

1. 経済概況・見通し

(経済概況) 1-3 月期の成長率は前期から低下。個人消費が期待外れ

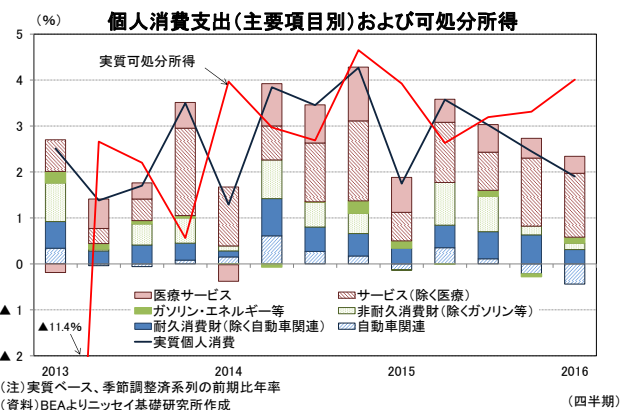
米国の1-3月期実質GDP成長率(以下、成長率)は前期比年率+0.8%と、10-12月期の+1.4%から低下した(図表1、図表5)。需要項目別にみると、住宅投資が+17.1%(前期:+10.1%)と2桁伸びた前期からさらに加速するなど好調を維持したものの、民間設備投資が▲6.2%(前期:▲2.1%)と落ち込み、2期連続でマイナスとなったほか、純輸出の成長率寄与度も▲0.21%ポイント(前期:▲0.14%ポイント)と前期からマイナス幅が拡大した。米国では原油安やドル高に伴い設備投資や外需が成長を押し上げる状況が持続している。さらに、在庫投資の成長率寄与度も▲0.20%ポイント(前期:▲0.22%ポイント)と、前期からマイナス幅は縮小したものの、3期連続でマイナス寄与となり成長を押し下げた。もっとも、当期の成長率が冴えない要因は、個人消費が僅か前期比年率+1.9%(前期:+2.4%)に留まったことが大きい。

個人消費を仔細にみると、伸び(前期比年率)は、15年4-6月期の+3.6%をピークに3期連続の鈍化となっており、同時期の実質可処分所得を大幅に下回っている(図表2)。とくに、1-3月期は可処分所得の伸びが+4.0%に加速したことから、消費との乖離が顕著となった。

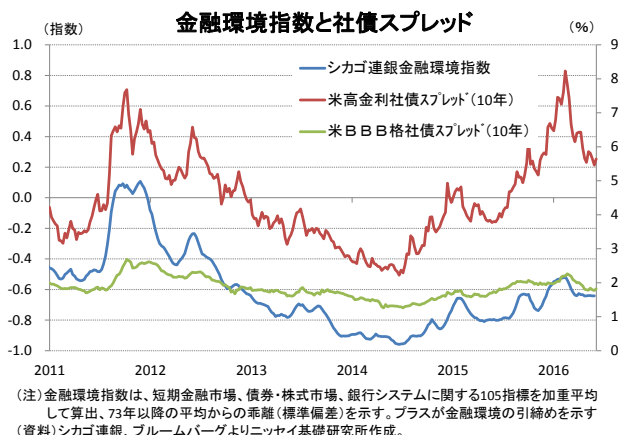
個人消費の内訳をみると、非耐久消費財が+1.3%(前期:+0.6%)と前期から小幅ながら加速したほか、サービス消費も+2.6%(前期:+2.8%)と前期並みを維持した。一方、耐久消費財は▲1.2%(前期:+3.8%)と前期からマイナスに転じた。とくに、自動車関連は▲11.5%(前期:▲5.7%)と、マイナス幅が2桁に拡大し、消費の足を引っ張った。実際、新車販売台数¹は15年10月に年率1,820万台まで増加したものの、16年入り後は概ね1,700万台前半での販売に留まっており、自動車販売の勢いに陰りがみられる。5月レポート²でも指摘したが、自動車販売は、株式市場など資本市場が不安定な動きとなったことを受けて、消費マインドの改善が頭打ちとなった影響を受けた可能性がある。

一方、16年入り後に大幅に下落した資本市場は、2月中旬以降に安定する動きもみられる。高金利社債スプレッド(10年)は、2月に一時金融危機以来となる8%超に拡大したが、足元では5%台後半まで縮小しており、年初の水準を下回っている(図表3)。さらに、短長期債券市場や株式市場、銀行システムも含めた包括的な金融市場の動きを示す金融環境指数も、2月中旬以降は金融環境が緩和していることを示している。このような動きを反映して、FRBは4月FOMC会合の声明文で金融情勢が米経済に対するリスク要因であると

