

米国経済の見通し

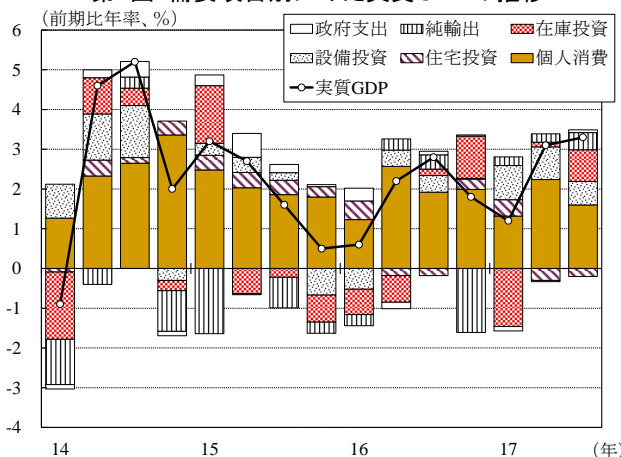
～税制改革の実現は来年に持ち越しも、景気の自律的な拡大は継続～

1. 景気の現状

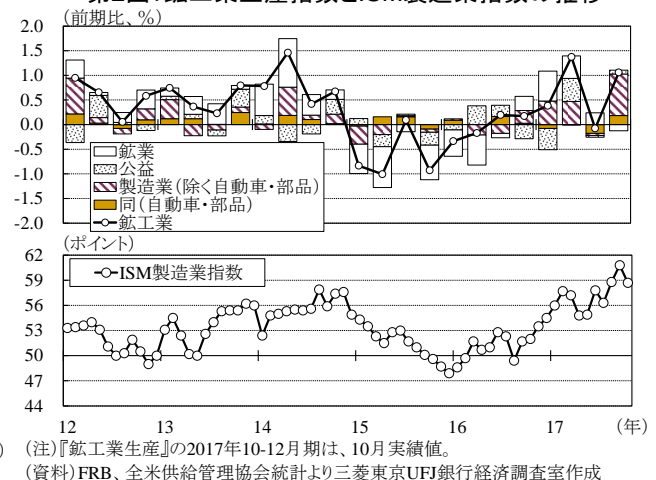
7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.3%と、前期（同+3.1%）に続き高い水準を維持した（第 1 図）。需要項目別にみると、個人消費は同+2.3%、設備投資は同+4.7%と堅調な増加を続けた。また、成長率が高めとなった要因として、在庫投資による押し上げ効果（同+0.8%の寄与度）が挙げられるが、その影響を除いても同+2%台半ばの成長率となる。景気は国内需要を中心とした緩やかな拡大を続けているといえる。

8 月末から 9 月にかけて米国南東部に相次いで大型ハリケーンが上陸したが、下記の通り各種経済指標に様々な形でその影響が現れたものの、景気に変調を及ぼすような事態には至らなかったようだ。例えば、一部のサプライチェーンが分断されたことで鉱工業生産は 7-9 月期に前期比で減少したが（第 2 図）、統計発表元である FRB はそうした影響がなければ増加していたと試算している。実際、鉱工業生産は 10 月に高い伸びを示しており、企業の生産活動は引き続き拡大基調にあることが確認された。製造業の景況感を示す ISM 指数も高い水準で推移しており、こうした見方をサポートしている。また、雇用統計では、9 月の雇用者増加数が大幅に縮小するなど一時的に下振れたが、10 月には反発・増加し、こちらも影響は一時的なものに止まっている模様だ。小売売上高では、買い替え需要による新車販売の増加を背景に 9 月の実績は前月比+1.9%と高い伸びになるなど、早くも復興需要がプラスに寄与している面もある。同様に、復興需要は住宅着工件数の増加にも表れている。総じて、ハリケーン上陸前後の景気状況に大きな変化はみられないといえる。

