの、労働参加率の水準はまだ低く、労働市場が完全雇用に達して過熱するような状況までには至っていない。したがって、今後も労働市場の改善による個人所得の増加が消費の拡大を支える構図が続くとみられる。企業部門では、製造業やエネルギー関連産業など一部セクターで既往のドル高・原油安のマイナス影響が一巡したことを受け、輸出や設備投資は緩やかに持ち直していくと見込まれる。金融政策では、潜在成長率が以前より低位に止まるとみられる中では、FRB による利上げペースは緩やかなものとなる可能性が高く、利上げが景気後退の契機となる懸念は小さい。

見通しに対するリスク要因は、やはりトランプ次期政権による政策運営である。足元ではトランプ次期政権が実施するとみられる財政拡張的な政策を好感し株高が進んでいるものの、その動きはやや急であり期待先行の面があるとみられる（第 4 図）。政策の方向感や実現可能性が明らかとなるにつれ金融市場では巻き戻しの動きが生じるとみているが、仮に現状のような金利上昇とそれに伴うドル高の進行がこの先も続くこととなれば、2014 年後半から急激に進んだドル高が製造業を中心に成長の重石となったような事態を招くことが懸念される。また、1,100 万人ともいわれる不法移民の強制退去やビザ発給要件の大幅な厳格化などの排他的な移民政策や、北米自由貿易協定（NAFTA）からの脱退や特定国に対する一律の輸入関税引き上げといった極端に保護主義的な通商政策が採られた場合には、実体経済に対する大きな下振れリスクとなり得る。

第3図: 実質GDPの推移



第4図: 大統領選挙結果を受けた10年物国債利回り、株価と名目実効ドルレート推移



### 3. 見通し上のキーポイント

#### (1) トランプ次期政権による政策運営

選挙戦中の過激な発言で注目を集めたトランプ次期大統領であるが、今後の政策が大統領選挙中の発言や公約通りのものとなるかは冷静に見極める必要がある。上下両院で過半数の議席を占める議会共和党の方針との整合性が一つの判断基準となるだろう。

所得・法人減税やエネルギー関連規制の緩和、インフラ投資の拡大については議会共和

党の考えとも概ね一致しており、これらの政策は相応の実現性があるとみられる。もっとも、財政規律を重視する共和党が財政赤字の大幅な拡大をそのまま認めるとは考え難く、金額規模は縮小する可能性がある。減税やインフラ投資の拡大が実体経済に直接的に影響を与え始めるのは2017年終盤頃になると想定される。

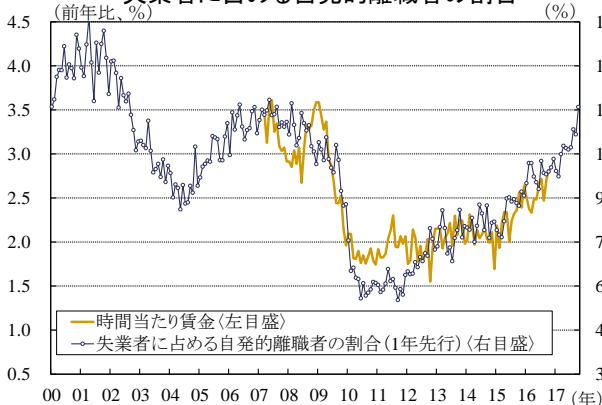
通商政策については、伝統的に自由貿易の推進を重んじてきた共和党との関係や、ビジネスマンとして成功したトランプ氏の経験等を考慮すると、NAFTAにおける関税等の条件面の見直しに向けた再交渉や緊急措置としての品目を絞った関税引き上げ等はあるにしても、既に構築されているグローバルなサプライチェーンに深刻な影響を及ぼすような極端な保護貿易主義に舵を切ることはないと予想する。移民政策については、当面は200万人程の犯罪歴のある不法移民の国外退去といった象徴的な措置がとられる可能性があるが、実際に行うには相応のコストと時間がかかるものであり、実体経済に目に見える影響を与える程の急激な変化は生じないと考えられる。

