

米国経済 UPDATE：トランプ新政権の足場は良好（2016年10～12月期 GDP）

トランプ新政権スタートの足場となる経済状況は、総じて良好である。2016年10～12月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.9%増と、ほぼ潜在成長率並みとなった。外需が成長率を引き下げており、内需は個人消費を中心に引き続き堅調に推移している。トランプ大統領の公約を踏まえて先行きをみると、投資についてはプラス・マイナス双方の要因があり、外需は引き続き下押し圧力となる可能性が高いものの、成長の最大の牽引役である個人消費が、減税のみならず規制緩和をも追い風として、拡大ペースを加速していくことが考えられる。

トランプ新政権が船出

1月20日の就任式を以って、第45代トランプ大統領の新政権がスタートした。就任演説やその後の大統領令では、選挙戦中の公約がほぼ踏襲され、また、ホワイトハウスのWEBサイトに掲載された政策ポイントの内容も、公約通りであった。基本政策については「前言撤回」が生じておらず、トランプ氏は、共和党主流派への譲歩を進める「良いトランプ」に変わることなく、選挙戦中から「そのままのトランプ」を貫くというのが、当面の政権の姿であると考えられる。

他方、トランプ大統領は就任演説において、既存の政治を激しく批判した。しかし、8年前、ブッシュ元大統領からオバマ前大統領が政権を引き継いだ時、米国経済は惨憺たる状況にあり、その大恐慌の淵から米国と世界経済を回復に導いたのは他ならぬオバマであった。実際、トランプ新政権スタートの足場となる現在の景気状況は、総じて堅調である。オバマは就任するトランプに、良好な経済状況という最大の贈り物を渡すことになるが、そのトランプはといえば、オバマを全否定して、オバマがレガシーにしようとした医療保険制度改革も早速に廃止に持ち込む算段をしている。このまま廃止されてしまえば、トランプ新政権が享受する足元の良好な経済こそが、オバマにとって最大の功績かつレガシーとなるだろうが、これはかなり皮肉な結末といえるだろう。以下、米国経済の概況をみてみたい。

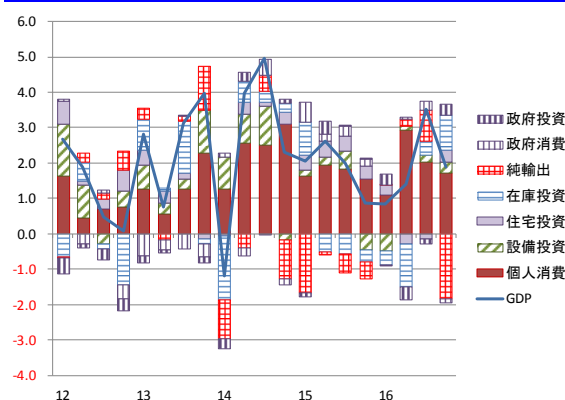
2016年10～12月期 GDP は外需が下押しして 1.9%増

米国の2016年10～12月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.9%増となり、市場コンセンサス（2.2%増）は下回ったものの、ほぼ潜在成長率（2%程度）並みとなった。内訳をみると、外需（輸出－輸入）が GDP を 1.7%Pt 押し下げており、これを除くと GDP は 3.6%増、さらに在庫積み増しの影響（+1.0%Pt）を差し引いても 2.6%増となることから、内需は堅調が続いていると言える。

個人消費：高い消費者マインドに比べて抑制的な消費支出

GDP を需要項目別にみると、個人消費は前期比年率 2.5%増となった。サービス消費がやや弱かったため（同 1.3%増）、個人消費全体では近年の平均値である 3%

実質GDP成長率（寄与度、前期比年率、%）



（出所）米国商務省

水準には達しなかったものの、自動車販売が引き続き好調な耐久財消費が同 10.9%増加して牽引した。足元 12 月の小売・外食売上高は、価格による振れの大きいガソリンスタンドを除くと、前月比 0.5%増と堅調な伸びが続く。12 月は新車販売台数（乗用車・ライトトラック）が同 3.4%増えて年率 1,832 万台となり、2005 年 7 月以来の高水準になった。ただし、1 月は同 4.6%減と 12 月の増加分を上回る減少幅となっている。

後述するように、完全雇用が近づき労働者の増加ペースは鈍ってきたものの、その分、賃金上昇ペースが過去 2 年来、加速トレンドにあり、所得格差問題などはあるにせよ、雇用・所得環境は経済全体でみれば良好である。消費者マインドも依然、好調を保つ。コンファレンスボード調査では消費者信頼感指数（12 月）は 113.7 で 2001 年 8 月以来の高水準（1 月は若干低下して 111.8）。ミシガン大学調査（1 月）でも、指数は前月比 0.3Pt 上昇して 98.5 となり、こちらは 2004 年 1 月以来の高水準となる。

