

米国経済の見通し

～この先の成長率は鈍化も、景気は堅調な拡大を続ける見通し～

1. 米国経済の概況

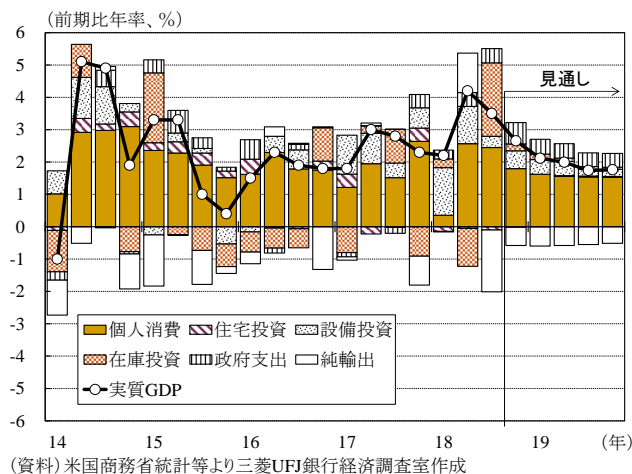
7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.5%と、前期（同+4.2%）に続き高めの水準を維持した（第 1 図）。GDP のおよそ 7 割を占める個人消費が同+3.6%と強い伸びを続けて成長を牽引し、景気の基調は底堅いことが改めて確認された。もともと、輸出（同▲4.4%）が対中向け輸出の駆け込みがあった前期からの反動等で減少するなど、各経済主体の行動が米中貿易摩擦に影響されている姿が見て取れるほか、金利上昇を背景に住宅投資（同▲2.6%）のマイナスが続くなど、この先の景気展開における懸念も示唆する内容といえる。実際、景気を取引するといわれる株価動向をみると、10 月以降、金利上昇や米中貿易摩擦激化を嫌気して大きく下落する局面が続くなど景気減速を意識させる不安定な動きとなっている。

したがって、来年にかけての景気見通しにおいては、足元の懸念材料が来年に掛けて更に顕在化し、景気失速にまで繋がるのか、あるいは緩やかな減速で踏み止まり、2009 年 6 月を底に始まった今次景気回復局面が 90 年代の景気拡大期間最長記録（120 ヶ月）を超えて続くのかが一つの焦点となる。この点、まず家計部門をみると、金利上昇に伴う住宅投資の停滞やそれに伴う一部耐久財消費の頭打ち感はみられるものの、後述の通りバランスシート調整を伴う大規模なものとなる兆候は乏しい。むしろ、歴史的な水準にまで低下した失業率に代表されるような労働市場のタイト化や追加的に拡大する所得減税額、米中貿易戦争や株式市場の動揺にも関わらず強気を維持する消費者マインド等を勘案すると（第 2 図）、雇用・可処分所得・マインド面いずれからみても GDP の最大項目である個人消費は底堅く推移することが予想されよう。企業部門では、エネルギー部門の投資活動回復に一服感がみられることに加え、法人減税のインパクトが薄れていくことから、設備投資や在庫投資に幾分のスピード調整が観察されるだろうが、先述の通り堅調な個人消費を背景に底堅い拡大が続くものとみられる。輸出については、対中貿易戦争の展開やその影響には十分留意が必要となるものの、海外経済と歩調を合わせ緩やかな増勢は維持し得よう。したがって、景気は若干減速しつつも拡大基調を維持し、2019 年 7 月には戦後最長の景気拡大期間の記録を更新する可能性が高い。こうしたなか金融政策は、今暫く「正常化」の一環としての利上げが継続される見込みだが、既に FRB 内でも政策金利が景気に中立的な水準に接近していることは意識され始めており、来年半ばには利上げ局面が終了すると予想する。

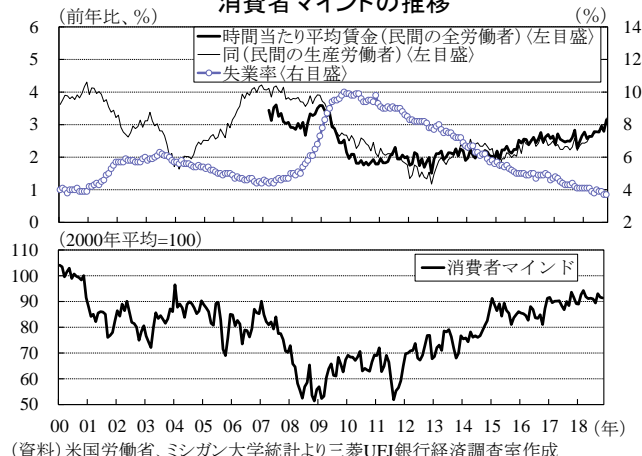
リスク要因としては、トランプ政権による通商政策が更に尖鋭化するなどして現時点では予期できぬマイナスの影響を内外経済にもたらす可能性のほか、これまでの利上げの累積が前述の通商摩擦等何らかの外的ショックと相俟って民間部門の支出を抑制し、更には