## (2) 労働市場改善の継続性

今後の景気回復の持続性を見通す上では、家計の需要拡大を支える雇用・所得環境の動向が引き続き重要なポイントとなる。足元では、賃金上昇率は緩やかながら加速しつつあり、失業者に占める自発的離職者の割合と賃金上昇率の関係をみると、この先も賃金上昇率は加速していく見込みである(第5図)。企業の求人意欲も衰えておらず、先行き雇用者数と賃金の両面での改善が続くとみられる。

失業率が5%近傍まで低下しており、完全雇用の実現による労働市場の過熱を警戒する見方もあるが、実際には依然としてスラックが残っていると考えられる。労働参加率は、2000年以降人口動態の影響もあり緩やかに低下してきたが、金融危機後はそれに加えて景気悪化の影響を受けた労働市場からの退出者が大幅に増加した。足元では漸く労働参加率の上昇が確認されているが、過去と比較すると人口動態の影響を考慮しても依然として低水準に止まる。この先、労働市場の改善にあわせて次第に労働参加率が上昇し、失業率の急速な低下や労働市場の過度な引き締まりを抑制するとみられる。

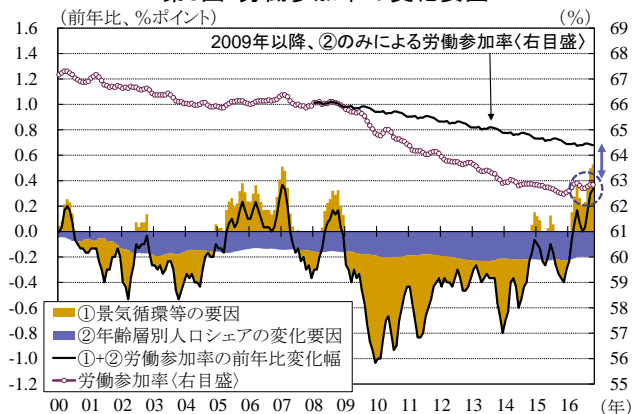
第5図: 時間当たり賃金と失業者に占める自発的離職者の割合



(注)『時間当たり賃金』は全労働者ベース。

(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図: 労働参加率の変化要因



(注)1.『人口』の統計断層を調整したベース。

2. 3ヵ月移動平均値。

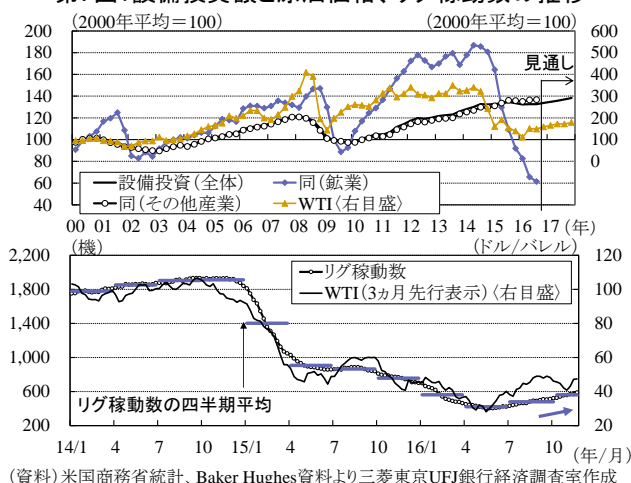
(資料)米労働省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 持ち直しつつある設備投資の行方

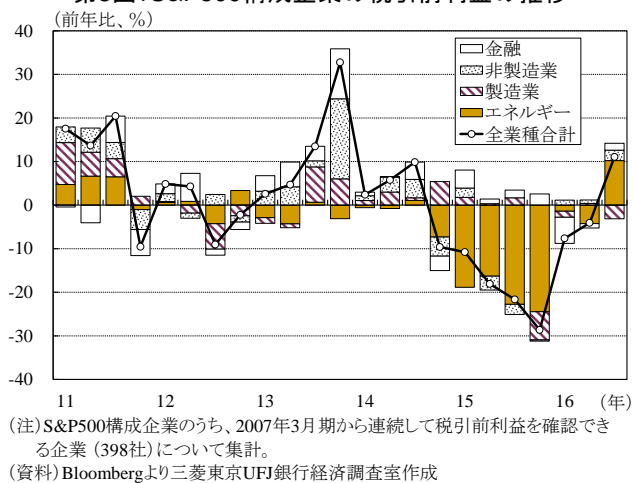
2014年8月頃から今年2月頃までのドル高・原油安の進展は、製造業やエネルギー関連産業といった一部セクターの重石となってきたが、漸くその影響が一巡しつつある。これまでの設備投資の動きをみると、鉱業部門の設備投資が減少を続けた一方で、その他の業種は概ね増加を続けている（第7図）。原油価格が底入れしたことで、鉱業部門の設備投資額の増減と連動する傾向があるリグ稼働数も5月を底に持ち直している。鉱業部門の設備投資減少に歯止めがかかることで、企業部門全体の設備投資も底堅さを増していくとみられる。

