

Weekly
エコノミスト・
レター

米国経済の見通し

—4—6 月期の成長率は、特殊要因で期待外れの結果も、7—9 月期以降は再加速の見込み

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

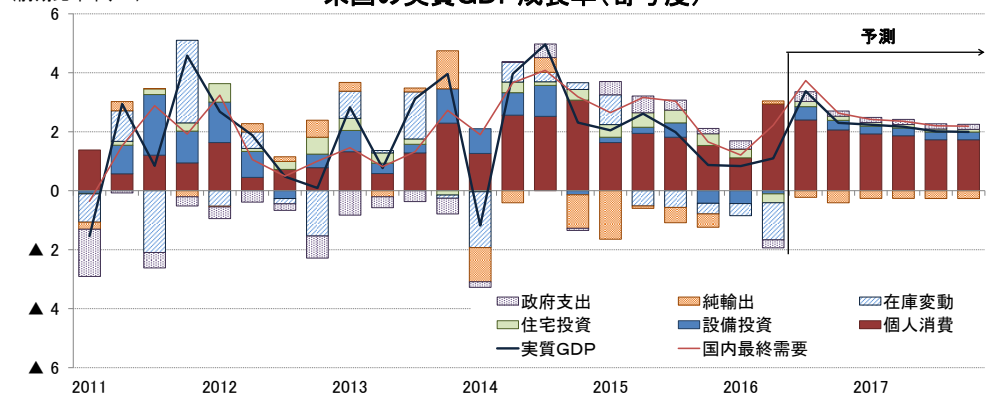
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の4—6月期成長率（前期比年率）は+1.1%（前期：+0.8%）と前期から加速したものの、市場予想（+2.5%）を大幅に下回り3期連続で低成長に留まった。個人消費は順調に回復したものの、在庫投資が大幅に成長率を押下げたほか、民間設備投資、住宅投資も押下げた。
2. 6月下旬の国民投票で予想外に英国のEU離脱が決まったことを受けて、資本市場は一時的に不安定化したものの、早期に回復しており米経済への影響は限定的となっている。
3. 7—9月期は、在庫投資が持ち直すことに加え、労働市場の回復を背景にした消費主導の景気回復が継続するほか、民間設備投資、住宅投資も回復が見込まれるため、成長率は3%台半ばに加速すると予想する。17年末にかけても2%台前半で底堅い成長が持続する結果、成長率は16年が前年比+1.6%、17年は同+2.3%を見込む。
4. 金融政策は、先月以降複数の中銀関係者が9月利上げの可能性に言及しているものの、その後発表された経済指標は強弱混じっているため、追加利上げは12月を見込む。また、17年は年2回の追加利上げを予想する。
5. 米国経済に対するリスク要因としては、英国のEU離脱や、中国をはじめとする新興国経済の減速懸念などを背景に資本市場が不安定化することに加え、11月に予定されている大統領・議会選挙に伴う国内政治リスクが挙げられる。

(図表1)

(前期比年率、%)

米国の実質GDP成長率(寄与度)



(注)季節調整済系列の前期比年率

(資料)BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(四半期)

1. 経済概況・見通し

(経済概況) 4-6 月期の成長率は、在庫投資の影響で予想外に低調

米国の 4-6 月期実質 GDP 成長率 (以下、成長率) は、前期比年率+1.1% (前期: +0.8%) と前期から加速したものの、市場予想 (+2.5%) を大幅に下回り 3 期連続で 1% 程度の低成長に留まった (図表 1、図表 6)。

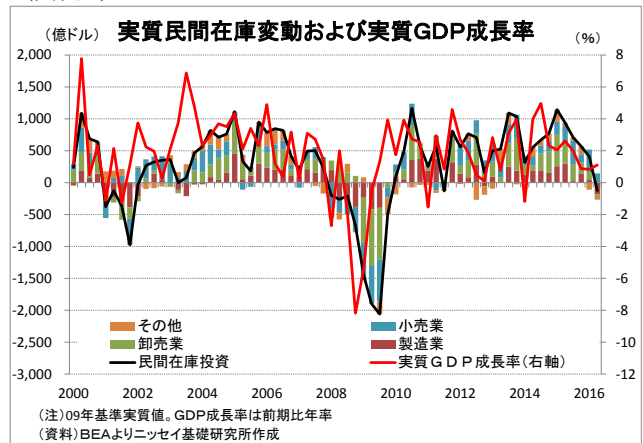
需要項目別にみると、個人消費が前期比年率+4.4% (前期: +1.6%) と前期から大幅に加速し、成長率を+2.9%ポイント押し上げたほか、純輸出 (輸出-輸入) の成長率寄与度も+0.10%ポイント (前期: +0.01%ポイント) と 2 期連続のプラスとなった。しかしながら、民間設備投資が前期比年率▲0.9% (前期: ▲3.4%) と 3 期連続のマイナスとなったほか、住宅投資も▲7.7% (前期: +7.8%) と 14 年 1-3 月期以来のマイナスに転じ成長を押し下げた。さらに、政府支出が▲1.5% (前期: +1.6%) とこちらもマイナスとなった。もっとも、当期が予想外の低成長に留まった要因は、在庫投資の成長率寄与度が▲1.26%ポイント (前期: ▲0.41%ポイント) と、14 年 1-3 月期 (▲1.89%ポイント) に次ぐ大幅なマイナスとなったことが大きい。

