

2017年5月24日 全10頁

# 米国経済見通し 揺れるトランプ政権

予算教書を漸く発表も、実現可能性は低い

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5月23日に予算教書を議会に提出し、これまで詳細が不明だったトランプ政権による財政政策の中身が漸く明らかとなった。今回提出された予算教書の最大のポイントは、歳出の削減と歳入の増加によって、10年間で連邦財政収支を黒字化することである。ただし、財政収支の前提となる経済成長率は、2020年代には3%まで加速する見通しとなっており、非常に楽観的である。歳入の増加、財政収支の改善については割り引いてみる必要があろう。
- そもそも大統領による予算教書はあくまで議会に対する提案であり、実際に議会で作成される予算案は今回発表された予算教書と大きく異なったものとなる可能性が高いだろう。2018会計年度が始まる2017年10月までに残された時間は限られている。加えて、コミーFBI前長官の解任などをきっかけとしたロシアとの共謀を巡る疑惑で、政策の進展が遅れる可能性は一層高まっている。ただし、足下の米国経済は政策効果を抜きにしても底堅く、政治の混乱をきっかけに景気が急速に悪化するリスクは低いだろう。
- FOMC参加者は4-6月期の成長率の再加速を見込んでいる。それが実際の統計で確認されれば、3月のFOMCで示されたように年内にあと2回の利上げを実施するのが基本シナリオになる。6月のFOMCまでに雇用統計はもう一度公表されるが、雇用者数の伸びが極端に減速しないことに加えて、賃金上昇率の減速に歯止めが掛かるか否かが最大の注目点である。

## トランプ政権は漸く予算教書を発表

トランプ大統領は4月26日に税制改革案を発表、続く5月23日には予算教書を議会に提出し、これまで詳細が不明だったトランプ政権による財政政策の中身が漸く明らかとなった。

今回提出された予算教書の最大のポイントは、歳出の削減と歳入の増加によって、10年間で連邦財政収支を黒字化することである。歳出項目の内訳を見ていくと、裁量的支出に関しては3月に前もって公表されていたBlueprintに沿う形で、国防費が大幅に増額される一方で、非国防関連費の削減が提案されている。また、今回初めて明らかとなった義務的支出に関しても、広範な項目で削減が提案された。オバマケアを廃止・置き換えることで関連費用を削減するとされたほか、低所得者向け公的医療保険であるメディケイドの大幅な削減が提案されている。また、フードスタンプや低所得者層向け住宅補助、農家向けの補助金などの削減が提案されており、低所得者に対してより厳しい内容になっている。他方、ソーシャルセキュリティ（社会保障）や高齢者向け公的医療保険であるメディケアについては公約通り現状維持とされ、インフラ投資に対しては、10年間で2,000億ドルの支出が計上された。

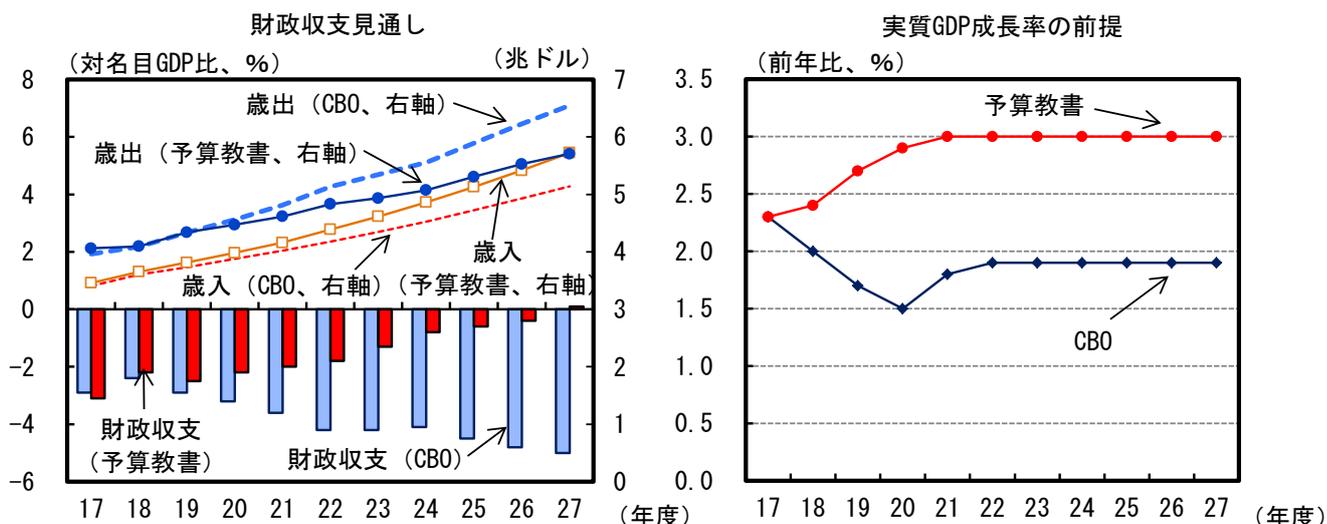
歳入面に関しては、4月末に出された税制改革案に沿って法人税、個人所得税の減税が盛り込まれたが、それによって経済成長率が加速し、財政収支は悪化しないとしている。実際、財政収支の前提となる経済成長率は、2020年代には3%まで加速する見通しとなっており、非常に楽観的である。減税や規制緩和が潜在成長率を押し上げる効果は期待できるものの、歳入の増加、財政収支の改善については割り引いてみる必要がある。

