

## 経済レポート

## 2017 / 2018 年米国経済見通し

～トランプ大統領の下で、景気の拡大ペースが緩やかに加速～

調査部 研究員 尾畠 未輝

2016年の米国景気は、世界経済の減速が続く中で年初は弱さが見られたが、夏場には雇用情勢の改善を背景に個人消費が底堅さを取り戻し再加速した。先行き不透明感が強い中で迎えた大統領選挙では、大方の事前予想に反してトランプ氏が勝利し、いわゆる“トランプ・ショック”を引き起こした。同氏の掲げる政策が経済成長を加速させるとの期待から、年末にかけて株高・金利高・ドル高が進む中、12月にはFRBが追加利上げに踏み切った。

中長期的な流れを見ると、潜在成長率は2000年代に大きく低下した後、2010年代に入ってからはやや持ち直しているが、足元では概ね1%台半ばにとどまっている。潜在成長率が大きく低下した主因は労働投入量の伸びが縮小したためであるが、資本投入量や生産性も伸び悩んでいる。そもそも潜在成長率が高まらない状態にある中で、リーマンショックが米国経済に追い討ちを掛けた。しかし、現在では労働市場が完全雇用近づき、先進国で唯一、金融政策の出口戦略に着手する等、経済はポスト・リーマンショックの時代から脱却した。足元では、期待成長率が高まることで、消費や投資を促し潜在成長率の向上に繋がっていく兆しが出始めている。

トランプ大統領の掲げる減税やインフラ投資の拡大といった政策は、短期的には景気を押し上げる効果があると考えられる。一方、保護主義が極端に強まればコスト高を通じてインフレが進み、実質所得を低下させる可能性がある。また、中長期的には財政赤字の拡大によって金利が急上昇しかねない。景気刺激の軸足が金融政策から財政政策へと移りつつあるが、トランプ大統領の掲げる規制緩和等の政策は、本来、生産性の向上を通じて中長期的な成長力を高めるための手段である。こうした成長戦略が成功するかどうかのカギの一つが製造業の復活にあると考えられるが、国内雇用の拡大だけでは生産性は高まらず不十分といえる。一方、エネルギー分野の規制緩和は、コストの低下を通じた生産性の向上により中長期的な成長に繋がる期待がある。

以上を踏まえた上で先行きを見通すと、今後は経済の拡大ペースが緩やかに加速していくと見込まれる。実質GDP成長率は、2017年に2.3%となった後、2018年は2.6%と伸び率の拡大が続き、3年ぶりに2%台後半の成長を達成すると予測する。新政権の経済政策の効果が表われるのは早くても2017年後半とみられ、減税やインフラ投資促進の影響が本格化するのには2018年になるだろう。もっとも、政策が直接的に実体経済を押し上げ成長を加速させるというよりも、昨夏以降、世界景気の減速が一服する中で、そもそも米国経済は自律的に景気が加速する過程に転じているものと考えられる。FRBによる利上げは、2017、2018年とも年2回を見込んでいく。

想定されるリスクは、想定以上に景気が過熱しインフレが加速し、金利が急上昇すること、中国を中心とした新興国経済の悪化により世界景気が再び低迷すること、トランプ大統領の頑なな姿勢により議会との調整が進まず政策実行が遅れること、等が挙げられ、いずれも成長率を低下させる要因となるだろう。

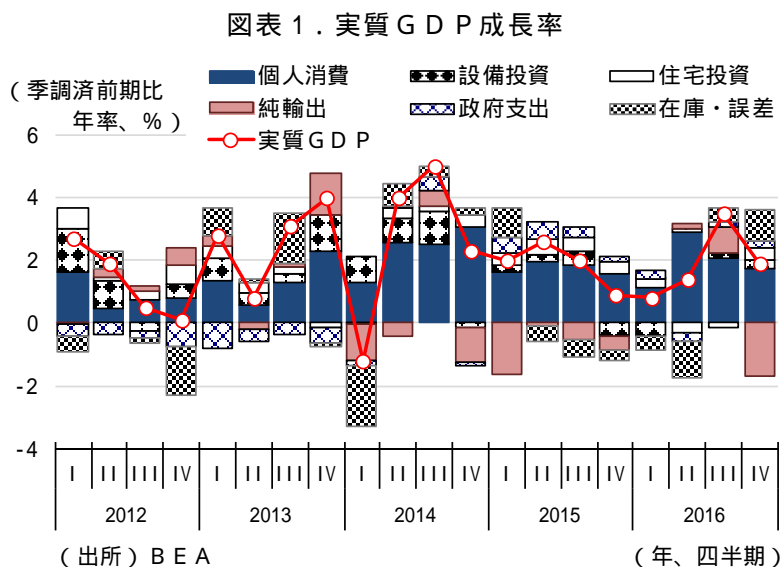
(単位：前年比、%)	2016年 <実績>	2017年 <予測>	2018年 <予測>
実質GDP成長率	1.6	2.3	2.6
PCEデフレーター	1.1	1.6	1.9
失業率	4.9	4.6	4.6
政策金利(期末値)	0.75	1.25	1.75

## 2016年の景気動向

2016年を振り返ると、中国を中心とした世界経済の減速が続く中で、年明け以降、米国景気にも弱さがみられた。所得の伸び悩みを受けて個人消費が弱含んだことに加え、輸出も低迷し、生産の減少が続いた。さらに、原油価格の下落を受けて、物価の下押し圧力も強まった。しかし、夏頃になると雇用情勢の改善を背景に個人消費が底堅さを取り戻し、景気が再び加速してきた。もっとも、大統領選を控える中で、景気の先行き不透明感は強いままだった。

そうした環境で迎えた選挙では大方の事前予想に反してトランプ氏が勝利し、いわゆる“トランプ・ショック”を引き起こした。当初、トランプ氏が勝利すれば、市場が混乱し景気は悪化すると考えられていた。しかし、開票時こそ市場に動揺が見られたが、翌日以降年末にかけては、トランプ氏の掲げる政策が経済成長を加速させるとの期待から、株高・金利高・ドル高が一気に進んだ。実体経済の持ち直しが続いていた中で、企業や消費者のマインドは大きく改善し、年末商戦も事前予測や前年実績を上回る伸びとなった。

また、12月には株価が史上最高値を更新する中、FOMCで1年ぶりとなる利上げが行われた。ただし、2015年12月時点でFRBは2016年中に4回の利上げを見込んでいたことを考えると、2016年の景気は想定よりも緩やかな拡大ペースにとどまったと言える。結果的に、2016年の実質GDP成長率は1.6%と、5年ぶりの低成長にとどまった(図表1)。特に、設備投資は前年比-0.4%と7年ぶりに減少したが、足元でも依然として生産の動きは弱く、個人消費が底堅く推移している一方で企業部門の改善が遅れている。

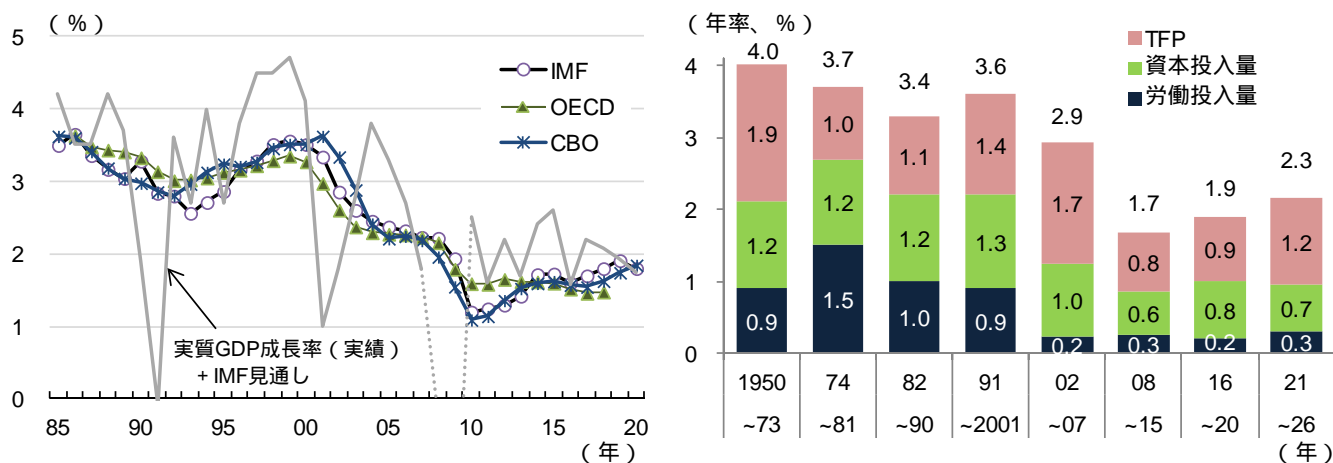


．米国経済の潮流 ～低下する潜在成長率の背景と現状

(1) 成長の下押し圧力が増大

短期的な景気の先行きを見通す前に、米国経済の中長期的な流れを確認する。はじめに、潜在成長率の推移を見ると、2000年代に大きく低下した後、2010年代に入ってからはやや持ち直しているが、足元では概ね1%台半ばにとどまっている（図表2）。先行きについては、主にTFP（全要素生産性）の押上げ寄与が拡大することで、潜在成長率は緩やかながらも上昇し、2020年には2%程度にまで回復すると予測されている。

