

# U.S.Trends

米国 トランプ政権への不安が残存も経済成長は加速へ(17、18年経済見通し)  
 ~実質GDP成長率は、17年前年比+2.5%、18年同+2.4%と堅調を維持する見込み~

発表日：2017年2月14日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部  
 主任エコノミスト 桂畑 誠治  
 03-5221-5001

## ポイント

- トランプ大統領の誕生によって、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ている一方、大規模なインフラ投資、減税、規制緩和などによる経済成長加速への期待を高めている。
- 2016年の実質GDP成長率は、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前年比+1.6%（15年同+2.4%）と潜在成長率を下回る経済成長に鈍化した。17年は、ドル高の影響を受けながらも、トランプ政権への期待の高まりに伴う企業・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が見込まれ、前年比+2.5%成長への加速が予想される。18年は、金融引き締めやそれに伴う金融市場の混乱等が起こる可能性があるものの、トランプ政権による大規模な減税やインフラ投資の効果により同+2.4%と前年並みの成長となる公算が大きい。
- 米景気は、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の金融引き締めもごく緩やかなペースで進められてきた。しかし、トランプ政権の発足により財政政策が強化される可能性が高く18年にかけて成長ペースが上振れることで、金融引き締めが強化される可能性が高まっている。FRBは、17年に3回前後、18年に4回前後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、17年末に約1.375%、18年末に約2.375%となろう。このペースでの利上げであれば、償還債券の再投資は17、18年中も継続されよう。
- 予測の上振れリスクには、減税・インフラ投資などの規模拡大、税還付による早期の減税の実施、株、住宅など資産価格の高騰、等が挙げられる。一方、下振れリスクには、通商摩擦の激化、FRBの金融引き締めに伴う市場の混乱、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、等が挙げられる。

(図表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)	日本 実質 GDP	ユーロ圏 実質 GDP	中国 実質 GDP	
		内需	個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需	輸出	輸入	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	3.2	79.6	4.2	2.0	10.6	
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	2.6	95.1	▲0.1	1.6	9.5	
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	1.8	94.2	1.5	▲0.9	7.9	
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	2.5	98.0	2.0	▲0.2	7.8	
2014	4.2	2.4	(2.5)	2.9	6.0	3.5	(▲0.1)	(▲0.1)	4.3	4.4	▲0.9	1930.7	2.5	93.0	0.3	1.2	7.3	
2015	3.7	2.6	(3.3)	3.2	2.1	11.7	(0.2)	(▲0.7)	0.1	4.6	1.8	2061.1	2.2	48.8	1.2	1.9	6.9	
2016	2.9	1.6	(1.7)	2.7	▲0.4	4.9	(▲0.4)	(▲0.1)	0.4	1.1	0.9	2093.7	1.7	43.4	1.0	1.7	6.7	
↓ 予測	2017	4.2	2.5	(2.7)	2.6	4.0	3.8	(0.1)	(▲0.3)	2.6	3.8	0.8	2408.3	2.7	53.4	1.4	1.6	6.5
	2018	4.1	2.4	(2.9)	2.5	6.1	4.0	(0.0)	(▲0.5)	3.4	5.6	0.9	2577.2	3.1	56.8	1.2	1.5	6.1

(出所) 米商務省、予測は当社

(注) 図中カッコ内は寄与度。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

17年+2.5%、18年+2.4%成長を予想

2016年の実質GDP成長率は、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前年比+1.6%（15年同+2.4%）と潜在成長率を下回る経済成長に鈍化した（図表1）。

トランプ大統領の誕生によって、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ている一方、大規模なインフラ投資、減税、規制緩和などによる経済成長加速への期待を高めている。今後の景気を展望すると、トランプ大統領が就任した17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。18年は、金融引き締めやそれに伴う金融市場の混乱等が続く可能性があるものの、減税、インフラ投資の効果により同+2.4%と前年並みの成長となる公算が大きい（図表2、3、4）。なお、米国経済見通しのコンセンサスは、17年+2.3%、18年+2.3%である。