実際、設備投資の先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）も足元で改善しており、今後の設備投資が増加に向かうことを示す結果となっているほか、投資を支える企業収益も持ち直しに転じている（第8図）。今後、生産活動が緩やかに回復する中で設備投資の増加基調は次第に安定したものとなるだろう。

第7図：設備投資額と原油価格、リグ稼働数の推移



第8図：S&P500構成企業の税引前利益の推移



## 4. 金融政策と長期金利

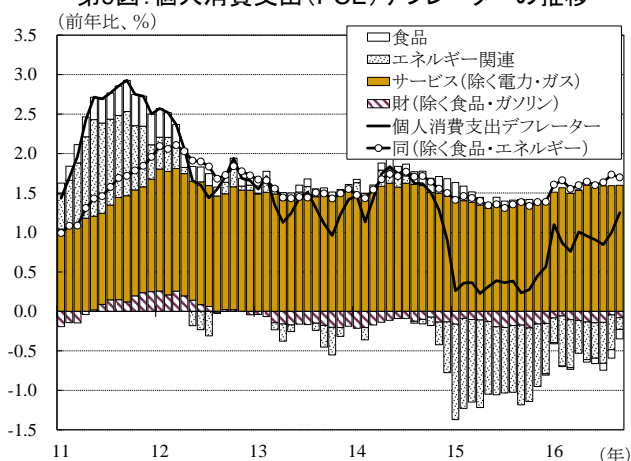
連邦準備制度理事会（FRB）は昨年12月に利上げを実施して以降、軟調な海外経済や金融市場の動揺などを受けてこれまで利上げを見送ってきたが、足元では利上げに向けた環境が漸く整いつつある。雇用者数は堅調に増加しており、賃金上昇ペースも緩やかながら加速してきた。大統領選挙後も金融市場に混乱はみられず、インフレ率も原油価格下落の影響が徐々に剥落する中で上昇基調にある（第9図）。今月2日に発表される雇用統計の結果がよほどのネガティブ・サプライズとならない限り、FRBは利上げに踏み切るものと予想する。来年も労働市場の改善基調持続が確認できる限り、FRBは金利正常化に向けた利上げを続けよう。もっとも、労働市場に過熱感がみられず、また、潜在成長率が以前より低位に止まるとみられる中では利上げペースは緩やかなものになるとみられる。来年の利上げは引き続き年2回を想定する。

長期金利は大統領選挙以降、上昇ペースを速めている。足元ではトランプ次期政権の拡



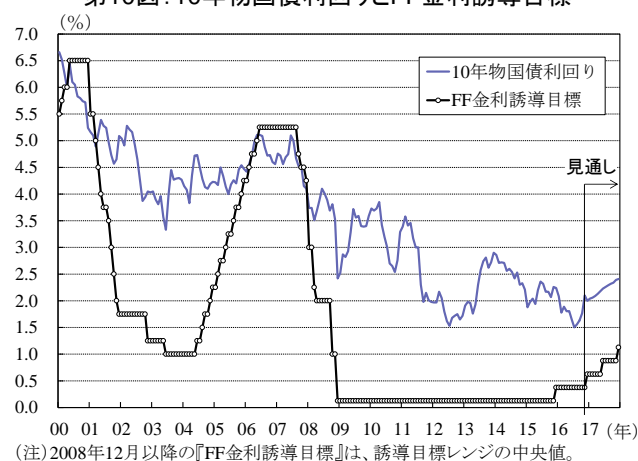
張的な財政政策への期待が先行している感は否めないものの、インフレや経済成長の持ち直しを受けて長期金利は1~2年単位での上昇局面に入った可能性は高い。もともと、利上げペースが緩やかなものとなり、また、主要国・地域で中央銀行が金融緩和政策を続け、金利が低位に抑えられている中では、米国債への需要も根強く、長期金利の天井が抜ける展開は考えにくいと思われる（第10図）。

