

米国景気概況(2017年6月)

調査部 研究員 尾畠 未輝

【目次】

I. 景気動向

【実体経済】 景気は緩やかな拡大が続いている……………p.1

【金融政策・金融市場】注目される再投資政策の変更……………p.4

【主要経済指標】……………p.7

II. トピック

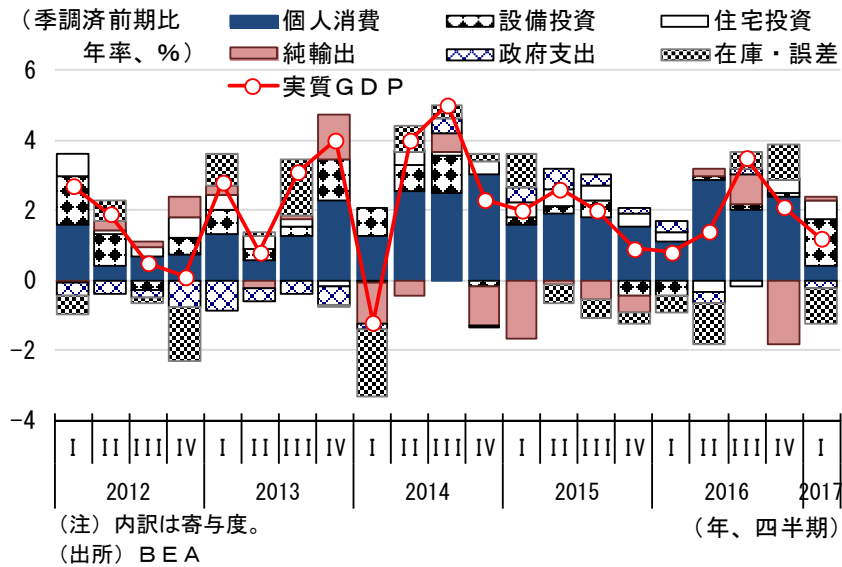
実現可能性に乏しい予算教書……………p.8

I. 景気動向

【実体経済】景気は緩やかな拡大が続いている

- ・ 1～3月期の実質GDP成長率（改定値）は季調済前期比年率+1.2%と、速報値（同+0.7%）から上方修正された。
- ・ 需要項目別にみると、設備投資（同+9.4%→+11.4%）と個人消費（同+0.3%→+0.6%）が上方修正された一方、在庫のマイナス寄与は拡大（同寄与度-0.9%→-1.1%）している。

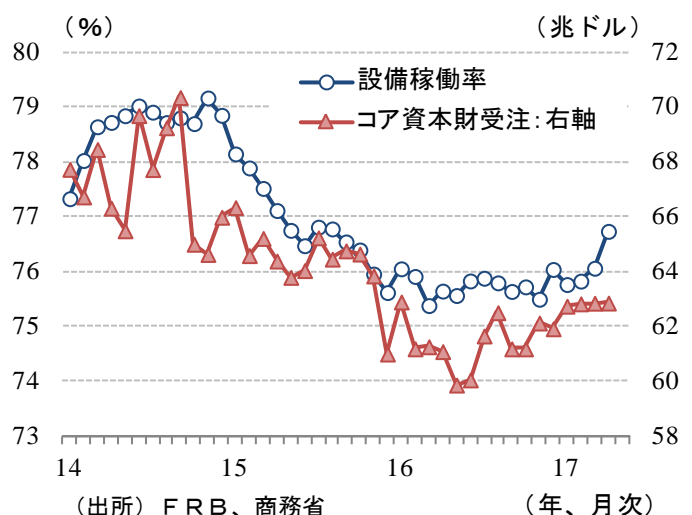
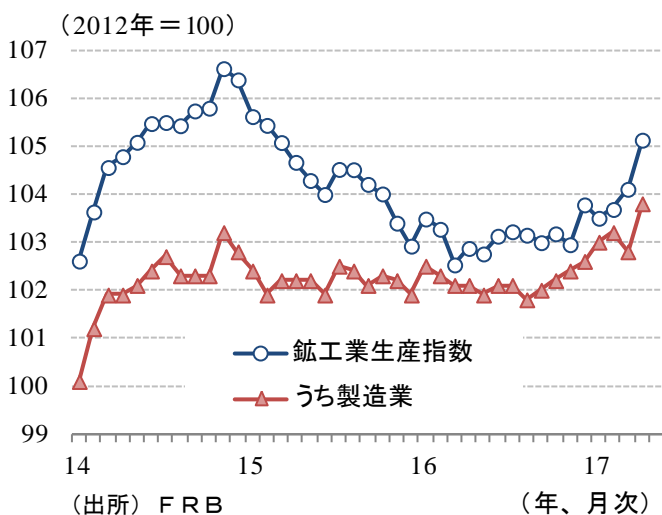
図表1. 実質GDP



- ・ 直近の月次指標をみると、4月の生産は前月比+1.0%と大きく上昇した。製造業の生産も増加する中、5月のISM景況指数（製造業）は54.9（+0.1ポイント）とわずかではあるが上昇している。
- ・ また、コア資本財受注はこのところ横ばいが続いているものの、4月の設備稼働率は76.7%と、1年8ヶ月ぶりの水準にまで高まった。今後、設備投資の勢いが増してくると期待される。