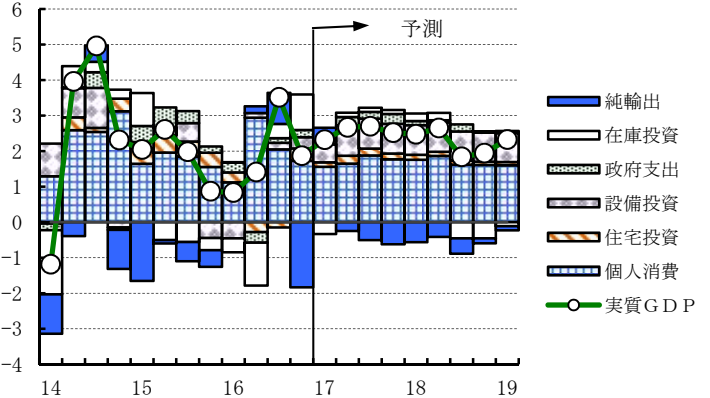
物価については、既に完全雇用に近い雇用環境の中でトランプ政権が大規模な景気刺激策を実施するため、インフレ圧力の高まりが警戒されよう。FRBによる利上げペースの加速観測が強まるとみられ、金融市場はボラティリティーが高まり不安定化すると予想される。

(図表2) トランプ政権が実施するとみられる政策

政策分野	内容
税制	①法人税率を現在の35%から15~20%へ段階的に引き下げると同時に複雑な控除の削減。海外利益の課税猶予を廃止（一度限り5%に）。②所得税率適用所得区分を3段階に簡素化（税率：12%、25%、33%）。ただし、富裕層が対象となる控除撤廃。低所得者層は無税、住宅ローン税額控除は維持。③ヘッジファンドへの増税。控除・抜け穴を縮小し、税制改革は歳出入中立とする。
財政	インフラ投資に10年で1兆ドル
TPP・通商政策	TPPから離脱。NAFTAの再交渉。日本、中国など各国と2国間協定を締結する。
最低賃金	州単位で実施
規制全般	多くの規制が撤廃される可能性。詳細は不明
環境規制	シェールオイルやガス、石炭を含めたエネルギー生産に関する規制の撤廃
金融規制	ドッド・フランク法はFRBの監督権限の縮小、中小銀行への資本規制の緩和など。当面は部分修正にとどめる可能性
移民制度改革	不法移民の取り締まりで就労ビザ違反の調査を実施したうえで、犯罪歴のある不法移民は強制送還。それ以外の不法移民は移民制度改革後に対応するが、基本的には犯罪歴のない人は残れる可能性
FRB関係	空席の2理事を指名し、高圧経済政策を実施させる
社会保障政策	実質的にはオバマケアの部分修正にとどまる可能性。廃止も新制度の発足と同時に行うことで、医療保険の非加入者を増加させない。
サイバー	米国に対してサイバー攻撃を実施しているロシア、中国、北朝鮮に対しての監視強化
独立性	政府機関の離職者に5年間、ロビー活動を禁じる

