

米国経済の見通し

～企業活動への逆風が和らぐ中、景気は緩やかな回復基調に復する見通し～

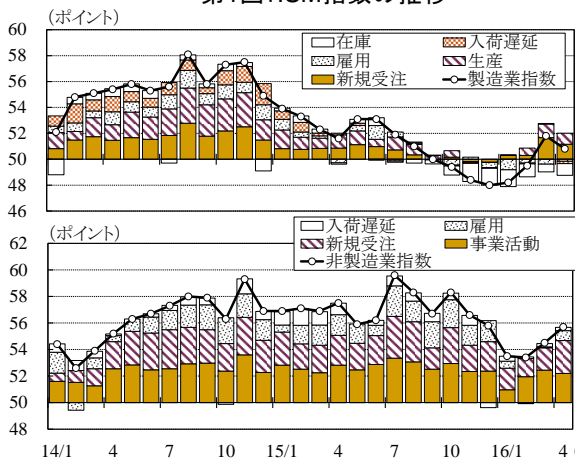
1. 米国経済の現状

1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.8%に止まった。需要項目別にみると、輸出（同▲2.0%）は、海外経済の減速やこれまでのドル高の影響が続き、2 四半期連続で減少した。設備投資（同▲6.2%）も、原油安によるエネルギー関連投資の減少継続や、期中の金融市場混乱による投資マインド悪化を受け大幅な減少となり、在庫投資も 3 四半期続けてマイナス寄与となった。家計関連需要をみても、住宅投資（同+17.1%）こそ加速したが、個人消費（同+1.9%）は堅調を維持していた自動車販売の減速を受け増勢が鈍化した。

但し、景気回復の牽引役である家計需要を取り巻く基礎的条件は良好な状態が続いているほか、企業部門でもこのところ先行きの景気復調を示唆する動きが増えてきている。雇用・所得環境をみると、1-3 月期に景気が減速する中でも改善基調が維持されており、個人消費等を支える実質可処分所得も堅調に拡大している。直近 4 月は雇用の増加ペースが前月比+16 万人に鈍化したものの、3 ヶ月平均では同+20 万人の増勢を確保し、賃金の伸びも緩やかな加速傾向を保っている。こうした中、4 月には自動車販売が復調し、小売売上全体も大幅な増加するなど、個人消費が 4-6 月期に再加速する可能性がみえ始めた。

企業部門に目を転じて、2 月中旬以降、原油価格が上昇に転じ、為替もドル安方向に推移する中、ISM 製造業指数は 3 月に新規受注指数や生産指数の改善を受けて分岐点の 50 を回復し、非製造業指数も 4 月にかけて 2 ヶ月連続で改善している（第 1 図）。一方でこうした原油価格上昇とドル安には、企業や家計のコスト負担増加を通じたマイナス面の影響も考えられるところではあるが、2014 年後半から 2015 年末にかけての原油安・ドル高の進展度合いに比べると足元の反転は小幅に止まっており、交易条件や消費者マインドの動向からも顕著な悪影響は窺われない（第 2 図）。

第1図: ISM指数の推移



(資料) 全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: ドル相場・原油価格と交易条件、消費者マインド



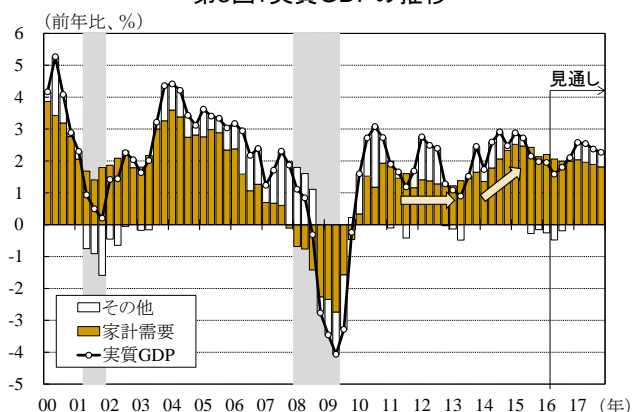
(注)『交易条件』は「輸出物価指数」を「輸入物価指数」で除したものの。
(資料) 米商務省、FRB、ミシガン大学統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

今後の米国経済は、年初の減速から立ち直り、再び緩やかな回復基調に復すると予想される（第3図）。今後も労働市場の改善傾向が続き、需給が緩やかに引き締まる中で、雇用の増勢は徐々に鈍化していく見込みだが、賃金の上昇ペース加速が家計所得の押し上げに寄与し、個人消費などの拡大を下支えしていく見込みである。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におけるドル高・原油安のマイナス影響が一巡するなか、輸出や設備投資は緩やかに持ち直していくと想定される。金融政策では、これまでのドル高・原油安がラグを伴って販売価格に転嫁されることで暫くインフレを抑制するとみられるほか、世界の経済や金融環境に引続き懸念が残る状況下、FRBによる利上げは当面緩やかなペースで進められる公算が高く、金利上昇を通じた実体経済への悪影響も軽微に止まると想定される。

