

## 7~9月期に続き、堅調に推移している米国経済

### ～税制改革の議会審議は進展するも、減税規模は縮小か～

佐古 佳史

#### 要旨

労働市場は堅調に推移しており、企業マインドも高水準で推移していることから、足元の米国経済は7~9月期に続き、堅調であると判断できる。

16日に米下院で税制改革案が可決され、年内実現に向け一歩前進したものの、内容は上下両院で相違点が多く、法案を一本化する作業は難航する見通しである。

10・11月のFOMC議事要旨から、FOMCメンバーは、ディスインフレの鈍化の長期化に懸念を示しているものの、近い将来の利上げは適切であると考えていたことが明らかとなつた。

#### 減税規模は共和党の主張から縮小される見通し

連邦議会での税制改革審議は現時点でも進行中であるものの、10月中に上下両院が可決した、18年度（17年10月～18年11月）予算の大枠となる予算決議案では、今後10年間で1.5兆ドルの赤字拡大しか認められていない一方で、共和党の主張をすべて盛り込むと減税額は同じ期間に5兆ドル超となるとの試算もある。この差額は増税で賄う必要があるため、新たな財源が確保できなければ、たとえ税制改革が実現したとしても、減税規模は共和党が主張する5兆ドル超の規模からは縮小しそうである。

こうした中、16日に米下院で税制改革案が可決されたが、所得税の上限税率や課税区分、法人税減税の実施時期などを巡り上下両院で相違点も多く、上院での法案可決後に控える、法案を一本化する作業は難航する見通しである。

また、12月8日には「歳出水準の維持と連邦債務上限の一時的な凍結」が期限を迎えることから、18年度予算の成立が急がれる。9月に債務上限の一時的な凍結を決定した際は、トランプ大統領が民主党に譲歩したことや、ハリケーン被害からの復興という名目で超党派的な合意形成がしやすかった。一方で、7日の州知事選（バージニア州、ニュージャージー州）での勝利を受け、予算審議において民主党の攻勢が強まることが想定される。18年度予算案審議の展開次第では政府部門の閉鎖もあり得るだろう。

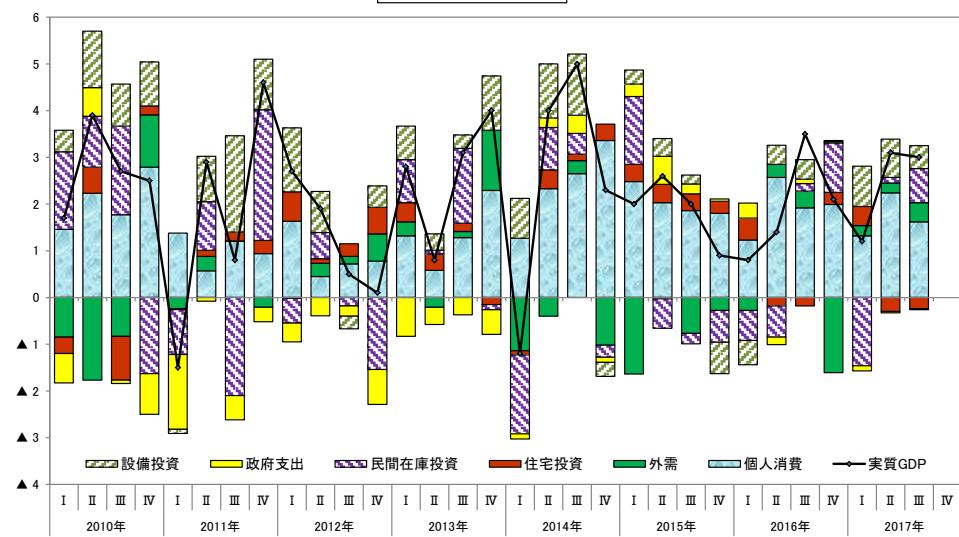
さて、7~9月期のGDPは前期比年率3.0%成長（速報値）で4~6月期（同3.1%）に続き、高成長を維持した。需要項目別では

