

米国経済の見通し

～通商政策に対する不透明感が続く中でも拡大を続ける米国景気～

1. 米国経済の概況

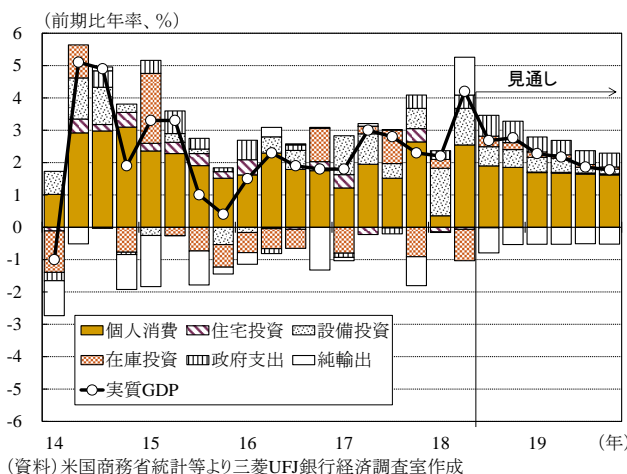
4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+4.2%と、2014 年 7-9 月期以来の高い水準となった（第 1 図）。個人消費が同+3.8%と前期（同+0.5%）から伸び率を大きく拡大させたほか、原油価格の上昇を受けた鉱業部門の投資拡大を受け設備投資は同+8.5%と近年では高めの伸びを維持した。輸出も同+9.1%と、大豆輸出の急増といった一時的とみられる要因もあるものの大幅に増加し、幅広い項目で景気の堅調さが確認された。

今回の GDP 統計では 5 年に一度の基準改定が行われた。改定により事業所得及び財産所得を中心に個人所得が上方修正され、その結果、改定前に過剰消費の懸念を惹起していた過去最高水準の消費性向が大幅に下方修正された（第 2 図）。修正後の消費性向は家計消費が所得に見合った水準にあることを示唆しており、この先の景気拡大の持続性について安心感がより増したと評価できる。

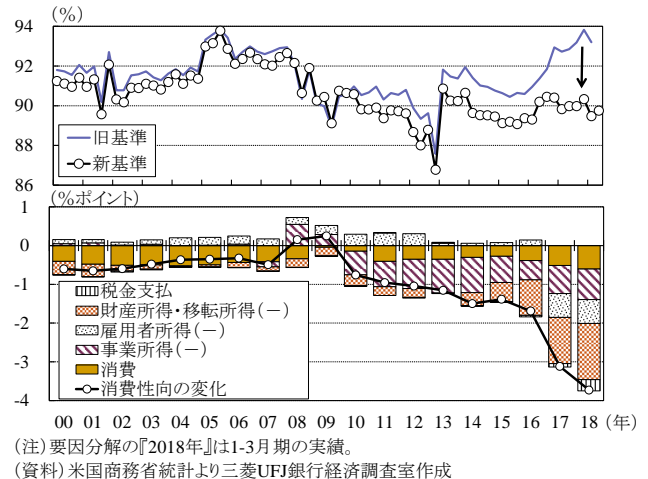
この先、労働市場が完全雇用の状態に近づく中で雇用者数の増加ペースは徐々に鈍化するも、賃金が緩やかに加速することで家計所得は増加が続き、個人消費の拡大を支える構図が維持されるとみられる。国内需要の高まりや海外経済の拡大を受け、設備投資や輸出も緩やかに増加を続ける公算である。景気は成熟度合いを高めており、趨勢的には潜在成長率並みの拡大ペースに収斂していくとみられるが、来年にかけては大規模な減税と連邦支出拡大による景気浮揚効果が高めの成長を支えよう。金融政策では、政策金利が景気に中立的な水準に近づいているとみられる中、FRB は利上げをより慎重に進めると予想する。