図表2．潜在成長率の推移と内訳



（注）08、09年の実績は、-0.3%、-2.8%。OECDの推計は86～18年。内訳はCBOによる推計。  
（出所）IMF、OECD、CBO

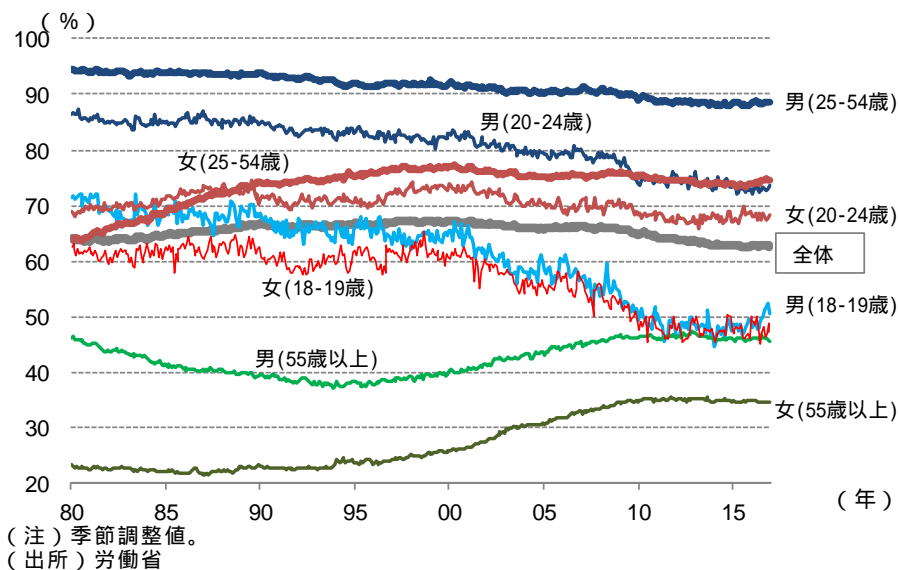
2000年代に入って、潜在成長率が大きく低下した主因は、労働投入量の伸びが急縮小したためである。足元でも年1%弱のペースで人口の増加が続いているものの、日本と同様に米国でも高齢化が進んでいる。生産年齢人口（15～64歳人口）に対する高齢者人口（65歳以上人口）の比率を示す「老年人口指数」は、2000年代半ばから大きく上昇し、2015年は22.5%<sup>1</sup>と、10年前と比べ約4%ポイント上昇した。

こうした人口構造の変化に加え、働き手の中心である25～54歳男性の労働参加率が、ITバブル崩壊やリーマンショックによって雇用環境が悪化する度に切り下がっていることも、労働力の減少に繋がっている（図表3）。また、高学歴化によって男女とも18～19歳及び20～24歳の労働参加率も低下している上、1990年代に進んだ女性の社会進出も2000年代に入って一服した。こうした労働参加率の低下による労働力人口の減少数は、足元で最大1,100万人以上に上ると試算<sup>2</sup>される。なお、2016年は労働参加率が前年差+0.1%ポイント（62.8%）と、10年ぶりに上昇に転じている。しかし、労働投入量の拡大のためには、人数の多い25～54歳男女の労働参加率の上昇が欠かせない。

<sup>1</sup> 日本は2015年10月時点で43.8%。

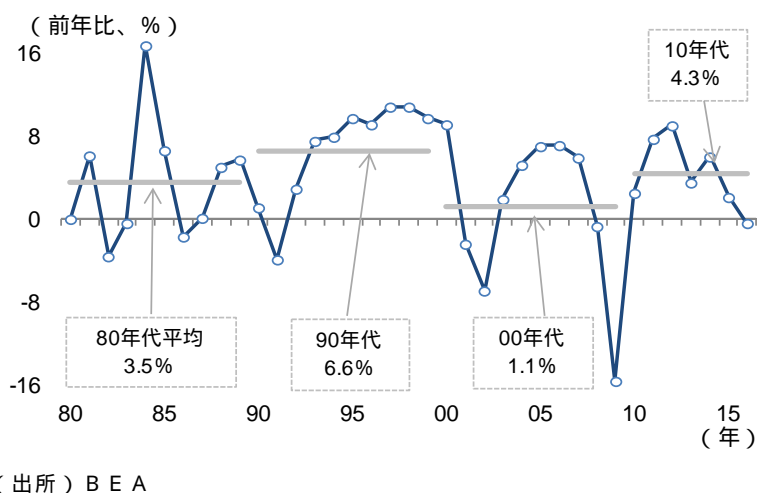
<sup>2</sup> 2016年の人口を基に各世代で労働参加率が1990年以降の最高値だったと仮定した場合の労働力人口と、2016年の労働力人口の実績値の差。

図表3. 労働参加率

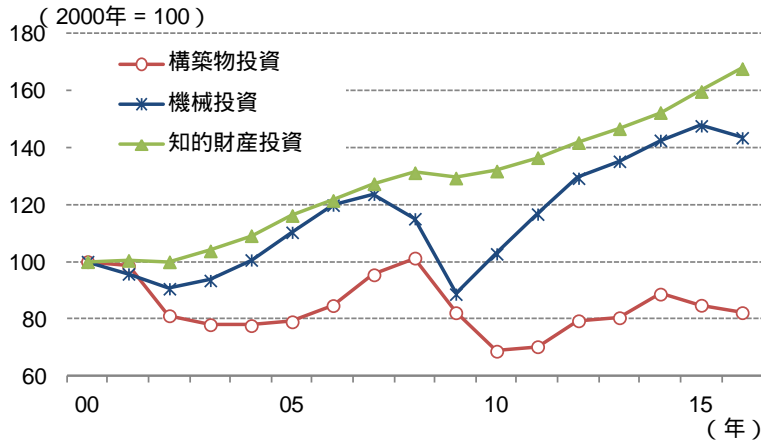


また、資本投入量についても2000年代に入り成長への押上げ寄与が縮小するようになった。2000年代の実質設備投資の伸び率は平均1.1%と、ITバブル崩壊とリーマンショックの影響で伸び率が急縮小した(図表4)。2010年代に入り、大幅減からの反動もあって設備投資は比較的大きく増えた。しかし、近年は特に構築物投資の伸び悩みが続いており、設備投資の勢いが再び弱まってきている(図表5)。また、2016年の設備稼働率は75.4%と、2014年半ば以降低下している。リーマンショック前には稼働率が80%を上回っていたことを考えると、当面、設備投資需要は弱さが続く可能性がある。

図表4. 実質設備投資



図表5．実質設備投資（内訳）

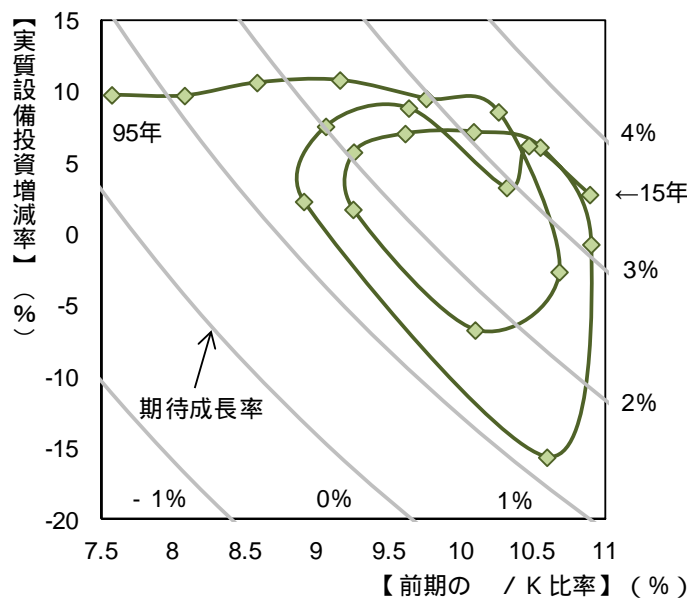


（出所）B E A

実際、投資とストックの関係を示す資本ストック循環図をみると<sup>3</sup>、2013年以降、期待成長率が3%を上回るようになってきているが、2015年は2014年と比べて点が右下方向へとシフトしている（図表6）。2000年以降、資本ストック循環は3%台半ばの期待成長率のラインで頭打ちとなるサイクルを描いており、既に成長に十分な資本ストックが積み上げられているために今後は設備投資が縮小する懸念もある。