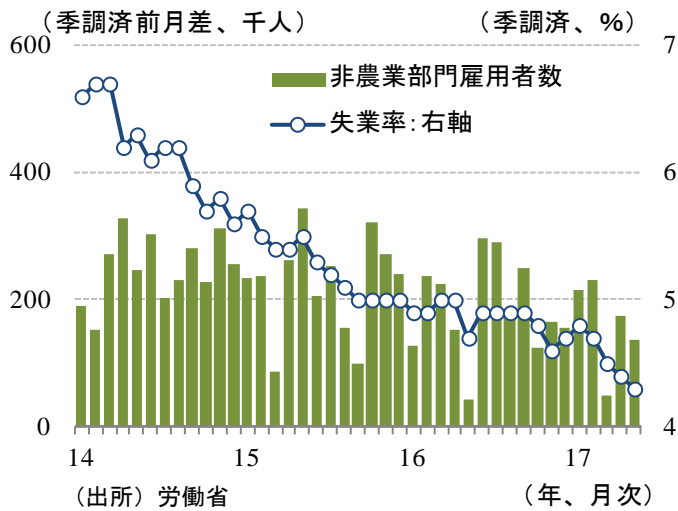
図表2. 生産

図表3. 企業の景況感

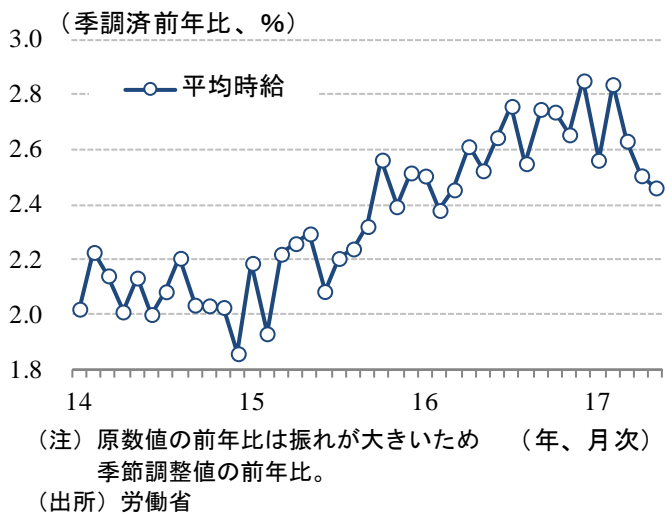


- ・5月の失業率は4.3%（前月差-0.1%ポイント）と低下が続いた。ただし、労働参加率が62.7%（前月差-0.2%ポイント）へとわずかに低下しており、雇用者数は前月差+13.8万人と伸びが縮小している。
- ・また、平均時給の伸びも季調済前年比+2.5%と、このところ弱めである。
- ・もっとも、労働需給がタイトな状況に大きな変化はなく、労働市場はほぼ完全雇用の状態が続いている。

図表4. 雇用

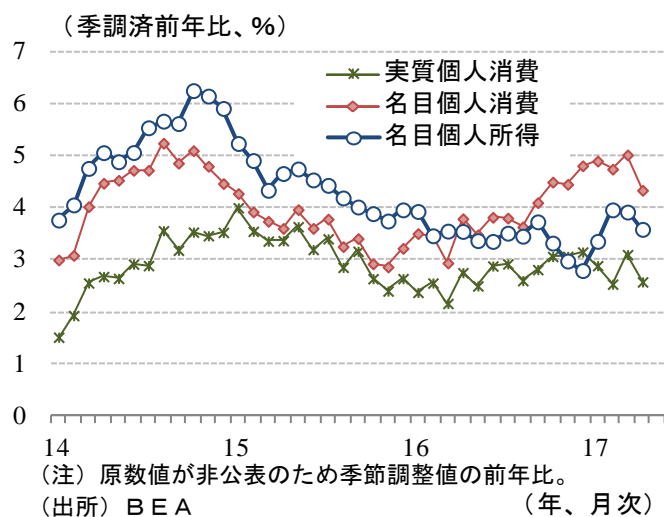


図表5. 賃金

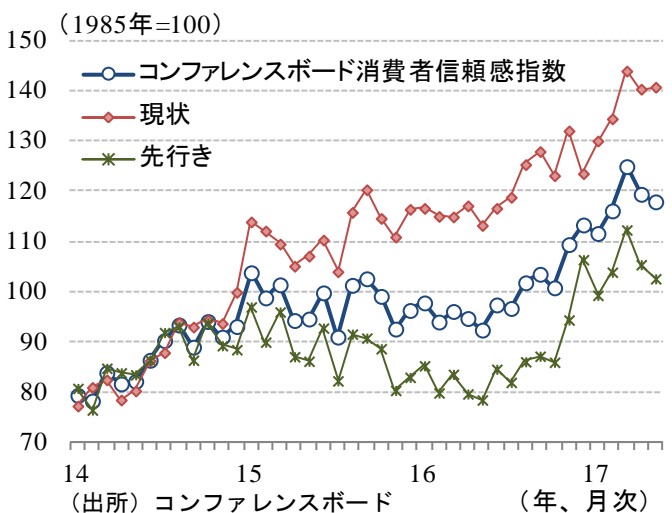


- ・雇用・賃金情勢の持ち直しを背景に、個人消費は底堅い動きが続いている。4月の名目個人消費支出（PCE）は季調済前年比+4.3%（同前月比+0.4%）と増加幅がやや縮小したものの、均してみると安定した増加が続いている。
- ・消費者マインドを示すコンファレンスボード消費者信頼感指数は、5月は117.9と2ヶ月連続で低下したものの、引き続き高水準にある。

