

2017年11月21日 全10頁

米国経済見通し 正念場を迎える税制改革

上院内での反対意見に加え、上下両院案には隔たりが残る

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]

- 10月26日に2018年度予算決議案が可決されたことを受け、議会では税制改正に向け、議論は着実に進展している。下院税制改正案は11月16日に下院本会議で可決され、上院による案も、サンクスギビングデー休暇明けの11月27日から上院本会議で審議される見込みとなっている。
- ただし、上院本会議での上院案の可決については、既に共和党内から不支持、および懸念の声が挙がっており、予断を許さない状況にある。仮に上院案が可決されたとしても、下院案との内容の隔たりは小さくなく、それらの一本化も容易ではないだろう。トランプ政権が目指す、税制改正の年内実現は非常に困難と言わざるを得ない。
- 2017年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.0%と、ハリケーンの影響による減速見込みに反して、前期（同+3.1%）と同程度の伸びを維持した。米国経済の先行きも、内需の拡大を中心とした、緩やかな景気拡大が続くと見込まれる。ただし、短期的にはハリケーン後の復興需要、およびその反動減に引き続き注意が必要である。
- ハリケーンによる買い替え需要の増加によって、自動車販売は9月以降、高い水準で推移しているが、そうした復興需要は長期にわたって持続するとは考え難い。むしろ、復興による更新需要の先食いは今後の反動減を招くとみられ、今後、個人消費を下押しする要因になると考えられる。

税制改革案が下院で可決も、上院での可決は予断を許さない状況

10月26日に2018年度予算決議案が可決されたことを受け、議会では税制改正に向け、議論は着実に進展している。下院では、11月2日に税制改革案が公表され、その後、修正を加えられた上で11月16日に下院本会議で可決された。また、上院からも11月9日に独自の税制改革法案が出された後、16日には修正案が上院財政委員会で可決されており、サンクスギビングデー休暇明けの11月27日から上院本会議で審議される見込みとなっている。

ただし、上院案の本会議での可決については、予断を許さない状況にある。財政調整措置の適用によって、上院では過半数の賛成により法案を可決することが可能となるが、共和党の上院の議席数は52議席と、過半数をわずかに上回っているにすぎない。民主党議員は全員が税制改正に反対するとみられ、共和党内から3名以上の離反者が出た場合、法案を可決することができない。

実際、現在の上院案に対して、既に共和党内から不支持、および懸念の声が挙がっている。ロン・ジョンソン上院議員（ウィスコンシン州）は、法人税率の引き下げ幅がパススルー事業体に対する減税よりも大きくなることについて、特定企業を優遇するものとして批判した上で、反対票を投じる意思を表明した。また、ボブ・コーカー上院議員（テネシー州）やジェフ・フレイク上院議員（アリゾナ州）は、税制改革による財政収支の悪化を懸念している。さらに、スーザン・コリンズ上院議員（メイン州）は、修正案で盛り込まれたオバマケアの見直し、中間所得層の保険料負担の増加を招く可能性があるなど指摘するなど、共和党内での意見対立の論点は多岐にわたる。

また、仮に上院案が可決されたとしても、税制改革が実現するためには、既に可決済みの下院案と一本化のための摺り合わせを行う必要がある。上院案と下院案との内容の隔たりは小さくなく、それらの一本化は容易ではないだろう。例えば、個人所得税率に関して、下院案では最高税率を現行の39.6%を据え置いた上で、税率構造を4段階へと簡素化としているが、上院案では税率を引き下げつつも、税率構造は現行と同じ7段階を維持している。また、下院での採決に際して共和党内からの反対票を招いた州・地方税控除に関して、下院案では固定資産税の控除については1万ドルを上限に維持している一方、上院案では全面廃止とされ、より厳しい内容になっている。法人関連税制に関しては、法人税率の20%への引き下げや、代替ミニマム課税の廃止など、個人関連税制に比べて両院案の差は大きくない。ただし、法人税率の引き下げ時期に関して、下院案では2018年からとしているのに対し、上院案では2019年からと、1年間先送りされる方針が示されている。

下院案が可決されたことで、税制改革に対する期待は高まっている。しかし、引き続き法案の修正作業が必要であることに加え、12月8日には、延期されていた債務上限適用、および暫定予算の期限を迎える。年内の審議時間は限られることを踏まえると、トランプ政権が目指す、税制改正の年内実現は非常に困難と言わざるを得ない。

