

米国経済の見通し

～景気拡大を財政政策がさらに後押しし、高めの成長が続く公算～

1. 米国経済の概況

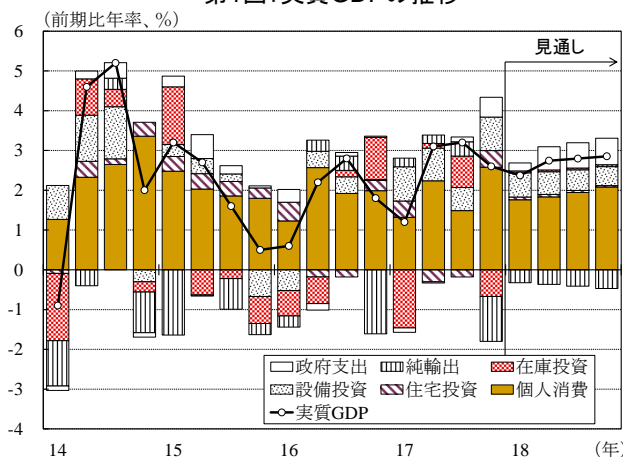
2017 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.6%と高めの水準を維持した（第 1 図）。中でも個人消費（同+3.8%）と設備投資（同+6.8%）が加速し、国内民間最終需要は同+4.6%と 2014 年 7-9 月期以来の伸びとなった。

2018 年入り後も、ISM 製造業指数が 2011 年以来の高水準で推移し、鉱工業生産も増加を続けるなど（第 2 図）、企業の生産活動は拡大基調にある。金融市場では、2 月初旬に株価が一時大きく下落する場面がみられたものの、足元では徐々に値を戻しており、過熱気味だった株価の水準調整という側面が強かった模様である。2 月のミシガン大消費者信頼感指数（調査期間：1 月 31 日～2 月 14 日）は前月比で上昇、高水準を維持しており、今回の株価下落が個人消費などの拡大に水を差す懸念は小さい。

景気はこの先、拡大ペースを徐々に速めていく見込みである。個人消費に関しては、賃金の加速が緩やかに止まるなかでも、雇用者数が労働参加率の上昇を伴いつつ伸びることによって家計所得の増加が続き、支出の拡大を支える構図が維持されるとみられる。国内需要の高まりや世界的な景気の拡大を受け、設備投資や輸出も緩やかに増加を続ける見通しである。大規模な減税と連邦支出拡大による景気浮揚効果も加わるため、2018 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.7%に加速（2017 年：同+2.3%）すると予想される。

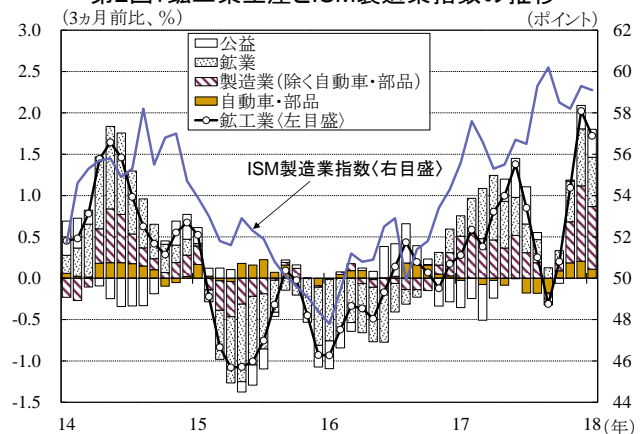
リスク要因としては、拡張的な財政政策の影響で景気が過熱し、インフレが高進することが挙げられよう。その場合、急激な金融引き締めを余儀なくされ、景気の変調を招く可能性がある。また、トランプ政権下で通商政策が過度に保護主義化するリスクについても引き続き注意を払う必要がある。とりわけ NAFTA 再交渉の行方や 4 月中旬までに決定される国家安全保障に基づく鉄鋼・アルミに対する輸入制限措置の実施有無が注目される。

