

2017年2月22日 全10頁

米国経済見通し 高まる減税への期待

政策の具体像は近く明らかになる見込みだが、実現性は不透明

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]

- トランプ大統領は2月9日に「向こう2、3週間に税、および航空インフラ開発に関して、目を見張るような発表を行う」と発言し、減税に対する期待感が大きく高まっている。トランプ大統領は上下両院合同会議での演説を2月28日に予定しており、経済政策の具体的な姿が漸く明らかになると見込まれる。
- トランプ大統領が税制改革に対する考え方を明らかにした後も、それがすぐに実行されるとは限らない。共和党のポール・ライアン下院議長は、議会における政策の優先順位はあくまでオバマケアの廃止・置き換えにあることを表明している。加えて、3月16日には延長されていた債務上限の適用が再開されることもあり、税制改革に関する議論がどれだけ進められるかは、不透明感が非常に強い。
- FRBにとっても財政政策の行方が金融政策運営を考える上での大きな不確定要因になっている。次回の3月14日～15日のFOMCまでに、トランプ大統領による財政政策の内容が幾分明らかになるとみられるが、FOMC参加者は金融市場の反応も含めて、財政政策の影響を見極めていく必要がある。市況要因を除いた基調的なインフレ率や賃金に過熱感が見られていないため、市場が十分に利上げを織り込んでいない状況で、利上げを急ぐ可能性は低いだろう。
- 足下の米国経済の現状を確認すると、緩やかながら着実な成長が続いている。雇用者数の増加を背景に、個人消費は堅調さを維持していることに加えて、設備投資の持ち直しの動きが継続するなど総じて底堅い。政策に対する期待感が経済にとってプラスの効果を表し始めている部分もあるとみられ、政策動向は短期的な経済動向にも影響を及ぼす可能性があるだろう。

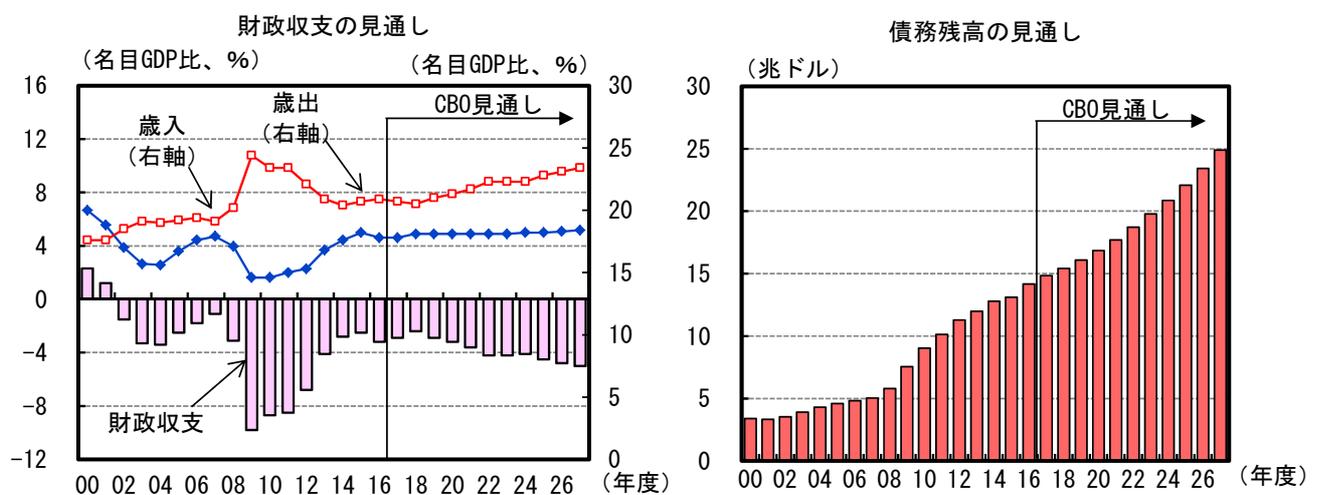
トランプ大統領は「目を見張るような」減税の発表を示唆

トランプ大統領は就任以降、大統領令を駆使して公約を次々に実行に移しているが、経済に対する影響が大きい財政政策についての詳細は依然明らかになっていない。そのような中、トランプ大統領は2月9日に航空大手首脳との会談において「向こう2、3週間に税、および航空インフラ開発に関して、目を見張るような発表を行う」と発言し、減税に対する期待感が大きく高まることになった。また、トランプ大統領は就任1年目の一般教書演説に相当する、上下両院合同会議での演説を2月28日に予定している。ここでは税制改革も含めた経済政策の全体像が語られるとみられ、トランプ大統領による経済政策の具体的な姿が漸く明らかになると見込まれる。

