

米国経済の見通し

～高めの成長率を当面維持、金融環境は徐々に景気中立的に～

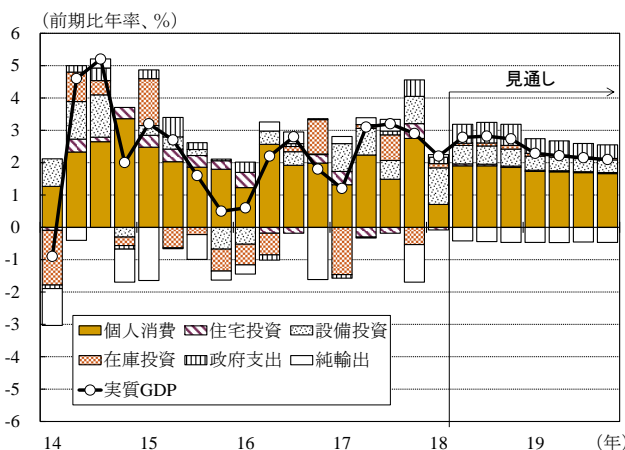
1. 米国経済の概況

1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.2%と、前期の同+2.9%から鈍化した（第 1 図）。設備投資は同+9.2%と高い伸びを示した一方、個人消費が同+1.0%と伸び率を大きく縮小させたことが主因である。もっとも、個人消費の減速は昨年 10-12 月期の高い伸びからの反動という側面が強い。4 月のコア小売売上高（除くガソリン、自動車、建材）は足元で持ち直しているほか（第 2 図）、個人消費を支える雇用環境の改善も継続しており、個人消費の増加基調は維持されているとみられる。

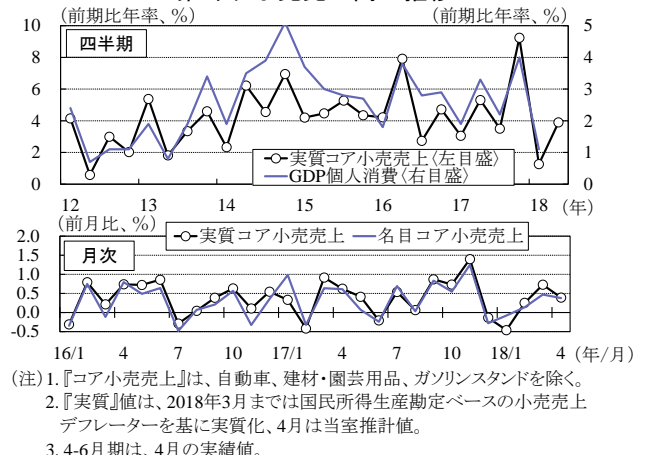
この先、労働市場が完全雇用の状態に近づく中で雇用者数の増加ペースは徐々に鈍化するものの、賃金が前年比+3%程度まで緩やかに加速することで家計所得は同+4%台の増加が続き、個人消費の拡大を支える構図は維持されるとみられる。国内需要の高まりや海外経済の拡大を受け、設備投資や輸出も緩やかに増加を続ける公算が大きい。景気は成熟度合いを高めており、趨勢的には潜在成長率並の拡大ペースに収斂していくとみられるものの、短期的には大規模な減税と連邦支出拡大による景気浮揚効果が高めの成長を支えよう。金融政策では、金利が景気に中立的な水準に近づいているとみられる中、FRB による利上げはより慎重に進められると予想する。

リスク要因としては、トランプ政権による通商政策の行方に注目が必要である。米中貿易戦争のリスクは、中国が米国からの輸入を拡大することを柱とする合意に達したことから一先ず低下しているが、貿易赤字削減についての具体策の決定はこれからであり、再び緊張が高まる可能性は残っている。加えて、トランプ大統領は自動車・同部品に関し、通商拡大法 232 条に基づく調査を商務省に指示した。自動車・同部品は財輸入全体の 15%を占める最大の輸入品目であり、仮に大規模な関税賦課となれば国内外への影響は甚大となろう。