潜在成長率が上昇するためには資本投入量の拡大が必要だが、期待成長率が高まれば資本ストック循環図のサイクルの中心が右上方向にシフトすることで、設備投資の拡大に繋がると見込まれる。

図表6．資本ストック循環図

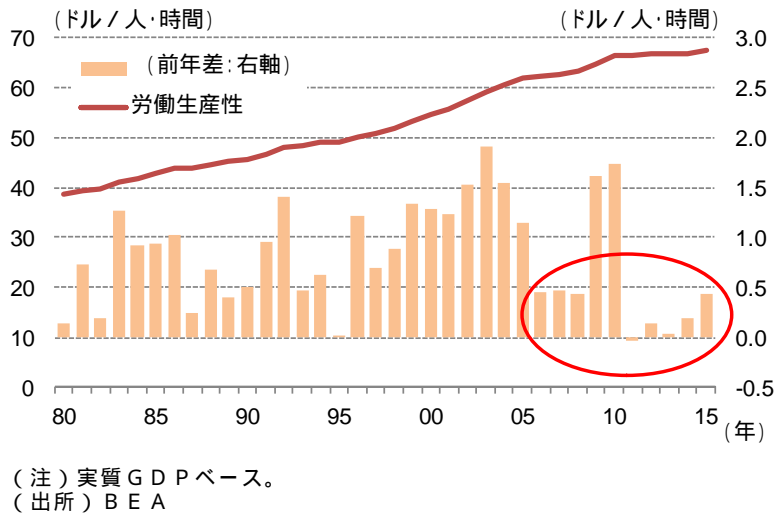


（出所）B E A

<sup>3</sup> 日本銀行「日銀レビュー：近年の製造業の設備投資増加について」（2006年11月）を参考にした。

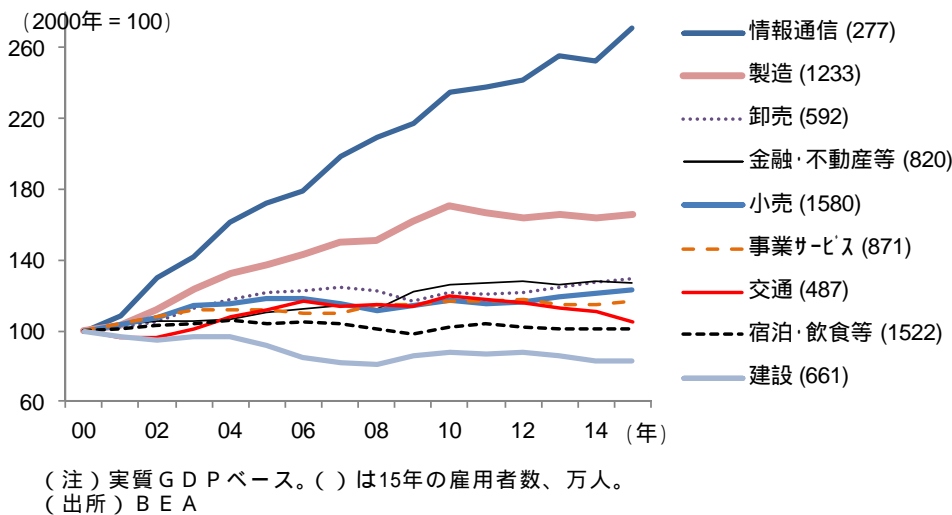
労働投入量と資本投入量が伸び悩む状況で成長を促すためには、生産性の伸びを高めるしかない。しかし、労働生産性（実質GDP ÷ 総労働時間）は上昇が続いているものの、2000年代半ば以降、上昇ペースが鈍化している（2009、2010年に大きく上昇したのは、リーマンショックによって分母の総労働時間が急減したため）（図表7）。

図表7．労働生産性



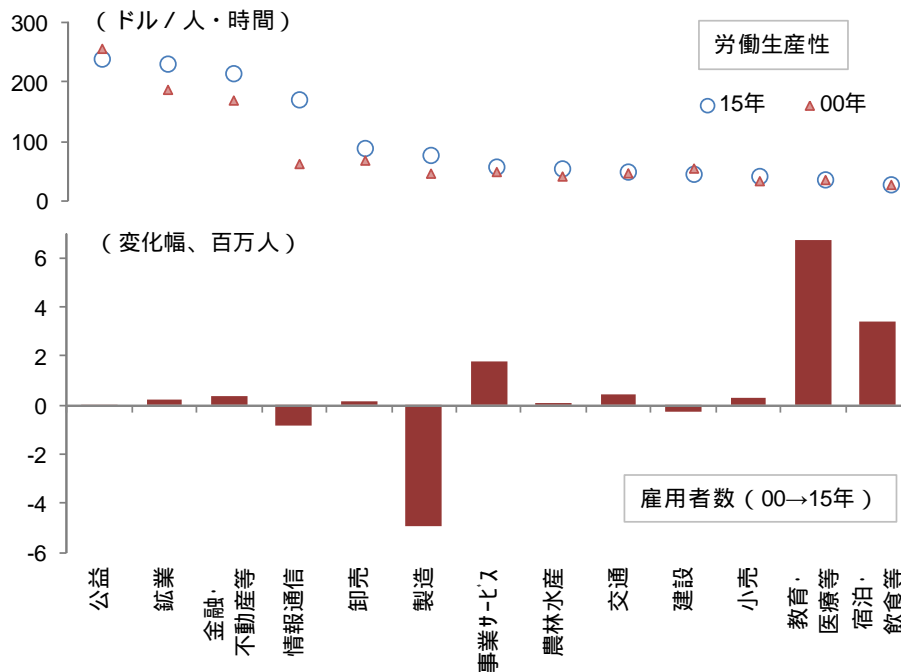
産業別にみると、唯一、情報通信業だけがリーマンショック後も生産性の向上が続いているが、2000年代に入って生産性の伸びをけん引してきた製造業や金融・不動産ではリーマンショックを機に頭打ちとなった（図表8）。加えて、相対的に労働生産性の低い教育・医療や宿泊・飲食といった産業の労働投入量が拡大したことも、全体で見た生産性を押し下げる要因となっている（図表9）。

図表8．主な産業の労働生産性





図表9. 産業別にみた労働生産性及び雇用者数の増減



(注) 実質GDPベース。  
(出所) BEA

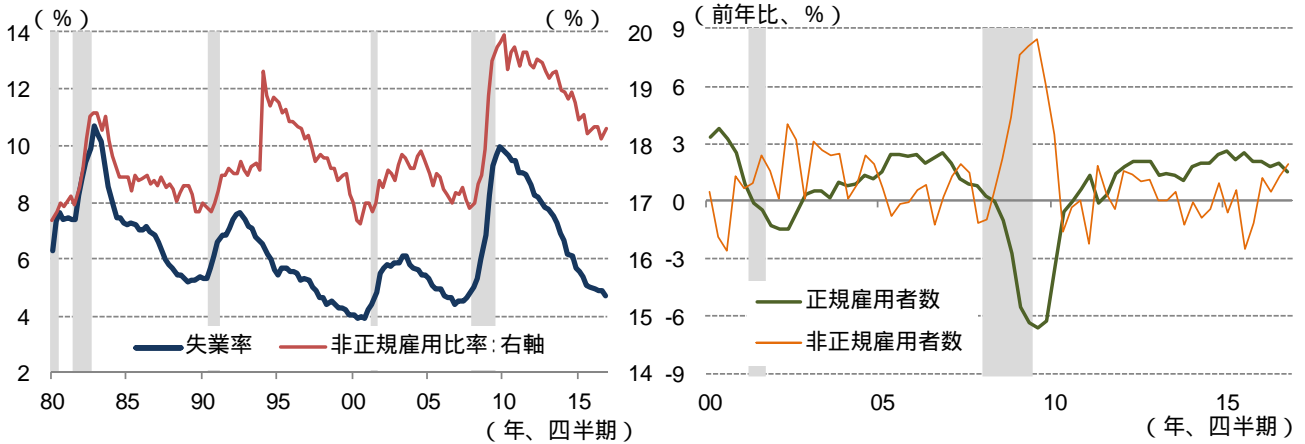
昨今では、AIの進化、活用が生産性の飛躍的な向上に資するのではないかとの期待もあるが、実現性や波及効果は未知数である。産業全体の生産性が上がるためには雇用者数や付加価値のウエイトが高い製造業や小売業といった分野での生産性向上が不可欠であるが、短期間で実現するものではない。中長期的に見て、米国の潜在成長率はなかなか上がりにくい状態にある。

## (2) ポスト・リーマンショックからの脱却

成長への中長期的な下押し圧力が強まる中で、リーマンショックが米国経済に追い打ちを掛けた。しかし、家計部門が中心であったバランスシート調整は比較的スムーズに進み、2013年頃には既に終了したとみられる。現在、米国は先進国の中で唯一金融政策の出口戦略に着手している。ペースは緩やかであるものの2度の利上げを経て、金融政策は正常化(normalization)に向かいつつある。米国経済はショックで負った傷の修復を一通り終え、ポスト・リーマンショックの時代から脱却している。