減税を繰り返し主張してきたトランプ大統領に対して、企業や市場の期待は大きく高まっており、そうした期待に応える規模での減税が示されるか否かが最大の注目点であることは言うまでもない。これに加えて、これまでも話題になってきた国境調整に関する考え方が、税制改革案における大きな注目点となろう。トランプ大統領は国境税を海外に投資する企業に向けた「脅し」として使う一方で、共和党が提案する国境調整に関しては複雑すぎるとの考えを表明しており、主張がはっきりしてこなかった。小売業界などが懸念を表明しているように、仮に国境調整が導入されれば輸入業者や消費者が負担を強いられることになり、減税による経済の押し上げ効果は縮小することになる。

さらに留意が必要なのは、トランプ大統領が税制改革に対する考え方を明らかにした後も、それがすぐに実行されるとは限らないことである。共和党のポール・ライアン下院議長は「税制改革については春の予算審議で取り上げる」と発言しており、議会における政策の優先順位はあくまでオバマケアの廃止・置き換えにあることを表明している。

図表1 CBOによる連邦財政見通し



加えて、財政の問題が減税の議論の進展を妨げる可能性があるだろう。CBO（議会予算局）が1月末に示した見通しによれば、トランプ大統領が主張している財政政策を含めていない現行制度の下でも社会保障関連費用の増加を主因に、財政収支の悪化や債務残高の増加が続くことが見込まれている。大型減税が実施されれば、財政の更なる悪化は免れない。また、3月16日には延長されていた債務上限の適用が再開されるため、財政が大きな話題になると考えられる。こうした状況下で、税制改革に関する議論がどれだけ進められるかは不透明感が非常に強い。今後の焦点は、トランプ大統領による提案がどの程度、どのようなスケジュールで実現されていくかであり、議会動向をより注視していく必要があるだろう。

金融政策運営上も財政政策が最大の不確定要因

2017年1月31日～2月1日のFOMC（連邦公開市場委員会）では、金融政策の現状維持が決定され、次回の利上げタイミングを示唆する内容は声明文に盛り込まれなかった¹。また、2月14日～15日に行われた、イエレン議長による議会証言も、基本的にはFOMCの声明文におおよそ沿った内容となった。他方、「緩和の解除を待ちすぎることは賢明ではない」と発言し、3月14日～15日に開催される次回のFOMCでの利上げも選択肢として残していることが示されている。

次回の利上げタイミングは、基本的には経済指標次第ということになるだろうが、足下の米国経済の現状を確認すると、緩やかながら着実な成長が続いている。2016年10-12月期のGDP成長率は前期比年率+1.9%と、前期から成長率が鈍化した²。一方で、GDPから外需を除いた国内需要、および外需と在庫投資を除いた国内最終需要はいずれも前期から加速し、内需についてはむしろ底堅さが増す結果となった。足下までの月次経済統計を見ても、雇用者数の増加を背景に、個人消費は堅調さを維持していることに加えて、設備投資の持ち直しの動きが継続するなど総じて底堅い。

しかし、イエレン議長が議会証言で言及したように、FRB（連邦準備制度理事会）にとっても財政政策の行方が金融政策運営を考える上での大きな不確定要因になっている。FOMC参加者内で、財政政策に関する意見の統一は十分に図られていないとみられ、財政政策の詳細が明らかになるにつれて、今後の利上げペースに対する見方が修正されることになろう。既述のように、3月のFOMCまでに、トランプ大統領による財政政策の内容が幾分明らかになるとみられる。ただし、財政政策は経済を押し上げると考えられる半面、財政悪化懸念によって長期金利を上昇させるリスクがあるため、FOMC参加者は金融市場の反応も含めて、財政政策の影響を見極めていく必要がある。3月のFOMCでの利上げの可能性は残されているが、市況要因を除いた基調的なインフレ率や賃金に過熱感が見られていないため、市場が十分に利上げを織り込んでいない状況で、利上げを急ぐ可能性は低いだろう。

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「FOMC 次回利上げのヒントは示されず」（2017年2月2日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20170202_011660.html

² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「輸出の反動減がGDP成長率を下押し」（2017年1月30日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20170130_011647.html