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のほか、インフレの高進が挙げられる。成長ペースの加速が続き、需給の逼迫からインフレが高進すれば、FRB は急激な金融引き締めを余儀なくされ、景気の変調を招く可能性がある。

第1図：需要項目別にみた実質GDPの推移



第2図：家計の平均消費性向の推移と変化の要因分解



2. 見通し上のキーポイント

(1) 不透明感が続く通商政策

米中貿易摩擦の行方については依然不透明感が強い。米中両国は相互に 500 億ドル規模の輸入品に 25%の追加関税を賦課しているが、トランプ政権は更に 2,000 億ドル分に対する関税賦課を計画しており、9 月以降実施される可能性は相応に高い。他方、貿易摩擦解消に向けた米中の通商交渉が事務レベルで再開されたが、大きな進展はなかった模様だ。

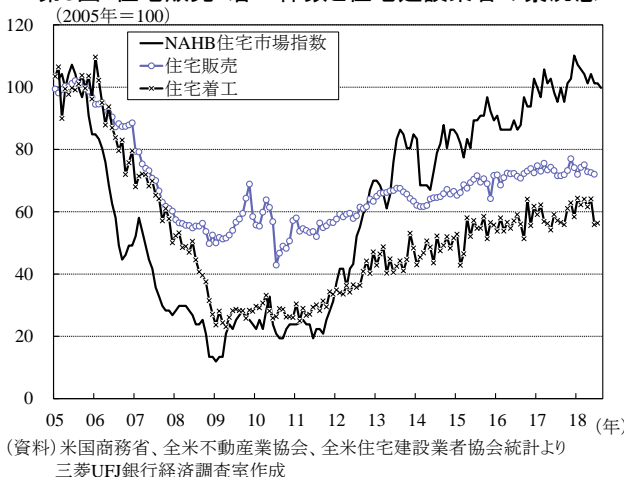
輸入関税によるコスト上昇を民間部門の実質所得の減少と捉え、中国からの輸入品 2,500 億ドルに対して 25%の関税が賦課される場合の影響を考えると、民間部門の限界支出性向が 70%程度であることを踏まえれば、その影響は短期的には最大で GDP の 0.2%程度となる（米国民間部門がコストを全て負担した場合）。輸出は、海外経済は堅調に拡大すると想定しており、相応の伸びを維持すると見込まれるものの、対中輸出に関しては新たな関税賦課の影響により一定の下押し圧力がかかる可能性がある。

現状想定される規模での米中 2 国間の関税賦課に止まるのであれば景気が腰折れする事態は回避されるとみられるが、11 月の中間選挙における下院共和党の苦戦が伝えられる中で、トランプ大統領支持層に向け、より強硬な通商政策が打ち出される可能性も残る。中国からの輸入品全てに関税を課す用意があるとトランプ大統領が発言しているほか、足元では軟着陸しつつある NAFTA 再交渉や米 EU 間の通商交渉についても楽観は出来ない。引き続き通商政策の行方はリスクとして燻り続けよう。

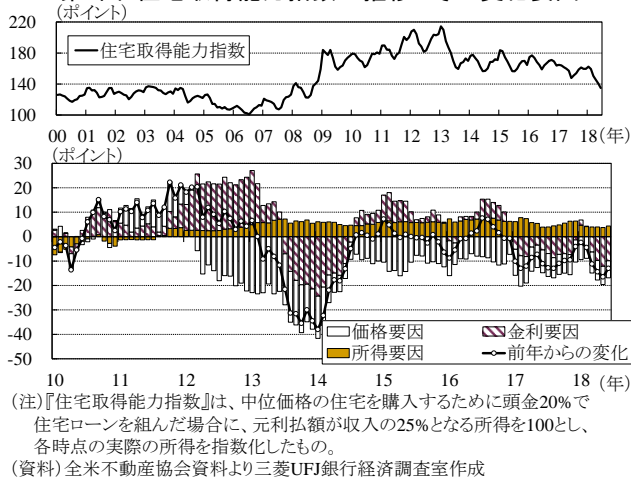
(2) 弱さがみられる住宅市場

景気が堅調に推移する中、住宅部門においては足元で弱さがみられる。7 月の住宅着工件数は 116.8 万戸、前月比+0.9%と、急減した 6 月（同▲12.9%）からの回復は緩慢なものとなった（第 3 図）。住宅建設業者の景況感を示す全米建設業者協会（NAHB）住宅市場指数も昨年 12 月をピークに下落基調にあり、住宅販売件数も弱含んでいる。