(図表2)



(図表3)



¹ AUTODATA 集計、季節調整値、年率換算。

² Weekly エコノミスト・レター (2016年5月13日)「米国個人消費の動向-消費を取り巻く環境は良好も、所得対比で伸び悩み」
<http://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=52900?site=nli>

の表現を削除した。このように、資本市場の不安定な動きが実体経済に与える影響は一頃に比べて後退していると言えよう。

（経済見通し）成長率は16年+1.9%、17年+2.4%を予想

米国の成長率は、1-3月期が失望的な内容となったものの、4-6月期は成長が再び加速しそうだ。1-3月期に冴えなかった個人消費支出は、4月の名目値が前月比+1.0%（前月：横這い）と前月からの大幅な回復を示しており、4-6月の個人消費が前期比年率3%超に加速することを示唆している。さらに、これまで成長を押下げる要因となっていた原油安やドル高も一頃に比べて緩和されてきている。とくに、原油価格は6月8日現在50ドルを少し上回る水準まで上昇しており、原油安を背景とした資源関連の設備投資についてマイナス幅縮小が見込まれる。

7-9月期以降についても、資本市場の安定が持続するとの前提で消費主導の経済成長が持続すると予想する。6月3日に発表された5月雇用統計が市場予想を大幅に上回る減速を示したことから、労働市場の回復持続性に対する疑問が生じている。当研究所では後述するように労働市場は、回復ペースが鈍化する可能性はあるものの、17年にかけて回復が持続すると予想しており、消費主導の成長は持続すると予想している。さらに、住宅市場についても雇用不安の後退に加え、過去に比べて金利が低い状況が続くことから、伸びは鈍化するものの回復基調は持続しよう。

一方、民間設備投資については、当研究所では、原油価格が7-9月期に40ドル台前半まで一時的に下落した後、17年末にかけて緩やかな上昇を見込んでいるため、資源関連の設備投資削減が一服することもあって、民間設備投資はプラスに転じると予想する。一方、外需を押下げているとみられるドル高は足元で緩和されているものの、米金利先高観測から今後も緩やかなドル高が見込まれる（図表5）ため、外需は成長を押下げる方向に働こう。最後に政府支出については次期大統領の政策に一部影響を受けるものの、17年にかけて成長に中立となるよう。

以上を考慮すると、4-6月期以降の成長率は2%台半ばから2%台前半で底堅く推移すると予想する。この結果、16年の成長率は前年比+1.9%（前年：+2.4%）と1-3月期成長率の低迷から前年を下回るものの、17年は+2.4%と15年と同水準に再加速しよう。

物価は、原油価格が緩やかに上昇することから、エネルギー価格下落が物価を押し下げる状況が緩和されるため、総合指数は緩やかな上昇を見込む。

金融政策は、16年は7月と12月の年2回（合計0.50%）の利上げを予想している。労働市場の回復持続性が注目される中、FRBは7月発表の6月雇用統計で労働市場の回復持続性を判断した後、7月下旬のFOMC会合で追加利上げに踏み切ると予想している。

最後に長期金利は、資本市場の安定が続く前提で、物価の緩やかな上昇や政策金利の引き上げ継続などを背景に、緩やかに上昇すると見込まれる。もっとも、物価上昇圧力は限定的であることから、金利の上昇幅は限定的となるよう。

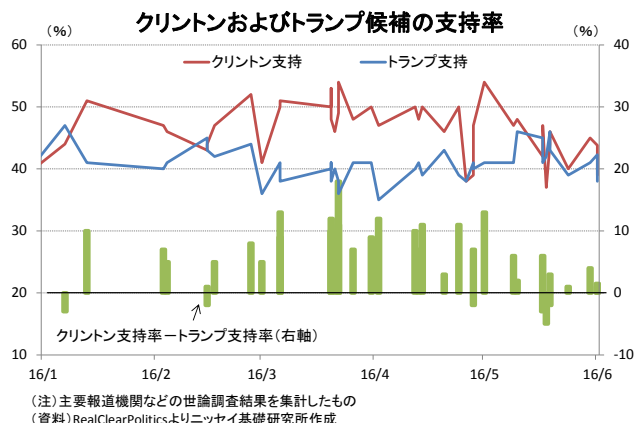
上記見通しに対するリスク要因としては、原油相場や米資本市場が再び大幅な下落に転じ不安定化することや、11月の大統領選挙に伴う国内政治リスクが挙げられる。原油相場や米資本市場は安定を取り戻しているものの、中国をはじめとする新興国経済に対する減速懸念の再燃や、6月下旬に予定されて

