

2017年4月20日 全9頁

米国経済見通し 高まる下方修正リスク

税制改革は後ずれの公算が大きく、野心的な改革も困難

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]

- 2016年11月の選挙によって、大統領所属政党および上下院の多数党を全て共和党が確保したため、議会運営がスムーズになるとの見方がこれまで優勢となってきた。しかし、オバマケアの廃止・置き換え法案が、共和党内からの反対によって採決にすら至らなかったことで、トランプ政権は政策遂行能力の低さを露呈し、先行きの政策に対する疑念は大きく高まった。
- トランプ政権は、今後の政策の優先課題として、減税を中心とした税制改革に軸足を移していくとみられる。しかし、日程が後ずれする公算が大きくなっているのに加えて、共和党内での意見調整の難しさによって、税制改革などの経済政策による景気刺激効果は期待していたほどにはならない可能性がある。
- 短期的には、政策に対する期待感が剥落することで、大統領選挙以降、上昇してきた株価や、企業および消費者のマインドが腰折れする可能性には一定の注意が必要と考えられる。だが、これまで企業や消費者のマインドが改善基調を強めたのとは裏腹に、ハードデータに見る実体経済面での改善は緩慢なものに留まってきた。マインド悪化による影響も限定的なものとなると考えられ、過度に悲観視する必要はないだろう。
- 足下までの経済統計を踏まえると、個人消費が前期比年率1%を下回る低い伸びとなることを主因に、2017年1-3月期の実質GDP成長率は同+1%台前半へと減速したとみられる。しかし、雇用・所得環境の着実な改善などに鑑みると、1-3月期の個人消費の減速は一時的なものとなると見込まれ、4-6月期には再び、個人消費を中心に成長率が加速すると見込む。

オバマケア代替法案の廃案で、政策遂行能力の低さを露呈

トランプ大統領が就任以降、最優先事項として取り組んできたオバマケア廃止・置き換えは、採決を前に法案が撤回され、一旦は頓挫することとなった。法案の撤回に至ったのは、民主党からの強硬な反対に加えて、共和党内でも意見が集約しきれなかったため、法案が通過する目途が立たなかったためである。共和党下院議員のうち、より保守色が強い議員によって構成されるフリーダム・コーカスは、オバマケアの置き換えではなく完全撤廃を求めて法案を支持しなかった。一方で、共和党の中でも穏健派の議員は、医療保険加入義務を撤廃することで無保険者が増加するのを懸念し法案に反対した。

2016年11月の選挙によって、大統領所属政党および上下院の多数党を全て共和党が確保したため、議会運営がスムーズになるとの見方がこれまで優勢となってきた。しかし、オバマケアの廃止・置き換え法案が、共和党内からの反対によって採決にすら至らなかったことで、トランプ政権は政策遂行能力の低さを露呈し、先行きの政策に対する疑念は大きく高まった。

トランプ政権はオバマケアの廃止・置き換えを諦めたわけではなく、今後も議論は続けていくとしているが、今後の政策の優先課題として、減税を中心とした税制改革に軸足を移していくとみられる。しかし、税制改革に関して、ムニューシン財務長官が、議会が休会に入る8月までに法案を通過させるのは困難であるという認識を示しているように、日程が後ずれする公算が大きくなっている。

加えて、オバマケアの一件で露呈した共和党内での意見調整の難しさによって、税制改革などの経済政策による景気刺激効果は期待していたほどにはならない可能性がある。オバマケア廃止・置き換え法案を断念する最大の要因となったフリーダム・コーカスは、小さな政府を志向しているため減税には前向きであると考えられるが、同時に財政規律を重視し、財政赤字の拡大には懸念を示すとみられる。このため、財政負担が小さい形での税制改革、もしくは減税と同時に歳出の削減を求めることになろう。そうなった場合、民主党とは合意が得やすいと考えられるインフラ投資についても、共和党内での反対意見が足かせとなり、実現できない可能性が高まる。減税やインフラ投資の押し上げ効果により、早ければ2017年後半頃から景気が加速するという見方は修正を迫られていると言えよう。