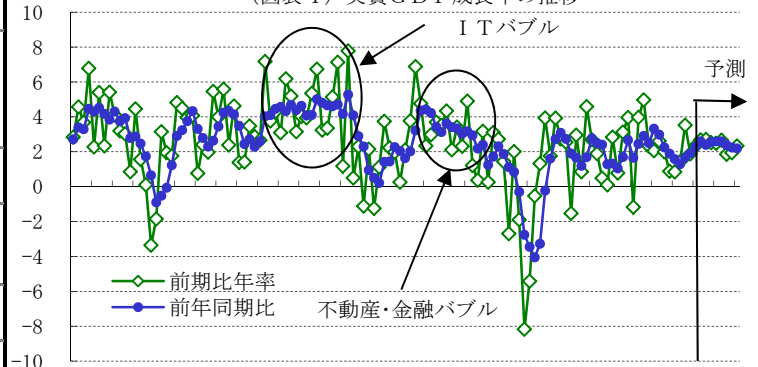
(出所) WH、トランプ氏、政権移行チームHP、各種資料・報道

(図表3) 米国実質GDP成長率（前期比年率）



(出所) 米商務省、予測は当社。

(図表4) 実質GDP成長率の推移



878889909192939495969798990001020304050607080910111213141516171819

(出所) 米商務省、予測は当社。

16年10-12月期に成長鈍化

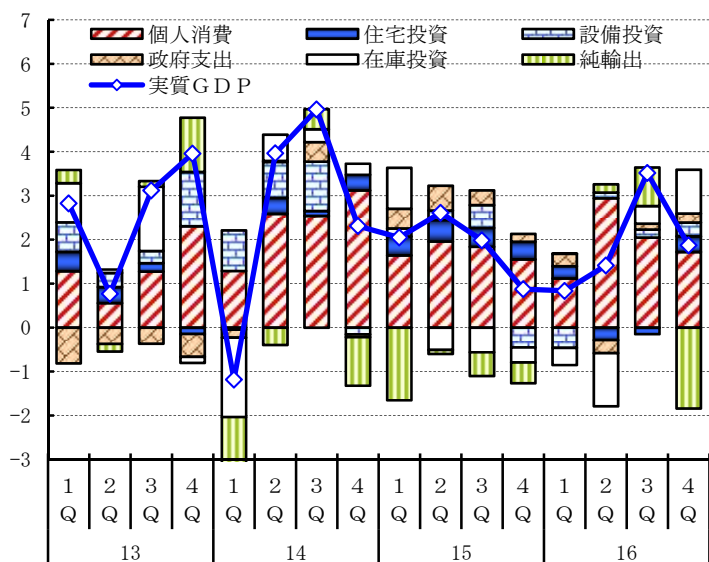
16年10-12月期の実質GDP成長率（1次推計値）は、前期比年率+1.9%（7-9月期+3.5%）と減速した（図表5）。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

内訳をみると、住宅投資が増加に転じたほか、政府支出、設備投資が加速した。設備投資では、建設投資が減少したものの、知的財産投資が加速し、機械設備投資が増加に転じた。また、在庫投資の寄与度がプラス幅を拡大した（図表6）。一方で、個人消費は前期の高い伸びの反動で減速した。さらに、輸出が前期の大豆の大幅な増加の反動で減少に転じたうえ、輸入が増加ペースを拡大したため、純輸出の寄与度が大幅なマイナスに転じた。

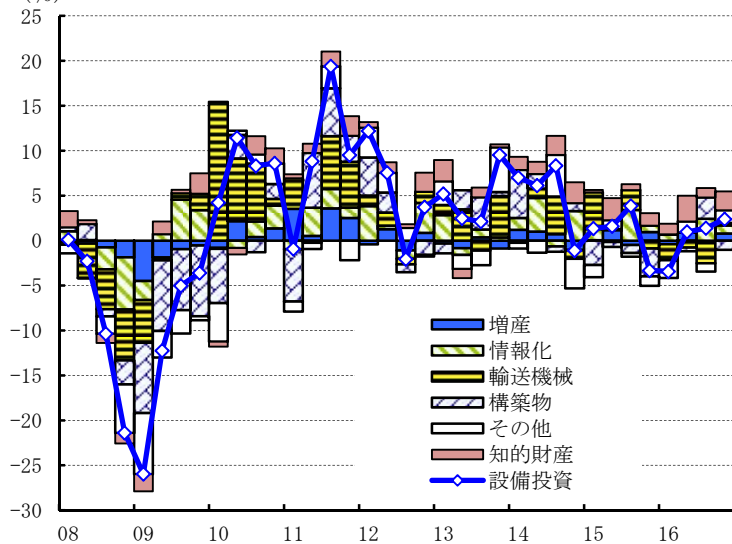
ただ、上述のように実質GDP成長率は減速したものの、民間需要の基調を示す民間国内最終需要は前期比年率+2.8%（7-9月期同+2.4%）、国内需要を示す実質国内最終需要は同+2.5%（7-9月期同+2.1%）とともに加速し、緩やかな成長を示す伸びを維持した（資料4）。また、3四半期移動平均でみると、10-12月期の実質GDPは前期比年率+2.3%（7-9月期同+1.9%）、国内最終需要が前期比年率+2.4%（同+1.9%）と加速し、緩やかな伸びを維持している（図表7、8）。表面上の実質GDP成長率は減速しているが、基調としては緩やかな拡大を続け、米国景気は堅調さを維持していると判断される。

(%) (図表5) 実質GDPの項目別寄与度(前期比年率)



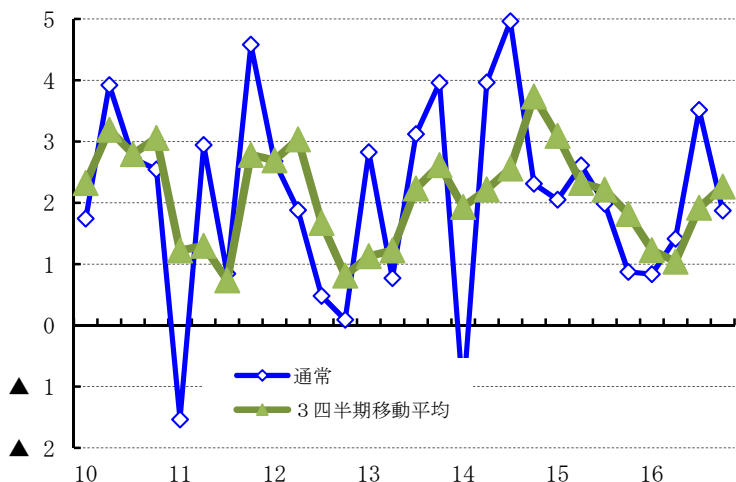
(出所)米商務省

(%) (図表6) 実質設備投資の内訳別寄与度(前期比年率)



