

2017年1月20日 全9頁

米国経済見通し 政策の具体像は未だ見えず

トランプ氏の口先介入で短期的には上振れリスクが高まる

ニューヨークリサーチセンター
エコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 米国経済の先行きを占う上での最大の注目点である、トランプ次期大統領による政策の具体像については依然明らかにはなっていない。1月20日にトランプ氏は正式に大統領に就任し、その後の一般教書や予算教書などを経て、トランプ氏が考える具体的な政策が徐々に明らかになると考えられる。だが、それらによって政策の不確実性がすぐさま払拭されるわけではないだろう。
- トランプ氏によって提案された政策が、どのようなタイミングで、どの程度実現するかは議会動向に委ねられる部分が多い。現時点では共和党における政策の優先順位はオバマケア（医療保険制度改革法）廃止・置き換えにあるとみられ、経済効果が期待される税制改革などに着手するまでに時間を要する可能性がある。
- トランプ氏はメキシコに生産工場を持つ自動車メーカーを名指しで批判し、こうした発言に対応する形で、米国内外の自動車メーカーなどはメキシコでの投資の撤回や、米国内での投資を発表した。現時点では、こうした動きはあくまで個別企業の対応に留まっているが、経済にとっては短期的な上振れリスクが大きくなっていると言える。
- 2017年の実質GDP成長率予想については、従来の前年比+2.2%から前年比+2.3%へとわずかに上方修正した。個人消費、住宅投資の家計部門は2年連続で伸びが縮小すると見込む一方、設備投資がプラス成長に転換することと、輸出の加速が成長率を押し上げるという見方に変更はない。
- 今回新たに予想した2018年に関しては、前年比+2.6%へと成長率が加速すると見込む。成長率が加速する最大の要因は、トランプ氏による財政政策によって内需が成長率を高めることである。リスク要因としては、減税等の財政措置が実現しないことであるが、そうなった場合でも米国が景気後退に陥るリスクは低いと考えられ、+2%台前半の成長を維持することは可能であろう。

トランプ氏の政策は未だ不透明

米国経済の先行きを占う上での最大の注目点がトランプ次期大統領による政策動向であることは言うまでもないが、政策の具体像については依然明らかにはなっていない。2017年1月11日に大統領選挙後初めて開催されたトランプ氏の記者会見では、政策の詳細が語られることが期待されていたものの、そうした内容についてはほとんど触れられず、市場の失望を誘う期待外れの内容に終わった。

1月20日にトランプ氏は正式に大統領に就任し、その後の一般教書や予算教書などを経て、トランプ氏が考える具体的な政策が徐々に明らかになると考えられる。だが、それらによって政策の不確実性がすぐさま払拭されるわけではないだろう。トランプ氏によって提案された政策が、どのようなタイミングで、どの程度実現するかは議会動向に委ねられる部分が大きいためである。現時点では共和党における政策の優先順位はオバマケア（医療保険制度改革法）廃止・置き換えにあるとみられ、経済効果が期待される税制改革などに着手するまでに時間を要する可能性がある。

1月3日に開幕した2017年議会の初日には、上院でオバマケアの大半を無効化する計画日程表が提示され、12日には法律案の策定を主要な委員会に指示する案が可決された。しかし、トランプ氏は、オバマケアの廃止と同時に、代替案の採決を望んでおり、一部の強硬派を除けば、共和党議員もそうした意見に概ね同調しているとみられる。トランプ氏は速やかに代替案を提出する考えを示しているが、これが共和党に受け入れられるかは不透明である。共和党内では代替案の作成に数ヵ月程度の時間が掛かるとの見方もあり、オバマケア廃止・置き換えのための議論が長引く可能性は十分に考えられる。