特に足元で様相が大きく変わっているのが雇用情勢である。2016年12月の失業率は4.7%(季節調整値)にまで低下し、労働市場はほぼ完全雇用の状態に近付いている(図表10)。さらに、求人率(雇用者数と求人数の合計に対する求人数の割合)は2015年半ば以降3%台後半で推移しており、リーマンショック前(3%台前半)を上回る水準で高止まりしている。内訳を見ても、雇用の中心は正規雇用者である。非正規化に歯止めが掛からない日本とは異なり、米国の非正規雇用比率はリーマンショックで急上昇した後、順調に低下している。

図表 10. 雇用情勢

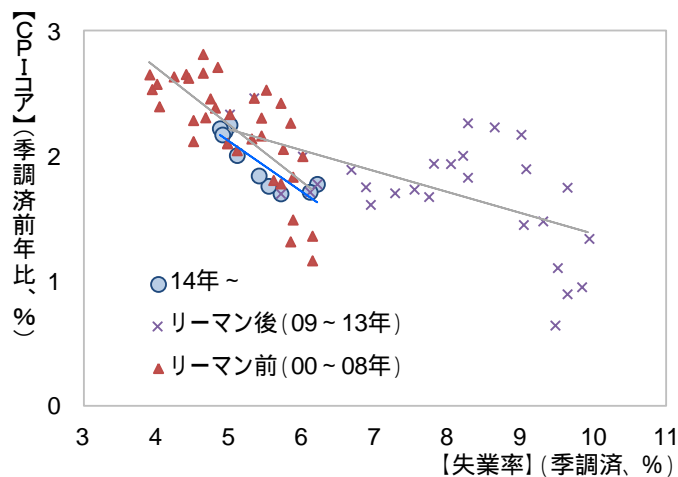


(注) 失業率と非正規雇用比率は季節調整値。シャドウ部分は景気後退局面。  
 (出所) 労働省

こうした状況を受けて、2015年に入って以降は平均時給の伸びが徐々に高まる等、賃金の増加を通じて物価への上昇圧力が強まっている。失業率と物価上昇率の関係を示すフィリップス曲線を見ると、リーマンショック後は近似線の傾きが緩やかになっていた。つまり、失業率が低下しても物価が上がり難くなっていたが、2014年以降は傾きがリーマンショック前と同程度に戻っている(図表11)。

足元では長期金利の上昇と同時に期待インフレ率<sup>4</sup>が大きく上がっているが、こうした雇用情勢の改善が下支えになっていると思われる。足元では、賃金の上昇が期待インフレ率と共に期待成長率を高め、消費や投資を促すことで成長力(潜在成長率)の向上に繋がっていく兆しが出始めている。

図表 11. フィリップス曲線



(注) 四半期データ、直線は各々の近似線。  
 (出所) 労働省

<sup>4</sup> ブレーク・イーブン・インフレ率 = 長期金利 - インフレ連動債(10年物)



## ・ トランプ新政権の政策 ~ 景気刺激の軸足は金融政策から財政政策、成長戦略へ

## (1) 短期的な景気刺激効果

1月20日、ドナルド・トランプ氏が第45代アメリカ大統領に正式に就任した。就任演説では、「アメリカ製品を買い、アメリカ人を雇用する」とも述べたように、アメリカ第一主義を印象付けた。また、トランプ大統領は就任後すぐに医療保険制度改革法（オバマケア）関連の規制緩和に関する大統領令に署名した（図表12）。その後もTPP（環太平洋連携協定）からの離脱、「キーストーンXLパイプライン<sup>5</sup>」等の建設促進、メキシコとの国境における壁（barrier）の建設といった主要な政策について、次々と大統領令への署名を進めている。また、NAFTA（北米自由貿易協定）についても再交渉（場合によっては離脱）の方針を示している。

図表 12 . トランプ大統領の主要政策

	内容	優先度 / 実現度	経済への影響
税制・財政	<ul style="list-style-type: none"> <li>法人税率（現35%）の引き下げ トランプ大統領、共和党とも強い主張であり優先的に取り組まれる見込みだが、トランプ氏の掲げる15%までは下げられず、20%台で落ち着く見込み</li> <li>所得税率の引き下げ、税率区分の変更 トランプ氏は「子供2人以上の中産階級家族に35%の減税」と主張するが、共和党の姿勢はそれほど強くなく、「簡素化+最高税率の小幅な引き下げ」にとどまるか</li> <li>歳出及び将来の債務に上限を設定 共和党の主張だが、トランプ氏が財政拡大の政策を維持する中では見通しが立ちにくい</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>企業では利益拡大を受けた投資増加による経済押し上げ効果が見込まれることに加え、家計でも消費増加が期待される一方、格差拡大に繋がる懸念</li> <li>また、税収減による財政赤字の拡大からドル高や悪い金利上昇に繋がる可能性</li> </ul>
インフラ	<ul style="list-style-type: none"> <li>インフラ投資の拡大 インフラの老朽化は深刻であり早期に取り組まれる可能性が高いが、共和党が財政規律を重視する中、トランプ氏の主張する「10年間で1兆ドル」よりも大幅減額となる見込み ハイウェイ・トラスト・ファンド（高速道路信託基金）の拡大等が中心か</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>短期的には最も景気押し上げの効果がやすい</li> <li>一方、減税同様、長期的な財政赤字の拡大が問題</li> </ul>
エネルギー・環境	<ul style="list-style-type: none"> <li>「気候変動行動計画」の撤回 既の方針を発表、「クリーン・パワー・プラン」については24州がプランに対して訴訟を起こしており、当面はその帰趨も重要に</li> <li>キーストーンXLパイプラインの建設 既にトランプ氏は大統領令に署名しており、共和党とも意見が一致。素地も出来上がっていることから比較的实现は容易だが、原油価格の低迷が続いている点は懸念</li> <li>パリ協定からの脱退 2019年11月までは離脱表明が出来ず実現は困難、努力目標を無視し続ける形か</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>各種の規制緩和はエネルギー分野での雇用創出や投資促進と共に、コスト低下が企業収益の改善と消費の活性化に繋がること期待される</li> </ul>
医療	<ul style="list-style-type: none"> <li>オバマケアの廃止 就任当日に大統領令に署名したが、ほぼ同様の制度が再度策定されることになる見通し</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>オバマケアと大きな違いがなければ影響は軽微</li> </ul>
通商・外交	<ul style="list-style-type: none"> <li>TPP交渉からの離脱 / NAFTA再交渉もしくは離脱 既にTPPからの離脱については大統領令に署名している上、NAFTAの再交渉も方針を表明 NAFTAの再交渉は容易に進まない見込みだが、発効済のものからの離脱は悪影響も大きいことから避けられる見通し</li> <li>中国及びメキシコからの輸入に対し高関税を一律賦課 一部の輸入に対する関税の引き上げは議会の承認が無くても可能だが、一律の高関税賦課はWTOのルールに抵触する可能性があるだけでなく、自国経済への悪影響も大きいことから、個別項目での関税引き上げが限界か</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>国内雇用の確保の一方、輸出低迷および輸入価格上昇による収益悪化で経済押し下げ効果も</li> <li>さらに、輸入価格の上昇はインフレを加速させる可能性</li> </ul>
移民	<ul style="list-style-type: none"> <li>メキシコとの国境に壁を建設 既にトランプ氏は大統領令に署名しており、メッセージ性も高いため、なんとしてでも実現させるとみられるが、費用負担の方法については見通しが立たない（メキシコ政府による費用負担や、メキシコからの輸入品に20%の関税を掛けて費用に充てるという案は非現実的） 当初の壁（wall）から障害物（barrier）へと表現も緩和されている</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>労働力不足に陥れば、賃金上昇圧力が掛かり、インフレに繋がる可能性</li> <li>また、米国が費用を負担することになれば財政赤字の拡大、高関税を設定することになればインフレ懸念、という問題</li> </ul>
金融	<ul style="list-style-type: none"> <li>ドッド・フランク法の見直し、1933年グラス・スティーガル法の復活 共和党が強く主張しているが、トランプ氏の真意が不明であり、優先度は低いとみられる</li> <li>FRBに年1回の監査を導入、イエレン議長の再任却下 トランプ氏は一貫してFRBを批判しているが、具体的な方針は無いとみられる</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>リーマンショックを受けて強化された規制を緩和することは、金融機関の収益改善に繋がるとみられるものの、バブルの懸念も強まる</li> </ul>

（出所）各種報道を基に当社作成

<sup>5</sup> カナダ・アルバータ州と米国・ネブラスカ州を繋ぐパイプライン。既に完成しているパイプラインと合わせて大量のオイルサンドの輸送が可能になる。