第1図: 実質GDPの推移



(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2図: 鉱工業生産とISM製造業指数の推移



(注)『鉱工業生産』は、3ヵ月移動平均値。

(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 見通し上のキーポイント

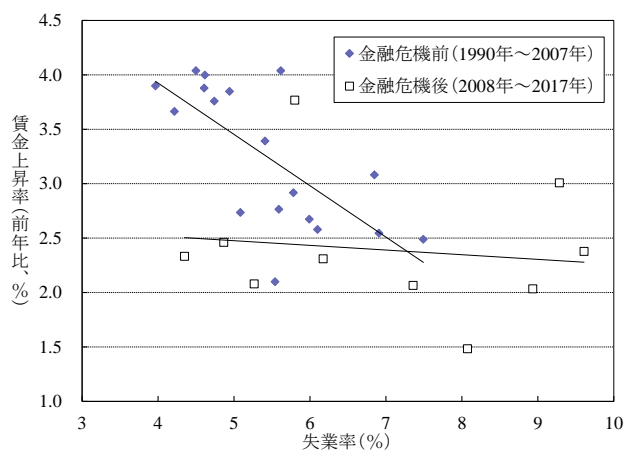
(1) 賃金と物価の動向

1月の雇用統計で賃金上昇率が前年比+2.9%に加速したことを受け、市場ではインフレ高進のリスクが意識され、長期金利の上昇と前述の株価下落に繋がった。もっとも、今回の賃金加速は、悪天候の影響による労働時間の減少がもたらした一時的な動きである可能性が高い。雇用統計では、時間当たり平均賃金は総賃金を平均労働時間で除して算出されるが、1月の週平均労働時間は景気が好調に推移しているにもかかわらず比較的大きく減少していたためである。

失業率と賃金上昇率の関係を示すフィリップス曲線を見ると、金融危機後に曲線が下方にシフトするとともに、傾斜も緩やかになっている（第3図）。曲線の下方シフトは労働需給の引き締め度合いが同じ場合の賃金上昇率が切り下がっていること、傾斜のフラット化は労働需給が引き締まっても賃金が加速し難くなっていることを示唆しているが、こうした曲線の変化の背景には、労働生産性の鈍化や成長期待・インフレ期待の低下等があるとみられる。この先、景気拡大に伴い失業率の低下は続くものの、賃金上昇率の加速は年率3%程度までの限定的なものとなる可能性が高い。

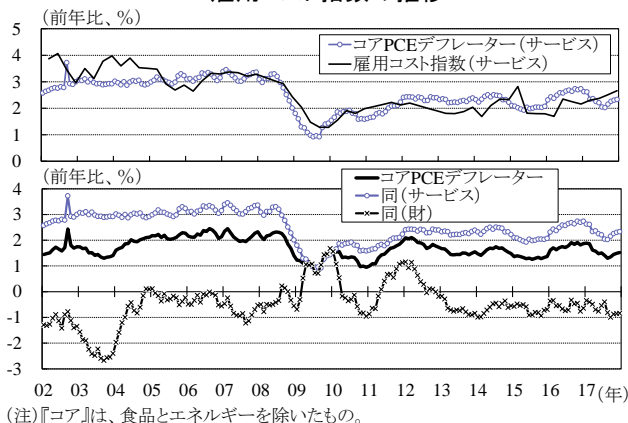
賃金とサービス価格の連動性は高く、また、インフレの基調はサービス価格（食品・エネルギーを除くコア指数の7割強を占める）の変動に左右され易い（第4図）。インフレ率は、賃金の緩やかな上昇と昨年来の物価弱含みの要因となっていた通信費等の影響の一巡につれて徐々に高まっていくとみられるが、FRBが急ピッチでの利上げを迫られる程に加速する可能性は小さいと考えられる。

第3図：フィリップス曲線



(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4図：コアPCE(個人消費支出)デフレーターと雇用コスト指数の推移



(注)『コア』は、食品とエネルギーを除いたもの。

(資料) 米国商務省、労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 財政政策による景気押し上げ効果

