

米国経済の見通し

～米中貿易摩擦が激化も堅調な個人消費が緩やかな景気拡大をサポート～

1. 米国経済の概況

1-3月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.1%と、前期（同+2.2%）から加速した。輸出の伸びの加速（同+4.8%、前期同+1.8%）と輸入の伸びのマイナス転化（同▲2.5%、前期同+2.0%）を背景に純輸出の寄与度が同+1.0%ポイントと3四半期ぶりにプラス転化したことや、在庫投資の寄与度が拡大したことが要因である。項目別にみると、個人消費は、1月下旬まで継続した政府機関の一部閉鎖や昨年末までの株価の大幅下落、悪天候等の影響により、自動車を中心とする耐久財消費が減少したことで、同+1.3%の伸びと前期の同+2.5%から鈍化した。ただ、非耐久財消費・サービス消費が堅調に推移しており、個人消費全体で見れば底堅さを見せた形である。他方、設備投資は、機械設備投資の伸び率の鈍化を受け、同+2.3%の伸びと前期の同+5.4%から減速した。また、住宅投資（同▲3.5%）は5四半期連続の減少と、引き続き弱含んでいる。

4月以降についても、個別経済指標を見ると、鉱工業生産や資本財受注等一部指標には弱さが見られるものの、後述の通り、個人消費の動向を示す小売売上高での明確な持ち直しの動き等も踏まえると、拡大ペースを鈍化させながらも、4-6月期も景気の拡大基調は続いているものと推察される。米国の景気循環における直近の底は2009年6月とされるため、4-6月期が終了した時点で今次景気拡大は10年目を迎えることとなり、1990年代から2001年にかけての景気拡大期間の最長記録（120ヵ月＝10年間）に並ぶこととなる。

この先、どこまで景気拡大期間記録を伸ばすかは注目されるところである。目下の焦点であるところの米中貿易摩擦については、4月まで一部に交渉妥結の期待感が高まっていたものの、5月上旬にトランプ大統領が関税の引き上げ再開を表明以降、急速に激化している（第1表）。こうした米中間の対立の底流には、中長期的な両国間の技術覇権競争があり、また其々の国内情勢を勘案すると、短期間で根本的な解決にまで漕ぎ着けるのは容易ではないと予想される状況である。

第1表：米中貿易摩擦に関する足元の状況

日付	概要
5月5日	トランプ大統領が対中輸入品約2,000億ドルに対する関税の再引き上げを表明
5月10日	米国が対中輸入品約2,000億ドルに賦課されている追加関税率を10%から25%に引き上げ
5月13日	米国が対中輸入品約3,000億ドルについても追加関税を賦課する計画を表明 中国も対抗措置として6月1日から対米輸入品約600億ドルへの追加関税率の引き上げを表明
5月15日	米国が中国通信機器大手に対する実質的な輸出入禁止措置を発表

（資料）各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

また、足元では米国への不法移民流入の対策が不十分として、トランプ政権がメキシコからの全輸入品に対して5%の追加関税を掛ける方針を発表するなど、米中以外でも貿易

の波乱要因が持ち上がっている（2018年のデータによると、メキシコからの輸入額は米国の全輸入額の14%と、中国（21%）に次ぐ第2位を占める）。

こうしたなか、先行きについては、米国経済のファンダメンタルズの強さと米中貿易摩擦等政策要因が起因の下押し圧力をどう評価するかがポイントとなろう。経済の約3分の2を占める個人消費をみると、上述の通り1-3月期に一部弱さがみられたものの、労働市場の改善持続を背景に個人所得の拡大が継続する中、当面底堅さを維持する公算が大きい。米中貿易摩擦の影響については、①今後の協議や対抗措置の展開、②家計・企業等へのマインド面での影響等、依然読み切れない部分は大きいものの、貿易の米国経済に対するウェイトからすれば、その影響は限定的とみられる。また、対メキシコ関税措置は、そもそも「貿易問題」ではなく「不法移民問題」に起因する措置であり、メキシコ政府も同問題の解決に向け米国政府と話し合う方針を明確にしていること等を勘案すると、現時点では関税賦課長期化のシナリオは回避されると想定する。但し、トランプ政権発足当初に打ち出された財政政策による押し上げ効果が今後減衰していく中ではこれまでのような高い成長は見込み難く、来年にかけては2%弱とみられる潜在成長率程度の拡大ペースにまで減速してくる可能性が高いだろう（第1図）。また、足元の貿易摩擦激化等に伴い注目度が下がっているものの、今年3月に復活した債務上限問題についても、引き続き動向を注視していく必要がある。