しかし、就任演説では通商、外交問題への言及が多かった一方、特に経済、財政政策については依然として具体的な内容が語られることはなかった。トランプ氏が最も重点を置いている雇用創出についても、これまでと同様、「今後10年間で2500万人のアメリカ人の雇用を創出する」と示すにとどまっており、どの分野でどのような方法で増やすのか等については明確でない。まずは税制改正に取り組む方針こそ示されたが、その規模についても不透明なままだ。

足元でトランプ大統領の掲げる政策に対する評価やその効果についての見方は分かれているが<sup>6</sup>、法人税や所得税の減税は投資や消費を促し、短期的には景気を押し上げる効果があると考えられる。また、インフラ投資の拡大も直接的に景気を刺激することになる。しかし、比較的早期に取り組まれるとみられる減税やインフラ投資の拡大であっても、それが実現し効果が本格的に現れるのは、2017年後半以降になる見込みだ。

一方、保護主義が極端に強まることは米国経済にとって大きなリスクである。大統領はSNS等で特定の企業を名指しにして雇用を流出させていると批判しているが、“トランプ砲”の標的にされた企業は次々と対応策をアピールしている（図表13）。

図表 13 . 各企業が発表した対応策

企業		内容
自動車	フィアット	国内工場で2千人の雇用を創出 ミシガン州とオハイオ州の2工場に10億ドルを投じて設備を最新化
	フォード	「ブロンコ」（SUV）と「レンジャー」（ピックアップトラック）を国内市場に再投入 メキシコに16億ドルを投じて工場を建設する計画を撤回
	トヨタ	5年間で100億ドルの設備投資 （うち、6億ドルはインディアナ州の組立工場への投資、400人を新たに雇用）
	ホンダ	18年に新型のハイブリッドモデルを国内既存工場で生産 ジョージア州のトランスミッション工場への投資を拡大
	フォルクスワーゲン	19年にかけて70億ドルを投資
	ダイムラー	SUVの生産拡大のためアラバマ州の工場へ13億ドルの追加投資
	キヤリア	インディアナ州の約1100人の雇用を維持
	アリババ	国内で100万の小規模事業者の仕事を創出（中西部の事業者と農産物輸出を検討）
	I B M	4年間で技術者等2万5千人を新たに雇用
	ソフトバンク	500億ドル（当社は少なくとも250億ドル）を投資し、5万人の雇用を創出
	アマゾン	1年半で10万人以上を新たに雇用（18年半ばまでに米国従業員を28万人へ拡大） （主に倉庫係やソフトウェア技術者等、フルタイム従業員） 5年間で退役軍人や従軍者の配偶者ら2万5千人を雇用
	ウォルマート	1年間で1万人を新たに雇用 店舗新設、改装等に総額68億ドルの投資（これにより2万4千人の雇用が創出）

（出所）各種報道を基に当社作成

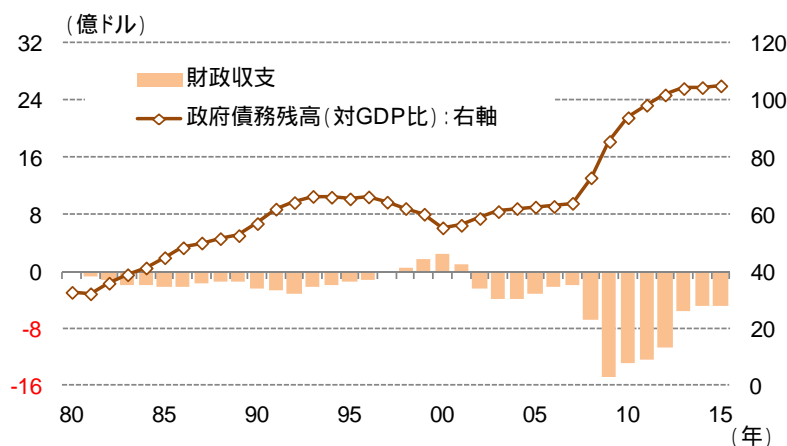
実際にこうした動きが実行に移されれば、米国国内の雇用創出や投資拡大という点では一時的に経済にとってプラスとなる一方、コスト高を通じて企業収益の悪化やインフレが進み、実質所得を低下させることになりかねない。加えて、外交面では各国と軋轢を生む懸念が強い。また、中長期的には財政赤字の拡大によって金利が急上昇するリスクもある。リーマンショックへの対応によって急激に膨らんだ政府債務は、2012年にはGDP比で100%を上回り、足元で

<sup>6</sup> 民間の調査機関である Tax Foundation では今後 10 年間で実質 GDP は累積で +6.9～8.2% 押し上げられると予測する一方、超党派のシンクタンクである Tax Policy Center では長期的に実質 GDP を年 - 0.5% ずつ押し下げると予測している。

も高水準のままである（図表14）。

これから3月頃に掛けて大統領による三大教書が出揃うことになるが、まずは2月28日に予定されている一般教書演説での政策の方向性や優先度、大統領自身による政策提案の内容が注目される。続いて発表される「予算教書」では財政支出のおおよその規模が見えてくることになるが、実際には減税やインフラ投資といった予算の調整が必要な政策については、財政規律を重視する議会共和党とどこまで歩み寄ることが出来るかが焦点となる。

図表 14 . 財政収支と政府債務残高



（出所）B E A、財務省

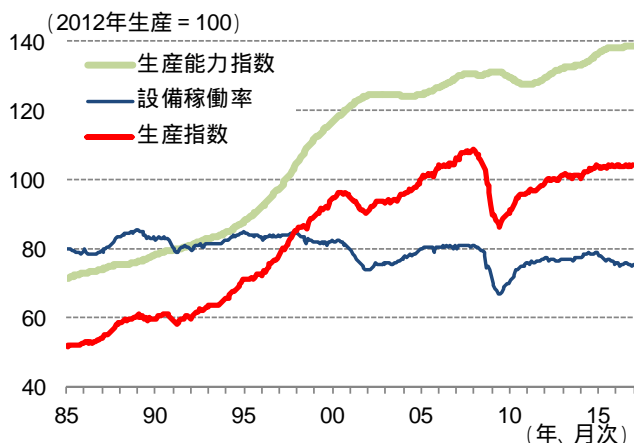
## (2) 中長期的な生産性向上に向けた課題

いち早く金融政策の出口戦略に着手した米国では、景気刺激の軸足が財政政策へと移りつつある。しかし、そもそもトランプ氏の掲げる規制緩和や通商政策は、本来、短期的な景気刺激ではなく、生産性の向上を通じて中長期的な成長力を高めるための手段である。財政政策で短期的に景気を押し上げたとしても、本当に重要なのはそれに続く成長戦略、いわゆるアベノミクスとの比較で言うと「第3の矢」が成功するかどうかだ。

その一つのカギと考えられるのが、トランプ大統領が重視している製造業の復活である。図表8、9から分かるように、製造業の生産性は相対的に高水準にあるとはいえ、リーマンショック後は伸びが頭打ちになっている。また製造業の生産状況をみると、生産指数は足元でもリーマンショック前の水準までには回復していない（図表15）。

1990年以降、均してみると製造業の雇用者数は年20万人のペースで減少しているが、その中心はコンピューター・電子製品と自動車であり、地域で見ると、まさに今回の大統領選でトランプ支持の中心となった五大湖周辺（いわゆるラストベルト）や南東部に集中している（図表16）。

図表 15．製造業の生産状況



(注) 季節調整値。  
(出所) F R B

図表 16．製造業の雇用者数（地域別）

(単位：千人)	1990年	2016年	1年あたり増減数
Southeast	4,071	2,735	- 51
Mideast	2,705	1,392	- 51
Great Lakes	3,933	2,847	- 42
Far West	2,564	1,828	- 28
New England	1,111	600	- 20
Plains	1,243	1,069	- 7
Southwest	1,316	1,161	- 6
Rocky Mountain	355	363	+ 0
製造業全体	17,299	11,995	- 204

(注) 地域分類の定義は B E A による。  
(出所) 労働省

仮に、国内で20万人の雇用が非製造業から製造業へ置き換わると、実質 GDP を +0.1% ポイント押し上げる効果を持つ<sup>7</sup>。しかし、そのためには生産性を維持する、つまり雇用者数の増加に見合った生産が行われることが前提である。

また、トランプ大統領は人件費の安い中国やメキシコが米国内の雇用を奪っていると批判した上で、生産拠点の国内回帰を目指している。実際、米国にとって中国とメキシコは最大の輸入相手国であり、特に中国に対しての貿易赤字は巨額である（図表17）。

