

米国経済の見通し

～雇用拡大と堅調な企業収益が緩やかな景気拡大をサポート～

1. 米国経済の概況

2018 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.6%と、前期（同+3.4%）から勢いを緩めながらも底堅い成長を続けた。需要項目別にみると、12 月単月の小売売上高が急減したことから弱めの数字が予想されていた個人消費が、四半期でみると自動車を中心とする耐久財消費の拡大もあり同+2.8%と堅調に推移したほか、設備投資も知的財産投資の増加等を背景に同+6.2%と伸びを加速させた。他方、昨年 12 月 22 日から今年 1 月 25 日まで続いた政府機関の一部閉鎖の影響から政府支出（同+0.4%）の伸びが大きく鈍化したほか、住宅投資（同▲3.5%）は引き続き弱含んでいる。

先行きに対する不透明感を強めていた米中通商協議に関しては、トランプ大統領が 3 月 1 日としていた交渉期限の延期を表明しており、交渉はそれなりに進展している模様だ。今後、関税率が追加的に引き上げられる可能性は低下したと言え、米中間の「貿易摩擦」の激化懸念は和らいでいる。もちろん、「知的財産権保護」や「強制的な技術移転」等を巡る問題の方が短期的に解決するとは考え難く、米中対立の長期化は避けられないとみられるが、現状程度の関税負担であれば米国景気への影響は限定的であろう。また、報復関税応酬のエスカレーションが避けられそうなことは、今後予定されている日本や EU との通商交渉においても決定的な対立は避けられる可能性が高いことを示唆している。

この先、労働市場の改善継続を背景に個人所得の拡大が続く中、個人消費は底堅さを維持する公算が大きい。企業収益も伸びを鈍化させつつも堅調に推移し、雇用の拡大と設備投資の増加を支えよう。財政政策による押し上げ効果が減衰していく中でこれまでのような高い成長は望めないものの、2%弱とみられる潜在成長率程度の拡大ペースが維持される見通しである（第 1 図）。政策・政治面の不透明感は燻り続けるものの、金融市場が落ち着きを保ち、実体経済の底堅さが確認されれば、様子見姿勢に転じた FRB も再び利上げの可能性を探る展開になると予想する。