図表6. 個人消費（PCE）



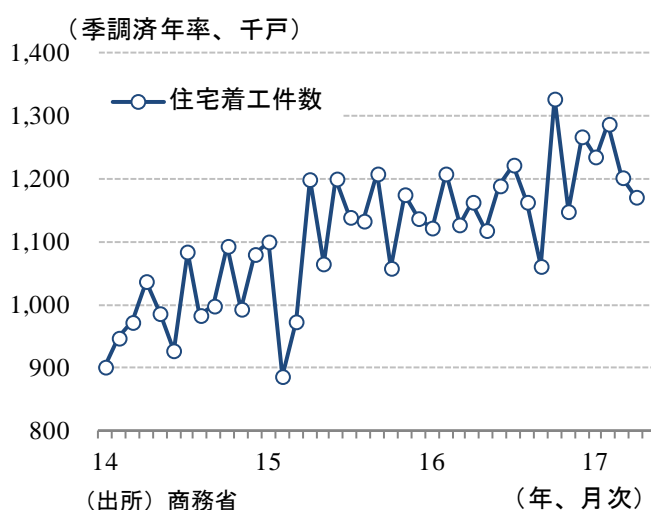
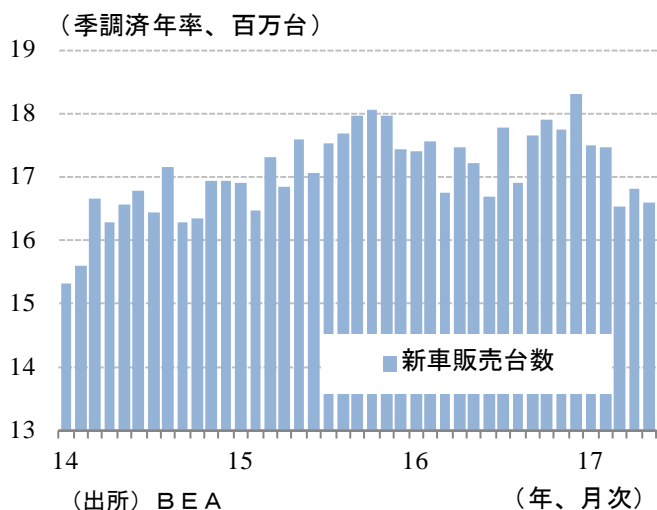
図表7. 消費者マインド



- ・一方、新車販売は低迷が続いている。5月の新車販売台数は季調済年率1,658万台と、インセンティブ（販売奨励金）による下支えが限界を迎える中、3ヶ月連続で1,700万台割れとなった。
- ・また、住宅については弱い動きとなっている。4月の着工件数は年率117.2万戸（前月比-2.6%）と2ヶ月連続で減少し、5カ月ぶりに120万戸割れとなった。また、販売件数は新築（同-11.4%）、中古（同-2.3%）とも減少している。

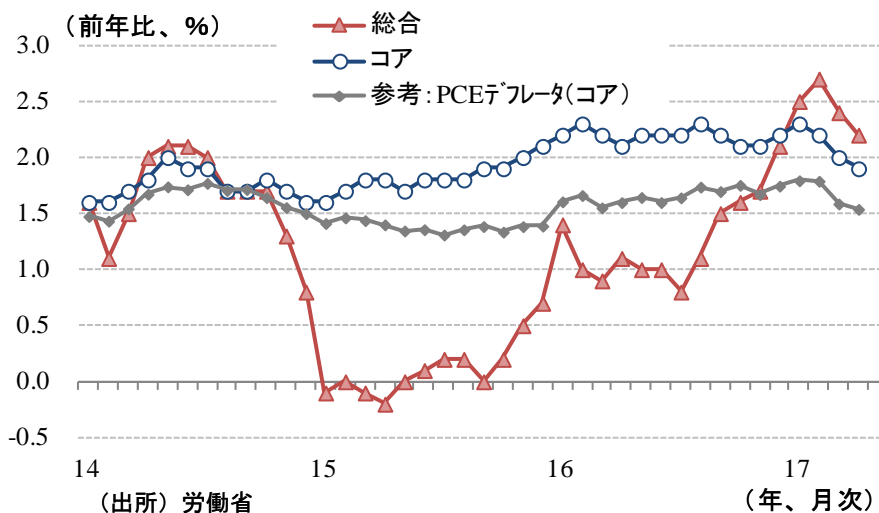
図表8. 新車販売

図表9. 住宅着工



- ・こうした中、4月の消費者物価指数（CPI）は前年比+2.2%と、エネルギー価格の上昇が一服したことで、伸びが鈍化した。もっとも、エネルギーの影響を除いたコアでも、同+1.9%と上昇幅が縮小している。
- ・また、FRBが物価目標の対象にしているPCEデフレーターも前年比+1.7%（コア＝同+1.5%）と伸び率の鈍化が続いた。