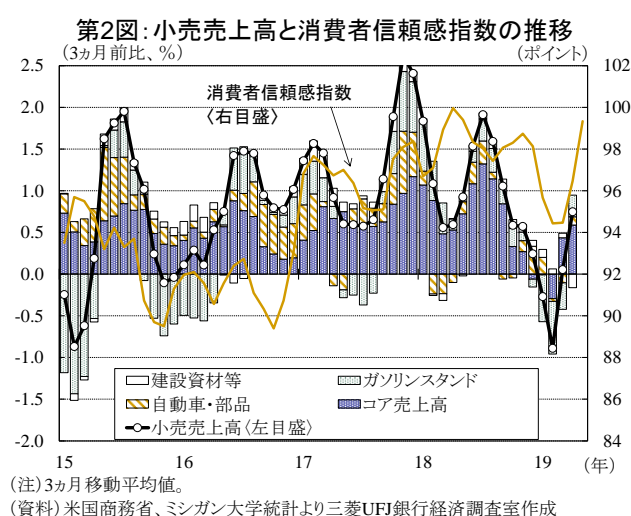
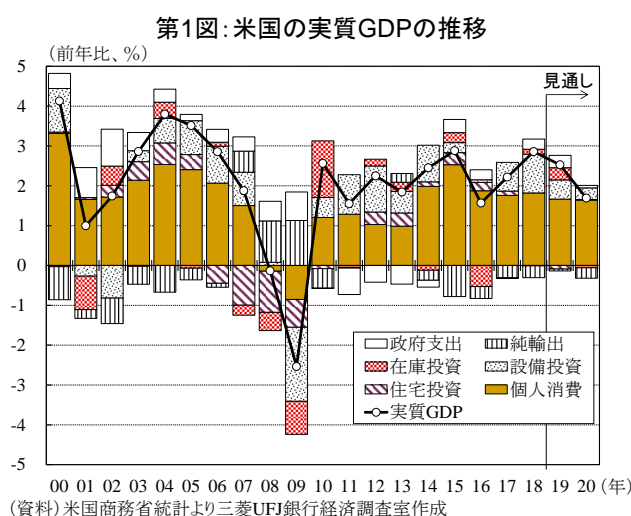
金融政策については、FRBは現在「当面様子見」の姿勢に転じており、内部では金融政策の枠組み再点検中としている。こうしたなか、足元の米中貿易摩擦のエスカレーションや対メキシコ関税措置等により世界経済の悪化懸念が再び台頭し、米国債市場でも利下げ催促相場的に長期金利が急落するなど、落ち着きを取り戻していた金融市場にも警戒感が広がっている。一方、足元までの低インフレ率は「一時的である」とFOMCメンバーが判断していること等も総合的に勘案すると、FRBは当面金利を上下ともに動かし辛く、このまま据え置きを続けるものと予想する。金融政策枠組み再点検の結果及び2020年の大統領選挙は先行きの波乱材料であるため、FRBが本来の中立金利を目指して利上げを再開するとしても大統領選挙終了後の来年年末となろう。

2. 見通し上のキーポイント

(1) 拡大を続ける雇用と所得を背景に堅調さを保つ個人消費

個人消費の動向を示す代表的な指標である小売売上高を消費者マインドを表す消費者信頼感指数と並べると、年末年始の小売売上高の落ち込みは、昨年終盤の株価下落や政府機関の一部閉鎖等を背景とした消費者マインドの低下によるものであったことが示唆される。堅調な個人所得に加え、年初来から株価が概ね持ち直していることを背景とした消費者マインドの回復を受け、足元では持ち直しの動きを明確に示している（第2図）。この先も米中貿易摩擦や対メキシコ関税措置を受けた消費者マインドの動向には留意されるものの、ベースとなる個人所得が堅調を維持できれば消費も底堅い推移が見込めるものと予想する。

この点、雇用面をみると、足元4月の非農業部門雇用者数は前月比+26.3万人と高い伸びを示している。同雇用者数の前月比増加幅の平均を取ると、2019年は4月までで同+20.5万人と、2018年の同+22.3万人こそ下回るものの、好不調の目安とされる同+20万人を超えて推移しており、依然として雇用者数は前年比+2%弱程度のペースで堅調に増加していると評価される。また、労働市場の改善が続く中、賃金上昇率も前年比+3%を越えて推移しており、中小企業の賃金引き上げ計画等からは、この先も緩やかな賃金上昇が続くことが示唆される。斯かる雇用者数の増加と賃金の上昇等を掛け合わせると、個人所得は同+5%程度での増加が続く公算が大きく、延いては個人消費を堅調に支える展開となる。