そもそも大統領による予算教書は、議会での予算審議のたたき台となるが、あくまで議会に対する提案であり法的拘束力を持たない。実際に議会で作成される予算案は今回発表された予算教書と大きく異なったものとなる可能性が高いだろう。トランプ大統領が提案する、オバマケアの廃止・置換や減税が実現するためには、議会で関連法が成立する必要があるが、2018会計年度が始まる2017年10月までに残された時間は限られている。

また、コミーFBI前長官の解任などをきっかけとしたロシアとの共謀を巡る疑惑で、政策の進展が遅れる可能性は一層高まっている。トランプ大統領が弾劾されるためには、下院の過半数による決議を経た後、上院で弾劾裁判が行われ、そこで3分の2以上が弾劾に賛成する必要がある。大統領の弾劾は共和党にとっても大きな痛手となるため、議会共和党は抵抗する可能性が高い。しかし、2018年の中間選挙を見据えて、共和党内での求心力が低下しているとみられ、引き続き動向を注視していく必要がある。

なお、仮に大統領が弾劾された場合、継承順位第1位のマイク・ペンス副大統領が大統領に昇格することになるため、政策の方向性がそれによって大きく転換するとは考え難い。政策期待の剥落や、市場の混乱といった悪影響は想定されるが、足下の米国経済は政策効果を抜きにしても底堅く、政治の混乱をきっかけに景気が急速に悪化するリスクは低いだろう。

図表 1 財政収支見通し、実質 GDP 成長率の前提



(注) CBO 見通しは 2017 年 1 月時点。

(出所) CBO、OMB、Haver Analytics より大和総研作成

## 6 月利上げに向けては、インフレ率が懸念材料

金融政策に関して、5 月 2 日～3 日に開催された FOMC (連邦公開市場委員会) では、市場予想通り FF (フェデラルファンド) レートの誘導目標レンジが据え置かれた<sup>1</sup>。また、バランスシート縮小に関する追加的な情報や、次回 6 月 13 日～14 日の FOMC での利上げ有無を示唆するような表現も盛り込まれなかった。

無風に終わった 5 月の FOMC の声明文で最も注目されたのは、経済の先行きに関して「第 1 四半期の成長の減速は一時的である可能性が高いとみている」という一文が付け加えられた点である。すなわち、FOMC 参加者は 4-6 月期の成長率の再加速を見込んでおり、それが実際の統計で確認されれば、3 月の FOMC で示されたように年内にあと 2 回の利上げを実施するのが基本シナリオになる。

5 月の FOMC 後に公表された 4 月以降の経済統計を概観すると、強弱入り混じる内容となっている。1-3 月期の景気減速の主因となった個人消費関連では、4 月の小売売上高は自動車の持ち直しなどから前月比+0.4%となった。4-6 月期の成長加速に向けて盤石と言えるほどの力強さはないものの、2 月 (同▲0.2%)、3 月 (同+0.1%) からは幾分加速が見られている。加えて、個人消費の裏付けとなる雇用者数の伸びについても 3 月の前月差+7.9 万人から 4 月は同+21.1 万人へ再加速した点も好材料と言える。また、失業率は 4.4%と 2007 年 5 月以来の低水準を記録している。

一方で、インフレ関連の指標が 4 月に入っても軟調であることは、懸念材料である。4 月の

<sup>1</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「FOMC 1-3 月期の景気減速は一時的との評価」(2017 年 5 月 8 日) 参照。 [http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20170508\\_011958.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20170508_011958.html)

