

## 米国経済 UPDATE：順調な経済、不穏な通商・政治情勢

2018年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率2.3%増となった。前期(2.9%増)から減速してはいるが、前期に強すぎた消費が反動で鈍化したことが主因であり、また、減速したとはいえ潜在成長率を依然上回っており、経済失速の懸念は小さい。賃金の伸びが抑制され、物価が緩やかに上昇する中で、FRBはインフレ圧力が強くなることに自信を持ち始めた。今後は、トランプ政権の通商・外交政策や、中間選挙を控えての政治的な不透明さが、経済および金融政策に及ぼす影響が注目される。

### 消費の特殊要因剥落により1～3月期GDPは鈍化

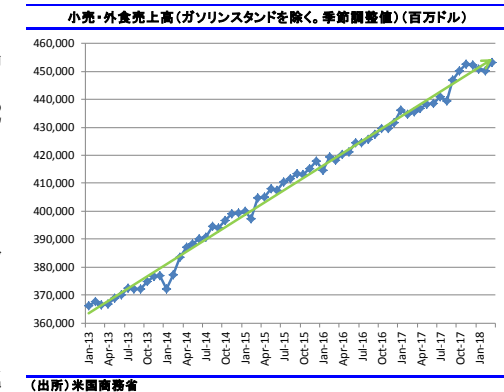
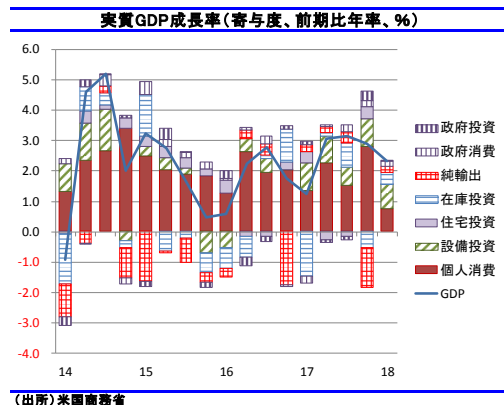
2018年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率2.3%増となった。2.9%増であった前期に比べると伸び率が鈍化した。これは個人消費の特殊要因剥落が影響しており、実態はヘッドラインほど悪化していない。引き続き潜在成長率を上回った高い成長が持続していることができる。

まずは個人消費(実質GDPベース)からみると、2018年1～3月期の個人消費は前期比年率1.1%増と、前期(同4.0%増)から伸び率が大幅に鈍化した。内訳では、財消費が同1.1%減と2011年4～6月期以来のマイナスに転じた。家具・家庭用品の伸び率が鈍化したことに加え、自動車関連が同15.1%減と大幅に減少したことが影響した。ただし、前期はハリケーンの復興需要が生じており、2018年1～3月期の鈍化はこの一時的要因の剥落によるものである。サービス消費は同2.1%増と前期(同2.3%増)と同程度の伸びであることから、個人消費は安定的に成長していると判断できよう。

足元の個人消費の動きを小売り統計からみると、振れの大きいガソリンスタンドを除外した小売・外食売上高は、直近3月に前月比0.6%増となった。9～11月の3か月で合計3.0%増と大きく伸びた反動で、12～2月は合計▲0.5%の減少と停滞していたが、3月はプラスに転じて、近年の増加トレンドに戻った。後述するように、雇用・所得は着実に伸びており、これを背景に消費者マインドは高止まりを続けるなど、消費をめぐるファンダメンタルズは引き続き良好である。

小売売上高を品目別にみると、3月は自動車・同部品販売店が前月比2.0%と大きく伸びて全体を牽引した。ガソリンスタンドと自動車・同部品販売店を除くと、小売・外食売上高は同0.3%増と増加率はやや低下する。