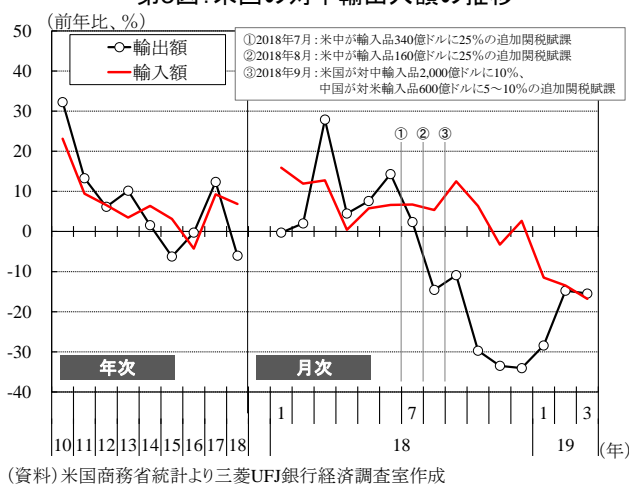
(2) 米中貿易摩擦の影響

米国の対中国向け輸出入の推移をみると、米中間の追加関税の応酬の影響は既に顕著に現出している。まず、米国の対中国輸出をみると、昨年7月の中国による追加関税賦課以降、8月より前年比マイナスの伸びに転化、12月には前年比▲34%の大幅な減少を記録した(第3図)。対中国輸入をみても、9月より伸び率の鈍化が始まり、直近3月では3ヵ月連続で前年比▲10%超のマイナスの伸びを記録している。5月13日に米中両国が公表した更なる追加関税の賦課が発動されれば、輸出入両面においてマイナス幅が拡大する公算は大きいだろう。米中間の対立の底流には、中長期的な両国間の技術覇権競争があり、またそれぞれの国内情勢を勘案すると、短期間で根本的な解決にまで漕ぎ着けるのは容易ではないと予想されることから、こうした貿易チャンネルのマイナス影響は当面続くことを覚悟する必要があるものと思われる(25%の追加関税がフルに掛かることの前年比効果は、これから最低1年は持続することに加え、国内物価への影響やサプライチェーンの変更等の負担は更に長期間続く)。

ただし、米中貿易摩擦の貿易チャンネルを通じた実質GDPへの影響を試算すると、米国については実質GDP成長率を▲0.3%ポイント押し下げるに止まり、米国の内需の底堅さを勘案すれば、米中貿易摩擦が景気に与える影響は限定的であると考えられる(第4図)。

米中貿易摩擦の経済へのインパクトについては、貿易チャンネル以外の影響、即ち企業マイノリティの悪化とそれに伴う設備投資の抑制等が考えられる。しかし、地区連銀景況報告等をみる限り、全米各地域で強い悪影響が想定されている状況ではなく、また連邦議会でも依然党派を問わず対中強硬論が優勢である点を鑑みると、農業州等の一部を除けば、選挙民が米中摩擦の悪影響を選出議員に訴えている状況でもなさそうだ。今後も十分に注意を払う必要があるものの、本件に米国景気を失速に追い込むまでの影響を想定するに足る状況証拠は見られない。

第3図：米国の対中輸出入額の推移



第4図：米中相互の関税賦課が米国の実質GDP成長率に与える影響の試算

対中輸出の価格弾性値	▲ 1.3
中国による対米対抗関税の平均関税率(%)	18.2
企業による価格への転嫁率(%)	48
対中実質輸出への影響(%)	▲ 11.1
中国向け輸出が輸出全体に占める割合(2018年, %)	7.2
実質輸出への影響(%)	▲ 0.8
GDPに占める財輸出の割合(2018年, %)	9.6
対中輸出における米国内の付加価値率(%)	90
輸出減少による実質GDP成長率への影響(%ポイント)①	▲ 0.1
米中の関税賦課を受けた米国民間部門の実質的な所得減少による実質GDP成長率への影響(%ポイント)②	▲ 0.2
米中相互の関税賦課が実質GDP成長率に与える影響(①+②)(%ポイント)	▲ 0.3