図表 17．主要貿易相手国

輸出			輸入			貿易赤字		貿易黒字		
	(10億ドル)	(割合)		(10億ドル)	(割合)	(10億ドル)	(10億ドル)		(10億ドル)	
1	カナダ	246	18.5%	中国	423	21.1%	中国	-319	香港	25
2	メキシコ	212	16.0%	メキシコ	271	13.5%	日本	-62	オランダ	22
3	中国	104	7.8%	カナダ	255	12.7%	ドイツ	-60	UAE	17
4	日本	58	4.3%	日本	120	6.0%	メキシコ	-59	ベルギー	14
5	英国	51	3.8%	ドイツ	105	5.2%	アイルランド	-33	オーストラリア	12
6	ドイツ	45	3.4%	韓国	65	3.2%	ベトナム	-29	シンガポール	8
7	韓国	38	2.9%	英国	50	2.5%	韓国	-27	パナマ	5
8	オランダ	37	2.8%	フランス	43	2.2%	イタリア	-26	ブラジル	4
9	香港	32	2.4%	インド	43	2.1%	インド	-23	チリ	4
10	ベルギー	30	2.3%	アイルランド	42	2.1%	マレーシア	-23	アルゼンチン	4

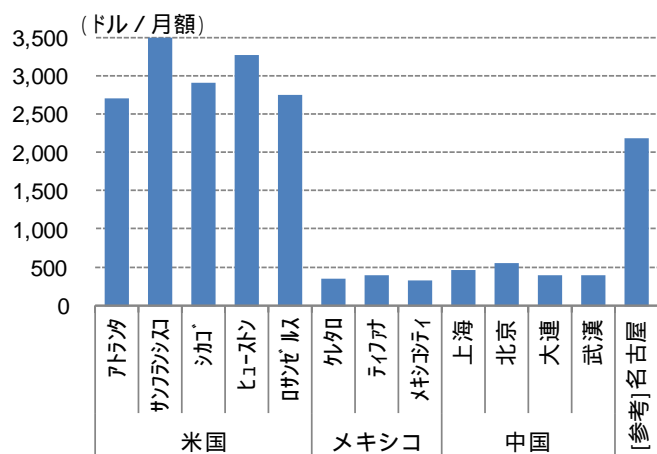
(注) 財のみ。2016年1～11月。  
(出所) 商務省

しかし、製造業の投資コストを比べると、メキシコは米国のおよそ10分の1、中国は米国のおよそ7分の1である（図表18）。仮に生産拠点をメキシコから国内へと変更した場合、企業のコスト負担は急増することになり、例えばメキシコからの1万人の雇用移転で約3億ドルの負担増になると試算される。

<sup>7</sup> 2015年の労働生産性と雇用者数を基に試算。

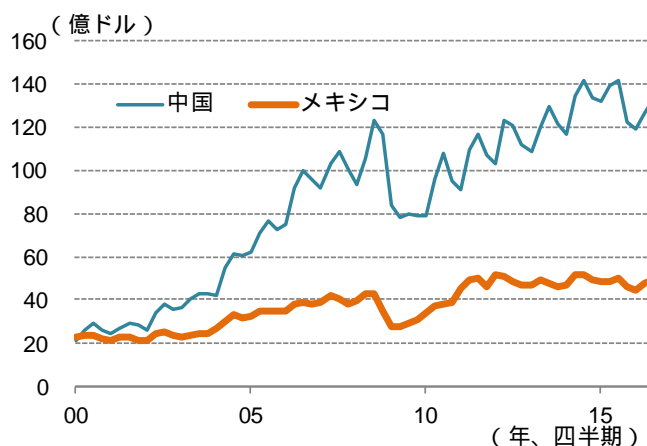
たしかに、2000年代以降中国やメキシコからの製造品輸入は急増しており、製造業の競争環境は厳しくなっている（図表19）。しかし、リーマンショック前までは海外との競争が進む中でも生産量が拡大し生産性も上昇していたことは、国際競争の激化だけが国内の製造業を衰退させたわけではない可能性を示唆している。

図表 18．投資コスト（賃金）



（注）ワーカー（一般工職）一人あたり。17年1月時点。  
（出所）JETRO

図表 19．製造品輸入



（出所）商務省

単に国内雇用を増やすだけでは製造業は復活できない。生産性が低いために海外へ移転させた生産工程を、そのまま国内へと戻すだけでは製造業全体の生産性を低下させるだけに終わってしまう。長期的な成長に向けては製造業の生産性を高めることが重要になるが、そのためには低スキルの労働者に雇用を用意するのではなく、教育によって労働者のスキルを高めたり、システム化を進めたりすることが大切だろう。



一方、エネルギー分野の規制緩和は、中長期的な成長力の押し上げに繋がる期待がある。トランプ大統領は就任と同時に、エネルギー計画について方針を発表した（図表20）。

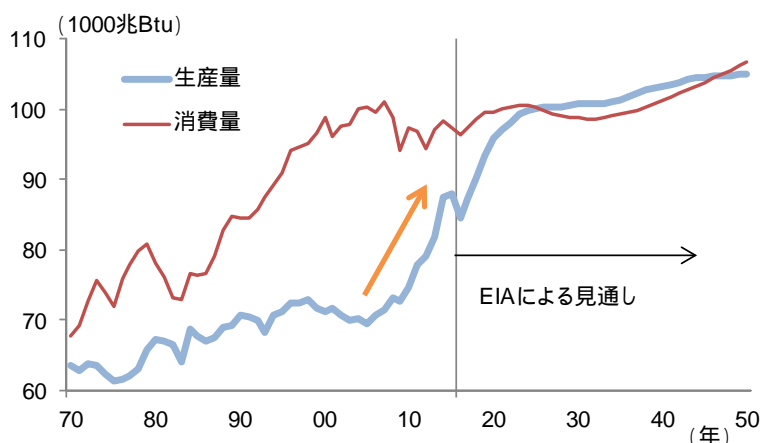
図表 20 . エネルギー計画に関する方針

アメリカ第一のエネルギー計画	America First Energy Plan
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 気候変動行動計画や水質ルールといった有害で不要な政策を排除する。</li> <li>・ これらの規制撤廃により今後7年間で300億ドル以上の賃金増加に繋がる。</li> <li>・ シェール革命を進め推定50兆ドルの価値がある埋蔵エネルギーを利用する。</li> <li>・ エネルギー産業からの収入を道路等のインフラ再構築に充てる。</li> <li>・ 国内のエネルギー生産を高めることは国家安全保障上もメリットである。</li> <li>・ 同時に、反テロ戦略の一環として湾岸諸国と積極的なエネルギー関係の構築を進める。</li> <li>・ 大気と水の保護に向けてEPA（環境保護局）の役割を見直す。</li> </ul>	

（出所）ホワイトハウスのホームページ（<https://www.whitehouse.gov/america-first-energy>）を基に筆者仮訳

2000年代後半以降、シェール革命によって米国のエネルギー生産量は著しく増加した（図表21）。足元では、依然として国内消費量が国内生産量を上回っているが、2020年代には逆転する見通しである。2015年に計画が中止された「キーストーンXLパイプライン」の建設が再開されれば、建設部門で雇用が生まれる（トランプ氏は2.5万人と主張）だけでなく、現状のような高コストの鉄道輸送に頼る必要がなくなり、生産コストの低下に繋がるとみられる。また、トランプ大統領は2013年にオバマ前大統領が発表した気候変動行動計画の撤廃も表明しているが、これらの規制緩和はエネルギー産業に対して短期的な追い風となるだけでなく、コストが下がることで生産性が上がり、中長期的な成長力の押し上げに繋がることも期待される。

図表 21 . エネルギー生産と消費



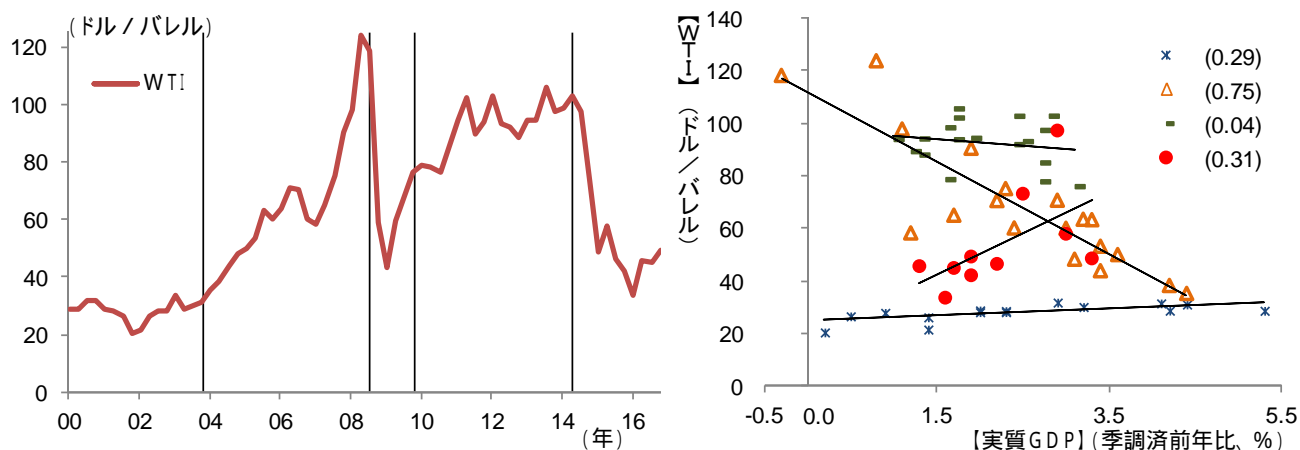
（出所）E I A

もっとも、エネルギー供給が増加すれば世界的に需給が緩み、エネルギー価格が再び下落することが予想される。通常、エネルギー価格が下がると、生産コストの低下により企業利益が増加するだけでなく、物価の低下が実質所得の増加に繋がり、経済にとってプラスになると考えられる。しかし、2000年以降の原油価格と成長率の関係を見ると、2000年代半ばの原油価格



