

19年1-3月期は成長加速も、内需は減速傾向

19年1-3月期の実質GDP成長率は、季調済前期比年率+3.2%と前期(同+2.2%)から伸びが加速したが、中身をみると、在庫の増加や輸入の減少によるところが大きく、数字ほど米国経済が良い状況ではない。消費や投資の伸びは前期から低下しており、内需の伸びは減速傾向にある(図表3-2)。

雇用・所得環境が堅調を維持も、消費は伸び鈍化

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%)で推移し、賃金は前年比+3%台前半と高い伸びを持続(図表3-3)。ただし、雇用者数の伸びはやや鈍化した(18年10-12月期の平均前月差+23.3万人から、19年1-3月期には同+18.0万人へ縮小)。雇用・所得環境の先行きは、堅調さを維持しつつも雇用者数の増加ペースは緩やかになると見込む。

一方、消費は伸びが鈍化している。実質個人消費は、18年10-12月期の前期比年率+2.5%から、19年1-3月期は同+1.2%に減速。①既往の減税効果の剥落、②株安などによる消費者マインドの悪化に加え、③政府機関の一部閉鎖、④寒波などの特殊要因も消費の足を引っ張った。消費の先行きは、株価や消費者マインドは弱めの動きが予想されるものの、上記③、④などの特殊要因の剥落に加え、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。

企業の景況感は製造業を中心に悪化

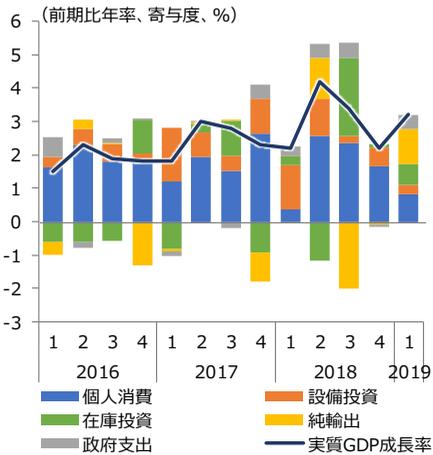
企業活動も軟調な動きが続いている。ISM景況指数は18年後半以降に低下傾向にある(図表3-4)。①米中貿易摩擦の影響顕在化、②消費者マインド悪化に伴う消費の鈍化などが要因とみられる。また、資本財新規受注(航空機および軍需除く)は18年入り後に伸びが鈍化傾向にある。米中通商協議の行方次第で先行きの事業環境が大きく変わりうるため、企業の投資スタンスが慎重化している。

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	2.2	2.9	2.1	1.9
個人消費	2.5	2.6	1.9	1.5
設備投資	5.3	6.9	3.5	2.7
住宅投資	3.3	▲0.3	▲1.9	1.8
在庫投資寄与度	▲0.0	0.1	0.1	0.1
政府支出	▲0.1	1.5	2.5	3.4
純輸出寄与度	▲0.4	▲0.3	▲0.0	▲0.2
輸出等	3.0	4.0	1.5	1.4
輸入等<控除>	4.6	4.5	1.2	2.0
FFレート誘導水準(年末)	1.25-1.5	2.25-2.5	2.25-2.5	2.25-2.5
失業率	4.3	4.1	4.1	4.2

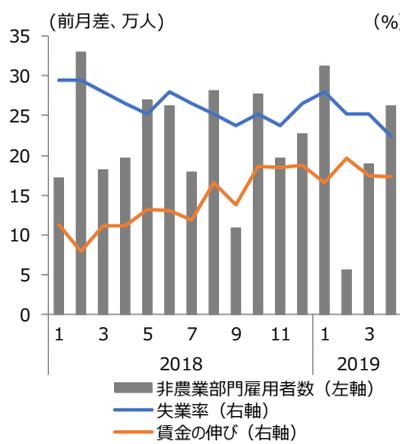
出所：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、予測は三菱総合研究所作成

図表3-2 実質GDP寄与度分解



注：四半期ベース。  
出所：米国労働省(BLS)より三菱総合研究所作成

図表3-3 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3-4 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

米中通商協議は状況が一転、関税率が引き上げられる結果に

既往の対中制裁関税の引上げが米国企業の生産・投資や景況感に重石となるなか、米中貿易摩擦は更に激しさを増している。米中間の通商協議は当初、妥結目前とみられていたが、5月上旬に状況が一転し、米国は2,000億ドル相当の中国製品に課している関税率を10%から25%に引き上げた。これに対し、中国が新たな報復措置を発表したほか、報復措置に対する更なる制裁関税として、米国はこれまで制裁関税の対象外としていた約3,000億ドル相当の中国製品に25%の制裁関税も検討している。今後、米中間の更なる関係悪化が懸念される。

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。EUによるエアバス社への補助金に対する制裁関税だ。米国側は、エアバス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、EU製品に対する同額規模の制裁関税を検討している。EU側も報復関税の検討を開始した。EUは、

