

米国経済 UPDATE：堅調な景気下での減税施行に、パウエル FRB は対応できるか

12月12～13日に開催された FOMC では、政策金利が 0.25%Pt 引き上げられ、今年の利上げ回数は 3 回となった。足元の景気状況はほぼ全ての需要項目が堅調に拡大しており、そこへ 2018 年は減税が施行されることになるため、景気は上振れしてインフレ懸念が生じることが想定される。来年には投票メンバーがタカ派色を強める FOMC では、年 4 回ペースへの利上げ加速を図ることも想定されるが、新生パウエル FRB がトランプ政権にもうまく対処して金融政策運営を進められるかが、来年の米国経済の鍵となってこよう。

新生 FOMC に内憂外患の恐れ

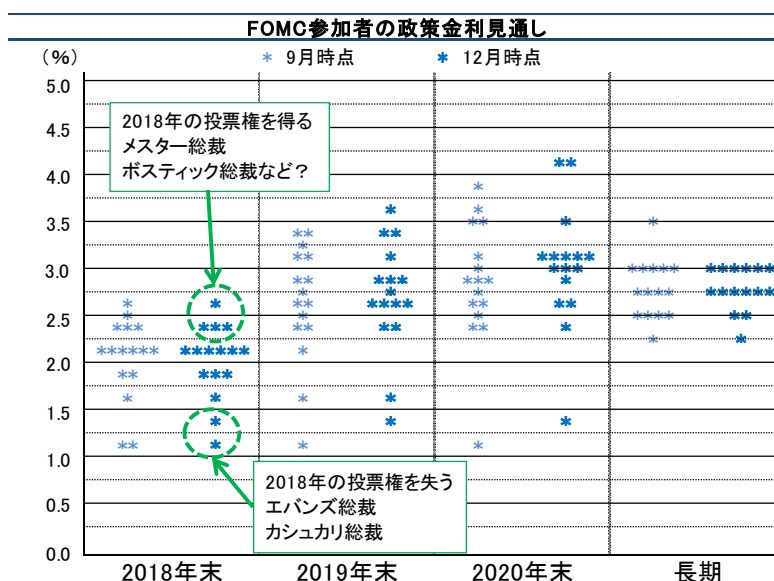
12月12～13日に開催された FOMC では、6月以来、今年3度目となる利上げ（0.25%Pt）を実施、政策金利の誘導目標水準は 1.25～1.50% となった。利上げ自体は市場でも完全に織り込み済みであり、声明文の内容もこれまでの流れに沿って、経済や労働市場の順調な回復を確認して緩やかな利上げを見通すものであり、サプライズはなかった。

焦点となるのは、今後の利上げ見通しをどう読み取るかとなる。今回の FOMC において公表されたメンバーの利上げ見通し（ドット・チャート）（右図）をみると、各予測期間において、前回の見通しからの大幅な変更はなかった。2018 年に関しては、9月時点の予測と同様に 2.125% が中央値となっており、現行の 1.25～1.50% のレンジから考えると来年中に 3 回の利上げが見込まれることになる。

しかし、先月の Economic Monitor でも触れたように、FOMC のメンバーは来年大きく変わるため、このドット・チャートの位置づけも、いわば「前体制の置き土産」的な意味

合いしか持たなくなる可能性がある。具体的には、そもそも理事 2 ポストが空席となっているところに、今年 10 月にはフィッシャー副議長が退任。さらにイエレン議長も 2 月に降板するとともに理事職も辞任。加えてダドリー NY 連銀総裁も来年半ばで任期を繰り上げて退任することを表明している。

これらのポストについては、トランプ大統領が、空席の理事ポストのうちの 1 つに、タカ派と見られているカーネギー・メロン大学教授のマービン・グッドフレンド氏を指名した。それ以外については、フィッシャー副議長の後任候補として何人かが下馬評としては上がっているものの、後任は決まっていない。



