

米国経済の見通し

～米中通商摩擦の再激化リスクは燻るも、景気は堅調に推移する見込み～

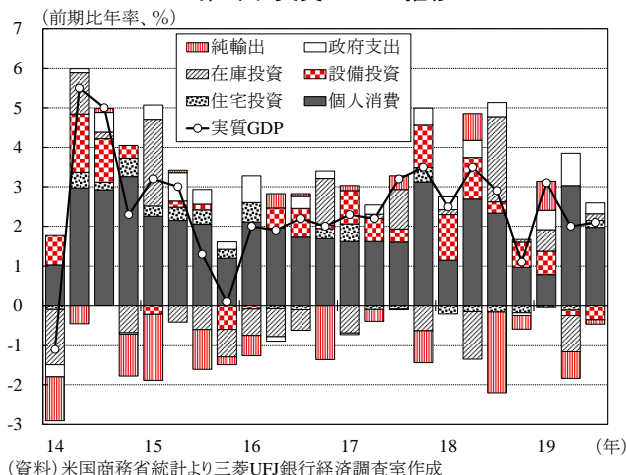
1. 米国経済の概況

7-9月期の実質 GDP 成長率（改定値）は前期比年率+2.1%と、前期（同+2.0%）から小幅に加速した（第1図）。設備投資は、鉱業関連の構築物投資や航空機関連の機器投資が大きく減少したことを受け、前期からマイナス幅が拡大したが、個人消費は同+2.9%の伸びと、前期（同+4.6%）からは鈍化しつつも、今次景気拡大局面下の平均（同+2.4%）を上回る高い伸びを確保した。また、住宅ローン金利の低下により住宅投資も7四半期ぶりにプラス成長となる等、総じてみれば堅調な成長が続いているといえよう。直近数年の成長率の推移を概観すると、大規模な減税や連邦支出の拡大等を受け2018年は切り上がって推移した後、2019年はその押し上げ効果が剥落しつつも年率+2%弱とみられる潜在成長率を上回るペースで推移している。

足元の経済情勢をみると、雇用や賃金は幾分鈍化しつつも底堅い増加基調を維持していることが確認でき、史上最長の景気拡大記録を更新中なのは間違いない。ただ、9月に発動した対中関税措置の影響で、同月の対中輸出入額のマイナス幅は拡大しており、12月15日に発動予定の関税措置が実施された場合には更なる下押しは避けられないとみられる。米中通商協議については10月中旬に発表された第1段階の「暫定合意」以降、一時的な妥結への期待感が高まっていたが、足元では第1段階の「正式合意」に向けた交渉が難航していると報じられており、更に香港情勢の激化やそれを受けた米国議会の対中感情の悪化、香港人権・民主主義法案へのトランプ大統領の署名実施等を踏まえると、通商協議のみならず米中関係全般に再び不透明感が強まったと判断せざるを得ない。

金融面に目を転じると、金融政策では、景気の不透明感を主な理由としてFRBが7月以降のFOMCで予防的な連続利下げに動いたが、3回目の利下げとなった10月の会合では今後の利下げ打ち止めを示唆した。株式相場は、米中協議の展開による振れはあるもの

第1図：実質GDPの推移



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	▲ 1.7	1.4
設備投資	6.4	2.2	0.9
在庫投資(寄与度)	0.1	0.2	▲ 0.0
政府支出	1.7	2.2	1.3
純輸出(寄与度)	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2
輸出	3.0	▲ 0.0	1.0
輸入	4.4	1.6	1.6
名目GDP	5.4	4.1	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

の7月以降の利下げを好感して過去最高値圏で推移、他方、長期金利は、一時追加利下げを大きく織り込んだものの、9月上旬を底に期待を修正する形で上昇する動きが続いている。

2. 先行きの見通し及びそのキーポイント

2020年の米国経済を見通すにおいてまず留意すべきは、外には米中関係の帰趨、内には大統領選挙という変数である。このうち後者については、現在ウクライナ疑惑に関する大統領弾劾手続が議会で進行しており、共和党が過半数を占める上院で最終的に弾劾が成立する可能性は低いとしても、仮に下院で弾劾決議案が可決され、上院での弾劾裁判が開始されれば選挙戦に何らかの影響を与えることは考えられる。この場合、政権交代がありうるという予想が市場参加者に広がると、現行政策の継続性に対する懸念や大企業に厳しい民主党候補の公約への警戒等から金融市場に動揺が走るリスクも否定はできない。

