

米国経済の見通し

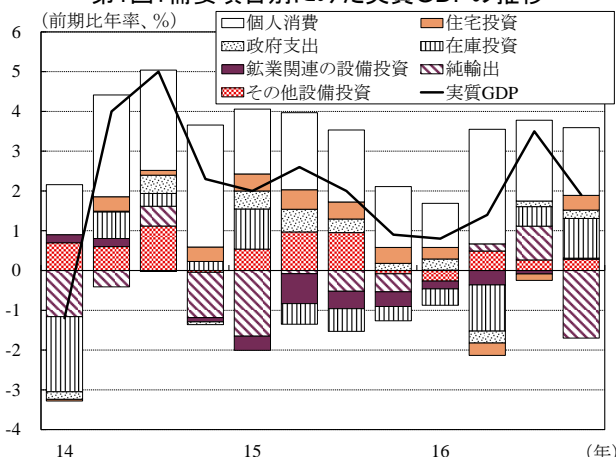
～政策の先行きに不透明感は残るも、景気は緩やかな回復を維持～

1. 景気の現状

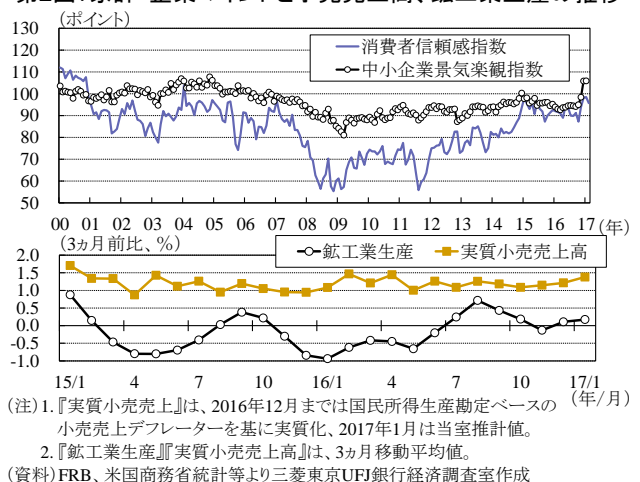
昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.9%と前期（同+3.5%）から減速した（第 1 図）。需要項目別にみると、個人消費は同+2.5%と伸びは鈍化したものの堅調な増加を続け成長を支えている。また、設備投資が小幅ながら増加し、住宅投資も 3 四半期ぶりにプラスに転じるなど、国内需要は総じて堅調に推移していることが示された。前期からの成長率の下振れは、一時的な輸出増加の反動や堅調な内需による輸入の増加などを背景とした純輸出の大幅なマイナス寄与による影響が大きく、総じてみると景気は緩やかな回復基調を辿っているといえる。

11 月の大統領選挙以降、市場ではトランプ政権の拡張的な財政政策への期待などから、金利・株価が上昇し、ドル高が進展した。こうしたトランプ政権への期待や金融市場の好転を受けて企業・家計のマインドも大きく改善している（第 2 図）。ミシガン大消費者信頼感指数は大統領選挙前から、金融危機前の平均（2005 年～2007 年：87.1 ポイント）を超えて高めの水準が続いていたが、1 月には 98.5 ポイントと 2004 年以来の高さまで上昇し、足元でも高い水準を維持している。また、12 月の中小企業景気楽観指数は前月比+7.4 ポイントと 1980 年 7 月以来の大幅な上げ幅となった。一方、小売売上高や鉱工業生産といった実体経済を示す指標は改善しているものの、そのペースは緩やかなものに止まっている。マインド指標と実体経済を示す指標の改善度合いの乖離は大きく、マインドの好転は新政権への期待に強く支えられたものであることを示唆している。

