

3. 米国経済

潜在成長率程度の成長を持續も、一部の連銀は景気減速を示唆

19年7-9月期(速報値)の実質GDP成長率は前期比年率+1.9%と、ほぼ前期(同+2.0%)並みの伸びとなり、潜在成長率程度(同+2.0%前後)の成長を持續した。設備投資が悪化も、堅調な個人消費が下支えした。しかし、全米12地区連銀が、各地域の経済状況をまとめた地区連銀経済報告では、10月公表において、経済の減速を示唆する表現が出始めている。

企業の景況感は、製造業が約10年ぶりの活動縮小

企業活動は軟調な動きが続いている。ISM製造業景況感指数は、製造業が、総合指数において約10年ぶりに50を下回り、活動縮小を示した。非製造業は活動拡大を持續しているが、19年入り後は減速傾向にある。また、資本財新規受注(航空機および軍需除く)は18年入り後に伸びが鈍化傾向だ。弱い企業活動の背景には、米中対立に関して、①既往の関税引き上げの影響が顕在化しているほか、②今後の展開に不透明感が根強いことなどから、米景気の減速懸念が強まっていることがある。先行きの企業活動も、上記の要因を背景に軟調な動きが続くと予想するが、後述の米中対立の展開次第では、さらに下振れする恐れもある。

失業率が約50年ぶりの低水準も、賃金の伸びは鈍化

雇用・所得環境は、19年9月の失業率が約50年ぶりの低水準(3.5%)を記録するなどいまだ堅調な状態にあるが、製造業を中心に労働時間が減少しているほか(図表3-2)、賃金の伸びは約1年ぶりに2%台に低下するなど、懸念すべきサインもみえ始めている(図表3-3)。企業が労働時間や賃金の調整で労働需要の弱まりに対応しているとみられる。賃金の伸びの鈍化は、米景気を下支えする個人消費への重しとなるだけでなく、家計の期待インフレ率の低下を通じて、FRBの政策判断にも影響しうるため、注意が必要だ。先行きは、景気の減速を背景に雇用者数の増加ペースと賃金の伸びが鈍化すると見込む。

消費は、底堅い。①既往の減税効果の剥落や、②景気の減速懸念が消費の重しになっているものの、利下げに伴う株高を背景に、堅調に推移する消費者マインドが下支えしているとみられる。消費の先行きは、雇用・所得の減速を背景に低い伸びにとどまるだろう。

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	1.8
個人消費	2.6	3.0	2.5	1.8
設備投資	4.4	6.4	2.4	2.2
住宅投資	3.5	▲1.5	▲1.7	2.1
在庫投資寄与度	0.0	0.1	0.1	▲0.0
政府支出	0.7	1.7	2.3	2.7
純輸出寄与度	▲0.4	▲0.4	▲0.3	▲0.1
輸出等	3.5	3.0	▲0.0	1.5
輸入等<控除>	4.7	4.4	1.6	1.6
FFレート誘導水準(年末)	1.25-1.5	2.25-2.5	1.5-1.75	1.25-1.5
失業率	4.3	4.1	4.1	4.2

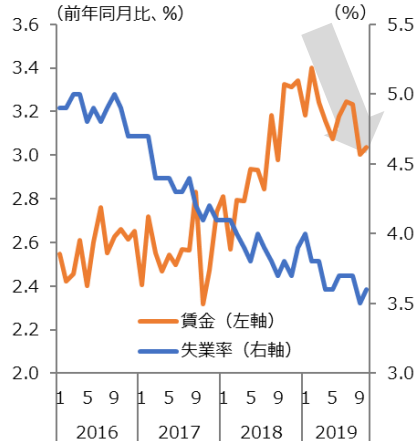
出所：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、
予測は三菱総合研究所作成

図表 3-2 週当たり平均労働時間



出所：米国労働省

図表 3-3 雇用・所得環境



出所：米国労働省

図表 3-4 米中協議に残された課題

米国から中国への要求	中国から米国への要求
既往の制裁・報復関税の行方	
中国企業による提携米国企業に対する技術移転強要の制限	12月15日に発動予定の制裁の回避
中国国有企業に対する補助金などの制限	ファーウェイ社に対する輸出規制の撤回
為替操作の防止	
米国の知的財産保護	

出所：各種報道資料より三菱総合研究所作成

米中貿易協議は部分合意に向けて前進も、完全合意には課題も多い

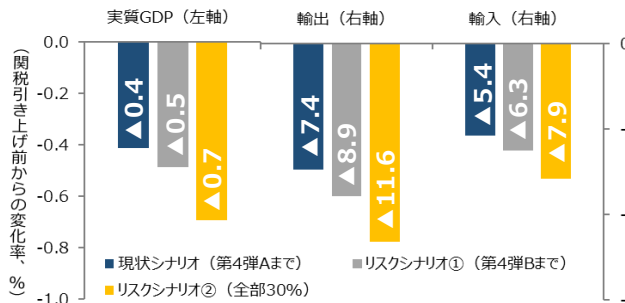
米中貿易協議は、部分合意に向けて前進がみられた。10月中旬の協議では、①10月15日に米国が発動を予定していた第1~3弾の対象品目への関税率引き上げを見送ること、②中国が米国の農産品を約400~500億ドル輸入すること、③中国による金融サービス業の市場開放、などが決まったとみられる。しかし、中国国有企業への補助金の規制など、両国間に残された課題は多い(図表3-4)。こうした課題に対しても解決策を見いだせなければ、米国が12月に予定している追加制裁(1,600億ドル相当)の発動は避けられないだろう。