米国にとって重要な貿易相手国であるだけに、今後の展開には注意すべきだ。

## FRBは金融政策の正常化を一旦休止

米国経済の成長減速が見込まれるなか、FRBは金融政策のスタンスを転換した。19年3月開催のFOMCでは、当面FF金利の誘導目標値を2.25~2.50%に据え置くほか、17年9月から続いたバランスシート縮小を19年9月末で終了することも発表された。15年12月に開始された米国の金融政策正常化への動きは一旦休止となる。FOMC参加者による19年末のFF金利見通し(中位値)は、18年12月時点の2回から、わずか3ヶ月で0回に修正された。背景には、中国や欧州をはじめ世界経済の減速感が強まるなか、消費や設備投資の伸びが鈍化し、物価見通しも低下してきたことが挙げられる(図表3-5)。

次の一手が利上げ再開か、利下げに転じるかは現時点では明確にされておらず、経済状況を「忍耐強く注視」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が、後述する下振れリスクの顕在化によって、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。

## 20年にかけて成長減速へ、19年は2.1%、20年は1.9%を予想

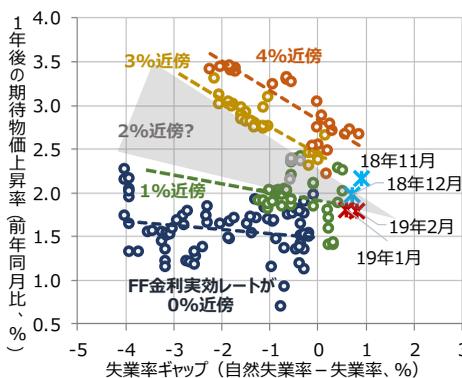
先行きの米国経済は、20年にかけて成長減速を見込む。良好な雇用・所得環境が消費を下支えすると予想されるものの、米中貿易摩擦の影響顕在化や既往の減税効果の剥落、議会のねじれに伴う予算審議の難航などにより、19年は前年比+2.1%まで成長減速を見込む。19年1-3月期の実績値が上振れた一方、対中制裁関税の引上げによる下振れにより、前回見通しから変更なし。20年は、貿易摩擦の影響が景気の重石となるほか、大統領選を控えるねじれ議会のもとで20年度予算(19年10月~)をめぐる審議難航も予想され、同+1.9%と予測する(前回から▲0.1%p下方修正)。見通しの前提として、米国が既に実施している対中制裁関税(2,000億ドル、25%まで)が、19年・20年の間は継続すると想定する。

## 米中通商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1に、米中通商協議の決裂による対中制裁関税の更なる引上げである。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、交渉決裂による関税引上げを回避したとしても、米中間の合意が市場の想定よりも保護主義的な内容(発動済みの制裁関税を据え置くなど)となった場合、金融市場は不安定化する可能性がある。第2に、住宅価格の伸びの低下だ。軟調な動きを続ける住宅市場(図表3-6)が更に悪化すれば、消費性向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、議会のねじれに伴う、議会審議の難航である。現在、米国議会では、民主党が下院の過半数を占める。こうした状況のなか、20年の大統領選をにらみ、債務上限引上げ(9月頃まで)など様々な審議において、議会での対立が先鋭化する可能性がある。

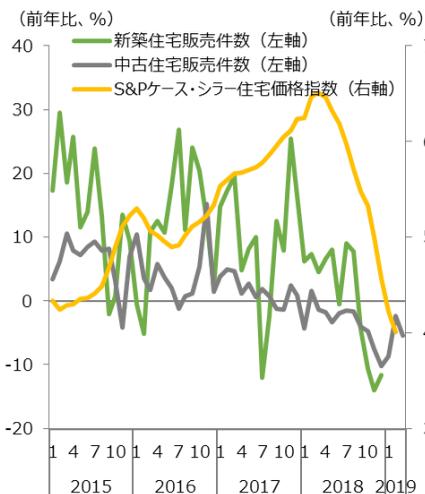
こうしたリスクが顕在化すれば、再び金融緩和局面へと移行せざるを得なくなるが、その場合の金融政策上の対応余地は、金利の面でも資産規模の面でも小さい(図表3-7)。今後、米国が経験する景気減速期が短く浅いものであれば対処可能とみるが、長く深い減速期へと突入した場合、利下げや資産規模の拡大には限度があることから、FRBは金融政策の難しいかじ取りを迫られることになるだろう。

図表 3-5 米国の物価と金利水準



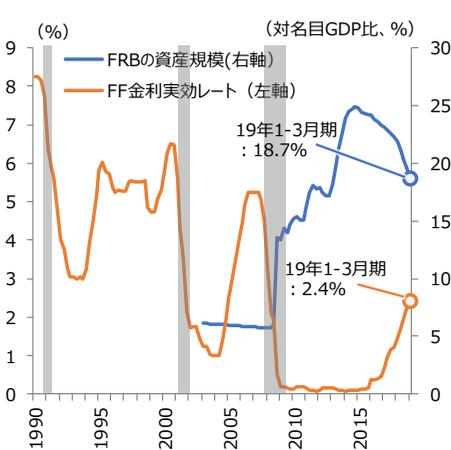
注：前後3ヶ月平均値。期間は2008~2010年を除く1990~2017年。点線は実効レートの水準に基づいた近似直線。実効レートが2%近傍のデータは少ないため近似直線は割愛。  
出所：BLS、FRBより三菱総合研究所作成

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

図表 3-7 FF金利とFRB資産規模



注：四半期平均。影の期間は、景気後退期。  
出所：FRBより三菱総合研究所作成