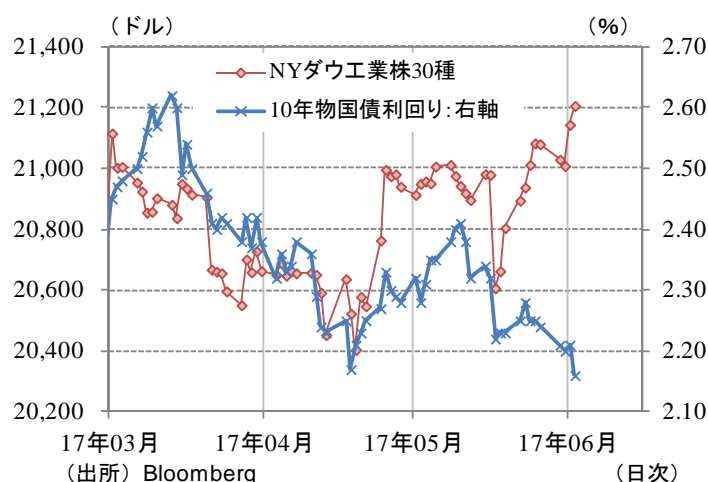
図表10. 消費者物価指数（CPI）



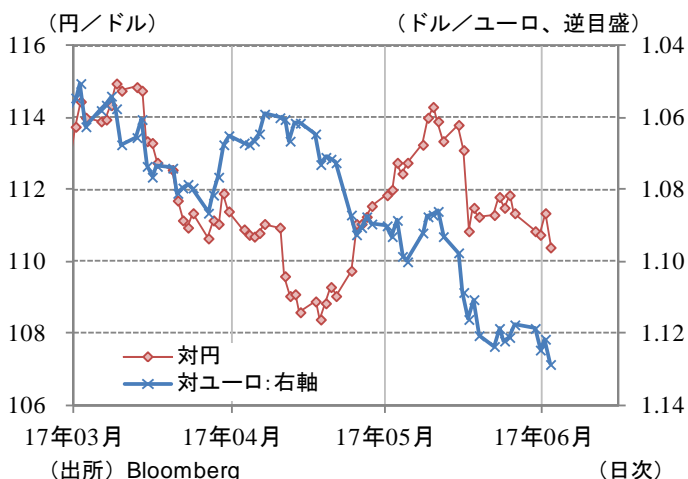
【金融政策・金融市場】注目される再投資政策の変更

- 5月の長期金利は上昇後、低下した（図表11）。2-3日のFOMCでの追加利上げは見送られたものの6月には利上げが実施されるとの見方が強まったことで、上旬には金利が上昇した。しかし、中旬以降は政局の不透明感の高まりを受けて安全資産とされる米国債への需要が高まったことで、金利の低下が進んだ。
- この間、株価については一時的に急落したが、その後はすぐに反発した。トランプ大統領のロシアゲート騒動を受けて、17日にはダウがここ8ヶ月間で最大の下げ幅となった。しかし、その後は好調な企業業績をはじめとする景気の底堅さに加え、急な落ち込みからの反動もあって持ち直した。6月に入ってから、過去最高値を更新している。
- また、為替相場については、上旬は仏大統領選におけるマクロン氏の勝利や米国景気の堅調さを背景に投資家のリスク志向が強まったためドル高・円安が進んだ。しかし、ロシアゲート騒動後は、リスク回避の円買いが強まりドル安・円高となった（図表12）。

図表11. 株価および長期金利



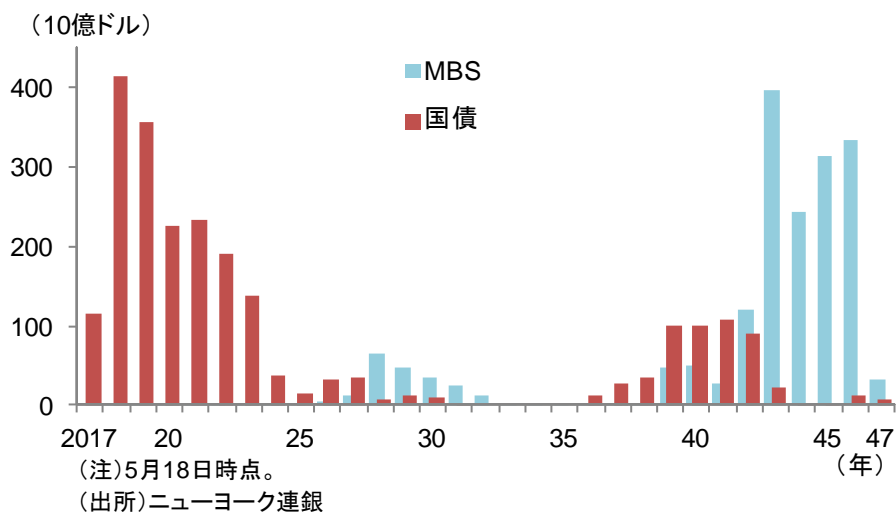
図表12. 為替



- 次回の連邦公開市場委員会（FOMC）は6月13-14日に予定されているが、市場ではそこで追加利上げが実施されるとの見方が強い。
- さらに、5月2-3日FOMCの議事要旨では、殆どのFOMC参加者が期待通りの経済情勢であればすぐにでも（soon）緩和政策を縮小する別の手段に取り掛かると判断していると記されており、年内に再投資政策の変更、すなわちバランスシート縮小に着手する可能性が高まっていることも示された。
- また、縮小の方法についても検討された。具体的には、毎月ある一定の上限値（caps）を定め、保有債券の償還金額のうち上限を上回る部分だけを再投資するというものである。上限を引き上げれば再投資の金額が減少し、月々のバランスシートの縮小ペースが加速することになる。

- ・なお、現時点でF R Bが保有する債券の規模¹は約4.2兆ドルであり、そのうち国債が2.3兆ドル、M B Sが1.8兆ドルである。その償還スケジュールを見ると、国債は2020年代前半、M B Sは2040年代半ばに償還時期が集中している（図表13）。ただし、M B Sについては大部分が繰り上げ償還される。

