

# 2018、2019年米国経済見通し

～景気は19年まで拡大継続～

経済調査部 主任エコノミスト 桂畑 誠治(かつらはた せいじ)



要旨

- トランプ大統領の誕生によって生じた極端な保護貿易や移民規制など内向きの政策への不安が弱まっている一方、減税、規制緩和などによる経済成長加速への期待が徐々に強まっている。
- 2016年の実質GDP成長率は、前年比+1.5%(15年同+2.9%)と潜在成長率を下回る経済成長に鈍化した。個人消費など国内需要の堅調さが維持されたが、原油価格下落や世界経済減速の向かい風を受けた。17年は、ドル高やトランプ政権への期待の修正の影響を受けながらも、企業・家計のマインドの改善、雇用・所得の拡大による個人消費、住宅投資の増加、世界経済の持ち直し等により、前年比+2.3%成長への加速で着地する見込みだ。18年は、トランプ政権による大規模な減税の効果により同+2.5%と加速する公算が大きい。19年は金融引き締めが景気回復の頭を抑える可能性があるものの、インフラ投資の拡大等により+2.1%と潜在成長率を小幅上回る成長が見込まれる。
- 米経済は、金融危機以降、非常に緩やかなペースでの景気拡大が長らく続いてきた。景気の過熱感も小さい中において、FRBの金融引き締めも緩やかなペースで進められてきた。FRBは、18年3回、19年1回程度のペースで利上げを実施すると予想される。FFレート誘導目標レンジの中央値は、18年末2.125%、19年末2.375%となる。
- 予測の下振れリスクには、①FRBの金融引き締め(利上げ、バランスシート縮小)の加速観測に伴う金融市場の混乱、②中国など新興国の成長力低下等による世界経済の下振れ、③トランプ政権による内向的な政策による通商摩擦の激化、④地政学的なイベントリスク(北朝鮮を巡る緊張の高まり)などが挙げられる。一方、上振れリスクには、①低金利など金融緩和環境の長期化による株、住宅など資産価格の高騰、②世界経済の力強い成長による輸出や生産活動の高い伸びが挙げられる。

資料1 米国経済見通し(前年比、%)

暦年	名目GDP	実質GDP							S & P 500 (年平均)	10年国債 利回り (年平均)	WTI (ドル) (年平均)			
		内需	個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需	政府支出						
2010	3.8	2.5	(3.0)	1.9	2.5	▲2.5	(1.4)	(▲0.4)	11.9	12.7	0.1	1139.5	3.17	79.6
2011	3.7	1.6	(1.6)	2.3	7.7	0.5	(▲0.1)	(▲0.0)	6.9	5.5	▲3.0	1268.3	2.60	95.1
2012	4.1	2.2	(2.1)	1.5	9.0	13.5	(0.1)	(0.1)	3.4	2.2	▲1.9	1378.7	1.80	94.2
2013	3.3	1.7	(1.5)	1.5	3.5	11.9	(0.2)	(0.2)	3.5	1.1	▲2.9	1641.7	2.48	98.0
2014	4.4	2.6	(2.7)	2.9	6.9	3.5	(▲0.1)	(▲0.1)	4.3	4.5	▲0.6	1930.7	2.49	93.0
2015	4.0	2.9	(3.6)	3.6	2.3	10.2	(0.2)	(▲0.7)	0.4	5.0	1.4	2061.1	2.16	48.8
2016	2.8	1.5	(1.7)	2.7	▲0.6	5.5	(▲0.4)	(▲0.2)	▲0.3	1.3	0.8	2093.7	1.84	43.4
2017	4.0	2.3	(2.4)	2.7	4.6	1.3	(▲0.1)	(▲0.1)	3.3	3.4	▲0.1	2447.4	2.37	50.3
2018	4.1	2.5	(2.6)	2.6	5.7	2.0	(▲0.1)	(▲0.1)	5.0	4.4	0.3	2711.8	2.70	57.1
↓ 予測 2019	4.2	2.1	(2.4)	2.2	5.3	2.8	(▲0.1)	(▲0.3)	4.2	4.9	0.3	2844.0	2.73	55.0