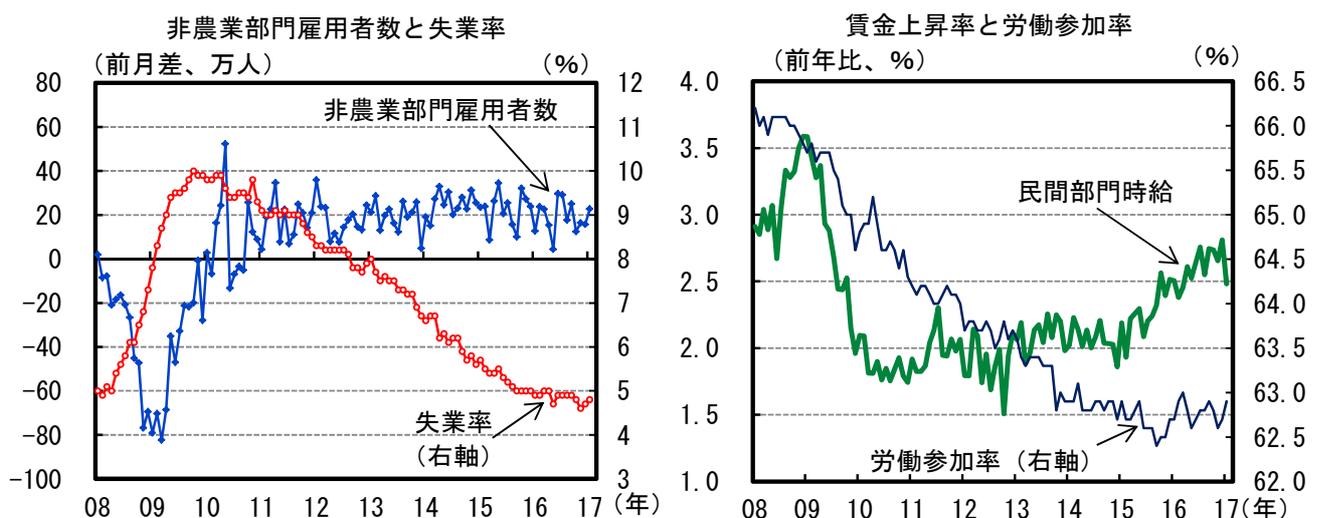
雇用者数は着実な増加が続くが、賃金は足踏み³

2017年1月の非農業部門雇用者数は前月差+22.7万人となり、前月から増加幅が拡大、4ヵ月ぶりに同+20万人を上回る高い伸びとなった。非農業部門雇用者数増減の3ヵ月移動平均も同+18.3万人と前月から加速しており、雇用者数は着実な増加基調が続いている。雇用者数が堅調に増加する一方で、1月の失業率は前月から+0.1%pt上昇の4.8%となったが、こちらも内容は悪くなかった。失業率上昇の主因は労働参加率の上昇であり、就業者数は前月から増加、就業率は前月から上昇した。完全雇用が近づく中で、労働参加率に下げ止まりの兆しが見られていることは、むしろ前向きな動きと捉えられる。前月から上昇したとは言え、失業率は自然失業率近傍の低水準にあり、労働市場はひっ迫した状況が続いている。

1月の民間部門の平均時給は前月比+0.1%と小幅な上昇に留まった。金融業や情報サービス業で前月から減少したことで、とりわけサービス部門の賃金が伸び悩んだことに加えて、賃金水準が低い小売業や娯楽サービス業で雇用者数が大きく増加したことも平均賃金の伸びを抑制した。民間部門時給の前年比変化率は+2.5%となり、高い伸びを記録した前月から一転、2016年3月以来の低い伸びとなった。労働需給がひっ迫する中で賃金上昇率の加速が期待されていたため、やや期待外れの結果であったと言える。

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。企業の労働需要を確認すると、2016年12月の求人件数は前月比▲0.1%の550.1万件となった。このところ一進一退となっているものの、金融危機前を上回る高水準を維持しており、労働需要は旺盛な状況が続いていると言える。また、政策に対する期待などから企業マインドが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であろう。

図表2 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

³ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「雇用者数の伸びは加速も、賃金は期待外れ」（2017年2月6日）参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20170206_011670.html

一方で、完全雇用が近づく中で、労働供給不足が雇用者数増加の制約となる可能性には引き続き注意が必要である。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、企業が求める人材と求職者間でのスキルのミスマッチにより、雇用者数の増加ペースが加速するとは見込み難い。加えて、トランプ大統領が移民政策を厳格化し、より広範囲の移民の流入が制限されたり、不法移民が追放されたりするようなことになれば、労働力不足がさらに深刻化することになるだろう。