第1図：需要項目別にみた実質GDPの推移



第2図：小売売上高の推移



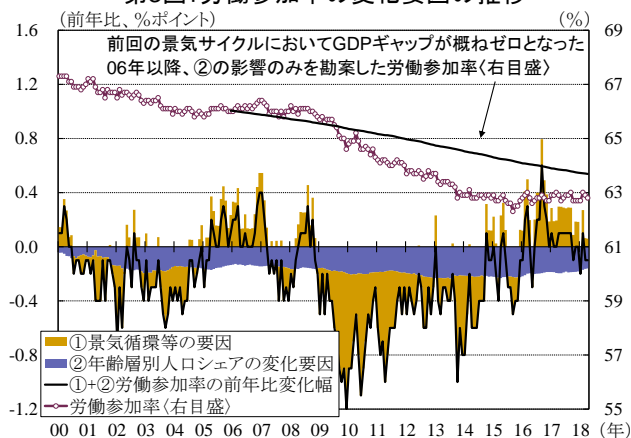
2. 見通し上のキーポイント

(1) 成熟度を増す米国景気

現在の景気拡大局面は5月で107ヵ月に達し、景気は成熟度を増していると考えられる。議会予算局の試算では足元で負の需給ギャップ（需要－供給）は概ね解消したが、他方で、後述するように民間部門における顕著な債務拡大の動きは観察されず、このまま景気が過熱していく勢いもない。この先、財政政策による景気浮揚効果を除けば、実質GDP成長率は徐々に前年比+2%弱とみられる潜在的な成長ペースに落ち着いていく公算が大きい。

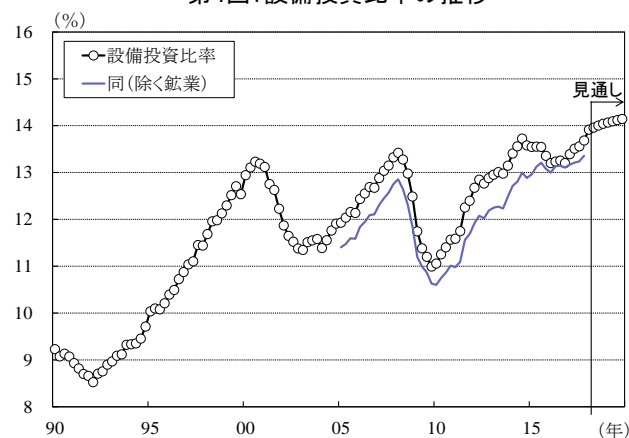
具体的にみていくと、労働供給面では4月の失業率は3.9%と17年ぶりの低水準となっている。労働参加率には、人口動態（年齢層別人口シェアの変化）の影響を勘案しても上昇余地は残っているとみられるが（第3図）、労働市場が完全雇用に近いことは確かであろう。足元で前月比+20万人ペースで増加している雇用者数は、今後、人口動態から計算されるネットの新規労働市場参入者数である同+11万人程度の増加ペースに徐々に収斂していく見通しである。また、設備投資が実質GDPに占める割合（設備投資比率）はこれまでの景気サイクル上のピークと比較しても高めの水準に達している（第4図）。設備投資は需要の拡大であると同時に供給力の拡大でもある。設備投資比率の上昇は、設備投資が他の需要項目の拡大ペースを超えて増加を続けてきたことを意味しており、今後も高い伸びを続けた場合、過剰投資となる可能性が高まろう。減税等を背景に企業の収益見通しは改善しているとみられるため追加的に設備投資を押し上げることはあろうが、この先の上昇余地は限られるものと考えられる。

第3図：労働参加率の変化要因の推移



(注)『人口』の統計断層を調整したベース。
(資料)米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図：設備投資比率の推移



(注)『設備投資比率』は、実質設備投資を実質GDPで除したものの。
(資料)米国商務省統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2) 原油価格上昇の景気への影響は総じて限定的