CPI（消費者物価指数）は、前年比+2.2%と前月の同+2.4%から上昇幅が縮小、食品・エネルギーを除いたコア CPI も 4 月は同+1.9%と 3 月の同+2.0%から減速している。また、インフレ圧力となる賃金についても、4 月の民間部門時給は同+2.5%と、3 月の同+2.6%から上昇幅が縮小した。

目下の注目点である 6 月の FOMC での利上げの有無は、失業率が低水準にあることによる潜在的なインフレ圧力と、足下で減速しているインフレ率のどちらを重視するかに掛かっているが、FOMC 参加者の発言からは、現時点では明確なコンセンサスは得られていないとみられる。6 月の FOMC までに雇用統計はもう一度公表されるが、それらの経済統計を FOMC 直前まで見極めることになる。雇用者数の伸びが極端に減速しないことに加えて、賃金上昇率の減速に歯止めが掛かるか否かが最大の注目点である。なお、大和総研では 6 月に追加利上げを行うという従来の見方を維持する。

## 非農業部門雇用者数が再加速<sup>2</sup>

4 月の非農業部門雇用者数は前月差+21.1 万人となり、3 月の急減速から再び好不調の基準と言われる同+20 万人を上回るペースへと持ち直した。部門別に見ると、前月に不調だったサービス部門の雇用者数の伸びが再加速し全体を押し上げた。とりわけ、娯楽サービスや小売業など、個人消費関連業種の雇用者数が総じて好調であり、1-3 月期に不調だった個人消費の持ち直しを期待させる内容となった。非農業部門雇用者数増減の 3 ヶ月移動平均は同+17.4 万人と、2 ヶ月連続で伸びが鈍化しているものの、底堅い雇用者数の増加が続いている。

また、雇用者数の増加基調が続く中、4 月の失業率は前月から▲0.1%pt 低下の 4.4%となり、2007 年 5 月以来の低水準を記録した。加えて、経済的理由によるパートタイム就業者は 3 ヶ月連続で減少し、広義の失業率（U-6）は前月から▲0.3%pt 低下の 8.6%となるなど、労働市場の改善は着実に裾野を広げている。労働参加率は 5 ヶ月ぶりに低下したが、低下幅は小幅であり、均して見た持ち直し基調は続いている。一方で、労働市場の改善が進む中でも、賃金が伸び悩んでいる点は懸念材料である。4 月の民間部門の平均時給は前月比+0.3%増加したものの、前年比変化率は+2.5%と 2 ヶ月連続で上昇幅が縮小した。

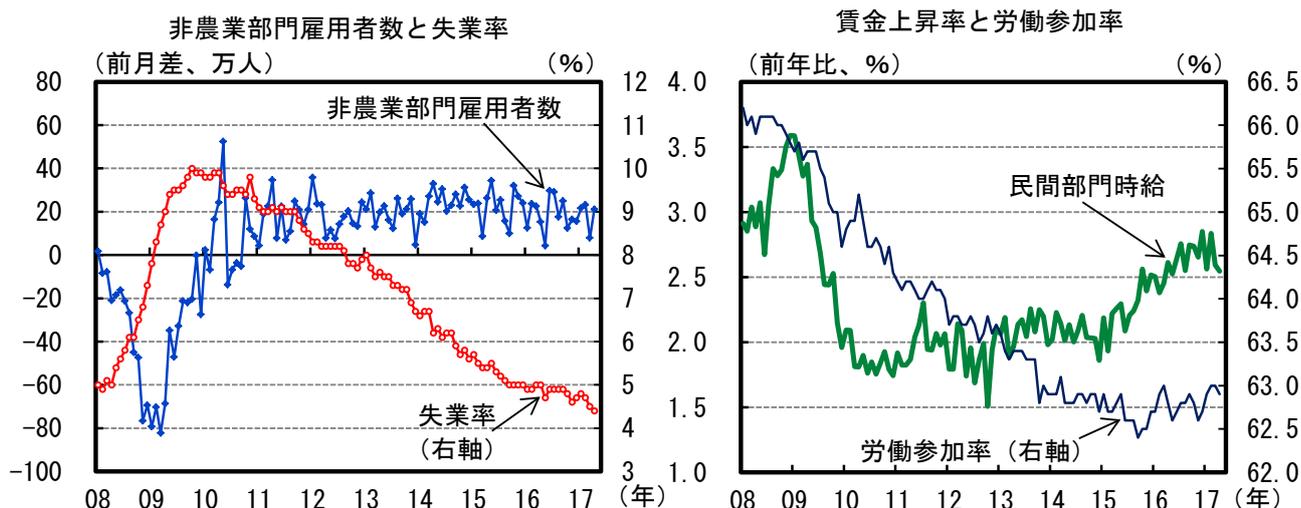
企業による求人を見ると、3 月の求人件数は前月比+1.1%と 3 ヶ月連続で増加し、2016 年 7 月以来の高水準となった。また、2016 年末頃から改善基調を強めてきた企業マインドは、製造業でやや減速が見られているものの、それでもなお企業活動の拡大を示しており、労働需要は引き続き旺盛な状況が続いている。

