

# 米国経済の見通し

～雇用・所得環境の改善をベースに、緩やかな景気拡大はこの先も継続～

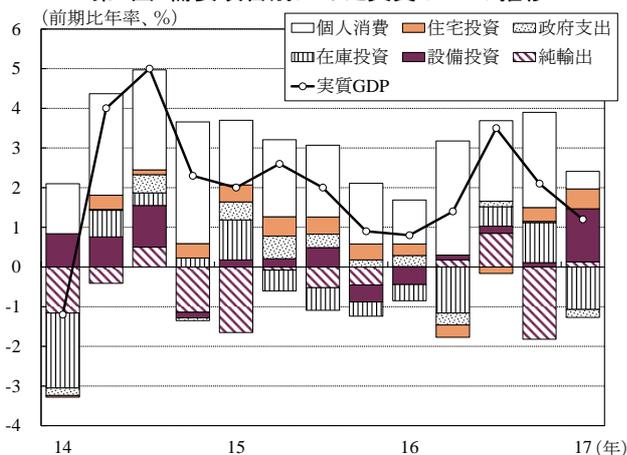
## 1. 景気の現状

1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.2%と低い水準に止まった（第 1 図）。需要項目別にみると、回復を牽引してきた個人消費が同+0.6%と伸びを大幅に縮小させ、在庫投資のマイナス寄与とあわせ成長率鈍化の主因となった。一方、これまで弱含んできた設備投資が同+11.4%と大きく加速したほか、住宅投資も好調を維持しており、成長率を支える形となった。

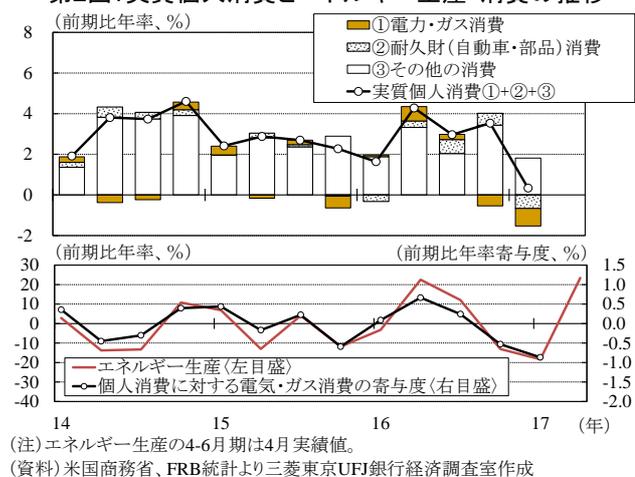
個人消費の鈍化は、暖冬によるエネルギー消費減少の影響が大きい。エネルギー生産は 4 月に入って増加に転じており、連動するエネルギー消費についても 4-6 月期には反動増が見込まれる（第 2 図）。加えて、GDP 統計については、季節調整が不十分で第 1 四半期の成長率が相対的に低めとなる統計作成上の問題も指摘されている。以上を勘案すれば、1-3 月期の成長率低迷は一時的なものであった可能性が高い。

企業部門の動向を他統計で確認すると、企業マインドをみる ISM 指数は、製造業、非製造業ともに 50 を上回って推移しているほか、エネルギー部門の回復に伴い鉱工業生産も増加基調に転じている。家計と企業の結節点となる雇用環境についても、企業の採用意欲は旺盛な状況が続いており、雇用者増加数は高めの伸びを続けている。経済に対して大きなインパクトを及ぼすと目されていたトランプ政権による法人・個人減税、インフラ投資拡大といった経済政策については依然として落とし所が見えづらいが、その中でも実体経済は自律的な回復を続けているといえる。