一方、具体的な政策案が明らかにならない中でも、トランプ氏による発言が企業行動に影響を与え始めていることは注目に値する。トランプ氏はSNSを通じて、メキシコに生産工場を持つ自動車メーカーなどを名指しで批判し、多額の国境税を課すと発言した。こうした脅しとも言えるような発言に対応する形で、米国内外の自動車メーカーなどはメキシコでの投資の撤回や、米国内での投資を発表することになった。また、個別に攻撃を受けていない小売企業なども、国内での雇用創出を発表するなど、トランプ氏に対する配慮した対応を見せ始めている。現時点では、こうした動きはあくまで個別企業の対応に留まっていることに加えて、トランプ氏による個別企業に対する介入の是非は当然であろうが、経済にとっては短期的な上振れリスクが大きくなっていると言える。

足下の米国経済の状況を確認すると、総じて堅調な推移が続いている。労働市場では、改善ペースを鈍化させつつも雇用者数の着実な増加が続いており、加えて、労働需給がひっ迫する中、賃金上昇率は着実に加速しつつある。所得環境の改善を受けて個人消費や住宅投資など、家計関連の需要は増加基調が続いている。企業部門についても、企業マインドは改善基調を強め、回復が遅れていた設備投資などにも持ち直しの動きが見られている。循環的な景気回復が続いていることに加えて、上述のトランプ氏による口先介入の効果や、政策期待による企業や消費者のマインドの改善で、米国経済は当面、底堅く推移する公算が大きい。

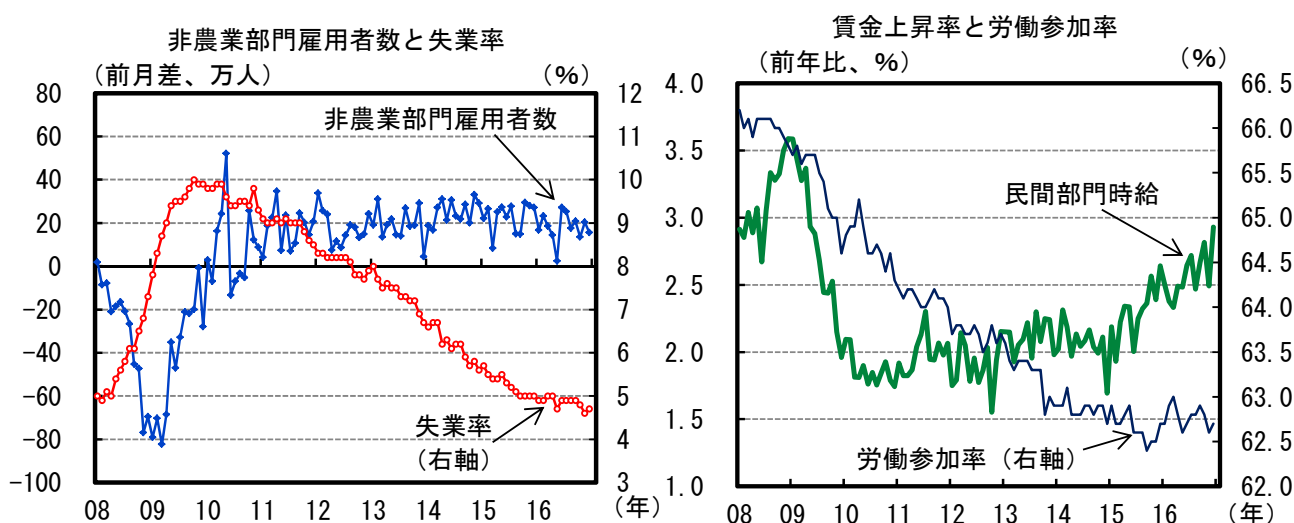
労働需給のひっ迫により、賃金上昇率が加速¹

2016年12月の非農業部門雇用者数は前月差+15.6万人と、前月（同+20.4万人）から減速した。3ヵ月移動平均でも同+16.5万人と、前月（同+18.2万人）から減速する形となり、雇用者数の増加ペースは鈍化しつつあるが、それでも着実な増加基調が続いていると言えよう。

一方、12月の失業率は4.7%と前月から+0.1%pt上昇した。就業者数が前月差+6.3万人増加し失業率の押し下げに寄与する一方で、人口増加、および労働参加率の上昇が失業率の押し上げに寄与した。失業率の上昇は良い結果とは言えないが、労働参加率の上昇を併せて考えれば、ヘッドラインほどに悪い内容ではないと言えよう。また、前月から上昇したとは言え、失業率は自然失業率と考えられる水準近傍で推移しており、労働需給が引き続きタイトな状況にあることに変わりはない。