この消費者マインドの水準の高さとの比較では、現在の個人消費は抑制的ですからある。2004～06 年にかけては、消費者マインドは現状を下回っていたものの、個人消費は 2004 年が 3.8%、2005 年も 3.5%伸びており、2016 年通年の 2.7%、10～12 月期の 2.5%よりも 1%Pt 前後、伸び率が高い。当時と現在との違いとしては、現在は、①所得格差拡大により、若年層等低所得層に節約志向が強いこと、②家計貯蓄率が高止まりしており、借入が抑制的であることなどが考えられる。②については、2004～06 年は、不動産ブームが拡大していく中で借入が増大していき、家計貯蓄率が 5%程度から 2～3%へと低下していった。しかし現在は、貯蓄率は 5～6%で推移しており、借金依存が抑制されている。

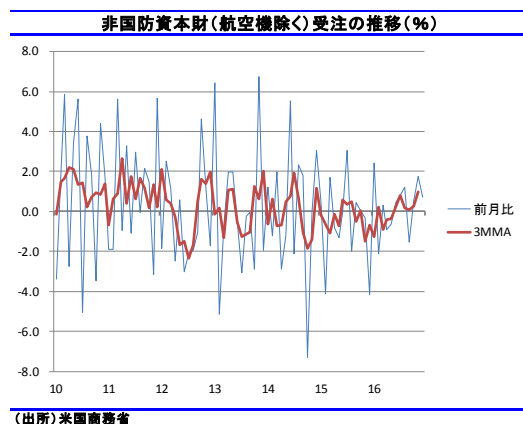
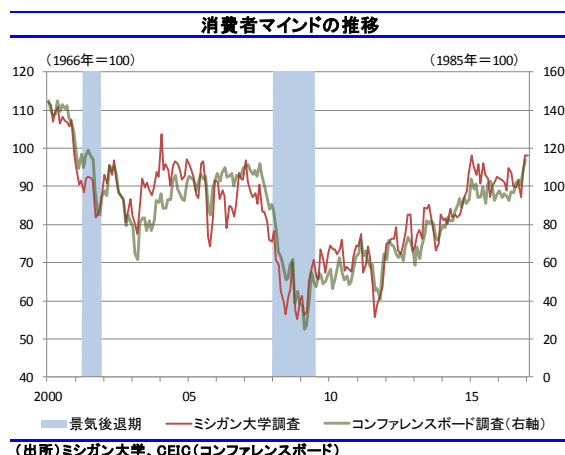
トランプ政権が掲げている消費拡大政策では、減税による効果が最大となるとみられる。しかし、それに加えて、金融規制緩和が進むと、利上げ局面ではあるが金融機関の融資が活発になり、それが家計の借入拡大による消費増につながることも考えられる。

設備投資：回復に政策のタイムラグが悪影響

10～12 月期の設備投資は、前期比年率 2.4%増となった。増加率は徐々に加速してきてはいるものの、水準は依然として低い。2016 年通年では前年比 0.4%減となり、2009 年以來のマイナスとなった。10～12 月期について、内訳別では、機械投資が 5 四半期ぶりにプラスに転じた（前期比年率 3.1%増）ものの、構築物投資が 2 四半期ぶりでマイナスに戻った（同 5.0%減）。

設備投資の先行きを見通すと、先行指標となる非国防資本財受注（除・航空機）が 12 月に前月比 0.7%増となり、3 か月連続で増加した。ただし、トレンドをみると一進一退を脱して本格回復に向かうかどうかは予断を許さない。

これまで設備投資の足を引っ張ってきた鉱業関連の構築物投



資は、10～12月期に前期比年率24.5%増と8四半期ぶりにプラスに転じた。これと連動性の強い掘削リグの稼働数が足元でも増加を続けており、来年1～3月期の鉱業関連構築物投資はさらに加速することが見込まれる。また、新政権の政策では、規制緩和や法人税減税が実施されれば設備投資にはプラスとなる。しかし、こうした政策の効果が表れてくるまでには時間がかかる半面、金利上昇やドル高は既に進行しており、これらが先に投資意欲を冷やしてしまうことが考えられる。