図表 1 下院、上院による税制改革案の比較

	下院案 (11月16日可決)	上院案 (11月14日修正)
個人関連税制		
個人所得税最高税率	39.6%	38.5%
所得税税率構造	4段階 (12、25、35、39.6%)	7段階 (10、12、22、24、32、35、38.5%)
標準控除	現行のおよそ倍	現行のおよそ倍
州・地方税控除	固定資産税の控除は上限10,000ドルで維持	廃止
医療費控除	廃止	維持
代替ミニマム課税	廃止	廃止
遺産税	非課税枠を拡大、2024年に廃止	非課税枠を拡大
オバマケア (保険加入義務)	変更なし	加入義務を廃止
法人関連税制		
法人税率	20%	20% (2019年から)
パスルー課税	25%	30%以上 (17.4%の所得控除の適用可)
設備投資	即時償却 (5年間)	即時償却 (5年間)
海外留保利益の還流	現金同等物: 14%、非流動資産: 7%	現金同等物: 10%、非流動資産: 5%
代替ミニマム課税	廃止	廃止

(出所) 連邦議会上院、下院、議会両院税制合同委員会資料より大和総研作成

労働市場におけるハリケーンの影響は一巡¹

10月の非農業部門雇用者数は前月差+26.1万人となり、2016年7月以来の高い伸びとなった。最大の増加要因は、ハリケーンの影響で9月に減少した民間サービス部門の雇用者数が、復旧に伴って大幅な増加に転じたことである。9月に宿泊・飲食を中心に大幅に減少した娯楽サービス業は、同+10.6万人と大きく増加し、9月の減少分(同▲10.2万人)を概ね取り戻した。9月時点で147.4万人まで急増した悪天候による休業者は、10月には3.6万人まで減少し、平時の水準に戻っている。

10月は失業率も前月から▲0.1%pt低下の4.1%となり、今景気回復局面における最低値を更新した。ただし、失業率が低下した最大の要因は、非労働力人口が前月差+96.8万人と大幅に増加したことであり、内容はさほど良くない。就業者数は前月の反動で同▲48.4万人と大幅に減少したが、その大半は失業者とならず、労働市場から退出し非労働力人口となっている。労働参加率は同▲0.4%ptと2013年10月以来の大幅な低下となり、62.7%となった。また、就業率は同▲0.2%pt低下の60.2%と、いずれも上昇傾向が一服している。

労働市場を取り巻く環境を見ると、底堅い内・外需を背景に、企業マインドは明るい状態が続いている。9月の求人件数は前月から+0.3万人増加の609.3万人と高水準を維持しており、底堅い労働需要を背景に雇用者数の増加基調は先行きも続くと思われる。

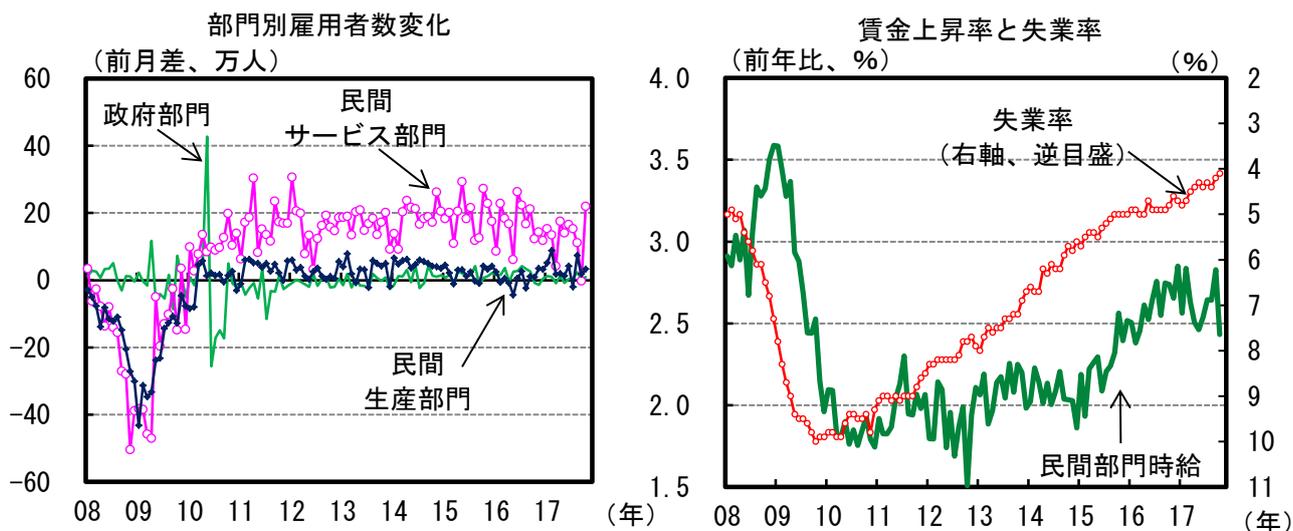
他方で、労働需給が非常にタイトな状況にあるにもかかわらず、賃金上昇率が加速しない点は気がかりである。10月の民間部門の平均時給は前月から1セント低下、前月比▲0.0%となり、2014年12月以来、約3年ぶりに減少した。卸売業が同▲0.8%と大幅に低下したのを主因に、とりわけサービス部門が軟調な結果となった。また、他業種に比べて賃金水準が低い娯楽サービス業の雇用者数が大幅に増加したことも、小幅ながら民間部門全体の賃金上昇率を押し下げた。民間部門時給の前年比変化率は+2.4%と、前月の同+2.8%から大きく鈍化、2016年2月