いる国民投票で BREXIT が決定した場合には、市場のリスク回避姿勢が強まり資本市場が不安定化するリスクがある。

また、国内政治リスクでは、民主、共和両党の大統領候補を選ぶための予備選挙が行われており、共和党はトランプ氏、民主党はクリントン氏が指名されることがほぼ確定した。このため、11月の本選挙に向けてトランプ氏とクリントン氏の争いが激化するとみられる。両者の組み合わせでどちらに投票するかを問う世論調査結果は、1~2ヵ月前のクリントン氏断然有利の状況から、クリントン氏の優位性は後退しており、大統領選の結果は予想が一層難しくなっている（図表4）。

米大統領選挙結果の米経済への影響は、クリントン氏が当選する場合には基本的な政策路線がオバマ大統領と重なることから、大きな影響がないとみられる。一方、トランプ氏が当選する場合には、現政権からの大幅な政策転換が見込まれることに加え、同氏の政策に関する発言が頻繁に変更されることから、政策の予見可能性の低下が見込まれる。このため、家計・企業の消費や投資行動が慎重になることで米経済に対する悪影響が懸念される。

(図表 4)



(図表 5)

米国経済の見通し

		2014年	2015年	2016年	2017年	2015年				2016年				2017年			
		(実)	(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	1-3 (実)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前期比年率、%	2.4	2.4	1.9	2.4	0.6	3.9	2.0	1.4	0.8	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.2
個人消費	前期比年率、%	2.7	3.1	2.8	2.8	1.8	3.6	3.0	2.4	1.9	3.5	3.0	3.0	2.8	2.7	2.5	2.5
設備投資	前期比年率、%	6.2	2.8	▲1.0	2.0	1.6	4.1	2.6	▲2.1	▲6.2	0.0	2.5	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0
住宅投資	前期比年率、%	1.8	8.9	9.2	3.6	10.1	9.3	8.2	10.1	17.1	4.5	4.0	4.0	3.5	3.5	3.0	2.5
在庫投資	寄与度	0.1	0.2	▲0.2	0.0	0.9	0.0	▲0.7	▲0.2	▲0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲0.2	▲0.6	▲0.2	▲0.1	▲1.9	0.2	▲0.3	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.0	▲0.0
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	1.6	0.1	1.5	2.2	▲2.9	2.4	1.4	0.8	▲0.3	4.0	1.7	2.5	2.1	2.0	2.0	1.9
失業率	平均、%	6.2	5.3	4.9	4.8	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
FFレートの誘導目標	期末、上限、%	0.25	0.50	1.00	2.00	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00
10年国債金利	平均、%	2.5	2.1	2.4	3.0	1.9	2.2	2.2	2.2	1.9	1.8	2.2	2.5	2.8	2.8	3.0	3.1
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.33	1.11	1.12	1.08	1.13	1.11	1.11	1.10	1.10	1.13	1.13	1.10	1.07	1.06	1.08	1.09
米ドル(対円)	平均、円/ドル	106	121	111	116	119	121	122	121	115	109	108	112	114	115	116	117
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	93	49	43	52	49	58	46	42	33	45	44	49	51	52	53	53

(資料) BEA、BLS、ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

2. 実体経済の動向

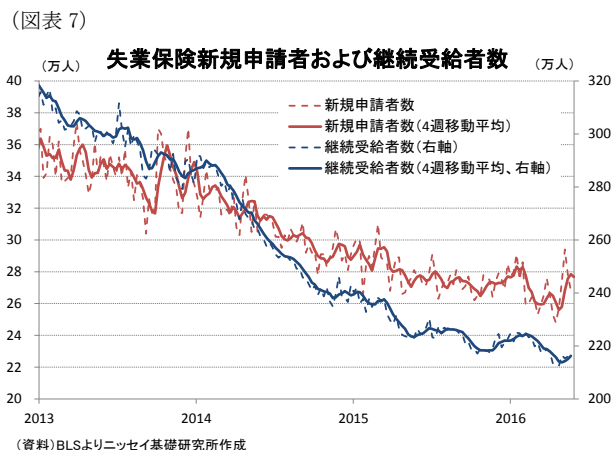
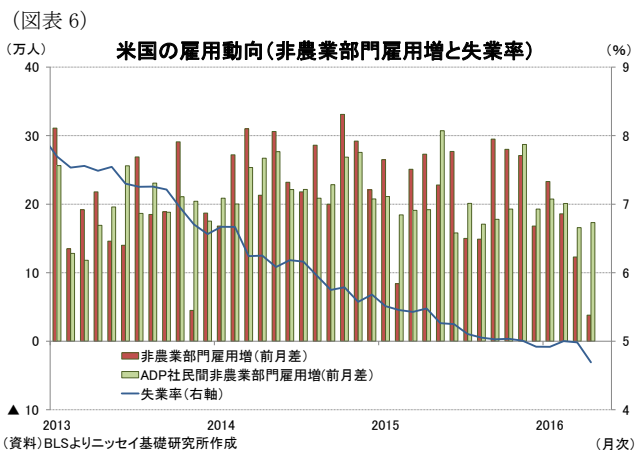
(個人消費) 底堅い伸びを予想も、労働市場回復の持続可能性を見極める必要