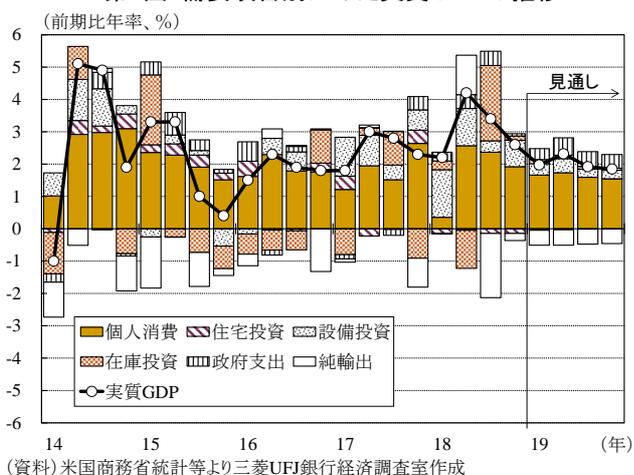
2. 見通し上のキーポイント

(1) 拡大を続ける個人所得を背景に堅調さを保つ個人消費

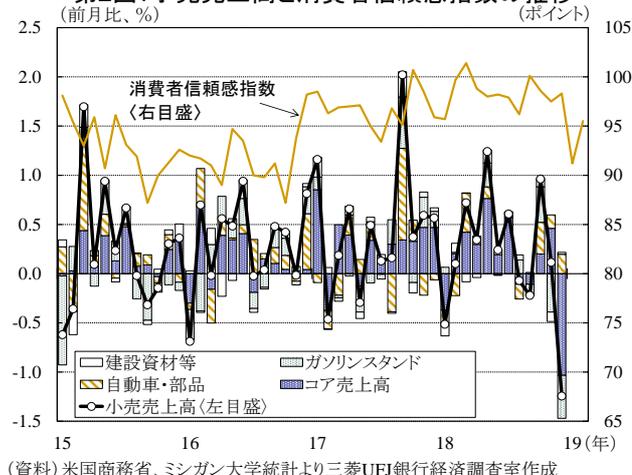
12 月の小売売上高は前月比▲1.2%と大方の予想に反して急減したが（第 2 図）、これは昨年終盤の株価下落や政府閉鎖、消費者マインドの悪化等によるものと考えられる。既に株価・マインドは持ち直しているほか、消費を支える所得については雇用者増加数の面でも賃金上昇率の面でも改善が続いている点を踏まえると、小売売上高の落ち込みは一時的なものに止まる可能性が高い。

雇用面では、1月の非農業部門雇用者数は前月比+30.4万人と強い伸びを示した。直近3ヵ月の平均でも同+24.1万人と2017年平均の同+17.9万人、2018年平均の同+22.3万人を超えて推移しており、景気回復期間が長期に及ぶ中でも雇用者数の伸びに鈍化はみられない。求人率でみる企業の採用意欲は引き続き強く、この先は流石にペースダウンをしつつも雇用者数の増加自体は続く見込みである。また、労働市場の改善が続く中、賃金上昇率も前年比+3%を越えて推移している。中小企業の賃金引き上げ計画等からは、この先も緩やかな賃金上昇が続くことが示唆される。雇用者数の増加と賃金の上昇により、個人所得は同+4%程度での増加が続く公算が高く、個人消費を堅調に支える展開となろう。

第1図：需要項目別にみた実質GDPの推移



第2図：小売売上高と消費者信頼感指数の推移



（2）底堅さを維持する企業収益

企業収益は昨年を通して高い伸びを続けてきたが、これまでの累積的な利上げの効果や人件費の上昇、米中貿易摩擦等による先行き不透明感の高まり等から、先行きについては懸念が広がっている。実際、法人減税のインパクトが薄れていくに従い、この先の企業収益の伸びが鈍化していくことは避けられないと見込まれる。もともと、景気後退の切っ掛けとなるほどに悪化する可能性は依然小さいと考えられる。

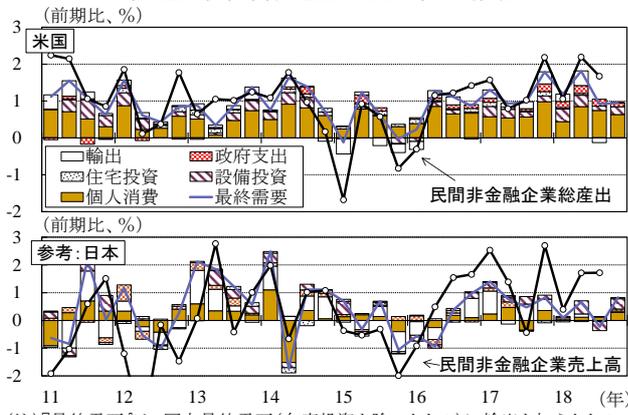
まず、企業の売上高は、上述の通り個人消費の拡大継続が見込まれる中、底堅さを維持する可能性が大きい。売上高は最終需要（ここでは、国内最終需要（在庫投資を除いたもの）に輸出を加えたものと定義）と概ね連動するが、米国の最終需要は個人消費の動きに大きく左右される（第3図。対して、日本は輸出の影響が大きい）。

また収益率の面でも、過去に比べ安定度が高まっている。非金融法人企業の税引き後利益について、前回景気拡大局面（2002年1-3月期～2007年10-12月期）の最後の2年間と足元の2年間（2016年7-9月期～2018年7-9月期）を比較すると、人件費による下押し圧力は概ね同程度である一方で、商品市況の安定や原油の自給化を受け付加価値率が高水準で安定的に推移していることに加え、低金利・低債務により利払い負担が軽いこと、そして法人減税により税負担が抑制されていること等が収益力を高めている（第4図）。