在庫投資のマイナス寄与は 5 期連続となつて (図表 2) いるが、在庫変動の推移をみると 16 年 1-3 月期までは在庫積上げペースの鈍化によるものであった一方、4-6 月期は 11 年 7-9 月期以来となる在庫削減によるものであったことが分かる (図表 2)。00 年以降で継続的な在庫減少がみられるのは、00 年代前半の IT バブル崩壊や、金融危機後のリセッション期に限られている。現状、米国経済は低成長に留まっているものの、リセッション期に入っているとは考え難いことから、在庫削減は一時的に留まる可能性が高い。

このため、7-9 月期は在庫投資の成長率寄与度が 6 期ぶりにプラスに転じよう。

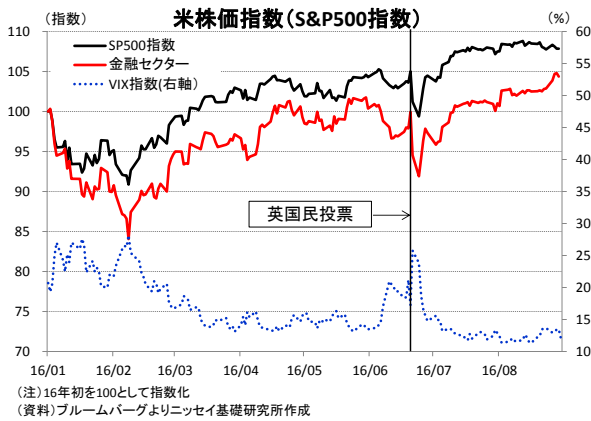
一方、6 月下旬に英国民投票で予想外に EU 離脱が決定されたことから、投資家のリスク回避志向が強まり、資本市場の不安定化することが懸念された。実際、国民投票の結果判明後に株式市場が大幅安となるなど、資本市場は不安定な動きとなった (図表 3)。しかしながら、株式市場は早期に反発し足元は年初来高値圏で推移しているほか、投資家の先行き不安を示す VIX 指数も国民投票前の水準を回復するなど、懸念されたリスク回避志向の強まりはみられていない。さらに、長期金利は国民投票後に低下し、足元でも投票前の水準を下回っているほか、社債と国債の金利差である社債スプレッドは縮小しており、金融市場は非常に緩和的となっている (図表 4)。このため、国民投票後の金利低下は、住宅市場をはじめ米経済にプラスとなっていると判断できる (詳細は 7 月の当レポート¹を参照下さい)。このように、現段階では、英国の EU 離脱決定に伴う米経済への影響は限定的となっている。

(図表 2)

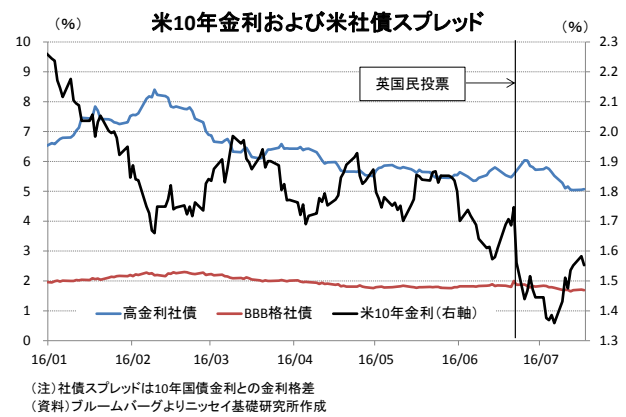


¹ Weekly エコノミストレター (2016 年 7 月 22 日) 「英国の EU 離脱の影響 - 米実体経済への影響は限定的とみられるも、現状では未だ不透明な部分が多い」 <http://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=53442?site=nli>

(図表 3)



(図表 4)



(経済見通し) 成長率は16年+1.6%、17年+2.3%を予想

7-9月期は成長の加速が見込まれる。個人消費は労働市場の回復を背景に底堅い伸びが期待できるほか、在庫投資の成長率寄与度はプラスへの反転が見込まれる。さらに、民間設備投資や住宅投資についても回復しよう。一方、純輸出については、通貨高に加え米国景気が相対的に好調であることから、3期ぶりに成長率を押下げると予想する。これらの結果、7-9月期の成長率は前期比年率で3%台半ばとなろう。

7-9月期以降は、引き続き労働市場の回復を背景に消費主導の景気回復持続を見込むが、労働市場が完全雇用に近づく中、雇用者数の伸びは緩やかながら鈍化することが見込まれるため、個人消費は17年末にかけて前期比年率2%台半ばへの緩やかな低下を予想する。また、住宅市場についても雇用不安の後退や低金利を背景に回復基調が持続するものの伸びは鈍化しよう。

一方、民間設備投資については、17年末にかけて原油価格が緩やかに上昇すると見込んでいることから、資源関連の建設投資が増加に転じ、設備投資を押し上げると予想する。しかしながら、米金利先高観測を背景に緩やかなドル高基調が持続することから、輸出関連の製造業を中心に回復は限定的となろう。また、純輸出は17年末にかけて成長を押下げる状況が持続しよう。最後に政府支出は、11月の大統領選挙の結果次第で17年以降は不透明感が強いものの、当面景気には中立となろう(図表6)。