第1図：需要項目別にみた実質GDPの推移



第2図：家計・企業マインドと小売売上高、鉱工業生産の推移

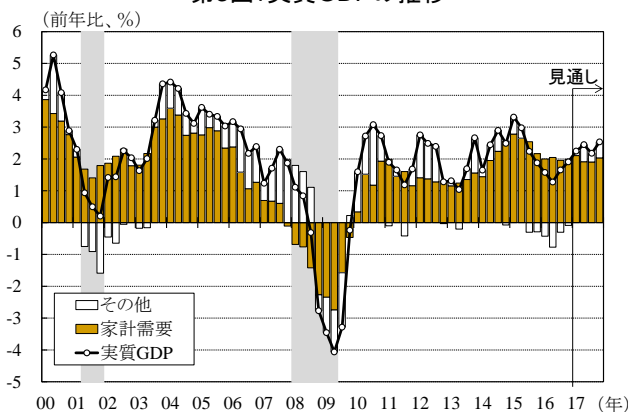


2. 今後の見通し

この先の米国経済を見通す上では、トランプ政権による政策がどのようなものとなるかが引続き鍵となる。重要閣僚の承認が遅れていること等から、政策運営の不透明さはぬぐえないが、今のところは、減税やインフラ投資拡大等の財政政策が一部実施される一方で、極端に保護主義的な通商政策や移民政策は採られないと想定せざるを得ないだろう。こうした前提の下で、向こう1年程度の米国経済を見通した場合、拡張的な財政政策による結果というよりも、景気の循環的な動きを主因に、総じて年率2%強の回復ペースを維持するものと予想される（第3図）。家計部門では、労働需給は引き締まる方向にあるものの、労働参加率が下げ止まる中で、労働市場は過熱するような状況までには至らず、今後もしばらくは労働市場の改善による個人所得の増加が消費の拡大を支える構図が続くとみられる。企業部門では、一昨年から昨年初にかけてのドル高・原油安のマイナス影響が製造業やエネルギー関連産業など一部セクターで一巡したことを受け、輸出や設備投資は緩やかに持ち直していくと見込まれる。金融政策では、潜在成長率が以前より低位に止まるとみられる中では、FRBによる利上げペースは引き続き緩やかなものとなる公算であり、利上げが景気後退の契機となる可能性は小さい。また、拡張的な財政政策が実体経済に直接的に影響を与え始めるのは2017年終盤頃になると想定される。

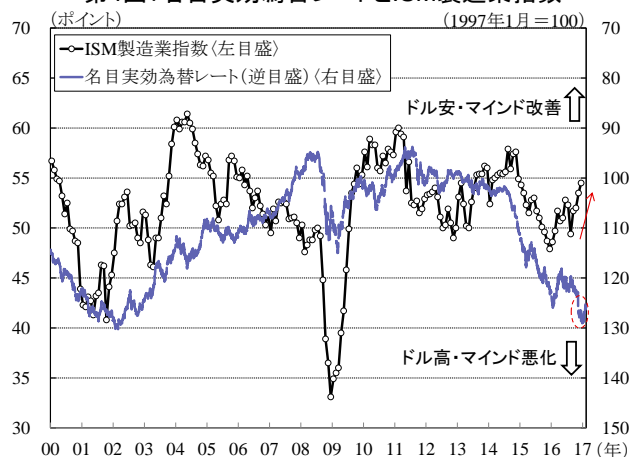
見通しに対するリスク要因もやはりトランプ新政権による政策運営であり、議会対策が機能しない場合やメインの想定に反して極端な政策が追求された場合などである。例えば、移民政策に関する大統領令を巡る問題では、議会民主党とトランプ政権の対立は先鋭化している。上院での共和党の議席数は52と、半数の50議席を僅かに上回るに過ぎず、トランプ政権と共和党による議会運営は磐石とはいえない。3月中旬に到来する連邦債務上限凍結期限を巡る対応が混迷を極める可能性など、政治が停滞するリスクは想定しておく必要がある。加えて、1,100万人ともいわれる不法移民の強制退去やビザ発給要件の大幅な厳格化などの排他的な移民政策、北米自由貿易協定（NAFTA）からの脱退といった極端に保護主義的な通商政策が採られた場合には、実体経済に対する大きな下振れリスクとなり得る。また、足元では落ち着いている金利上昇とドル高進行がこの先も早いペースで続くこととなれば、2014年後半から急激に進んだドル高が製造業を中心に成長の重石となったような事態を招くことも懸念される（第4図）。