しかし、失業率は自然失業率近辺まで低下しており、労働供給不足が雇用者数増加のボトルネックになるリスクは上昇している。FRB によるページブック（地区連銀経済報告）などでも、製造業、運輸業、建設業など、幅広い産業で労働力の確保が難しくなっていることが指摘され

<sup>2</sup> 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+21.1 万人に再加速」（2017 年 5 月 8 日）参照。[http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20170508\\_011957.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20170508_011957.html)

ており、雇用者数の増加ペースは鈍化していく公算が大きい。一方、すでにタイトな労働需給が一層ひっ迫感を強めていく見込みであることを考えると、このところ伸び悩む賃金上昇率は今後加速する可能性が高いだろう。とりわけハイスキルな職種において人材確保が困難であり、低スキルな労働者が相対的に増加しやすいため、賃金上昇が抑制される可能性はあるが、それでも賃金上昇率は徐々に高まっていくことになるだろう。

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

## 4月の個人消費は持ち直し

1-3月期に減速が見られた個人消費は、4月に入って持ち直しの動きが見られている。

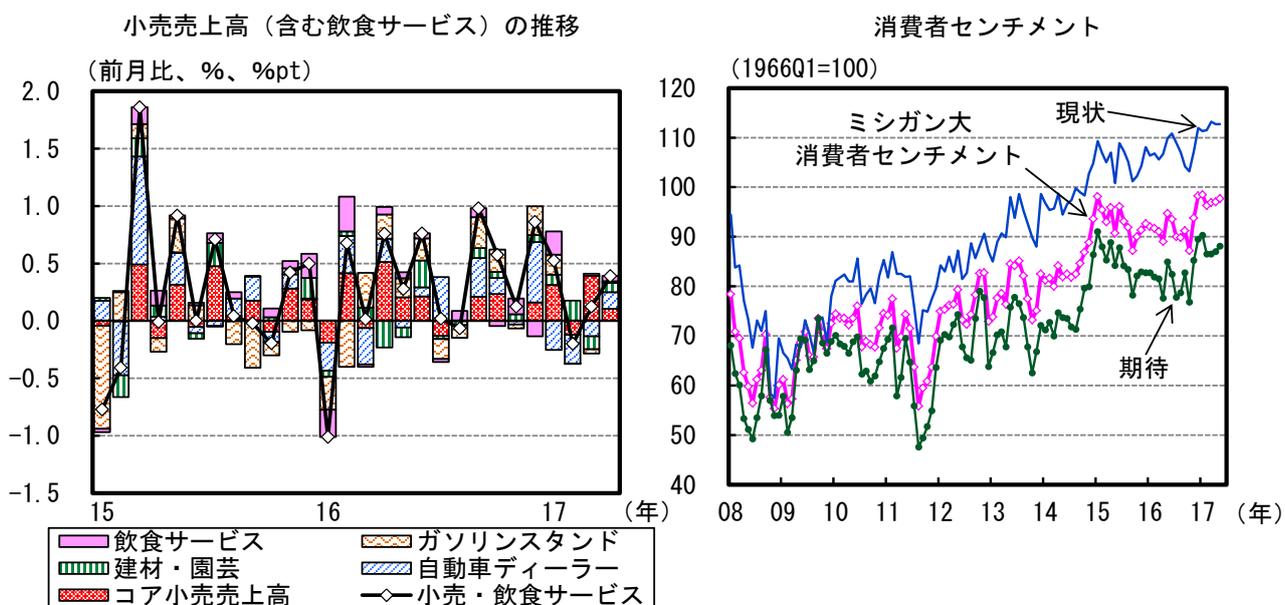
4月の小売売上高（飲食サービス含む）は、前月比+0.4%と2ヵ月連続で増加した。増加トレンドが続く無店舗販売が同+1.4%と好調だったことに加えて、このところ軟調だった自動車・同部品が同+0.7%と4ヵ月ぶりの増加に転じたことが押し上げに寄与した。このほか、前月減少していた建材・園芸（同+1.2%）、ガソリン・スタンド（同+0.2%）が増加に転じ、振れが大きいとされる業種が軒並み押し上げに寄与した。また、振れの大きい業種を除いたコア小売売上高も、同+0.2%と2ヵ月連続で増加した。ただし、飲食料品（同▲0.3%）、衣服・宝飾品（同▲0.5%）、一般小売（同▲0.5%）が足を引っ張り、コア小売売上高の増加幅は前月から縮小している。