(注)『中国による対米対抗関税』については、現在対抗関税が付加されていない品目についても平均で15%の関税が付加されると仮定。
『価格への転嫁率』は、輸出における為替レートのパススルー率を参考とした。

(資料) 米国商務省、労働省統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融政策と長期金利

金融政策については、FRBは年末年始にかけての金融市場動揺や世界経済の減速懸念を背景に、1月に「緩やかな金利引き上げ姿勢」から「様子見姿勢」に転じることを示唆し、更に3月のFOMCにおいて利上げを見送るとともに、FRBが保有する証券残高の段階的縮小を今年9月末で終了することを決定するなど、年初以降ハト派的な姿勢を強めている。実際、投票メンバーの今年の利上げ回数見通し中央値は2回から0回に減少している。こうした中、足元の米中貿易摩擦のエスカレーションや対メキシコ関税措置等により世界経済の悪化懸念が再び台頭しており、米国債市場でも利下げ催促相場的に長期金利が2年10ヵ月ぶりの水準に急落するなど、落ち着きを取り戻していた金融市場にも警戒感が広がっている。

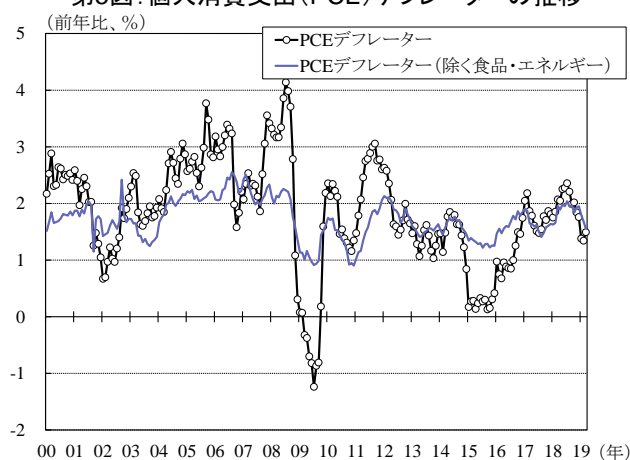
これとは別に、昨年11月に明らかにしたように、FRB内部では今年中という時間軸で金融政策の枠組み再点検が進められており、6月には専門家会合も予定されている。その議論の方向性は未だ明らかではないものの、インフレ率の評価が一つの焦点とされている。即ち、2%のインフレ目標は一時的に達成すれば良いのではなく、景気後退期も含めた一定期間の平均インフレ率が2%になるようにすべきとの見解が取り沙汰されているようである。FRBの重視する個人消費支出(PCE)デフレーター伸び率は近年前年比+2%を下回る事が多いことから、これはこの先PCEデフレーター伸び率を当面前年比+2%を上

回って推移させるほどの緩和的な金融政策を許容する考え方であるとも解釈される（第5図）。

もつとも、FOMCの議事録を確認する限り、多くのFOMCメンバーは足元までの低インフレ率を「一時的である」と判断しているようであり、インフレ指標のみに依拠して利下げを実施する機運はまだ生まれていないと思われる。また、FRBが伝統的に重視してきた失業率などの雇用指標は歴史的に良好な水準にある。したがって、これらを総合的に勘案すると、FRBは当面金利を上下ともに動かし辛く、年内はこのまま据え置きを続けるものと予想する（第6図）。

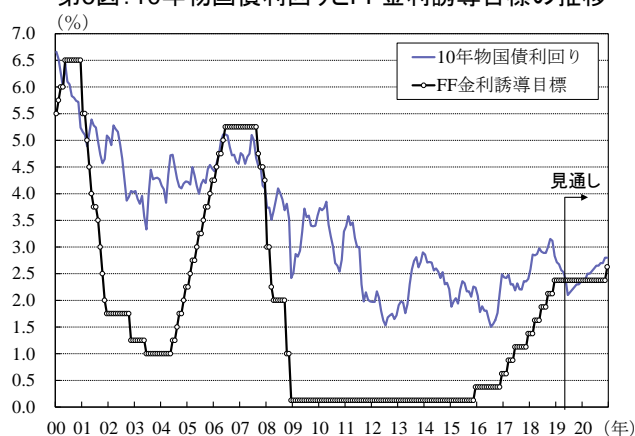
年末から来年にかけては、金融政策枠組み再点検の結果及び2020年の大統領選挙が波乱材料である。後者については、現在民主党候補が相当数立候補しており、どのような選挙戦になるかは依然判然としない。しかし、来年に掛けて潜在成長率へのある意味自然な減速が予想されるなかで、大統領選挙を意識するトランプ政権からの公然の利下げ圧力にFRBがどう対処するかは一つの焦点ともなろう（「枠組み再点検」はその予防線とも考えられる）。現時点では、新しい金融政策の枠組みがどうなるかという点は留意されるものの、大統領選挙終了後の来年年末には労働需給の逼迫を根拠に本来の中立金利を目指して利上げ再開が志向される可能性は相応にあるものと考えられる。