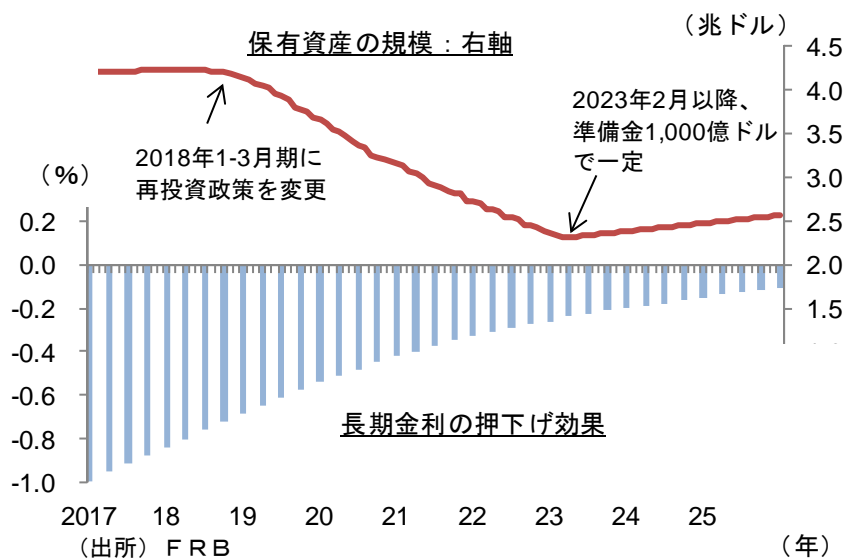
図表13. 保有債券の償還スケジュール



- ・4月20日には、F R Bがバランスシート縮小による影響をシミュレーションしたレポート(Notes)を発表した（図表14）。その試算によると、これまでの量的緩和による長期金利の押下げ効果は足元で約1.05%（105ベース・ポイント）とされている。2018年4-6月期からバランスシートの縮小を開始させ、2023年2月以降は準備金が1,000億ドルで一定となるような再投資政策を行う場合、長期金利の押下げ効果は図表14のように縮小する。最初の1年間における押下げ効果の縮小幅は-0.15%ポイントと、影響は軽微にとどまる見通しだ。
- ・また、イエレンF R B議長が今年1月19日に講演した際、原稿の脚注をみても、F R Bが保有する債券の平均残存期間は徐々に短くなっていることから量的緩和政策による長期金利の押下げ効果は既にはく落し始めており、2017年は効果の低下により長期金利が約15ベース・ポイント上昇したといった内容が記されている。これはF F金利0.25%ポイントの利上げ2回分に相当する影響であるが、再投資政策の変更によって長期金利が大きく上がることはないと思われる。

¹ 正確には System Open Market Account (SOMA) Holdings の額。

図表14. 再投資政策変更のシミュレーション



- ・ 長期的に見て、米国では潜在成長率が低下する中で期待物価上昇率は以前ほど高まらなくなっていると考えられ、長期金利への低下圧力が増している。
- ・ 2013年5月、当時のFRB議長だったバーナンキ氏が量的緩和の早期縮小について発言したことで、金融市場は大荒れとなった。いわゆる、「バーナンキ・ショック」、「テーパー・タントラム (taper tantrum)」である。5月上旬には1.6%台だった10年物国債利回りは、その後大きく上昇し、9月5日には2.99%を付けた。
- ・ 今回も当時のように市場が混乱し一時的に長期金利が急騰することが懸念されているが、当時と比べ現在は市場との対話が十分に進められている。構造的にみて金利が上がりにくい状況にある中では、長期金利の上昇は緩やかにとどまるだろう。