第1図: 需要項目別にみた実質GDPの推移



第2図: 実質個人消費とエネルギー生産・消費の推移



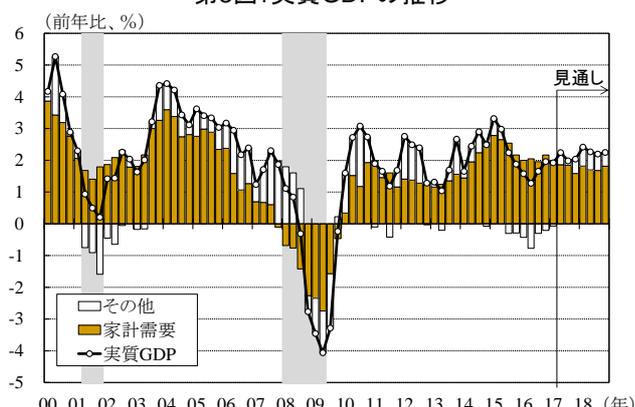
## 2. 今後の見通し

結論を先取りすると、米国経済はこの先、トランプ政権の政策運営次第で若干の振れは生じ得るとしても、基調としては年率+2%程度の拡大ペースを維持するものと予想する（第3図）。今回の景気拡大局面はこの4月で94ヵ月に達し戦後3番目の長さとなっていることから、確かに景気拡大の持続性について懸念する向きもある（第4図）。しかし、過去の経験に照らせば、近年の米国における景気後退は、資産価格の過度な上昇、民間債務の過度な積み上がりといった金融面での不均衡蓄積とその調整によってもたらされることが多いが、後述するように、足元で大規模な需要ショックを惹き起こすような金融面の不均衡は観察されない。株価や不動産価格、企業・家計のバランスシートの状況には常に注意が必要だが、現状目立った不均衡がない中では、緩やかな景気拡大がこの先も続く蓋然性は高いと判断される。

金融面以外の不均衡を検証すると、労働市場の逼迫という問題も気になる処である。しかし、労働市場は引き締まる方向にあるものの、リーマンショック以降、低下が続いていた25歳から54歳まで（プライムエイジ）の労働参加率は持ち直し方向に転じている。雇用の主力であるプライムエイジの労働参加率上昇は、労働市場の過度な引き締まりを回避し、また、労働投入面から経済成長をサポートすることで、個人所得の増加が消費の拡大を支える構図を持続させる要因になると考えられる。

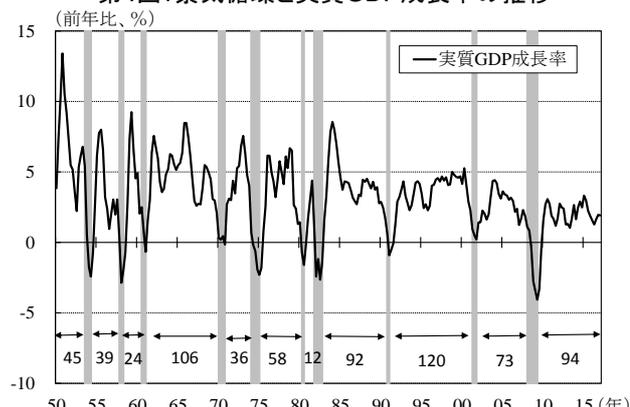
最後に、政策動向の影響だが、金融政策については、景気回復の持続とそれを背景としたインフレ率の緩やかな上昇を受け、バランスシートの圧縮を含む大規模緩和策の縮小は段階的に進められる見通しだが、利上げペースについては、景気に過熱感がなく、また、潜在成長率が以前より低位に止まるとみられる中では引き続き緩やかなものとなる公算が大きい。結果として、長期金利の上昇ペースは緩やかなものとなり、今後も利上げが景気後退の契機となる可能性は低いとみられる。また、トランプ政権の減税・インフラ投資拡大といった財政政策については、財政収支の均衡や「小さな政府」を重視する議会共和党との協議などを経て、政権誕生直後に一部で期待されていたような大規模なものとはならず、実体経済に直接影響を与え始めるのも2018年終盤に後ずれすると想定している。もっとも、仮にこうした財政政策が行われなくとも、米国経済には現状程度のペースで拡大を続ける力は充分あるものと考えられる。

第3図: 実質GDPの推移



(注) 1. 『家計需要』は、「個人消費」と「住宅投資」の合計。  
2. 網掛け部分は、景気後退期間。  
(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4図: 景気循環と実質GDP成長率の推移



(注) 1. 網掛け部分は、景気後退期間。  
2. グラフ内の数値は、景気拡大期間の長さ(月数)。  
(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

### 3. 見通し上のキーポイント

#### (1) 改善が続く雇用・所得環境、持ち直しに転じた鉱工業生産

非農業部門雇用者数は、4月は前月比+21.1万人、直近3ヵ月平均では同+17.4万人と堅調な推移が続いている(第5図)。賃金は足元でやや伸び悩んでいるものの、企業の採用意欲は依然旺盛であり、今後徐々に加速していく可能性が高い。賃金上昇率に先行する、失業者に占める自発的失業者の割合はこの先の賃金上昇の加速を示唆している。雇用者数の伸びは、労働需給の改善が続く中で徐々に緩やかになっていくものの、他方で賃金増加率の上昇が見込まれるため、個人所得は全体として安定的に増加していく公算が大きい。消費者マインドが高い水準にあることから所得の増加が消費支出の拡大に繋がり易い環境は維持されていると考えられ、個人消費も緩やかな増勢を維持する見通しである。