(出所) FRB

(注) 吹き出しのコメントは伊藤忠経済研究所による予想。

他方、2018年になるとFOMC内での投票権の交代も生じるが、こちらについては後任が決まっている。地区連銀（NY連銀を除く）総裁の場合、FOMCでの投票権は年ごとに輪番で付与されることになっており、2018年からは、投票権を持つ連銀総裁が、ミネアポリス、シカゴ、ダラス、フィラデルフィアから、アトランタ、サンフランシスコ、クリーブランド、リッチモンドに替わる。

2017年までのメンバーは、12月のFOMCで利上げに反対票を投じたシカゴ連銀のエバンズ総裁やミネアポリス連銀のカシュカリ総裁をはじめ、ハト派が多い。これに対して、来年のメンバーの傾向をみるとクリーブランド連銀のメスター総裁やアトランタ連銀のボスティック総裁などタカ派寄りの考えと思われるメンバーが投票権を得ることになる。

上に示したドット・チャートでは、16名のFOMCメンバーのうち4名が、2018年に4回以上の利上げを予想している。これを右のメンバー表と合わせてみれば、この4名のうちに、来年投票権を持つ連銀総裁が複数含まれることはほぼ確実であり、FOMCのメンバー構成上、今年以上に利上げ選好が強まる可能性が指摘できる。

FOMCの投票権と金融政策スタンス					
		2017年	2018年	2019年	スタンス
セントルイス連銀	ブラード			○	ハト
ミネアポリス連銀	カシュカリ	○			ハト
シカゴ連銀	エバンズ	○		○	ハト寄り
理事	ブレイナード	○	○	○	ハト寄り
議長	イエレン	○			中立
理事	パウエル	○	○	○	中立
理事(銀行監督担当副議長)	クオールズ	○	○	○	中立
ニューヨーク連銀	ダドリー	○	○	辞任	中立
ダラス連銀	カプラン	○			中立
ボストン連銀	ローゼングレン			○	タカ寄り
フィラデルフィア連銀	ハーカー	○			タカ寄り
アトランタ連銀	ボスティック		○		タカ寄り
サンフランシスコ連銀	ウィリアムズ		○		タカ寄り
クリーブランド連銀	メスター		○		タカ
カンザスシティ連銀	ジョージ			○	タカ
理事	グッドフレンド	○	○	○	タカ
リッチモンド連銀	バーキン		○		?
副議長	空席	○	○	○	?
理事	空席	○	○	○	?

(出所)各種報道資料より伊藤忠経済研究所作成

(注)イエレン議長は任期の2018年2月3日で理事も辞任、ダドリー副議長は2018年中の辞任を表明済み、グッドフレンドは上院承認前、バーキンは来年1月から就任

こうしたFOMCの新体制を率いるパウエル次期総裁は、これまで、イエレン路線を支持してきており、総裁指名後の公聴会（11月28日）などにおいても、「緩やかな利上げ軌道の継続が、景気回復を持続させるうえで最善の方策」と発言している。後述するように税制改正法案が成立し、来年は景気が上振れしてインフレ懸念が高まることが予想されるため、その場合には、今年（3回）以上、4回程度の利上げも、中立・ハト派寄りのイエレンーパウエル路線に沿ったものとなり、FOMC全会一致で決定されることも十分考えられる。

むしろ、新FOMCのタカ派メンバーは、年3回（あるいは4回）では利上げが足りないと主張して、パウエルを筆頭とする中立・ハト派との間で意見が対立、パウエルが少数派となるリスクもある。これに対して政権側からは、せつかく成長率加速（トランプ政権の当初の成長率目標は3～4%）が実現できそうなところに水を差して欲しくないとして、利上げ加速を牽制しようとする圧力がかかることも想定される。まさに内憂外患となる恐れのある環境下で、新生のパウエルFRBが、市場を混乱させずに安定した金融政策運営を継続できるのかが注目される。

景気状況は足元ほぼ全ての需要項目が堅調に拡大

以下、足元の米国の景気状況を概観しておく、FOMC声明文にも記述されているように、経済は堅調に拡大を続けている。個人消費は、小売売上高の伸びが加速している。振れの大きいガソリンスタンドを除外した小売・外食売上高をみると、ハリケーンで被災した自動車などの買い替え需要から9月に一時的に大きく上振れして前月比1.7%増となった後も、10月が同0.6%増、11月も同0.6%増とハイペースでの