労働需給が引き締まる中、賃金は着実に上昇圧力を高めている。12月の民間部門の平均時給は前月から10セント上昇、前月比+0.4%となった。前年比変化率は+2.9%と前月（同+2.5%）から加速、2009年6月以来の高い伸びを記録している。

図表1 非農業部門雇用者数と失業率、賃金上昇率と労働参加率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

労働市場の先行きについては、引き続き緩やかな改善基調が続くと見込む。11月の求人件数は、前月比+1.3%と2ヵ月ぶりの増加に転じた。このところ頭打ちながらも、求人件数は高水準を維持しており、企業の労働需要は旺盛な状況が続いている。加えて、次期政権の政策に対する期待の高まりなどから企業マインドは明るさを増していることも、労働市場の先行きを考える上での好材料と言える。

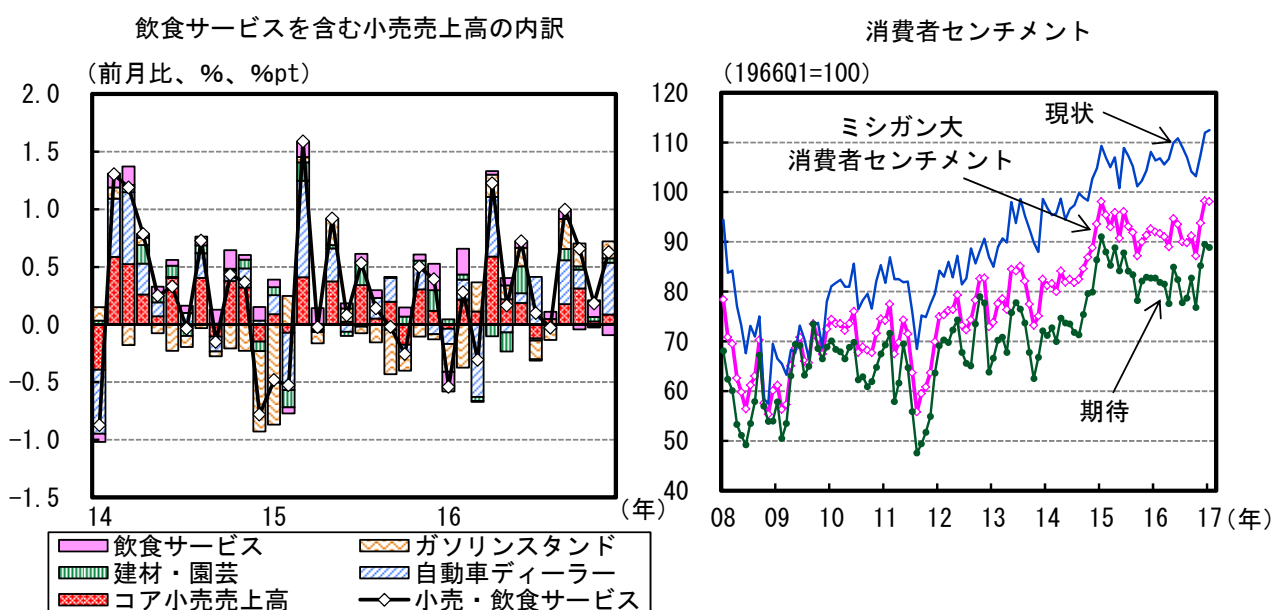
¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「賃金上昇率が再加速、7年半ぶりの高い伸び」(2017年1月10日)参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20170110_011576.html

しかし、完全雇用が近づく中で、労働供給が制約となって雇用者数の伸びは鈍化していく公算が大きい。このところ下げ止まりつつある労働参加率は、労働需給がタイトさを増す中で持ち直していくことが期待され、労働供給を増やす要因になると考えられる。だが、非労働力人口の中には労働市場から長期間退出しているために、スキルが陳腐化している人が多いとみられる。仮に労働参加率が上昇に転じたとしても、企業が求める人材と求職者の間でのスキルのミスマッチが顕在化する中で、雇用者数の増加ペースの加速は見込み難い。一方で、足下で加速が見られる賃金については、タイトな労働需給を背景に更なる加速が見込まれよう。