原油価格は、米国によるイラン核合意破棄等を受け一時1バレル70ドルを越す水準まで上昇した。原油価格の上昇はガソリン等の値上がりを通じ、個人消費の重石となり得る。もともと、エネルギー消費が個人消費に占める割合は趨勢的に低下しており、原油価格が前年比で約30%上昇（2018年の当室見通し）したとしても、個人消費の減少を通じた実

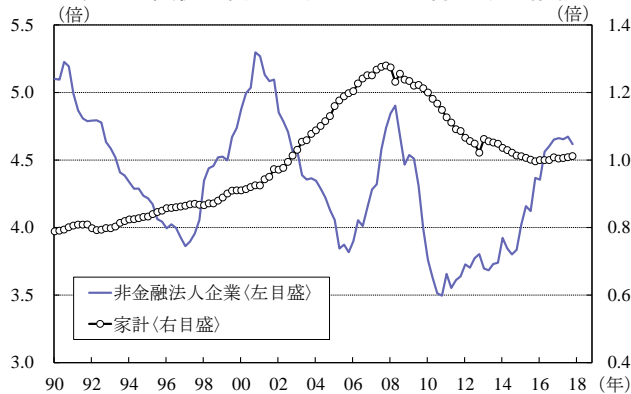
質 GDP 成長率の押し下げ効果は▲0.2%ポイント程度に止まろう。一方で、原油価格上昇は鉱業の設備投資増加を通じ景気にプラスともなり得る。同様に前年比+30%の原油価格上昇による影響を試算すると、鉱業設備投資の増加は実質 GDP 成長率を+0.2%程度押し上げる。総じてみると、原油価格の上昇が景気に与える影響は限定的なものとなる。

3. 金融政策と長期金利

イタリアの政局不安を発端に金融市場は足元でややボラタイルとなっているが、10年物国債利回りは高値圏にあり、3%近傍で推移している。要因としては、財政赤字拡大に伴う国債需給の緩和が意識されたことのほか、景気の堅調や油価の上昇を受けて市場がこの先の利上げについて織り込みを加速させたことが挙げられる。10年債利回りが3%を越える場面では、今年は3回程度、来年については2回程度の利上げが織り込まれていた。

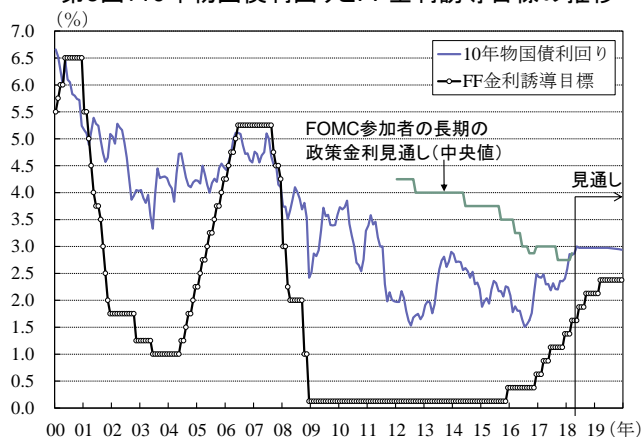
もともと、潜在成長率が趨勢的に低下しているとみられる中では、景気に中立的な金利（自然利子率）も切り下がっていると考えられ、足元の金利が徐々にその水準に近づきつつあるとみられる点には留意が必要である。失業率と賃金の関係を示すフィリップス曲線がフラット化している中、金融政策の効果を測る上では、物価のみならず、金利変動がダイレクトに影響を与えるクレジット環境にも注目する必要がある。有利子負債残高の対総可処分所得比率の推移を確認すると、家計部門では金融危機後のバランスシート調整以降安定的に推移しており、過熱感はみられない（第5図）。また、企業部門では2017年以降上昇が頭打ちとなっており、足元では低下に転じている。FRBによる銀行融資担当者を対象とした調査も、家計・企業の借入需要が減少していることを示唆する内容となっている。これまでの利上げの累積により、金融環境の緩和度合いは相応に調整が進んでいるとみられる。こうした状況を踏まえれば、FRBはこの先、景気を過度に減速させぬよう利上げをより慎重に進める公算が大きく、利上げ回数としては3月に実施された分も含め今年が3回、来年は1回を予想する（第6図）。長期金利は、市場参加者が来年の利上げについての予想見直しを余儀なくされる中で、頭打ち感が次第に強まる展開が想定される。

