

# 米国経済の見通し

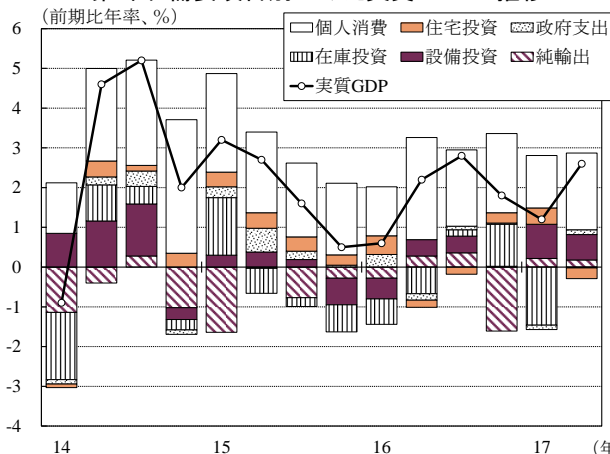
～トランプ政権の政策運営が懸念されるも、景気は緩やかな拡大を持続～

## 1. 景気の現状

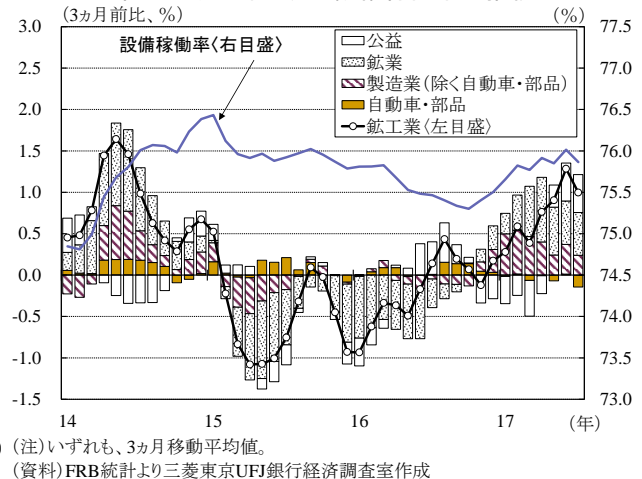
4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.6%と 3 四半期ぶりに同+2%を超える成長に復し、1-3 月期の弱さは一時的なものであったことが確認された（第 1 図）。需要項目別にみると、個人消費が同+2.8%と堅調な増加を続けたほか、設備投資が同+5.2%と高めの伸びを維持した。1-3 月期の成長率を大きく押し下げた在庫投資もマイナス幅を大きく縮小しており、国内需要を中心とした景気拡大が続いていると判断される。

このところ特に企業部門の持ち直しの動きが鮮明となっている。3 ヶ月前対比でみた鉱工業生産指数は 7 ヶ月連続でプラスとなり、その拡大ペースを高めている（第 2 図）。部門別にみると、鉱業や公益の増加が目立っているが、製造業についても今年に入って販売台数が頭打ちとなっている自動車関連に弱い動きがみられるものの、全体としては増勢が続いている。生産活動の回復にあわせ設備稼働率も徐々に高まっており、設備投資の拡大に繋がっているとみられる。2015 年から 2016 年中盤にかけては企業部門が弱含む中で個人消費が景気拡大を支えてきたが、足元では家計と企業の両輪による拡大へと転じており、景気は底堅さを増してきているといえる。

第1図: 需要項目別にみた実質GDPの推移



第2図: 鉱工業生産と設備稼働率の推移



## 2. 今後の見通し

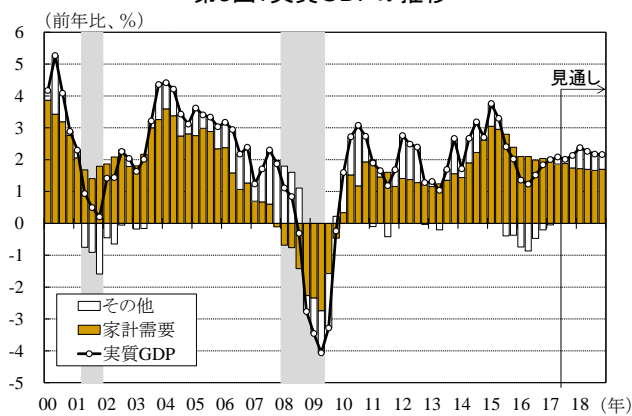
米国経済はこの先、概ね年率+2%程度の成長ペースを維持するものと予想する（第 3 図）。家計部門では、失業率の低下が続いており労働需給は引き締まる方向にあるが、一方で労働参加率の底入れなども観察されることから、過度に人手不足が進行するような状況にまでは至っていない。企業の採用意欲も引き続き強く、今後も労働市場の改善による個人所得の増加が消費の拡大を支える構図が続くとみられる。企業部門では、国内需要の