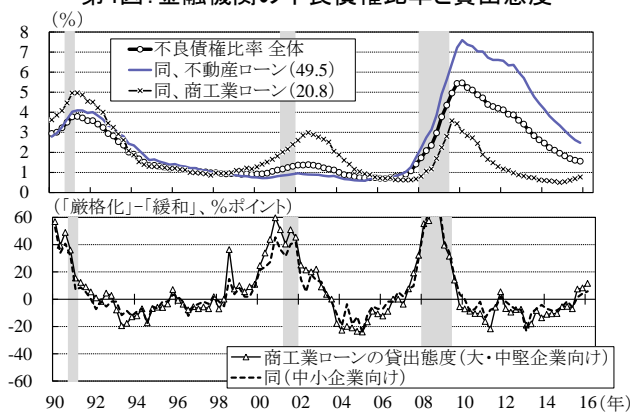
見通しに対するリスク要因として、金融市場の動向には引き続き警戒しておく必要がある。昨年夏場にも金融市場混乱の切っ掛けとなった中国など新興国経済減速への懸念に加え、足元では英国のEU離脱を巡る6月下旬の国民投票や11月の米国大統領選挙など、米国内外の政治動向が混乱に結びつくリスクが高まっている。なお、エネルギー等の一部セクターの大幅な業績悪化などを受けて、金融機関の商工業ローンの不良債権比率が上昇し、同ローンへの貸出態度厳格化が続いている点は留意される（第4図）。原油価格が底打ちするなかで企業業績への下押し圧力は徐々に弱まっていき、資金調達環境の全般的な悪化は避けられるとみられるものの、今後の状況を注視する必要がある。

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：金融機関の不良債権比率と貸出態度



(注) 1. ローン種類別『不良債権比率』の括弧内は、全ローン残高に占めるシェア。
2. 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料) FDIC、FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

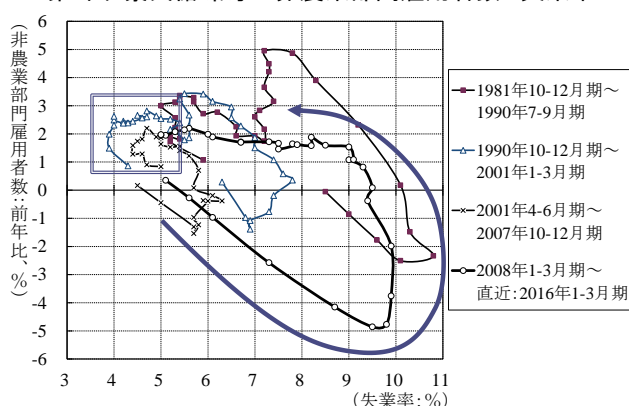
3. 見通し上のキーポイント

(1) 労働市場の成熟度合いと今後の改善ペース

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・所得環境の改善動向が引き続き重要なポイントになる。先に述べた通り、4月の雇用統計では非農業部門雇用者数の増勢が鈍化したが、過去の景気循環を振り返ると、景気の回復・拡大が続き、失業率が十分に低下した局面では雇用の増加ペースが鈍化する傾向にあることを確認できる（第5図）。この背景には、労働市場の改善が進展するとともに労働供給の拡大余地が狭まり、雇用増加が抑制されることがあると考えられる。

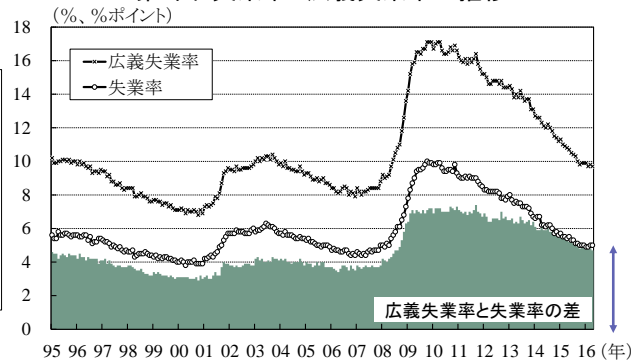
足元でも、企業の求人意欲が強まっていることや、賃金の上昇ペースが緩やかながら加速してきていることは、労働市場の改善が進んでいることを示している。雇用の増勢鈍化についても、労働需給の引き締まりを反映した動きとして過度に悲観的に捉える必要はないと考えられる。一方で、正規雇用を希望するパートタイム労働者等を含む広義失業率の改善が失業率に比べてやや遅れていることや、昨年秋以降、労働参加率が上昇してきていることなどは、今後も労働供給拡大を通じた需給の改善余地が幾分か残っていることも示唆しており（第6図）、労働市場が急激に逼迫し、過熱するような状況は避けられるとみられる。こうしたことから、労働市場は雇用の増勢を徐々に弱めながらも、当面、緩やかな回復基調を維持し、個人消費等の拡大を下支えしていくと予想される。