短期的には、政策に対する期待感が剥落することで、大統領選挙以降、上昇してきた株価や、企業および消費者のマインドが腰折れする可能性には一定の注意が必要と考えられる。だが、これまで企業や消費者のマインドが改善基調を強めたのは裏腹に、ハードデータに見る実体経済面での改善は緩慢なものに留まってきた。例えば、消費者マインドが大きく改善しているのに反して、個人消費は足下ではむしろ減速が見られている。マインドから実体面への波及が進んでいないのであれば、マインド悪化による影響も限定的なものとなると考えられ、過度に悲観視する必要はないだろう。

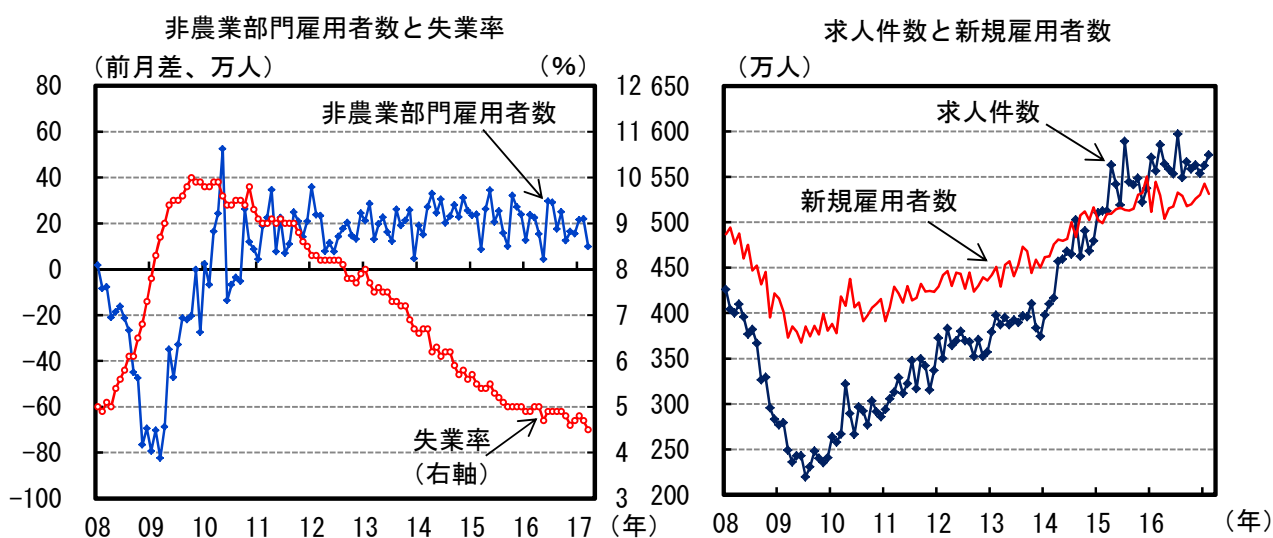
雇用者数の増加ペースは減速も、失業率は低下¹

足下の景気動向に関して、まず労働市場の動向を確認すると、2017年3月の非農業部門雇用者数は前月差+9.8万人となり、前月の同+20万人超から大きく伸びが鈍化した。3ヵ月移動平均も同+17.8万人と底堅いながらも3ヵ月ぶりに伸びが鈍化しており、雇用者数の増加ペースには減速が見られている。

3月の雇用者数の増減を部門別に見ると、政府部門の雇用者数が2ヵ月ぶりの増加に転じた一方で、民間生産部門、民間サービス部門の増加幅が前月から縮小した。とりわけ、サービス部門の増加幅が2016年5月以来の小ささとなり、全体の伸びを抑制した。サービス部門の内訳では、オバマケアを巡る先行きの不透明感が影響したとみられる教育・医療の減速が顕著であった。また、芸術・エンターテインメント関連の低迷により娯楽サービスの伸びが鈍化した他、小売業の雇用者数が2ヵ月連続で減少するなど、個人消費関連業種が振るわない結果となった。生産部門については、前月好調だった建設業が小幅な伸びに留まったことが減速の主因となり、製造業についても増加幅が縮小した。