個人消費は緩やかな増加基調が継続

2016年12月の小売売上高(飲食サービスを含む)は前月比+0.6%と4ヵ月連続で増加した。増加幅は前月の+0.2%から加速しており、個人消費の底堅い増加基調を確認させる結果であったと言える。内訳を見ると、前月からの反動で自動車・同部品(同+2.4%)の販売が増加したことや、価格上昇でガソリンスタンド(同+2.0%)の販売が好調だったことが全体を押し上げた。また、建材・園芸も同+0.5%と4ヵ月連続で増加しており、月々の振れが大きいとされる業種の売上の増加が全体を押し上げた。一方で、振れが大きい業種を除いたコア小売売上高は同+0.2%と、5ヵ月連続の増加ながら小幅な増加に留まっている。これまでの温暖な気候からの気温低下は、季節商材にとってはプラスに働いたとみられるが、苦戦が続く百貨店を中心に一般小売の売上が減少したほか、飲食料点小売、家電量販店の売上が減少し全体の足を引っ張った。

図表2 小売売上高の内訳、消費者センチメント



(注) コア小売売上高は、自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービスを除く。

(出所) Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

消費者マインドに関して、2017年1月のロイター/ミシガン大消費者センチメント（速報値）は前月差▲0.1ptの98.1となった。3ヵ月ぶりに低下したが、低下幅は非常に小幅であり、消費者マインドは引き続き高い水準を維持していると言える。現状指数が同+0.6ptと3ヵ月連続で上昇し、2005年7月以来の高水準となる一方で、期待指数が同▲0.6ptと3ヵ月ぶりの低下に転じたことが全体を押し下げた。統計公表元のミシガン大によれば、政策に対して言及する回答者の割合が大きく高まっており、しかも政策の先行きに対する見方は大きく二分されているという。実際の政策が期待外れとなれば、大きく高まった消費者マインドが急速に悪化するリスクを孕んでいる点には留意が必要であろう。