高まりや世界的な景気の堅調を受け、この先も輸出や設備投資は緩やかに拡大を続けると見込まれる。米国の短期の景気循環は元々企業の在庫投資の動きとの相関が強いが、足元では売上高の増加ペースが在庫の増加ペースを上回っており、在庫積み増し局面に向っていると想定される（第4図）。在庫循環面からも景気の拡大維持がサポートされよう。

実体経済が安定的に推移するなか、トランプ政権を巡る動向については引き続き不透明感が強い。各省庁の局長・次長クラスの登用の遅れが続いているほか、最近では、ホワイトハウス高官の辞任や更迭も相次いでおり、依然として政権の政策遂行能力に疑問符がつく状況にある。実際、トランプ大統領が選挙期間中に掲げたオバマケア改廃、税制改革、インフラ投資拡大といった主要な経済政策には大きな進展がみられない。7月25日から28日にかけて、議会上院では3本のオバマケア改廃法案が審議されたが、いずれも反対多数で否決され、オバマケア改廃法案の可決見通しは立たなくなった。これを受けて、政府・議会の中では税制改革に焦点を移す気運が高まっているようではあるが、オバマケア改廃による財源確保が困難となる中では、減税規模は小幅なものとなる可能性が高い。本見通しでは、2018年中頃に税制改革が実現すると想定しているが、実体経済に対する押し上げ効果は限定的なものになると予想する。

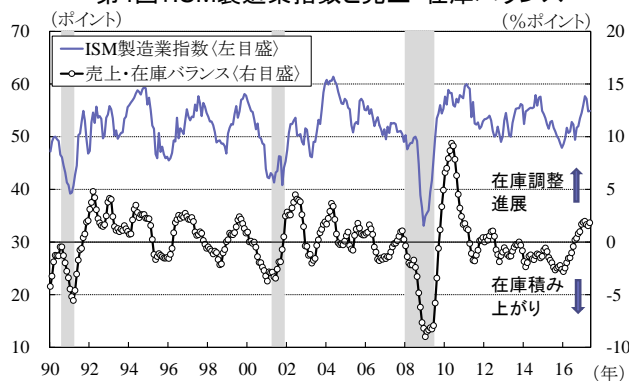
企業経営や実体経済に大きな影響を与え得る通商政策の過度な保護主義化のリスクについては、国家安全保障を理由とした鉄鋼・アルミの輸入制限を検討する大統領令の実質的な棚上げや、米国第一主義を掲げ経済ナショナリストと目されていた Bannon 主席戦略官の辞任など、足元ではやや後退しているようにもみえる。しかしながら、内政面で目立った成果が上げられない中で、トランプ大統領が支持者の期待に応えようと改めて保護主義政策に活路を求める可能性は排除されない。まずは8月16日から始まった NAFTA 再交渉の帰趨を注意深く見守る必要がある。また、9月末から10月中旬にかけては、2018 財政年度の予算審議や政府債務上限の引き上げを巡る議論にも注意が必要である。上下両院を共和党が多数派を占めている以上、政府機関の閉鎖や国債のテクニカルデフォルトは仮に起きたとしてもごく短期で収束する可能性が高いが、金融市場が一時的であれ大きく動揺する事態には警戒を怠れない。

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: ISM製造業指数と売上・在庫バランス



(注)1. 『売上・在庫バランス』は、売上高の前年比伸び率から在庫残高の前年比伸び率を引いたもの。  
2. 網掛け部分は、景気後退期間。  
(資料) 米国商務省、全米供給管理協会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 見通し上のキーポイント