の上昇時（図表22 - ）には成長率と負の相関が見られたにも関わらず、2014年後半以降の原油価格の下落時（同 - ）には、その背景に世界経済の低迷があったため、むしろ成長率が低下している。

図表 22 . 原油価格と実質 GDP 成長率の関係

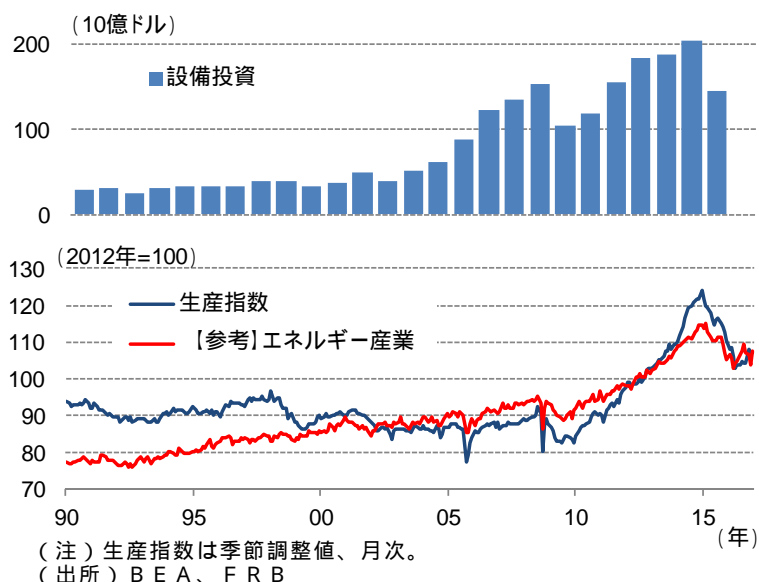


（注）相関図は四半期データ、( )は相関係数、リーマンショック時の08年第4四半期～09年第3四半期は除く。  
直線は各々の近似線。  
（出所）B E A、Bloomberg

2015年にはオバマ前大統領が40年ぶりに原油輸出に踏み切ったが、中国の景気減速もあって世界的に需給がだぶつき、原油価格の急落に繋がった。市況が大きく反落したことで、それまで好調だった鉱業の生産や設備投資が急減し、景気の下押し圧力となった（図表23）。原油価格の下落により短期的に景気が刺激されることよりも、2000年代初頭までのようにエネルギー価格が安定した状態に戻ることにによって経済も安定するという効果が重要だ。

ただし、トランプ大統領はエネルギー分野の規制緩和を優先し環境への配慮が二の次となっているが、「持続可能な発展」という超長期の視点においては明らかに問題である。

図表 23 . 鉱業の設備投資・生産

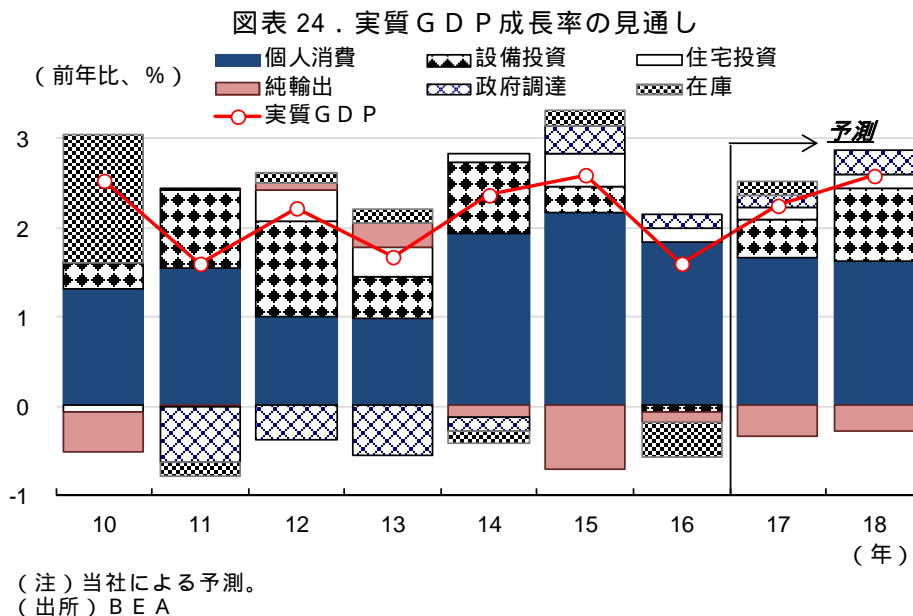


（注）生産指数は季節調整値、月次。  
（出所）B E A、F R B

## . 2017/2018年の見通し

## (1)実体経済

以上を踏まえた上で先行きを見通すと、今後は経済の拡大ペースが緩やかに加速していくと見込まれる(図表24)。経済成長に対する中長期的な下押し圧力は続いているが、足元では雇用情勢の順調な改善を背景に個人消費が底堅く推移し、景気の持ち直しが続いている。



労働市場が完全雇用に近づく中で、今後は失業率の低下余地は限られてくるものの、賃金への上昇圧力が一段と増すと見込まれる。良好な雇用・所得情勢を背景に、個人消費が堅調に推移し引き続き景気のけん引役となるだろう。ただし、名目では年率+4%程度の拡大(2009年を除く2000~2016年平均=4.6%)が続くとみられるものの、物価の上昇が加速することから、実質の伸びは抑制されることになる。なお、足元では不動産価格がかなり上がっていることに加え、長期金利の上昇を受けて住宅ローン金利が急上昇しており、今後、一時的に住宅投資が抑制される懸念がある。

一方、企業収益の改善が続く中、生産の増加を受けて設備稼働率が上昇し、今後は回復が遅れていた設備投資も持ち直していく見込みだ。もっとも、新政権の経済政策の効果が表われるのは早くても2017年後半とみられ、法人税減税やインフラ投資促進の効果が本格化するのは2018年になるだろう。このため、2017年前半は投資需要の弱さが残る中で企業が様子見姿勢を取ることで、設備投資の低迷が続く可能性がある。

トランプ氏の掲げる通商政策は、実現すれば輸出の増加と輸入の減少に繋がり得るが、他国との交渉には時間が掛かるため、交渉がまとまったとしても予測期間中に実体経済に影響が出ることはないと考えられる。輸出はドル高による下押し圧力がある中でも世界経済の拡大を背景に緩やかな増加が見込まれる一方、輸入も内需の拡大に伴い伸びが続くとみられる。

実質 GDP 成長率は、2017年に2.3%となった後、2018年は2.6%と伸び率の拡大が続き、3

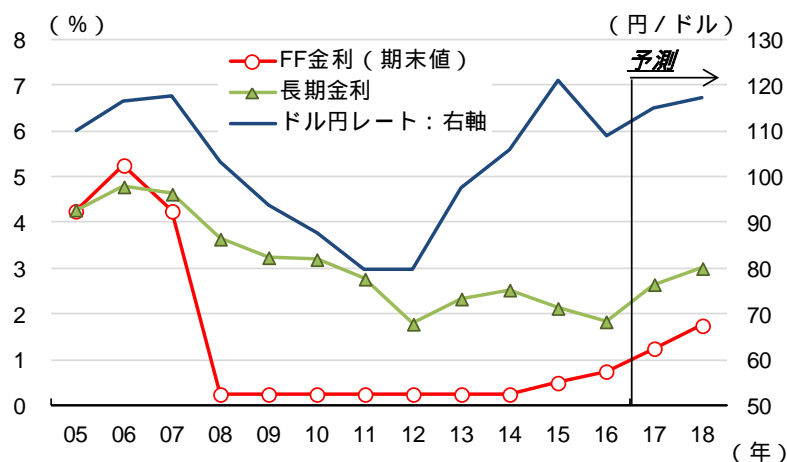
年ぶりに2%台後半の成長を達成すると予測する。トランプ新政権の政策が直接的に实体经济を刺激し成長を加速させるというよりも、昨夏以降、中国を中心とした世界景気の減速が一服する中で、そもそも米国経済は自律的に景気が加速する過程に転じているものと考えられる。リーマンショック以降、足元でも需給ギャップのマイナスが続いているとみられる<sup>8</sup>が、見通し期間中にはプラスに転じると予想される。