以上を踏まえると、トランプ大統領の成長志向政策にもかかわらず、設備投資が直線的に増加ペースを加速していく可能性は限定的である。

住宅投資：潜在需要の顕在化を多数の要因が妨害

10～12月期の住宅投資は前期比年率10.2%増となり、3四半期ぶりにプラスに転じた。ただし、通年では、4～6月期、7～9月期の連続マイナスが響いて4.9%増にとどまった。足元12月の住宅着工件数も、前月比11.3%増の年率122.6万件と急増したものの、2016年を通してみれば、116.6万件、前年比4.9%増とやや停滞気味の1年となった。

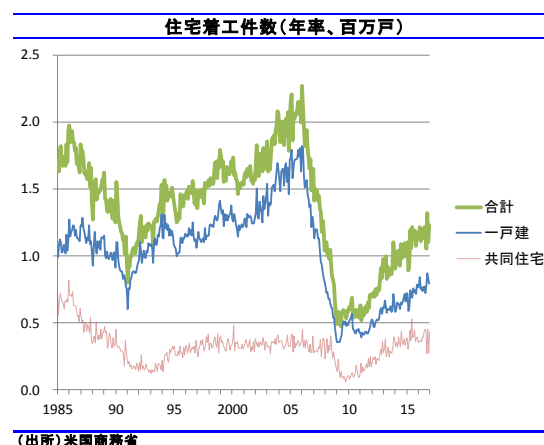
リーマンショックまで、着工件数は概ね150～200万件的範囲内で推移しており、110万件という現状は、米国の人口増・世帯形成ペースを考えると低すぎる水準といえる。そのため、家を建てたい/買いたいという潜在需要は歴史的な高水準にある。持家率(63.5%)は1965年以来の低さにあり、その分、賃貸需要が増えたが、こちらも賃貸空室率が1985年以来の低さ(6.8%)となっており、ほぼ満室状態である。

住宅建設、特に一戸建て持ち家住宅の建設回復の遅れには、複数の要因がある。第1に、所得・雇用環境が挙げられ、全体としては改善が進んでいるが、一次取得層の中心となる若年層が所得格差や雇用の不安定性に苦しんでいる。

第2に、学生ローン負担がある。大学の学費高騰と雇用の不安定さにより、在学中の学生ローンの返済が卒業後に押し掛かる。2016年9月時点の学生ローン残高は1.4兆ドルで、自動車ローン残高(1.1兆ドル)を上回り、なお前年比6～7%で増加を続けている。トランプも学生ローンの過重負担問題解決を公約に入れてはいるが、優先順位は低いとみられる。

第3に、金融機関の融資態度の問題である。融資態度は、優良債務者向けは緩和が続いているが、サブプライム向けは依然として緩和には至っていない。中小金融機関の中には、ドッド・フランク法の影響で商品規制や当局への対応負担が重いとの声もあり、トランプ政権がこれを撤廃/緩和することになれば、融資が積極化する可能性もある。

第4に、ゾーニングなどの住宅開発規制が供給を制約して大きな問題になっている。オバマ政権も規制緩和を目指したが、規制主体が連邦ではなく地方公共団体となるため、連邦レベルでの思惑通りには緩和が進んでいない。トランプ政権も緩和を推進しようとするものとみられるが、実現するかどうかは予断を許さない。



また、足元では金利が上昇してきており、今後の住宅投資に逆風となる。住宅ローン金利（固定 30 年）は、トランプ当選後すぐに上昇を開始、11 月 3 日時点では 3.54% だったものが、12 月 29 日には 4.32%、足元 2 月 2 日では 4.19% となっている。絶対水準としては依然歴史的な低水準ながら、底（2016 年 7 月の 3.4%）からは 0.8%Pt 上昇しており、これが借入負担増となる。

以上をふまえてみると、2017 年の住宅投資も、せいぜい、2016 年と同程度の伸び（住宅着工件数でみて 5% 程度）に留まる可能性が高いものとみられる。

外需：トランプ大統領の介入にもかかわらず赤字拡大へ

10～12 月期の外需については、輸出が前期比年率 4.3% 減、輸入は同 8.3% 増となった。

輸出は、月次の貿易統計をみても、10 月の実質輸出が前月比 3.0% 減、11 月も同 0.9% 減となり、急速に減少している。名目ベースでは、各々、2.6% 減と 0.8% 減。両月の減少は、9 月に輸出が急増した航空機や、7 月に急増した大豆の反動減によるところが大きい。加えて、今年 1 月から 4 月頃まで続いたドル高修正（＝ドル安）が、5 カ月程度のタイムラグの後に 6～9 月頃に輸出への追い風となっていたものとみられるが、その「風」も吹き終わり、今度は、トランプ当選以降のドル高の逆風が数か月後にやってくることになる。