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「失業率の低下に反して、賃金が失速」(2017年11月6日)参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20171106_012427.html

以来の低さとなっている。

しかし、失業率は歴史的に見ても低い水準にあり、各種サーベイでの企業によるコメントを見ても労働力不足に対する懸念は一層高まっている。低下傾向に歯止めが掛かりつつも、過去に比べて低い労働参加率など、構造的な要因が賃金を抑制している可能性があるが、賃金上昇率の減速が続くとは考えづらい。

図表2 部門別雇用者数変化、賃金上昇率と失業率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

高水準の消費者マインドが個人消費を押し上げ

個人消費の動向に関して、10月の小売売上高（飲食サービス含む）は前月比+0.2%と2ヵ月連続の増加となった。伸びは小幅であるものの、ハリケーン被害を受けた自動車の買い替え需要で9月に同+1.9%と大幅に増加していた点を踏まえると、堅調な結果であったと言える。

業種別の動向を見ても、大半の業種で売上が増加しており、良好な内容となっている。中でも全体の増加に対する寄与が大きかったのは、自動車・同部品（前月比+0.7%）、飲食サービス（同+0.8%）である。自動車・同部品に関して、10月の新車販売台数が同▲2.6%と減少に転じたのに反して、自動車ディーラーの売上高は増加を維持しており、中古車の販売が堅調であったと考えられる。物価動向を見ても、これまで低下傾向が続いていた中古車のCPI（消費者物価指数）が、10月には同+0.7%と10ヵ月ぶりの増加に転じており、中古車市場の需給改善がうかがえる。飲食サービスについては、雇用統計でも10月の雇用者数の大幅な増加が確認されており、9月のハリケーンによる休業からの復旧が売上の増加に寄与したとみられる。振れが大きい業種を除いたコア小売売上高も、飲食料品（同+0.7%）などの増加により同+0.3%と4ヵ月連続で増加しており、小売売上高は基調としても底堅い。