個人消費は、4月の消費関連統計が良好な結果であったことから、所得対比で消費の加速が予想される。もっとも、6月3日に発表された雇用統計が2ヵ月連続で悪化を示したことから、消費回復の前提となる労働市場回復の持続性について懸念が強まっている。

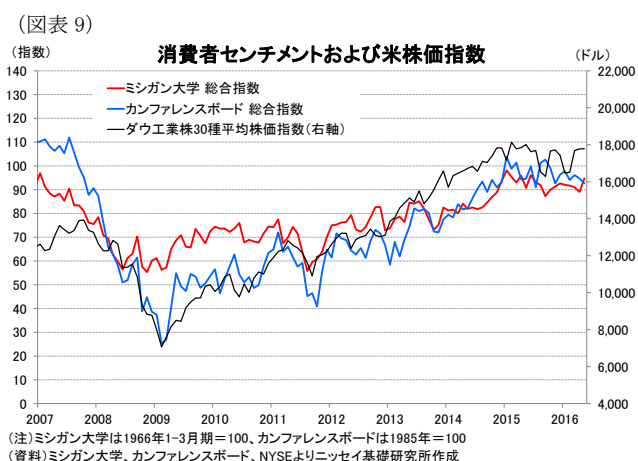
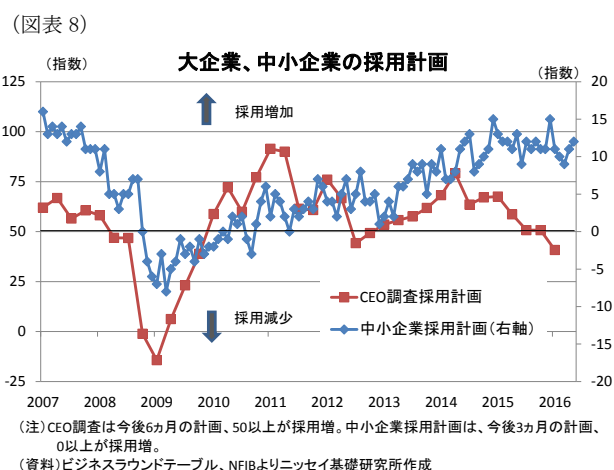
非農業部門雇用者数(対前月増減)は、5月が僅か3.8万人の増加に留まった結果、雇用増加ペースが16年1-3月期の月間平均19.6万人増から、4-5月期は8.1万人増に急減した(図表6)。労働市場

の回復が頓挫してしまうか、来月以降の雇用統計が注目される。もっとも、雇用統計以外に目を転じると、民間給与アウトソーシング会社であるADP社が発表した非農業部門の民間雇用者数(対前月増減)は、5月が17.3万人増となっており、政府部門が含まれる雇用統計とは単純に比較は出来ないものの、過去との比較で異常な程乖離していることが分かる(図表6)。

さらに、失業保険の新規申請者数をみると、5月28日の週が26.7万人と65週連続で30万人を下回る状況となっている(図表7)。これは1973年以来であり、労働力人口が当時から増加していることを考慮すれば、当時と比べても失業保険の申請者の割合が少ないことが分かる。



このようにみると、雇用統計が示すような雇用増加ペースの急減速が足元で発生しているとは俄かに信じがたい。また、今後を占う上で企業の採用計画をみると、大企業では明らかに採用意欲の後退がみられるものの、中小企業では4月、5月と2ヵ月連続で採用計画が上方修正されるなど、採用意欲は依然として強い(図表9)。このため、労働市場は回復ペースが幾分鈍化している可能性はあるものの、回復基調は持続することが予想される。



