

### 3. 米国経済

#### 18年10-12月期は成長減速を予想

18年10-12月期の実質GDP成長率（速報値）は、米政府機関の一部閉鎖を受けて、公表が延期されている。当社では前期比年率+2.0%前後の成長率を見込み、前期（同+3.4%）から伸びが低下したものの、潜在成長率を上回る成長持続を予想する。ただし、米国経済の先行きは、①米中貿易協議の結果、②FRBの金融政策の行方に左右され得る。

#### 複数の要因が重なり、株価が一時急落

18年12月半ばから年末にかけて米国株価が急落した。12月24日の終値は、17年9月上旬以来、約1年3ヶ月ぶりの安値となった。今回の米国株価急落のきっかけは、①18年中に4度目となるFOMCによる利上げ（12月19日）であった。しかし理由はそれだけではない。②予算をめぐる議会対立による政府機関閉鎖、③中国経済の減速と米国企業の収益悪化懸念、④米中貿易協議の行方の不透明感など様々な悪材料が重なったことが背景にある。その後、19年1月末にかけて株価は回復し12月の急落前の水準まで戻っているが、米国経済政策の不確実性、米国経済の減速などを背景に、金融市場は不安定化しやすい地合いにある。

#### 家計部門は依然堅調も、企業の景気見通しが悪化

金融市場が不安定化するなかでも、家計部門の経済活動は堅調だ。消費は、①良好な雇用・所得環境、②減税による押し上げ効果を背景に、18年10-12月期も拡大基調を維持。失業率は、直近11ヶ月において4%以下（CBO（議会予算局）が発表している長期の自然失業率は約4.6%）で推移しており、賃金も直近6ヶ月において前年比+3%程度と高い伸びを続けている。

一方で、企業活動には若干の陰りが見え始めている。ISM景況指数において、製造業は18年8月に約14年ぶりの高水準を、非製造業は同年9月に過去最高値を記録したが、同年12月には両指数とも大きく下落した。製造業指数はその後、若干反発したものの、景況指数は以前の水準には戻っていない。

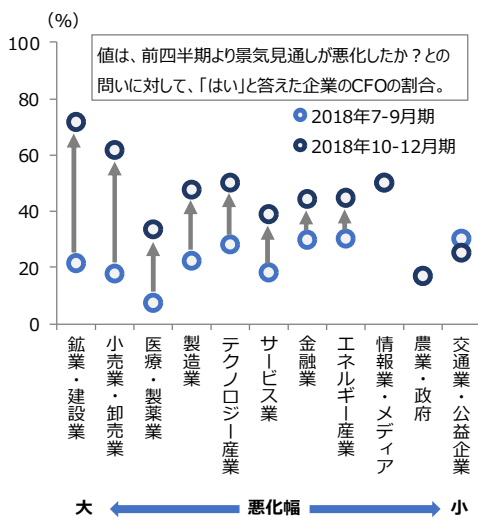
加えて、米国企業の景気見通しも悪化した（図表3-2）。企業による景気見通し（18年10-12月期）を産業別にみると、鉱業・建設業、小売業・卸売業、医療・製薬業、製造業、テクノロジー産業で、大きく悪化した。こうした産業では米国の輸入関税引上げに伴う、①他国の報復関税による輸出減少、②中間投入コストの上昇、という2つの経路を通じた企業収益への影響が大きいと予想される（図表3-3）。米中間をはじめとする通商対立は、企業の景気見通しを慎重化させているとみられる。

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	2.2	2.8	2.1	2.0
個人消費	2.5	2.6	2.1	1.8
設備投資	5.3	6.8	3.5	3.1
住宅投資	3.3	▲0.1	▲0.9	1.8
在庫投資寄与度	▲0.0	0.0	▲0.0	0.1
政府支出	▲0.1	1.9	3.3	3.7
純輸出寄与度	▲0.4	▲0.3	▲0.4	▲0.3
輸出等	3.0	3.4	1.8	2.2
輸入等<控除>	4.6	4.2	3.5	3.3
FFレート誘導水準（年末）	1.25-1.5	2.25-2.5	2.5-2.75	2.5-2.75
失業率	4.3	4.1	4.1	4.2