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:名目実効為替レートとISM製造業指数



(資料) FRB、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

3. 見通し上のキーポイント

(1) トランプ政権による政策運営

トランプ大統領が就任しておよそ1ヵ月が経過したが、政策に対する不透明感は依然として強い。拡張的な財政政策実施の有無や金額規模に加え、実施時期についても明らかではない。例えば、法人減税に関しては実現までに相応の時間が掛かりそうである。法人税制改革案には、2月末に発表されるとみられる大統領案のほかに、昨年6月に公表された下院共和党案がある。共和党案は、米国企業の国内外の利益すべてに対して課税するもの（居住地主義）から、国内にて販売されたものに対して課税するもの（仕向地主義）へと、税体系を根本から変えるものである（第1表）。大統領案が、選挙期間中に主張していたような、共和党案と大きく異なるものとなれば、財政赤字拡大の問題も含めて議会との調整に長い時間が掛かる。また、共和党案に近いものが出てきたとしても、これだけ大規模な税制改革となれば激変緩和措置を含め企業の対応に相応の期間が必要となることに加え、現状では付加価値税以外では国境を跨ぐ税調整を認めていないWTOルールに抵触する可能性もある。いずれにしろ法人税改革の実施は2018年以降にずれ込む可能性も否定できない。

保護主義的な通商政策が採られることへの警戒感も根強いが、実際には極端な政策を採ったとしてもその経済合理性は極めて乏しいと考えられる。製造業を含む第二次産業における就業者一人当たりGDP（就業者一人が生み出す総付加価値）を比較すると、メキシコは米国の約5分の1、中国は約10分の1と、1970年代初めの日本（約3分の1）よりもその差は大きい（第5図）。一人当たりGDPの差は人件費の差を主に反映していると考えられるが、こうしたコスト差を関税で埋めるには相当な幅の調整が必要であり、現実的ではない。ましてや個別企業に「大統領の要請」を続けることも無理だろう。過去の日米貿易摩擦における交渉経緯を振り返ると、80年代中頃までは、米国は日本からの輸入を制限することで製造業の保護を図ったが、貿易赤字の削減は限定的なものに止まった。結

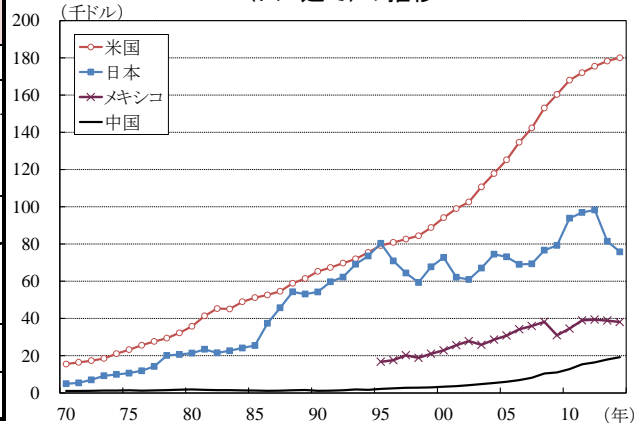
果、80年代後半頃からは日本の市場を開放させ、米国製品の輸出が増加するよう働きかける方向に交渉の舵を切った経緯がある。今後の中国やメキシコとの貿易交渉でも、輸入の制限を図るといふよりは、輸出を増やすことに力点を置いた交渉が進められるのではないかと。

第1表：法人税改革の概要

		現状	トランプ氏案 (選挙期間中の主張)	下院共和党案
最高税率(国税分)		35%	15%	20%
国際課税主義		居住地主義	—	仕向地主義
国境税調整		不要	—	輸出：非課税 国内販売：課税 国内投入：控除 輸入：控除不可
海外子会社 利益への 課税	過去分	米国還流時に 35%課税 (海外税クレジット あり)	10% (現金・現金同等物) 米国還流如何に 関わらず15% (海外税クレジット あり)	8.75% (現金・現金同等物)
	将来分			非課税
投資費用の扱い		減価償却分を 控除	米国内の製造業は 即時・全額控除可	即時・全額控除
利払い費の扱い		控除	上記を選択した場合、 控除不可	控除不可