#### (1) 改善を続ける雇用・所得環境が個人消費を牽引

雇用・所得環境は改善が続いている。直近3ヵ月の非農業部門雇用者増加数は平均で前月比+19.5万人と好調な伸びを維持しており、失業率は4.3%と歴史的にみても低い水準となっている。雇用市場の改善に伴い、金融危機後に低下したプライムエイジ（25歳～54歳）の労働参加率が徐々に上昇しており、労働需給の過度な引き締まりを和らげている。6月の求人数は616.3万人と過去最多を更新するなど企業の採用意欲は引き続き強く、労働市場の緩やかな改善はこの先も続くと思われる。雇用者報酬については、賃金上昇率は7月時点で前年比+2.6%と失業率の水準の割には加速感がみられないものの、雇用者数の増加が押し上げ要因となり、名目で同+4%程度の増加を続けている。個人所得はこの先も安定的に増加していく公算が大きい。

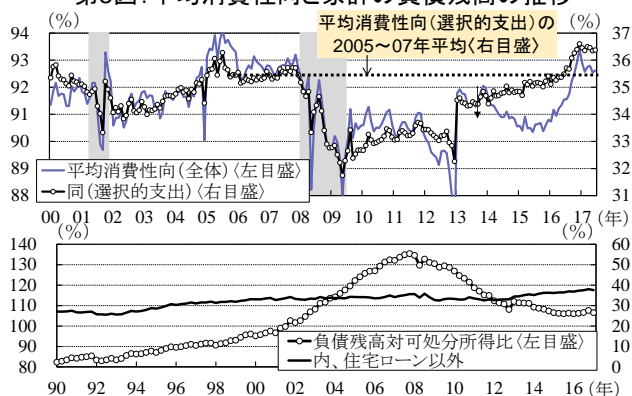
所得がどの程度消費に回っているかを示す消費性向に目を向けると、金融危機前と同程度の高い水準にある。所得の増加が個人消費の拡大に繋がり易い状況が続いているといえるが、一方で、高い消費性向は借入の増加を部分的に伴っていることには留意が必要である（第5図）。今年3月時点では住宅ローンを除く家計債務の対可処分所得比は昨年3月時点と比較して0.7%ポイント上昇しており、仮にこうした増加分が全て消費に回っていると仮定すると、実質GDPを0.5%ポイント程度押し上げたとの計算になる。住宅ローンを含めた家計の債務負担は全体としてみると低水準にあるものの、この先、金利上昇などを背景に消費性貸出の伸びが強く抑制されることになれば、個人消費を下振れさせるリスクがある。

#### (2) 金融環境の緩やかな引き締めによる投資抑制効果は限定的

金融環境は緩和的な状態にある。シカゴ連銀が公表する金融環境指数（NFCI）は、短期金融市場、債券・株式市場、銀行システムに関する計105の指標から、金融環境を定量的に示すことを目的として作成される合成指数である。このNFCIがゼロを下回ることは金融環境が過去の平均的な状態に比べ緩和的であることを示すが、FRBにより金融政策の正常化が徐々に進められる中であっても、マイナス圏での推移が続いている（第6図）。

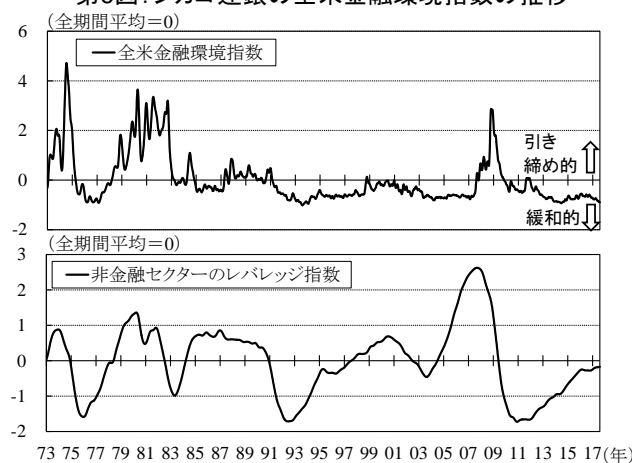
また、NFCIのサブ・インデックスとして公表されている非金融民間セクターのレバレッジ指数は上昇方向にあるものの、その水準は足元でも過去平均をやや下回っている。金融環境は非常に緩和的であるにも関わらず、民間部門が借り増しをして投資を拡大させる動きはあまり活発化しておらず、これまでの景気回復が過度な債務拡大に依存したものであることを示している。この先、金融政策の正常化が進められることで金融環境が徐々に引き締まっていく可能性はあるが、それによる投資抑制効果は限定的に止まると考えられる。