## (2)金融政策・金融市場

2016年12月のF O M C後に発表された委員によるFFレート誘導目標の中央値は、2017年末が1.25～1.50%、2018年末が2.00～2.25%（最多は1.75～2.00%）となっており、一回の上げ幅がこれまでと同様の0.25%ポイントずつであれば、FRBは両年とも3回の利上げを見込んでいることになる（図表25）。景気の拡大ペースが加速する中、賃金の増加と共にインフレが進むと予想され、利上げペースは2016年（年1回）よりも速まる可能性が高い。しかし、足元で景気の過熱感やインフレ懸念が急速に高まっているわけではなく、急な引き締めは市場や实体经济を悪化させるリスクがあることから、利上げは両年とも2回で落ち着くと見込む。

トランプ・ショックに追加利上げが加わり、2014年以降低下傾向が続いていた長期金利は昨年末に大きく上昇した。年明け以降は上昇が一服しているが、今後も景気の拡大を背景に長期金利は緩やかな上昇傾向が続くとみられる。対円レートについては、日本銀行がイールド・カーブ・コントロール（長短金利操作）を行っているため日本の長期金利は事実上0%程度に固定されており、日米金利差が拡大することでドル高・円安が進むだろう。ただし、大幅なドル高は輸出に打撃を与え景気を冷やしかねないことから、トランプ大統領が口先介入等のけん制に度々動く可能性もある。また、市場は既にある程度先までの金利高やドル高を織り込んでいると考えられ、今後は調整局面を挟みながらゆっくりとしたペースで金利やドルが上昇するとみられる。

図表 25．金利・為替の見通し



(注) 当社による予測。  
(出所) FRB、Bloomberg

<sup>8</sup> IMF 'World Economic Outlook Database October 2016'における2016年のGDPギャップは - 0.5%。

### (3) リスク要因

#### インフレ加速と金利の急上昇

足元では長期金利の上昇が、借入コストや調達コストの増加を通じて消費や投資を抑制し、景気を悪化させてしまうとの懸念もある。しかし、FOMCでは多くの参加者が今後の財政政策の拡大を見込み、経済の上振れリスクが高まったとの認識である。実際、市場でも財政拡大への期待から長期金利が押し上げられたが、実体経済の拡大ペースが加速する中で想定以上に景気が過熱するリスクが出始めている。過剰抑制(over-kill)を恐れて金融引き締めが遅れることは、インフレ高進とバブルの発生に繋がりがねない。

トランプ大統領は雇用の確保に向けた生産の国内回帰を目指す一方、移民に対して厳しい姿勢を示している。労働市場が完全雇用に近づく中では移民をはじめとする外国人労働者は貴重な労働の担い手であるが、大統領の主張するように「アメリカ人を雇う」という流れが強まれば、コスト高によりインフレを一段と加速させる可能性がある。さらに、財政悪化懸念と合わさることで金利が急上昇するリスクもある。

#### 中国を中心とした新興国経済の悪化

既に起こっているような米国の長期金利の上昇がメキシコをはじめとする新興国の通貨や株価を下落させる動きが強まれば、本格的に新興国の景気が悪化するリスクがある。今のところ、新興国は通貨防衛のための利上げや自国通貨買いの為替介入で対応しているが、投資資金の引き揚げが深刻になると、必要な外貨準備高が底を尽き、いずれ限界が来る可能性がある。

さらに、経済の減速基調が続く中国でも資金流出が進んでいるが、ようやく持ち直し始めた景気が再び悪化すれば、2015年半ばのように米国を含めた世界的な景気低迷に繋がることになりかねない。トランプ大統領の掲げる中国からの輸入に対する高関税の賦課や同国の為替操作国への認定は、実現すれば中国の輸出に打撃を与えるだけでなく、ドル高・人民元安を一段と加速させることにもなり得る。

#### 政策実行の遅れ

大統領選挙と同時に行われた議員選挙では、上院、下院とも共和党が制したが、トランプ大統領の掲げる極端な政策は必ずしも共和党の主張と一致しているわけではない。政策の実現には時間を要するとの見方が既に広がっているとはいえ、トランプ大統領が頑なに姿勢を取れば減税やインフラ投資等の重要な政策の法案さえまとまらない懸念もある。想定以上に政策実行のスケジュールが遅れると、先行して膨らんでいる期待が失望に変わり市場の混乱を招くリスクがある。その場合、先行き不透明感が強まることで短期的な景気に悪影響を及ぼすだけでなく、中長期的な成長期待を阻害し、潜在成長率を一段と低下させる悪循環に陥ることになりかねない。

【付表】見通し総括表

	四半期												暦年			
	2016年				2017年				2018年				2015年	2016年	2017年	2018年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質GDP	1.6	1.3	1.7	1.9	2.3	2.4	2.1	2.3	2.4	2.6	2.7	2.7	2.6	1.6	2.3	2.6
	0.8	1.4	3.5	1.9	2.2	2.1	2.1	2.8	2.6	2.7	2.7	2.7				
個人消費	2.4	2.7	2.8	2.8	3.0	2.4	2.2	2.1	2.2	2.3	2.4	2.4	3.2	2.7	2.4	2.3
	1.6	4.3	3.0	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4				
民間投資	2.2	0.8	-0.5	0.5	1.7	3.0	4.1	4.3	4.8	5.5	6.1	6.5	4.0	0.7	3.3	5.7
	-0.9	-1.1	0.1	4.2	3.7	4.3	4.3	5.1	5.7	6.8	6.8	6.8				
住宅	11.7	5.7	1.5	1.2	0.5	3.8	6.2	4.7	4.5	4.3	4.1	4.1	11.7	4.9	3.8	4.2
	7.8	-7.7	-4.1	10.2	4.9	4.9	4.9	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1				
設備	-0.4	-0.5	-1.1	0.3	2.3	3.1	3.8	4.5	4.9	5.8	6.6	7.2	2.0	-0.4	3.3	6.1
	-3.4	1.0	1.4	2.4	4.4	4.2	4.1	5.3	6.1	7.5	7.5	7.5				
在庫投資（寄与度）	-0.4	-1.2	0.4	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.4	0.2	0.0
政府支出	1.9	0.7	0.4	0.5	0.3	0.9	0.9	1.2	1.5	1.7	1.8	1.5	1.8	0.9	0.8	1.6
	1.6	-1.7	0.8	1.2	0.8	0.8	0.8	2.4	2.0	1.6	1.2	1.2				
純輸出（寄与度）	0.0	0.2	0.9	-1.9	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.7	-0.1	-0.3	-0.3
輸出	-0.9	-1.1	2.0	1.5	3.0	3.7	2.5	4.9	4.7	4.5	4.3	4.1	0.1	0.4	3.5	4.4
	-0.7	1.8	10.0	-4.3	4.9	4.9	4.9	4.9	4.1	4.1	4.1	4.1				
輸入	1.0	0.3	0.6	2.5	3.8	5.0	5.7	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3	4.6	1.1	4.9	5.1
	-0.6	0.2	2.2	8.3	4.9	4.9	4.9	4.9	5.3	5.3	5.3	5.3				
名目GDP	2.8	2.5	2.9	3.5	3.9	4.1	3.8	4.1	4.2	4.4	4.6	4.6	3.7	2.9	4.0	4.5
	1.3	3.7	5.0	4.0	2.7	4.8	3.7	5.1	3.1	5.7	4.5	5.1				
経常収支（対GDP比）	-2.9	-2.6	-2.4	-2.7	-2.7	-2.8	-2.8	-2.6	-2.6	-2.7	-2.7	-2.5	-2.6	-2.6	-2.7	-2.6
GDPデフレーター（前年比）	1.2	1.2	1.3	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.1	1.3	1.5	1.7
PCEデフレーター（前年比）	0.9	1.0	1.0	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9	2.0	0.3	1.1	1.6	1.9
失業率	4.9	4.9	4.9	4.7	4.7	4.6	4.6	4.5	4.5	4.6	4.6	4.6	5.3	4.9	4.6	4.6
政策金利（期末値）	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75	0.50	0.75	1.25	1.75
長期金利（期中値）	1.9	1.7	1.6	2.1	2.4	2.6	2.7	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1	2.1	1.8	2.7	3.0
ドル円（期中値）	115.3	108.0	102.4	109.5	114.5	114.6	115.3	115.9	116.5	117.1	117.7	118.3	121.0	108.8	115.1	117.4

（注）各需要項目の上段は前年比、下段は季調済前期比年率。ハイライト部分は当社による予測。

（出所）BEA、労働省、商務省、FRB、Bloomberg

- 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。

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