(資料)各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：第2次産業の就業者1人あたりGDP
(ドル建て)の推移



(資料)UNCTAD、OECD統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 堅調な雇用・所得環境と個人消費

雇用・所得環境は改善が続いている。1月の非農業部門雇用者数は前月比+22.7万人と20万人を超える比較的高い伸びとなった。一方で、賃金上昇率は前年比+2.5%と、昨年12月の同+2.8%から減速した。このところ労働参加率が下げ止まっており(第6図)、こうした動きが雇用者数の拡大余地に繋がる一方で、労働需給の引き締まりを抑制する要因となっていると考えられる。企業の求人意欲も依然として旺盛な中で、賃金インフレを過度に加速させない適度な雇用拡大が可能な状況であり、この先も雇用・所得環境の改善が続くものとみられる。

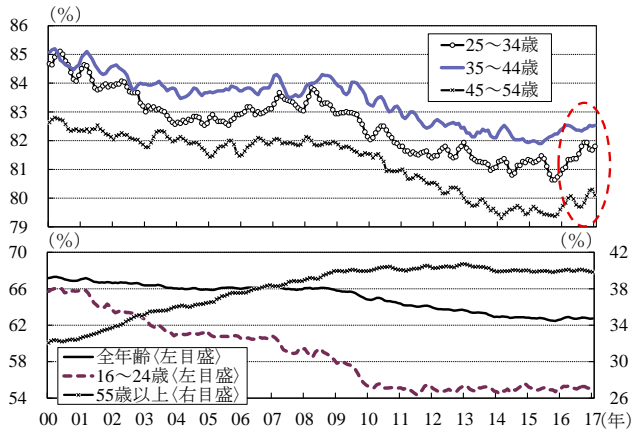
個人所得の拡大を背景に、消費も底堅い動きが続いている。消費者マインドが堅調に推移する中で、家計の消費性向(消費額が可処分所得に占める割合)は金融危機前の水準を回復している。所得の増加が消費の拡大に繋がり易い状況が続いており、先行き、個人消費は緩やかな拡大が続く可能性が高い。

(3) 緩やかな増加が見込まれる設備投資

フィラデルフィア連銀が製造業景況感調査の中で実施している、6ヵ月先の設備投資計画に関するアンケートでは、企業が投資に対し前向きな姿勢を強めていることが示された。調査対象は管轄地区内(ペンシルバニア、ニュージャージー、デラウェアの3州)の製造業に限られているものの、概ねGDPベースの実質設備投資に先行する傾向があり、指数の改善はこの先の設備投資の持ち直しを示唆している。同じく設備投資の先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)も足元で小幅ながら改善している。今後、個人消費を中心

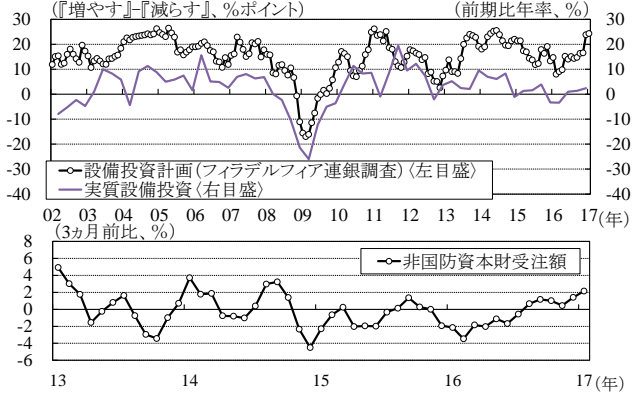
に内需が底堅く推移する中、原油価格下落による影響が一巡した鉱業部門の設備投資も持ち直すことで、設備投資の増加基調は次第に安定したものとなるだろう。