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による物価の押下げが緩和されるため、総合指数は17年末にかけて緩やかな上昇を見込む。

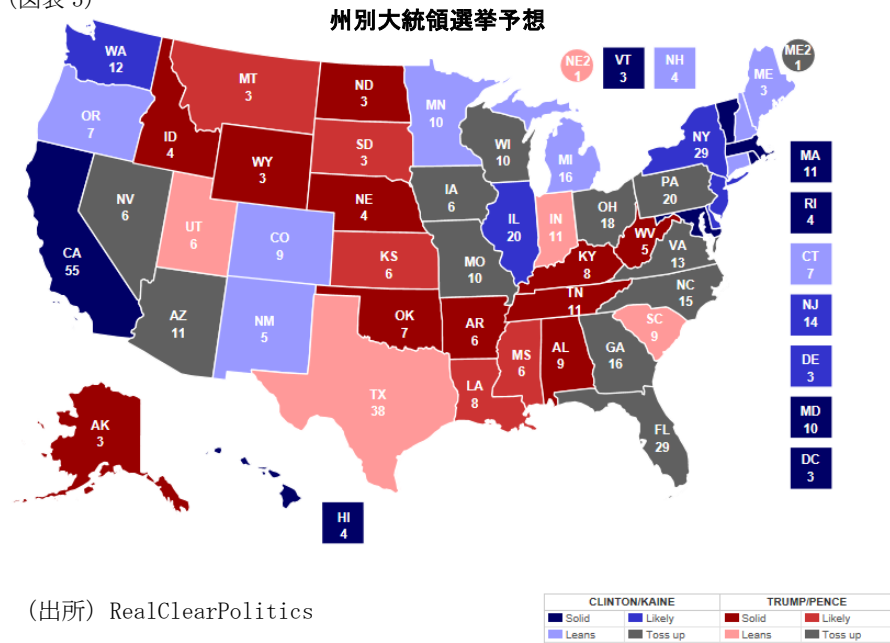
金融政策は、16年は12月の追加利上げを予想する。17年は資本市場が安定する前提で6月と12月の年2回の追加利上げを予想する。

最後に長期金利は、資本市場の安定が続く前提で、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む。もっとも、物価上昇圧力が限定的であることから、金利の上昇幅は限定的となろう。

上記見通しに対するリスク要因としては、英国のEU離脱や、中国をはじめ新興国経済への懸念から資本市場が不安定化することに加え、11月の大統領・議会選挙に関連する国内政治リスクが挙げられる。

大統領選挙は、共和党がトランプ氏、民主党はクリントン氏に候補者が一本化された。世論調査に基づく州別の選挙人獲得見通し(9月7日時点)は、クリントン候補が229人と過半数の270人は下回っているものの、トランプ候補の154人を大幅にリードしている(図表5)。一方、勝敗のはっきりしない接戦州は155人となっており、その中でも選挙人数が多いフロリダ州(29人)、ペンシルバニア州(20人)、オハイオ州(18人)の動向が選挙戦の鍵を握っている。足元、これらの州でもクリントン候補が僅かにリードしている。

(図表5)



もともと、クリントン、トランプ両候補ともに有権者からの評価は低く、クリントン候補が優位となっているものの、トランプ不支持の裏返しとして消極的に支持されているに過ぎない。クリントン候補には国務長官時代のメール問題や、クリントン財団の問題などのスキャンダルが燻っており、その動向次第ではトランプ候補が勝利する可能性も残っている。

一方、クリントン大統領では、TPPで温度差がみられるものの、基本的にオバマ大統領の政策を継承するとみられ、米経済への影響が限定的と考えられるが、トランプ大統領では現政権からの大幅な政策変更が見込まれるほか、同候補の政策自体も流動的であることから、政策の予見可能性の低下を通じて米国経済にネガティブに影響しよう。

一方、クリントン大統領では、TPPで温度差がみられるものの、基本的にオバマ大統領の政策を継承するとみられ、米経済への影響が限定的と考えられるが、トランプ大統領では現政権からの大幅な政策変更が見込まれるほか、同候補の政策自体も流動的であることから、政策の予見可能性の低下を通じて米国経済にネガティブに影響しよう。

(図表6)

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 (実)	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	2.6	1.6	2.3	2.0	2.6	2.0	0.9	0.8	1.1	3.4	2.3	2.2	2.2	2.0	2.0
個人消費	前期比年率、%	2.9	3.2	2.8	2.9	2.4	2.9	2.7	2.3	1.6	4.4	3.5	3.0	2.8	2.7	2.5	2.5
設備投資	前期比年率、%	6.0	2.1	▲0.5	2.1	1.3	1.6	3.9	▲3.3	▲3.4	▲0.9	3.5	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0
住宅投資	前期比年率、%	3.5	11.7	5.7	2.9	13.3	14.9	12.6	11.5	7.8	▲7.7	5.0	4.0	3.5	3.5	3.0	2.5
在庫投資	寄与度	0.1	0.2	▲0.5	▲0.1	1.0	▲0.5	▲0.6	▲0.4	▲0.4	▲1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲0.2	▲0.7	▲0.2	▲0.3	▲1.7	▲0.1	▲0.5	▲0.5	0.0	0.1	▲0.2	▲0.4	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.3
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	1.6	0.1	1.2	2.3	▲2.9	2.4	1.4	0.7	▲0.3	2.5	1.9	2.4	2.5	2.4	2.2	2.1
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	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
FFレート誘導目標	期末、上限、%	0.25	0.50	0.75	1.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25
10年国債金利	平均、%	2.5	2.1	1.8	2.3	1.9	2.2	2.2	2.2	1.9	1.7	1.6	1.9	2.1	2.3	2.3	2.4
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.33	1.11	1.11	1.06	1.13	1.11	1.11	1.10	1.10	1.13	1.12	1.09	1.07	1.06	1.06	1.06
米ドル(対円)	平均、円/ドル	106	121	107	107	119	121	122	121	115	108	102	104	105	106	107	108
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	93	49	42	51	49	58	46	42	33	46	44	46	49	51	52	52