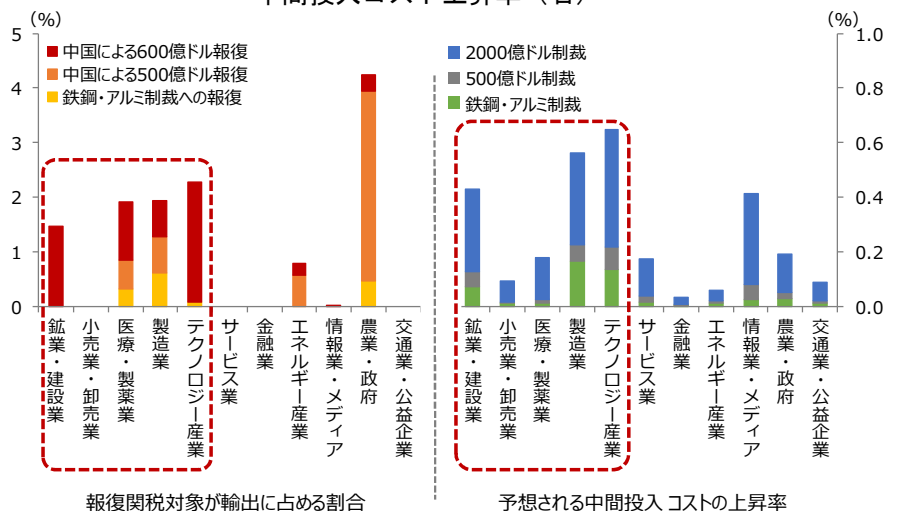
出所：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、  
予測は三菱総合研究所作成

図表 3-2 産業別の景気見通し



注：情報業・メディア、農業・政府は7-9月期と10-12月期で変化なし。  
出所：Duke CFO Global Business Outlook より  
三菱総合研究所作成

図表 3-3 貿易摩擦による各産業の輸出への影響（左）と  
中間投入コスト上昇率（右）



注1：分類は図表3-2の分類に基づき、データは利用可能ななかで最新。  
注2：報復関税に農産品が多く含まれている一方で、農家の景気見通しが悪化していない理由は、政府による農家への補助金支給が挙げられる。  
出所：USTR、UN Comtrade、UNCTAD、米国経済分析局、各種資料より三菱総合研究所作成

## 中国製品への追加制裁関税は一旦延期も、警戒感は依然強い

米国は19年1月に予定していた2,000億ドル規模の中国製品に対する制裁関税率の引き上げ（10%→25%）を延期し、90日間（18年12月から19年2月末まで）の交渉期間を設けた。米中貿易協議のなかで、米国側は、対中貿易赤字の問題のみならず、中国企業による技術移転強要の問題や中国政府による特定産業への不適切な補助金などについても、中国側に解決策の提示を求めていくとみられている。米中間で妥協点を見出す可能性はあるものの、協議が決裂すれば、現在延期されている関税率引き上げが再び発動されるとみられ、予断を許さない状況にある。

## 20年にかけて成長減速へ、19年は2.1%、20年は2.0%を予想

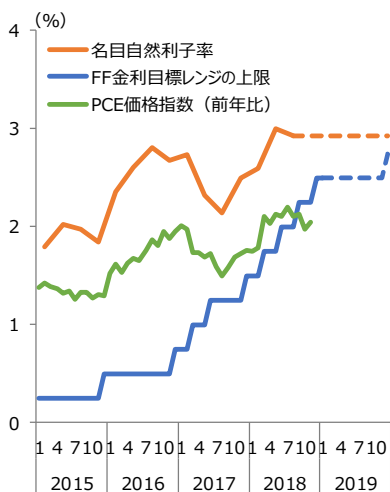
先行きの米国経済は、20年にかけて成長減速を見込む。良好な雇用・所得環境が消費を下支えすると予想されるものの、米中貿易摩擦の影響顕在化や既往の減税効果の剥落、議会のねじれに伴う予算審議の難航などにより、19年は前年比+2.1%まで成長減速を見込む（前回から変更なし）。20年は、引き続き貿易摩擦が景気の重石となると予想されるほか、大統領選を控えるねじれ議会のもとで20年度予算（19年10月～）をめぐる審議難航も予想され、同+2.0%と予測する。見通しの前提として米中貿易協議の決裂は回避、既に実施済みの2,000億ドル10%は継続するも、一段の引き上げは回避されると想定する。