第5図：個人消費支出(PCE)デフレーター推移



(資料) 米商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図：10年物国債利回り及びFF金利誘導目標の推移



(注) 2008年12月以降の『FF金利誘導目標』は、誘導目標レンジの中央値。
(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

(杉江 次郎)

米国経済・金融見通し

見通し

	2018				2019				2020				2018年	2019年	2020年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
1. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、%）	2.2	4.2	3.4	2.2	3.1	1.9	1.9	1.3	1.8	1.7	1.7	1.6	2.9	2.5	1.7
個人消費	0.5	3.8	3.5	2.5	1.3	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2.6	2.4	2.4
住宅投資	▲ 3.4	▲ 1.3	▲ 3.6	▲ 4.7	▲ 3.5	▲ 2.0	▲ 0.3	0.2	0.9	0.9	0.9	0.9	▲ 0.3	▲ 2.7	0.4
設備投資	11.5	8.7	2.5	5.4	2.3	3.0	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	6.9	3.3	2.0
在庫投資（寄与度）	0.3	▲ 1.2	2.3	0.1	0.6	▲ 0.5	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3	▲ 0.1
政府支出	1.5	2.5	2.6	▲ 0.4	2.5	3.2	2.7	▲ 2.0	0.5	0.3	0.3	0.2	1.5	1.8	0.4
純輸出（寄与度）	▲ 0.0	1.2	▲ 2.0	▲ 0.1	1.0	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.3
輸出	3.6	9.3	▲ 4.9	1.8	4.8	2.5	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	4.0	2.4	2.3
輸入	3.0	▲ 0.6	9.3	2.0	▲ 2.5	3.0	3.4	3.2	3.1	3.1	3.0	2.9	4.5	2.0	3.1
国内民間最終需要	2.1	4.4	3.1	2.7	1.3	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2	2.1	2.1	3.2	2.4	2.2
名目GDP（前期比年率、%）	4.3	7.6	4.9	4.1	3.6	4.2	4.1	3.4	3.8	3.7	3.7	3.6	5.2	4.2	3.7
鉱工業生産（前期比年率、%）	2.3	4.6	5.2	3.9	▲ 1.9	1.8	1.5	1.7	1.1	1.0	1.1	1.0	3.9	1.8	1.3
失業率（%）	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.9	3.7	3.6
生産者物価（前年比、%）	2.8	3.0	3.0	2.8	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9	2.9	2.1	2.0
消費者物価（前年比、%）	2.2	2.7	2.6	2.2	1.6	2.1	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.4	2.0	2.1
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 2,233	▲ 2,055	▲ 2,295	▲ 2,331	▲ 2,175	▲ 2,221	▲ 2,266	▲ 2,312	▲ 2,175	▲ 2,221	▲ 2,266	▲ 2,312	▲ 8,913	▲ 9,013	▲ 9,113
経常収支（億ドル）	▲ 1,239	▲ 1,036	▲ 1,266	▲ 1,344	▲ 1,344	▲ 1,376	▲ 1,409	▲ 1,441	▲ 1,474	▲ 1,506	▲ 1,538	▲ 1,570	▲ 4,885	▲ 4,935	▲ 4,985
3. 金融															
FFレート誘導目標（%）	1.50-1.75	1.75-2.00	2.00-2.25	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.50-2.75	2.25-2.50	2.25-2.50	2.50-2.75
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	1.9	2.3	2.3	2.6	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.3	2.6	2.5
10年物国債利回り（%）	2.8	2.9	2.9	3.0	2.7	2.3	2.2	2.3	2.4	2.6	2.7	2.8	2.9	2.4	2.6

(注)『FFレート誘導目標』は、期末値。『3ヵ月物ユーロドル金利』と『10年物国債利回り』は、期中平均値。

(資料)各種統計、Bloomberg等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱 UFJ 銀行 経済調査室 杉江 次郎 jirou_sugie@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。