(資料)BEA、BLS、ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

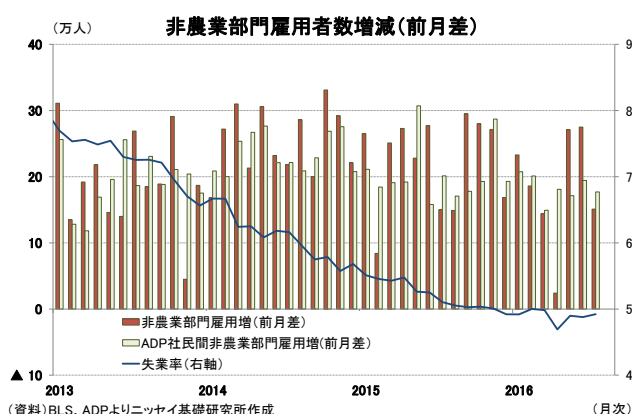
2. 実体経済の動向

(個人消費) 労働市場の回復を背景に底堅い伸びが持続

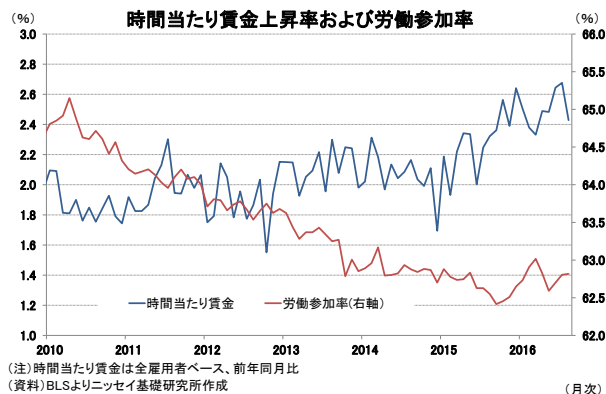
非農業部門雇用者数（対前月増減）は、5月が2.4万人の増加に留まり雇用悪化懸念が強まったが、6月、7月が20万人台後半に急増したことから雇用回復の持続が確認された（図表7）。雇用統計は毎月の変動が大きいため、トレンドの見極めが難しいが、民間給与アウトソーシング会社であるADP社が発表する非農業部門の民間雇用者数と併せて考えると、5月以降の雇用増加ペースは10万人台後半程度とみられる。これは、15年の月間平均増加数（22.9万人）を下回っているが、労働市場が完全雇用に近いとみられるため、雇用増加ペースは今後も10万人台半ばから後半程度に留まろう。

一方、労働力人口の増加を背景に労働参加率²は15年夏場以降に回復がみられており、労働需給が本格的に改善していることを示している（図表8）。これまで失業率の低下基調は持続していたものの、職探しを諦め労働市場から退出する人（非労働力人口）が増加した影響も反映されていたため、本当の意味で労働需給が改善していたとは言えなかった。15年夏場以降の労働需給改善に伴い、時間当たり賃金の上昇が明確となってきているため、労働市場の回復が漸く賃金上昇に繋がり易くなっていると判断できる。このため、労働市場の回復を背景とした所得の増加は今後も消費拡大に寄与することが期待できる。

(図表7)



(図表8)

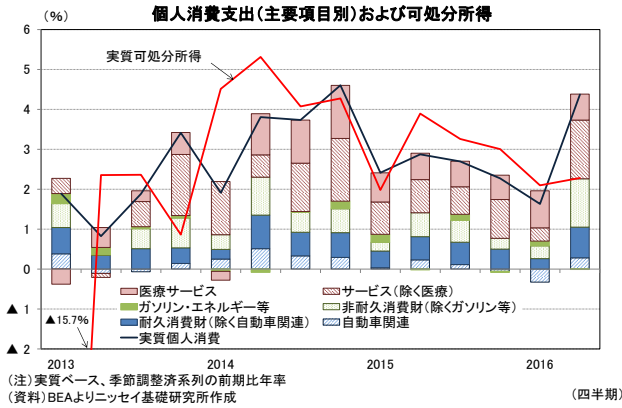


次に個人消費および所得をみると、4-6月期の個人消費は、実質可処分所得(前期比年率+2.3%)の伸びを上回る結果となった（図表9）。労働市場の回復が持続する中でも1-3月期の個人消費は+1.6%に留まり、所得対比で消費が抑制されていたが、年初から2月にかけての株価下落が消費者マインドの悪化を通じて消費に影響した可能性が強まった（図表10）。足元は、株式市場が堅調推移となっており所得の伸びを素直に反映し易い環境と言えよう。