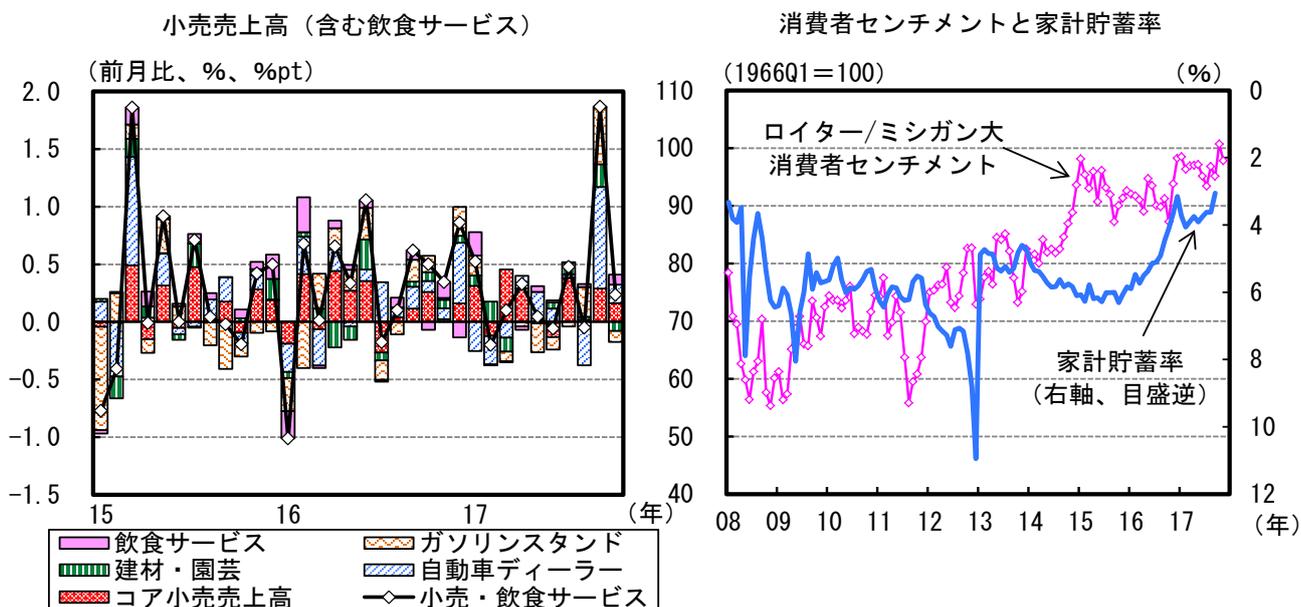
一方、10月に売上が減少した業種に関して見ると、ガソリンスタンド（前月比▲1.2%）は、ハリケーン後に大幅に上昇したガソリン価格が下落に転じたことが売上の減少の要因となった。

また、建材・園芸が同▲1.2%と、5ヵ月ぶりの減少となったが、これは前月の高い伸びの反動とみられる。

11月下旬のサンクスギビングデーから本格化するホリデー商戦に関して、NRF（全米小売業協会）は、11月、12月合計の小売売上高（除く自動車ディーラー、ガソリンスタンド、飲食サービス）を前年比+3.6%~4.0%と予想している。前年に比べてサンクスギビングデーからクリスマスまでの日数が1日多いことに加えて、消費者マインドの好調さが寄与し、2016年（同+3.6%）から、若干の加速が見込まれている。

消費者マインドの動向を確認すると、11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▲2.9ptと2ヵ月ぶりに低下、97.8ptとなった。現状指数、期待指数の双方が同▲2.9ptと低下したが、いずれも前月の上昇幅に比べて11月の低下幅は小さく、均して見た改善基調は続いていると言える。指数全体の水準は前月から低下しつつも、高い水準を維持しており、消費者マインドは引き続き堅調である。9月の家計の貯蓄率は、3.1%となり2007年12月以来の低水準を記録しており、消費者マインドの改善が、消費性向の上昇を通じてこのところの個人消費を押し上げていることが確認できる。

図表3 小売売上高、消費者センチメントと家計貯蓄率



住宅市場でも復興需要が顕在化

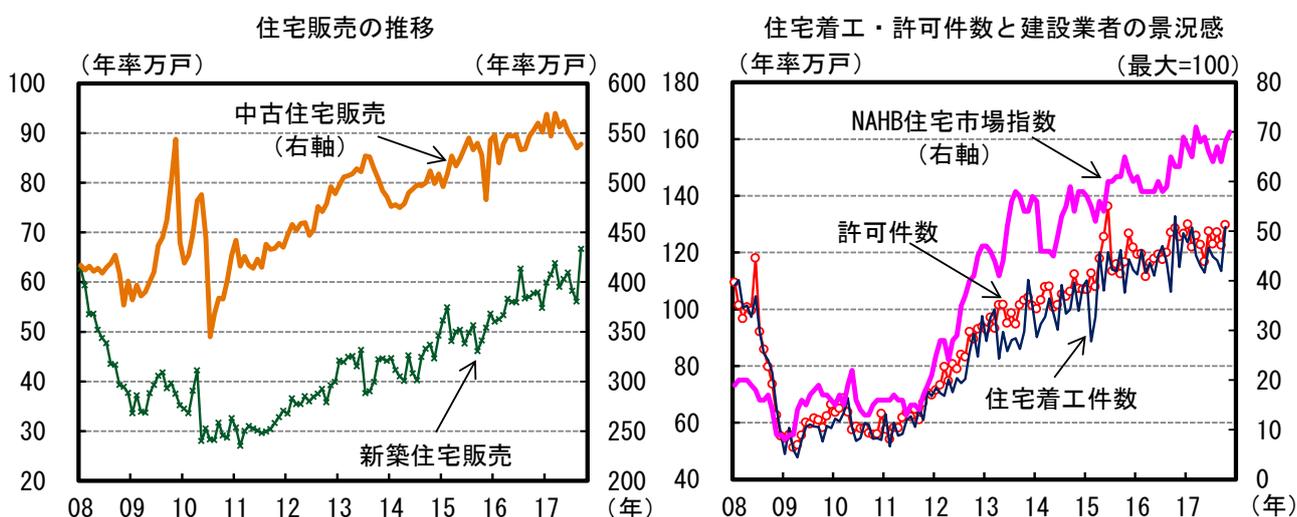
9月の中古住宅販売は前月比+0.7%と4ヵ月ぶりの増加に転じ、年率換算539万戸となった。集合住宅の販売が同▲1.6%と2ヵ月ぶりの減少となる一方で、主力の一戸建てが同+1.1%と増加したことが全体を押し上げた。地域別の動向を見ると、西部および中西部で増加する一方、南部での販売は集合住宅の減少により、2ヵ月連続の減少となった。南部の減少に関して、統計