脆弱なセクターを中心にバランスシート調整を招く懸念が挙げられる。前者は、あまりにも非伝統的なトランプ政権の通商政策の波及効果が読み切れないことに伴うリスク、後者は過去の景気後退において、FRBによる金融引き締めが先行するケースがほとんどであったという経験則に基づくリスク認識である。

第1図：需要項目別にみた実質GDPの推移



第2図：時間当たり平均賃金と失業率、消費者マインドの推移



2. 見通し上のキーポイント

(1) 中間選挙後のトランプ政権の政策展望

11月6日の中間選挙では、民主党が下院で過半数を獲得し、2年ぶりにねじれ議会となった。異例なまでに注目度の高まる中間選挙となる中、投票率上昇が民主党にやや有利に作用した格好となったが、上院では共和党が過半数を維持したばかりか議席の上積みも実現したため、「トランプ政権に対し有権者が一定のブレーキをかけた」とみるか「トランプ政権への支持が根強いことが確認された」とみるかは微妙なところであろう。

この先の経済政策への示唆を考えると、下院多数派が民主党になっても海外からみて最も関心の高い通商政策については概ね不変と考えられる。そもそも、大統領は通商分野に関し議会の同意を要しない広範な権限を持っているとされており、民主党が共和党より自由貿易主義的というわけでもない。今回の中間選挙においては通商政策が全国レベルの争点になったわけでもなく、トランプ政権からすると現在の通商政策が国民の「強い賛成」とまでは言えないにせよ、概ね「理解」を得たという程度の認識を固めたとしても不思議ではない。特に現在の米中摩擦激化の背景には、知的財産権保護や強制的な技術移転、ひいては米中間の地政学的な覇権を巡る争いが見え隠れしていることを鑑みれば、早期の摩擦解消は困難であろう。今後、トランプ大統領は中国からの輸入品全量に25%の関税を賦課するまでに至る可能性があるが、その場合は、中国の対抗措置による影響もあわせ、米国の経済成長率を▲0.3%ポイント程度押し下げ得る。もっとも、政策対応という点でも、インフラ投資等の財政刺激や金融緩和等政策総動員の様相を呈している中国と比べると、輸出依存度の低い米国にはまだ余裕があるとみるべきだろう。

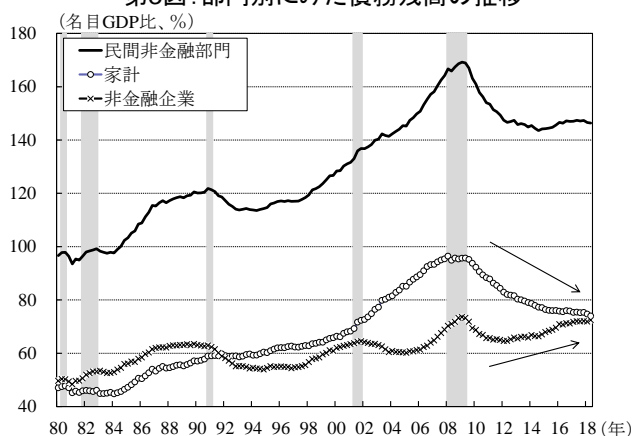
一方、議会の勢力図が大きく影響する財政政策については、追加減税など民主党が賛成しない政策の実現可能性は、ねじれ議会となるなかで大きく低下した。インフラ投資については、トランプ大統領と民主党は拡大を目指す方針では一致しているものの、財政支出の金額規模や財源で大きな隔たりがある。結論的には、景気を明確に押し上げるような新たな財政政策は想定し難いとみるべきであろう。

(2) 注意を要する企業債務の拡大

FRB が利上げを続ける中、金融環境の緩和度合いは縮小しており、金利感応セクターにおける需要への直接的抑制効果のみならず、民間各部門のバランスシートへの影響にも目配りが必要である。この点、部門別の債務残高対名目 GDP 比率をみると、金融危機の切っ掛けとなった家計部門の住宅ローンは危機前の水準を依然明確に下回っており、非金融法人部門を含めた民間部門全体として、著しい不均衡はみられない（第3図）。