#### 18年度予算審議は民主党の攻勢で難航か

#### 7~9月期 GDPは高成長を維持

個人消費が底堅かった他、在庫投資も下支えしたが、住宅投資が弱かった。

図表1 GDPの推移



(資料)米商務省より農中総研作成  
(注)各需要項目は寄与度(前期比年率換算)。

## 景気の先行き： 引き続き堅調に 推移

米国経済の先行きについては、引き続き景気拡大局面が継続するとの見方に変更はない。10月の非農業部門雇用者数は前月から26.1万人増加した。ハリケーンの影響を除くため、8~10月で均してみると、平均16.2万人増加しており、労働市場は引き続き堅調に推移していると判断できる。ISM製造業景況指数は58.7と、9月から低下したもののが依然として高水準である。また、非製造業景況指数は60.1と、05年8月以来12年1ヶ月ぶりの高水準となり、企業部門も堅調とみてよいだろう。

鉱工業生産は9、10月と2ヶ月連続で前月から増加している。また、ハリケーンからの復興需要の反動で落ち込むと予想されていた10月の小売売上高(総合)が市場予想を上回ったこともあり、生産、消費ともに底堅いといえる。

一方で、インフレ率は依然として鈍いままである。9月のPCEデフレーター（コア）は8月に続き、前年比1.3%と、FRB（連邦準備制度理事会）が目標とする同2%には依然として遠い状況である。また10月の消費者物価指数（コア）は前年比1.8%と足踏み状態であるものの、生産者物価指数（コア）は同2.4%と9月（同2.2%）から上昇率が加速した。足元のデータにはハリケーンの影響が含まれており、基調的な判断をするのは難しいものの、今後、生産者物価が消費者物価に波及すれば、インフレ率が上昇していくと期待される。

## 上昇率が高まつた生産者物価

## 金融政策：バランスシートを縮小しつつ、12月利上げへ

そうした中、10月の雇用統計では平均賃金が前年比2.4%と9月から鈍下した。これは、ハリケーンの影響を受けた9月分からの反動として、相対的に賃金が低いセクターであるレジャー・接客セクターの雇用者が前月から10.6万人増加したことから、平均賃金が低めに推計された結果であろう。今後平均賃金の上昇が加速するかどうかは依然として不透明といえる。

22日に公開された10・11の月FOMC（連邦公開市場委員会）議事要旨では、基本的な経済見通しが変わらなければ、近い将来の利上げは適切であることが確認され、12月利上げの路線を維持した。一方でディスインフレの長期化が懸念材料となる中で、追加利上げが期待インフレ率を低下させるとの意見と、追加利上げが遅れれば金融リスクが増大するとの意見があり、FOMC参加者の間で将来の金融政策の方向性を巡り意見の相違が埋まらなかつたことが明らかとなった。

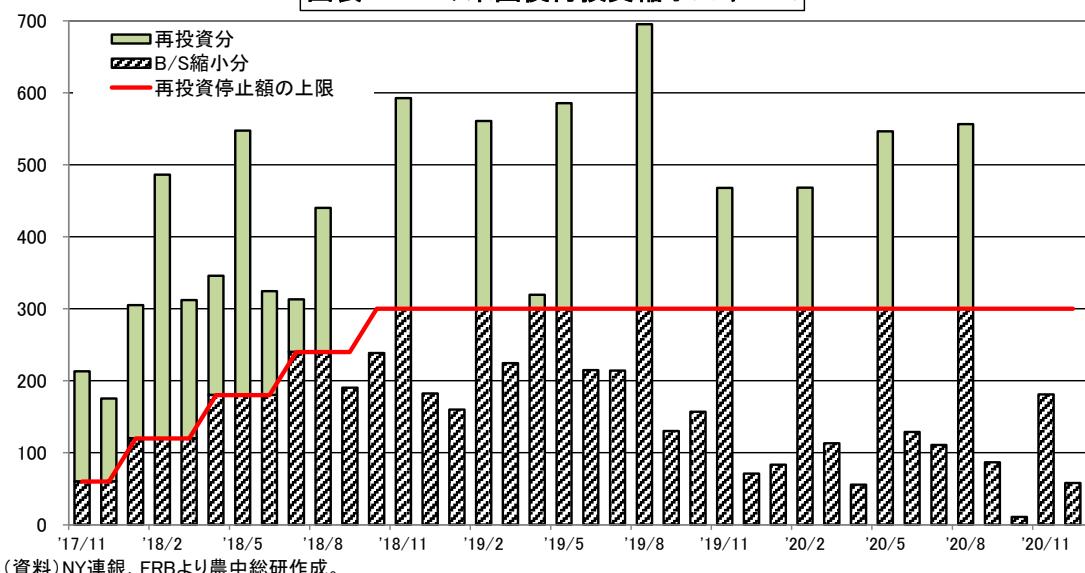
10月から開始されたFRBのバランスシート（B/S）縮小計画は、毎月のB/S縮小分の上限を、米国債については60億ドル、政府機関債とMBSについては40億ドルとし、3ヶ月ごとに引き上げ、それぞれ毎月300億ドル、200億ドルまで引き上げるとしており、非常に緩やかなペースといえる。図表2は今後3年間で計画されている米国債の再投資縮小スキームを示しており、再投資停止額が上限値である毎月300億ドルに達した後も、実際のB/S縮小額は300億ドルを下回る月が多いことが確認できる。