(設備投資) 原油安、ドル高が重石。原油安は緩やかに解消へ

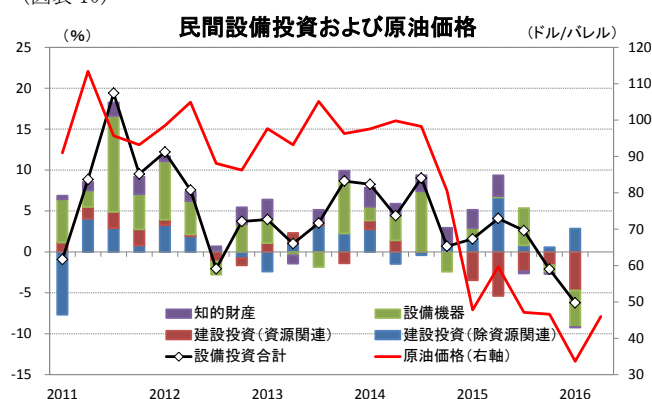
民間設備投資のうち、資源関連の建設投資は1-3月期に前期比年率▲86.1%(前期:▲39.6%)と、前期からさらにマイナス幅が拡大するなど、原油安を背景に資源関連企業が設備投資を抑制する状況が持続している(図表10)。これで資源関連の建設投資は、15年1-3月期から5期連続のマイナスとなった。

もっとも、原油価格は2月の30ドル割れを底に上昇に転じたほか、原油の稼働リグ数も直近（6月3日）は小幅ながら増加に転じており、稼働リグ数の減少に歯止めがかかった可能性がある。当研究所では、原油価格は17年末にかけて50ドル前半半まで緩やかに上昇すると予想（図表5）しており、今後は資源関連の建設投資の減少にも歯止めがかかると予想している。

一方、14年夏場以降、米ドル実質実効為替レートがドル高基調となるのに伴い、ISM製造業指数でみた企業景況感が悪化していたが、16年2月以降の米ドル高是正に伴い、漸く景況感も好転がみられる（図表11）。このため、4-6月期はドル高の是正が製造業の設備投資にも、ポジティブに働く可能性がある。もっとも、当研究所では今後も緩やかなドル高を予想していることから、仮に製造業の景況感が回復したとしても一時的に終わる可能性が高いと考えている。

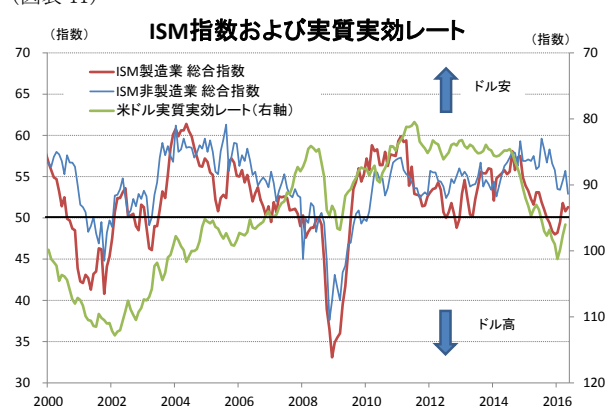
このようにみると、民間設備投資は足元の原油安やドル高の是正により、これまでの削減傾向に歯止めがかかる可能性が高い。もっとも、原油安を背景にした資源関連の建設投資の落ち込みは今後も緩和が期待できるものの、ドル高に伴う設備投資への影響は今後も残ることから設備投資の回復は緩やかに留まろう。

（図表10）



（注）民間設備投資は実質、前期比年率寄与度。原油価格はWTI先物。
（資料）BEAよりニッセイ基礎研究所作成。

（図表11）



（注）米ドル実質実効レートは、73年3月=100。
（資料）FRB、ISMよりニッセイ基礎研究所作成

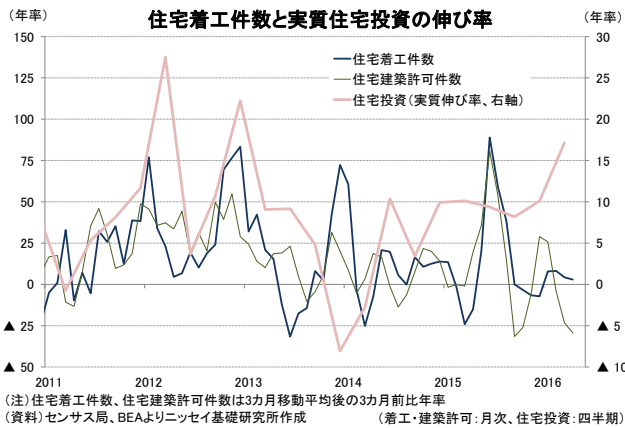
（住宅投資）住宅市場は伸び鈍化も回復が持続

GDPにおける住宅投資は、前期比年率+17.1%と12年10-12月期（+22.2%）以来の伸びとなるなど好調が持続している。一方、住宅着工件数（季節調整値、年率）は、4月が117.2万件と金融危機前の水準を回復してきたものの、3ヵ月移動平均の3ヵ月前比でみた伸びはプラス幅が縮小してきた（図表12）。さらに、住宅着工件数の先行指標である住宅着工許可件数も、15年末から16年初にかけて3割近い増加となった反動もあり、足元は3割近い減少となっているため、今後は住宅着工の伸び鈍化が見込まれる。