第5図：平均消費性向と家計の負債残高の推移



(注) 1. 『選択的支出項目』は、耐久財と非耐久財のうち娯楽用品とタバコ、サービスのうち、娯楽、飲食、宿泊、金融、輸送、専門、パーソナルケア、海外旅行。  
2. 網掛け部分は、景気後退期間。  
(資料) 米国商務省、ミシガン大学統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：シカゴ連銀の全米金融環境指数の推移



(資料) シカゴ連銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 設備投資は増勢が続くも、この先の増加ペースは緩やかに

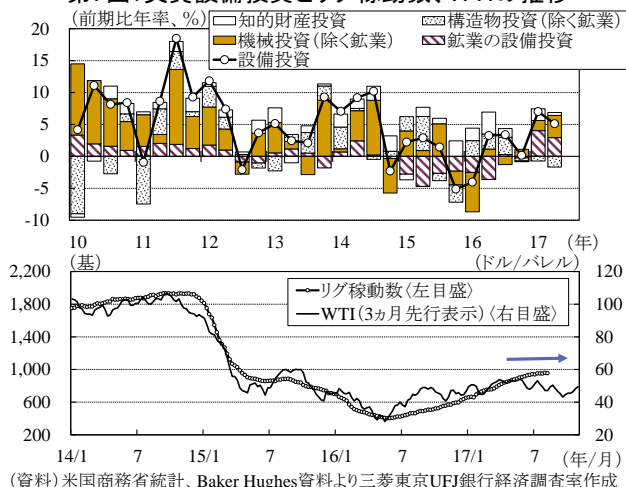
景気が回復を続けるなか、企業の生産活動は底堅さを増しており、企業収益も増加基調で推移している。マインド面では、期待されていた大規模な法人減税・インフラ投資拡大の実現が遠のいたにも関わらず、企業の設備投資意欲は高い水準を維持している。設備投資はこの先も増勢を維持する公算が大きい。

もともと、設備投資の増勢が金融危機前のような力強さを取り戻すところまでは見込み難い。確かに、今年前半の設備投資は高めの伸びであったが、大きく落ち込んでいた石油掘削を中心とする鉱業部門の持ち直しによるところが大きい（第7図）。原油価格は1バレル50ドル前後で膠着状態となっており、それを受けて米国の石油リグ稼働数も足元で頭打ちとなっている。原油価格はこの先も50ドル台前半程度での推移に止まると予想されるため、鉱業部門における投資拡大は早晩一巡すると見込まれる。

より本質的には、潜在成長率の低下が設備投資の拡大を抑制する要因となろう。米国の潜在成長率は徐々に切り下がっているが、それに合わせて、企業の設備投資がキャッシュフローに占める割合（設備投資／キャッシュフロー比率）も低下トレンドにある（第8図）。潜在成長率が切り下がり成長期待が大きく高まり難い状況の中では、企業がキャッシュフローの範囲を超えて投資拡大を伴う設備投資を積極的に行う動きは広がりを見込めないだろう。設備投資／キャッシュフロー比率は足元で既に100%を超え、2006年の水準に回帰している。この先の設備投資の増加ペースは、景気全般、延いてはキャッシュフローの拡大に併せた緩やかなペースになると想定される。