伸びが続いている。11月については、自動車ディーラーが同0.2%減と息切れしたもの、家電（同2.1%増）を筆頭に、家具、建材、ゲーム・スポーツ用品など総じて好調。特に、ネットなどの無店舗販売が、小売のネットシフトの強い潮流を反映して、同2.5%増と大きく伸びている。年末商戦の滑り出し時期（11/1～27）のネット販売は、前年同期比16.8%増の500億ドルに達した（Adobe 取り纏め）。

背景には、堅調な雇用所得状況の持続、株価上昇や、これらを要因とする消費者マインドの高止まりなどが挙げられる。ただし、実質個人消費の増加率が、実質可処分所得の増加率を上回る傾向が続くなど、所得対比ではやや過熱感も出てきている。

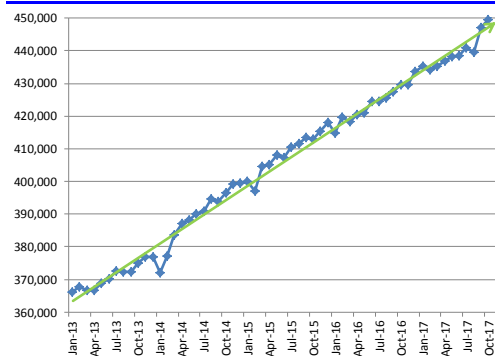
ハイペースな消費の伸びが持続的かどうかは、雇用所得状況もまた「堅調」から「加速」にシフトチェンジできるか否かにかかってくる。余剰労働力が枯渇しつつある現状を踏まえれば、足元でようやく改善傾向がみえてきた労働生産性上昇率がさらに加速して、インフレなき賃金上昇が実現していくことが必要となる。

住宅投資については、直近11月の住宅着工件数が前月比3.3%増の年率129.7万件と昨年10月以来となる高水準を回復した。内訳でみると特に一戸建てが同5.3%増の年率93.0万件となり、2007年9月以来の90万件超えとなった。住宅投資を下押しする要因（一次取得層の所得格差や学生ローン負担、金融機関の厳しい融資態度、人手不足、ゾーニング規制等）には、一戸建て（主に持家）需要の顕在化を制限するものが多く、その結果として、過去の実績との比較でみても、共同住宅（主に賃貸）は既にリーマンショック前の水準を回復しているのに対して、一戸建ての回復が遅れている。トランプ政権となっても上記要因を政策的に解消する動きは進んでいないが、景気拡大の長期化とそれに伴う雇用所得の持続的改善、それに加えて、政策金利引き上げが住宅ローンの長期金利に波及してこない状況が、緩やかにではあるが一戸建て着工件数を押し上げてきている。

設備投資については、先行指標となる資本財コア受注の前月比が、単月の振れを均して3カ月移動平均でみると12カ月連続増を記録するなど、順調に推移している。また、設備投資の原資となる企業収益状況は、四半期ごとの振れを均して3四半期移動平均でみると5四半期連続しての前期比増（名目GDPベース）であり、特に足元7～9月期は前期比年率18.4%の大幅増となった。ISM企業活動指数も高水準を維持しており、設備投資増加ペースの維持・加速に向けて、環境は良好といえる。

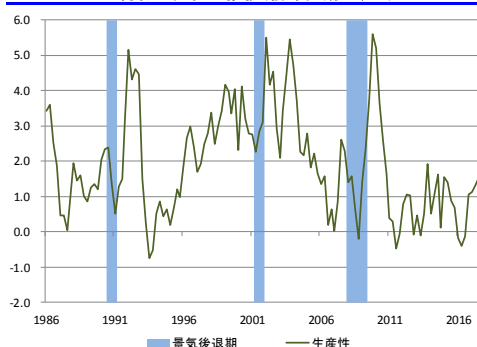
ただし、設備投資循環をみると、2014～15年は期待成長率が3%と見られるレベルまで投資（とその結果の資本蓄積）が進んでいたが、2016年には減少局面入りしつつあることが分かる。2016年の設備投資