(出所)米商務省、予測は当社 (注) 図中カッコ内は寄与度。



## 1. トランプ大統領の経済政策

2016年のトランプ大統領誕生によって、米国の経済政策の不透明感は強まった。トランプ大統領の政策運営を振り返ってみよう。通商政策においては、世界中が保護貿易、移民規制など内向きの政策への不安を強めたが、関税の大幅な引き上げなどは行われなかった。

トランプ大統領は、就任式直後から大統領令を使って政策を進め、パイプライン建設や環境関連規制の緩和を実施している。また、規制を含む政策の見直し作業を進めるため関係各署に報告書の提出を命令した。金融規制の緩和についても既に財務省から報告書が2回提出されており、残り2回の報告書が提出された後、規制の緩和を決定する予定だ。さらに、移民規制の強化も限定的ながら実施している。

3つの主要な政策である抜本的な税制改革、オバマケアの改廃、インフラ投資のうち、18年から所得税減税、リパトリ減税（国外にある資金を本国に還流させる際の減税）等が実施されると予想される（本稿は12/7に執筆）。

一方、インフラ投資については、連邦政府が2000億ドルを拠出し、8000億ドルを州政府・民間資金で賄う案が検討されているが、具体的な制度作りは進んでいない。18年に枠組みが作られ、19年からプロジェクトが開始され、インフラ投資が増加すると見込まれる。

トランプ政権の目玉政策であるオバマケアの見直しは、上下両院で共和党が過半数を握っているため、共和党内で合意ができれば、法律を成立させることができる。それにもかかわらず、法案が可決できないのは、共和党が一枚岩でないためだ。民主党との協調努力が行なわれていないことから、共和党内で合意を目指すしかないが、ティーパーティー系の共和党の強硬派が、政府がかかわる保険の規模を小さくすることを求める一方で、穏健派は保険を失う人数を少なくする法案を求めている。党内の意見が対立しているため、成立の目処が立っていない。また、現在の議会勢力では共和党がまとまらないため、中間選挙後の19年に改めてオバマケアの見直しが議論されると見込まれる。

## 2. 実質GDP成長率は17年+2.3%、18年+2.5%、19年+2.1%成長を予想

トランプ政権による法改正を必要とする政策の実現は遅れたものの、良好な雇用情勢、株高等による個人消費など国内需要の堅調さにより17年の実質GDP成長率は、前年比+2.3%（16年同+1.5%）と潜在成長率を上回る成長に加速で着地する見込みだ。

18、19年の景気を展望すると、18年はドル高の影響を受けながらも、雇用・所得の拡大による個人消費、住宅投資の増加、世界経済の持ち直しによる輸出増加等が見込まれ、同+2.5%成長への加速が予想される。19年は、金融引き締めの影響やそれに伴う金融市場の混乱等により鈍化するものの、インフラ投資の効果により同+2.1%と堅調さを維持する公算が大きい。なお、米国経済見通しのコンセンサスは、17年+2.3%、18年+2.5%、19年+2.1%である。

## 3. 7-9月期は年率+3.3%の高成長

直近公表値の17年7-9月期の実質GDP成長率（2次推計）は、前期比年率+3.3%（4-6月期同+3.1%）と小幅加速した。潜在成長率である+1.8%を大幅に上回っているものの、在庫投資、純輸出の押し上げの影響が大きく、ヘッドラインの数字ほど米国景気は強くない。民間部門の需要の基調を示す民間国内最終需要が前期比年率+2.3%（4-6月期同+3.3%）、実質国内最終需要は同+2.0%（4-6月期同+2.7%）と減速しており、国内需要は緩やかなペースでの拡大を続けていると判断される。

7-9月期の需要項目別の動向をみると、政府支出は国防支出の増加が続くも、非国防、州地方政府支出の減少幅の縮小により増加に転じた。個人消費ではハリケーン被害等による自動車購入の増加により耐久財が加速したが、サービス、非耐久財が鈍化したことを背景に、全体で減速した。ただし、ハリケーンの影響で個人消費の拡大ペースが掴み難くなっているが、良好な雇用環境を背景とした所得の増加やマインドの安定等を考慮すれば、比較的堅調な拡大ペースを維持していると判断され