第1図：需要項目別にみた実質GDPの推移



第2図：鉱工業生産指数とISM製造業指数の推移



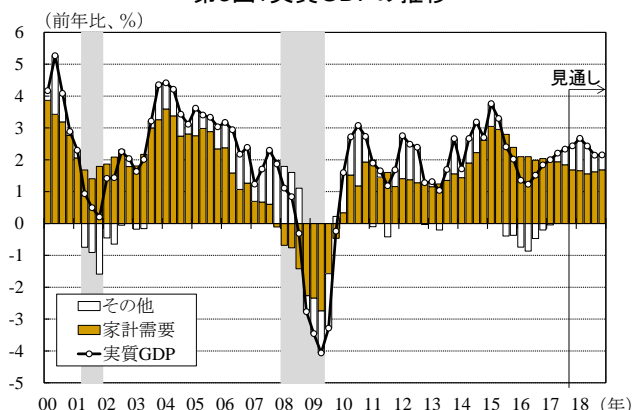
2. 今後の見通し

米国経済はこの先、概ね年率+2%程度の成長ペースを維持するものと予想する（第3図）。家計部門では、賃金の加速が緩やかに止まるなかでも、雇用者数が着実に伸びることで個人所得の増加が続き、消費の拡大を支える構図が維持されるとみられる。企業部門では、国内需要の高まりや世界的な景気の堅調を受け、この先も設備投資や輸出は緩やかに拡大を続けると見込まれる。7-9月期の成長率を押し上げた在庫投資に関しても、在庫循環上は調整局面を終え積み増し局面に移行しつつある段階であり、当面、景気の拡大基調に水を差すような調整が起きる可能性は小さい（第4図）。金融政策では、パウエル次期FRB議長の下でも当面は現在の政策路線が継続される公算が大きく、利上げペースは景気に配慮した緩やかなものとなる見通しである。

政治面に目を向けると、税制改革の実現に向けた審議が進展しているものの、上下両院間で意見の隔たりは大きく、また、12月8日に期限が到来する暫定予算の審議にも時間を割く必要があり、依然として早期成立へのハードルは高い。税制改革の実現は来年に持ち越しになると予想する。加えてNAFTA再交渉の帰趨は更に見通し難い。アメリカ、カナダ、メキシコの3カ国は、当初目標としていた年内妥結を断念し、来年3月を目処に合意することを目指している。一部の項目での交渉進展が報道されてはいるものの、焦点である原産地規則の変更やサンセット条項（5年ごとにNAFTAの継続について3カ国が合意しなければ自動的に失効）の導入といった米国とカナダ・メキシコの意見が対立している項目ではまだ落とし所がみえておらず、米国のNAFTA離脱というリスクシナリオも排除出来ない。また、来年7月のメキシコ大統領選や11月の米国中間選挙といった各国の政治イベントが続く中で交渉が長期化し、企業の投資行動に悪影響を及ぼす可能性もある。

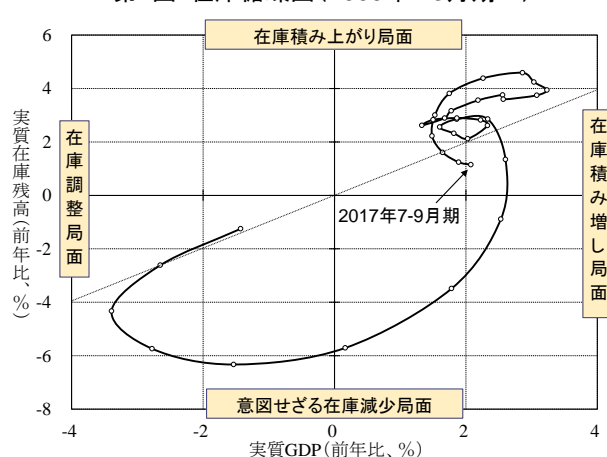
トランプ大統領は、11月5日から14日にかけてアジアを歴訪したが、10日に出席したAPEC総会では改めて、米国の通商交渉において二国間交渉と貿易赤字の削減を重視する意向を示した。中間選挙まで残り1年となる中で、トランプ政権が支持層に対しどのような形で実績を示すのか、通商交渉の行方には引き続き注意を払っておく必要がある。