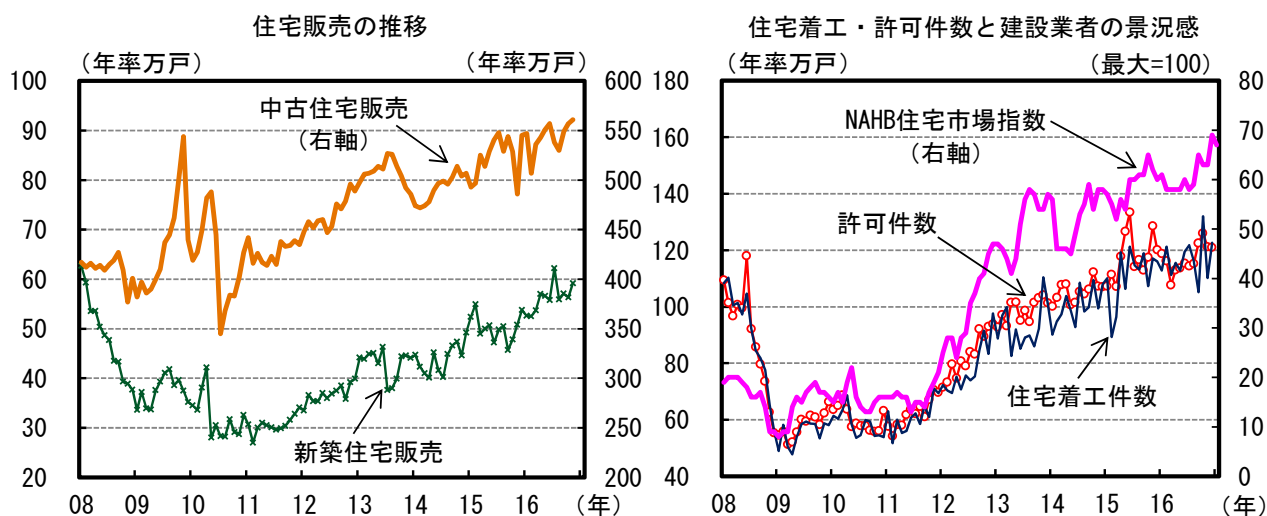
住宅販売は堅調だが、高まるリスク

2016年11月の中古住宅販売は前月比+0.7%の年率換算561万戸となった。3ヵ月連続の増加となり、2007年2月以来の高水準を記録した。主力の一戸建ては同▲0.4%と3ヵ月ぶりに減少したが、集合住宅が同+10.0%と大幅に増加したことが全体を押し上げた。統計公表元のNAR（全米リアルター協会）によれば、「健全な労働市場に加えて、住宅ローン金利の上昇見込みが駆け込み需要を喚起した」とされ、本来的には住宅市場にとってマイナスに働く金利上昇が、住宅販売の押し上げに作用したとされた。また、11月の新築住宅販売は前月比+5.2%と2ヵ月ぶりに増加、年率換算59.2万戸とこちらも好調な結果となった。販売価格の中央値は前年比▲3.7%と4ヵ月ぶりの低下、平均値は同▲4.5%と2ヵ月連続で低下しており、相対的に低価格の物件の販売が好調であり、全体を牽引した。

住宅着工に関しても12月は堅調な結果となった。12月の新築住宅着工件数は前月比+11.3%と、大幅に減少した前月から反発し、年率換算122.6万戸まで回復した。内訳を見ると、主力の一戸建てが同▲4.0%と2ヵ月連続で減少したものの、集合住宅が同+57.3%と持ち直したことが全体を押し上げた。一方で、住宅着工の先行指標となる着工許可件数は、同▲0.2%と2ヵ月連続で減少した。年率換算121.0万戸と着工件数を下回る水準となっており、短期的には着工の上振れは期待し難い結果となっている。

住宅建設業者の景況感に関して、2017年1月のNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数は前月から▲2pt低下の67となった。前月からは低下したものの、指数の水準は高く、住宅建設業者は住宅販売に対して楽観的な状況が続いている。しかし、住宅市場の先行きについては、やや慎重に見る必要がある。着工の伸びを抑制する要因になっている用地や労働力不足については、早期に解消するとは考え難く、今後も住宅供給を抑制する要因であり続けると考えられる。また、足下まで好調を維持する販売動向についても、価格上昇や金利上昇によって減速のリスクが高まっている。中古住宅販売に先行する仮契約指数は、好調を維持する販売とは対照的にこのところ低下傾向にあり、販売の減速を示唆している。

