

米国経済の見通し

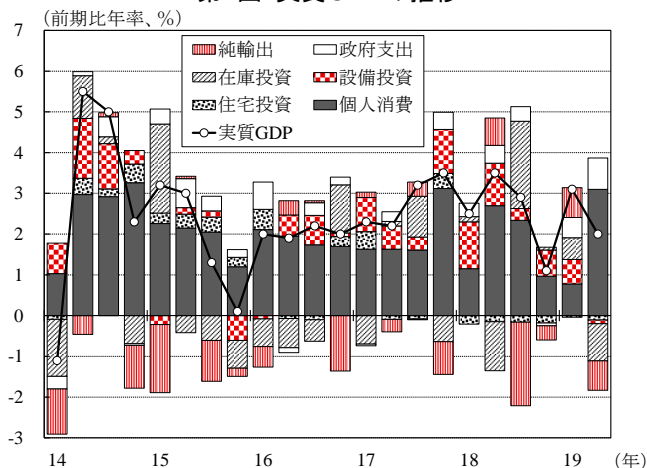
～米中通商摩擦の不確実性は高まるも堅調な個人消費が景気拡大を後押し～

1. 米国経済の概況

4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.0%と、前期（同+3.1%）から再び減速に転じた（第1図）。石油関連製品の製造業や自動車販売業関連での在庫調整の動きを受け、在庫投資の寄与度が1年ぶりにマイナスに転化（同▲0.9%ポイント、前期：同+0.5%ポイント）したことや、民間航空機等を中心とした輸出の減少（同▲5.8%、前期：同+4.1%）を背景に純輸出の寄与度も同▲0.7%ポイントとマイナスに転化したことが減速の主因である。また設備投資も、石油・天然ガスや商業・ヘルスケア関連産業の構築物投資が減少したことを受け、同▲0.6%の伸びと2016年1-3月期以来約3年ぶりのマイナスに転じている。一方、個人消費は同+4.7%の伸びと前期の同+1.1%から大幅に加速した。1-3月期は1月下旬まで継続した政府機関の一部閉鎖や昨年未までの株価の大幅下落、悪天候等を背景に個人消費の伸びは鈍化していたが、その影響が剥落したことで財・サービス消費共に前期からの反動も加わって加速したとみられる。2018年以降、個人消費はやや振れの大きい展開となっているが、均せば年率+3%程度の成長が続いているといえる。

足元の経済情勢を確認すると、経済指標では鉱工業生産や資本財受注等の統計には弱さが見られるが、後述の通り、消費動向を示す小売売上高の伸びが明確に持ち直していることを踏まえると、7-9月期も景気の拡大基調は続いているものと推察される。一方、G20での米中首脳会談を経て一旦小康状態となっていた米中通商摩擦は、8月1日にトランプ大統領が関税未賦課の対中輸入品約3,000億ドル相当に対する10%の追加関税賦課（9月1日以降、以下第4弾関税措置）を表明し、その後中国も報復措置を発表、それにトランプ大統領が更なる関税率引き上げで対抗するなど、再度激化している。なお、一時懸念された連邦債務・予算上限問題は、8月上旬に超党派予算法が成立し、一旦決着をみている。

第1図: 実質GDPの推移



(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表: GDP計数の暦年見通し

	2018年 (実績)	2019年 (見通し)	2020年 (見通し)
実質GDP	2.9	2.3	1.9
個人消費	3.0	2.6	2.5
住宅投資	▲1.5	▲2.5	0.4
設備投資	6.4	2.9	1.8
在庫投資(寄与度)	0.1	0.1	▲0.1
政府支出	1.7	2.3	1.4
純輸出(寄与度)	▲0.4	▲0.3	▲0.2
輸出	3.0	0.0	1.1
輸入	4.4	1.8	1.9
名目GDP	5.4	4.2	4.0

(資料) 米国商務省統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 先行きの見通し及びそのキーポイント

米国景気の先行きについては、個人消費の強さと外需・製造業の不振の綱引き及び第4弾関税措置を含めた米中通商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。結論を先取りするならば、米国経済は、設備投資等企業部門需要においてやや先行き慎重にみる必要はあるものの、GDPの約70%を占める個人消費は当面堅調地合を続け、来年にかけても年率+2%弱とみられる潜在成長率程度の拡大ペースを確保する可能性が高いだろう（前頁第1表）。第4弾関税措置の影響は、今後の協議や対抗措置の展開、家計・企業のマインドへの影響等、依然読み切れない部分は大きく警戒が必要だが、貿易の米国経済に対するウェイトが低いことや個人消費が堅調なことを勘案すれば現時点では吸収可能だと想定する。