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：在庫循環図(2009年1-3月期～)



(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

3. 見通し上のキーポイント

(1) 雇用者増加数は底堅い増加を続けるも、賃金上昇率に加速感はみられず

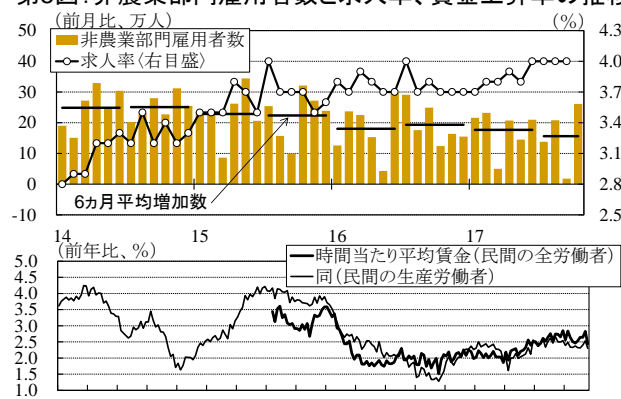
雇用環境は改善が続いている。直近3ヵ月の非農業部門雇用者数は平均で前月比+16.2万人増と、底堅く増加している。長期的にみれば雇用者増加数は徐々に水準を切り下げているが、雇用拡大ペースが巡航速度（就業可能人口の増加幅、足元の労働参加率と失業率から計算すると、雇用者数が前月比+11万人程度のペースで増加すれば新たな労働市場参加者を吸収可能）に収斂するなかでの動きであり、特段懸念するものではない。企業の採用意欲は引き続き高いことから、雇用環境の改善はこの先も継続するとみられる。

一方、賃金上昇率には依然として加速感がみられない。現在の失業率（4.1%）は2000年以来の低い水準にあるが、賃金上昇率は前年比+2%台と2000年代初頭や金融危機前と比較して低位で推移している。

時間当たり賃金（＝名目雇用者報酬／総労働時間）は、労働生産性（＝名目GDP／総労働時間）と、労働分配率（＝名目雇用者報酬／名目GDP）に分解できる（第6図）。うち、労働分配率の変化による影響は1980年代や2000年代前半にはマイナスに寄与している。企業が創出した付加価値は雇用者に還元されるよりも、株主等により多く分配される状況が続いていたと推察されるが、足元ではその傾向には歯止めがかかっており、企業収益の拡大が賃金上昇に繋がり易い状況にはなっている。その一方で、金融危機以降、労働生産性の伸びは明らかに鈍化しており、この面では賃金支払いの原資が限られてきていると考えられる。労働生産性鈍化の背景には様々な構造的な要因の存在が指摘されており、この先も賃金上昇率の加速は緩やかなものに止まる可能性が高い。

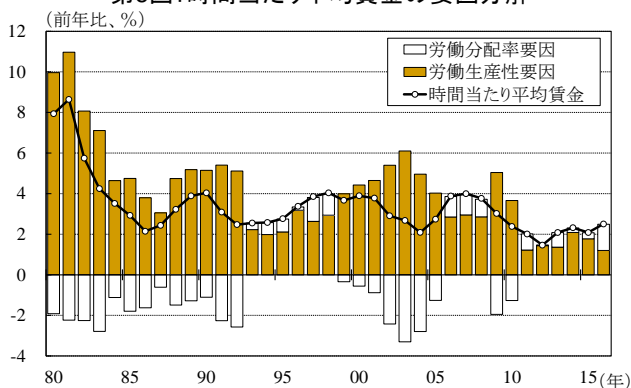
もともと、賃金の伸び率が前年比+3%程度に止まったとしても、雇用者数の増加も加味すれば、両者を掛け合わせた雇用者報酬は同+4%程度の増加を維持できるとみられる。こうした個人所得の増加は、この先の個人消費を下支えすることとなる。

第5図：非農業部門雇用者数と求人率、賃金上昇率の推移



(注)『求人率』は、「求人数」を「雇用者数」と「求人数」の合計で除したもので、未充足求人率の程度を示す。
(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6図：時間当たり平均賃金の要因分解