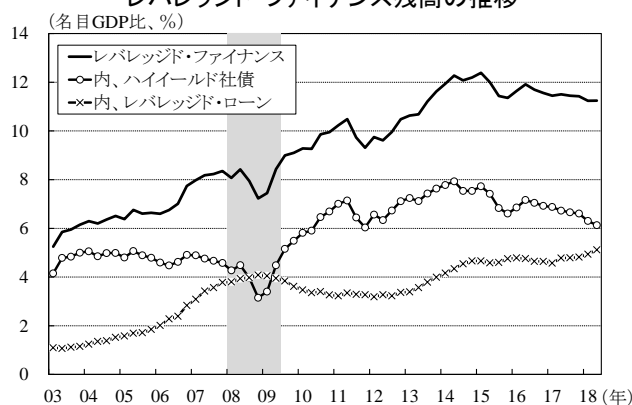
但し、非金融法人部門の中では、低格付け企業向けのレバレッジド・ファイナンス（ハイールド社債とレバレッジド・ローンの合計）の対名目 GDP 比率が危機前の水準を上回っており、高利回り志向の高まりや貸出競争の強まりから低信用度先へのファイナンスが拡大している様子が窺える（第4図）。特にレバレッジド・ローンは、4-6月期に前年比+12.9%と高い伸びを続けており、FRB も 11 月から公表を始めた『金融安定報告』（今後は年 2 回のペースで公表）にて、最近の高リスク融資拡大とその背景にある融資基準の劣化に言及している。利上げの累積的な影響で利払い負担の増加と景気の減速が同時進行し、低信用度先の経営が急速に悪化することになれば、金融機関財務に一定の悪影響を及ぼし、クレジットサイクルの局面変化に繋がるリスクには留意する必要があるだろう。

第3図：部門別にみた債務残高の推移



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料) 米国商務省、FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図：非金融企業部門の
レバレッジド・ファイナンス残高の推移



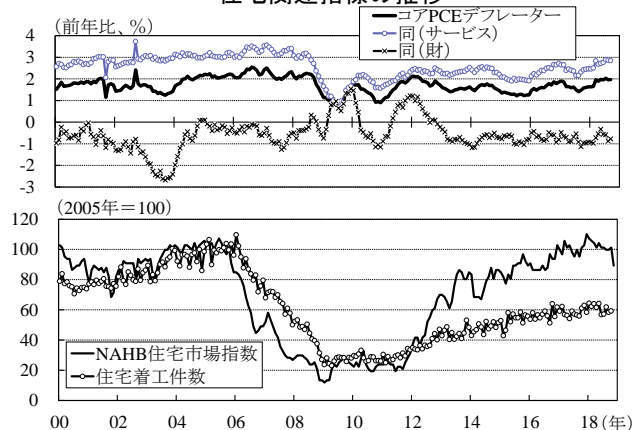
(注) 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料) 米国商務省統計、BIS資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融政策と長期金利

景気・物価に中立的な政策金利水準が 3%前後を目線として議論されているなか、現実の政策金利（現時点で FF 金利誘導目標は 2.00~2.25%）はそれに近づいているとみられ、

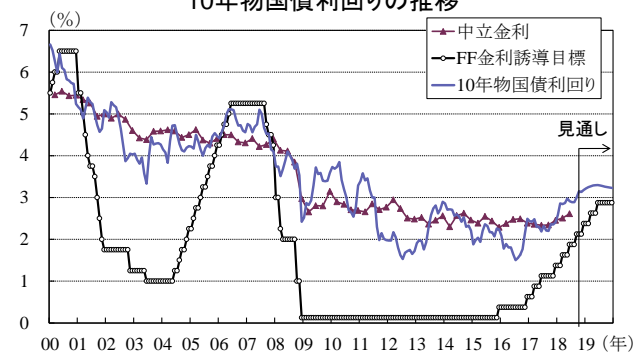
利上げ局面の終了が視野に入ってきている。こうした中、FOMC 参加者は「利上げはデータ次第」とのスタンスをより強めている。物価が前年比+2%前後で安定的に推移し上昇ペース加速の兆候はみられない一方で、住宅業者のマインドを示す NAHB 住宅市場指数は 11 月に大きく低下するなど住宅市場は軟化してきており（第 5 図）、これまでの累積的な利上げ効果が徐々に景気に影響を及ぼしつつあることは確かであろう。この先、景気がこれまでの高成長から徐々に減速するとみられる中で、FRB は利上げ判断をより慎重化していくと考えられる。政策金利はこの先 3 回利上げが実施されたところで概ね中立金利に達したと判断され、その後は当面様子見に転じるものと予想する（第 6 図）。市場参加者は既に 2.2 回程度の追加利上げについて織り込み済みであることから、10 年物国債利回りについてもこの先の上昇は限られ、3%をやや上回る水準で頭打ちとなる公算が大きい。