第6図：年齢層別にみた労働参加率の推移



(注) 3ヵ月移動平均値。
(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7図：設備投資計画と実質設備投資、非国防資本財(除く航空機)受注の推移



(注) 『非国防資本財受注額』は3ヵ月移動平均値の3ヵ月前比。
(資料) 米国商務省、フィラデルフィア連銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

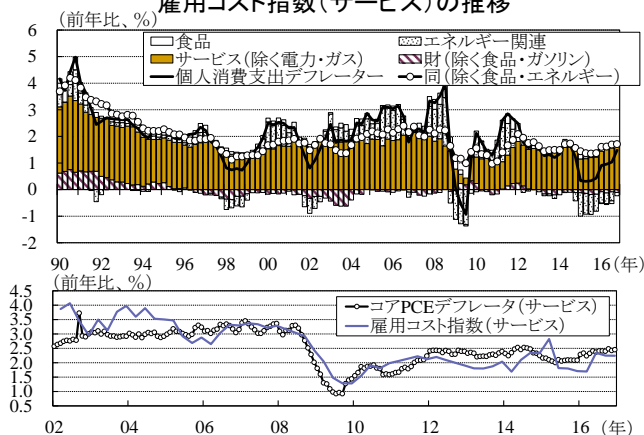
4. 金融政策と長期金利

連邦公開市場委員会 (FOMC) は昨年 12 月に 1 年ぶりとなる利上げを全会一致で決定した。併せて発表された FOMC 参加者による FF 金利 (政策金利) 見通しの中央値は 2017 年末で 1.375% と 9 月時点から 0.25% ポイント上方修正され、利上げ回数で言えば 2017 年は 2 回から 3 回へと引き上げられた。今後、見通しに基づいて実際に利上げペースが速まるのか、3 月利上げの有無に市場の注目が集まっている。

物価の動向をみると、エネルギー・食品を除くコア個人支出 (PCE) デフレーターに加速感は見られない (第 8 図)。賃金の上昇が緩やかなものに止まる中で、サービス業の雇用コスト指数の伸びは横這いで推移しており、それを受けてコア PCE デフレーターの 7 割を占めるサービス価格が安定的に推移していることが背景にある。雇用環境に過熱感がみられず、この先も潜在成長率が以前より低位に止まるとみられる中では、引き続き利上げペースは緩やかなものとなる公算が大きく、2017 年の利上げは引き続き年 2 回を想定している。3 月の FOMC については、トランプ政権の政策に不透明感が残る中で利上げを急ぐ環境にはなく、3 月雇用統計で急激な賃金上昇などが確認されない限り、利上げは見送られるものと予想する。

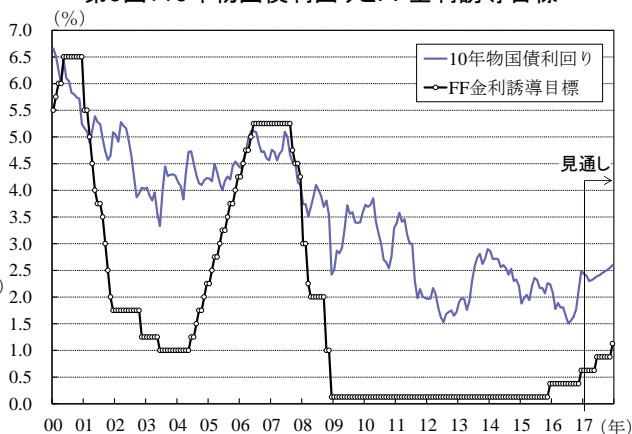
長期金利は大統領選挙の結果を受けて大きく上昇したが、足元では頭打ち気味となっている。市場はトランプ政権の拡張的な財政政策がどの程度実現するのか見極めるフェーズに入ったといえる。利上げペースが緩やかなものとなり、また、主要国・地域で中央銀行が金融緩和政策を続け、金利が低位に抑えられている中では、米国債への需要も根強く、長期金利の上昇ペースは抑制されたものとなるだろう (第 9 図)。