(注)『時間当たり平均賃金』は、以下により表される。
ただしWは「名目雇用者報酬」、Ynは「名目GDP」、Hは「総労働時間」を表す。
 $WH = W/Yn \times Yn/H = \text{労働分配率} \times \text{労働生産性}$
(資料)米国労働省、商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 設備投資の増加ペースは緩やかなものに

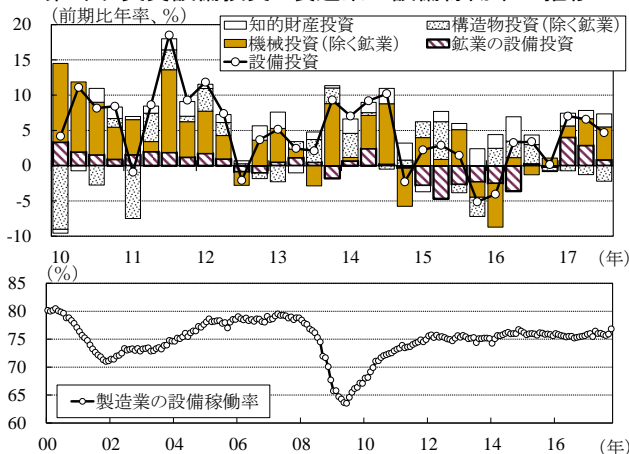
企業の生産活動は、国内需要の高まりに加え、堅調な世界経済を背景に輸出が増加していることで、拡大が続いている。こうした中、企業の設備投資意欲は高い水準にあり、設備投資の先行指標である非資本財受注（除く航空機）は底堅い増加を続けている。もっとも、今年前半の設備投資の高い伸びを支えていた鉱業関連投資は、原油価格の持ち直しが一巡する中で頭打ちになりつつある（第7図）。また、設備稼働率は徐々に上昇しているものの、その水準は金融危機前に比べて低く、設備の不足感は依然として強くないとみられる。設備投資は増勢を維持するものの、そのペースは緩やかなものになる公算が大きい。

(3) 税制改革法案の審議は前進も、実現は来年に持ち越しへ

11月16日に下院で税制改革法案が可決され、上院でも独自の法案について審議が進むなど、税制改革は実現に向け前進している。もっとも、トランプ政権と共和党指導部が目指す年内の法案成立のハードルは高い。仮に上院での採決がスムーズに進んだとしても、上院と下院の法案には所得税の税率区分や法人減税実施のタイミング、企業の課税逃れに対する対策等で差異が大きく、上下両院の法案一本化の作業には相応の時間を要するとみられる。加えて、12月8日には暫定予算の期限が到来するため、その前に予算法案を成立させるか、暫定予算の延長法案を可決する必要もある。議会開催日数が限られていることを考えると、実際に減税が実施されるのは中間選挙前の来年中頃になると想定される。

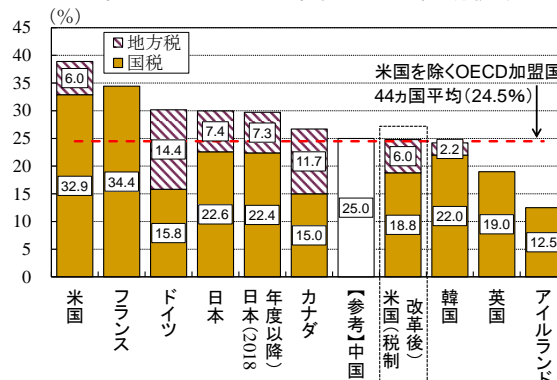
法人税率の20%への引き下げが実現すれば、先進諸国の中で最も高いと言われている米国の法人実効税率は日本やドイツ、フランスの水準を下回り、韓国や中国並みとなる（第8図）。しかし、減税は企業の最終利益の押し上げ要因にはなるものの、生産性が低下し成長期待が弱まる中では、減税分のうち投資に回るのの一部に止まると考えられる。税制改革による実質GDP成長率の押し上げ効果は、個人所得減税分を含め2018年に+0.1%ポイント、2019年に+0.2%ポイント程度に止まる見込みである。