第9図: 個人消費支出(PCE)デフレーター推移



(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図: 10年物国債利回りとFF金利誘導目標



(注) 2008年12月以降の『FF金利誘導目標』は、誘導目標レンジの中央値。  
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(玉城 重人)

米国経済・金融見通し

見通し

	2015				2016				2017				2015年	2016年	2017年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
1. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、%）	2.0	2.6	2.0	0.9	0.8	1.4	3.2	2.1	2.1	2.2	2.4	3.4	2.6	1.6	2.3
個人消費	2.4	2.9	2.7	2.3	1.6	4.3	2.8	2.3	2.3	2.4	2.5	3.5	3.2	2.6	2.6
住宅投資	13.3	14.9	12.6	11.5	7.8	▲ 7.7	▲ 4.4	5.8	4.4	4.1	3.5	3.2	11.7	4.6	2.5
設備投資	1.3	1.6	3.9	▲ 3.3	▲ 3.4	1.0	0.1	2.3	2.9	3.3	3.8	3.8	2.1	▲ 0.6	2.6
在庫投資（寄与度）	1.0	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 1.2	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	▲ 0.4	0.0
政府支出	2.6	3.2	1.9	1.0	1.6	▲ 1.7	0.2	0.6	0.6	0.5	0.5	1.6	1.8	0.8	0.5
純輸出（寄与度）	▲ 1.7	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.5	0.0	0.2	0.9	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.6	▲ 0.0	▲ 0.0
輸出	▲ 5.8	2.9	▲ 2.8	▲ 2.7	▲ 0.7	1.8	10.1	2.8	2.7	3.1	3.2	3.5	0.1	0.8	3.8
輸入	5.6	2.9	1.1	0.7	▲ 0.6	0.2	2.1	3.5	3.6	3.7	3.2	2.6	4.6	0.8	3.1
国内民間最終需要	2.6	3.1	3.3	1.7	1.1	3.2	2.1	2.5	2.5	2.6	2.8	3.6	3.3	2.2	2.6
名目GDP（前期比年率、%）	2.1	4.9	3.2	1.8	1.3	3.7	4.6	3.8	3.9	4.0	4.3	5.3	3.7	2.9	4.1
鉱工業生産（前期比年率、%）	▲ 1.9	▲ 2.7	1.5	▲ 3.3	▲ 1.7	▲ 0.8	2.0	1.7	1.8	2.0	2.1	2.2	0.3	▲ 0.8	1.8
失業率（%）	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.9	4.9	4.8	4.8	4.7	4.7	4.7	5.3	4.9	4.7
生産者物価（前年比、%）	▲ 3.2	▲ 3.3	▲ 3.3	▲ 3.4	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 1.5	0.3	1.9	1.9	1.9	2.1	▲ 3.3	▲ 1.2	2.0
消費者物価（前年比、%）	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.5	1.1	1.0	1.1	1.7	2.2	2.1	2.3	2.3	0.1	1.2	2.2
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,935	▲ 1,909	▲ 1,898	▲ 1,884	▲ 1,863	▲ 1,867	▲ 1,780	▲ 1,990	▲ 1,996	▲ 2,001	▲ 1,997	▲ 2,003	▲ 7,626	▲ 7,500	▲ 7,996
経常収支（億ドル）	▲ 1,145	▲ 1,119	▲ 1,231	▲ 1,134	▲ 1,318	▲ 1,199	▲ 1,000	▲ 1,210	▲ 1,212	▲ 1,213	▲ 1,205	▲ 1,207	▲ 4,630	▲ 4,727	▲ 4,837
3. 金融															
FFレート誘導目標（%）	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.50-0.75	0.50-0.75	0.75-1.00	0.75-1.00	1.00-1.25	0.25-0.50	0.50-0.75	1.00-1.25
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	0.3	0.8	1.3
10年物国債利回り（%）	2.0	2.2	2.2	2.2	1.9	1.8	1.6	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.1	1.8	2.2

(注)『FFレート誘導目標』は、期末値。『3ヵ月物ユーロドル金利』と『10年物国債利回り』は、期中平均値。

(資料)各種統計、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 玉城 重人 shigeto\_tamaki@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。