労働市場の改善に加えて、消費者マインドも引き続き好調を維持しており、個人消費を取り巻く環境は良好である。5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+0.7pt 上昇の97.7pt となった。とりわけ高い水準での推移が続く現状指数が横ばいになったことに加えて、期待指数は前月差+1.1pt と2ヵ月連続で上昇した。

ただし、統計公表元のミシガン大学は、支持政党によって期待指数が大きくかい離していることを指摘しており、トランプ政権に対する期待が剥落することで、消費者マインドが下押し

されるリスクには注意が必要であろう。現状指数の好調さは、所得環境の改善など、足下の景気の底堅さを反映したものと考えられるが、金融市場動向の影響も受けるため、政治の混乱をきっかけに市場が動揺することになれば、現状指数も含めて消費者マインドは悪化すると考えられる。

図表3 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

## 集合住宅の着工が弱含み

3月の中古住宅販売は、前月比+4.4%増加、年率換算571万戸となり金融危機以降の最高値を更新した。統計公表元のNAR（全米リアルター協会）によれば、住宅需要が旺盛である上、十分な住宅供給があったことが販売の増加に繋がったことを指摘している。実際、販売が増加したにもかかわらず在庫は同+5.8%と増加し、在庫率は低水準ながら前月から横ばいとなった。一方、4月の新築住宅販売は同▲11.4%と4ヵ月ぶりに減少し、年率換算56.9万戸となった。2016年12月以来の低水準となり、このところの増加基調が一服した。販売が大きく減少した結果、在庫は同+1.5%増加、在庫率も4ヵ月ぶりに上昇している。

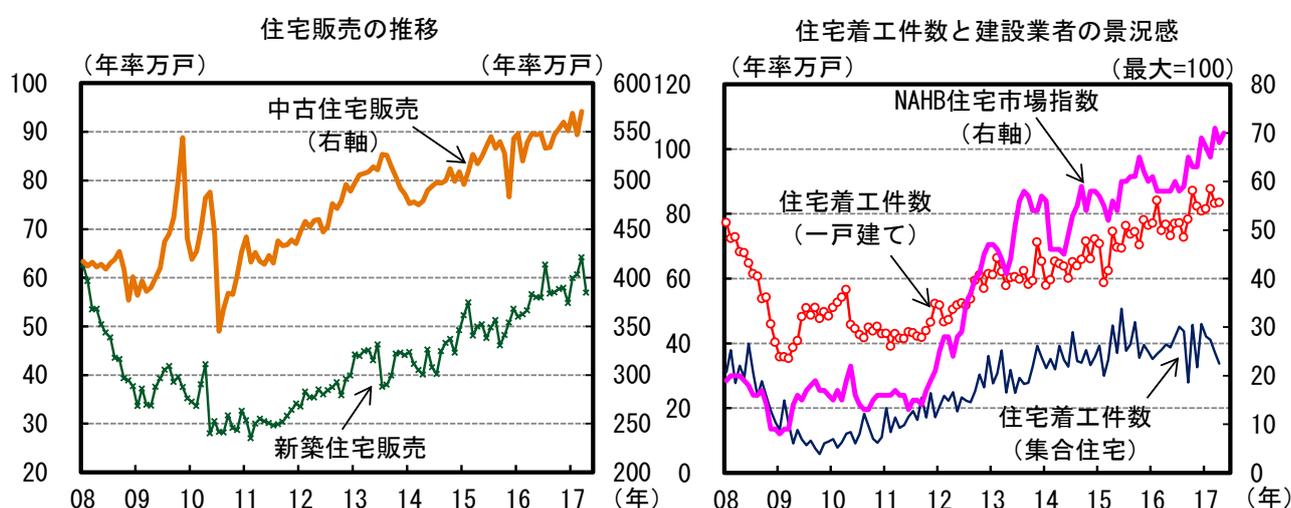
新築住宅の供給面を見ると、4月の新築住宅着工は前月比▲2.6%と2ヵ月連続で減少し、年率換算117.2万戸となった。住宅着工の先行指標となる建設許可件数も同▲2.5%と減少し、年率換算122.9万戸と着工を上回る水準にあるものの、このところ伸び悩んでいる。住宅着工の内訳を見ると、一戸建てが同+0.4%と小幅ながら2ヵ月ぶりの増加に転じたのに対し、集合住宅が同▲9.2%となったことが全体を押し下げた。集合住宅の着工は4ヵ月連続で減少しており、増加基調を維持する一戸建てと比較して、このところ減速が著しい。