第5図：景気循環毎の非農業部門雇用者数と失業率



(注)各期間は、景気拡大局面のピークの翌年から次の拡大局面のピーク、または「直近:2016年1-3月期」まで。
(資料)米国労働省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：失業率と広義失業率の推移



(注)『広義失業率』とは、『失業者数』に『就職を希望しているものの過去4週間求職活動をしていないため失業者数に加えられなかった者の数』及び『フルタイムでの就職を希望しているものの経済的理由からパートタイムにて働いている者の数』を加えて算出した失業率。
(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

(2) 企業活動への下方圧力と収益の行方

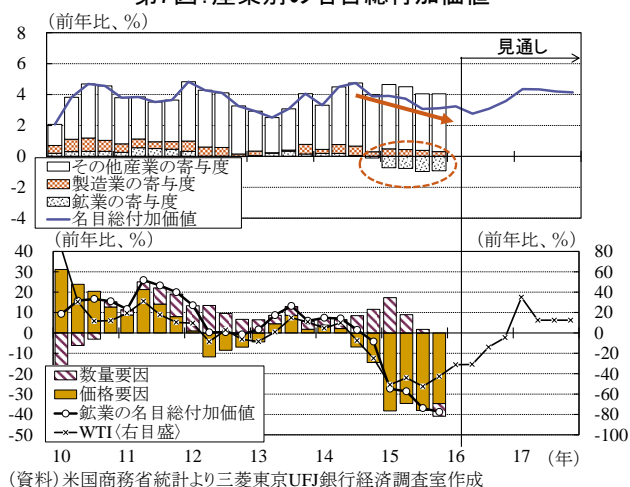
これまで、ドル高・原油安や海外経済の減速は、製造業やエネルギー関連産業といった一部セクターへの下押し圧力となり、輸出やエネルギー関連投資の減少を通じて成長ペースを抑制してきた。企業収益や家計所得等への分配原資となる名目ベースの付加価値（＝GDP）の動向から、これまでのドル高・原油安の影響を確認してみると、昨年10-12月期にかけては原油安による鉱業の不振が産業全体の付加価値拡大を抑制し、企業収益への下方圧力となってきた（第7図）。一方製造業やその他産業では、ドル高は一面では輸出の

減少やドルベースでの海外収益の減少を通じて収益への下押し圧力となったとみられるが、交易条件の改善や内需拡大が負の影響を上回り、全体としては堅調に推移している。

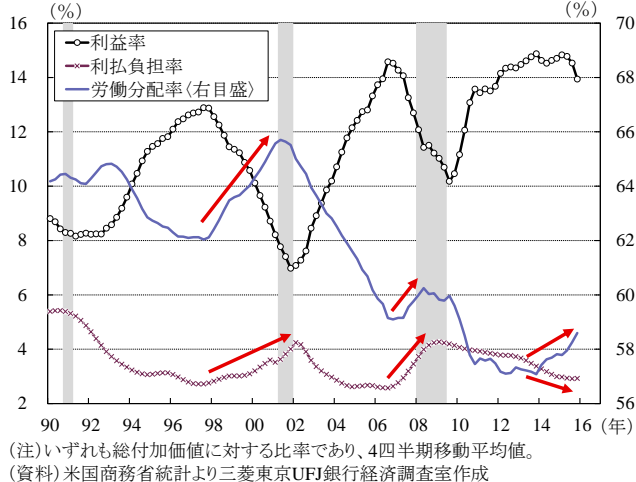
足元では原油価格が底打ちしており、エネルギー関連の設備投資減少にも歯止めがかかることが期待できる。また、輸出は、急激なドル高進行の一服や主要輸出先国・地域の景気復調をうけ、今後、緩やかに持ち直していくと想定される。原油価格は緩やかな上昇に止まるとみられることから、交易条件の大幅な悪化は回避される中で、鉱業低迷の影響が徐々に和らぐことが最大の要因となり、企業収益は持ち直していくこととなろう。

