

19年4-6月期は景気拡大維持も、輸出の悪化が重しに

19年4-6月期（速報値）の実質GDP成長率は、前期比年率+2.1%と前期（同+3.1%）から伸びが減速した。個人消費の伸びが加速したものの、輸出の悪化や設備投資の減速が全体を押し下げた。特に、輸出は同▲5.2%と、前期の高い伸びから急減速しており、貿易摩擦の影響が懸念される。

堅調な雇用・所得環境に支えられ、消費は底堅く推移

雇用・所得環境は堅調さを維持している。失業率は4%以下（米議会予算局公表の自然失業率は約4.6%）で推移、賃金は前年比+3%台前半と堅調な伸びを持続（図表3-2）。ただし、18年末以降、労働時間が減少傾向にある（図表3-3）。製造業は、米中貿易摩擦の影響悪化を見越して、労働需要を減らしている可能性がある。サービス業では、①労働需給のミスマッチなどに伴う人手不足感の強まりに対し、労働時間を短縮することで対応している業種や、②内需の減速に伴い、賃金ではなく労働時間で調整している業種があるとみられる。先行きは、景気減速を背景に雇用者数の増加ペースが鈍化すると見込む。

消費は、伸びが底堅い。①既往の減税効果の剥落や②消費者マインドの悪化が消費の重しになっているものの、堅調な雇用・所得環境が下支えをしている。ただし、上記の労働時間の伸び鈍化の影響などから、時間当たり賃金の伸びほど消費が伸びていない。消費の先行きは、雇用・所得環境の緩やかな改善に支えられ底堅く推移するだろう。ただし、先述の労働時間の短縮が長引けば、家計所得の減少を通じて、個人消費を下押しする可能性もある。

消費は、伸びが底堅い。①既往の減税効果の剥落や②消費者マインドの悪化が消費の重しになっているものの、堅調な雇用・所得環境が下支えをしている。ただし、上記の労働時間の伸び鈍化の影響などから、時間当たり賃金の伸びほど消費が伸びていない。消費の先行きは、雇用・所得環境の緩やかな改善に支えられ底堅く推移するだろう。ただし、先述の労働時間の短縮が長引けば、家計所得の減少を通じて、個人消費を下押しする可能性もある。

企業の景況感は製造業に続き、非製造業も悪化傾向

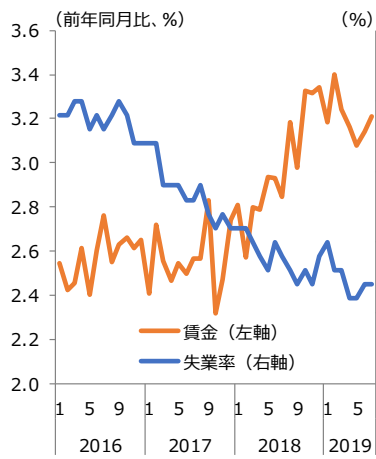
企業活動は軟調な動きが続いている。ISM景況指数は、製造業が18年後半以降に大きく悪化していたが、底堅く推移していた非製造業もここ数カ月で低下し、7月には約3年ぶりの低水準となった（図表3-4）。米中貿易摩擦に関して、①既往の制裁・報復関税の影響が顕在化していること、②今後の展開に不透明感が根強いことなどが要因とみられる。また、資本財新規受注（航空機および軍需を除く）は18年入り後に伸びが鈍化傾向にある。米中協議の結果次第で先行きの事業環境が大きく変わりうるため、企業の投資スタンスが慎重化している。

図表 3-1 米国経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2017	2018	2019	2020
実質GDP	2.4	2.9	2.2	1.9
個人消費	2.6	3.0	2.4	1.8
設備投資	4.4	6.4	3.2	2.7
住宅投資	3.5	▲1.5	▲1.9	1.7
在庫投資寄与度	0.0	0.1	0.0	▲0.1
政府支出	0.7	1.7	2.8	3.4
純輸出寄与度	▲0.4	▲0.4	▲0.3	▲0.1
輸出等	3.5	3.0	0.5	1.7
輸入等<控除>	4.7	4.4	1.7	1.9
FFレート誘導水準(年末)	1.25-1.5	2.25-2.5	2.0-2.25	2.0-2.25
失業率	4.3	4.1	4.1	4.2