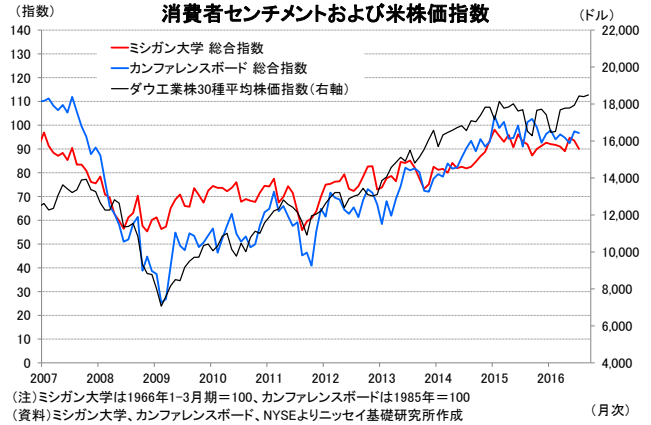
もっとも、4-6月期の個人消費は1-3月期の反動も加わって高くなったとみられることから、7-9月期以降は、消費の伸びは鈍化が見込まれる。また、前述のように時間当たり賃金の伸びは加速が見込まれるものの、雇用増加ペースが鈍化することから、個人消費の伸びは17年末にかけて2%台半ばまで低下しよう。

²労働参加率は、生産年齢人口（16歳以上の人口）に対する労働力人口（就業者数と失業者数を合計したもの）の比率。

(図表 9)



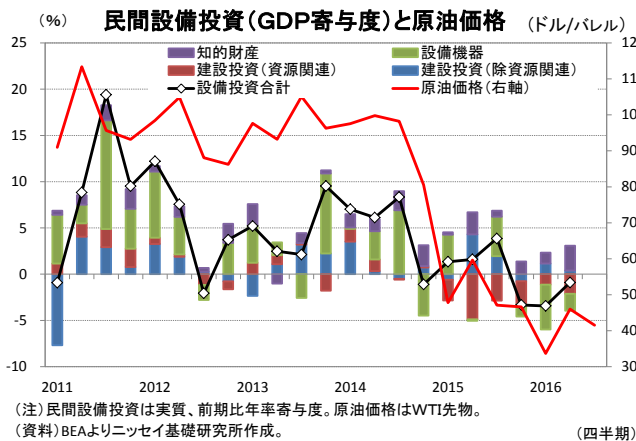
(図表 10)



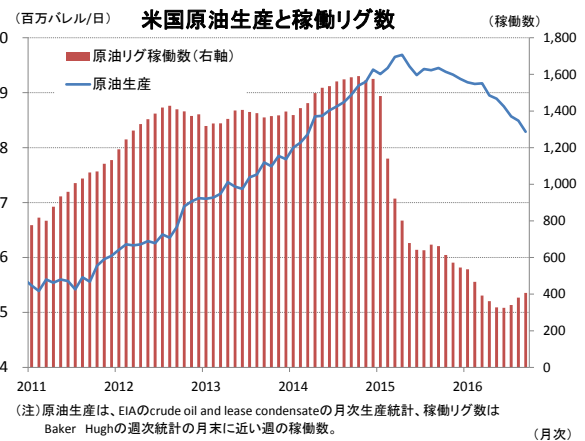
(設備投資) 原油価格の持ち直しから、7-9月期以降緩やかな回復へ

民間設備投資のうち、資源関連の建設投資は4-6月期が前期比年率▲57.4% (前期: ▲32.7%)と、原油価格下落を背景に6期連続のマイナスとなっており、設備投資を押下げる状況が持続している(図表 11)。原油価格は、2月の30ドル割れを底に上昇に転じており、原油生産の減少は続いているものの、原油の稼働リグ数は5月下旬を底に増加に転じていることから、漸く資源関連の建設投資の下落にも歯止めがかかってきている(図表 12)。当研究所では、原油価格は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、資源関連の建設投資が下げ止まることで民間設備投資は回復が見込まれる。

(図表 11)



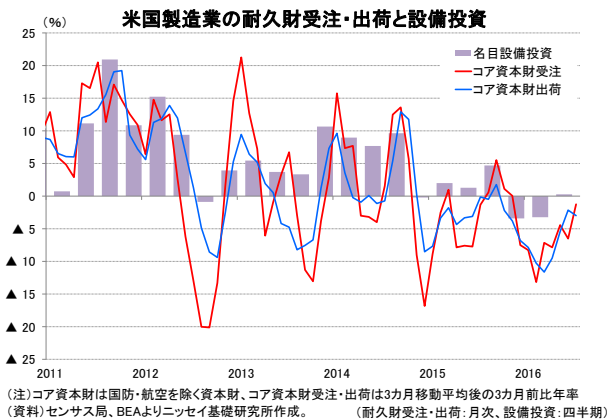
(図表 12)



さらに、民間設備投資の先行指数である国防・航空を除くコア資本財受注(3ヵ月移動平均、3ヵ月前比)は▲1.3%とマイナスとなっているものの、16年2月(▲13.2%)を底にマイナス幅を大幅に縮小させてきており、7-9月期の民間設備投資は4期ぶりにプラスに転じるとみられる(図表 13)。