【主要経済指標】

| | | 暦年 | | | 四半期 | | | 月次 | | | | | |
|-----------------------|---------------------|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| | | 2014 | 2015 | 2016 | 16/Ⅲ | 16/Ⅳ | 17/Ⅰ | 17/1 | 17/2 | 17/3 | 17/4 | 17/5 | |
| 景気 | 全体 | 実質GDP成長率(季調済前期比年率、%) | 2.4 | 2.6 | 1.6 | 3.5 | 2.1 | 1.2 | / | / | / | / | / |
| | | 個人消費(同(寄与度)、%ポイント) | 2.0 | 2.2 | 1.8 | 2.0 | 2.4 | 0.4 | / | / | / | / | / |
| | | 住宅投資(同(寄与度)、%ポイント) | 0.1 | 0.4 | 0.2 | -0.2 | 0.4 | 0.5 | / | / | / | / | / |
| | | 在庫投資(同(寄与度)、%ポイント) | -0.1 | 0.2 | -0.4 | 0.5 | 1.0 | -1.1 | / | / | / | / | / |
| | 企業部門 | ISM製造業指数(中立水準=50) | 55.6 | 51.4 | 51.5 | 51.1 | 53.3 | 57.0 | 56.0 | 57.7 | 57.2 | 54.8 | 54.9 |
| | | ISM非製造業指数(中立水準=50) | 56.2 | 57.1 | 54.9 | 54.4 | 55.8 | 56.4 | 56.5 | 57.6 | 55.2 | 57.5 | — |
| | | 鉱工業生産(変化率、%)* | 3.1 | -0.7 | -1.2 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | -0.3 | 0.2 | 0.4 | 1.0 | — |
| | | 製造業(変化率、%)* | 1.2 | 0.1 | 0.0 | -0.1 | 0.4 | 0.6 | 0.4 | 0.3 | -0.4 | 1.0 | — |
| | | 設備稼働率(季調済) | 78.6 | 76.8 | 75.7 | 75.8 | 75.8 | 75.9 | 75.8 | 75.8 | 76.1 | 76.7 | — |
| | | 製造業新規受注(変化率、%)* | 1.8 | -7.6 | -2.1 | 0.1 | 2.7 | 1.5 | 0.4 | 0.8 | 0.5 | 0.0 | — |
| | | コア資本財受注(変化率、%)* | 0.3 | -4.3 | -4.6 | 2.4 | -0.1 | 1.7 | 1.3 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | — |
| | 家計部門 | 建設支出(変化率、%)* | 11.4 | 10.3 | 4.8 | 1.5 | 1.8 | 2.9 | 0.8 | 1.9 | 1.1 | -1.4 | — |
| | | CB消費者信頼感指数(85年=100) | 86.9 | 98.0 | 99.8 | 100.7 | 107.8 | 117.5 | 111.6 | 116.1 | 124.9 | 119.4 | 117.9 |
| | | コア小売売上高(変化率、%)* | 4.1 | 3.5 | 3.1 | 0.3 | 0.8 | 0.9 | 0.6 | -0.2 | 0.7 | 0.2 | — |
| | | 名目個人消費支出(変化率、%)* | 4.4 | 3.5 | 3.9 | 1.1 | 1.4 | 0.8 | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.4 | — |
| | | 実質個人消費支出(変化率、%)* | 2.9 | 3.2 | 2.7 | 0.7 | 0.9 | 0.2 | -0.3 | -0.1 | 0.5 | 0.2 | — |
| | | 名目個人所得(変化率、%)* | 5.2 | 4.4 | 3.4 | 1.1 | 0.3 | 1.0 | 0.6 | 0.5 | 0.2 | 0.4 | — |
| | | 新車販売台数(年率、万台、季調済) | 1,644 | 1,740 | 1,744 | 1,744 | 1,798 | 1,716 | 1,748 | 1,747 | 1,653 | 1,681 | 1,658 |
| | 住宅部門 | 住宅着工件数(年率、万戸、季調済) | 100.1 | 110.7 | 117.7 | 115.0 | 124.8 | 124.2 | 123.6 | 128.8 | 120.3 | 117.2 | — |
| | | 着工許可件数(年率、万戸、季調済) | 105.3 | 117.8 | 120.7 | 121.5 | 126.9 | 126.0 | 130.0 | 121.9 | 126.0 | 122.8 | — |
| 新築住宅販売件数(年率、万戸、季調済) | | 44.0 | 50.3 | 56.1 | 58.8 | 56.8 | 61.6 | 59.9 | 60.7 | 64.2 | 56.9 | — | |
| 中古住宅販売件数(年率、万戸、季調済) | | 492 | 523 | 544 | 538 | 555 | 562 | 569.0 | 547.0 | 570.0 | 557.0 | — | |
| S&Pケースワ-住宅価格指数(前年比、%) | | 8.0 | 5.0 | 5.2 | 5.0 | 5.2 | 5.8 | 5.7 | 5.9 | 5.9 | — | — | |
| 政府部門 | 財政収支(10億ドル、季調済) | -487.7 | -478.0 | -580.1 | -186.6 | -208.2 | -317.0 | 51.3 | -192.0 | -176.2 | 182.4 | — | |
| 国際収支 | 貿易収支(10億ドル、季調済) | -490.3 | -500.4 | -504.8 | -120.9 | -134.0 | -139.0 | -48.8 | -44.9 | -45.3 | -47.6 | — | |
| | 名目輸出(前年比、%) | 3.6 | -4.7 | -2.4 | -0.6 | 1.4 | 6.5 | 7.2 | 6.0 | 6.4 | 5.0 | — | |
| | 名目輸入(前年比、%) | 4.0 | -3.6 | -1.8 | -1.4 | 2.7 | 7.3 | 8.2 | 4.6 | 9.0 | 8.3 | — | |
| | 経常収支(10億ドル、季調済) | -392.1 | -463.0 | — | -116.0 | -112.4 | — | / | / | / | / | / | |
| | 対米証券投資(10億ドル) | 275.3 | 317.5 | 238.8 | 103.5 | 25.0 | 118.7 | 5.8 | 53.1 | 59.8 | — | — | |
| 雇用 | 失業率(季調済) | 6.2 | 5.3 | 4.9 | 4.9 | 4.7 | 4.7 | 4.8 | 4.7 | 4.5 | 4.4 | 4.3 | |
| | 非農業部門雇用者数(前期差、万人) | 299.8 | 271.3 | 224.0 | 71.6 | 44.3 | 49.8 | 21.6 | 23.2 | 5.0 | 17.4 | 13.8 | |
| 物価 | 消費者物価(前年比、%) | 1.6 | 0.1 | 1.3 | 1.1 | 1.8 | 2.5 | 2.5 | 2.7 | 2.4 | 2.2 | — | |
| | 同コア(前年比、%) | 1.8 | 1.8 | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 2.2 | 2.3 | 2.2 | 2.0 | 1.9 | — | |
| | PCEデフレーター(前年比、%) | 1.5 | 0.4 | 1.1 | 1.0 | 1.4 | 2.0 | 1.9 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | — | |
| | 同コア(前年比、%) | 1.6 | 1.4 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.6 | 1.5 | — | |
| | ガソリン価格(前年比、%) | -3.9 | -26.8 | -9.7 | -13.4 | 3.6 | 22.1 | 19.5 | 29.1 | 17.7 | 14.1 | 5.6 | |
| | 生産者物価(前年比、%) | 1.9 | -3.3 | -1.0 | -1.3 | 1.0 | 3.5 | 3.0 | 3.7 | 3.7 | 3.9 | — | |
| 金融 | M2(前年比、%) | 6.2 | 5.8 | 6.8 | 7.1 | 7.3 | 6.4 | 6.6 | 6.3 | 6.3 | 6.0 | — | |
| | FFレート(年利、%、期末値) | 0.25 | 0.50 | 0.75 | 0.50 | 0.75 | 1.00 | 0.75 | 0.75 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | |
| | LIBOR3ヶ月物(年利、%、期中値) | 0.23 | 0.32 | 0.74 | 0.79 | 0.92 | 1.07 | 1.03 | 1.04 | 1.13 | 1.16 | 1.19 | |
| | 10年債(年利、%、期中値) | 2.53 | 2.13 | 1.84 | 1.56 | 2.13 | 2.44 | 2.43 | 2.42 | 2.48 | 2.29 | 2.30 | |
| | 株価指数(NYダウ、期中値) | 16,774 | 17,591 | 17,908 | 18,368 | 18,865 | 20,385 | 19,908 | 20,424 | 20,823 | 20,685 | 20,937 | |
| | ドル/円(期中値) | 105.9 | 121.0 | 108.8 | 102.4 | 109.5 | 113.6 | 114.9 | 113.0 | 112.9 | 110.0 | 112.2 | |
| | ユーロ/ドル(期中値) | 1.33 | 1.11 | 1.11 | 1.12 | 1.08 | 1.06 | 1.06 | 1.06 | 1.07 | 1.07 | 1.11 | |
| | WTI先物(期近物、ドル、期中値) | 93.0 | 48.8 | 43.3 | 44.9 | 49.3 | 51.9 | 52.6 | 53.5 | 49.7 | 51.1 | 48.5 | |