図表3 住宅販売の推移、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



(出所) Census、NAR、NAHB、Haver Analytics より大和総研作成

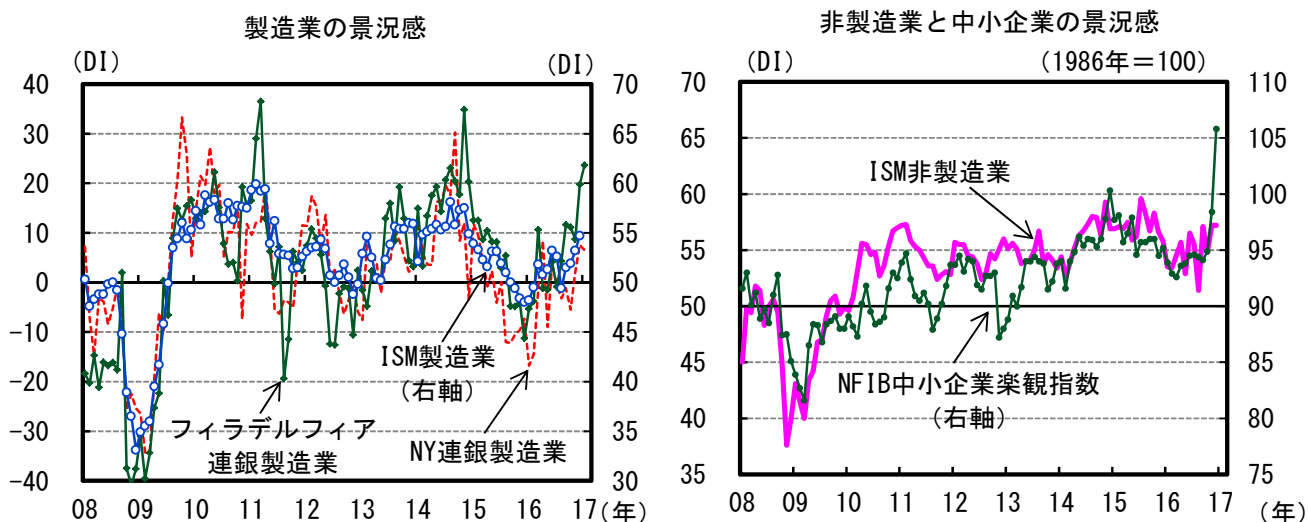
企業マインドは高水準維持

2016年12月のISM製造業景況感指数は前月差+1.5%ptの54.7%となった。基準となる50%を4ヵ月連続で上回り、製造業の景況感は回復感を強めている。指数の内訳では、入荷遅延、在庫の2系列が前月から低下したものの、新規受注、生産、雇用の3系列が改善、とりわけ景気に対する先行性が強いとされる新規受注が前月差+7.2%ptの大幅上昇となり全体を押し上げており、内容も良好である。2017年1月上旬までの動向を含む地区連銀によるサーベイを見ると、ニューヨーク連銀の製造業景況感指数は前月からわずかに低下する一方で、フィラデルフィア連銀による製造業景況感指数は前月から上昇、2014年11月以来の高水準となった。前月から悪化したニューヨーク連銀の指数についても低下幅は非常に小幅であり、製造業の景況感は均して見れば1月に入っても改善基調が続いていると言える。

12月のISM非製造業景況感指数は前月から横ばいの57.2%となった。内訳を見ると、新規受注が前月から大きく上昇する一方、事業活動が前月からわずかに低下、雇用が大幅に低下したため、全体としては横ばいに留まった。非製造業の景況感は安定的に50%を上回る高い水準で推移しており、堅調な推移が続いている。

ISMによる景況感指数は基本的には企業活動の先行きではなく、実績に関する質問から作成されているため、政策に対する期待を抜きにしても、実態として企業活動が回復感を強めていると解釈できる。加えて、地区連銀サーベイにおける見通し指数の大幅な改善や、将来の計画や見通しに関する質問も含むNFIB（全米独立事業者協会）による中小企業楽観指数が、2016年12月は大幅に改善し、2004年12月以来の高水準となったことを踏まえると、政策に対する期待感も非常に大きく膨らんでいる。中小企業楽観指数の内訳を見ると、売上見通しの改善に伴って、新規採用計画や資本支出計画に関しても改善しており、政策期待の高まりが、雇用や設備投資の増加に結びつく可能性を示唆している。

図表4 製造業の景況感、非製造業と中小企業の景況感



(出所) ISM、NY 連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

公益部門の大幅上昇で、鉱工業生産は2ヵ月ぶりの上昇

これまで軟調な推移が続いてきた企業の実態面に関して見ると、マインドほどに顕著な改善ではないが、持ち直しの動きが見られている。

2016年12月の鉱工業生産は前月比+0.8%と、2ヵ月ぶりに上昇した。鉱工業全体のおよそ8割を占める製造業が同+0.2%と2ヵ月ぶりの上昇に転じたことに加えて、これまで温暖な気候による暖房需要の低迷で軟調だった公益部門が、12月の気温低下を受けて同+6.6%と大幅に上昇したことが全体を押し上げた。鉱業については前月から横ばいとなった。