もともと、現時点ではそうしたリスクはテールリスクとし、また後述の通り米中通商摩擦の景気への追加的下押し圧力も限界的なものになると仮定すると、引き続き米国経済は、GDPの約7割を占める個人消費の動向が鍵を握る状況にある。この点、個人消費のベースとなる雇用者報酬は、その構成要素である雇用者数および賃金の底堅い増加に支えられる形で安定的に推移している。したがって、米国経済は来年にかけても個人消費が牽引する形で潜在成長率程度の拡大ペースを確保する蓋然性が最も高いだろう（前頁第1表）。実質GDP成長率は2019年が前年比+2.3%で着地したのち、ゲタの関係でやや鈍化するものの、2020年も同+1.9%と底堅く推移するものと予想する。

金融政策については、10月FOMC後の記者会見でパウエル議長が「今後入手されるデータが見通しに沿っている限り、現在の政策スタンスは引き続き適切である可能性が高い」と発言する等、FRBは当面金利を据置くことを示唆しているが、来年にかけて経済全体が引き続き緩やかな成長を続ける一方で大統領選挙が本格化するなかでは、上にも下にも政策変更する機運は生じにくいとみられ、金利は現行水準で維持されると予想する。但し、第1段階の正式合意に向けた交渉が決裂するなど米中通商摩擦が再激化し経済の先行き不透明感が強まる場合は、7月以降の予防的利下げ時と同様に更なる利下げに踏み切る可能性は排除されまい。

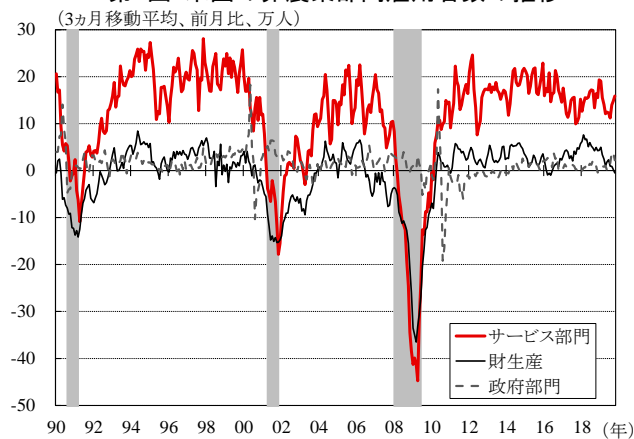
(1) 底堅い増加を続ける所得を背景に堅調さを保つ個人消費

足元の雇用環境を確認すると、足元10月の非農業部門雇用者数は前月比+12.8万人と前月から鈍化したものの、8、9月の実績が大幅に上方修正されたことや、10月の実績にはGMストライキの下押し影響（約5万人程度の下押し影響とみられる）が含まれていたことなどを踏まえると、雇用は景気拡大期間が過去最長を更新する中でも、依然として底堅いペースで増加していると評価できる。

非農業部門雇用者数を部門別に分解すると、財生産部門の伸びは大きく鈍化している一方、雇用者数全体の7割を占めるサービス部門は増加ペースが若干切り下がったものの依

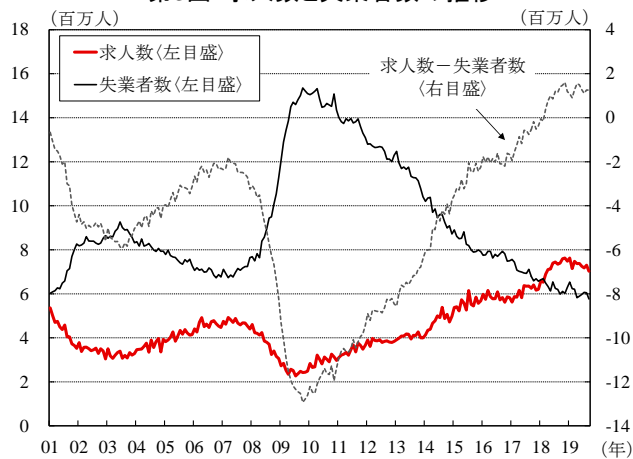
然として底堅さを維持しており、サービス部門の雇用吸収力の高さを窺わせる（第2図）。実際、米国では求人数が失業者を上回る状況が続くなど、企業の求人需要は依然歴史的な強さを保っている（第3図）。

第2図：米国の非農業部門雇用者数の推移



(注) 網掛け部分は、景気後退期。
 (資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図：求人数と失業者数の推移