第5図:個人消費支出(PCE)デフレーターと住宅関連指標の推移



(資料)米国商務省、全米住宅建設業者協会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図:米国の中立金利とFF金利誘導目標、10年物国債利回りの推移



(注) 1. 『中立金利』は、ニューヨーク連銀が公表するHLWモデルに基づく実質均衡金利の推計値に、FRBが目標とするインフレ率(2.0%)を加えたもの。

2. 2018年12月以降の『FF金利誘導目標』は、誘導目標レンジの中央値。

(資料)FRB、商務省、ニューヨーク連銀資料より三菱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、%）	1.8	3.0	2.8	2.3	2.2	4.2	3.5	2.7	2.1	2.0	1.7	1.8	2.2	2.9	2.4
個人消費	1.8	2.9	2.2	3.9	0.5	3.8	3.6	2.6	2.4	2.3	2.2	2.2	2.5	2.6	2.6
住宅投資	11.1	▲ 5.5	▲ 0.5	11.1	▲ 3.4	▲ 1.3	▲ 2.6	▲ 0.5	▲ 0.2	0.8	1.0	1.0	3.3	0.1	▲ 0.2
設備投資	9.6	7.3	3.4	4.8	11.5	8.7	2.5	3.8	3.1	3.0	1.4	1.5	5.3	6.8	3.2
在庫投資（寄与度）	▲ 0.8	0.2	1.0	▲ 0.9	0.3	▲ 1.2	2.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	0.1	0.4
政府支出	▲ 0.8	0.0	▲ 1.0	2.4	1.5	2.5	2.6	3.9	2.7	2.6	2.5	2.5	▲ 0.1	1.7	2.8
純輸出（寄与度）	▲ 0.1	0.1	0.0	▲ 0.9	▲ 0.0	1.2	▲ 1.9	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.7
輸出	5.0	3.6	3.5	6.6	3.6	9.3	▲ 4.4	2.5	1.8	1.5	1.2	1.1	3.0	4.1	1.4
輸入	4.8	2.5	2.8	11.8	3.0	▲ 0.6	9.2	4.9	4.5	4.2	3.8	3.5	4.6	4.7	4.6
国内民間最終需要	3.3	3.2	2.3	4.3	2.1	4.4	3.2	2.7	2.4	2.3	2.0	2.0	3.0	3.2	2.6
名目GDP（前期比年率、%）	3.9	4.2	4.8	5.1	4.3	7.6	5.0	5.5	4.7	4.3	3.9	3.8	4.2	5.3	4.8
鉱工業生産（前期比年率、%）	1.0	5.0	▲ 1.5	7.7	2.5	5.3	4.7	3.2	1.8	1.4	0.7	0.7	1.6	4.0	2.4
失業率（%）	4.7	4.3	4.3	4.1	4.1	3.9	3.8	3.7	3.7	3.6	3.6	3.5	4.4	3.9	3.6
生産者物価（前年比、%）	2.0	2.2	2.4	2.8	2.8	3.0	2.9	2.5	2.4	2.1	2.2	2.2	2.3	2.8	2.2
消費者物価（前年比、%）	2.6	1.9	2.0	2.1	2.3	2.6	2.6	2.4	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.5	2.1
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,983	▲ 1,999	▲ 1,968	▲ 2,124	▲ 2,208	▲ 2,032	▲ 2,287	▲ 2,402	▲ 2,496	▲ 2,570	▲ 2,614	▲ 2,659	▲ 8,075	▲ 8,928	▲ 9,028
経常収支（億ドル）	▲ 1,077	▲ 1,218	▲ 1,034	▲ 1,161	▲ 1,217	▲ 1,015	▲ 1,250	▲ 1,346	▲ 1,422	▲ 1,479	▲ 1,507	▲ 1,535	▲ 4,491	▲ 4,827	▲ 4,877
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	2.25-2.50	2.50-2.75	2.75-3.00	2.75-3.00	2.75-3.00	1.25-1.50	2.25-2.50	2.75-3.00
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	1.1	1.2	1.3	1.5	1.9	2.3	2.3	2.5	2.7	3.0	3.1	3.0	1.3	2.3	2.9
10年物国債利回り（%）	2.4	2.3	2.2	2.4	2.8	2.9	2.9	3.2	3.2	3.3	3.3	3.2	2.3	2.9	3.3

(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。