公表元の NAR（全米リアルター協会）は、ハリケーンが影響した可能性を挙げている。しかし、このところの中古住宅販売の弱含みの主因はあくまで、供給不足、とりわけ低価格帯の物件供給が足りないことであるとしている。9 月の中古住宅の在庫は、同+1.6%と 4 ヶ月ぶりに増加したが、販売も増加したため在庫率は 4 ヶ月連続で前月から横ばいとなっており、なおも低水準での推移が続いている。

一方、9 月の新築住宅販売は前月比+18.9%と大幅な増加を記録、年率換算 66.7 万戸と 2007 年 10 月以来の高水準となった。地域別では、前月に大きく減少した北東部が同+33.3%となったほか、南部では同+25.8%、中西部でも同+10.6%と大幅に増加した。中古住宅の供給不足、価格上昇によって、新築住宅との価格差は縮小傾向にあり、割高感が薄れた新築住宅の需要が押し上げられている可能性がある。販売が大幅に増加した結果、新築住宅の在庫率は 9 月には低下したが、それでも中古住宅に比べると高く、相対的には需給のひっ迫が深刻ではない。

新築住宅の供給面に関して、10 月の新築住宅着工は前月比+13.7%と大幅に増加し、年率換算 129.0 万戸となった。北東部での大幅な増加によって集合住宅が同+36.8%と増加したことに加えて、南部を中心に一戸建ても同+5.3%増加した。南部での大幅な増加は、9 月にハリケーンによって大幅に減少したことからの反動、および復旧・復興需要の顕在化によるものとみられる。住宅着工の先行指標となる許可件数も同+5.9%の 129.7 万戸となり、2017 年 1 月以来の高水準となった。ただし、10 月の住宅着工とほぼ同水準であることに鑑みると、短期的には横ばい圏での推移を示唆している。