非農業部門雇用者数が低い伸びとなる一方で、3月の失業率は前月から▲0.2%pt低下の4.5%となり、2007年5月以来の低水準を記録した。また、労働参加率は前月から横ばい（小数点第2位まで計算すると、2月：62.95%→3月：62.97%とわずかに上昇）と、持ち直し基調が継続しており、労働市場の改善の裾野は広がっている。ただし、労働需給のひっ迫感が増す中で、賃金は着実に上昇しているものの、目立った加速は見られていない。3月の民間部門の平均時給は前月比+0.2%上昇したが、前年比変化率は+2.7%と、前月の同+2.8%から上昇幅が縮小した。

図表1 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と新規雇用者数



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「非農業部門雇用者数は+10万人割れに減速」(2017年4月10日)参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20170410_011889.html

足下で雇用者数の伸びに減速が見られているが、雇用を取り巻く環境は底堅い。企業マインドは、やや減速しつつも高い水準を維持しており、企業による労働需要が急速に縮小しているとは考え難い。実際、企業による求人状況を見ても、2月の求人件数は前月比+2.1%の574.3万人と、このところ増加ペースは鈍っているものの高水準にある。他方で、以前から指摘しているように労働供給不足によって雇用者数の増加ペースが鈍化する可能性には注意が必要であろう。イエレンFRB（連邦準備制度理事会）議長は、長期的な労働力人口の増加に見合う雇用者数の増加ペースは、毎月7.5万人～12.5万人であると指摘している。減速が見られた3月の非農業部門雇用者数の伸びはこのレンジ内であり、労働供給のボトルネックを考慮すれば、決して弱い結果とは言えない。また、求人が増加したにもかかわらず、2月の新規雇用者数が減少したことなどが示しているように、企業が求める人材と求職者のミスマッチも雇用者数の増加を妨げる要因になっていると考えられる。これまでのような毎月20万人を上回る雇用者数の伸びを維持することは困難になりつつある。

1-3 月期の個人消費は軟調な結果

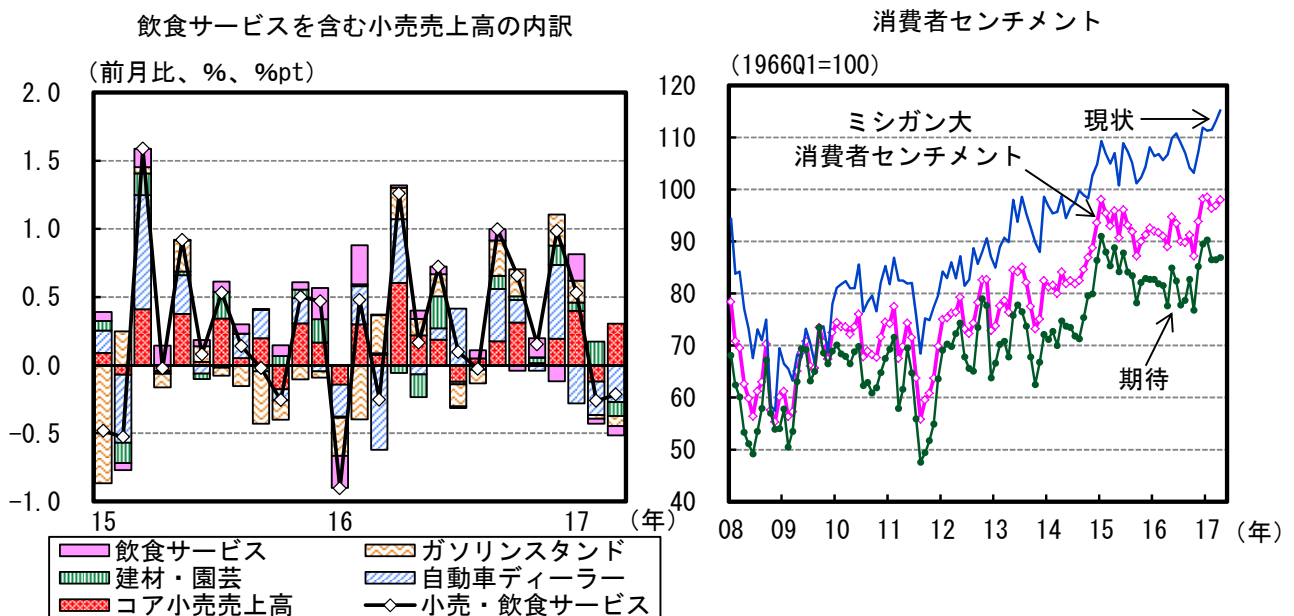
減速しつつも労働市場の改善が続く一方で、足下の個人消費は軟調である。2月の実質個人消費は前月比▲0.1%となり、2011年12月以来の2ヵ月連続での減少となった。1月は実質可処分所得が前月から減少したことが個人消費を押し下げたが、2月の実質可処分所得は同+0.2%と増加に転じており、消費性向の低下が個人消費を押し下げている。