第7図：実質設備投資と製造業の設備稼働率の推移



(資料) 米国商務省、FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：OECD加盟各国の法人実効税率



(注) 1. 米国の『地方税』は、各州の平均値(OECD算出)。税制改革後の連邦法人税の実効税率は州税が控除され、 $20\% \times (100 - 6.0) \div 100 = 18.8\%$ 。
2. 中国の実効税率は財務省資料に基づく。

(資料) OECD、財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

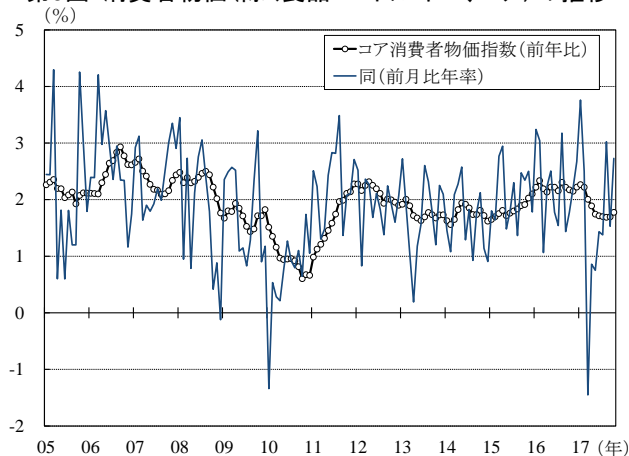
4. 金融政策と長期金利

FRBは10月からバランスシートの縮小を開始した。FRBによる市場との丁寧な対話が奏功し、市場に大きな動揺は生じず、10年物国債利回りは縮小開始後も概ね2.3%台で安定的に推移している。バランスシートの縮小は、この先も余程のショックがない限り、スケジュール通り整齊と進められる公算が大きい。12月のFOMCにおいても今年3回目となる利上げが決定される見通しである。年初来、物価上昇率は弱含んでおり、利上げ継続観測が弱まる場面もみられたが、足元では持ち直しの兆しが確認された(第9図)。前月比でみた物価上昇率は、均してみれば2016年と同水準に持ち直しており、今後は景気の拡大継続に合わせ、物価は徐々に上昇ペースを速めていくとみられる。

トランプ大統領はFRB次期議長にパウエル現FRB理事を指名したが、これまでのパウエル氏の発言等からは、当面は現在の政策路線が継続される公算が大きい(第1表)。2018年についても、計3回の緩やかなペースでの利上げを予想する。ただ、市場は2018年中の利上げに関しては、今のところ十分には織り込んでいない模様である(FI金利先物から算出される市場参加者の平均的な利上げ見込み回数は、1回0.25%の利上げを前提に1.6回)。10年物国債利回りは今後、来年の利上げが徐々に市場に織り込まれるに従い、緩やかに上昇するが、年終盤に2.8%に上昇する程度に止まろう。潜在成長率が低下しているとみられる中では、利上げの到達点、ひいては長期金利もかつてに比べれば抑制された水準になると考えられる。

なお、イエレン議長は、パウエル氏の議長就任後にはFRB理事の職も辞することを表明しており、現在3名が空席となっているFRB理事のポストが更にもう1つ空くこととなる。また、ニューヨーク連銀のダドリー総裁も来年半ばに退任する意向を示しているほか、今年4月に辞任したリッチモンド連銀総裁の後任もまだ決まっていない。29日にはグッドフレンド氏がFRB理事に指名されたが、2018年のFOMCで投票権を持つメンバー12名のうち5名については依然として名前が挙がっていない。その人選によっては金融政策の方向性が大きく変わりうる点には留意が必要である。