第3図：住宅販売・着工件数と住宅建設業者の景況感



第4図：住宅取得能力指数の推移とその変化要因



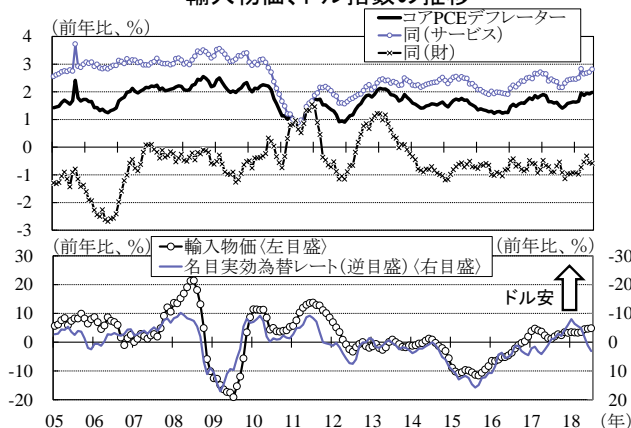
住宅部門軟化の背景には、建設労働者の不足や前述の関税賦課の影響を含む建材コストの上昇といった供給面での制約とそれに伴う住宅価格上昇があるが、加えて、住宅ローン金利の上昇による影響も無視できない。全米不動産協会（NAR）が公表する住宅取得能力指数は、中位価格の住宅をローンで購入する際に必要となる最低所得と実際の所得を比較して算出された家計の住宅購買力を測る指数であるが、足元では 2000 年代初頭と同程度まで低下している（第 4 図）。指数の低下要因をみると、住宅価格上昇と金利上昇が同程度に影響している。この先、家計所得は堅調に増加することが見込まれるため、住宅市場が大幅に調整することは想定し難いが、住宅部門は軟調に推移する公算が大きい。

3. 金融政策と長期金利

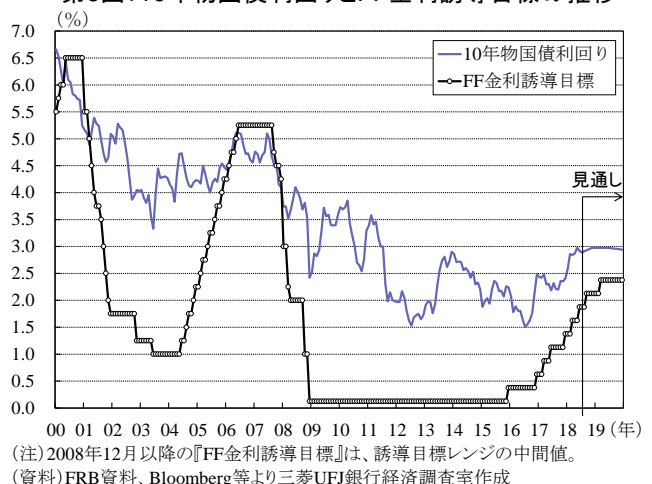
エネルギー・食品を除くコア個人消費支出（PCE）デフレーターは前年比+2%前後で安定的に推移している（第 5 図）。このところコア財価格の低下幅が縮小しており、コア PCE デフレーターの上昇に小幅ながら寄与しているが、足元で進むドル高はこうした動きを抑制しよう。関税による輸入コストの増加が物価に与える影響については注意する必要があるが、物価の上昇はこの先も賃金の上昇に合わせ緩やかなものに止まる公算が大きい。