小売・外食売上高（ガソリンスタンドを除く。季節調整値）（百万ドル）



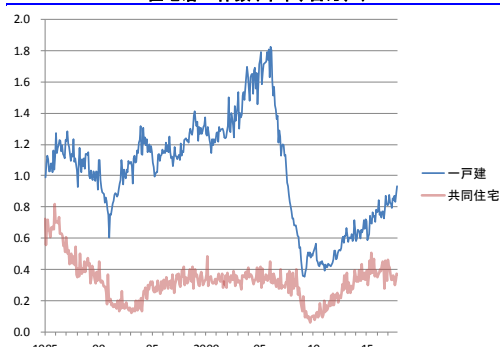
（出所）米商務省

労働生産性の推移（前年同期比、%）



（出所）米労働省

住宅着工件数（年率、百万戸）



（出所）米商務省

減少は油価の影響でシェール関連投資が急減したことが主因であり、シェール関連なかりせば、2015、16年とも上方修正され、2016年はプラスと推計される。2017年も、設備投資は4~5%の増加が見込まれる。それでも、この時点から再び設備投資の増加局面（図の右上に向かい新たな循環を描く）へと移行するためには、企業が米国経済の期待成長率を引き上げて一層の設備拡大を決断するまでの経済構造改善を、トランプ政権が実現する必要がある。

トランプ政権が、減税、規制緩和、インフラ強化で目指しているのはまさにその経済構造改善である。実際、今回の税制改正でも、法人税減税や、国際税制改正による国内資金還流促進は、国内設備投資を促進する効果があり、期待成長率引き上げにも資する方向の施策ではある。しかし、トランプ政権の政策パッケージのうち大きく進展しているのは減税のみであり、減税だけでは期待成長率を引き上げるには決して十分ではない。そして、現状の期待成長率（=2%程度の潜在成長率）は、今回の減税によるキャッシュフロー増をすべて投資に振り向けるには低すぎ、結局はその相当部分が株主還元や債務返済に回されることが想定される。結果として、減税の現実的な影響力ということでは、そもそも足元で良好な設備投資環境の下で、設備投資循環の増加フェーズの延命が期待できるところに、さらに投資促進減税が実施され、投資の勢いは増すものの、あくまで「延命」の域を出ないということになる。

外需に関しても、世界経済の回復、為替レートが今年9月までドル安に向かっていたことなどを背景に、輸出はこれまで増加トレンドを維持してきた。近年のスロートレード、即ち、世界的に鈍化していた貿易の伸びが、最近になって回復してきたと言われるが、米国においても、同様に回復がみられる。2016年には輸出（実質GDPベース）が前年比マイナスとなるなど、ここ数年は、GDPの伸びを下回ってきたものが、足元では、伸び率の水準は、リーマンショック前と比べるとまだ低いとはいえ、それでもGDPの伸びを上回るようになってきた。

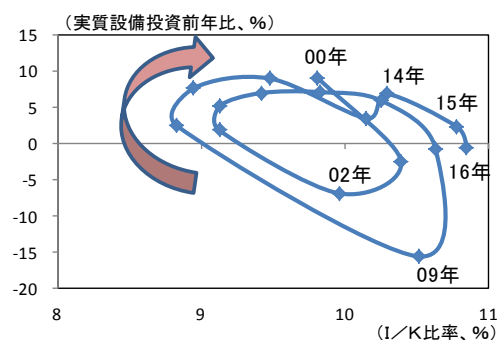
今後についても、世界経済の回復は継続が見込まれるが、為替については足元でドル安が止まり、上述のとおり、来年に利上げが加速する可能性が増してきていることから、ドル高が進み輸出に逆風となることも考えられる。他方輸入は、減税により景気が上振れすれば、これに合わせて増加ペースを加速させることが見込まれる。結果として、トランプの保護主義政策にもかかわらず、貿易収支赤字が拡大、外需（輸出－輸入）のGDPへの寄与もマイナス幅が拡大していくことが考えられる。