こうした緩やかなB/S縮小環境に加えて、日銀や欧州中央銀行が依然として資産購入を継続していることもあり、金融市場では依然として緩和的な環境が継続している。連銀やバンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ等が公表している金融システムが緩和的かどうかを示す各指標<sup>(注1)</sup>によると、FRBによる金融正常化が本格化しても、未だに金融環境は安定的・緩和的と捉えられている。

(注1) バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ金融ストレス指数は0を下回るとグローバルマーケットが通常よりリスクを想定していないことを示す。同様に、シカゴ連銀は米国マーケット、セントルイス連銀は欧米マーケットがそれぞれ対象。

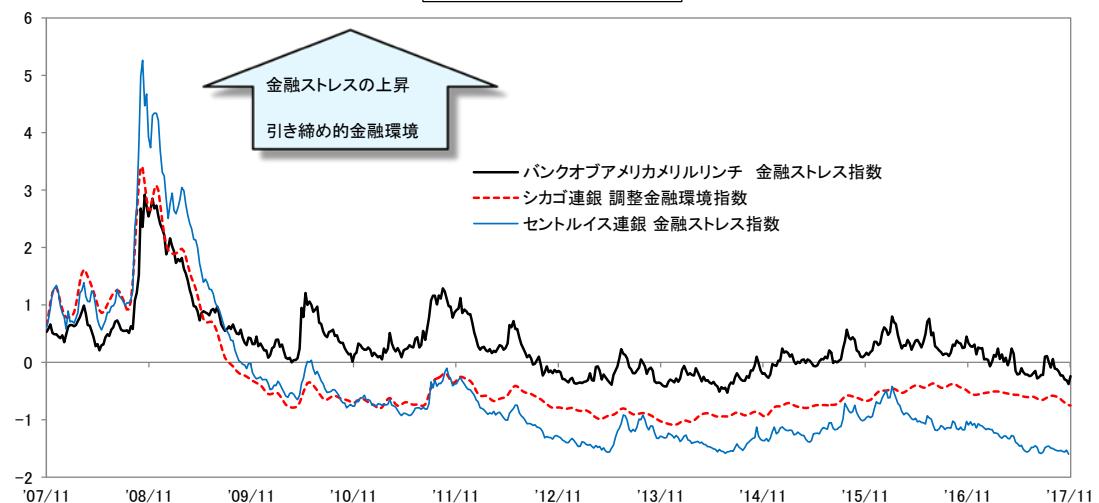
(億ドル)