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

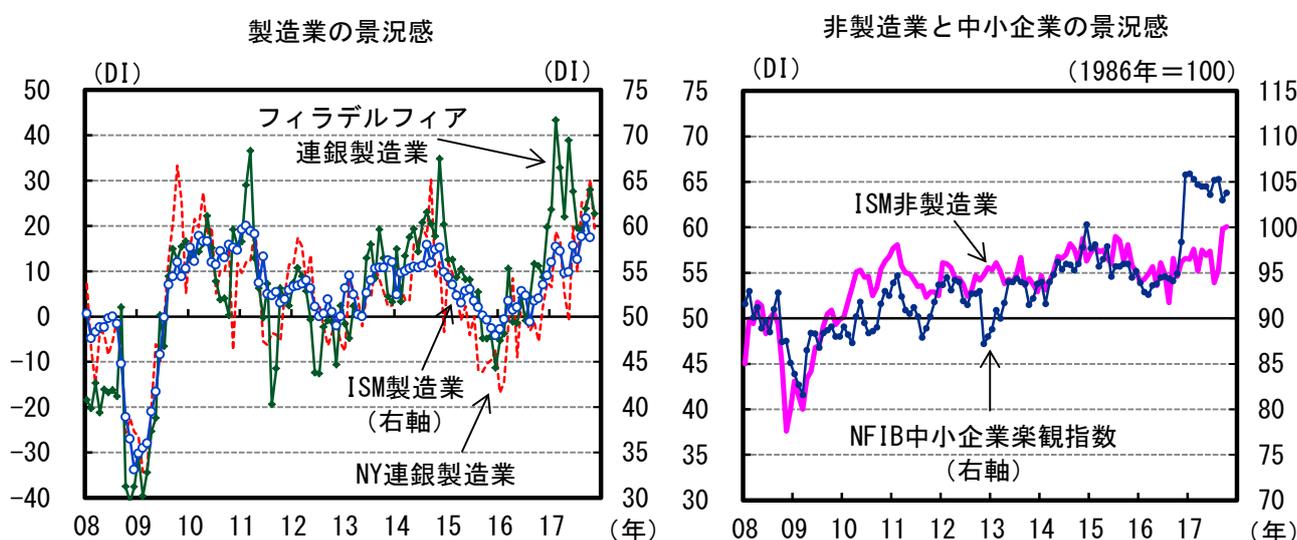
労働市場の改善による需要の増加に加えて、復旧・復興需要により住宅需要は先行きも底堅く推移するとみられる。11 月の NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数は、前月差+2pt と 2 ヶ月連続で上昇し、2017 年 3 月以来の高水準となった。指数の内訳を見ると、半年先の販売見通しが同▲1pt 悪化したものの、販売の現状および見込み客の動向が前月から改善し、全体を

押し上げた。指数全体として、高水準ながらも年初から減速傾向にあったが、このところ再加速の動きが見られており、住宅建設業者による需要見通しは楽観性を増しつつある。ただし、供給不足が販売を抑制するという構図が当面続くとみられ、潜在的な需要ほどには販売は伸びづらい状況が続くことになろう。

企業マインドは足踏みも、高水準維持

企業マインドに関して、10月のISM製造業景況感指数は、前月差▲2.1%pt 低下の58.7%となった。指数の内訳を見ると、5系列全てが前月から低下したが、必ずしも悲観的な内容ではない。まず、ハリケーン被害によるサプライチェーンの毀損によって9月に大きく上昇した入荷遅延の低下は、被害からの復旧を反映したものと考えられる。また、最も前月からの低下幅が大きかった在庫の低下は、想定外の需要の強さを反映した可能性があるだろう。新規受注、生産、雇用はいずれも前月から低下しつつも、均して見た改善トレンドは維持されており、いずれも十分底堅さを維持していると言える。回答企業によるコメントを見ても、復興需要による押し上げも含めて、需要動向については堅調とのコメントが多い。他方で、ハリケーンの影響による素材価格の上昇を懸念するコメントが散見される点には、留意が必要であろう。

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

10月のISM非製造業景況感指数は前月差+0.3%ptと3ヵ月連続で上昇し、60.1%ptと2005年8月以来の高水準となった。内訳では、新規受注DIが同▲0.2%ptとわずかに低下したものの、事業活動DI、雇用DIの改善が全体を押し上げた。非製造業に関しても、需要動向については総じて前向きなコメントが多く、加えてハリケーン被害からの復旧・復興需要がマインドを押し上げる要因になっている。なお、9月に大きく上昇した入荷遅延は前月から横ばいで非常に高い水準にあり、製造業に比べてハリケーンの影響が長引いている可能性を示唆している。

11月上旬までの動向を含む、11月のニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀による製造業景況感指数は、いずれも前月から悪化した。単月では良くない結果となったが、指数水準自体はいずれも高く、企業マインドは十分良好な状態が続いている。