もっとも、今後も緩やかなドル高基調が持続することから、輸出を中心に製造業にはネガティブな状況となっており、回復は緩やかに留ま

(図表 13)



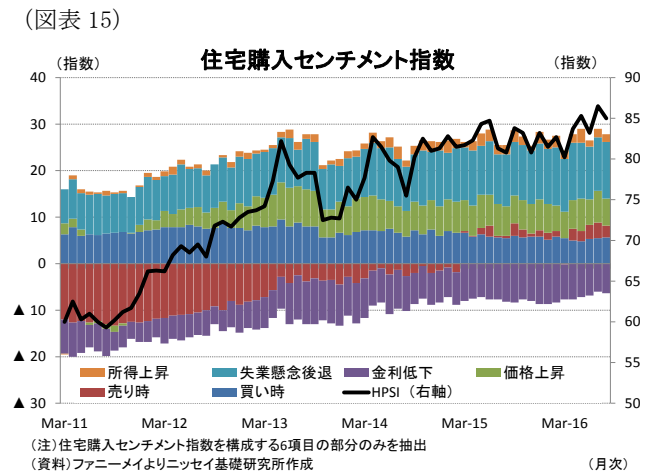
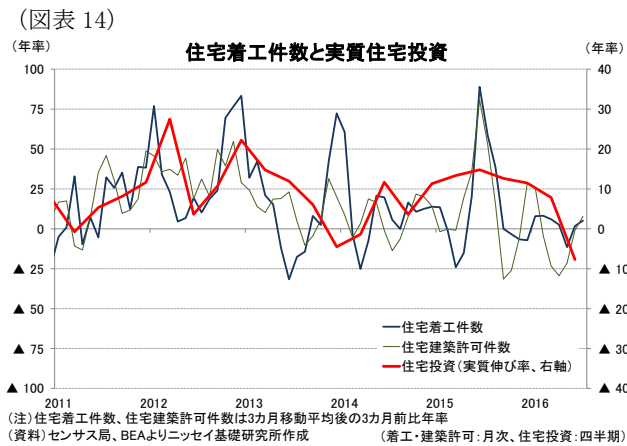
ろう。

(住宅投資) 7-9 月期にプラス転換、その後も緩やかな回復基調が持続

住宅投資は、14年1-3月期以来のマイナスに転じたものの、7月の住宅着工件数・許可件数(3ヵ月移動平均、3ヵ月前比)は、住宅着工件数が+5.2%のプラスとなっているほか、住宅着工件数の先行指数である許可件数も+8.8%と5ヵ月ぶりにプラスに転じており、4-6月期からモメンタムの回復がみられる(図表14)。また、新築・中古住宅ともに販売が好調で住宅在庫が低水準となっていることも、住宅着工件数の回復を後押しするとみられる。

さらに、住宅市場を取り巻く環境も、雇用不安が後退する中で、低金利環境が持続するなど、住宅市場に追い風となっている。実際、連邦住宅抵当公庫(ファニーメイ)が公表している住宅購入センチメントは、統計開始(11年3月)以来の最高値圏で推移しており、家計の住宅購入意欲が強いことが分かる(図表15)。

このため、住宅投資は7-9月期にプラスに転じ、当面緩やかな回復基調が持続すると予想する(住宅市場の見方については8月の当レポート³も参照下さい)。



(政府支出、財政収支) 18年度以降は選挙結果次第

議会予算局(CBO)が8月に公表した財政収支見通しによれば、16年度(16年9月末まで)の財政赤字は▲5,900億ドル(GDP比▲3.2%)と、15年度の▲4,380億ドル(同▲2.5%)から増加した(図表16)。歳入が260億ドル増加する一方、歳出が1,780億ドル増加した。歳出は前年度から5%程度増加したが、歳出法案で規定される裁量的経費が1%程度増加する一方、社会保障などの義務的経費が6%増加したほか、利払い費が11%増加した。また、3月時点での予想と比べて16年度の財政赤字は、歳入が予想を下回った結果560億ドル増加した。一方、長期の財政収支見通しでは金利見通しが下方修正されたことから、財政赤字幅は下方修正された。

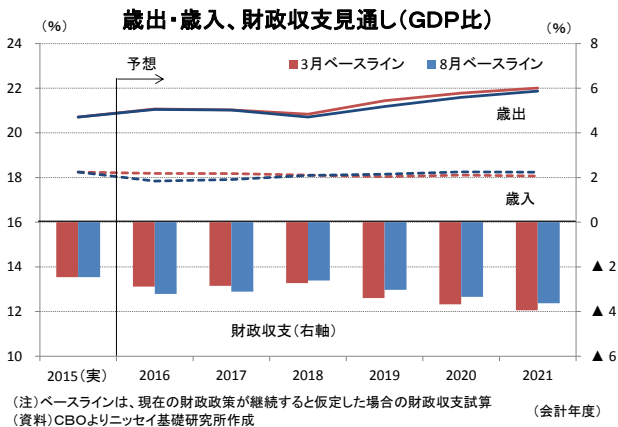
17年度については、15年超党派予算法⁴により、予算枠や17年3月まで債務上限を適用しないことが決まっている。議会は10月からの新年度に向けて各省庁への予算配分を決める歳出法案の審議を行っている。現状(9月7日時点)、上院では歳出法案を可決しているものの、下院では可決で