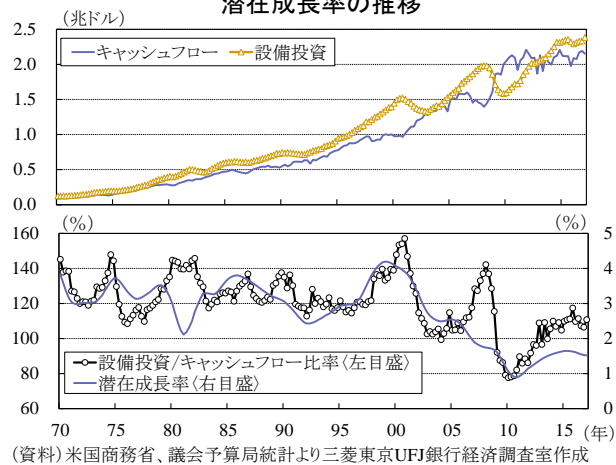


第7図: 実質設備投資とリグ稼働数、WTIの推移



(資料) 米国商務省統計、Baker Hughes資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図: 企業のキャッシュフローと設備投資、潜在成長率の推移



(資料) 米国商務省、議会予算局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### 4. 金融政策と長期金利

FRBは6月の定例会合で政策金利の誘導目標レンジを0.75%~1.0%から1.0%~1.25%へ0.25%ポイント引き上げるとともに、保有する証券残高を縮小する具体的なプランを公表した(第1表)。FRBは今後、金融政策の正常化に向けて、これまでの金利引き上げに加え、量的緩和で拡大したバランスシートの縮小にも着手することになる。着手時期については、7月のFOMCの声明文で「年内に」との文言が「比較的早期に」へと変更されたことから、次回9月のFOMCで決定される可能性が高い。

FRBによるバランスシート縮小は長期金利に対し一定の押し上げ圧力を掛けるものの、その度合いはあまり大きくならないと想定される。FRBは2015年12月から利上げを断続的に行っているため、量的緩和政策の肝となる『市場参加者の低金利政策長期化期待』は自ずと解消されており、市場金利には既に利上げの継続が織り込まれているといえる。ただし、その織り込み度合いに関しては、潜在成長率が以前より低位に止まるとみられる中で、政策金利の到達点もかつてに比べ低下している可能性を強く反映していくものと考えられる。国債需給の緩みが市場で意識されることなどが若干の押し上げ要因となろうが、長期金利の上昇ペースはバランスシート縮小着手後も抑制されたものになると予想される(第9図)<sup>(注1)</sup>。

金融政策の先行きを具体的に見通すと、FRBは、9月にバランスシートの縮小開始を決めた後、12月には今年3回目、今局面で5回目となる利上げを実施すると見込まれる。2018年については、バランスシートの縮小を段階的に進めながら、年3回程程度の緩やかなペースで利上げを行うと予想する。バランスシートの縮小は、余程の経済ショックがない限り、市場に対し無用のサプライズを与えないよう留意しつつ、スケジュール通り整齐と進められる公算が大きい。

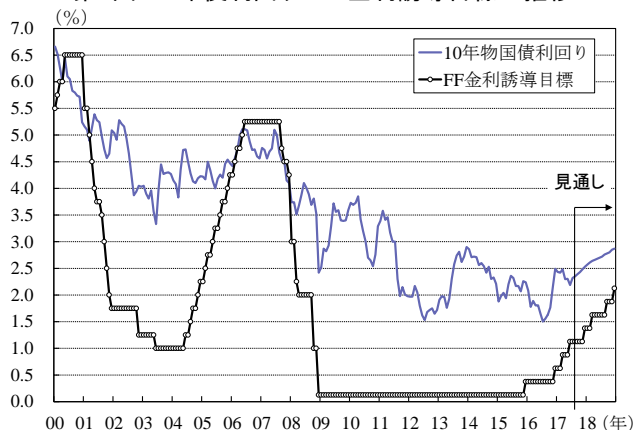
(注1) 長期金利の見通しについては、経済レビュー『間近に迫るFRBのバランスシート縮小が長期金利に与える影響について』(2017年8月14日) [http://www.bk.mufg.jp/report/ecorevi2017/review\\_20170814.pdf](http://www.bk.mufg.jp/report/ecorevi2017/review_20170814.pdf)も参照されたい。