労働市場や所得環境の改善が続く中で、住宅需要は先行きも底堅く推移すると考えられる。

住宅建設業者の景況感に関して、5月のNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数は前月差+2ptと2ヵ月ぶりに上昇した。内訳を見ると、見込み客の動向が前月から低下したものの、販売の現状、見通しが上昇し全体を押し上げた。指数はなおも高水準を維持しており、建設業者は引き続き販売需要に対して楽観的である。

他方で、家計の持ち家志向が高まる中、賃貸に対する需要は相対的に軟調に推移する可能性がある。2017年1-3月期の持ち家率（季節調整値）は63.6%と3四半期連続で上昇し、これまでの低下傾向に歯止めが掛かり、賃貸物件の空室率は3四半期連続で上昇した。住宅価格、賃料の上昇が続く中、家計は住宅を購入するインセンティブが高まっているとみられ、賃貸向けをメインとする集合住宅の着工の減速が続く可能性が高まっている。

図表4 住宅販売の推移、住宅着工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

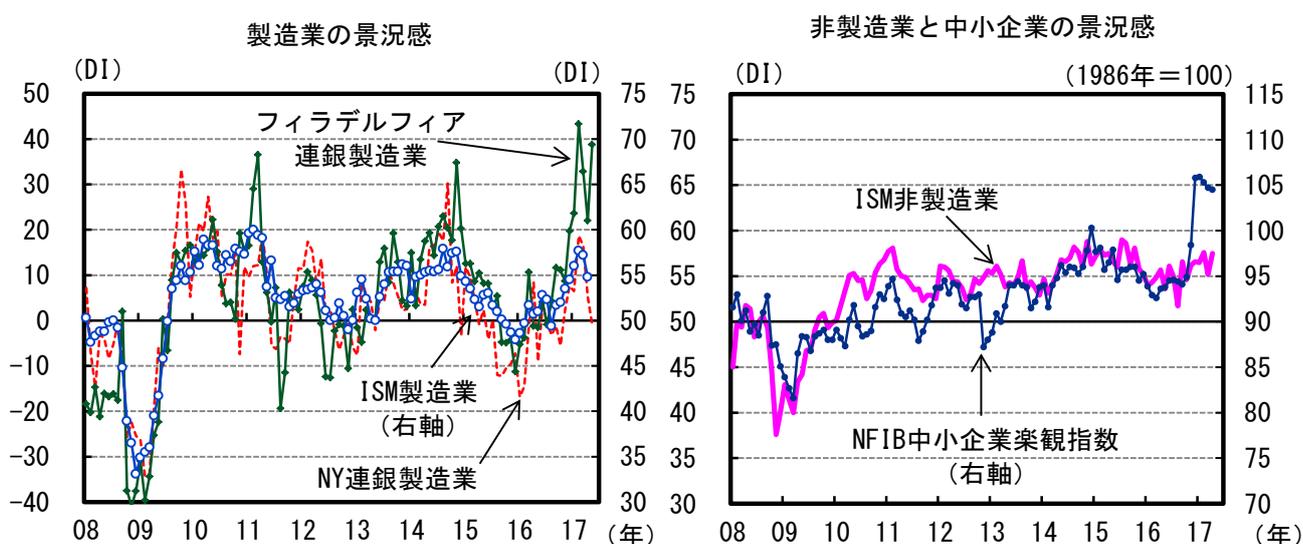
## 製造業のマインドはやや減速

企業部門に関して、4月のISM製造業景況感指数は前月差▲2.4%ptと2ヵ月連続で低下した。構成指数のうち、生産、在庫の2系列は改善したものの、新規受注、雇用、入荷遅延の3系列が前月から悪化した。指数の水準は基準となる50%を上回っており製造業活動の拡大を示しているが、やや減速が見られている。5月上旬までの動向が含まれる地区連銀によるサーベイを見ると、ニューヨーク連銀による製造業景況感指数が3ヵ月連続で低下する一方で、フィラデルフィア連銀による製造業景況感指数は3ヵ月ぶりの上昇に転じ、強弱まちまちの結果となった。いずれの指数も月々の振れが大きいいため幅を持ってみる必要があるが、直近のピークである2017年初に比べれば、5月も企業マインドは減速しているということになる。