3月の個人消費の動向に関して、小売売上高（飲食サービス含む）は前月比▲0.2%と2ヵ月連続で減少し、引き続き振るわない結果となっている。業種別の内訳では、3月の減少に寄与したのは、自動車ディーラー（同▲1.5%）、建材・園芸（同▲1.5%）、ガソリンスタンド（同▲1.0%）、飲食サービス（同▲0.6%）であり、振れが大きいとされる業種の売上が軒並み減少した。ただし、自動車ディーラーについては3ヵ月連続で減少しており、単なる振れではなく、トレンドとして足下で販売が鈍化している。3月の新車販売台数を見ても、3ヵ月連続で減少し、2015年2月以来の低水準となっている。金融機関による自動車ローン向け貸出態度の厳格化や、金融危機以降のペントアップ・デマンドの一巡が減速の理由として考えられる。家計の所得環境自体は改善が続いているため、先行きに関する懸念は大きくないと考えるが、後述するように新車販売台数の減速は鉱工業生産を下押しする大きな要因にもなっており、今後の動向を注視していく必要がある。

他方で、3月の小売売上高のうち、振れの大きい業種を除いたコア小売売上高は前月比+0.5%と2ヵ月ぶりの増加に転じており、安定的な推移が続いていると言える。加えて、3月の消費者物価指数（CPI）は同▲0.3%低下し、食品・エネルギーを除くコアCPIも同▲0.1%と2010年1月以来の低下となっているため、3月の実質ベースの個人消費の落ち込みはさほど大きくない。とはいえ、1、2月の個人消費の弱さを踏まえると、1-3月期のGDPベースの実質個人消費は前期比年率0%台の低い伸びに留まったとみられる。

米国経済のメインエンジンである個人消費の減速が一時的で留まるか否かは、今後の米国経済の動向を考える上で非常に重要だが、4-6月期以降、個人消費は再び増勢を強めると考えられる。消費者マインドの状況を見ると、4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+1.1ptと2ヵ月連続で上昇し、引き続き高い水準を維持している。現状指数、期待指数の双方が改善する中、とりわけ現状指数は同+2.0ptと大きく改善、2000年11月以来の高水準を記録している。また、個人消費の裏付けとなる所得に関して、雇用者数の伸びは減速する可能性が高まっているが、労働需給がひっ迫する中で賃金の上昇が続くとみられ、マクロベースの所得は底堅く推移する公算が大きい。個人消費は所得の増加に見合ったペースでの増加が続くことになろう。

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

住宅市場は改善基調が継続

2月の中古住宅販売は前月比▲3.7%と2ヵ月ぶりに減少、年率換算548万戸となった。統計公表元のNAR（全米リアルター協会）によれば、供給不足と住宅取得能力の低下が販売を抑制する要因になったとされ、一戸建て（同▲3.0%）、集合住宅（同▲9.2%）の双方が前月から減少した。販売の減少により在庫は同+4.2%と2ヵ月連続で増加、在庫率も7ヵ月ぶりに上昇した。ただし、在庫率はなおも低い水準にあり、中古住宅市場の需給はタイトな状態にある。販売価格の中央値は前年比+7.7%、平均値は同+5.8%といずれも前月から増加幅が拡大しており、賃金を上回るペースでの上昇が続いている。

