

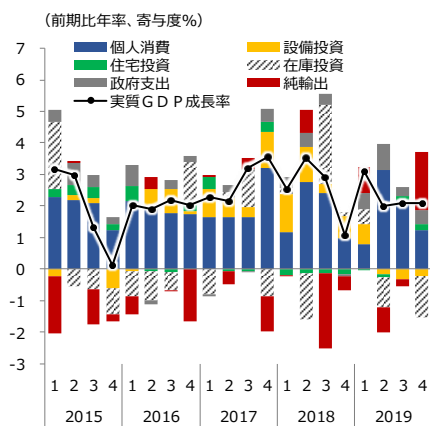
3. 米国経済

米国経済は緩やかに減速も堅調維持

米国経済は緩やかに減速も、堅調を維持している。19年10-12月期（速報値）の実質GDP成長率は前期比年率+2.1%となり、2%弱とみられる潜在成長率並みの成長は維持した（図表3-1）。

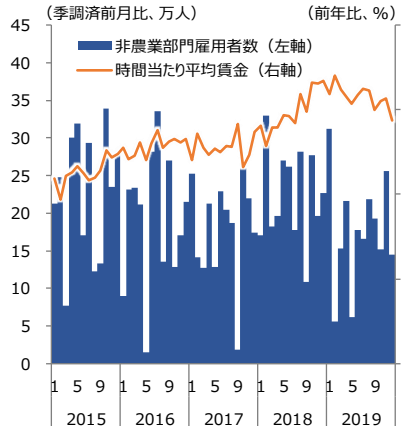
個人消費は減速しつつも底堅く推移している。雇用者数はサービス業を中心に前月比20万人程度の伸びを維持しているほか、賃金の伸びも前年比+3%程度と高水準にある（図表3-2）。株価も振れを伴いつつも過去最高値を更新し、消費の追い風となっている。加えて、低迷が続いてきた住宅販売も、住宅ローン金利の低下などを背景に持ち直しの動きがみられる。一方で、輸出と設備投資は弱い（図表3-3）。米中貿易摩擦や海外経済減速が輸出減少の要因となっているほか、内外経済の不確実性の高さが製造業を中心に企業の投資スタンスを慎重化させている。

図表 3-1 実質 GDP



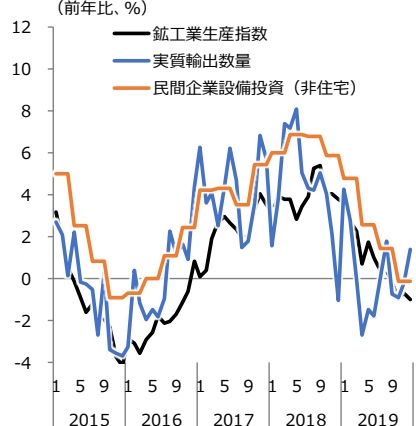
注：四半期ベース、直近は19年10-12月。
出所：米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 雇用・所得環境



注：直近は19年12月。
出所：米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-3 輸出・生産・設備投資



注：直近は19年12月。
出所：米国商務省、米国センサス局、FRBより三菱総合研究所作成

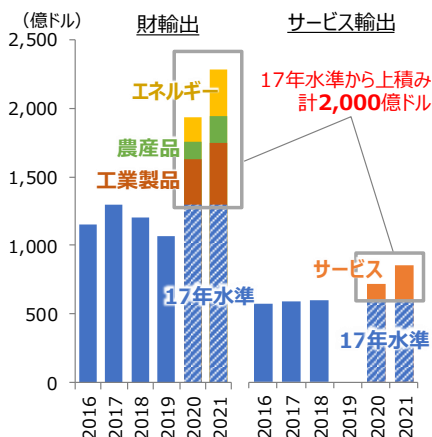
20年半ば以降、米国経済は緩やかながらも成長持ち直しへ

米国経済の先行きは、20年前半は既往の米中貿易摩擦の影響を引きずり1%台半ばの成長にとどまるものの、20年半ば以降に緩やかに成長率が持ち直しに向かうとみる。背景には二つの要因がある。