企業部門についても、昨年後半からの回復傾向はここに来てより一層鮮明になっている。鉱工業生産は、原油価格の底入れとそれに伴うエネルギー生産・関連投資の持ち直しに合わせ、昨年末から回復の動きが徐々にみられていたが、足元で鉱業のみならず製造業も含め増加ペースを速めており、モメンタムの持続性が明確となってきた(第6図)。同様に設備投資も、これまでエネルギー関連を中心に軟調が続き2016年央までの低成長の一因となっていたが、生産活動の活発化に伴い、今後は次第に増勢が明確になると見込まれる。

第5図：非農業部門雇用者数と求人率、時間当たり賃金と失業者に占める自発的離職者の割合の推移

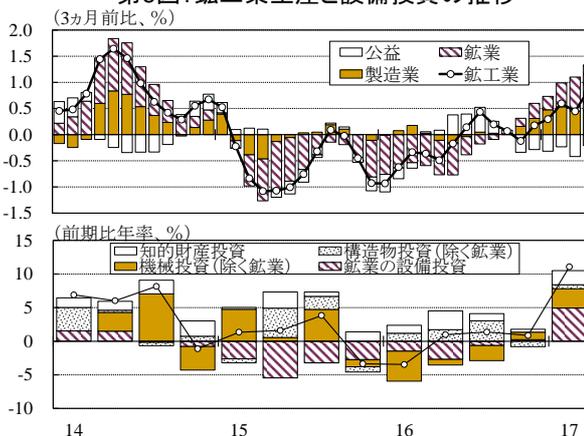


(注) 1. 『求人率』は、「求人数」を「雇用者数」と「求人数」の合計で除したもので、未充足求人程度を示す

2. 『時間当たり賃金』は全労働者ベース。

(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：鉱工業生産と設備投資の推移



(注) 『鉱工業生産』は、3ヵ月移動平均値。

(資料) 米国商務省、FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) トランプ政権による経済政策

トランプ政権は5月23日、この先10年間に亘る歳出と歳入の見通しを示す予算教書を発表した。景気に影響の大きいインフラ投資については、10年間合計で2,000億ドル分が追加計上された。もともとトランプ大統領は選挙公約で「10年間で1兆ドルのインフラ投資の実行」を掲げていたが、政府支出の増加で賄うのはそのうちの2割分ということになる格好である。また、選挙公約の目玉であった包括的な税制改革については、今回の予算教書では財政収支への影響が明示されておらず、詳細は依然固まっていない模様である。

今回の予算教書は政府としての方針、意向を示したものに過ぎず、今後、議会での審議を通して予算案が具体化されていくこととなる。予算法案は、低所得者層への影響が大きい政策を中心にトランプ政権の予算教書に反対している民主党や共和党穏健派、財政規律を重視し予算教書に概ね賛成しているとみられる共和党強硬保守派（フリーダム・コーカス）等の間で意見が分かれ、また同政権の体力がロシアを巡る問題などへの対応に割かれる中では、トランプ大統領が標榜しているような抜本的な税制改革を含んだものとはなり難い。個人・法人減税やインフラ投資の拡大自体は実施されるものの、その時期は2018年終盤までずれこみ、また金額規模も実体経済に対して大きなインパクトを与える程にはならないと想定する。

## (3) 金融面の不均衡の状況

ネガティブチェックという視点で米国の金融情勢を俯瞰すると、まず家計の債務残高が3月末時点で金融危機前の水準を超えて過去最高を更新したことは特筆される。但し、キャッシュフロー対比でみた家計の有利子負債残高は金融危機後のバランスシート調整を経て、住宅バブルが膨らむ前の00年代初めの水準まで低下しており、足元でも上昇していない（第7図）。学生ローンの延滞率が高止まりしていることや自動車ローンの延滞率が上昇していること等注意すべき動きもあるが、総じてみれば家計の債務負担度合いは特に

重いわけではないといえる。同様に、非金融法人企業のキャッシュフロー対比でみた有利子負債残高についても低い水準を維持しており、返済能力から乖離した過度な債務の積み上がりは見受けられない。商業用不動産については、空室率は概ね横ばい圏内で推移しており、全体としては供給過剰に陥っている状況にはないだろう。