出所：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、予測は三菱総合研究所

図表 3-2 雇用・所得環境



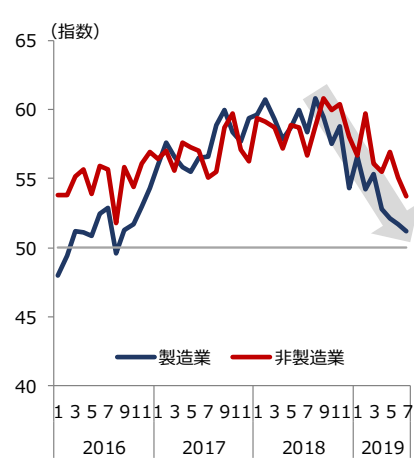
出所：米国労働省（BLS）より三菱総合研究所作成

図表 3-3 週当たり労働時間



注：前後3か月平均（直近値は6・7月平均）。出所：米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-4 ISM景況指数



出所：全米供給管理協会より三菱総合研究所作成

G20を経て米中貿易協議が再開も、対中制裁第4弾を9月実施の可能性

米中の通商対立が、米国企業の生産・投資や、景況感に大きな重しとなるなか、米中貿易協議は7月上旬に再開された。加えて、5月に発動された中国ファーウェイ社に対する禁輸措置も一部緩和された。こうした動きを受け、両国間の緊張感は幾分か和らいだとみられていたが、トランプ大統領は8月上旬に、対中制裁第4弾（発動済みの対中制裁に含まれないほぼ全て中国製品、約3,000億ドルに対し、10%の制裁関税を課す計画）を9月1日から実施する旨を発表した。米政権は6月末に制裁第4弾の議会公聴会を終了し、即座に発動可能であるため、予断を許さない状況が続いている。

また、米政権は、EU に対する新たな関税措置の発動を検討している。米国側は、EU によるエアバス社への補助金によって自国企業が 110 億ドルの損害を被ったと主張、同額規模の EU 製品に関税を課す検討をしている。6 月下旬には、米国側が追加の制裁対象を公表したが、EU 側も、米国のこうした動きに対し、報復関税の検討を開始した。制裁・報復対象の総額は米中対立のそれに比べ小さいものの、両国の関係悪化は米国・EU 間の通商協議に悪影響を及ぼしかねない。

### FRB による利下げは 1 回にとどまり、20 年にかけて金利据え置きを予想

19 年 7 月開催の FOMC では、FF 金利誘導目標値を 2.00~2.25% に引き下げた。加えて、バランスシート縮小も 19 年 7 月で終了となり、米国の FRB は金融緩和に動いた。パウエル FRB 議長が 7 月の議会証言で「インフレ率が 2% を大きく下回することは避けたい」と述べたように、今回の政策変更の背景には、米国の物価動向への強い懸念がある（図表 3-5）。

FRB が今後、さらなる金融緩和に動くかは現時点で明確にされておらず、経済状況や国際情勢に照らしながら判断していくこととなろう。当社では、下記の成長率見通しを前提に、政策金利は 20 年にかけて据え置きと予想する。

### 20 年にかけて成長減速へ、19 年は+2.2%、20 年は+1.9%を予想

先行きの米国経済は、20 年にかけて成長減速を見込む。堅調な雇用・所得環境が消費を下支えすると予想されるものの、米中貿易摩擦の影響顕在化や既往の減税効果の剥落などにより、18 年の前年比+2.9% から、19 年は同+2.2% まで成長減速を見込む（4-6 月期の上振れを反映し前回同+2.1% から上方修正）。20 年は、引き続き貿易摩擦が景気の重しとなるほか、大統領選を控えるねじれ議会のもとで 20 年度予算（19 年 10 月～）をめぐる審議難航も予想され、同+1.9% と予測する。見通しの前提として、米国が既に実施している対中制裁関税（第 1 弾～第 3 弾）が、19 年、20 年の間は継続すると想定する。