第一は、米中第一段階の合意である。制裁関税の引き下げは小幅にとどまった一方で、発効後2年間で中国向け輸出を計2千億ドル上積みする内容が盛り込まれた（図表3-4）。仮にこれが実現すれば、21年にかけて成長率を+0.4%ポイント程度押し上げる効果がある。人手不足など米国の供給サイドの制約もあり部分的な実現にとどまる可能性はあるが、米中対立などを背景に慎重化していた企業の設備投資スタンスも緩やかに改善に向かうとみられ（図表3-5）、米国の成長押し上げ要因となる。

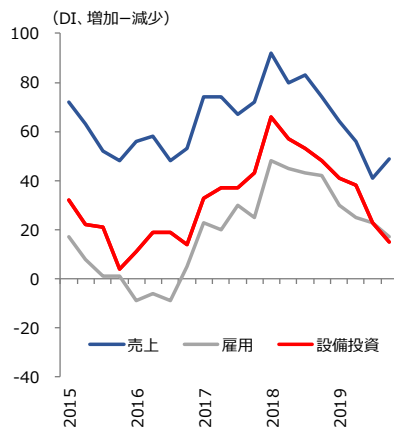
第二は、19年後半の予防的利下げ効果の顕在化である。米国の10年物国債利回りは、FRBによる利下げを受けて1%台後半まで低下（図表3-6）。住宅価格の伸び鈍化もあり、住宅販売件数（中古+新築）

図表 3-4 中国向け輸出の上積み



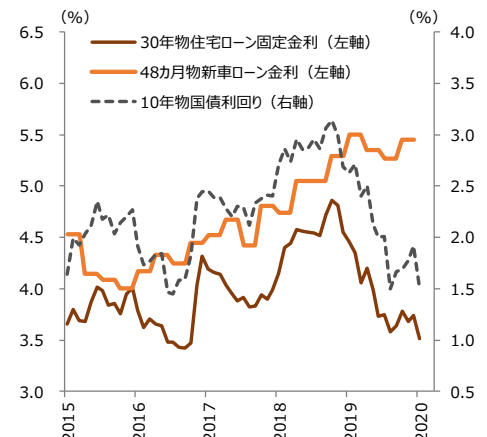
注：財の19年は12月のみ当社推計。サービスは年次データのため19年は未公表。
出所：米国センサス局より三菱総合研究所作成

図表 3-5 設備等の見通し



注：直近は19年12月。
出所：ビジネスラウンドテーブルより三菱総合研究所作成

図表 3-6 国債利回りと貸出金利



注：直近は新車ローンが19年11月、他は20年1月。
出所：Bloomberg、フレディーマック、FRBより三菱総合研究所作成

は 19 年入り後に持ち直しの動きをみせている。雇用・所得環境が堅調を維持するなか、緩和的な金融環境が 21 年にかけて住宅市場の持ち直しを後押しするだろう。ただし、自動車ローンの貸出金利が高止まりするなど、金融機関は家計の債務拡大に伴う延滞率の上昇には警戒を強めており、金融緩和による住宅や自動車市場の回復ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。

政策金利は 21 年にかけて据え置きを予想

FRB は 19 年 7～10 月に計 0.75%ポイントの「予防的な」利下げを実施した後、FF 金利誘導目標値を 1.50～1.75%で据え置いている。パウエル議長は「今後の景気動向がおおむね予測通りであれば、現状の金融政策スタンスが適切」と発言しており、経済成長率 2%、失業率 3.5%、インフレ率 2%に近い水準であれば、一段の利下げは必要ないとのスタンスを示している。

一方、利上げにも慎重な姿勢が予想される。過去 11 年にわたる景気回復期間の期待インフレ率をみると、全 128 カ月のうち 99 カ月が 2%を下回っている（図表 3-7）。こうした恒常的な期待インフレ率の低下を受けて、物価が一定期間 2%を上回って推移することを許容する新たな金融政策の枠組みも検討されている。加えて、1 月に新しく理事に指名された 2 名（シェルトン氏、ウォラー氏）はいずれも金融緩和に前向きなスタンスとされており、景気が多少上向ってきた場合でも、金利は据え置かれる可能性が高い。

大統領選は現職再選を見込むも、予断は許さない

20 年 11 月の大統領選は、現時点では現職再選の可能性が高い。支持率は政権発足後も一貫して 40%台前半を維持しており、大統領就任 4 年目初の支持率としては、再選を果たしたクリントン／オバマ政権の 1 期目と大差ない（図表 3-8）。現政権下で米国経済は改善、失業率は 50 年ぶりの低水準を記録しているほか、公約を実現してきた実績への評価もあり、共和党支持層からは 90%に上る圧倒的支持を得ている。