³ Weeklyエコノミストレター(2016年8月19日)「米住宅市場の回復は一服? - 4-6月期GDPにおける住宅投資はおよそ2年ぶりにマイナス転落。住宅市場の回復は持続するのか?」<http://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=53662?site=nli>

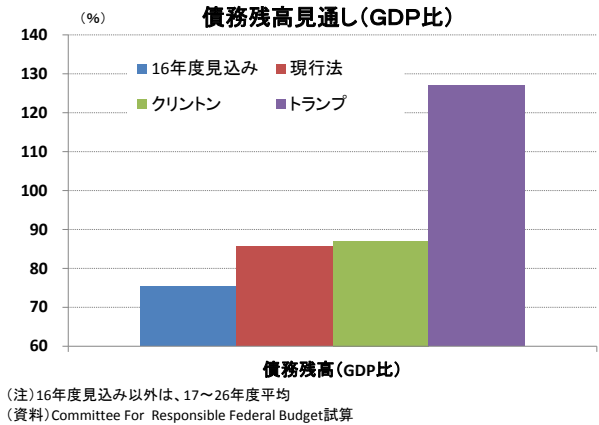
⁴ 2015年超党派予算法成立の経緯や内容については、Weeklyエコノミスト・レター(2015年11月20日)「2015年超党派予算法が成立-17年の新政権発足まで政府機関閉鎖、米国債デフォルトリスクは低下」http://www.nli-research.co.jp/report/econo_letter/2015/we151120us.htmlを参照下さい。

きていないため、時間的な制約からつなぎ融資（CR）で新年度を迎える可能性が高まっており、つなぎ融資の期間について議論されているようだ。

(図表 16)



(図表 17)



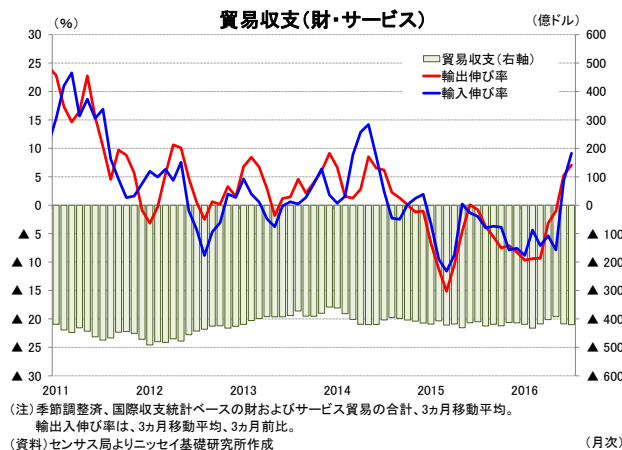
一方、18年度以降については11月の大統領・議会選挙の結果次第で大きく変わる。クリントン候補は、基本的にオバマ政権の政策を継承していることから、ベースライン予想から大きく変動することはないと予想される(図表17)。しかしながら、トランプ大統領の場合には社会保障などの歳出は、現在の水準を維持する一方、個人、法人ともに大幅な減税を実施するとしていることから、債務残高は大幅に増加することが見込まれている。いずれにせよ、米国の予算審議では議会の権限が強いことから11月の議会選挙の動向が注目される。

(貿易) 純輸出の成長率寄与度は当面マイナスが持続

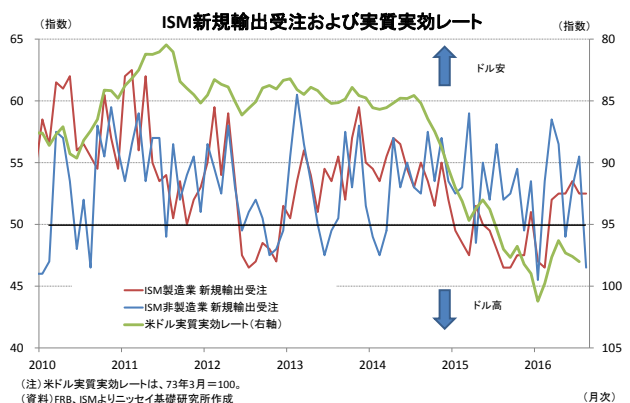
4-6月期の純輸出は、輸入が前期比年率+0.3%（前期：▲0.6%）となる一方、輸出が+1.2%（前期：▲0.7%）と、輸入の伸びを上回った。月次の貿易収支では、7月の輸入（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比）が+9.1%と輸出の+4.8%を上回っており、貿易赤字（3ヵ月移動平均）は足元拡大している(図表18)。

米ドル実質実効レートは、16年2月をピークにドル高是正がみられたものの、足元では再びドル高に転じている(図表19)。ISMの新規輸出受注指数は、非製造業で8月に50を割り込むなど急激な落込みがみられる一方、製造業については大幅な落ち込みとなっていない。しかしながら、今後も米国の金利先高観測を背景にドル高基調の持続が見込まれることから、製造業の輸出指数も低下してくる可能性が高いと見込まれる。

(図表 18)



(図表 19)