金融政策については、FRBは9月のFOMCで▲0.25%ポイントの追加利下げを実施し、その後は来年に掛けて金利据え置きを指向しよう。但し、米中通商摩擦激化への対応やトランプ大統領からの圧力により更なる利下げを余儀なくされる可能性も少なからず考えられる状況といえる。

(1) 底堅い増加を続ける雇用と所得を背景に堅調さを保つ個人消費

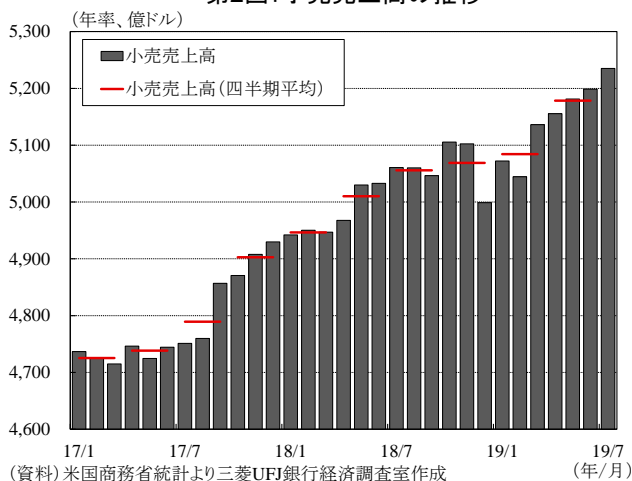
個人消費の動向を示す代表的指標である小売売上高をみると、約7割を占めるコア小売売上高（小売売上高から自動車、建材・園芸等、ガソリンスタンド売上を除いたもの）が直近7月に前月比+0.7%（速報値）の伸びを記録しており、7-9月期の個人消費も相応に強い成長が期待できる（次頁第2図）。米国経済がこの先も堅調地合を維持できるかは、こうした個人消費の強さが持続可能かどうかには懸かっているといても過言ではない。

消費動向は「消費能力」と「消費意欲」に分けて考えられるが、まず前者について雇用・所得環境を確認すると、雇用面では、足元7月の非農業部門雇用者数は前月比+16.4万人と製造業が停滞する中でも引き続き増加基調を維持している。これは、2018年通年の前月比増加幅平均である同+22.3万人からは幾分伸びが鈍化しているものの、景気拡大期間が過去最長の10年を越えたと見られるなか、依然として年率+1%台半ばの底堅いペースで雇用者が増加しているものと評価できる。賃金上昇率も昨年8月以降1年近く年率+3%を越えて高い水準で安定的に推移しており、また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、個人所得は名目で同+4%台程度、実質で同+3%台程度での増加が続く公算が大きく、延いては「消費意欲」が不変とすれば個人消費の伸びも同率で支える展開となろう（次頁第3図）。

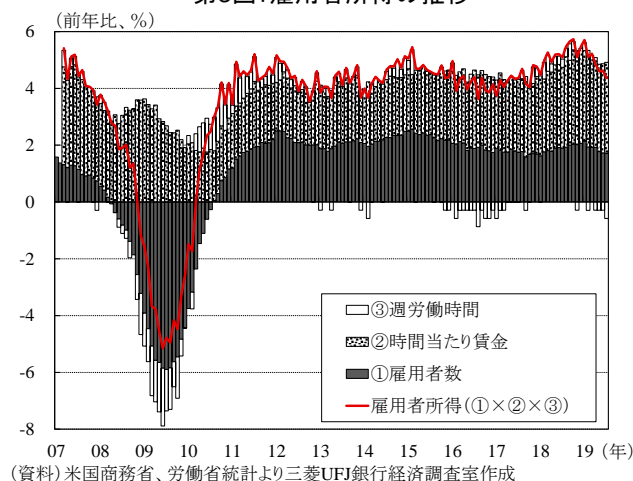
他方、後者の「消費意欲」については、米中摩擦の行方や実際の関税のインパクト、金融市場動向、更には来年の大統領選の展開なども影響する可能性がある。但し、上述のように雇用情勢が安定を維持するとみられることから、「消費意欲」が継続的に大きく落ち込むことは考えにくい。