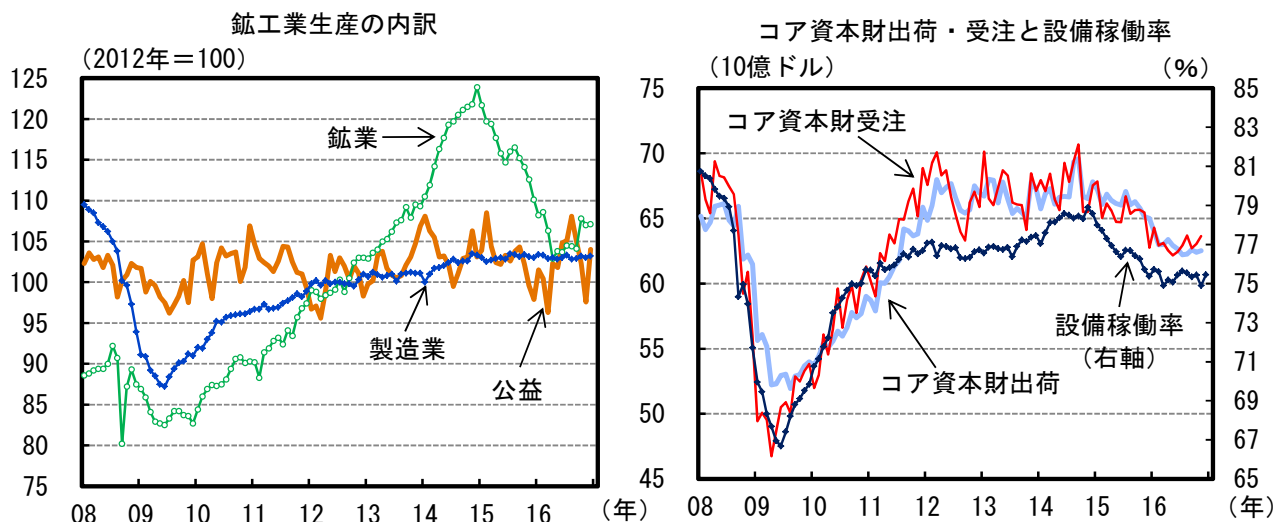
製造業の内訳を見ると、自動車・同部品（前月比+1.8%）、一次金属（同+1.4%）、機械（同+0.9%）などの上昇により、耐久財関連が同+0.5%と2ヵ月ぶりに上昇、全体を牽引した。一方で、非耐久財関連は化学（同▲1.0%）や繊維・繊維製品（同▲3.0%）などの減少により、同▲0.3%と4ヵ月ぶりの低下に転じている。

鉱工業生産の上昇を受けて、設備稼働率は前月差+0.6%pt 上昇の75.5%となった。依然、長期平均（1972年～2015年平均）の80.0%を下回る低水準にあるものの、足下で下げ止まりの動きが見られている。機械投資の一致指標であるコア資本財出荷を見ても、11月は前月比+0.2%と2ヵ月ぶりに増加し、下げ止まりつつあることに加えて、先行指標となるコア資本財受注は同+0.9%と2ヵ月連続で増加し、持ち直しを期待させる動きが見られている。

設備投資の先行きを見通す上では、製造業の稼働率、すなわち生産動向がカギとなる。これまで製造業の足を引っ張ってきた輸出は海外経済の成長加速にしたがって持ち直していくとみられ、機械投資も持ち直し基調を強めていくことになろう。また、企業マインドの改善や、労働需給のひっ迫を補う生産性向上のための設備投資の必要性が高まりつつあることも、設備投資の増加を後押しする要因になるだろう。さらに、トランプ氏からの批判を避けるために、国

内外の自動車メーカーなどは米国内での投資増加を決定している。こうした対応にどれだけの企業が追随するかは不明であるが、国内投資を上振れさせる要因として今後の動向を注視していく必要がある。

図表 5 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



(出所) FRB、Census、Haver Analytics より大和総研作成

経済見通し

足下までの経済統計を踏まえると、2016年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.4%になったと見込む。個人消費の減速、および輸出の減少がGDP成長率を鈍化させるとみられる。一方で、設備投資については前期から加速、住宅投資も3四半期ぶりの増加に転じるだろう。2016年通年では、前年比+1.6%となり、3年ぶりの+1%台の低成長に留まるという予想は従来通りである。