一方、民主党の候補者は本命不在の状況だ。バイデン前副大統領の支持率が低下傾向にある一方、資産課税や国民皆保険、GAFA 分割・解体を唱える急進左派のサンダース上院議員が支持率トップに立つが、いずれの候補も圧倒的な支持を得られていない（詳細は総論 P.7 図表 1-13 参照）。仮に、急進左派の候補が当選した場合には、米国の経済政策は、経済効率よりも所得の再分配など公平性を重視する方向へと大きく振れる可能性がある。

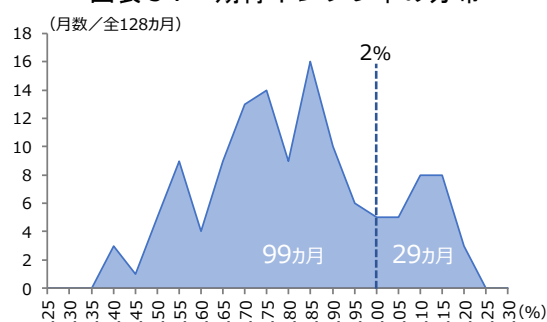
20 年は 1.9%、21 年は 1.9%と予測

以上を踏まえ、先行きの米国経済は、雇用・所得環境が堅調を維持するなか、米中第一段階の合意による輸出・生産の持ち直しや、緩和的な金融環境の継続を背景に、20 年後半以降は緩やかに成長率が持ち直すと見込む。米国の実質 GDP 成長率は、20 年が前年比+1.9%（前回から+0.1%ポイント上方修正）、21 年が同+1.9%と予測する（図表 3-9）。見通しの前提として、米中間の関税率は米中第一段階の合意後の税率が継続、大統領選では現職が再選されると想定する。

負のショックで株価の調整圧力が強まりやすい局面

米国経済の下振れリスクは、第一に株価の調整である。米国株価が最高値を更新、株価の割高感も強まっている。新型コロナウイルス（COVID-19）の影響による中国経済の下振れなど負のショックが顕在化し先行き見通しが大きく悪化した場合には、株価への調整圧力が強まりやすい局面にある。第二に大統領選の行方だ。上記の通り、民主党急進左派の候補が当選した場合には経済の下振れリスクが高まる。第三に地政学リスクだ。イランをはじめイスラム教シーア派の反米感情の高まりが有事に発展すれば、内外経済の下振れ圧力が強まる。

図表 3-7 期待インフレ率の分布



注：10 年先のインフレ予想。09 年 6 月～19 年 12 月の月次データの分布。

出所：クリーブランド連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-8 歴代大統領との実績比較

	株価 上昇率%	GDP 増加率%	失業率 改善幅%	支持率 %
★カーター 1977	12	13	1.2	56
レーガン① 1981	26	8	-0.5	52
★ブッシュ 1989	37	5	-1.9	46
クリントン① 1993	45	9	1.7	42
ブッシュ① 2001	-17	7	-1.5	60
オバマ① 2009	59	4	-0.5	46
トランプ 2017	42	8	1.2	44

注：1 年目 1 月から 4 年目 1 月への変化、支持率は 4 年目 1 月の値。★は再選されなかった大統領。①は 1 期目を示す。

出所：米国商務省、Bloomberg、Gallup より三菱総合研究所作成

図表 3-9 米国経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2018	2019	2020	2021
実質GDP	2.9	2.3	1.9	1.9
個人消費	3.0	2.6	2.3	2.0
設備投資	6.4	2.1	1.0	3.5
住宅投資	▲1.5	▲1.6	3.0	2.0
在庫投資寄与度	0.1	0.1	▲0.2	0.0
政府支出	1.7	2.3	1.7	0.9
純輸出寄与度	▲0.4	▲0.2	0.2	▲0.2
輸出等	3.0	▲0.0	1.5	3.8
輸入等 <控除>	4.4	1.0	0.2	3.9
FFレート誘導水準 (年末)	2.25-2.5	1.5-1.75	1.5-1.75	1.5-1.75
失業率	3.9	3.7	3.5	3.5

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