資産価格の面に目を向けると、足元の株価はやや高めの水準にあることは指摘できる。シラーPER（直近10年間の企業収益の平均を使うことで景気循環による変動を平準化したPER）は、足元で金融危機前の水準を超えて上昇している（第8図）。もっとも、株価が大きく下落した1987年のブラックマンデーや2001年のITバブル崩壊時においても、実体経済に対するインパクトはそれ程大きくなかった。加えて、現在のシラーPERの水準はITバブル期の水準とは依然開きがあることを考慮すると、仮に株価が調整されたとしても、深刻な景気後退をもたらす可能性は大きくないと考えられる。一方、不動産価格については、REITと長期金利の利回りスプレッドは相応の水準を確保しており、リーマンショック前にみられたようなスプレッドの急縮小やマイナス化といった市場の過熱は足元では観察されない。

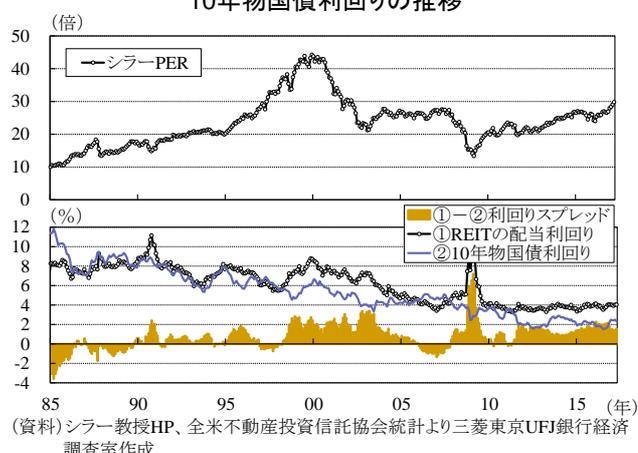
個別には注視すべき金融面のリスクは散見されるものの、総じてみると、大規模な需要ショックを惹き起こし、景気後退の切っ掛けとなるような金融面の不均衡は観察されない。

第7図：家計部門と非金融法人企業部門の有利子負債残高の対キャッシュフロー比率の推移



(注)『キャッシュフロー』は、GDP統計ベースの総貯蓄。  
(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：シラーPER、REIT利回りと10年物国債利回りの推移



(資料)シラー教授HP、全米不動産投資信託協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### 4. 金融政策と長期金利

物価の動向をみると、エネルギー・食品を除くコア消費者物価の伸びがサービス価格の上昇幅縮小を要因として足元で鈍化している（第9図）。もっとも、サービス価格の伸び鈍化は、賃金が緩やかな加速を続けるとみられる中では、一時的なものに止まる見込みである。消費者物価は前年比+2%前後で安定的に推移する公算が大きく、雇用の緩やかな改善を確認しつつ、FRBは金利水準の正常化を続けるだろう。

金利の正常化が進められる中で、市場ではFRBによるバランスシート縮小にも注目が集まっている。最近ではFRB高官から年内のバランスシート縮小着手に前向きな発言が

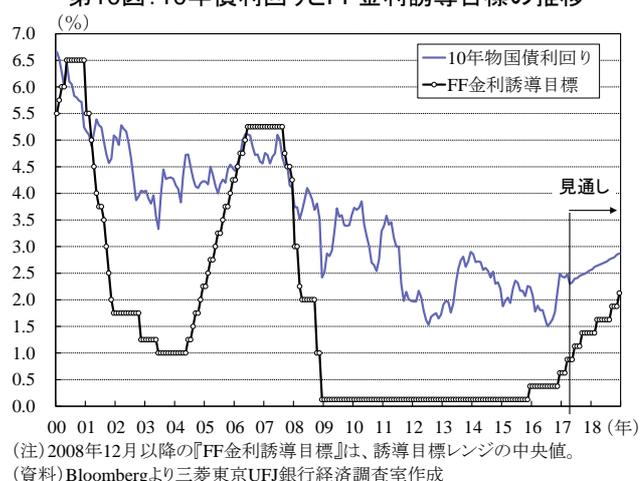
増えているほか、イエレン議長が 2018 年 2 月の任期到来前にバランスシートの正常化にも道筋をつけておく可能性も考えられる。FRB は 2014 年にテーパリングに着手する頃まで、バランスシートの拡大を通じて政策金利を長期間、低位に抑えよとの姿勢を示すことで、市場参加者の将来に亘る短期金利見通しを引き下げ、中長期金利の抑制を図ってきた（時間軸効果、フォワードガイダンス）。バランスシートを縮小するタイミングではこうした効果の反動で長期金利が跳ね上がることが懸念されるが、FRB は既にゼロ金利政策を解除、金利の正常化を進めており、時間軸効果も既に多くが剥落している（長期金利の水準調整は既になされている）可能性がある。潜在成長率が以前より低位に止まるとみられる中では、政策金利の到達点もかつてに比べ低下している可能性が大きい。バランスシート縮小の影響は不透明な部分が多く慎重にみていく必要があるが、着手後も長期金利の上昇ペースは抑制されたものになると考えられる。