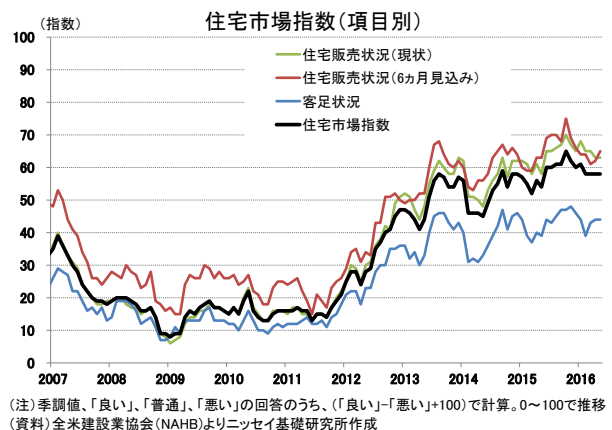
一方、建設業者の景況感を示す住宅市場指数は、頭打ちとなっているものの、高い水準を維持している（図表13）。とくに、新築住宅販売見込みは改善を示しており、建設業者の景況感は悪くない。

米住宅市場は、今後も雇用不安が後退する中で、過去に比べて低金利の環境が持続するとみられることから、これまでの回復ペースからは鈍化が見込まれるものの、引き続き回復局面が持続しよう。

(図表 12)



(図表 13)



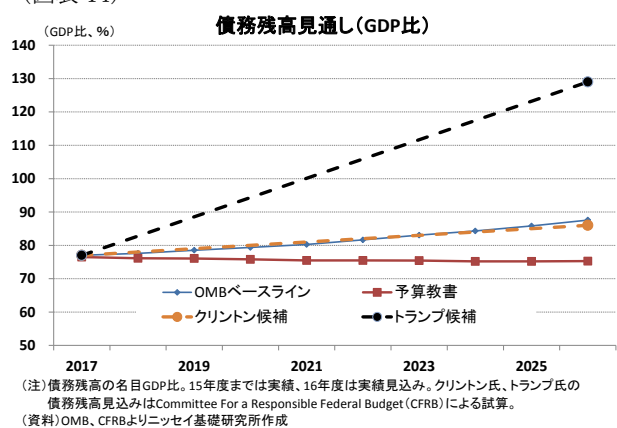
(政府支出、財政収支) 17年度予算は既に大枠合意、注目される次期大統領の財政政策

15年超党派予算法³により、既に17年度の予算枠や17年3月まで債務上限を適用しないことが決まっている。このため、17年度は予算審議の遅れからの一時的な政府閉鎖や、債務上限抵触に伴う米国債デフォルトの可能性は低い。今後、議会を中心に歳出法案の審議が行われるが、17年度予算枠をベースに考えると、当面政府支出は景気に中立的に作用するとみられる。

一方、18年度(17年10月開始)以降は次期大統領・議会の動向に左右されることから、11月の選挙結果が注目される。前述のように大統領候補はクリントン、トランプの両氏に絞られた。これまでの公約などをもとに2人の財政政策をみると、クリントン氏の政策は基本的に現政権であるオバマ大統領の政策を継承するとみられている。このため、同氏の政策では歳出は増加するものの、歳入増加策も実施される結果、財政赤字・債務残高は現在の法律をベースにした見通し(ベースライン見通し)から大きな変動は見込まれない。

しかしながら、トランプ氏の政策では富裕層を含めて減税を行う一方、社会保障費用等の歳出は現状水準を維持することが示されていることから、財政赤字・債務残高の拡大が懸念される。財政に詳しい米シンクタンクのCommittee For a Reasonable Budget(CFRB)は、両候補の政策を実施した場合の債務残高見通しを試算している。同シンクタンクによれば、10年後の債務残高(名目GDP比)は、クリントン氏では86%に留まる一方、トランプ氏では129%に悪化するとしている(図表14)。トランプ氏は、10年で均衡財政を実現するとしているが、同シンクタンクは今後10年間の成長率を、年率10%超に引上げることが出来なければ実現不可能としており、債務残高の大幅な悪化は避けられない見通しである。

(図表 14)