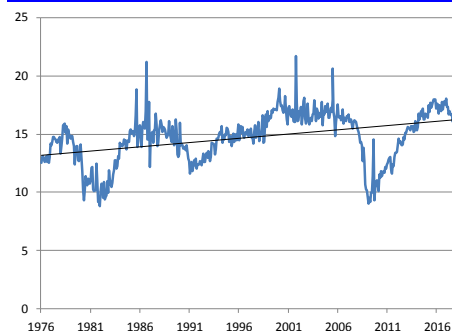
ただし、新車販売台数は、ハリケーン被害による特需のようなイレギュラーな要因を除くと、2014年頃から年率1,700～1,800万台の範囲内で横這いとなってきている。近年、販売奨励金の積み増しやローンの低金利を武器に、自動車ディーラーは販売台数を伸ばしてきたが、2016年には免許保有者一人当たりの



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、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

自動車保有台数が過去最高を記録するなど、飽和状態となっており、新規需要は限られる。また、過去からの販売台数のトレンドと比較してみても、現状（1,700万台強）は100万台程度上振れした状態にある。既に、リーマン・ショック以降の買い控え分は、危機の発端から約10年が経過して解消されており、品質向上に伴い自動車の寿命も長くなる中で、上振れの正当化は難しい。足元でも、3月の新車販売台数は前月比2.4%増えて1,737万台となったが、4月には同1.7%減の1,707万台となるなど、一進一退となっている。

新車販売台数の推移(乗用車とライトトラック。季節調整値)(年率、百万台)



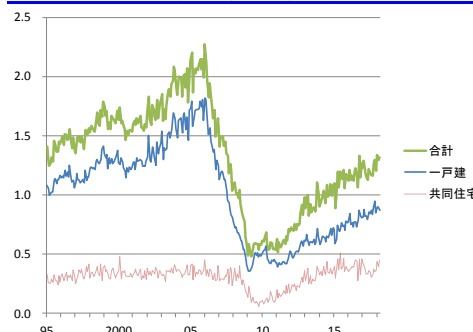
(出所)米国商務省

今後、自動車需要が頭打ちになったとしても、所得・雇用環境が良好であれば、家計は別の用途に支出を振り向けることが考えられる。その主要な行く先の1つに、消費ではなく、現状、潜在需要の顕在化が抑制されている住宅が想定される。

## 住宅市場は足元で賃貸が回復

住宅投資（実質GDPベース）については、2018年1～3月期は前期比年率0.0%増（横ばい）となった。足元の住宅投資の状況を住宅着工件数からみると、直近の3月は、前月比1.9%増加して年率131.9万件となった。1～3月平均では131.8万件で、前期比年率2割増となった。着工件数は住宅投資の先行指標であり、先行き投資増が見込まれる。それでも、2017年時点での潜在需要135万件（当研究所試算<sup>1</sup>）に対して、同年の実績は120.3万件であり、潜在需要以下にとどまる。潜在需要は2020年代前半には150万件程度へと増加していく見通しであり、住宅投資の「のびしろ」は十分にあり、問題は需要顕在化を抑制する諸要因への対応となる。

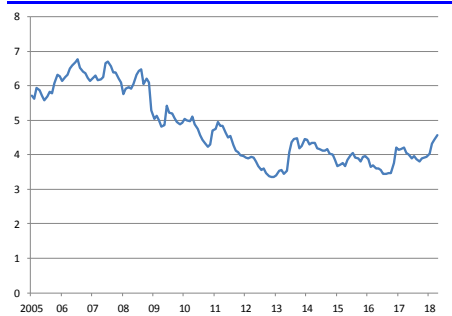
住宅着工件数(年率、百万戸)



(出所)米国商務省

トランプ政権にとって住宅関連政策の優先度は低く、大きな前進はない。抑制要因には、ゾーニング規制や労働需給逼迫など住宅建設全体に及ぶものもあるが、学生ローン返済負担、低信用力の個人に対する住宅ローン融資スタンスの厳しさ、所得格差（低所得）など、住宅一次取得の中心となる若年層の持家購入に関するものが目立つ。そのため、持家中心の戸建てでは、緩やかな回復は続くものの、水準は依然として低い。足元では住宅ローン金利上昇の加速など追加的な逆風もあり、今後の着工加速はなかなか見込めない。

30年固定住宅ローン金利(%)