以上を考えると、4-6 月期の伸び率は出来過ぎとしても、個人消費は来年にかけて引き続き実質 GDP 成長率に対して年率+2%弱程度の底堅い寄与を示す公算が大きいと考えられよう。また、これは外需や投資の停滞を吸収するバッファーにもなりえよう。

第2図：小売売上高の推移



第3図：雇用者所得の推移



(2) 第4弾関税措置の影響

第4弾関税措置については、8月1日の公表後、8月13日には一部品目の課税賦課が当初の予定日だった9月1日から12月15日に延期されることが発表された。9月1日から関税が賦課される品目（HTSコードベース）と12月15日に関税賦課が延期された品目（同）に分けると、前者は3,232品目と、品目数では第4弾関税対象全品目（3,812品目）の約85%を占める（次頁第2表）。一方、輸入金額（2018年通年ベース。以下同）で見ると、後者の対中輸入額が1,560億ドルと、第4弾関税対象全品目の対中輸入額（2,694億ドル）の約58%と過半を占めることになる。これらの内訳は、携帯電話やノートパソコン、玩具等の消費財が大半を占めるが（次頁第3表）、対中依存度（対中輸入金額の米国の輸入金額全体に占める割合）が約87%と、9月から関税が賦課される品目のそれ（約24%）を大きく上回っている。既に発動済の第1～3弾関税措置の対象品目と比べて、こうした消費財は他国からの輸入品で代替するのは困難であり、関税賦課による価格上昇の影響が消費者に直接的に及びやすいことから、トランプ大統領の説明通り、関税賦課延期が今年末のクリスマス商戦への影響を回避しようとしたためだったのは明らかである。

現時点では、中国の追加報復措置やそれに対する米国の対抗措置、その後一転して通商協議再開が示唆されるなど目まぐるしく情勢が変化しており、12月15日以降どうなるかも予断を許さない。米国の対抗措置については、大統領選挙への影響を鑑みて対中依存度の高い消費財への関税賦課は再延長が繰り返されるといったシナリオも考えられるが、米中間の底流には中長期的な技術覇権や安全保障上の対立があり、またトランプ大統領自身が「われわれは中国を必要としておらず、率直に言うと、中国がいない方がはるかに良いだろう」、「米国企業は直ちに中国の代替地を探し始めることが命じられている」とツイートしていることから、やはり米国企業に対し中国をハブとするサプライチェーンの見直

第2表：米国による第4弾関税措置の概要

	輸入額		対中依存度 (%)	品目数 (品)
	対中 (億ドル)	全体 (億ドル)		
	①	②	①/②	
第4弾関税対象(5月時点)	2,694	6,411	42	3,812
9月1日から実施	1,107	4,553	24	3,232
12月15日から実施	1,560	1,790	87	555
除外	27	68	40	25

【参考】

第1弾関税対象(昨年7月発動)	306	4,826	6	818
第2弾関税対象(昨年8月発動)	146	1,169	13	279
第3弾関税対象(昨年9月発動)	2,131	10,177	21	5,745

(注)『輸入額』は、2018年通年の実績。

(資料)米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3表：関税賦課が12月に延期された品目の
対中輸入額上位10品

順位	品目名	輸入額		対中依存度 (%)
		対中 (億ドル)	全体 (億ドル)	
		①	②	①/②
1	携帯電話	432	528	82
2	ノートパソコン	375	397	94
3	玩具	119	141	85
4	ビデオゲーム機	54	55	98
5	パソコン等のモニター	46	55	84
6	女性用履物	21	26	78
7	食卓用・キッチン用器具	20	23	83
8	LEDランプ	18	19	94
9	クリスマス用装飾品	17	18	95
10	テレビ用トランスミッション	15	17	91

(注)『輸入額』は、2018年通年の実績。

(資料)米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

しを迫るために最終的には関税を発動する可能性は高くなっているとみるべきだろう。

第4弾関税措置を含めた米中通商摩擦の貿易チャンネルを通じた実質GDPへの影響は、米中両国が相手国からの輸入品全額に対して30%の関税を賦課するというシナリオを想定した場合でも、米国については▲0.4%ポイントの下押しに止まると試算され、米国の内需の底堅さを勘案すれば、その影響は吸収可能であると現時点では想定される。関税政策の行方を見極めるため様子見で見送られてきた企業の投資活動もある程度の見切り発車で再開される動きも予想され、米中通商摩擦が米国企業部門の継続的縮小に繋がるとみるのも時期尚早だろう。但し、今後の協議や対抗措置の展開、家計・企業のマインドへの影響等、依然読み切れない部分は大きく、最大限の警戒が必要な状況に変わりはない。