11 月の実質輸入は、前月比 1.2% 増。輸入は、堅調な内需の拡大に合わせての増加が見込まれる。財の貿易赤字（名目ベース）は 2 カ月連続で増加し、11 月は 653 億ドルとなったが、今後もさらに拡大していく可能性が高い。

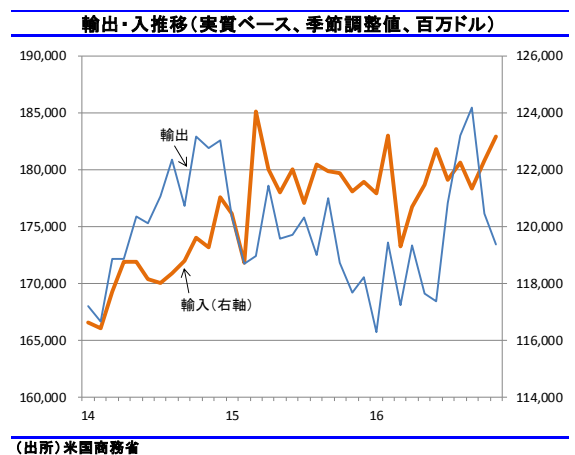
トランプ大統領は、SNS を駆使して工場の国外流出を防ごうとしているものの、個別の輸入ブロックで遮れる規模には限界がある。また、輸入品は国内産で代替できるものばかりではないため、米国内の消費等の需要を拡大させる一方で輸入を減らしたいのであれば、その分、国内の供給能力を拡大するしかない。それは一朝一夕に進むものではなく、輸入の拡大を止めることは難しい。

雇用情勢は賃金上昇ペースが一服

こうしてみると、トランプ大統領の公約を踏まえれば、投資についてはプラス要因・マイナス要因があり、外需は下押し圧力となる可能性が高いものの、成長の最大の牽引役である個人消費が、減税のみならず規制緩和をも追い風として、拡大ペースを加速していくことが考えられる。そうなれば、景気は過熱に向かい、雇用情勢は逼迫に向かう。

そこで足元の雇用情勢をみると、1 月の労働参加率は前月比 0.2%Pt 上昇して 62.9% となった。労働市場から退出していた人々が、足元で就労意思を取り戻して、市場へと回帰してきている。そうした要因もあって、1 月の雇用者数は前月比 22.7 万人増となり 2016 年の平均（18.7 万人増/月）から上振れすると同時に、失業率も前月比 0.1%Pt 上昇して 4.8% となった¹。

¹ 労働参加率および失業率と、ここで言及している雇用者数は元となる統計調査が異なるため、傾向としては整合的に推移するが、月ごとでみれば両者の数値は必ずしも一致した動きとはならない。



雇用市場は既に完全雇用状態に近づいているが、労働参加率が上昇すれば労働力が増えるために、労働市場の逼迫はその分緩むことになる。1月の民間時給上昇率は、前月比0.1%上昇（12月は同0.2%上昇）、前年同月比では2.5%上昇（12月は同2.8%上昇）と、やや鈍化した。

ただし、労働市場から退出した人々を今後もさらに労働市場へと引き戻し続けることは容易ではない。実際、ほぼ1年前の2016年2月時点も労働参加率は62.9%であり、今年1月と同水準である。足元の参加率上昇は昨年秋に低下した分を戻したに過ぎない。世代別で昨年2月と今年1月とを比較すると、20～44歳では上昇がみられる一方で、人口高齢化による離職増の影響が直接出る高齢層（55歳～）のみならず、若年層（16～19歳）、中高年層（45～54歳）もわずかに低下している。労働参加率の回復が止まれば、労働市場の逼迫度合いが加速、賃金上昇もまた再加速してインフレ懸念が高まることを見込まれる。

さらには、トランプ氏当選以降、市場は政策実現に遥かに先んじてインフレ加速や財政赤字拡大を織り込んできており、その結果、長期金利が上昇、FRBとしてもこれ以上は利上げで後手に回りたくはない状況にある。実際、イエレン議長は1月の講演において、利上げを待ちすぎるもののリスクに言及しつつ、年前半の再利上げを示唆する発言を行っている。

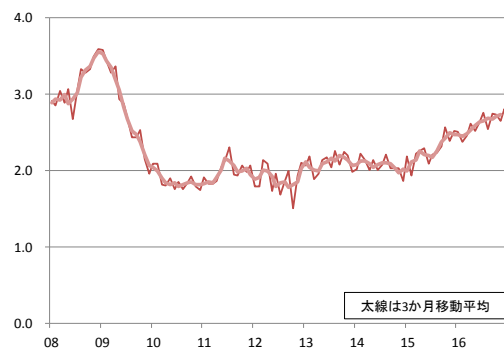
足元ではまだ、インフレは抑制されている。直近12月の個人消費デフレーターは前年同月比1.6%、コア指数は同1.7%の上昇にとどまる（FRBの目標は2.0%）。また、1月31日～2月1日にかけて開催されたFOMCでは、景況感の改善への言及にとどまり、次回3月FOMCでの利上げを示唆する文言が盛り込まれなかったため、市場はやや肩透かしをくった形である。