一方、4月のISM非製造業景況感指数は前月差+2.3%pt改善の57.5%となり、減速感が強まる製造業に比べて底堅い結果となった。内訳では雇用が前月からわずかに低下したものの、事業活動、新規受注、入荷遅延の3系列が前月から改善している。

4月の中小企業楽観指数は前月差▲0.2%ptと3ヵ月連続で低下した。統計公表元のNFIB（全米独立事業者協会）によれば、オバマケア廃止・置換に関する法案が3月末に一旦撤回されたことが、中小企業のマインドを押し下げたとされた。とはいえ、大統領選挙後の大幅な改善に照らせば、足下の低下は小幅に留まっており、中小企業のマインドはなおも明るい状態が続いている。ただし、規制緩和や減税に対する期待の根強さが高水準のマインドの背景にあるとみられ、政策の停滞によって消費者マインドと同様に企業マインドも悪化するリスクが高まっている。

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

## マインドが減速する半面、製造業の生産は大幅増

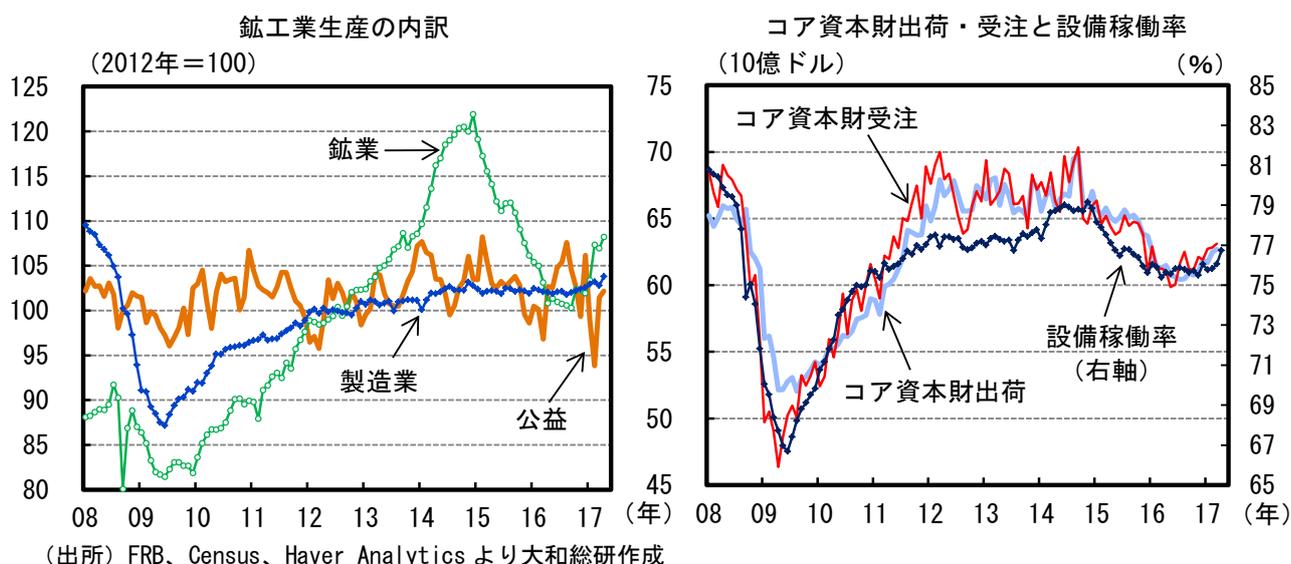
製造業のマインドに減速が見られる一方で、実体面では前向きの動きが見られている。4月の鉱工業生産指数は前月比+1.0%と3ヵ月連続の上昇となったが、中でも指数全体のおよそ75%を占める製造業の生産が同+1.0%と2014年2月以来の高い伸びを記録したことが全体を押し上げた。また、鉱業は同+1.2%と2ヵ月ぶりに上昇、公益は同+0.7%と小幅ながら2ヵ月連続で上昇しており、4月の生産活動は総じて好調であった。