る。

また、企業部門では設備投資が鈍化した。知的財産投資、情報化投資が加速したうえ、増産投資が高い伸びを維持したものの、構築物投資が減少に転じた。さらに、住宅投資は販売の回復傾向や低い在庫率にもかかわらず悪天候、人手不足、用地不足等により減少を続けた。以上より、実質国内最終需要は前期比年率+2.0%(4-6月期同+2.7%)と減速した。

国内最終需要が鈍化した一方、ハリケーンによるサプライチェーンの影響によって在庫投資の寄与度がプラス幅を拡大したほか、純輸出の寄与度は輸入が減少に転じる形でプラス幅を拡大したことで、7-9月期の実質GDP成長率は加速した。

#### 4. 10-12月期は復興需要で高成長持続

17年10-12月期には、個人消費が雇用や可処分所得の増加傾向、資産価格の上昇、低インフレ等に支えられ、加速する可能性が高い。また、住宅投資は良好な雇用環境や住宅購入意欲の高いもと復興需要等によって拡大に転じるとみられる。加えて、設備投資は景況感の改善、企業収益の拡大持続等によって増加基調を維持すると予想される。さらに、政府支出はハリケーン襲来への対応などの影響で増加に転じる見込み。一方、純輸出は輸入の増加によってマイナス寄与に転じるほか、在庫投資はサプライチェーンの改善を背景にプラス寄与を縮小すると見込まれる。

以上より、10-12月期の実質GDP成長率は実質国内最終需要の加速を背景に前期比年率+2%台半ばの高い伸びになると予想される。

#### 5. 18年は減税効果で加速

2018、2019年の米国経済・金融を展望する。2018年の実質GDP成長率は、前年比+2.5%と良好な経済環境に所得税減税などの政策効果も加わり17年の+2.3%から加速しよう。個人消費は、雇用の増加傾向や所得税率の引き下げ、リパトリ減税による配当の増加、緩和的な金融環境等により堅調さを維持すると予想される。住宅投

資は住宅購入意欲が強いもと、低い在庫率を背景に拡大傾向維持するものの、人手不足等によって緩やかな拡大ペースにとどまろう。

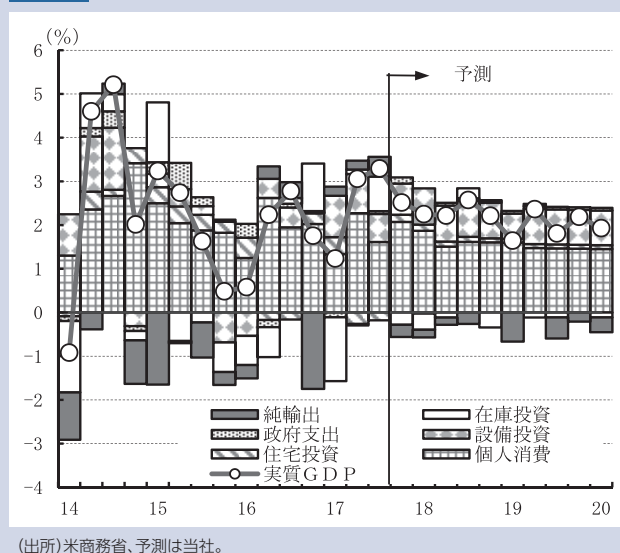
また、設備投資は、リパトリ減税や内外景気の拡大による企業利益の増加、規制緩和、原油価格の上昇等により加速する見込み。さらに、輸出は、日本、ユーロ圏の景気拡大持続、新興国の経済成長の加速によって、拡大ペースの加速が予想される。

以上のように、個人消費、住宅投資、設備投資の堅調によって実質国内最終需要が高い伸びを維持すると予想される。ただし、金融引き締めの影響もあり、年末ごろに成長ペースは小幅鈍化すると予想される。