(出所)米商務省

(%) (図表7) 実質GDPの推移(前期比年率)



(出所)米商務省

(%) (図表8) 実質国内最終需要の推移(前期比年率)



(出所)米商務省

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 17、18年に成長ペース加速

2017年を展望すると、まず1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率で+2%程度となる公算が大きい。景気拡大に伴う雇用増加と緩やかな賃金上昇の持続や、消費者マインドの改善を背景に、個人消費は堅調さを維持すると見込まれる。また、設備投資が原油価格の上昇、企業収益の改善で小幅加速するだろう。純輸出は前期の輸出の落ち込みからの回復や輸入の伸び鈍化によってプラス寄与となる。

一方で、住宅投資が前期の高い伸びの反動や悪天候等によって鈍化、政府支出は連邦政府職員の新規採用停止や人事関連の遅れ等を背景に鈍化すると見込まれる。在庫投資は前期に高い伸びとなった反動もあり、増加ペースが鈍化すると予想される。

このように、1-3月期の米景気は、雇用情勢の改善傾向持続や資産価格の上昇などによる国内需要の拡大を背景に成長を維持するものの、16年11月以降の急激なドル高や予想される暴風雪などの影響で、17年春先にかけて成長率がやや抑えられると見込まれる。

しかし、経済成長率は初夏ごろから徐々に加速していくことが見込まれる。現在17会計年度（16年10月-17年9月）予算が17年4月28日までの暫定予算となっているが、早期の実績作りを目指すトランプ大統領はインフラ投資や国防支出の拡大を含む本予算を策定するとみられ、財政出動を通じた景気拡大効果が徐々に顕在化すると見込まれるためだ。所得減税に関しては、18会計年度が始まる17年10月にスタートするとみられるが、遡及する形で7月ごろに税還付を実施する可能性もある。これらの効果によって、17年後半の経済成長率は加速すると予想される。

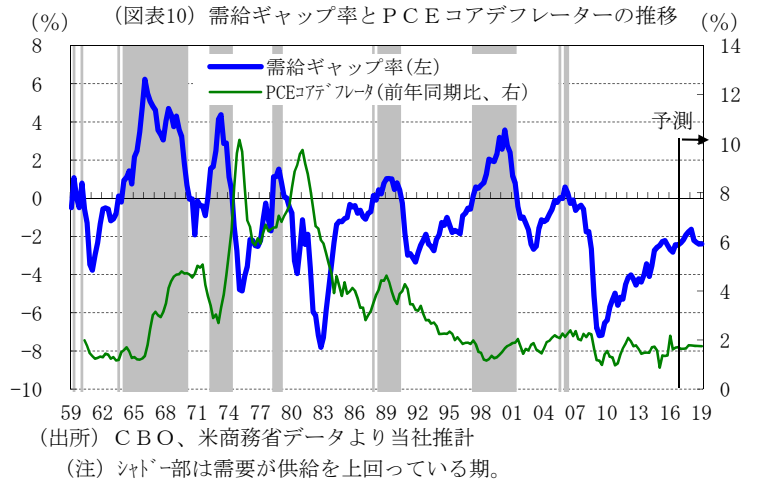
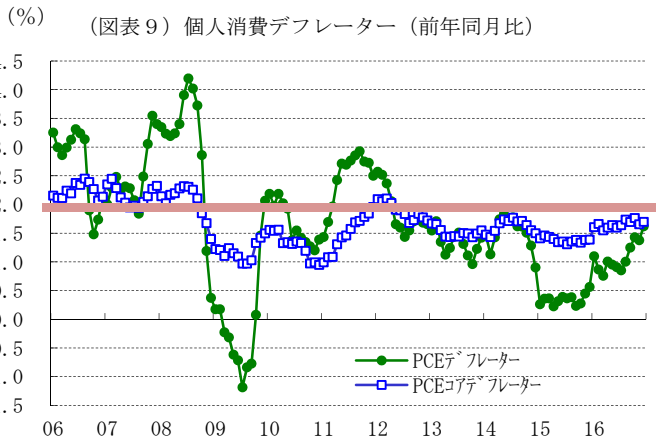
18年は、インフラ投資、減税などの成長押し上げ効果が1年を通じて確認できることから、経済成長率は前年比+2.4%と前年並みの伸びを維持すると見込まれる。雇用や可処分所得の増加、債務返済負担の緩和などを背景に個人消費や住宅投資が緩やかに拡大する中で、経済見通しや企業収益の改善による設備投資の増加、世界経済の成長による輸出の拡大等が予想される。