以上を踏まえ金融政策の先行きを見通すと、年内は 6 月及び 9 月に利上げを実施したうえで、12 月にバランスシート縮小を決定すると見込まれる。2018 年については、FRB はバランスシートの縮小を段階的に進めながら、年 3 回程度の緩やかなペースで利上げを行うと予想する。

第9図：消費者物価指数と賃金上昇率の推移



第10図：10年債利回りとFF金利誘導目標の推移



(玉城 重人)

米国経済・金融見通し

見通し

	2016				2017				2018				2016年	2017年	2018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、%）	0.8	1.4	3.5	2.1	1.2	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1	2.2	2.5	1.6	2.1	2.3
個人消費	1.6	4.3	3.0	3.5	0.6	2.8	2.5	2.3	2.2	2.2	2.5	3.2	2.7	2.4	2.4
住宅投資	7.8	▲ 7.7	▲ 4.1	9.6	13.8	3.1	3.3	3.2	2.4	2.0	1.5	1.0	4.9	5.2	2.4
設備投資	▲ 3.4	1.0	1.4	0.9	11.4	2.8	3.8	3.8	3.6	3.5	3.4	3.4	▲ 0.5	4.4	3.6
在庫投資（寄与度）	▲ 0.4	▲ 1.2	0.5	1.0	▲ 1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.4	▲ 0.1	0.0
政府支出	1.6	▲ 1.7	0.8	0.2	▲ 1.1	1.4	0.9	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	0.8	0.2	1.1
純輸出（寄与度）	0.0	0.2	0.9	▲ 1.8	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.2
輸出	▲ 0.7	1.8	10.0	▲ 4.5	5.8	3.1	3.2	3.3	3.5	3.2	3.0	2.7	0.4	3.1	3.2
輸入	▲ 0.6	0.2	2.2	9.0	3.8	3.3	3.2	3.3	3.6	3.9	4.3	4.8	1.2	4.1	3.7
国内民間最終需要	1.1	3.2	2.4	3.4	2.7	2.8	2.7	2.6	2.4	2.4	2.6	3.1	2.3	2.8	2.6
名目GDP（前期比年率、%）	1.3	3.7	5.0	4.2	3.4	4.7	4.6	4.4	4.3	4.1	4.2	4.6	3.0	4.2	4.3
鉱工業生産（前期比年率、%）	▲ 1.3	▲ 0.7	0.8	0.7	1.8	2.2	2.5	2.4	2.3	2.0	2.2	3.1	▲ 1.2	1.5	2.3
失業率（%）	4.9	4.9	4.9	4.7	4.7	4.5	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.2	4.9	4.5	4.3
生産者物価（前年比、%）	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 1.3	1.0	3.5	1.9	1.9	2.1	2.0	1.8	1.8	1.8	▲ 1.0	2.3	1.8
消費者物価（前年比、%）	1.1	1.0	1.1	1.8	2.6	2.4	2.4	2.2	2.0	2.1	2.2	2.2	1.3	2.4	2.1
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,873	▲ 1,878	▲ 1,787	▲ 1,961	▲ 2,002	▲ 2,006	▲ 2,021	▲ 2,036	▲ 2,061	▲ 2,106	▲ 2,152	▲ 2,197	▲ 7,499	▲ 8,066	▲ 8,516
経常収支（億ドル）	▲ 1,331	▲ 1,197	▲ 1,160	▲ 1,124	▲ 1,262	▲ 1,263	▲ 1,274	▲ 1,285	▲ 1,306	▲ 1,348	▲ 1,389	▲ 1,430	▲ 4,812	▲ 5,084	▲ 5,474
3. 金融															
FFレート誘導目標（%）	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.50-0.75	0.75-1.00	1.00-1.25	1.25-1.50	1.25-1.50	1.50-1.75	1.50-1.75	1.75-2.00	2.00-2.25	0.50-0.75	1.25-1.50	2.00-2.25
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.7	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1	0.8	1.3	1.9
10年物国債利回り（%）	1.9	1.8	1.6	2.1	2.4	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.8	1.8	2.4	2.7

（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、宜しくお願ひ申し上げます。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。