製造業の生産が大きく改善した最大の理由は、前月不調だった自動車・同部品の生産が前月比+5.0%と大きく上昇したことである。この他、機械（同+0.9%）、電気機械（同+1.8%）などの上昇により、耐久財関連製造業の生産指数は同+1.0%上昇した。また、非耐久財関連製造業についても、飲食料品・たばこ（同+1.6%）、石油・石炭製品（同+2.5%）をはじめ、幅広い業種で生産が増加し、同+1.0%と高い伸びを記録している。

生産の増加を受け、4月の設備稼働率は前月から+0.6%pt上昇の76.7%となった。依然として長期平均（1972年～2016年平均：79.9%）を下回る水準にあるが、設備稼働率は着実に持ち

直しつつある。また、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3月分は前月比+0.3%と2ヵ月連続で増加し、先行指標となるコア資本財受注も同+0.5%と3ヵ月連続で増加した。いずれも持ち直しの動きが続いており、設備投資は増勢を強めつつあると言える。

図表6 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、2017年1-3月期に大きく減速した個人消費は、4-6月期には持ち直す公算が大きく、実質GDP成長率全体としても再加速すると見込む。一方で、所得を取り巻く環境を見ると、完全雇用が近づく中で、雇用者数の伸びは鈍化傾向にある。労働需給のひっ迫により賃金は着実に上昇速度を速めているものの、雇用者数の伸びが鈍化する中で、マクロベースの所得(賃金×雇用者数)の伸びが大きく加速する可能性も限定的と考えられる。個人消費の増加ペースの加速が続くとは考え難く、あくまで緩やかなペースでの増加基調が続くことになろう。

2018年の成長率見通しについては、従来予想を据え置くが、経済政策が早期に実現する可能性は低下している。海外経済の回復に伴う外需の持ち直しや、設備投資需要の増加など、循環的な拡大は持続するとみられるため、景気後退に陥るリスクは低いものの、潜在成長率を大きく上回るような高成長を実現するのは困難であろう。

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 (前年同期比、%)	0.8	1.4	3.5	2.1	0.7	3.0	2.4	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3				
個人消費	1.6	4.3	3.0	3.5	0.3	2.9	2.6	2.5	2.4	2.3	2.3	2.2	3.2	2.7	2.4	2.4
設備投資	-3.4	1.0	1.4	0.9	9.4	4.0	2.9	3.3	4.0	4.5	4.8	5.4	2.1	-0.5	4.0	4.0
住宅投資	7.8	-7.7	-4.1	9.6	13.7	6.9	6.1	5.5	5.3	4.9	4.7	4.5	11.7	4.9	6.4	5.3
輸出	-0.7	1.8	10.0	-4.5	5.8	4.1	3.7	3.9	3.9	4.0	4.1	4.1	0.1	0.4	3.3	3.9
輸入	-0.6	0.2	2.2	9.0	4.1	4.3	3.7	4.0	4.2	4.3	4.5	4.8	4.6	1.2	4.5	4.2
政府支出	1.6	-1.7	0.8	0.2	-1.7	0.8	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	1.8	0.8	-0.2	0.5
国内最終需要	1.2	2.4	2.1	2.8	1.5	2.8	2.4	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4	3.1	2.1	2.3	2.4
民間最終需要	1.1	3.2	2.4	3.4	2.2	3.2	2.8	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	3.3	2.3	2.8	2.8
鉱工業生産	-1.3	-0.7	0.8	0.7	1.8	5.1	1.6	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	-0.7	-1.2	1.9	2.2
消費者物価指数	0.1	2.3	1.8	3.0	3.1	0.5	1.9	2.1	2.2	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	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.4	4.4	5.3	4.9	4.5	4.4
貿易収支 (10億ドル)	-126	-126	-116	-132	-136	-139	-140	-143	-145	-148	-151	-154	-500	-501	-557	-598
経常収支 (10億ドル)	-133	-120	-116	-112	-117	-118	-120	-121	-122	-122	-123	-124	-463	-481	-477	-490
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	1.36	1.62	1.77	1.81	2.02	2.27	2.51	0.69	0.84	1.50	2.15
10年債利回り (%)	1.92	1.75	1.56	2.13	2.44	2.42	2.66	2.82	2.87	3.07	3.30	3.51	2.14	1.84	2.59	3.19

(注1) 網掛けは予想値。2017年5月23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