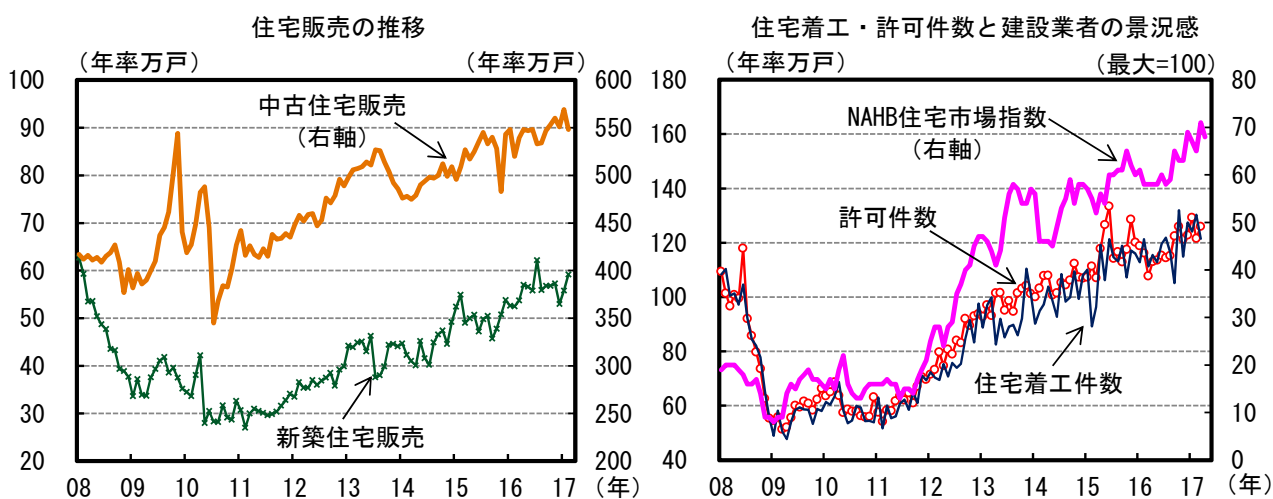
一方、中古住宅に比べてこのところ販売の伸びが鈍っていた新築住宅販売は、2月は前月比+6.1%増加の年率換算59.2万戸となった。2016年7月以来の高水準となり、再び増加トレンド

へ向かうことを期待させる結果であった。前月、前々月に好調だった北東部では販売が大きく減少したものの、中西部、南部、西部で増加、とりわけ中西部の大幅な増加（同+30.9%）が全体を押し上げた。在庫は同+1.5%と7ヵ月連続で増加したが、販売好調の結果、在庫率は2ヵ月連続で低下した。新築住宅の在庫率は中古住宅に比べると相対的に高く、需給のひっ迫度は中古住宅ほどに深刻ではない。

新築住宅の供給面に関して、3月の新築住宅着工は前月比▲6.8%と2ヵ月ぶりに減少、年率換算121.5万戸となった。内訳を見ると、振れの大きい集合住宅が同▲7.9%減少したことに加えて、一戸建ても同▲6.2%減少した。一方で、住宅着工の先行指標となる着工許可件数は同+3.6%と2ヵ月ぶりに増加した。年率換算126.0万戸と住宅着工を上回る水準となり、短期的な住宅着工の増加を示唆している。労働力不足や用地不足などが取りざたされつつも、一戸建てを中心に住宅着工は着実な増加基調が続いている。

住宅建設業者の景況感に関して、4月のNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数は前月差▲3ptと2ヵ月ぶりに低下した。内訳についても、販売の現状、見通し、見込み客の動向の全てが前月から低下しているが、いずれも低下幅は前月の上昇幅に比べて小さく、建設業者は引き続き需要に対して楽観的である。春からの住宅購入シーズンには、低価格および中価格帯の物件の需給がより厳しくなるとの見方がNARから示されており、在庫不足による販売の減速や住宅価格の更なる上昇には注意が必要だが、住宅市場は先行きも改善が続くと見込まれる。