(出所)FRB

他方、賃貸中心の共同住宅の着工件数は、2013年にはリーマン・ショック前の水準を回復している。昨年後半には一旦、件数が減少していたものの、ここ数か月は再び増加してきている（1～3月期は前期比18.4%増）。賃貸空室率も昨年10～12月期には1年ぶりに6.9%まで低下した。新車購入と単純に代替されるものではないが、所得・雇用環境の持続的改善により資金に若干の余裕が出来た若年層にとり、車の次は新居、あるいは車ではなく新居をという選択肢は、十分に想定される

<sup>1</sup> 住宅着工件数の潜在需要は、過去のデータから、世帯増加数、既存住宅空室率等の潜在値を各々推計して、これらの数値を基に、必要とされる住宅ストックの増加分として算出。

ものであろう。その際に、持家一戸建て購入までは手が届かずに、持家需要の顕在化が伸び悩めば悩むほど、その受け皿として賃貸共同住宅の存在感が高まる。今後、賃貸共同住宅は、短期間でみれば建築戸数の上下動はあろうが、均せば高水準な供給が続くことが見込まれる。

### 減税からの資金が設備投資へ

設備投資（実質 GDP ベース）については、2018 年 1～3 月期には前期比年率 6.1% 増と堅調な伸びが続いた。年初からの法人税減税を追い風にして、引き続き情報関連投資をはじめ機械投資が全体を牽引するとともに、油価の上昇に伴ってシェール関連投資も増加傾向にある。足元では、先行指標となる資本財コア受注が、直近 4 か月中（12～3 月）で 3 か月が前月比マイナスとなるなど小休止の状態とみられるが、減税効果が 1 四半期だけで終了するとは考えにくい。

減税の影響について、デロイトが 2 月に北米大手企業 155 社の CFO を対象に行ったアンケートでは、米国内への投資を増やすとする回答が 46% を占め、賃上げ（38%）、配当増加（31%）、国内雇用増（31%）を上回った。また、海外留保利益の国内還流を加速させた場合には、資金使途として、コアビジネスへの投資（93%）、国内新ビジネスへの投資（82%）、R&D 投資（77%）が上位を占め、賃上げ（44%）、配当に充当（39%）などを大きく上回った。減税分すべてが設備投資に回るわけではないが、確実に投資を後押ししているとみるべきであろう。

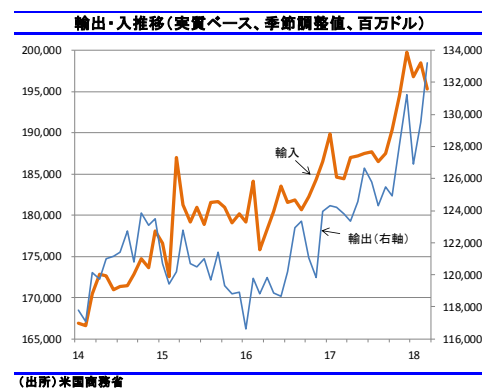
中東の情勢不安定化などにより油価が上昇してきていることも、「大産油国」となった米国には追い風となる。鉱業関連構築物投資と同傾向の動きを示す掘削リグ稼働数は増加基調を続けており、4 月 6 日の週には、2015 年 4 月以来 3 年ぶりに 1,000 基の大台を回復（原油とガスの合計）。その後も増加を続けている。これらのシェール関連投資も、引き続き設備投資増に貢献することが見込まれる。

### 1～3 月期は輸入が一時的に停滞

外需については、輸出（実質 GDP ベース）は 2018 年 1～3 月期には前期比年率 4.8% 増と前期（同 7.0% 増）からやや鈍化した。輸出の内訳ではサービス輸出がプラスに転じたものの、財輸出の伸び率が鈍化したことが影響した。貿易統計（名目ベース）で見ると、工業用原料や資本財の鈍化が要因となっている。月ごとの動きをみると（実質ベース）、昨年後半に急激に増加した反動で 1 月はマイナスとなったが、減少は 1 か月のみですぐにプラスに転じて、2～3 月と 2 か月連続して 2% 以上の大幅な増加となっている。