昨年12月に税制改革法が成立し、10年間で1.5兆ドル規模の減税が実施される運びとなった。減税は、個人消費や設備投資の増加を通じて成長率を押し上げるとみられる。減税規模は2019会計年度(2018年10月~2019年9月)にかけて拡大する建て付けになっ

ており、2018年には実質 GDP 成長率を+0.4%ポイント程度押し上げると想定される。これに加え、2月9日には超党派の予算合意が成立し、2018、2019会計年度の歳出上限を合計3千億ドル程度引き上げることや、政府の債務上限を2019年3月まで凍結することが決まった。具体的な歳出法案は3月23日までに成立する見通しだが、議会予算局は、2018会計年度に407億ドル、2019会計年度に1,615億ドルそれぞれ歳出が追加的に拡大すると試算している。政府支出の拡大は、2018年の実質 GDP 成長率を+0.2%ポイント程度押し上げると見込まれる。

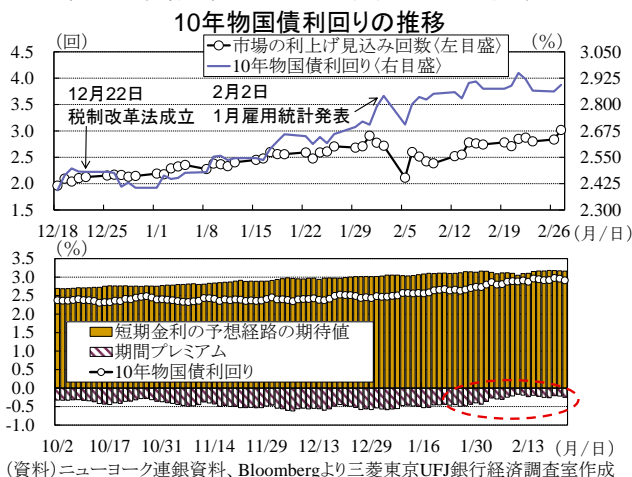
なお、景気拡大期間が既に長期に亘り供給余力が縮小しつつある中で拡張的な財政政策が採られることは、政権が忌避する貿易赤字の拡大に繋がる可能性もあり、通商政策の保護主義化のリスクを高め得る点には留意が必要である。

3. 金融政策と長期金利

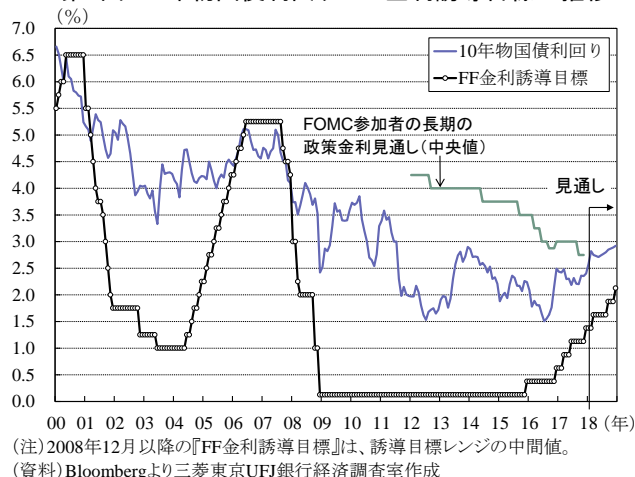
長期金利は昨年後半以降、上昇基調にある。これまでの長期金利上昇は、概ねFRBによるこの先の利上げを市場が織り込んだ結果であったとみられるが、2月に入ってからこうした動きと乖離して上昇している（第5図）。これは、市場にインフレ懸念が広まったことに加え、パウエル氏がFRB議長に就任するタイミングであったこともあり、今後の金融政策に対する不確実性が高まったことが要因だと考えられる。今後、3月20～21日に開催されるFOMCなどを通じてパウエル議長下の金融政策方針（利上げペースとその到達点など）が明らかとなり、また賃金やインフレの基調が改めて確認されるに従い、こうした不確実性は徐々に低下していくと考えられる。