但し、米国と主要国・地域の金融政策の方向性の乖離により、今後も基調としてはドル高傾向が続くと考えられること、海外景気の回復も緩慢なものに止まると想定されることなどを勘案すると、企業収益の持ち直しも緩やかなペースとなることが予想される。また、企業収益の先行きをみる上で、このところの労働分配率上昇は注意点となる（第8図）。通常、労働分配（家計所得）の増加は個人消費等の拡大に繋がるが、前述したような労働供給の拡大が進展しない場合には、急激な需給逼迫と賃金の急加速による労働コスト増大が企業収益を圧迫し、雇用の失速や設備投資の抑制に結びつく可能性もある。先行き、労働市場の改善に伴う労働分配の拡大と企業収益回復のバランスが保たれるか、目配りしておく必要があるだろう。

第7図：産業別の名目総付加価値



第8図：非金融企業の利益、利払負担と労働分配率

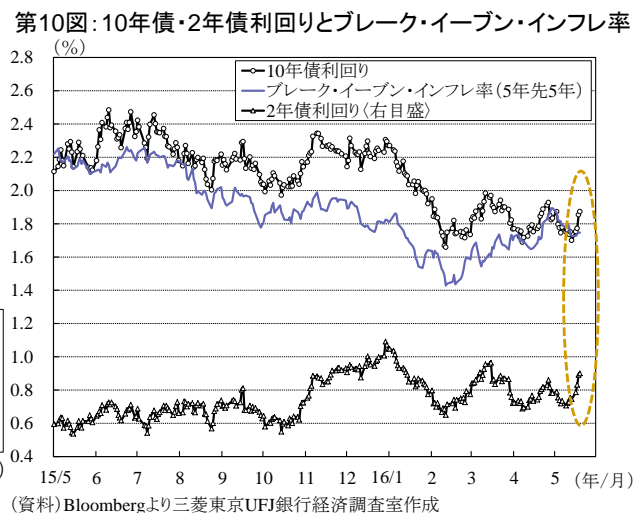
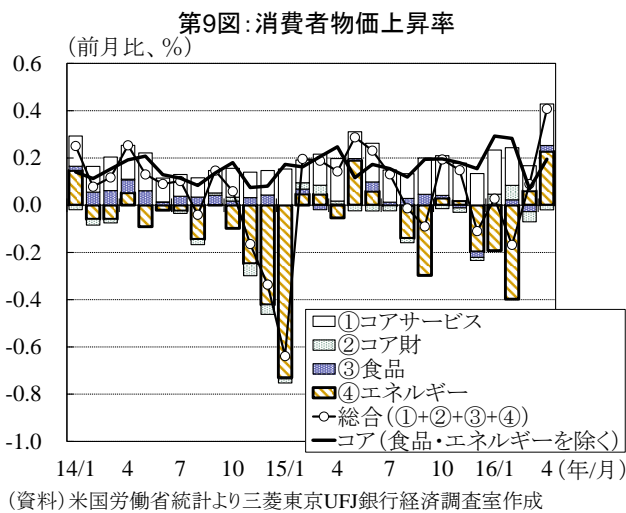


4. 金融政策と長期金利

金融政策を巡る動向では、4月のFOMC議事要旨で、大半の参加者が経済の改善が継続すれば「6月の利上げが適切になる」との見解を示していたことが明らかとなった。それを受けて市場参加者の利上げ観測が再び高まっている。FRBは昨年12月の利上げ実施以降、海外経済の動向や金融環境に対するリスク認識を強め、計3回のFOMCでは利上げ実施を見送ってきたが、足元ではそのスタンスが大きく変化してきているといえる。この変化には、①先述したように雇用環境の改善が堅調に進んでいること、②インフレ率およびインフレ期待を押し下げていた原油安に反転の動きが確認され、物価上昇率が緩やかな

がら加速基調にあること（第9図）、③年初来の金融市場の動揺が落ち着いてきたこと、の大きく3点が影響している。中でも①②についてはFRBのデュアル・マンデート（2つの使命）が確りと果たされているという点でFOMC参加者の強気な姿勢を支えている。こうした状況を踏まえると、年内2回の利上げを見込み、次回の利上げは早ければ6月にも実施されるとみている。但し、6月の英国のEU離脱の是非を問う国民投票を巡り金融市場に混乱の兆しが生じる場合は利上げ延期もありえよう。