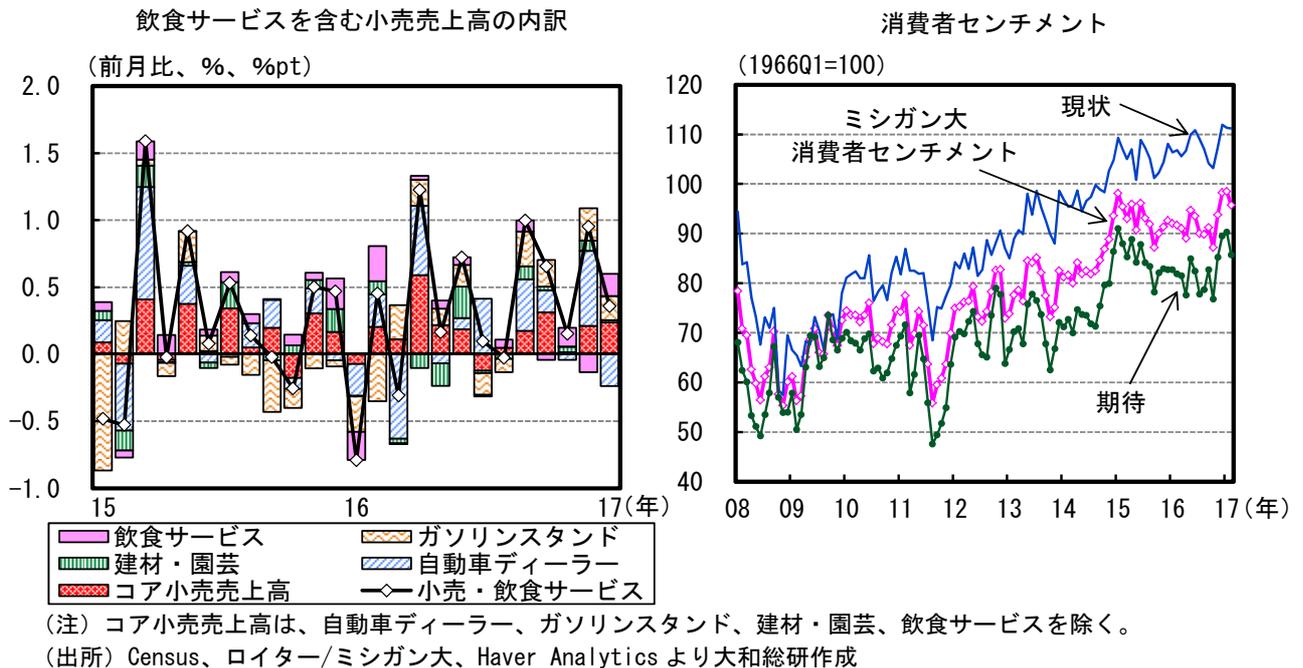
個人消費は着実に改善

2017年1月の小売売上高（飲食サービスを含む）は前月比+0.4%と5ヵ月連続で増加する、底堅い結果となった。内訳を見ると、新車販売台数の減少により自動車ディーラー（同▲1.2%）が2ヵ月ぶりの減少に転じたが、価格上昇を背景にガソリンスタンド（同+2.3%）が5ヵ月連続で増加したほか、飲食サービス（同+1.4%）が増加し、振れの大きい業種による押し上げが目立った。他方で、振れの大きい業種を除いたコア小売売上高についても同+0.4%と6ヵ月連続で増加している。飲食料品小売（同+0.4%）、ヘルスケア関連（同+0.7%）が増加基調を維持したことに加えて、このところ不調だった業種でも持ち直しが見られた。一般小売（同+0.9%）は百貨店の持ち直しにより2ヵ月ぶりに増加し、家電量販店（同+1.6%）は8ヵ月ぶりの増加、スポーツ・娯楽用品店（同+1.8%）は4ヵ月ぶりの増加に転じている。

しかし、1月の小売売上高の増加については、物価上昇が影響している点には注意が必要である。1月のCPI（消費者物価指数）は前月比+0.6%と2013年2月以来の高い伸びとなった。インフレ率加速の最大の要因はエネルギー価格の上昇だが、食品・エネルギーを除いたコアCPIや、食品・エネルギーを除く財の価格も前月から加速しており、実質ベースの個人消費は小売売上高から受ける印象ほどの強さはない。