ただし、減税などの規模に関しては、共和党は上院で52議席と安定多数となる60議席を下回っており、民主党が支持できない内容の法案の可決で議事妨害を受ける可能性がある。民主党の一部に支持を得るため、減税の規模はトランプ氏が公約として掲げていたものより縮小され押し上げ効果も小さくなる可能性がある。

## インフレは低位安定継続

インフレに関して、個人消費支出（PCE）デフレーターの上昇率は、エネルギーの上昇によって、16年10-12月期に前年同期比+1.5%（7-9月期同+1.0%）と加速しているが、同+2.0%を依然下回っている（図表9）。また、FRBが重視しているPCEコアデフレーターはサービス価格の上昇ペース加速にもかかわらず耐久財価格の下落によって、前年同期比+1.7%（同+1.7%）と伸び率が抑制されている。さらに、サーベイベースのインフレ期待が安定を続け、市場の期待インフレは上昇したが、低い水準にとどまっている。

今後も、帰属家賃の上昇が続くと予想される一方で、財価格が下落するほか、医療費の伸びが鈍化するとみられる。マイナスの需給ギャップが残存した状態が続くほか、価格転嫁率は低下した状況が続くと予想され、17、18年のPCEコアデフレーターは前年比+2.0%を下回る上昇ペースにとどまると見込まれる（図表10）。



**利上げペースはやや加速する見込み**

F R B (連邦準備制度理事会) は、16年12月に1年ぶりとなる追加利上げを実施し、現在のF F レートの誘導目標レンジは0.50%~0.75%となっている。一方、保有するG S E (政府支援企業) 債とM B S (住宅ローン担保証券) の償還元本をM B S に再投資するほか、米国債の償還資金を入札によって再投資することで、バランスシート水準を維持している。

17年の米国G D P成長率は、循環要因や政策効果等により前年比+2.5%と16年実績の同+1.6%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G D Pが同+3%台半ば弱に加速しよう。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、F R BはF F レートの誘導目標レンジを17年に25bpずつ3回前後の慎重なペースで引き上げると予想される (図表11)。

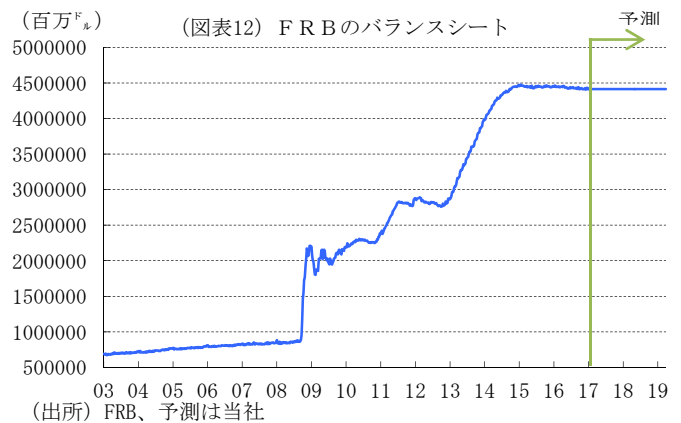
ただし、利上げペースの見方をめぐって、世界的に金融市場が不安定化するリスクがある。また、新興国の一部では資金流出などによって経済が不安定化する可能性がある。これらが、米国経済・金融市場を不安定化させる場合には、F R Bは様子見姿勢を取ると予想される。

18年は、減税、インフラ投資などによる押し上げ効果を受け4回前後の利上げが予想される。F F レート誘導目標レンジの予測中央値は、17年末1.375%、18年末2.375%となろう。しかし、トランプ新大統領が二国間での貿易交渉を進める段階で、関税引き上げなどの保護貿易的な政策や通貨高圧力をかけるような動きが出てくれば、ドル安が進む可能性がある。景気が強まる中でドル安が進めば、米経済成長やインフレ圧力の押し上げにつながり、F R Bは利上げペースを加速させよう。そうなれば、新興国では資金流出、市場混乱、通貨の大幅下落に見舞われ、インフレ圧力が高まり、景気情勢にかかわらず利上げに追い込まれ、景気が悪化する可能性が高い。一方、償還債券の再投資は、F F 金融誘導目標の引き上げペースが予想と一致すれば17、18年中は継続されよう (図表12)。