3. 金融政策と長期金利

FRBは6月のFOMCにおいて金融政策のスタンスを年初来の「判断するのを辛抱強く待つ」から「情報を注視し、適切に行動する」へと修正し、利下げ方向に大きく舵を切る形となった。四半期毎に公表されるFOMC参加者による政策金利見通しでも、3月は全17人が年内金利据置き又は利上げを予想していたが、6月は約半数の8人が年内利下げ予想に転じる形となった。その上で、7月末に開催されたFOMCでは、広く予想されていた通り、2008年12月以来10年7ヵ月ぶりとなる政策金利（FF金利）誘導目標レンジの引き下げ（2.25%～2.50%⇒2.00%～2.25%）が実施され、併せて、当初9月末での終了を予定していた保有証券残高の段階的縮小を2ヵ月前倒しし、今年7月末で終了することが決定された。

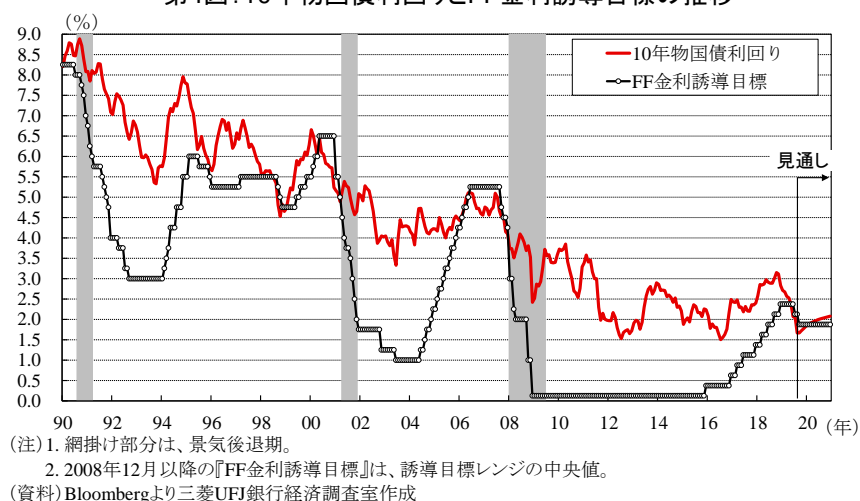
パウエル議長はFOMC後の記者会見で、今回の利下げの意図・理由として、「弱含む世界経済や通商問題からの下方リスクに備えた保険的な措置」、「不確実性の高まり等が実体経済に及ぼす悪影響を相殺するための措置」、「インフレ率をFRBが目標とする前年比+2%へと速やかに回帰させるための措置」の3点を指摘し、予防的な措置である旨を強調している。また、今後の金融政策運営については、今回の利下げは基本的には（景気）サイクル中盤における（政策）調整であり、追加利下げ判断はデータ次第である趣旨

の発言をするなど、確定した経路がないことも念押ししている。

しかし、7月 FOMC の声明文では、6月の FOMC 声明文から記載された「情報を注視し、適切に行動する」スタンスが引き続き踏襲され、「不確実性は依然として残存している」との認識も示されたことや、8月下旬に開催されたジャクソンホール会議でパウエル議長が第4弾関税措置の公表を発端に通商問題に係る不確実性が再び高まっていることや世界経済が減速色を強めているといった認識を示したことも勘案すると、やはり FRB は9月の FOMC で▲0.25%ポイントの追加利下げを実施するものと考えてよいだろう。その先については、足元の FF 金利水準（2%程度）が既に低く、更なる危機に備えて利下げ余地を温存する観点、あるいは米国経済は引き続き底堅い成長が続くと見られること等を勘案して、FRB は更なる追加利下げには慎重となり、来年末にかけて金利据え置きを指向するものと予想する（第4図）。