とはいえ、雇用・所得環境の改善、とりわけ雇用者数の着実な増加が続いていることを踏まえれば、個人消費は先行きも改善基調が続くだろう。2月のロイター/ミシガン大消費者センチメント（速報値）は前月から▲2.8pt悪化したものの、高い水準を維持しており、個人消費を後押しする要因になると考えられる。高水準の消費者マインドの背景には、政策に対する期待感に加えて、株価の上昇が続いていることも影響しているとみられるが、株価の上昇は資産効果を通じて個人消費を押し上げる。個人消費を取り巻く環境は総じて良好である。ただし、株価の上昇についても政策に対する期待が相当程度織り込まれているため、政策に対する失望感が広がることになれば、消費者マインドの悪化と株価の下落を同時に引き起こす可能性がある。雇用環境の底堅さを踏まえれば、個人消費が急激に減少するような事態は想定しづらいものの、今後示される財政政策が期待外れとなった場合の個人消費の減速には注意が必要である。

図表3 小売売上高の内訳、消費者センチメント



供給不足が住宅販売を下押し

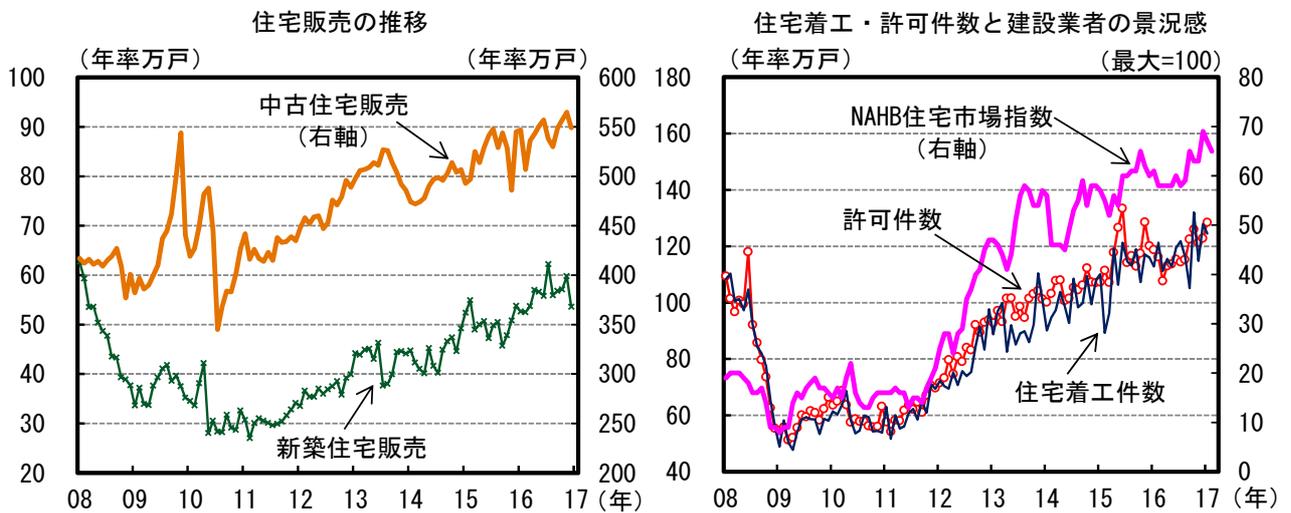
2016年12月の中古住宅販売は前月比▲2.8%と4ヵ月ぶりに減少、年率換算549万戸となった。前月の反動減で集合住宅が同▲10.3%と大きく減少したことに加えて、主力の一戸建ても同▲1.8%減少した。統計公表元のNAR（全米リアルター協会）によれば、住宅価格と金利の上昇に加えて、在庫水準の低さが販売を抑制する要因になったとされている。実際、中古住宅の在庫水準は1999年の統計開始以来の最低を記録しており、供給不足はより深刻さを増している。中古住宅販売に先行する仮契約指数は、12月は同+1.6%と前月からわずかに上昇したが、均して見れば低下傾向が続いており、更なる販売の減速を示唆していると言える。新築住宅販売についても、12月は同▲10.4%と大幅に減少、年率換算53.6万戸と2016年2月以来の水準まで落ち込んだ。販売が大きく落ち込んだこともあり、新築住宅の在庫は前月比+4.0%増加しており、供給不足が深刻な中古住宅に比べると、新築住宅市場の需給には幾分余裕が見られている。