8月22日に公表された FOMC（7月31日～8月1日開催）議事録では、9月の FOMC の利上げが示唆されたほか、「金融政策のスタンスは引き続き緩和的である」との声明文の修正が遠くない将来に必要なと多くの FOMC 参加者が指摘したことが示された。参加者は政策金利が景気を加速させも減速させもしない中立的な水準に近づいているとの認識を共有しており、利上げサイクルの終了がみえてきたといえる。前述した住宅市場の弱含みは、議事録でもダウンサイドリスクとして言及されているが、金利感応度の高いセクターで徐々に累積的な利上げ効果が顕現していることを示している。インフレが安定的に推移する中、FRB は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来年末までにあと 2 回を予想する（第 6 図）。利上げ終了が市場で意識されることに伴い、長期金利は 3%前後での推移が続く見込みである。

第5図:個人消費支出(PCE)デフレーターと輸入物価、ドル指数の推移



第6図:10年物国債利回りとFF金利誘導目標の推移



(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	2.7	2.8	2.3	2.2	1.9	1.8	2.2	2.8	2.4
個人消費	1.8	2.9	2.2	3.9	0.5	3.8	2.8	2.7	2.5	2.4	2.4	2.3	2.5	2.5	2.6
住宅投資	11.1	▲ 5.5	▲ 0.5	11.1	▲ 3.4	▲ 1.6	▲ 0.5	▲ 0.2	0.5	0.8	1.0	1.0	3.3	0.3	0.3
設備投資	9.6	7.3	3.4	4.8	11.5	8.5	4.1	3.8	3.1	3.0	1.2	1.0	5.3	7.0	3.3
在庫投資（寄与度）	▲ 0.8	0.2	1.0	▲ 0.9	0.3	▲ 1.0	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1
政府支出	▲ 0.8	0.0	▲ 1.0	2.4	1.5	2.3	3.8	3.9	2.7	2.6	2.5	2.5	▲ 0.1	1.9	3.0
純輸出（寄与度）	▲ 0.1	0.1	0.0	▲ 0.9	▲ 0.0	1.2	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.4
輸出	5.0	3.6	3.5	6.6	3.6	9.1	2.5	2.7	2.6	2.5	2.4	2.2	3.0	5.0	2.9
輸入	4.8	2.5	2.8	11.8	3.0	▲ 0.4	6.2	4.9	4.8	4.7	4.5	4.4	4.6	4.4	4.6
国内民間最終需要	3.3	3.2	2.3	4.3	2.1	4.3	2.9	2.8	2.5	2.5	2.1	2.1	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	5.8	5.6	4.8	4.5	4.0	3.8	4.1	5.9	5.0
鉱工業生産（前期比年率、%）	1.0	5.0	▲ 1.5	7.7	2.5	6.0	3.5	3.7	2.4	2.2	1.4	1.1	1.6	4.0	2.8
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	3.7
生産者物価（前年比、%）	2.0	2.2	2.4	2.8	2.8	3.0	2.9	2.5	2.1	1.8	1.9	1.9	2.3	2.8	1.9
消費者物価（前年比、%）	2.6	1.9	2.0	2.1	2.3	2.6	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）	▲ 1,983	▲ 1,999	▲ 1,968	▲ 2,124	▲ 2,205	▲ 2,029	▲ 2,284	▲ 2,399	▲ 2,493	▲ 2,567	▲ 2,612	▲ 2,656	▲ 8,075	▲ 8,917	▲ 9,017
経常収支（億ドル）	▲ 1,077	▲ 1,218	▲ 1,034	▲ 1,161	▲ 1,241	▲ 1,050	▲ 1,291	▲ 1,390	▲ 1,470	▲ 1,529	▲ 1,557	▲ 1,586	▲ 4,491	▲ 4,973	▲ 5,023
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	2.3	2.4	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	2.9	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、宜しくお願ひ申し上げます。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。