堅調な企業収益を背景に、企業の設備投資意欲は高めの水準が維持されている。足元で

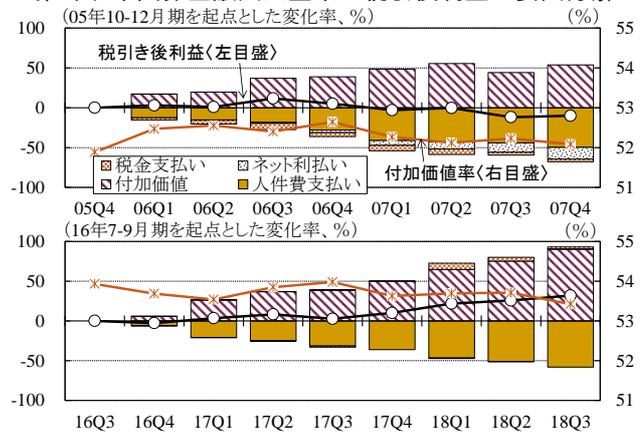
は設備投資の先行指標である資本財受注が弱含んでいるものの、一時的な下振れの範囲内とみられ、設備投資の腰折れは回避されるとみられる。企業収益と雇用者所得、設備投資の緩やかな拡大並存が継続する蓋然性は相応にあると考えて良いだろう。

第3図：最終需要と企業売上高の推移



(注)『最終需要』は、国内最終需要(在庫投資を除いたもの)に輸出を加えたもの。いずれも名目値。
(資料)米商務省、内閣府、商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図：米国非金融法人企業の税引後利益の要因分解



(注)『付加価値率』は、付加価値額を産出額で除したもの。民間非金融部門。
(資料)米商務省より三菱UFJ銀行経済調査室作成

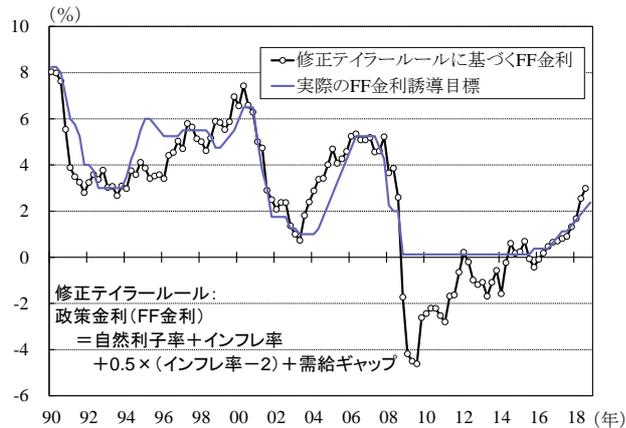
3. 金融政策と長期金利

FRB は昨年 12 月以降、ハト派姿勢を強めている。1 月の FOMC 声明文では、政策金利の緩やかな引き上げを続ける姿勢への言及が削除され、様子見に転じた。FOMC 参加者の景気現状認識は概ね不変であり、この先も景気拡大の継続を見込んでいるなかで利上げの停止／資産縮小の早期終了へと金融政策が大きく転換したのは、インフレの加速がみられないことに加え、海外経済の減速懸念や株価を始めとする金融市場の動揺を FRB が重視したため、「データ次第」との面が強まっている。

もっとも、「データ次第」とは二つの意味において利上げサイクルの終了を必ずしも意味しまい。一つは、まさに「データ次第」であるだけに、景気や金融市場が落ち着きを取り戻せば FRB の判断も変わるということである。この点、昨年 12 月末にかけ大きく下落した株価は、足元で下落前の水準を回復しており、市場のボラティリティも低下している。この先、金融市場が落ち着きを保ち、実体経済の底堅さが確認できれば、FRB は再び利上げのタイミングを探ることとなる。もう一つは「データ次第」と言いつつも、FRB がモデルによる判断を完全に放棄したとは考えにくいことである。この点、テイラールールをベースに自然利子率の変動を加味した金融政策ルール（修正テイラールール）に基づけば、適切な FF 金利水準は 3%程度と試算され、現在の FF 金利は依然緩和的との評価になる（第 5 図）。実際、FF 金利は FOMC 参加者が想定する中立金利レンジ（2.5%～3.5%）の下限に達したに過ぎない。