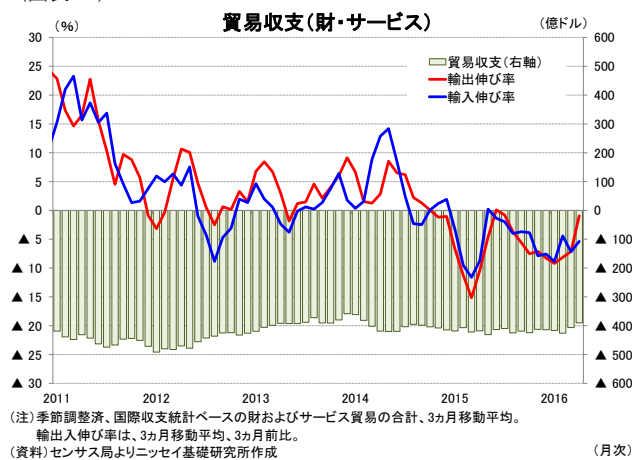
³ 2015年超党派予算法成立の経緯や内容については、Weeklyエコノミスト・レター(2015年11月20日)「2015年超党派予算法が成立-17年の新政権発足まで政府機関閉鎖、米国債デフォルトリスクは低下」
http://www.nli-research.co.jp/report/econo_letter/2015/we151120us.htmlを参照下さい。

(貿易) 純輸出の成長率寄与度は当面マイナスが持続

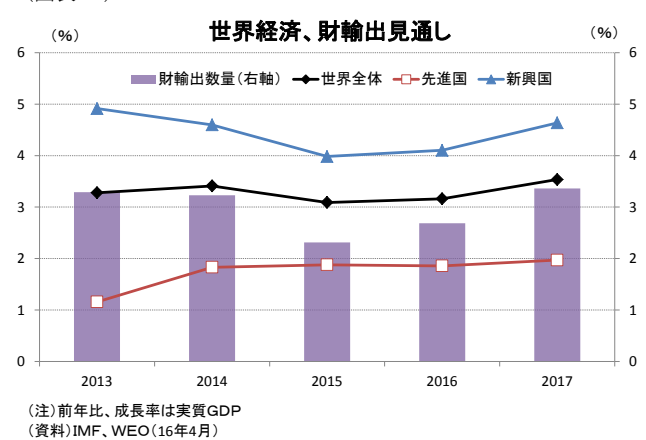
1-3月期の純輸出は、輸入が前期比年率▲0.2%減少する一方、輸出が▲2.0%と輸出の減少幅が上回った。輸出の落ち込みは米ドル高に加え、主要な輸出相手先の景気回復の遅れが要因とみられる。一方、月次の貿易収支をみると16年3月は貿易赤字幅が前月から大幅に減少したほか、4月も3月からの貿易赤字の拡大は小幅に留まっており、足元は貿易収支の改善がみられる(図表15)。これは16年2月以降、ドル高が是正された動きと関連があるとみられる。

しかしながら、今後もドル高の持続が見込まれるため、ドル高の緩和に伴う外需の回復は一時的とみられる。一方、4月のレポート⁴でも触れたが、世界経済に目を転じると、16年は15年から成長率の加速が見込まれるほか、15年に落込んだ世界の財輸出数量も16年は増加が見込まれている(図表16)。ドル高は世界輸出に占める米国のシェア低下を通じてネガティブに働くものの、世界的な財輸出数量の回復に伴い全体のパイが拡大する中で米外需の成長率寄与度のマイナス幅は縮小が見込まれる。

(図表15)



(図表16)



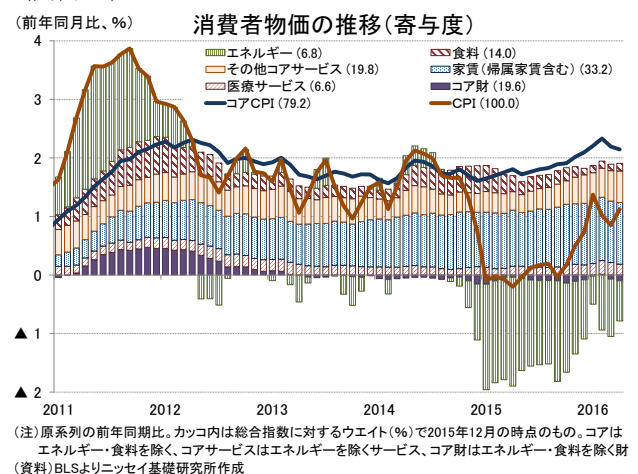
3. 物価・金融政策・長期金利の動向

(物価) 総合指数は原油価格の上昇に伴い緩やかに上昇へ

消費者物価の総合指数は、4月に前月比+0.4%と13年2月(+0.6%)に次ぐ伸びとなった。これまで物価を押下げていたエネルギー価格が+3.4%と大幅な上昇となったことが大きい。これでエネルギー価格は2ヵ月連続のプラスとなった。原油価格は2月以降上昇基調に転じており、今後はエネルギー価格下落に伴う物価押し下げ効果は通減する可能性が高い。