新築住宅の供給面に関して、2017年1月の新築住宅着工件数は前月比▲2.6%減少の年率換算124.6万戸となった。一戸建てについては同+1.9%と3ヵ月ぶりの増加に転じる一方で、振れの大きい集合住宅が同▲10.2%と減少し、全体を押し下げた。しかし、住宅着工の先行指標となる着工許可件数は、同+4.6%増加の128.5万戸となった。2015年11月以来の高水準を回復しており、住宅着工の増加が続くことを示唆している。

住宅市場の先行きに関して、雇用・所得環境の改善が続く可能性が高いことを踏まえれば、改善基調が続くことが期待される。実際、住宅建設業者の景況感を見ると、2月のNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数は前月から▲2pt低下したが、それでも高い水準を維持しており、引き続き楽観的な状況が続いている。ただし、需給ひっ迫を背景とした住宅価格の上昇や、金

利上昇によって家計の住宅購買力の低下が続いていることは、住宅市場にとって向かい風となろう。住宅市場の改善は続くと思われるが、ペースが鈍化する公算が大きい。

図表4 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

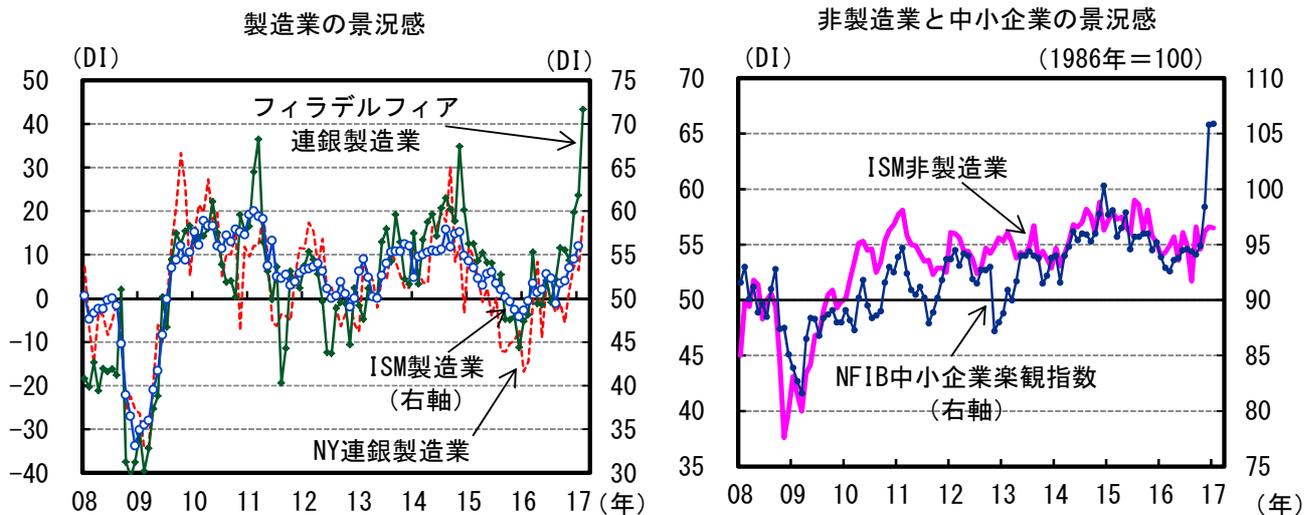
企業マインドは堅調維持

2017年1月のISM製造業景況感指数は前月差+1.5%ptの56.0%となり、2014年11月以来の高水準となった。改善は5ヵ月連続であり、製造業の景況感はこのところ改善基調を強めている。指数の内訳を見ると、1月は5系列全てが前月から改善、特に雇用、生産の改善幅が大きく全体を押し上げた。また、2月上旬までの動向を含む地区連銀によるサーベイを見ても、製造業の景況感は改善が続いている。ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀による製造業景況感指数は、双方とも前月から上昇し、特にフィラデルフィア連銀による指数は大幅に改善、1984年1月以来の高水準を記録した。両指数とも、新規受注、出荷が大幅に改善しており、期待の改善だけではなく、実績としての需要の増加が景況感の改善に繋がっているようである。

1月のISM非製造業景況感指数は前月から▲0.1%pt低下の56.5%となった。雇用、入荷遅延の2系列が前月から改善する一方で、事業活動および新規受注の低下が全体を下押しした。しかし、指数水準は基準となる50%を安定的に上回って推移しており、非製造業の景況感についても底堅い状況が続いている。