米中の関税引き上げによる米国経済への影響をGTAPモデルで試算した(図表3-5)。現状シナリオの

もとでは、実質 GDP 成長率を▲0.4%p 程度押し下げるほか、米中貿易摩擦がさらに激化した場合（米国が第1～4弾全体の追加関税率を30%まで引き上げ、中国が報復）には、▲0.7%p の下振れに拡大する。

加えて、米欧間の通商対立も深まっている。米政権は、EU からエアバス社への補助金に対する制裁として EU からの輸入品 75 億ドル相当に新たな関税を発動した。対する EU も報復準備があることを表明している。米政権は EU 製自動車に対する関税の発動をさらに半年間延期する見込みだが、自動車関税の発動に踏み切れば、米欧間の通商対立のさらなる激化が懸念される。

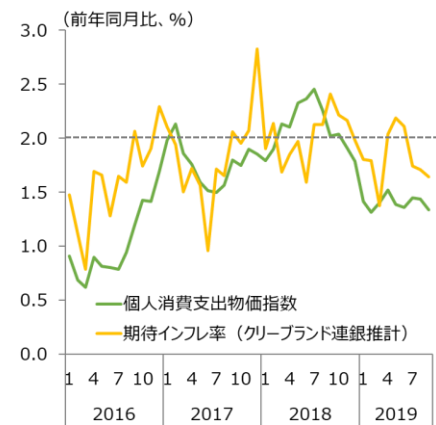
図表 3-5 米中関税引き上げの米国経済への影響



注：シナリオ別の関税前提は以下の通り：現状シナリオ：米国による鉄鋼・アルミ、第1～2弾 500 億ドル 25%、第3弾 2,000 億ドル 25%、第4弾 A (1,100 億ドル 15%の制裁関税と、中国による報復関税)、リスクシナリオ①：現状シナリオに加えて第4弾 B (1,600 億ドル 15%とその報復)、リスクシナリオ②：第1～4弾全体に 30%とその報復。

出所：三菱総合研究所作成

図表 3-6 米国のインフレ率



出所：米国商務省および FRB より三菱総合研究所作成

政策金利は、19 年内は据え置き、20 年に 1 回の利下げを行うと予想

19 年 10 月開催の FOMC では、FF 金利誘導目標値を 1.50～1.75%に引き下げた。①米景気が減速傾向にあり、②インフレ率や期待インフレ率が物価目標（前年比+2%）を下回っていることに加え（図表 3-6）、③米中対立などに関して先行きの不透明感が根強いことなどが今年 3 回目の利下げを後押ししたとみられる。ただし、パウエル FRB 議長は、FOMC 後の会見で、これまで行われた 3 回の利下げが、時間差をもって米景気を支えると述べ、さらなる利下げには慎重な姿勢を示した。

また、FRB は、10 月中旬に月額 600 億ドルの短期国債購入を開始、20 年前半まで継続することを発表した。背景には、9 月下旬に発生した短期金利の一時的な急上昇がある。市中銀行の準備預金不足が一因となったとみられており、FRB による資産購入はこうした動きを抑制したい狙いがある。パウエル議長は、今回の資産購入は本格的なバランスシート拡大とは異なると強調している。

当社では、下記の成長率見通しを前提に、政策金利の 19 年内据え置きを予想する。20 年には、上記のように期待インフレ率が低位での推移が続いていることに加え、雇用の減速も見込まれることを鑑み、1 回の引き下げを予想する。

20 年にかけて成長減速へ、19 年は 2.2%、20 年は 1.8%と予測

先行きの米国経済は、20 年にかけて成長減速を見込む。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、19 年は前年比+2.2%まで成長減速を見込む（前回から変更なし）。20 年は、引き続き貿易摩擦が景気の重しとなるほか、米景気の減速懸念が消費や投資を下押しすることが見込まれ、同 +1.8%と予測する（前回から▲0.1%p の下方修正）。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（総額 3,600 億ドル相当）が、19 年～20 年の間は継続すると想定する。

米中貿易協議の決裂が最大の下振れリスク

米国経済の下振れリスクは、第一に、米中貿易協議の決裂による米中対立の激化である。対中制裁関税のさらなる引き上げに加え、両国の対立の主戦場が、貿易から投資・金融分野へと移行していく可能性も懸念される。トランプ政権が、ドル売り介入や、中国企業に対する米国内での営業・投資規制を実行する可能性は否定できない。両国が関税以外の制裁を開始すれば、両国間の溝がより一層深まるだけでなく、米国経済に大きな重しとなりうることは明らかだ。第二に、企業債務の増加だ。現在、米国の企業債務は歴史的な高水準にある。パウエル議長は 5 月の講演で、レバレッジド・ローン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。