(注) *は、年次データが前年比、四半期データが前期比、月次データが前月比を採用している。

(出所) 商務省、FRB、ISM、S&Pなどの資料から作成。

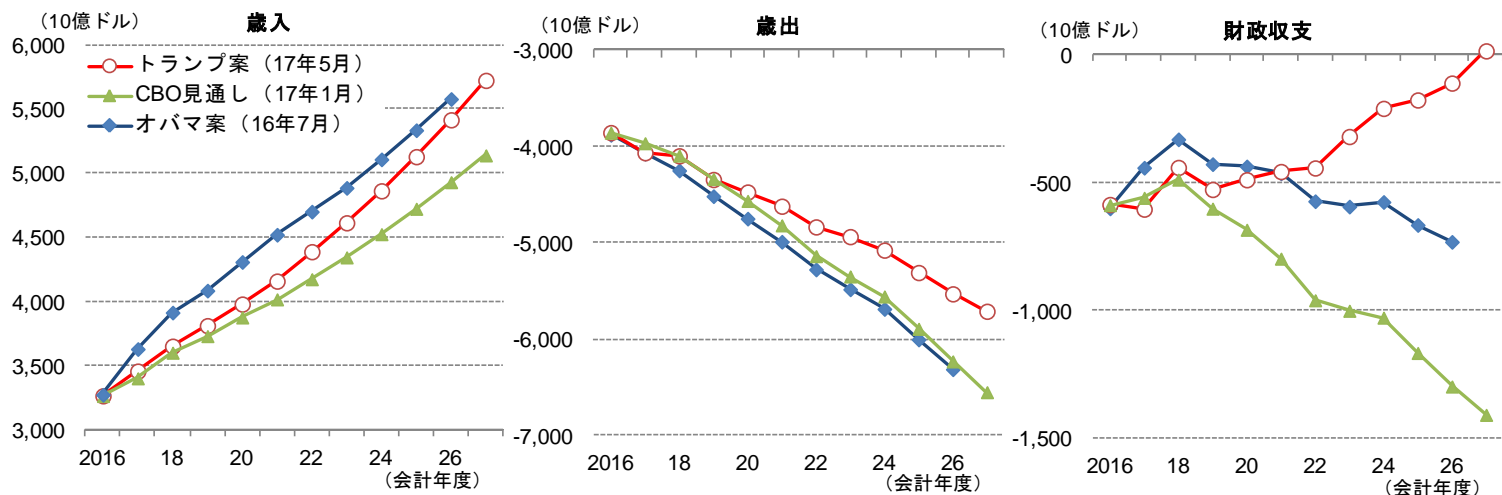
ご利用に際してのご留意事項を最後に記載していますので、ご参照ください。

(お問い合わせ) 調査部 TEL:03-6733-1070 E-mail: chosa-report@murc.jp

II. トピック ～実現可能性に乏しい予算教書

- ・ 5月4日、1週間のつなぎ予算を経て今年9月までの2017会計年度予算がなんとか成立したことに続き、23日にはトランプ大統領による予算教書がようやく議会に提出された。
- ・ 3月に発表されていた予算の概要では、歳出のうち3割を占める裁量的経費についてしか取り上げられておらず、今回の予算教書で初めて、歳出の残り7割を占める義務的経費や歳入を含めた予算案の詳細が示された。
- ・ 本予算案では、今後10年間、歳入は年平均+5%程度のペースで増加する一方、歳出は年平均+4%程度のペースでの増加にとどまるとされている（図表15）。この結果、2027会計年度には歳入（5兆7,240億ドル）が歳出（5兆7,080億ドル）を上回り、160億ドルの財政黒字が達成される見込みだ。
- ・ もっとも、今年1月に発表されたCBO²の見通しでは、2027会計年度の財政収支は1兆4,080億ドルの大幅な赤字となっている。トランプ大統領の予算案では、CBOによる見通しよりも歳入の伸びが高く、歳出が抑制されている。さらに、前政権の予算案と比べても、歳入の伸びは控えめだが、歳出の抑制が目立つ。
- ・ こうした緊縮財政は小さな政府を志向する共和党の考えに沿ったものであるが、特に今回の予算案で示されているような大幅な歳出の削減は、オバマケア代替法で激しく対立している「フリーダム・コーカス」等の党内保守派への配慮と考えられる。