#### 6. 19年は減速もインフラ投資が下支え

19年は、18年にかけてのFRBの利上げ等によって金融環境が引き締まる影響がでるものの、インフラ投資が増加することで、潜在成長率を小幅上回る成長率となる見込み。個人消費は減税効果の剥落、金融環境の引き締め等により小幅鈍化する見込み。住宅投資は引き続き人手不足が足かせとなり、緩やかな拡大にとどまろう。一方、設備投資は、企業利益の拡大、減税、インフラ投資の増加等によって堅調さを維持する公算が大きい。

資料2 米国実質GDP成長率(前期比年率)





## 7. 需給ギャップ解消で物価は上昇

インフレ環境をみると、17年7-9月期のインフレ関連の指標(前年同期比)では、PCE(個人消費支出)デフレーターが+1.5%(前期+1.6%)と小幅低下した。一方、FRBが重視しているPCEコアデフレーターは+1.4%とサービス価格の上昇ペース鈍化や、耐久財価格の下落によって、緩やかな上昇にとどまっている。ただし、昨年の医療費上昇の反動や携帯サービスの低下によって下振れていることを考慮すれば、インフレ環境は安定していると判断される。

今後、インフレは加速し難い状況は継続するとみられるが、需給ギャップがプラスに転じると予想され、18、19年のPCEコアデフレーターは17年の前年比+1.4%程度の伸びから徐々に上昇すると見込まれる。

## 8. 18年3回、19年1回の利上げへ

こうした中で、FRBは17年11月までに政策金利であるFFレート誘導目標レンジを1.00~1.25%に引き上げた。また、10月からは満期を迎えた保有証券の再投資額が減額され、バランスシートの縮小策が開始された。

バランスシートの縮小は、償還資金の再投資の縮小によって行われる。米国債は、月間の再投資見送り額を当初60億ドルに設定し、3カ月ごとに60億ドル増額し、月額300億ドルに達した時点で見送り額を固定する。また、モーゲージ担保証券は、月間の再投資見送り額を当初40億ドルに設定し、3カ月ごとに40億ドル増額、月額200億ドルに達した時点で固定する。以上のように、積極的な売却は行われず、非常に慎重なペースの縮小となっていることから、経済への悪影響は限定的と考えられる。

FOMC参加者は、18年、19年の米国経済が緩やかな拡大を続けると予想しているが、失業率は18年4.1%、19年4.1%と低水準が続くと見込んでいる。一方、インフレ見通しは、携帯料金、処方箋の下落による一時的な影響で17年は1.5%と下ぶれた後、労働市場のひっ迫により、18年に1.9%に上昇し、19年は目標である2%に達すると予想された。このような中、FOMC参加者のFF金利誘導

目標見通しの中央値は、18年3回、19年2、3回の利上げを実施すると予想している。

18年の米国GDP成長率は、循環要因や政策効果等により前年比+2.5%と17年の同+2.3%から加速すると見込まれる。このため、世界貿易・経済の回復に繋がり、世界GDPが同+3%台半ばに加速しよう。このような経済状況のもと、金融市場の過度な混乱が起きなければ、FRBはFFレートの誘導目標レンジを18年に25bpずつ3回程度の慎重なペースで引き上げると予想される。19年は、景気に減速の兆しがみられるなか1回程度の利上げにとどめると見込まれる。FFレート誘導目標レンジの予測中央値は、17年末1.325%、18年末2.125%、19年末2.375%となる。

## 9. 利上げペース加速観測が下ぶれリスク

経済見通しのリスク要因を挙げると、下振れリスクには、①FRBの金融引き締め(利上げ、バランスシート縮小)の加速観測に伴う金融市場の混乱、②中国など新興国の成長力の低下等による世界経済の下振れ、③トランプ政権による内向的な政策による通商摩擦の激化、④地政学的なイベントリスク(北朝鮮を巡る緊張の高まり)、⑤異常気象などが挙げられる。

一方、上振れリスクには①低金利など金融緩和環境の長期化による株、住宅など資産価格の高騰、②世界経済の力強い成長による輸出や生産活動の高い伸びが挙げられる。

資料3 FRBのバランスシートとFFレート誘導目標