NAFTA 再交渉の大詰め、米韓 FTA 見直し、さらには秋の中間選挙と続いて、保護主義ドライブがかかりやすい環境となることを考慮すると、2018年は、米国の通商外交がさらに波乱含みの展開となろう。

潜在的失業者減らず、賃金上昇率も加速せず

経済拡大に伴い、雇用もまた拡大を続けている。直近11月の雇用統計は、9~10月に見られたハリケーンの影響もなくなった「通常モード」ではあったが、非農業部門雇用者数が前月比22.8万人増とトレ

米国の設備投資循環



(出所) BEA, CEICより、伊藤忠経済研究所にて作成

輸出・入推移(実質ベース、季節調整値、百万ドル)



(出所) 米商務省

ンドを上回る増加をみせた。ただし、失業率は4.1%と前月比横這い。FOMCにおける失業率の長期見通しは4.6%（メンバーの中央値）であり、それを0.5%Pt下回る現状は、労働市場内では完全雇用状態を既に超えており、賃金上昇率の加速が見込まれる水準にあるといえる。

ただし、賃金（民間時給）上昇率はハリケーン前に垣間見られた加速の兆しを失い、11月は前月比0.2%上昇と、加速前の水準に逆戻りしている。労働参加率も、11月は前月比横這いの62.7%と過去最低水準近くに止まる。高齢化や就学率の影響を受けずに潜在的失業者の状況をより明確に示す勤労世代の労働参加率をみても、回復は一進一退で進まず、賃金上昇率の加速を阻んでいる。

賃金上昇圧力が鈍化する中、物価の上昇ペースも引き続き抑制されている。個人消費デフレーター（PCE）コア指数は、前月比ベースで7月から10月にかけて加速（前月比年率1.2%⇒2.5%）してきたものの、11月は大きく減速（同0.9%）している。また、消費者物価コア指数も概ね同様の動きをしており、コア指数上昇の主因が家賃であることから、物価上昇圧力は依然として強くは無いといえる。

減税の影響で利上げ加速にトランプは満足するか

このように2017年の米国経済は、緩やかかつ堅調な成長の持続と、それに対応した緩やかな利上げの継続と総括できるが、税制改正法案の成立によって、2018年は経済成長が上振れして、その分、景気過熱懸念が生じることが予想される。

議会両院税制合同委員会（JCT）の推計から、具体的に税制改正によって生じる効果をみると、個人関連の税制改正により2018年度に753億ドル、2019年度が最大で1,888億ドル、法人関連の税制改正により2018年度に1,293億ドル、2019年度がこちらも最大で1,338億ドルの減税が実施されることになる。これらを暦年ベースに修正して経済への影響を概算すると、2年間にわたり、個人消費を0.4~0.8%Pt程度押し上げることが考えられる。設備投資については、上述の通り、減税分がそのまま投資増には使われないためにやや効果を削がれるが、それでも2~3%Pt程度は、押し上げることが考えられる。他方、成長加速に伴う賃金上昇率、インフレ率上昇の加速に伴い、利上げペースもまた加速することが予想され、住宅投資や（ドル高を通じて）輸出を抑制することが想定される。

以上の各要因を纏めれば、一連の税制改正に伴い、2018年のGDPは0.3%Pt程度押し上げられ、政策金利引き上げ回数は4回を伺う状況となることが想定される。しかし、新FOMCのタカ派メンバーからは、一層の利上げ加速要求が出てくるとも見込まれ、他方において、3%成長実現を唱えるトランプ大統領としては、0.3%Pt程度の押し上げ効果でFRBが利上げ加速を志向すれば、これに対して不満を示すことも想像できる。本稿の冒頭に示したように、このような政治経済環境の変化を、新生パウエルFRBがうまく乗り切ることが出来るのかが、2018年の米国経済を占う上で鍵となってこよう。