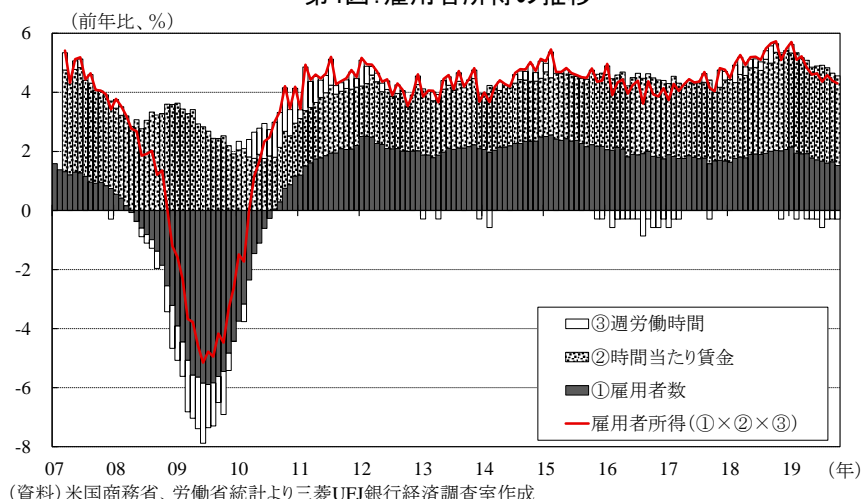


(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

また、賃金上昇率は、昨年 8 月以降 1 年以上年率+3%を越える高い水準で推移しており、11 月 27 日に公表された地区連銀経済報告（ページブック）の「大半の地域で緩やかな賃金上昇が続いている」との報告も踏まえれば、賃金の底堅い上昇が続くことも期待できる。したがって、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%程度、実質で同+3%程度での増加が続く公算が大きい（第4図）。

こうした堅調な雇用者所得の伸びを受け、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。

第4図：雇用者所得の推移



(資料) 米国商務省、労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2) 米中通商摩擦の動向

米中対立は足元通商摩擦の形で最も多くの注目を集めているが、その根底には安全保障問題や技術覇権争いの問題があるため、当面抜本的な解決が図られる可能性は小さいとみるべきであろう。この点、10月10-11日の米中閣僚級協議後にトランプ大統領が「第1段

階の合意に達した」と発言したことから、通商問題に関しては一時的に妥結に至るとの期待も一部に高まっているのも事実である。しかし、足元の香港情勢の激化を受け、香港の一国二制度が機能しているかを毎年検証すること等を定める「香港人権・民主主義法案」が11月下旬に米国議会両院でほぼ全会一致で可決され、同月27日にはトランプ大統領が署名を実施、これに対し中国及び香港政府が「本法律が内政干渉に当り、非常に遺憾である」との声明を即座に発表するなど、緊張が急速に高まりつつある。第1段階の正式合意ですら双方にとって容易ではない状況が浮き彫りになり、また仮に何らかの政治的成果を望む双方の利害一致から第1段階の正式合意が成立したとしても、根本的に両国関係が改善に向かうと期待するのは難しいだろう。正式合意が成立した場合でも、「追加関税の段階的な撤廃」（中国側の報道官発言）にまで至る可能性は小さく、12月15日に予定の関税措置が延期される程度に止まるのではないだろうか。

但し、米中対立が続くということは、それに伴う景気への新規のマイナス影響が毎年追加的に発生するということを必ずしも意味しないことには注意が必要である。対立構図が双方の当局者で「管理」され、更にエスカレーションする展開を避けられるのであれば、経済主体が米中対立をニューノーマルとして認識する織り込み効果や前年比等での影響が一巡するベース効果などから、景気への下押し圧力は徐々に中立化する展開になるものと考えられる。