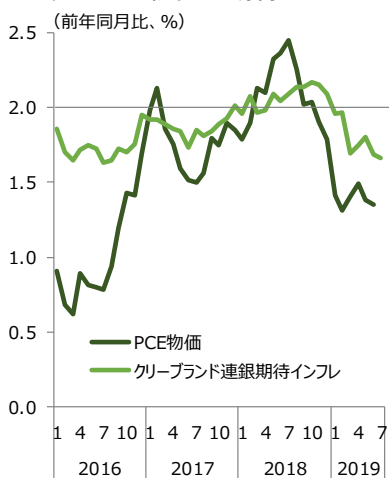
### 米中分断の深刻化が最大の下振れリスク

米国経済の下振れリスクは、第 1 に、米中分断の深刻化である。対中制裁関税のさらなる引き上げは、輸入物価上昇による消費財価格の上昇、株価下落による逆資産効果やマインド悪化、などを通じて消費を抑制するほか、生産コスト増大や対抗措置に伴う輸出減少が企業収益を下押ししかねない。また、関税引き上げを回避したとしても、投資や為替など非関税分野でも保護主義的な動きが一段と拡大し、米中の分断が深刻化する恐れがある。

第 2 に、企業債務の高まりである。現在、米国の企業債務は歴史的な高水準にある（図表 3-6）。パウエル議長は 5 月の講演で、レバレッジド・ローン（信用力の低い企業向けの変動金利型融資）の残高が急増していることに関して警戒感を示した。企業債務の増加は、企業の債務返済負担を高め、経済活動の重しとなるだけでなく、景気悪化時には金融システムを不安定化させるリスクとなりかねない。

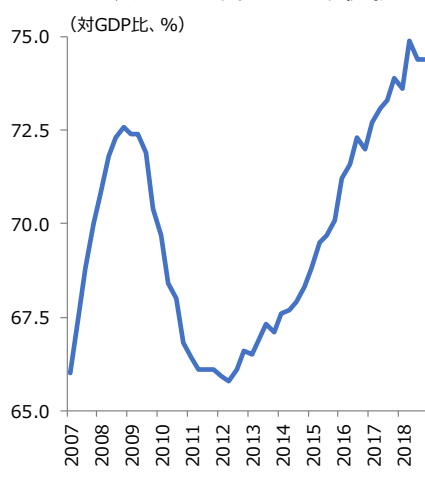
第 3 に、議会のねじれに伴う、議会審議の難航である。20 年度予算案に関し、与野党ともに債務上限引き上げが必要であるとの認識で一致している。しかし、トランプ政権と下院で過半数を占める民主党との間には、予算の使い道や歳出規模の点で大きな隔たりがある（図表 3-7）。こうした状況のなか、20 年の大統領選をにらみ、債務上限引き上げ（9 月頃まで）などさまざまな審議において、議会での対立が先鋭化する可能性がある。

図表 3-5 物価と期待インフレ率



出所：米国商務省、FRB より三菱総合研究所作成

図表 3-6 米国の企業債務



出所：国際決済銀行より三菱総合研究所作成

図表 3-7 下院のミニバス法案と予算教書に基づく裁量的経費

(単位は 10 億ドル)		下院通過のミニバス法案	予算教書
国防費		718.3	622.1
非国防費	農業関連	24.4	24.3
	商業・司法・科学関連	69.6	66.4
	エネルギー関連	36.5	46.4
	国土安全保障	51.7	49.7
	労働・教育・医療関連	162.5	189.9

注：ミニバス法案とは、予算案策定に先立って、農業や国防といったテーマごとにまとめられ、審議される歳出法案のこと。出所：ホワイトハウス、責任ある連邦予算委員会より三菱総合研究所作成