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も改善一服

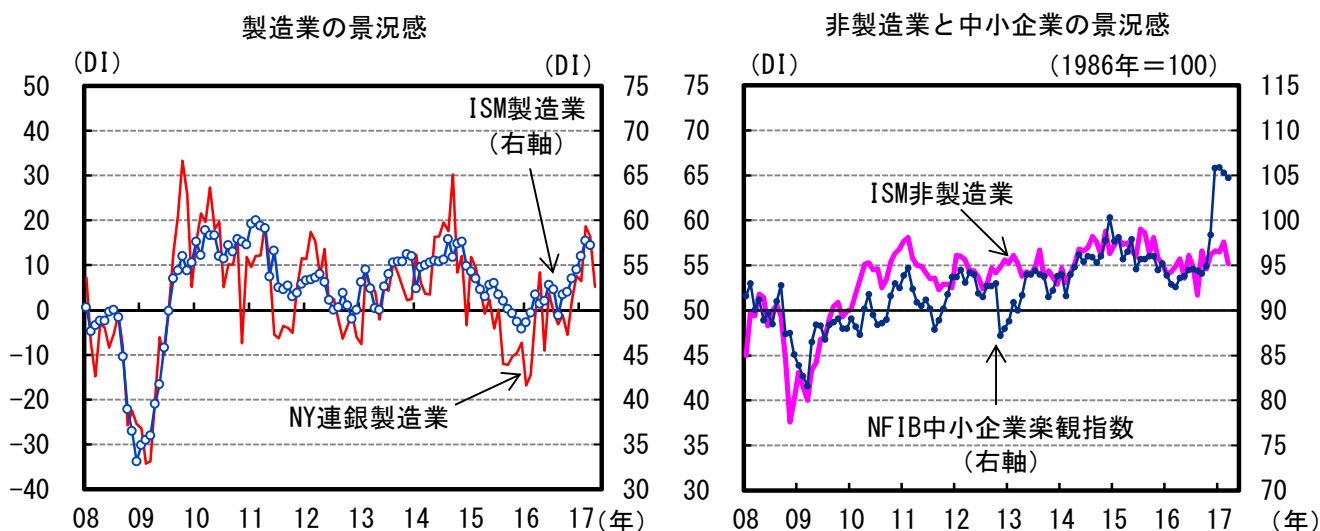
企業部門の動向に目を向けると、3月のISM製造業景況感指数は前月差▲0.5%ptと7ヵ月ぶりの低下に転じた。指数の内訳では雇用、入荷遅延の2系列が改善する一方で、新規受注、生産、在庫の3系列が前月から悪化し全体を押し下げた。だが、前月から悪化した系列についてもここ数ヵ月の改善と併せて見れば、悲観的になるほどの弱さはない。また、景況感指数の構

成系列ではないものの、新規輸出受注は前月から大きく改善、2013年11月以来の高水準となっており、外需も含めた需要の底堅さによって製造業の景況感は好調を維持した。しかし、4月上旬までの動向が含まれるニューヨーク連銀による製造業景況感指数は2ヵ月連続で低下し、2016年11月以来の低水準となった。同指数は非常に振れが大きいいため、幅を持つてみる必要があるが、4月に入って製造業の景況感は減速感を強めている模様である。

3月のISM非製造業指数は、前月差▲2.4%ptと2ヵ月ぶりに低下した。指数の水準は55.2%と基準となる50%を大きく上回っており決して低くないが、非製造業についてもここ数ヵ月の改善が足踏みする結果となった。指数の内訳を見ると、入荷遅延が改善する一方、事業活動、新規受注、雇用の3系列が前月から悪化、とりわけ事業活動の低下幅が大きく全体を押し下げている。

大統領選挙後の改善が顕著だった、中小企業楽観指数も3月は前月差▲0.6%ptと2ヵ月連続で低下した。こちらも大統領選挙以降の大幅な改善に照らせば、小幅な低下であり、引き続き中小企業のマインドは非常に明るい状態にある。しかし、統計公表元のNFIB（全米独立事業者協会）によれば、これまで中小企業のマインドが大幅に改善した背景には、トランプ政権による規制の撤廃や減税に対する期待があるとされてきた。オバマケア廃止・置き換えに関する法案が撤回されたことで、急速に改善した中小企業のマインドは、4月以降さらにトーンダウンする可能性があるだろう。

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、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