第9図: 消費者物価(除く食品・エネルギー、コア)の推移



(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表: パウエル氏のこれまでの発言

項目	発言内容
利上げの到達点	<ul style="list-style-type: none"> ・ダイナミズム低下による投資・TFPの低迷で、潜在成長率は前年比+2%程度に ・潜在成長率と中立利子率(自然利子率)はほぼ連動 ・金融政策では経済を回復させることはできても、成長力そのものを高めることは困難
利上げのペース	<ul style="list-style-type: none"> ・景気の持続的回復への最善策は緩やかな利上げ継続 ・極端な低金利が続くと、過剰なリスクテイクを促し、いずれは資産価格や信用の伸びが持続不可能なほど高まる恐れがある
BS縮小	<ul style="list-style-type: none"> ・今後3~4年で保有資産を2.5~3兆ドル程度に縮小
非伝統的金融政策	<ul style="list-style-type: none"> ・これまでのデータに基づけば、(買い入れ)政策の効果が非常に大きかったこと、そしてリスクが現実化しなかったことは明白 ・経済に供給余力が存在する局面では、非伝統的金融政策は家計と企業の支出を押し上げるために適切な手段

(資料)各種資料等より三菱東京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

	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	3.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.2	1.5	2.2	2.3
個人消費	1.8	3.8	2.8	2.9	1.9	3.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.4	2.6	2.7	2.7	2.3
住宅投資	13.4	▲ 4.7	▲ 4.5	7.1	11.1	▲ 7.3	▲ 5.1	2.2	2.0	1.8	1.5	1.0	5.5	1.1	0.4
設備投資	▲ 4.0	3.3	3.4	0.2	7.2	6.7	4.7	3.6	3.6	3.5	3.4	3.4	▲ 0.6	4.5	3.9
在庫投資（寄与度）	▲ 0.6	▲ 0.7	0.2	1.1	▲ 1.5	0.1	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1
政府支出	1.8	▲ 0.9	0.5	0.2	▲ 0.6	▲ 0.2	0.4	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	0.8	▲ 0.0	1.0
純輸出（寄与度）	▲ 0.3	0.3	0.4	▲ 1.6	0.2	0.2	0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1
輸出	▲ 2.6	2.8	6.4	▲ 3.8	7.3	3.5	2.2	3.3	3.5	3.2	3.0	2.7	▲ 0.3	3.1	3.1
輸入	▲ 0.2	0.4	2.7	8.1	4.3	1.5	▲ 1.1	4.5	3.7	3.9	4.1	4.3	1.3	3.3	3.2
国内民間最終需要	1.3	3.4	2.6	2.7	3.1	3.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.7	2.3	2.9	2.5
名目GDP（前期比年率、%）	0.8	4.7	4.2	3.8	3.3	4.1	5.5	3.7	3.8	3.8	3.9	4.0	2.8	4.0	4.0
鉱工業生産（前期比年率、%）	▲ 1.3	▲ 0.7	0.8	0.7	1.5	5.6	▲ 0.3	2.0	2.2	1.9	2.1	2.2	▲ 1.2	1.7	2.0
失業率（%）	4.9	4.9	4.9	4.7	4.7	4.4	4.3	4.2	4.1	4.1	4.0	3.9	4.9	4.4	4.0
生産者物価（前年比、%）	0.0	0.1	0.2	1.4	2.0	2.2	2.3	2.0	1.7	1.8	1.8	1.8	0.4	2.1	1.8
消費者物価（前年比、%）	1.1	1.0	1.1	1.8	2.6	1.9	2.0	1.9	1.8	2.1	1.9	2.0	1.3	2.1	1.9
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,876	▲ 1,864	▲ 1,834	▲ 1,951	▲ 2,006	▲ 2,014	▲ 1,955	▲ 1,951	▲ 1,976	▲ 2,022	▲ 2,068	▲ 2,114	▲ 7,525	▲ 7,925	▲ 8,182
経常収支（億ドル）	▲ 1,192	▲ 1,082	▲ 1,103	▲ 1,140	▲ 1,135	▲ 1,231	▲ 1,168	▲ 1,160	▲ 1,182	▲ 1,224	▲ 1,266	▲ 1,308	▲ 4,517	▲ 4,695	▲ 4,980
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	1.4	1.6	1.8	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	2.5	2.6	2.7	2.8	1.8	2.3	2.7

(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。