他方、2018 年 1～3 月期の輸入（実質 GDP ベース）は同 2.6% 増と前期（同 14.1% 増）から大幅に伸び率が鈍化した。月ごとの動きをみても、1、3 月がマイナスとなっており、内需（個人消費）の減速を反映して停滞気味となっている。

これらの結果として、輸出の伸びが輸入の伸びを上回ったことから、純輸出の実質 GDP 成長率への寄与度は同 +0.2%Pt となった。ただし、4～6 月期以降、内需が回復すれば輸入もまた拡大ペースを加速させ、純輸出の GDP への寄与は再びマイナスとなることが見込まれる。



## 賃金抑制とインフレ圧力の緩やかな高まり

雇用情勢も好調が続く。4月の非農業部門雇用者数は前月比16.4万人増、1～4月平均では20.0万人増/月とハイペースでの雇用増が続いている。その結果、失業率は前月比0.2%Pt低下して3.9%となり、2000年12月以来の水準まで低下した。

他方、4月の民間時給上昇率は前月比0.15%上昇と、3月の同0.22%上昇から鈍化した。堅調な景気状況、逼迫した労働需給にもかかわらず、賃金上昇の加速はいまだ見られない。

失業率は既に十分に低下しているため、雇用者増のソースは失業者以外、つまり、①新卒者・移民、②就業意思を失い労働市場から離脱していた状況からの復帰者へとシフトしていくことになる。このうち①については10万人/月程度とみられ、これを上回る雇用者増は、②を主なソースとすることになる。②のソース（合計150万人程度）が尽きてくれば、労働需給の逼迫は一気に緊迫度を増して、賃金上昇圧力が加速することが見込まれる。

だが、それはもう少し先のことになる。16歳以上の人口に占める就業意思を持つ人の割合を示す労働参加率は2か月連続で低下（63.0%→62.9%→62.8%）しており、労働市場外に滞留する勤労世代人員も2か月連続で増加した。労働市場外の余剰労働力の存在は、賃金上昇の加速を抑制する一因になっているものと見られる。

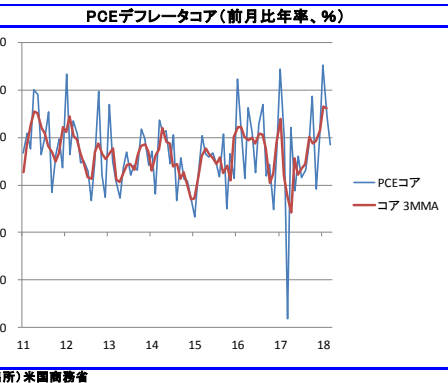
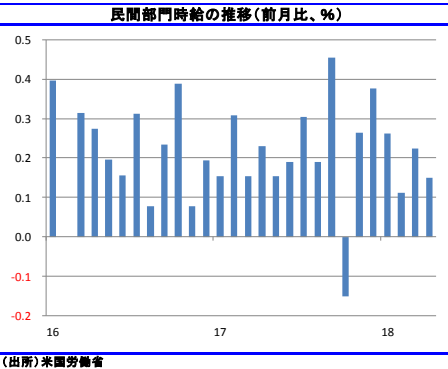
こうした賃金インフレの抑制もあり、潜在成長率超えの経済拡大が4四半期連続するに及んでも、物価の上昇ペースは急加速せず、緩やかな上昇にとどまっている。ただし、それでも3月のPCE（個人消費）デフレーターは前年同月比2.0%上昇して、FRBが金融政策の目標とする2%に到達したことが注目された（2月は1.7%上昇）。燃料などの一時的な上下動を排除したコアの前月比をみると、足元の物価上昇圧力増加はより明らかになる（右図）。このほか、企業景況感調査でも納入価格指数が上昇している。

また、4月のCPI（消費者物価指数）は前年同月比2.5%上昇して3月（同2.4%上昇）から加速した。中身を見ると、エネルギー価格上昇の影響が大きいものの、食料・エネルギーを除いたコアCPIは同2.1%上昇と2か月連続で2%を上回る伸びとなった。物価指数の個々の上昇項目をみると未だ広がりには欠けるが、それでも全体での上げ幅は徐々に切り上がっており、インフレ圧力は緩やかに高まってきている。