公益部門の反発が鉱工業生産を押し上げも、製造業は軟調

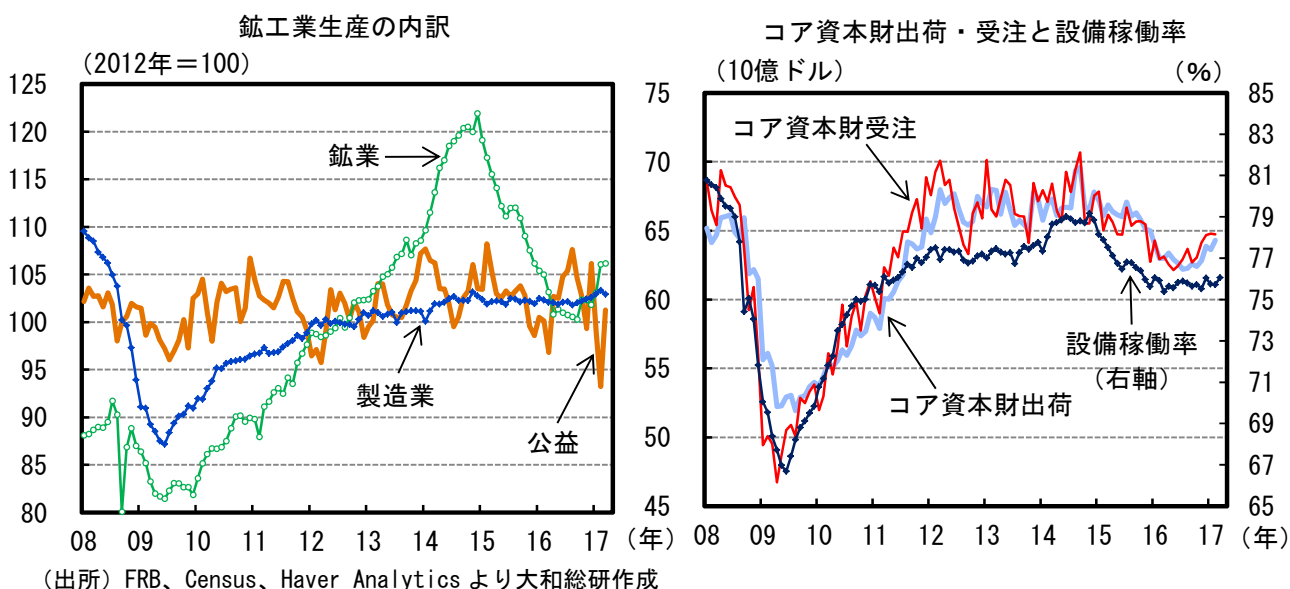
企業の実体面の動向を見ると、3月の鉱工業生産指数は前月比+0.5%と2ヵ月連続で上昇した。1、2月に暖房需要低迷から不調だった公益部門が同+8.6%と過去最大の上昇を記録したことが全体を大きく押し上げた。また、このところ持ち直しの動きが続いている鉱業は同+0.1%

と3ヵ月連続で上昇している。他方で、鉱工業生産全体の75%程度のウェイトを占める製造業は同▲0.4%と7ヵ月ぶりに低下した。製造業はこのところの上昇基調が一服する形となっており、鉱工業生産はヘッドラインの改善ほどに内容は良くない。

製造業の内訳を確認すると、3月の落ち込みに大きく影響したのは、自動車・同部品が前月比▲3.0%と大きく低下したことである。足下で軟調な新車販売に合わせて生産も減少する形となった。また、自動車・同部品以外では、航空機・その他輸送用機械（同▲0.8%）、一次金属（同▲1.3%）、機械（同▲0.5%）、金属製品（同▲0.5%）など、耐久財関連業種の生産は軒並み前月から減少した。一方、非耐久財関連については、前月から生産が減少した業種も多い中、化学（同+0.4%）、石油・石炭製品（同+1.5%）の上昇を受け、全体としては同+0.1%と小幅ながら増加を維持している。

鉱工業生産指数の上昇を受け、3月の設備稼働率は前月から+0.4%pt上昇の76.1%となった。依然、長期平均（1972年～2016年平均：79.9%）を下回る低水準にあるが、2016年初から低下に歯止めが掛かり、横ばい圏で推移している。まだ積極的に能力増強投資をする段階にはないと考えられるが、ストック調整圧力は軽減していると考えられ、更新投資を中心とした設備投資需要は高まっているとみられる。実際、足下の設備投資関連指標を見ると、機械設備投資の一致指標であるコア資本財出荷の2月分は前月比+1.0%と2ヵ月ぶりの増加となった。先行指標となるコア資本財受注は同▲0.1%と5ヵ月ぶりに減少したものの、小幅な減少に留まり、均せば持ち直しの動きが続いている。設備投資は着実に増勢を強めつつある。