図表15. 予算案の比較



(出所) ホワイトハウス、CBO

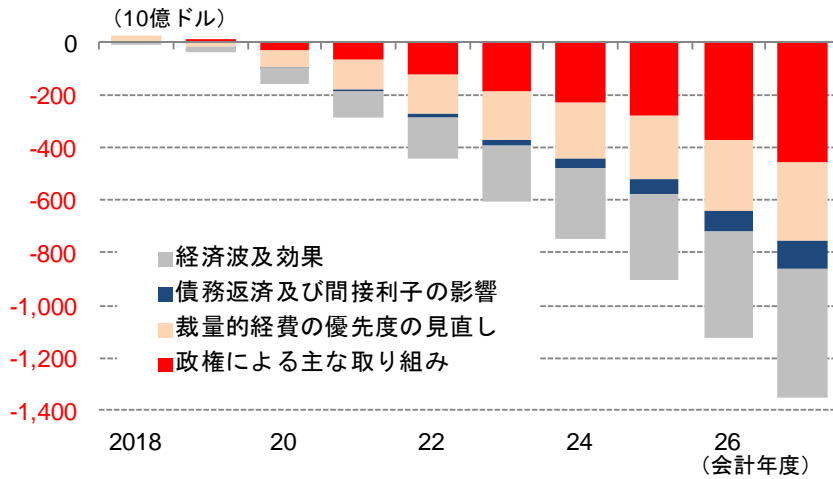
- ・ また、現状の政策に基づいたベースライン見通しでは、2027会計年度の財政収支は1兆3,380億ドルの赤字である。具体的には、1兆3,540億ドル（160億ドルの財政黒字との差）の赤字削減のうち、最も多いのが経済波及効果（4,960億ドル）による間接的な削減であり、政権による主な

² Congressional Budget Office、議会予算局。議会の中立的な機関とされる。

取組みの効果（4,580億ドル）という直接的な削減額を上回る見通しだ（図表16）。

- ・つまり、政策によって経済成長を加速させ歳入の増加に繋げることを見込んでいるのだが、前提となる成長率見通しは2021会計年度以降、年+5.1%が続いている。2010年代以降の年平均では、名目GDP成長率が+3.7%であることを踏まえると、予算案はかなり楽観的である。

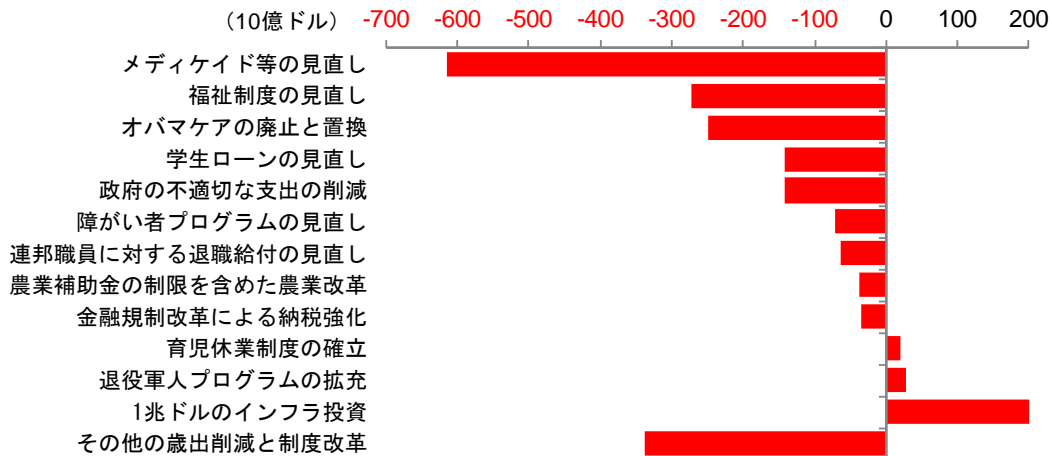
図表16. 財政赤字の削減見通し（全体）



（出所）ホワイトハウス

- ・一方、直接的な歳出削減の効果について詳細を見ると、削減幅が最も大きいのがメディケイド（低所得者向け公的医療保険制度）等の見直しであり、2027会計年度までの10年間の累計で6,160億ドルが見込まれている（図表17）。さらに、福祉制度の見直し（同2,720億ドル）やオバマケアの廃止と置換（同2,500億ドル）による削減幅も大きく、社会的弱者への負担の集中が懸念される。

図表17. 財政赤字の削減見通し（政権による主な取組みの成果）



（注）2018～27会計年度の累計。

（出所）ホワイトハウス

- ・ 一方、歳出の大幅な増加が見込まれているのが“1兆ドル”のインフラ投資である。ただし、10年間の予算の累積計上額は2,000億ドルにとどまっており、残りの8,000億ドルは民間資金で賄うことを想定しているようだ。
- ・ 先に述べたように、大幅な歳出削減は共和党保守派の賛同を得られやすい一方、特に低所得者向けの支援を大きく削減させる案は民主党の猛反発を受けることが必至である。今回提出された予算案がそのまま成立する可能性はまず無いと考えられ、今後、議会での調整は難航が予想される。
- ・ トランプ政権の誕生当初から政策実行の遅れが心配されていたが、足元では既にその懸念が現実となってしまっている。これまでのところ実体経済の底堅さが続いているお陰で、政策の遅れによる短期的な景気への悪影響は出ていないが、予算の調整が長引けば他の重要な政策への取り組みが遅れることになり、中長期的な成長力の低下に繋がりがかねない。

— ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。