図表2 FRBの米国債再投資縮小スキーム



(資料)NY連銀、FRBより農中総研作成。

図表3 金融ストレス指数

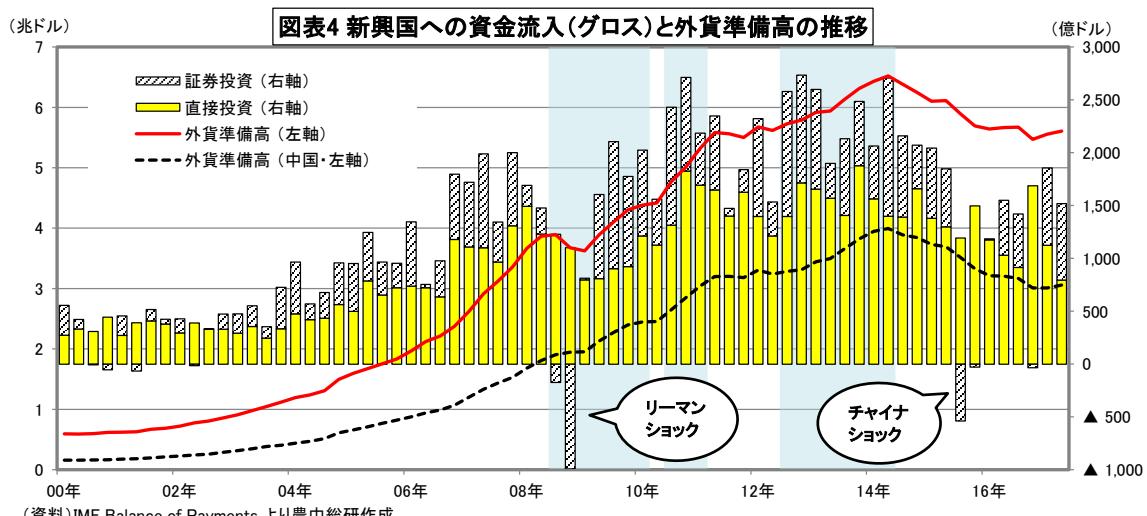


(資料)各連銀HP、Bloombergより農中総研作成

**金融政策正常化  
が新興国に与え  
る影響は軽微で  
あろう**

米国が金融引き締めを行う場合、新興国から米国への資金還流が想起される。リーマンショック後に量的緩和 QE1～3 が実施されていた期間（図表 4 のシャドーがかかっている期間）において、新興国への証券投資と直接投資は増加傾向であり、QE3 終了後は減少傾向を辿っていることがみてとれる。

B/S 縮小は緩やかかつ予測可能な形で進むことや、リーマンショック前と比べて、新興国の外貨準備高が約 1.5 倍に拡大していることなどから、米国の金融政策正常化で新興国経済の成長が急速に鈍化するとは想定しにくい。



(資料)IMF Balance of Payments より農中総研作成。

(注)新興国として、MSCIEMIに採用されている23ヶ国の中、データが取得できなかったエジプトと台湾を除く21ヶ国を採用。

### 金融市場：現状・見通し・注目点

9月初めにかけて2%割れ目前にまで迫った米国長期金利（10年債利回り）は、9月FOMCにて17年内の追加利上げが適切とあらためて示されたことや、税制改革への期待感、次期FRB議長候補にタカ派的な顔ぶれも上がったことなどから再び上昇基調に転じ、10月下旬には2.5%に迫った。その後は税制改革が難航するとの見通しから11月初めにかけて金利は再び低下に転じ、足元では2.3%半ばで推移している。先行きについても、基本的には大幅な金利上昇は見込みづらい一方、税制改革への期待感が剥落すれば金利低下圧力がかかるであろう。また、18年の利上げ回数を3回想定しているFRBの見通しについても、インフレ率の低迷から修正を余儀なくされる可能性も考えられる。

図表5 株価・長期金利の推移



(資料)Bloombergより農中総研作成

株式市場では、好調な企業決算や税制改革の進展を受け、9月から10月末にかけて、ほぼ一本調子の主要株価指数の史上最高値更新が続いていた。しかし11月に入り、減税改革が想定より難航する、もしくは減税規模が当初より縮小されるなどの思惑から株価は売られる展開となつたが、下旬に再び過去最高値を更新した。今後についても基本的には高値圏での推移を見込むものの、年末までの限られた上下院の開会日数の中で、法人税減税額などの税制改革の内容に大きく依存するであろう。また、予算審議の展開次第では政府部門が閉鎖される可能性も生じるため、波乱材料として注意したい。

(17.11.24現在)