一方、前年同月比では総合指数が+1.1%、エネルギーと食料品を除いたコア指数が+2.1%となっており、総合指数との乖離は縮小してきているものの、依然として1%の乖離がみられる(図表17)。

(図表17)



⁴ Weeklyエコノミスト・レター(2016年4月22日)「米国製造業の動向ー製造業の不振も、米国のリセッションに繋がる可能性は低い」<http://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=52773?site=nli>

当研究所では、16年夏場にかけて一旦原油価格は下落するものの、17年末にかけて50ドル前半まで緩やかに上昇すると予想しており、総合指数が上昇する形でコア指数との乖離幅は緩やかに縮小しよう。当研究所では、総合指数は通年では16年が前年比+1.5%、17年が+2.2%に上昇すると予想している。

（金融政策）16年の追加利上げは7月、12月の2回（合計0.50%）を予想

4月のFOMC会合に関する議事録が発表され、4-6月期の成長再加速、労働市場の改善持続、物価目標達成の蓋然性の上昇、などの3条件を満たせば6月のFOMCで追加利上げが可能と、大半のFOMC参加者が認識していたことが示された。さらに、5月下旬にFRBのイエレン議長は、今後2~3ヵ月以内の追加利上げが可能との見方を示したことから、6月、もしくは7月会合での追加利上げ観測が高まった。

しかしながら、5月雇用統計で雇用増加ペースの大幅な鈍化が示されたほか、雇用統計発表の翌週に行われたイエレン議長の講演では、利上げ継続の意思は示されたものの、具体的な時期に関する言及がなかったことから、足元では6月、7月会合での追加利上げ観測は急激に後退している。

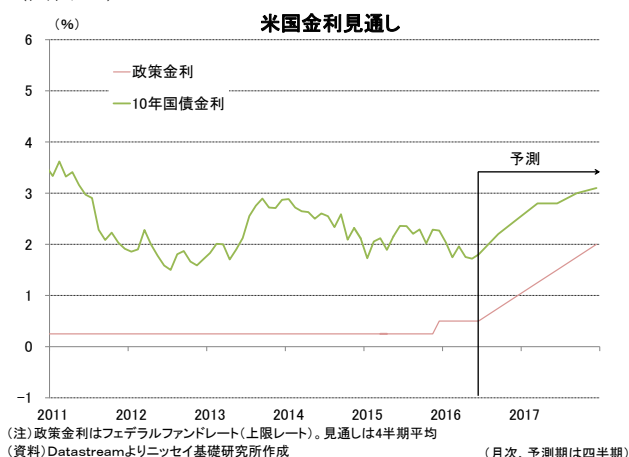
当研究所では、上記のようなイエレン議長の発言の変化を踏まえても、16年は7月と12月に0.25%ずつ2回の利上げを実施するとの予想を維持している。前述の利上げ条件のうち、成長率と物価については条件を満たしていると言える。一方、これまでFRBが自信を持ってきた労働市場の回復については、持続性に懸念が広がっているが、労働関連の他指標と比較して総合的に判断すると、雇用統計の雇用者数は実際の労働市場を過小評価している可能性が高いとみられる。このため、7月に発表される6月雇用統計で雇用者数の増加ペースの再加速が確認された場合には、7月会合で追加利上げに踏み切ると考えている。もっとも、6月の雇用統計が過去2ヵ月と同様に労働市場の回復持続が懸念される内容になった場合には9月のFOMC会合まで利上げ判断を先送りするとみられる。この場合には16年の利上げは1回に留まろう。

（長期金利）緩やかな上昇を予想

長期金利（10年国債金利）は、16年初から金融市場でリスク回避の動きが強まる中で、安全資産としての債券に対する需要が高まったほか、政策金利の引き上げ幅も当初予想されたより小幅に留まるのではとの見方から、2月上旬には一時1.6%前半まで下落し、その後も1%台後半での推移となっている（図表18）。

長期金利は、原油価格の上昇基調への反転やリスク回避姿勢の後退、政策金利の引き上げ継続などを背景に17年末に向けて上昇すると予想する。もっとも、今後も物価上昇は限定的とみられるほか、政策金利の引き上げペースも緩やかなことから、長期金利の水準は16年末で2%台半ば、17年末でも3%近辺に留まろう。

（図表18）



（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。