米国はドル高に加え、相対的に景気が良好な状況が持続すると見込まれることから、17年末にかけて純輸出は成長を押し下げる方向で推移することが予想される。

3. 物価・金融政策・長期金利の動向

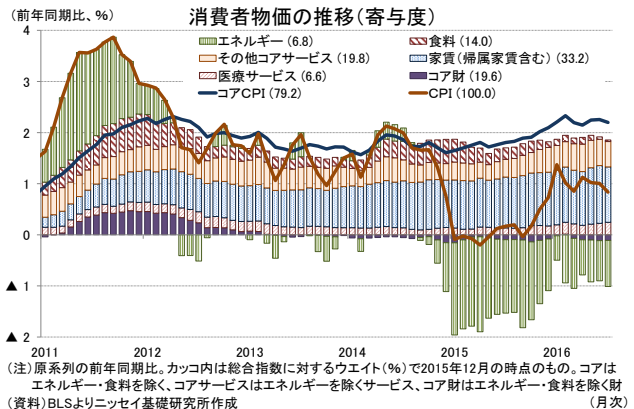
(物価) 総合指数は原油価格の上昇に伴い緩やかに上昇へ

消費者物価の総合指数は、7月に前月比横這いと16年2月(▲0.2%)以来の低い伸びに留まった。エネルギー関連が▲1.6%と2月以来のマイナスに転じたことが大きい。エネルギーと食料品を除いたコア指数も+0.1%と16年3月(+0.1%)以来の低い伸びとなっており、前月比でみた物価の加速はみられない。

さらに、前年同月比でも総合指数が+0.8%と4月以降低下基調となっている(図表20)。4月に▲8.9%までマイナス幅が縮小していたエネルギー関連が、足元で再び2桁のマイナスに拡大している影響が大きい。

もっとも、当研究所では、原油価格が足元の40ドル台後半から17年末にかけて50ドル台前半まで緩やかに上昇すると予想しており、昨年の原油価格が6月に60ドル程度のピークをつけた後、年末にかけて30ドル台後半まで低下していたことを考慮すれば、前年比でみたエネルギー価格の物価押し下げ効果は逡減すると見込まれる。このため、総合指数はコア指数との乖離を埋める形で緩やかに上昇しよう。当研究所では、総合指数は16年が前年比+1.2%、17年が+2.3%に上昇すると予想している。

(図表20)



(金融政策) 16年の追加利上げは12月の1回、17年は6月、12月の年2回を予想

6月のFOMC会合では追加利上げが見送られ、その理由として5月雇用統計を受けた雇用悪化懸念と、6月下旬の英国国民投票の結果を見極めることが挙げられた。その後、英国のEU離脱が決定した後、資本市場が懸念されるような不安定な動きとならなかったことから、7月のFOMC声明では米国経済に対する短期的なリスクが後退したことが示された。もっとも、7月のFOMC議事録では、労働市場の力強い回復もあり、6月会合から米景気回復に自信を深めている様子が伺えるものの、追加利上げ時期については各委員の意見集約がされていない状況が示された。

その後、8月下旬のジャクソン・ホールで行われたシンポジウムでイエレン議長が早期の追加利上げの可能性に言及したほか、フィッシャー副議長をはじめ複数の中銀関係者が9月の追加利上げの可能性に言及したことから、一時金融市場で9月利上げ織込みが4割を超えるなど、早期利上げ観測が強まった。

英国EU離脱決定に伴う米経済への影響は足元では払拭されているものの、物価上昇圧力が限定的となっている中で、4-6月期の成長率が予想外に低調となったことや、8月の雇用統計が雇用回復ペースの鈍化を示したことを含めて最近発表された経済指標は強弱混じっている。このため、当研究所では9月のFOMC会合で追加利上げで意見集約される可能性は低いと考えている。また、市場の9月利上げの織込みも現状では3割弱まで低下しており、9月利上げを市場に納得させるの

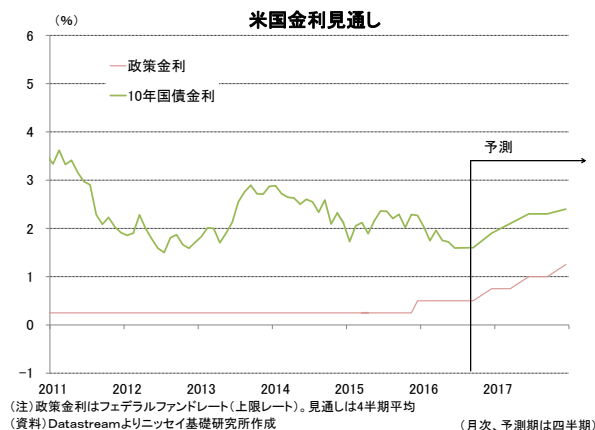
は難しいだろう。当研究所では16年は12月の1回、17年は資本市場が安定する前提で6月と12月の年2回を予想する。

(長期金利) 緩やかな上昇を予想

長期金利(10年国債金利)は、6月下旬の予想外の英国によるEU離脱決定を受け、7月上旬には史上最低水準となる1.3%台半ばに低下。その後、上昇に転じたものの直近(9月8日時点)でも1.6%程度と英国民投票以前より低い水準で推移している(図表21)。

長期金利は、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1%台後半、17年末でも2%台前半に留まろう。

(図表21)



(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。