NFIB(全米独立事業者協会)による1月の中小企業楽観指数は、前月差+0.1%ptと小幅に改善した。トランプ大統領が選挙で勝利して以降、大幅に上昇した先行きに関する指標は軒並み前月から低下したものの、それでもなお高水準を維持しており、中小企業の先行きも含めた景況感は非常に楽観的である。NFIBは、「非常に前向きな期待感が中小企業の雇用や支出に結びつき始めている」と、期待の改善が实体经济に好影響を及ぼし始めている可能性を指摘しており、さらなる内需の拡大を期待させる内容であった。

図表5 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

鉱工業生産指数は2ヵ月ぶりの低下も、製造業は改善基調

企業部門の実体面を見ると、2017年1月の鉱工業生産指数は前月比▲0.3%と2ヵ月ぶりの低下に転じた。しかし、内訳を見ると、前月大幅に上昇した公益部門の生産が同▲5.7%と大きく低下したことが全体を大きく押し下げている。製造業に関しては、同+0.2%と2ヵ月連続で上昇し、非常に緩やかながら改善基調を維持している。鉱業についても同+2.8%と2ヵ月ぶりに上昇、持ち直しの動きが続いており、ヘッドライン以上に内容は底堅い。

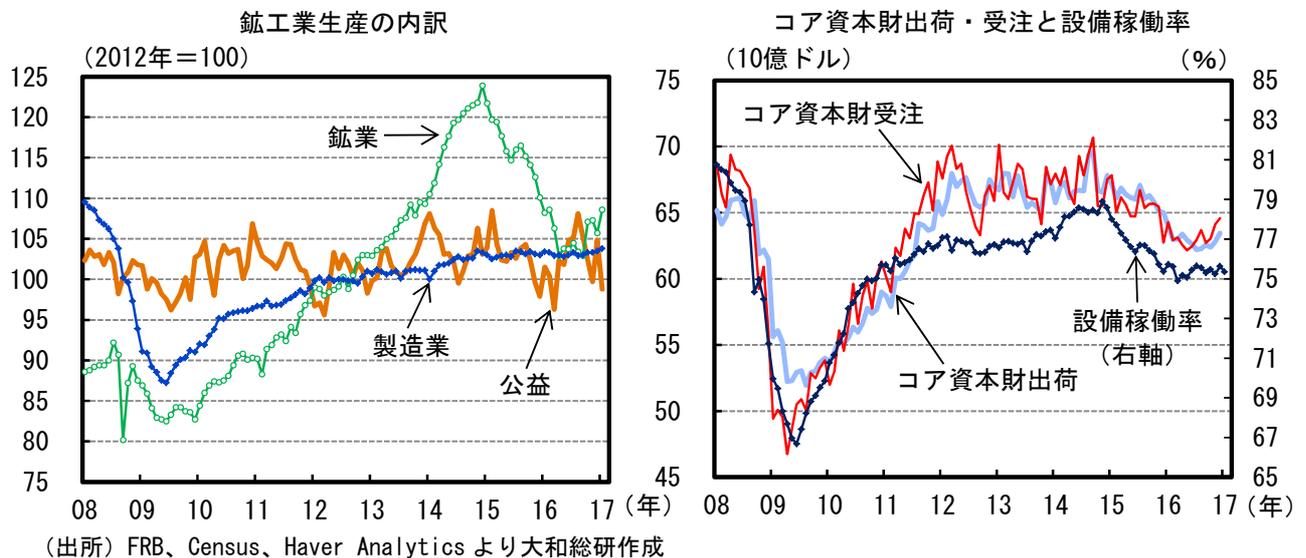
製造業の内訳を見ると、化学(前月比+1.0%)や飲食料品・たばこ(同+0.6%)を中心に、非耐久財の生産が同+0.6%上昇し、全体を牽引した。耐久財関連については、同▲0.1%と2ヵ月ぶりの減少に転じたが、これは主に自動車・同部品の生産が同▲2.9%減少したことによる。新車販売台数は高水準ながらも、このところ頭打ちにあり、販売の増勢鈍化に沿う形で自動車・同部品の生産にも減速が見られている。他方、コンピューター・電子機器(同+0.7%)の増加基調や機械(同+0.9%)、一次金属(同+0.6%)、非金属鉱物(同+0.5%)の持ち直しなどにより、自動車を除く耐久財の生産は同+0.3%と堅調であった。

鉱工業生産指数が前月から低下したのを受け、鉱工業の設備稼働率は前月から▲0.3%pt低下の75.3%となった。設備稼働率は依然、低水準での推移が続いている。しかし一方で、機械設備投資関連の指標では、明るい動きも見られている。機械設備投資の一致指標であるコア資本財出荷は、2016年12月は前月比+1.0%と2ヵ月連続で増加した。先行指標となるコア資本財受注も同+0.7%と3ヵ月連続で増加しており、これまでの減少傾向から反転の兆しが見られている。