第1表: 2017年6月に公表された  
バランスシート縮小の具体的なプラン

<p>・満期を迎える米国債のうち、再投資を見送る金額を当初は月60億ドルに設定。当該金額を、その後3ヵ月毎に60億ドル拡大、1年かけて月300億ドルまで拡大させる</p>
<p>・満期を迎えるエージェンシー債とMBSのうち、再投資を見送る金額を当初は月40億ドルに設定。当該金額を、その後3ヵ月毎に40億ドル拡大、1年かけて月200億ドルまで拡大させる</p>
<p>・保有証券は、FRBが金融政策を効率的、効果的に遂行する上で最低限必要な金額に達するまで減少させる</p>
<p>・FRBが保有証券を減少させていくことで、準備預金量も減少するが、適当な準備預金量は、ここ数年の水準をかなり下回る一方、金融危機前よりは大きくなると予想している</p>
<p>・政策金利の変更が、金融政策の最優先の手段。但し、政策金利の大幅な引き下げに繋がるような経済見通しの重大な悪化が生じた際には、保有証券の再投資を再開する用意がある</p>

(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図: 10年債利回りとFF金利誘導目標の推移



(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間値。  
(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

	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、%）	0.6	2.2	2.8	1.8	1.2	2.6	2.5	2.2	2.2	2.1	2.1	2.2	1.5	2.1	2.2
個人消費	1.8	3.8	2.8	2.9	1.9	2.8	2.5	2.3	2.2	2.2	2.4	2.6	2.7	2.6	2.3
住宅投資	13.4	▲ 4.7	▲ 4.5	7.1	11.1	▲ 6.8	3.3	3.2	2.4	2.0	1.5	1.0	5.5	2.3	1.8
設備投資	▲ 4.0	3.3	3.4	0.2	7.2	5.2	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	3.4	▲ 0.6	4.1	3.7
在庫投資（寄与度）	▲ 0.6	▲ 0.7	0.2	1.1	▲ 1.5	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.4	▲ 0.2	0.0
政府支出	1.8	▲ 0.9	0.5	0.2	▲ 0.6	0.7	0.9	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	0.8	0.2	1.1
純輸出（寄与度）	▲ 0.3	0.3	0.4	▲ 1.6	0.2	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2
輸出	▲ 2.6	2.8	6.4	▲ 3.8	7.3	4.1	3.2	3.3	3.5	3.2	3.0	2.7	▲ 0.3	3.4	3.3
輸入	▲ 0.2	0.4	2.7	8.1	4.3	2.1	3.2	3.3	3.6	3.9	4.1	4.3	1.3	3.9	3.6
国内民間最終需要	1.3	3.4	2.6	2.7	3.1	2.8	2.7	2.6	2.4	2.4	2.5	2.7	2.3	2.8	2.5
名目GDP（前期比年率、%）	0.8	4.7	4.2	3.8	3.3	3.6	4.0	3.8	3.8	3.8	3.9	4.0	2.8	3.8	3.9
鉱工業生産（前期比年率、%）	▲ 1.3	▲ 0.7	0.8	0.7	1.4	4.7	2.6	2.3	2.3	2.0	2.1	2.2	▲ 1.2	1.9	2.4
失業率（%）	4.9	4.9	4.9	4.7	4.7	4.4	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、%）	0.0	0.1	0.2	1.4	2.0	2.3	1.9	2.0	1.7	1.8	1.8	1.8	0.4	2.0	1.8
消費者物価（前年比、%）	1.1	1.0	1.1	1.8	2.6	1.9	1.8	1.7	1.7	1.9	1.9	2.0	1.3	2.0	1.9
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,876	▲ 1,864	▲ 1,834	▲ 1,951	▲ 2,003	▲ 2,010	▲ 1,969	▲ 1,985	▲ 2,010	▲ 2,056	▲ 2,102	▲ 2,147	▲ 7,525	▲ 7,967	▲ 8,315
経常収支（億ドル）	▲ 1,192	▲ 1,082	▲ 1,103	▲ 1,140	▲ 1,168	▲ 1,170	▲ 1,126	▲ 1,137	▲ 1,158	▲ 1,200	▲ 1,241	▲ 1,282	▲ 4,517	▲ 4,601	▲ 4,881
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	1.00-1.25	1.25-1.50	1.25-1.50	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	1.3	1.4	1.6	1.7	1.9	2.1	0.8	1.3	1.8
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、弊社ホームページでもご覧いただけます。