図表5 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と製造業の設備稼働率



経済見通し

足下までの経済統計を踏まえると、GDPのおよそ7割を占める個人消費が前期比年率1%を下回る低い伸びとなることを主因に、2017年1-3月期の実質GDP成長率は同+1%台前半へと減速したとみられる。1-3月期の成長率の下振れを受け、2017年のGDP成長率見通しは従来の前年比+2.3%から同+2.1%へと下方修正した。しかし、雇用・所得環境の着実な改善などに鑑みると、1-3月期の個人消費の減速は一時的なものとなると見込まれ、4-6月期には再び、個人消費を中心に成長率は加速すると見込む。1-3月期については季節調整によって十分に季節性が除去できていない可能性も指摘されていることから²、4-6月期のGDP成長率が反発する可能性は高いと考えられる。

一方、2018年のGDP成長率見通しについても従来の前年比+2.5%から同+2.3%へと下方修正したが、これは財政政策による景気の押し上げ効果を見直したことによる。トランプ大統領就任以降の政策の進展の遅れや、民主党との対立、および共和党内での意見対立などに鑑みると、経済政策の実現は後ずれする公算が大きいのに加えて、野心的な改革は実現できない可能性が高いと考える。2018年には政策効果によって経済が一定程度押し上げられるという見方をあくまで基本シナリオとして維持するが、政策が実現しないことによる下方修正リスクは従来よりも高まっている。

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	前年比、%			
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	0.8	1.4	3.5	2.1	1.1	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3				
(前年同期比、%)	1.6	1.3	1.7	2.0	2.0	2.3	2.0	2.0	2.4	2.3	2.3	2.3	2.6	1.6	2.1	2.3
個人消費	1.6	4.3	3.0	3.5	0.5	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2	3.2	2.7	2.4	2.5
設備投資	-3.4	1.0	1.4	0.9	7.1	2.2	2.9	3.5	4.1	4.6	5.1	5.5	2.1	-0.5	3.1	4.0
住宅投資	7.8	-7.7	-4.1	9.6	8.9	6.4	6.1	5.8	5.5	5.1	4.9	4.6	11.7	4.9	5.2	5.5
輸出	-0.7	1.8	10.0	-4.5	7.0	4.7	3.7	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	0.1	0.4	3.7	3.9
輸入	-0.6	0.2	2.2	9.0	6.3	4.3	3.8	4.1	4.3	4.4	4.7	4.9	4.6	1.2	5.0	4.3
政府支出	1.6	-1.7	0.8	0.2	0.7	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	1.8	0.8	0.4	0.6
国内最終需要	1.2	2.4	2.1	2.8	1.7	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	3.1	2.1	2.3	2.5
民間最終需要	1.1	3.2	2.4	3.4	1.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.9	2.8	2.8	3.3	2.3	2.6	2.8
鉱工業生産	-1.3	-0.7	0.8	0.7	1.5	3.2	1.6	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	-0.7	-1.2	1.5	2.2
消費者物価指数	0.1	2.3	1.8	3.0	3.1	0.7	2.1	1.9	1.9	2.1	2.2	2.2	0.1	1.3	2.2	2.0
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	4.6	5.3	4.9	4.6	4.6
貿易収支(10億ドル)	-126	-126	-116	-132	-139	-140	-143	-144	-146	-149	-152	-156	-500	-501	-566	-602
経常収支(10億ドル)	-133	-120	-116	-112	-120	-120	-123	-123	-122	-123	-124	-125	-463	-481	-485	-495
FFレート(%)	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	1.50	1.50	1.75	2.00	2.25	0.50	0.75	1.50	2.25
2年債利回り(%)	0.84	0.77	0.73	1.01	1.24	1.34	1.57	1.73	1.77	1.98	2.23	2.46	0.69	0.84	1.47	2.11
10年債利回り(%)	1.92	1.75	1.56	2.13	2.44	2.45	2.67	2.83	2.88	3.08	3.31	3.52	2.14	1.84	2.60	3.20

(注1) 網掛けは予想値。2017年4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

² 例えば、2017年3月FOMCの議事録においても、残存季節性(residual seasonality)が1-3月期の低成長の要因となった可能性が指摘されている。

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20170315.htm>