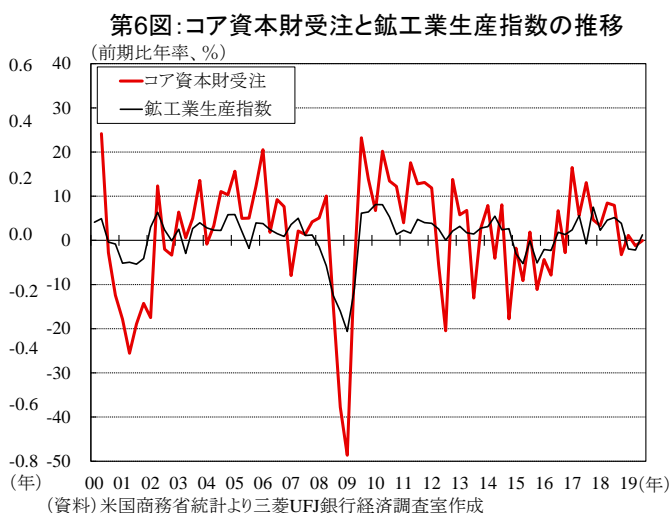
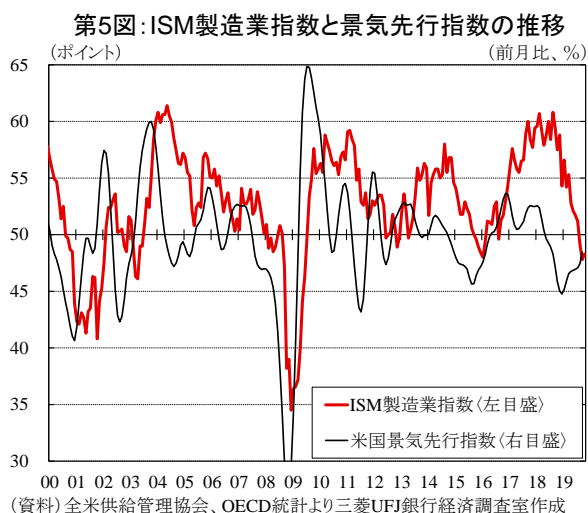
(3) 設備投資の先行き

設備投資は足元2四半期連続で減少しており、その背景には米中通商摩擦の激化に伴う先行き不透明感の強まりや世界経済の成長鈍化、製造業の循環要因等が考えられる。ただ、各種指標等を確認すると、足元持ち直しの兆しが確認できる。

ISM製造業指数とOECDが公表する米国の景気先行指数を並べてみると、景気先行指数がISM製造業指数に半年から1年程度先行していることがわかるが（次頁第5図）、米国の景気先行指数の伸び率は昨年末に底打ちしていることは特筆される。これは、株価や住宅指標、耐久財新規受注、製造業信頼感指数といった指標が改善に転じているためとみられるが、それらを踏まえると早晩ISM製造業指数の底入れも視野に入ったものと想定される。また設備投資に先行するコア資本財受注（航空機を除く非国防資本財）は2017年初頃頃から伸び率が鈍化していたが、直近3四半期は略横這いと伸び率の低下は止まっている（次頁第6図）。鉱工業生産指数も、1-3月期、4-6月期と2四半期連続で前期比マイナスの伸びを記録していたものの、7-9月期には前期比年率+1.4%とプラス圏に戻っている。こうした持ち直しの動きは11月の地区連銀経済報告の「前回の地区連銀経済報告公表時（10月）よりも、多くの地区が製造業の活動拡大を報告した」という記述とも整合的といえよう。

金融面では、FRBが7月から3会合連続で利下げを実施しており、緩和的な金融政策が設備投資の持ち直しを後押しすることが考えられる。米中通商摩擦については依然不透明な状況が続いているものの、前述の通り米中対立の長期化は既に経済主体の予想に織り込

まれつつあるとみるべきだろう。企業によるグローバル・サプライチェーン変更がどの程度インパクトを持つかはなおも予想が難しいものの、米中対立が米国国内の設備投資に及ぼす下押し圧力は次第に中立化してくることが期待できよう。



3. 金融政策と長期金利

FRBは7月末に開催されたFOMCで、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%）を実施後、9月、10月のFOMCでもそれぞれ▲0.25%ポイントの利下げを実施し、足元FF金利誘導目標は1.50～1.75%となっている。

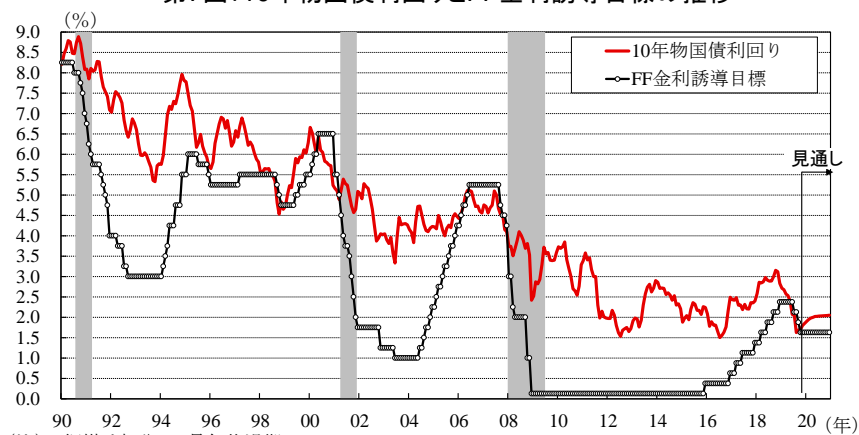
一方、直近10月FOMCの声明文では、7月時点では記載されていた「持続的な経済活動の拡大等に向け、適切に行動する（act as appropriate）」との政策運営スタンスが「情報を引き続き注視する（continue to monitor）」に変更され、10月FOMC後の記者会見でパウエル議長も「今後入手されるデータが見通しに沿っている限り、現在の政策スタンスは引き続き適切である可能性が高い」、「見通しに対して重要な再評価を促す進展があれば、それに沿った対応をする」等と発言するなど利下げの打ち止めを示唆する形となった。