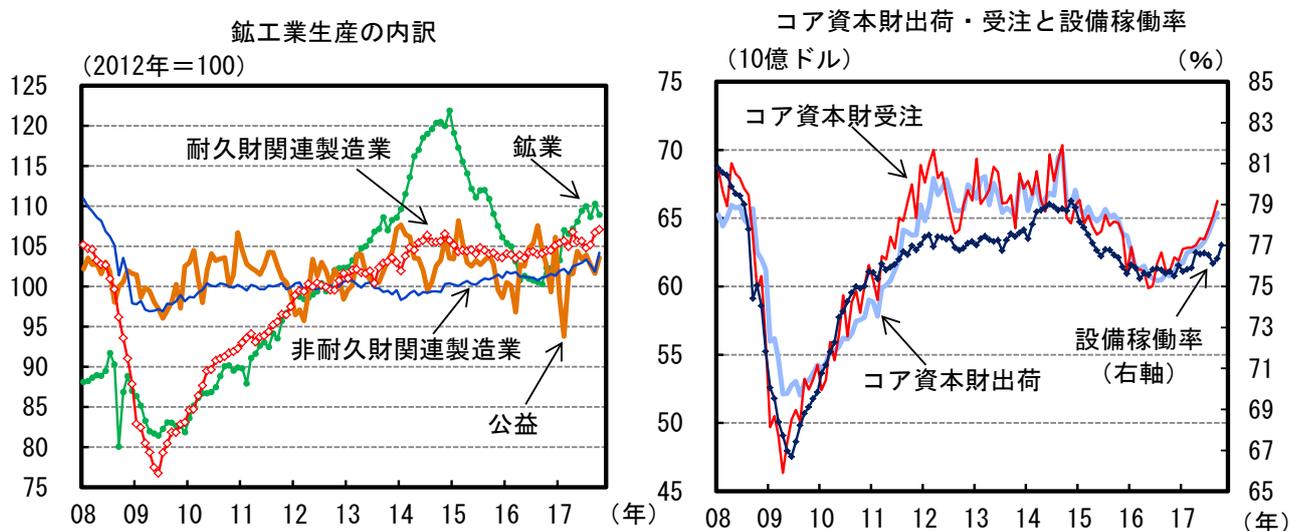
製造業の生産はハリケーン被害から復旧

企業活動の実態面を見ると、10月の鉱工業生産指数は前月比+0.9%と大きく上昇、2014年12月以来の高い生産水準を記録した。ハリケーン被害からの復旧によって、指数のおよそ75%を構成する製造業が同+1.3%と大幅に上昇し、ハリケーン以前の成長経路に復する形となった。また、公益部門が同+2.0%と3ヵ月ぶりの上昇に転じたことも全体を押し上げた。一方、鉱業については、同▲1.3%と2ヵ月ぶりの低下に転じたが、統計公表元のFRBによれば、10月初旬に南部に上陸したハリケーン・ネイトが短期的な下押し要因になったと報告されている。

10月に大幅に生産が増加した製造業の内訳を見ると、8月、9月にハリケーンによる下押しが報告されていた化学（前月比+5.8%）、石油・石炭製品（同+4.0%）の大幅な上昇が全体を大きく押し上げた。生産水準を見ると、両業種とも7月時点を上回っており、ハリケーンによる生産の下押しは解消したと考えられる。これら2業種の大幅な上昇によって、非耐久財関連製造業の生産指数は同+2.3%と1983年1月以来の高い伸びを記録した。

耐久財関連製造業に関して見ると、自動車・同部品（前月比+1.0%）、コンピューター・電子機器（同+0.6%）などの上昇を主因に、同+0.4%と3ヵ月連続で上昇した。自動車・同部品の増加については、9月、10月の国内新車販売の上振れの影響を受けているとみられ、ハリケーンからの復興需要が押し上げ要因となったと考えられる。先行きは反動減による減速に注意が必要であろう。

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



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

生産の大幅な増加を受けて、10月の鉱工業の稼働率は前月から+0.6%pt上昇の77.0%となった。未だ、過去の長期平均（1972-2016年平均：79.9%）を下回っているものの、稼働率は着実に上昇しており、設備投資を押し上げる要因となりつつある。実際、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9月分は前月比+0.9%と8ヵ月連続で増加し、増加基調を強めている。また、先行指標となるコア資本財受注も9月は同+1.7%と3ヵ月連続で増加、前月から加速しており、機械設備投資の増勢加速を期待させる。

経済見通し

2017年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.0%と、ハリケーンの影響による減速見込みに反して、前期（同+3.1%）と同程度の伸びを維持し、2%弱とみられる潜在成長率を上回る高成長となった²。GDPの増加に最も大きく寄与したのは、個人消費が前期比年率+2.4%と底堅い伸びを維持したことと、民間在庫が前期比年率寄与度+0.73%ptと大きくプラスに寄与したことである。また、設備投資が6四半期連続で増加したことに加えて、輸入が減少に転じたことを主因に、外需（純輸出）寄与度も同+0.41%ptと前期から拡大した。

米国経済の先行きに関しては、内需の拡大を中心とした、緩やかな景気拡大が続くと見込まれる。ただし、短期的にはハリケーン後の復興需要、およびその反動減に引き続き注意が必要である。