今年の利上げペースは、前述の通りインフレ率の加速が限定的となる見通しであることから、引き続き年3回程度の緩やかなものになると予想する（第6図）。長期金利の上昇についても、潜在成長率や基調的なインフレ率が低下しているとみられる中では、抑制されたペースになると見込まれる。

第5図：市場が見込む2018年中の利上げ回数と



第6図：10年物国債利回りと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、%）	0.6	2.2	2.8	1.8	1.2	3.1	3.2	2.6	2.4	2.7	2.8	2.9	1.5	2.3	2.7
個人消費	1.8	3.8	2.8	2.9	1.9	3.3	2.2	3.8	2.5	2.6	2.8	3.0	2.7	2.7	2.9
住宅投資	13.4	▲ 4.7	▲ 4.5	7.1	11.1	▲ 7.3	▲ 4.7	11.6	2.0	1.8	1.5	1.0	5.5	1.7	2.1
設備投資	▲ 4.0	3.3	3.4	0.2	7.2	6.7	4.7	6.8	4.5	4.2	3.8	3.5	▲ 0.6	4.7	4.9
在庫投資（寄与度）	▲ 0.6	▲ 0.7	0.2	1.1	▲ 1.5	0.1	0.8	▲ 0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.4	▲ 0.1	0.0
政府支出	1.8	▲ 0.9	0.5	0.2	▲ 0.6	▲ 0.2	0.7	3.0	1.2	3.5	3.8	4.0	0.8	0.1	2.3
純輸出（寄与度）	▲ 0.3	0.3	0.4	▲ 1.6	0.2	0.2	0.4	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.4
輸出	▲ 2.6	2.8	6.4	▲ 3.8	7.3	3.5	2.1	6.9	3.5	3.2	3.0	2.7	▲ 0.3	3.4	3.8
輸入	▲ 0.2	0.4	2.7	8.1	4.3	1.5	▲ 0.7	13.9	4.7	4.7	4.8	4.9	1.3	3.9	5.5
国内民間最終需要	1.3	3.4	2.6	2.7	3.1	3.3	2.3	4.6	2.8	2.9	2.9	3.0	2.3	3.0	3.1
名目GDP（前期比年率、%）	0.8	4.7	4.2	3.8	3.3	4.1	5.3	5.0	4.4	4.5	4.9	5.1	2.8	4.1	4.7
鉱工業生産（前期比年率、%）	▲ 1.3	▲ 0.7	0.8	0.7	1.5	5.6	▲ 1.3	8.2	2.7	3.7	3.8	4.0	▲ 1.2	2.0	3.8
失業率（%）	4.9	4.9	4.9	4.7	4.7	4.3	4.3	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	4.9	4.4	3.9
生産者物価（前年比、%）	0.0	0.1	0.2	1.4	2.0	2.2	2.4	2.8	2.6	2.4	2.1	2.0	0.4	2.3	2.3
消費者物価（前年比、%）	1.1	1.0	1.1	1.8	2.6	1.9	2.0	2.1	2.2	2.4	2.2	2.2	1.3	2.1	2.3
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,876	▲ 1,864	▲ 1,834	▲ 1,951	▲ 2,004	▲ 2,013	▲ 1,951	▲ 2,133	▲ 2,088	▲ 2,143	▲ 2,199	▲ 2,264	▲ 7,525	▲ 8,100	▲ 8,695
経常収支（億ドル）	▲ 1,192	▲ 1,082	▲ 1,103	▲ 1,140	▲ 1,135	▲ 1,244	▲ 1,006	▲ 1,281	▲ 1,223	▲ 1,265	▲ 1,307	▲ 1,359	▲ 4,517	▲ 4,666	▲ 5,155
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	1.50-1.75	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	1.3	1.5	1.8	1.9	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	2.2	2.4	2.7	2.7	2.8	2.9	1.8	2.3	2.8

(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、宜しくご申し上げます。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います。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。