持ち直しの動きが見られている設備投資は、今後一層、増加基調を強めていく見通しである。海外経済はこのところ総じて上向いてきており、これまで製造業の生産が伸び悩む要因となってきた輸出は増加に向かう公算が大きい。輸出の増加に伴い設備稼働率が上昇するにしたがっ

て、機械設備投資の増勢が加速していくことになろう。また、政策に対する企業の期待感が設備投資の増加を後押しする可能性が高まっていること期待される。

図表6 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



経済見通し

米国経済の先行きに関して、当面は緩やかな景気拡大が続くものの、トランプ大統領の財政政策が実行されることで、2017年末頃から成長率が加速するという見方を基本シナリオとする。

雇用・所得環境は改善傾向が続いているが、完全雇用に近づく中で、先行きは雇用者数の伸びは減速する可能性が高い。賃金上昇率が高まることでマクロの所得は下支えされると考えられるが、賃金上昇率はあくまで緩やかなペースで加速することが見込まれ、個人消費や住宅投資の伸びを加速させるほどの力強さはないだろう。しかし、こうした景気循環とは別に、家計関連需要は、トランプ大統領による所得税減税が実施されれば、所得の増加に連動する形で再加速することになると考えられる。足下で持ち直しが見られる設備投資についても、内外需の拡大に支えられて、徐々に持ち直し基調を強めていくことになろう。

トランプ大統領による政策の不確実性が先行き最大のリスクであるということは依然変わらない。トランプ大統領による税制改革が近く提案される見込みだが、政策実行に向けたスケジュールや政策の実現可能性に対する不透明感がそれによって完全に払拭されるとは考え難い。また、保護主義色を強める通商政策や移民政策など、米国経済にとってマイナスとなる政策が実現するリスクについても引き続き十分に注視していく必要がある。政策に対する期待感が経済にとってプラスの効果を表し始めている部分もあり、政策動向が短期的な経済動向にも影響を及ぼす可能性があるだろう。

図表 7 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	1.9	2.4	2.2	2.2	2.3	2.8	2.8	2.8	2.8				
〈前年同期比、%〉	1.6	1.3	1.7	1.9	2.3	2.5	2.2	2.3	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	2.4	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	2.4	3.0	3.6	4.0	4.6	4.9	5.3	5.8	6.3	2.1	-0.4	2.9	4.9
住宅投資	7.8	-7.7	-4.1	10.2	8.6	5.0	4.2	3.2	5.8	5.5	5.0	4.7	11.7	4.9	4.6	4.8
輸出	-0.7	1.8	10.0	-4.3	2.9	2.9	3.2	3.6	3.9	4.0	4.0	4.1	0.1	0.4	2.4	3.7
輸入	-0.6	0.2	2.2	8.3	3.2	2.8	2.9	3.1	3.7	3.8	3.9	4.0	4.6	1.1	3.7	3.5
政府支出	1.6	-1.7	0.8	1.2	1.1	0.2	0.3	0.3	0.7	0.8	0.9	1.0	1.8	0.9	0.6	0.6
国内最終需要	1.2	2.4	2.1	2.5	2.4	2.2	2.2	2.3	2.9	2.8	2.8	2.9	3.1	2.1	2.3	2.6
民間最終需要	1.1	3.2	2.4	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	3.3	3.3	3.2	3.2	3.3	2.3	2.7	3.0
鉱工業生産	-1.7	-0.8	1.7	0.4	1.4	1.7	2.0	2.1	2.6	2.7	2.8	2.9	0.3	-1.0	1.3	2.5
消費者物価指数	0.1	2.3	1.8	3.0	4.0	2.2	2.4	2.4	2.4	2.6	2.6	2.7	0.1	1.3	2.8	2.5
失業率 (%)	4.9	4.9	4.9	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.5	5.3	4.9	4.7	4.6
貿易収支 (10億ドル)	-126	-126	-117	-133	-138	-138	-139	-139	-139	-141	-142	-144	-500	-502	-554	-567
経常収支 (10億ドル)	-132	-118	-113	-131	-139	-140	-143	-145	-146	-148	-152	-155	-463	-494	-567	-601
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	1.21	1.27	1.43	1.49	1.65	1.71	1.94	2.18	0.69	0.84	1.35	1.87
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2月21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