ハリケーンによる買い替え需要の増加によって、自動車販売は9月以降、高い水準で推移しているが、そうした復興需要は長期にわたって持続するとは考え難い。むしろ、復興による更新需要の先食いは今後の反動減を招くとみられ、今後、個人消費を下押しする要因になると考えられる。また、住宅投資でも10月に入って着工戸数が大幅に増加するなど、復興需要が顕在化している。住宅投資については、建設労働者や建設用地の不足などの供給制約により、復興需要による極端な上振れは見込み難いが、その分、自動車販売における復興需要に比べると長期間持続する可能性があるだろう。しかし、そうした復興需要が一巡した後に反動減が発生する可能性があるのは、自動車販売と同様である。

他方、設備投資については、今後も堅調な推移が見込まれる。2017年前半、設備投資を大きく押し上げる要因となった鉱業関連の投資については、このところ稼働率の上昇傾向が一服しつつあり、増勢が鈍化する可能性が高い。一方で、企業部門を取り巻く環境は総じて良好であり、企業の設備投資需要は着実に高まっていると考えられる。労働需給のひっ迫によって、企業の省力化投資に対するニーズが高まっているとみられ、機械投資を中心とした設備投資の増加基調が続くことが期待される。また、税制改革の先行きについては、未だ不透明だが、仮に実現に至った場合、企業部門への恩恵が大きくなるとみられ、設備投資をさらに上振れさせることになろう。

² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「減速懸念をよそに、高い成長率を維持」（2017年10月30日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20171030_012410.html

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、%)	0.6	2.2	2.8	1.8	1.2	3.1	3.0	2.7	2.2	2.2	2.1	2.1	2.9	1.5	2.2	2.4
個人消費	1.8	3.8	2.8	2.9	1.9	3.3	2.4	2.7	2.4	2.3	2.2	2.1	3.6	2.7	2.7	2.4
設備投資	-4.0	3.3	3.4	0.2	7.2	6.7	3.9	5.2	4.5	4.6	4.8	5.2	2.3	-0.6	4.5	4.8
住宅投資	13.4	-4.7	-4.5	7.1	11.1	-7.3	-6.0	4.9	4.5	3.6	3.0	2.5	10.2	5.5	1.1	1.9
輸出	-2.6	2.8	6.4	-3.8	7.3	3.5	2.3	3.0	3.4	3.4	3.4	3.6	0.4	-0.3	3.1	3.2
輸入	-0.2	0.4	2.7	8.1	4.3	1.5	-0.8	2.8	3.4	3.3	3.2	3.1	5.0	1.3	3.2	2.6
政府支出	1.8	-0.9	0.5	0.2	-0.6	-0.2	-0.1	0.3	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	1.4	0.8	-0.2	0.0
国内最終需要	1.5	2.6	2.2	2.3	2.4	2.7	1.8	2.7	2.3	2.2	2.2	2.1	3.3	2.1	2.4	2.3
民間最終需要	1.4	3.3	2.6	2.7	3.1	3.3	2.2	3.2	2.8	2.7	2.6	2.6	3.7	2.3	2.9	2.8
鉱工業生産	-1.3	-0.7	0.8	0.7	1.5	5.6	-0.3	6.0	1.8	2.1	2.1	2.2	-0.7	-1.2	1.9	2.7
消費者物価指数	0.1	2.3	1.8	3.0	3.1	-0.3	2.0	3.0	1.9	2.4	2.6	2.7	0.1	1.3	2.1	2.2
失業率 (%)	4.9	4.9	4.9	4.7	4.7	4.4	4.3	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	5.3	4.9	4.4	4.2
貿易収支 (10億ドル)	-126	-124	-121	-134	-138	-137	-130	-131	-130	-132	-133	-134	-500	-505	-537	-529
経常収支 (10億ドル)	-119	-108	-110	-114	-114	-123	-115	-114	-113	-115	-117	-118	-435	-452	-466	-463
FFレート (%)	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.25	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	1.29	1.36	1.70	1.86	1.93	2.17	2.41	0.69	0.84	1.40	2.10
10年債利回り (%)	1.92	1.75	1.56	2.13	2.44	2.26	2.24	2.44	2.56	2.61	2.83	3.05	2.14	1.84	2.35	2.76

(注1) 網掛けは予想値。2017年11月20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