第5図：家計と非金融法人企業における有利子負債残高の対総可処分所得比率の推移



(注)『非金融法人企業』の総可処分所得は、総貯蓄と同義。
(資料)FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図：10年物国債利回りと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)FRB資料、Bloomberg等より三菱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

	2017				2018				2019				2017年	2018年	2019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、%）	1.2	3.1	3.2	2.9	2.2	2.8	2.8	2.7	2.3	2.2	2.1	2.1	2.3	2.7	2.4
個人消費	1.9	3.3	2.2	4.0	1.0	2.8	2.8	2.7	2.5	2.5	2.4	2.4	2.8	2.5	2.6
住宅投資	11.1	▲ 7.3	▲ 4.7	12.8	▲ 2.0	1.8	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	1.8	1.3	1.2
設備投資	7.2	6.7	4.7	6.8	9.2	4.2	4.1	3.8	3.1	3.0	2.9	2.8	4.7	6.1	3.4
在庫投資（寄与度）	▲ 1.5	0.1	0.8	▲ 0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.1	0.1	0.1
政府支出	▲ 0.6	▲ 0.2	0.7	3.0	1.1	3.5	3.8	3.9	2.7	2.6	2.5	2.5	0.1	2.3	3.1
純輸出（寄与度）	0.2	0.2	0.4	▲ 1.2	0.1	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.5
輸出	7.3	3.5	2.1	7.0	4.2	3.0	3.0	2.7	2.6	2.5	2.4	2.2	3.4	3.9	2.6
輸入	4.3	1.5	▲ 0.7	14.1	2.8	4.9	5.0	4.9	4.8	4.7	4.5	4.4	4.0	5.1	4.8
国内民間最終需要	3.1	3.3	2.3	4.8	2.2	2.9	2.9	2.8	2.5	2.5	2.5	2.4	3.0	3.0	2.6
名目GDP（前期比年率、%）	3.3	4.1	5.3	5.3	4.2	4.7	4.9	5.0	4.8	5.1	4.3	4.1	4.1	4.8	4.8
鉱工業生産（前期比年率、%）	1.0	5.0	▲ 1.5	7.7	2.3	3.7	3.8	4.0	3.9	3.7	3.3	2.6	1.6	3.5	3.7
失業率（%）	4.7	4.3	4.3	4.1	4.1	3.9	3.8	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6	4.4	3.9	4.8
生産者物価（前年比、%）	2.0	2.2	2.4	2.8	2.8	2.4	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	2.3	2.3	2.0
消費者物価（前年比、%）	2.6	1.9	2.0	2.1	2.3	2.5	2.7	2.4	2.3	2.2	2.0	2.0	2.1	2.5	2.1
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 2,004	▲ 2,013	▲ 1,953	▲ 2,143	▲ 2,232	▲ 2,389	▲ 2,495	▲ 2,579	▲ 2,642	▲ 2,696	▲ 2,740	▲ 2,784	▲ 8,112	▲ 9,694	▲ 9,794
経常収支（億ドル）	▲ 1,129	▲ 1,237	▲ 1,015	▲ 1,282	▲ 1,358	▲ 1,502	▲ 1,595	▲ 1,665	▲ 1,715	▲ 1,755	▲ 1,784	▲ 1,814	▲ 4,662	▲ 6,119	▲ 6,169
3. 金融															
FFレート誘導目標（%）	0.75-1.00	1.00-1.25	1.00-1.25	1.25-1.50	1.50-1.75	1.75-2.00	2.00-2.25	2.00-2.25	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	1.25-1.50	2.00-2.25	2.25-2.50
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	1.1	1.2	1.3	1.5	1.9	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6	2.5	2.5	1.3	2.3	2.6
10年物国債利回り（%）	2.4	2.3	2.2	2.4	2.8	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.3	2.9	3.0

(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UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱 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。