第8図:個人消費支出(PCE)デフレーターと
雇用コスト指数(サービス)の推移



(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

第9図:10年物国債利回りとFF金利誘導目標



(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より三菱東京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→

	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. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、%）	2.0	2.6	2.0	0.9	0.8	1.4	3.5	1.9	2.2	2.2	2.4	3.3	2.6	1.6	2.4
個人消費	2.4	2.9	2.7	2.3	1.6	4.3	3.0	2.5	2.4	2.4	2.5	3.5	3.2	2.7	2.7
住宅投資	13.3	14.9	12.6	11.5	7.8	▲ 7.7	▲ 4.1	10.2	4.4	4.1	3.5	3.2	11.7	4.9	3.3
設備投資	1.3	1.6	3.9	▲ 3.3	▲ 3.4	1.0	1.4	2.4	2.9	3.3	3.8	3.8	2.1	▲ 0.4	2.8
在庫投資（寄与度）	1.0	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 1.2	0.5	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	▲ 0.4	0.2
政府支出	2.6	3.2	1.9	1.0	1.6	▲ 1.7	0.8	1.2	0.6	0.5	0.5	1.5	1.8	0.9	0.6
純輸出（寄与度）	▲ 1.7	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.5	0.0	0.2	0.9	▲ 1.7	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 0.1	▲ 0.3
輸出	▲ 5.8	2.9	▲ 2.8	▲ 2.7	▲ 0.7	1.8	10.0	▲ 4.3	2.9	3.1	3.2	3.5	0.1	0.4	2.4
輸入	5.6	2.9	1.1	0.7	▲ 0.6	0.2	2.2	8.3	3.6	3.7	3.2	3.3	4.6	1.1	4.0
国内民間最終需要	2.6	3.1	3.3	1.7	1.1	3.2	2.4	2.8	2.6	2.6	2.8	3.6	3.3	2.3	2.7
名目GDP（前期比年率、%）	2.1	4.9	3.2	1.8	1.3	3.7	5.0	4.0	4.0	4.1	4.3	5.2	3.7	2.9	4.2
鉱工業生産（前期比年率、%）	▲ 1.9	▲ 2.7	1.5	▲ 3.3	▲ 1.7	▲ 0.8	1.8	▲ 0.6	1.6	1.9	2.5	4.6	0.3	▲ 1.0	1.4
失業率（%）	5.5	5.4	5.1	5.0	4.9	4.9	4.9	4.7	4.8	4.7	4.7	4.7	5.3	4.9	4.7
生産者物価（前年比、%）	▲ 3.2	▲ 3.3	▲ 3.3	▲ 3.4	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 1.3	1.0	2.3	1.9	1.9	2.1	▲ 3.3	▲ 1.0	2.1
消費者物価（前年比、%）	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.5	1.1	1.0	1.1	1.8	2.3	2.4	2.5	2.4	0.1	1.3	2.4
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,935	▲ 1,909	▲ 1,898	▲ 1,884	▲ 1,873	▲ 1,878	▲ 1,787	▲ 1,962	▲ 1,974	▲ 1,980	▲ 1,976	▲ 1,982	▲ 7,626	▲ 7,501	▲ 7,913
経常収支（億ドル）	▲ 1,145	▲ 1,119	▲ 1,231	▲ 1,134	▲ 1,318	▲ 1,183	▲ 1,130	▲ 1,182	▲ 1,191	▲ 1,193	▲ 1,184	▲ 1,186	▲ 4,630	▲ 4,813	▲ 4,754
3. 金融															
FFレート誘導目標（%）	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.50-0.75	0.50-0.75	0.75-1.00	0.75-1.00	1.00-1.25	0.25-0.50	0.50-0.75	1.00-1.25
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4	0.3	0.8	1.2
10年物国債利回り（%）	2.0	2.2	2.2	2.2	1.9	1.8	1.6	2.1	2.4	2.4	2.4	2.6	2.1	1.8	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 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。