2017年の実質GDP成長率については、従来の前年比+2.2%から前年比+2.3%へとわずかに上方修正したが、こちらも基本的な見方に変更はない。個人消費、住宅投資の家計部門は2年連続で伸びが縮小すると見込む一方、設備投資がプラス成長に転換することと、輸出の加速が成長率を押し上げる要因になろう。

今回新たに予想した2018年に関しては、前年比+2.6%へと成長率が加速すると見込む。成長率が加速する最大の要因は、トランプ氏による財政政策によって内需が成長率を高めることである。加えて、海外経済の成長加速によって、輸出も増加基調を強めると見込む。リスク要因としては、言うまでもなく減税等の財政措置が実現しないことである。ただし、そうなった場合でも米国が景気後退に陥るリスクは低いと考えられ、+2%台前半の成長を維持することは可能であろう。

図表6 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2016				2017				2018				2015	2016	2017	2018
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV				
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	0.8	1.4	3.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2.3	2.9	2.8	2.8	2.8				
〈前年同期比、%〉	1.6	1.3	1.7	2.0	2.4	2.6	2.2	2.2	2.4	2.5	2.7	2.8	2.6	1.6	2.3	2.6
個人消費	1.6	4.3	3.0	2.5	2.5	2.4	2.3	2.3	2.8	2.7	2.6	2.5	3.2	2.7	2.6	2.6
設備投資	-3.4	1.0	1.4	3.1	3.0	3.3	3.6	4.1	4.4	4.9	5.3	5.8	2.1	-0.4	2.9	4.5
住宅投資	7.8	-7.7	-4.1	10.4	6.5	5.2	4.4	3.2	5.6	4.9	4.6	4.3	11.7	4.9	4.2	4.6
輸出	-0.7	1.8	10.0	-1.8	2.6	3.0	3.3	3.7	4.0	4.2	4.2	4.3	0.1	0.5	2.8	3.9
輸入	-0.6	0.2	2.2	5.0	2.6	2.7	3.0	3.0	3.3	3.6	3.7	3.8	4.6	0.9	2.9	3.3
政府支出	1.6	-1.7	0.8	0.3	0.2	0.4	0.5	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0	1.8	0.8	0.3	0.8
国内最終需要	1.2	2.4	2.1	2.5	2.3	2.2	2.2	2.3	2.8	2.8	2.8	2.8	3.1	2.0	2.3	2.6
民間最終需要	1.1	3.2	2.4	2.9	2.7	2.6	2.5	2.6	3.2	3.2	3.1	3.1	3.3	2.3	2.7	2.9
鉱工業生産	-1.7	-0.8	1.8	-0.6	1.7	1.8	1.8	2.0	2.5	2.6	2.6	2.7	0.3	-1.0	1.1	2.3
消費者物価指数	-0.3	2.5	1.6	3.4	2.9	1.9	2.2	2.1	2.1	2.3	2.4	2.4	0.1	1.3	2.5	2.2
失業率 (%)	4.9	4.9	4.9	4.7	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6	4.5	4.5	4.5	5.3	4.9	4.6	4.5
貿易収支 (10億ドル)	-125	-125	-116	-128	-130	-130	-130	-130	-129	-130	-131	-132	-500	-495	-519	-523
経常収支 (10億ドル)	-132	-118	-113	-128	-132	-133	-136	-137	-137	-139	-142	-145	-463	-491	-537	-563
FFレート (%)	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	0.50	0.75	1.25	2.00
2年債利回り (%)	0.84	0.77	0.73	1.01	1.22	1.29	1.44	1.51	1.66	1.73	1.96	2.19	0.69	0.84	1.36	1.88
10年債利回り (%)	1.92	1.75	1.56	2.13	2.43	2.48	2.61	2.66	2.79	2.84	3.05	3.26	2.14	1.84	2.55	2.98

(注1) 網掛けは予想値。2017年1月19日時点。

(注2) FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

(出所) BEA、FRB、BLS、Census、Haver Analytics より大和総研作成