こうしたFOMCや雇用統計の結果を受けて、FF金利先物相場で示される市場の利上げ見通しでは、3月利上げの確率が20.3%（1/31時点、FOMC前）から13.3%（2/3時点、雇用統計発表後）へと低下した。しかし、12月末時点で利上げが3回以上とする確率は、34.4%（1/31時点）から38.0%（2/3時点）へと逆に上昇した。市場は、堅調な景気の基調とトランプの掲げる景気刺激策を踏まえて、もし早期利上げしない場合には、先々、早期利上げをした場合よりもさらに利上げペースを加速して帳尻を合わせる必要があると考えている。12月FOMCでのメンバーの利上げ見通しの通り、トランプ政権の経済運営を睨みつつ、年3回程度の利上げを意識した展開が続くものとみられる。

中長期的課題への政策にも注目

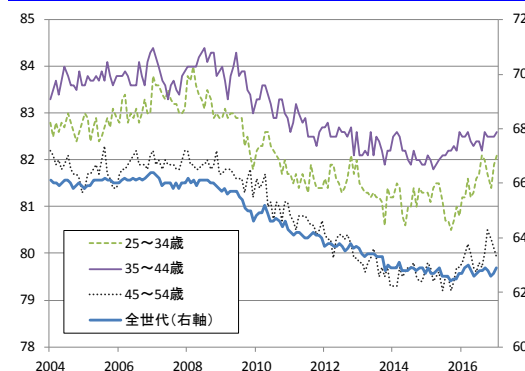
なお、2016年通年では、実質GDP成長率は前年比1.6%増となった。2014年（2.4%増）、2015年（2.6%増）から大きく減速した。内訳をみると、消費が2015年（3.2%増）との比較ではやや弱かったものの概ね堅調（2.7%増）であったのに対して、設備投資が減少となり（0.4%減）、また、在庫投資減（GDPを0.37%Pt引き下げ）、外需（GDPを0.12%Pt引き下げ）が共にマイナスに寄与した。

民間部門時給の推移(前年同月比、%)



(出所)米労働省

労働参加率の推移(%)



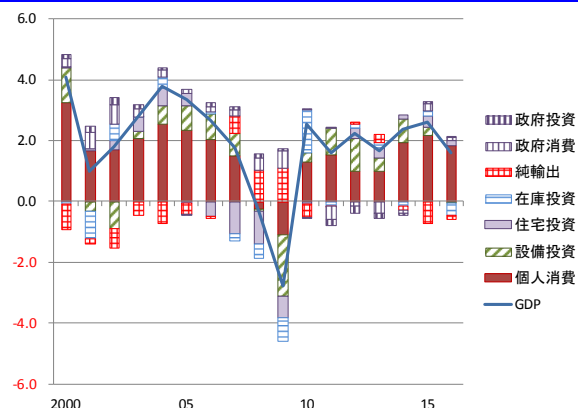
(出所)米労働省

米国経済は、リーマンショック前までは平均すると約3%のペースで成長してきたが、リーマンショック後はこれが約2%に低下した。ただし、2003~2006年頃の高成長はサブプライムローンなどを駆使しての不動産バブルによる嵩上げであり、これを除けば、ITによる生産性向上の効果が消えた2001年のITバブル崩壊以降は、米国の実際の潜在成長率は2%程度になっていたとも考えられる。

潜在成長率引き上げのためには、労働投入量増加と労働生産性向上を進めていくことが必要となる。しかし、トランプ大統領が掲げる公約は、両刃の剣と言うべきものとなっている。具体的には、労働投入量に関しては、国内雇用対策強化はプラスになるが、移民規制強化はマイナスとなる。また、労働生産性向上については、インフラ投資強化や、法人減税等による設備投資支援はプラスに働くが、減税などによる景気上振れを先取りした金利上昇やドル高は設備投資を抑制する方向に働くため、生産性向上にはマイナスとなる。

新政権の政策効果については短期的な数字に目が行きがちではあるが、中長期的にみて米国の潜在成長率を高める方向で進んでいくかどうかについてもまた、注目していく必要がある。

実質GDP成長率(前年比、%)



(出所)米国商務省