金融政策を改めて長めに振り返ると、FRBは2015年末から息の長い利上げを続けたわけだが、昨年末の金融市場の動揺を踏まえて様子見姿勢に転じ、さらに年央以降は、世界景気減速の米国への波及の可能性、米中通商摩擦の激化、低インフレ率等を踏まえ、予防的利下げを実施し、先行した利上げ分のうち0.75%ポイント分を相殺する形となった。その上で、現行水準を「適切」としているということは、実質的に中立金利の再評価を行っているとも考えられ、やはり当面政策金利を上方向にも下方向にも動かす判断は行わないだろう（次頁第7図）。

但し、大きな経済的ショックをもたらすイベントがあれば話は変わってくる。足元香港人権・民主主義法案の成立を受けて、貿易赤字、技術覇権、安全保障に加えて人権問題での対立も米中通商交渉に波及する可能性が取り沙汰されている。第1段階の「正式合意」

に向けた交渉の決裂、12月15日の対中関税措置の予定通りの発動、それに対する中国側の対抗措置、あるいは香港情勢の激化とそれに対する米中の対応等、米中間だけでもダウンサイド・リスクは多く、これらが顕在化する場合は、7月以降の予防的利下げ時と同様に、足元様子見姿勢に転じているFRBが更なる利下げに踏み切る可能性は否定できまい。

第7図：10年物国債利回りとFF金利誘導目標の推移



(注) 1. 網掛け部分は、景気後退期。

2. 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、%）	2.5	3.5	2.9	1.1	3.1	2.0	2.1	2.0	1.9	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	4.6	2.9	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	▲ 3.0	5.1	1.8	1.0	0.9	0.9	0.9	▲ 1.5	▲ 1.7	1.4
設備投資	8.8	7.9	2.1	4.8	4.4	▲ 1.0	▲ 2.7	1.0	1.5	2.0	2.1	2.1	6.4	2.2	0.9
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	0.2	▲ 0.0
政府支出	1.9	2.6	2.1	▲ 0.4	2.9	4.8	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.7	2.2	1.3
純輸出（寄与度）	0.0	0.7	▲ 2.1	▲ 0.4	0.7	▲ 0.7	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2
輸出	0.8	5.8	▲ 6.2	1.5	4.1	▲ 5.7	0.9	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	3.0	▲ 0.0	1.0
輸入	0.6	0.3	8.6	3.5	▲ 1.5	0.0	1.5	1.2	2.0	1.9	1.9	1.8	4.4	1.6	1.6
国内民間最終需要	2.5	4.3	3.0	1.8	1.6	3.3	2.0	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	3.4	2.4	2.2
名目GDP（前期比年率、%）	5.0	7.1	4.8	2.9	3.9	4.7	3.8	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	5.4	4.1	4.0
鉱工業生産（前期比年率、%）	2.3	4.6	5.2	3.9	▲ 1.9	▲ 2.3	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	2.0	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	2.9	1.8	1.8
消費者物価（前年比、%）	2.2	2.7	2.6	2.2	1.6	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.4	1.8	2.0
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 2,207	▲ 2,064	▲ 2,279	▲ 2,323	▲ 2,167	▲ 2,233	▲ 2,214	▲ 2,260	▲ 2,167	▲ 2,233	▲ 2,214	▲ 2,260	▲ 8,873	▲ 8,973	▲ 9,073
経常収支（億ドル）	▲ 1,140	▲ 1,073	▲ 1,257	▲ 1,439	▲ 1,362	▲ 1,282	▲ 1,249	▲ 1,280	▲ 1,310	▲ 1,341	▲ 1,371	▲ 1,401	▲ 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	1.50-1.75	1.50-1.75	1.50-1.75	1.50-1.75	1.50-1.75	2.25-2.50	1.50-1.75	1.50-1.75
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	1.9	2.3	2.3	2.6	2.7	2.5	2.2	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	2.3	2.3	1.6
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	2.0	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。