## 通商・外交や政治の不透明感がリスク

5月に開かれたFOMCでは事前の予想通り利上げはなく、金融政策に変更はなかったが、足元のインフレ率やインフレ期待の表現が上方修正されるなど、FOMC参加者はインフレ圧力が強くなることに自信を持ち始めたようすが窺える。

市場の長期金利も足元上昇が続いており、市場における6月の政策金利利上げ見通しの確率は100%になっている（5月10日現在）。年内の利上げ合計も、3月時点では市場はFOMC見通しよりもハト派であっ





だが、現在は、3月のFOMCメンバー見通しとほぼ同じ（合計0.75%Ptが43.0%、1.00%Ptが40.9%）にまで追い付いている。

ただし、委員会の目指す中期のインフレ目標について、今回初めて「対称的（symmetric）な2%」と表現された。この「対称的」という表現については、既に、ダドリー ニューヨーク連銀総裁が1月の講演で披露するなど、FRBとしては新しいものではなく、FOMC参加者のスタンスが変わったことを示すわけではない。とはいえ、今回改めて声明文にもこれを掲載したことは、単なる講演での発言とは重みが違い、FRBが「2%」という数字にこだわりすぎず、基調として、2%程度のレンジを超えてくるかどうかを重視する態度を明確にしたといえる。勇み足しがちな市場が足元での「2%」に過度に反応して先走り、FRBとのコミュニケーション・ギャップが生じることはないように、との意図も感じられる。

なお、4月に入り、トランプ大統領が、空席であったFRB副議長ポスト、FRB理事ポストの後任を相次ぎ指名した。副議長ポストにはコロンビア大学教授兼資産運用会社幹部のリチャード・クラリダ氏が指名された。パウエル議長は本来は法律の専門家であり経済学の博士号を持たないことから、副議長には経済や金融政策の専門家が望まれていた。パウエル議長をサポートするうえで、副議長ポストへのクラリダ氏指名は適任とみられる。一部報道によればクラリダ氏は中道派の現実主義者であり、イエレン前議長の緩やかな利上げを支持していたとされている。そのため、副議長就任後はパウエル議長とともに中道派としてFOMCをけん引していく可能性が高い。

FRB理事のポストにはカンザス州銀行監督当局のミッシェル・ボウマン氏が指名された。ボウマン氏が上院で承認されればブレイナード理事に続いて現体制下2人目の女性メンバーとなる。また、FRBは理事に少なくとも1人は地方銀行での勤務・監督経験者を加えるように義務付けられており、その枠が埋まることになる。同氏の起用により、金融規制や監督の簡素化など地方銀行の負担軽減につながる可能性が指摘されている。金融政策のスタンスについては、過去のボウマン氏の発言が無いため判断がつかないが、金融政策の専門家ではないことから、少なくとも当面はパウエル議長率いる中道派に追従することが考えられる。

以上より、投票メンバーの追加による金融政策への影響は軽微と考えられる。むしろ、3月FOMCの議事録によれば、今後の金融政策を見通すうえで、大多数のFOMC参加者は他国による貿易の報復措置等が米国経済のリスクになると指摘している。さらに、トランプ大統領によるイラン核合意からの離脱指示は、中東情勢、さらには原油価格など市場の動きを不安定にしており、それが経済ファンダメンタルズが弱く、原油を輸入に頼る新興国の通貨不安を呼び起こしている。また、11月に控える中間選挙に向けては、利上げを牽制するような政治圧力が増す可能性も考えられる。このように、足元の経済は堅調なものの、通商・外交や政治の不透明感がリスク要因となってきた。

FOMCの投票権と金融政策スタンス				
		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	パウエル	○	○	中立
理事(規制改革担当副議長)	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
リッチモンド連銀	バーキン	○		タカ寄り
アトランタ連銀	ポストティック	○		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
副議長	クラリダ	△	△	中立
理事	ボウマン	△	△	?
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)クラリダ氏、ボウマン氏、グッドフレンド氏は上院未承認。ダドリー副議長は2018年中の辞任を表明済み、後任はウィリアムズサンフランシスコ連銀総裁。