経済の減速が見込まれるなか、米国FRBの政策金利は、19年中は1回（0.25%p）の利上げにとどまり、20年は利上げなしと予想する。その理由として、①米国の政策金利が中立金利に近い水準にある（図表3-4）、②世界経済減速による原油安がインフレ圧力を和らげる要因になる、③FRBのバランスシート縮小継続が量的な面での金融引締め効果をもたらす<sup>2</sup>、の3つがある。ただし、次に挙げるリスクが顕在化し、潜在成長率（1.8%程度）を下回る水準まで成長ペースが鈍化していく場合には、利下げすら視野に入ってくる。

## 貿易摩擦、株価・住宅価格、政治の3つの下振れリスク

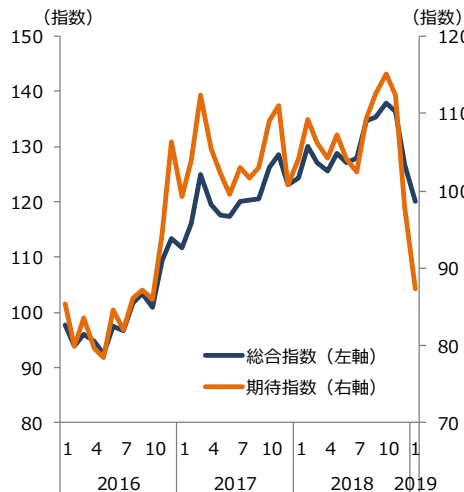
米国経済の下振れリスクは、第1に、米中貿易協議の決裂による対中制裁関税の更なる引き上げである。輸入物価の一段の上昇による消費財価格の上昇、株価下落による逆資産効果やマインドの悪化、などを通じて消費の抑制要因となり得るほか、生産コスト増大や対抗措置に伴う輸出減少が企業収益を下押ししかねない。第2に、株価・住宅価格の下落である。18年末以降、金融市場の不安定化などの影響を受け、消費者マインドが悪化している（図表3-5）。今後、米国株価が再び不安定化した場合や、軟調な動きを続ける住宅市場（図表3-6）がさらに悪化した場合などには、消費性向の悪化や逆資産効果を通じて消費の下振れ要因となる。第3に、議会のねじれによる政府機関閉鎖の再発や債務上限問題を巡る混乱である。18年12月から続いた一部政府機関の閉鎖は一旦解除されたが、民主党が下院の過半数を握る状況のなか、20年の大統領選をにらみ議会での対立が先鋭化する可能性が高い。

図表 3-4 米国の物価と金利水準



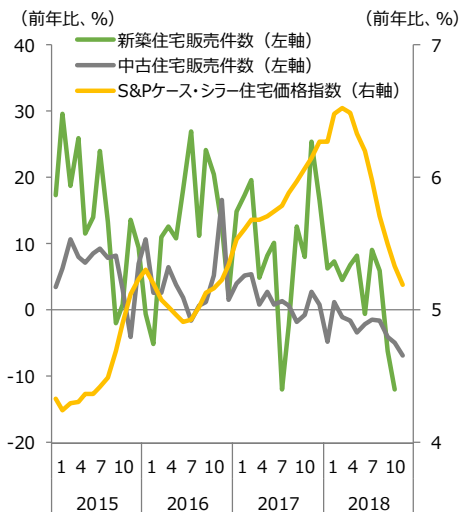
出所：FRED より三菱総合研究所作成

図表 3-5 消費者マインド



出所：カンファレンス・ボードより三菱総合研究所作成

図表 3-6 住宅の販売件数と価格



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

<sup>2</sup> パウエル FRB 議長は19年1月の記者会見で、中央銀行のバランスシート縮小のペースを見直す可能性があることを示唆したが、当社見通しでは既往の縮小ペースの維持を前提としている。