雇用を中心とする景気の底堅さを踏まえれば、修正テイラールールが示す水準、また、FOMC 参加者が想定する中立金利レンジの中央値まであと 2 回程度の利上げは可能とみられ、利上げが再開する中で長期金利も 3%程度までは上昇する余地があろう（第 6 図）。

第5図：修正テイラールールに基づくFF金利の推移



(資料) 米国商務省、FRB、ニューヨーク連銀統計、米国議会予算局資料より
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央値。
(資料) Bloomberg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	3.4	2.6	2.0	2.3	1.9	1.8	2.2	2.9	2.4
個人消費	1.8	2.9	2.2	3.9	0.5	3.8	3.5	2.8	2.4	2.5	2.3	2.2	2.5	2.6	2.7
住宅投資	11.1	▲ 5.5	▲ 0.5	11.1	▲ 3.4	▲ 1.3	▲ 3.6	▲ 3.5	▲ 1.4	▲ 0.8	▲ 0.3	0.2	3.3	▲ 0.2	▲ 1.7
設備投資	9.6	7.3	3.4	4.8	11.5	8.7	2.5	6.2	2.4	3.0	1.7	1.8	5.3	7.0	3.5
在庫投資（寄与度）	▲ 0.8	0.2	1.0	▲ 0.9	0.3	▲ 1.2	2.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.3
政府支出	▲ 0.8	0.0	▲ 1.0	2.4	1.5	2.5	2.6	0.4	2.0	3.2	2.7	2.5	▲ 0.1	1.5	2.1
純輸出（寄与度）	▲ 0.1	0.1	0.0	▲ 0.9	▲ 0.0	1.2	▲ 2.0	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.6
輸出	5.0	3.6	3.5	6.6	3.6	9.3	▲ 4.9	1.6	1.9	2.2	2.1	1.9	3.0	3.9	1.5
輸入	4.8	2.5	2.8	11.8	3.0	▲ 0.6	9.3	2.7	3.9	4.2	4.0	3.8	4.6	4.6	4.1
国内民間最終需要	3.3	3.2	2.3	4.3	2.1	4.4	3.1	3.1	2.3	2.5	2.1	2.1	3.0	3.2	2.7
名目GDP（前期比年率、%）	3.9	4.2	4.8	5.1	4.3	7.6	4.9	4.6	4.2	4.7	4.1	3.9	4.2	5.2	4.6
鉱工業生産（前期比年率、%）	1.0	5.0	▲ 1.5	7.7	2.5	5.2	4.9	4.6	1.6	2.6	1.5	1.3	1.6	4.1	2.9
失業率（%）	4.6	4.4	4.3	4.1	4.1	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	3.6	3.6	4.4	3.9	3.7
生産者物価（前年比、%）	2.0	2.2	2.4	2.8	2.8	3.0	3.0	2.7	2.4	2.1	2.2	2.2	2.3	2.9	2.2
消費者物価（前年比、%）	2.5	1.9	2.0	2.1	2.2	2.7	2.6	2.2	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.4	2.1
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,983	▲ 1,999	▲ 1,968	▲ 2,124	▲ 2,208	▲ 2,031	▲ 2,270	▲ 2,280	▲ 2,374	▲ 2,448	▲ 2,493	▲ 2,537	▲ 8,075	▲ 8,788	▲ 8,888
経常収支（億ドル）	▲ 1,077	▲ 1,218	▲ 1,034	▲ 1,161	▲ 1,217	▲ 1,012	▲ 1,248	▲ 1,239	▲ 1,316	▲ 1,373	▲ 1,401	▲ 1,429	▲ 4,491	▲ 4,717	▲ 4,767
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	2.25-2.50	2.50-2.75	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	2.6	2.7	2.8	3.0	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	3.0	2.7	2.9	3.0	3.0	2.3	2.9	2.9

(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。