但し、金融政策決定を取り巻く環境が従来とは異なる様相を呈している点には十分な警戒が必要であり、従来以上に金利の下振れリスクには注意しておかなければならない。トランプ大統領から FRB やパウエル議長に対する公然の利下げ要求は7月末の利下げ決定を経ても和らぐことはなく、「FRB およびパウエル議長は、7月の利下げについて（パウエル議長が否定した）長期に亘る一連の利下げの始まりと発言すべきだった」、「FRB は7月の利下げの他に追加で3回の利下げをすべき」、「我々の問題は中国ではなく FRB だ」等とその具体性が増している。これに対して、FRB の歴代議長が中央銀行の独立性確保を訴える声明を出す動きなどもみられたものの、トランプ大統領は意に介していないように見える。2020年には大統領選挙が控えており、足元いくつかの世論調査でトランプ大統領の支持率が民主党のバイデン大統領候補の支持率を下回る結果も出ているなか、選挙を意識するトランプ大統領は景気の減速や株価の下落を許容することはできず、FRB に対してより強く利下げを要求することも想像されよう。こうしたことを踏まえると、教科書通りの展開とはならない可能性も否定できず、実際、市場参加者の多くはトランプ大統領の発言や姿勢等も材料視し、年内追加で3回の利下げを織り込みつつある状況である。これ

第4図：10年物国債利回りとFF金利誘導目標の推移



が長期金利の低下を促し、長短金利差の逆転が景気後退を想起させ、株式相場がネガティブに反応するという展開も繰り返されている。現在のところパウエル議長以外の **FRB** 高官からのメッセージも、追加利下げが必要とする声と当面様子見すべきとする声が交錯しているが、米中通商摩擦の激化やトランプ大統領からの圧力、更にはそれらを材料視する金融市場に催促される形で、10月以降必ずしも経済指標が十分弱含んでいないなかでも **FRB** が複数回利下げに追い込まれるリスク・シナリオにはやはり目配りが必要といえよう。

(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、%）	2.5	3.5	2.9	1.1	3.1	2.0	1.8	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8	2.9	2.3	1.9
個人消費	1.7	4.0	3.5	1.4	1.1	4.7	2.5	2.5	2.4	2.2	2.2	2.1	3.0	2.6	2.5
住宅投資	▲ 5.3	▲ 3.7	▲ 4.0	▲ 4.7	▲ 1.0	▲ 2.9	▲ 0.3	0.2	0.9	0.9	0.9	0.9	▲ 1.5	▲ 2.5	0.4
設備投資	8.8	7.9	2.1	4.8	4.4	▲ 0.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	6.4	2.9	1.8
在庫投資（寄与度）	0.1	▲ 1.2	2.1	0.1	0.5	▲ 0.9	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	▲ 0.1
政府支出	1.9	2.6	2.1	▲ 0.4	2.9	4.5	2.7	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.7	2.3	1.4
純輸出（寄与度）	0.0	0.7	▲ 2.1	▲ 0.4	0.7	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2
輸出	0.8	5.8	▲ 6.2	1.5	4.1	▲ 5.8	1.8	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	3.0	0.0	1.1
輸入	0.6	0.3	8.6	3.5	▲ 1.5	0.1	3.4	1.2	2.0	1.9	1.9	1.8	4.4	1.8	1.9
国内民間最終需要	2.5	4.3	3.0	1.8	1.6	3.5	2.3	2.3	2.3	2.1	2.1	2.1	3.4	2.4	2.3
名目GDP（前期比年率、%）	5.0	7.1	4.8	2.9	3.9	4.6	3.9	4.2	4.0	3.9	3.9	3.8	5.4	4.2	4.0
鉱工業生産（前期比年率、%）	2.3	4.6	5.2	3.9	▲ 1.9	▲ 2.1	1.3	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	3.9	1.0	1.1
失業率（%）	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.9	3.7	3.5
生産者物価（前年比、%）	2.8	3.0	3.0	2.8	1.9	1.9	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	1.8	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.4	1.9	2.1
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 2,207	▲ 2,064	▲ 2,279	▲ 2,323	▲ 2,165	▲ 2,227	▲ 2,272	▲ 2,317	▲ 2,165	▲ 2,227	▲ 2,272	▲ 2,317	▲ 8,873	▲ 8,973	▲ 9,073
経常収支（億ドル）	▲ 1,140	▲ 1,073	▲ 1,257	▲ 1,439	▲ 1,304	▲ 1,352	▲ 1,384	▲ 1,415	▲ 1,447	▲ 1,478	▲ 1,508	▲ 1,539	▲ 4,910	▲ 4,960	▲ 5,010
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	1.75-2.00	1.75-2.00	1.75-2.00	1.75-2.00	1.75-2.00	1.75-2.00	2.25-2.50	1.75-2.00	1.75-2.00
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	1.9	2.3	2.3	2.6	2.7	2.5	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.4	2.0
10年物国債利回り（%）	2.8	2.9	2.9	3.0	2.7	2.3	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	2.9	2.1	2.0

(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、宜しくお願い申し上げます。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おります。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。