長期金利は、2月中旬に一時1.6%台まで低下し、その後も2%割れの推移が続いているが、足元、利上げ観測の高まりを受けて上昇してきている（第10図）。今後もFRBが利上げスタンスを維持する中で、長期金利は上昇傾向が続くと予想される。但し、原油価格が当面低位で推移し、ドル高基調も変わらないとみられるため、インフレへの下押し影響は今後も残り、利上げペースも緩やかに止まると予想されること、主要国・地域の金融政策が緩和状態にある中で米国債への需要も根強いとみられることなどから、先行き、長期金利の上昇は緩やかなものに止まろう。



(玉城 重人)

米国経済・金融見通し

見通し

	2014				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	1~3			
1. 実体経済																
実質GDP（前期比年率、%）	▲ 0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	2.0	1.4	0.8	2.4	2.9	2.6	2.4	2.4	1.9	2.4
個人消費	1.3	3.8	3.5	4.3	1.8	3.6	3.0	2.4	1.9	2.9	2.6	2.5	2.5	3.1	2.6	2.5
住宅投資	▲ 2.8	10.4	3.4	10.0	10.1	9.3	8.2	10.1	17.1	6.5	6.4	6.3	5.5	8.9	10.1	5.5
設備投資	8.3	4.4	9.0	0.7	1.6	4.1	2.6	▲ 2.1	▲ 6.2	2.8	5.8	5.2	4.5	2.8	0.1	4.5
在庫投資（寄与度）	▲ 1.3	1.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.9	0.0	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	0.2	▲ 0.2	▲ 0.0
政府支出	0.0	1.2	1.8	▲ 1.4	▲ 0.1	2.6	1.8	0.1	1.2	1.0	0.9	0.8	0.6	0.7	1.1	0.7
純輸出（寄与度）	▲ 1.4	▲ 0.2	0.4	▲ 0.9	▲ 1.9	0.2	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.2
輸出	▲ 6.7	9.8	1.8	5.4	▲ 6.0	5.1	0.7	▲ 2.0	▲ 2.0	2.9	2.6	2.7	2.9	1.1	0.5	2.9
輸入	2.8	9.6	▲ 0.8	10.3	7.1	3.0	2.3	▲ 0.7	▲ 0.2	2.7	3.1	3.5	3.6	4.9	1.4	3.4
国内民間最終需要	2.2	4.2	4.3	3.9	2.0	3.9	3.1	2.0	1.2	3.0	3.3	3.1	3.0	3.3	2.5	2.9
名目GDP（前期比年率、%）	0.6	6.9	6.0	2.2	0.8	6.1	3.3	2.3	1.4	4.2	4.6	4.3	4.3	3.5	3.2	4.3
鉱工業生産（前期比年率、%）	2.2	5.5	2.5	3.7	▲ 1.9	▲ 2.7	1.5	▲ 3.3	▲ 1.6	1.9	3.5	2.9	2.6	0.3	▲ 0.1	2.5
失業率（%）	6.7	6.2	6.1	5.7	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	5.0	4.9	4.9	4.8	5.3	4.9	4.7
生産者物価（前年比、%）	1.6	2.8	2.5	0.8	▲ 3.2	▲ 3.3	▲ 3.3	▲ 3.4	▲ 1.7	▲ 1.9	▲ 1.2	0.3	2.4	▲ 3.3	▲ 1.1	2.1
消費者物価（前年比、%）	1.4	2.1	1.8	1.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.5	1.1	1.2	1.4	1.9	2.6	0.1	1.4	2.4
2. 国際収支																
貿易収支（億ドル）	▲ 1,843	▲ 1,881	▲ 1,831	▲ 1,860	▲ 1,922	▲ 1,893	▲ 1,905	▲ 1,873	▲ 1,869	▲ 1,960	▲ 1,995	▲ 2,000	▲ 2,006	▲ 7,593	▲ 7,824	▲ 8,035
経常収支（億ドル）	▲ 964	▲ 920	▲ 979	▲ 1,031	▲ 1,180	▲ 1,108	▲ 1,299	▲ 1,253	▲ 1,099	▲ 1,185	▲ 1,215	▲ 1,220	▲ 1,222	▲ 4,841	▲ 4,719	▲ 4,876
3. 金融																
FFレート誘導目標（%）	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.25-0.50	0.25-0.50	0.50-0.75	0.50-0.75	0.75-1.00	0.75-1.00	0.25-0.50	0.75-1.00	1.25-1.50
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	0.8	1.0	1.0	1.2	0.3	0.9	1.4
10年物国債利回り（%）	2.8	2.6	2.5	2.3	2.0	2.2	2.2	2.2	1.9	1.9	2.0	2.2	2.3	2.1	2.0	2.4

(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 竹島 慎吾 shingo_takeshima@mufg.jp
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。