(図表11) F O M C委員のF F 金利予想中央値 (%)

	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	長期
2016年12月			1.375	2.125	2.875	3.000
2016年9月		0.625	1.125	1.875	2.625	2.875
2016年6月		0.875	1.625	2.375		3.000
2016年3月		0.875	1.875	3.000		3.250
2015年12月	0.375	1.375	2.375	3.250		3.500

(出所) F R B資料より作成



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

経済見通しのリスク

経済見通しのリスク要因を挙げると、上振れリスクには、①減税、インフラ投資などの規模拡大、②税還付による早期の減税の実施、③株、住宅など資産価格の高騰、④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。一方、下振れリスクには、①通商摩擦の激化、②FRBの金融引き締めに伴う市場の混乱、③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、④地政学的なイベントリスクなどが挙げられる。

米国GDP予測表

(季節調整済み、%、10億ドル)

	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年 (予測)	2016年		2017年				2018年				2019年
					7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	2.6	1.6	2.5	2.4	3.5	1.9	2.3	2.7	2.7	2.5	2.5	2.6	1.8	1.9	2.3
個人消費	3.2	2.7	2.6	2.5	3.0	2.5	2.3	2.4	2.7	2.6	2.5	2.7	2.3	2.3	2.3
住宅投資	11.7	4.9	3.8	4.0	▲4.1	10.2	3.5	6.2	5.5	4.6	3.9	3.2	3.2	2.5	2.5
設備投資	2.1	▲0.4	4.0	6.1	1.4	2.4	3.9	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0	6.0	5.9	5.8
在庫投資	84.0	21.8	42.2	50.5	7.1	48.7	34.7	39.7	44.7	49.7	58.7	67.7	47.7	27.7	22.7
政府支出	0.2	▲0.4	0.1	0.0	0.4	1.0	▲0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	▲0.5	▲0.5	▲0.1
純輸出	1.8	0.9	0.8	0.9	0.8	1.2	0.5	1.4	1.1	1.6	0.7	0.4	1.2	0.2	0.4
輸出	▲540.0	▲561.6	▲609.0	▲691.3	▲522.3	▲599.6	▲583.7	▲594.2	▲615.7	▲642.4	▲666.8	▲684.8	▲703.7	▲709.8	▲714.9
輸入	▲0.7	▲0.1	▲0.3	▲0.5	0.9	▲1.8	0.4	▲0.2	▲0.5	▲0.6	▲0.6	▲0.4	▲0.4	▲0.1	▲0.1
実質国内需要	3.2	1.7	2.6	2.8	2.5	3.6	1.9	2.8	3.1	3.0	2.9	3.0	2.2	2.0	2.3
実質最終需要	2.4	2.0	2.3	2.4	3.1	0.9	2.7	2.6	2.6	2.4	2.3	2.4	2.3	2.4	2.4
実質国内最終需要	3.1	2.1	2.5	2.8	2.1	2.7	2.2	2.7	3.0	2.9	2.7	2.8	2.7	2.5	2.5
名目GDP	3.7	2.9	4.2	4.1	5.0	4.0	3.2	5.0	4.8	3.5	3.5	4.5	4.3	3.8	4.0
GDPデフレーター	1.1	1.3	1.7	1.7	1.4	1.4	1.4	2.2	2.1	1.1	1.1	2.1	2.1	2.1	2.1
SP500 (平均)	2,061.1	2,093.7	2,408.3	2,577.2	2,161.4	2,186.4	2,332.7	2,356.8	2,483.6	2,460.1	2,475.0	2,548.6	2,677.7	2,607.7	2,598.1
10年債利回り(%、平均)	2.16	1.74	2.69	3.10	1.61	2.03	2.54	2.64	2.74	2.84	2.87	3.18	3.28	3.08	2.92
WTI (ドル、平均)	48.8	43.4	53.4	56.8	45.0	49.3	52.9	53.0	53.3	54.3	55.3	56.2	57.3	58.2	59.1

(注1) 在庫増減、純輸出の欄の上段数字は実額(10億ドル)、下段は寄与度。

(注2) その他の項目の上段数字は前期比年率、下段は前年同期比。

(出所) 当社予測

→ 予測

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。