Weekly エコノミスト・レター

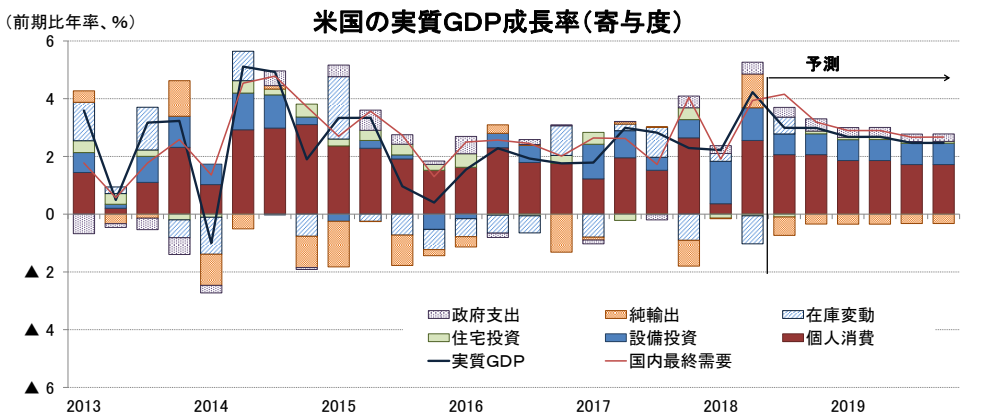
米国経済の見通し

－減税、拡張的な財政政策などから当面は堅調見通しも、通商政策や中間選挙動向が不安要因

経済研究部 主任研究員　窪谷　浩
(03)3512-1824　kubotani@nli-research.co.jp

1．米国の 4－6 月期の成長率（前期比年率）は+4.2%（前期：+2.9%）と、前期から伸びが大幅に加速。個人消費と外需が成長率を大幅に押上げた。もっとも、外需は米国産大豆輸出が中国からの制裁関税実施前に駆け込みで増加した面が大きく、押上げは一時的。
2．一方、賃金上昇や減税に伴う可処分所得の堅調な伸び、良好な消費者センチメントなどを背景に個人消費は好調。もっとも、米中貿易戦争に伴う輸入関税が消費に与える影響を注視する必要。
3．当研究所では、労働市場の回復に伴い堅調な個人消費が持続する中、減税や拡張的な財政政策に伴う景気押上げなどから、成長率（前年比）は 18 年が+2.9%、19 年も+2.8%と 17 年の+2.2%から加速すると予想。
4．金融政策は、雇用回復に加え、インフレ率の加速が明確となっていることから、ＦＲＢは 18 年に年 4 回の利上げを実施、19 年にかけても利上げを継続すると予想。長期金利も政策金利の引き上げに加え、財政状況の悪化に伴う期間プレミアムの上昇などから、19 年末にかけて 3%台後半へ上昇する見込み。
5．米経済に対するリスクは、追加関税を中心とする保護主義的な通商政策と米国内政治。とくに、米国内政治は、11 月の中間選挙で野党民主党が下院で過半数を獲得する可能性が高まっており注目される。仮に民主党が勝利する場合には、トランプ大統領の弾劾裁判開始が現実味を帯びてくるほか、トランプ大統領が目指す経済政策の遂行が困難となるため、米国内政治の混乱が実体経済に及ぼす影響が懸念される。

（図表１）



（注）季節調整済系列の前期比年率
（資料）BEAよりニッセイ基礎研究所作成　　（四半期）

 Copyright ©2018NLI Research Institute All rights reserved

１．　経済概況・見通し

（経済概況）４－６月期の成長率は、個人消費、外需の好調などに伴い前期から伸びが加速

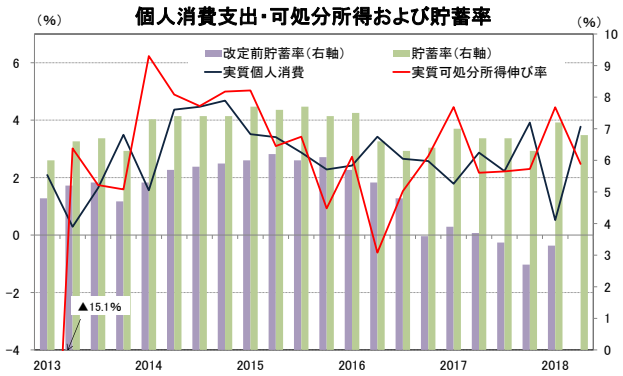
米国の４－６月期実質ＧＤＰ成長率（以下、成長率）は、改定値が前期比年率+4.2％（前期：+2.2％）と前期から伸びが大幅に加速したほか、14年7－9月期（+4.9％）以来の高さとなった（図表1、図表4）。

需要項目別では、在庫投資の成長率寄与度が▲1.0％ポイント（前期：+0.3％ポイント）と大幅なマイナス寄与となったほか、住宅投資が前期比年率▲1.6％（前期：▲3.4％）と2期連続でマイナス成長となった。

しかしながら、民間設備投資が前期比年率+8.5％（前期：+11.5％）と高い伸びを維持したほか、政府支出も+2.3％（前期：+1.5％）と前期から伸びが加速した。さらに、成長率が前期から加速した要因としては、個人消費が+3.8％（前期：+0.5％）と不振であった前期から回復したことに加え、外需の成長率寄与度が+1.2％ポイント（前期：横這い）と大幅な成長押上げとなったことが大きい。もっとも、外需は米国産大豆輸出が中国からの制裁関税実施前に駆け込みで増加した面が大きく、成長押上げは一時的とみられる。

一方、個人消費は所得から税負担などを除いた実質可処分所得（前期比年率）が、18年前半の平均が+3.5％と17年平均の+2.8％から伸びが加速しており、消費に追い風となっている（図表2）。労働需給の逼迫を背景に賃金が上昇しているほか、今年実現した減税の効果とみられ、今後も可処分所得は堅調な伸びを維持しそうだ。

（図表2）

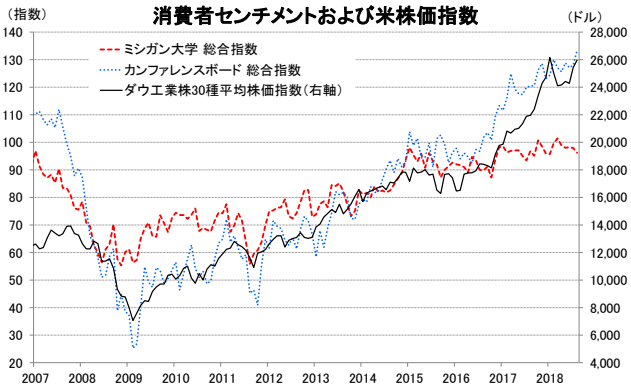


（注）個人消費および可処分所得は季節調整済系列の前期比年率
（資料）BEAよりニッセイ基礎研究所作成
（四半期）

また、先月発表されたＧＤＰ統計の包括改定に伴い、過去の所得水準が上方修正された結果、18年1－3月期の貯蓄率は、改定前の3.3％から7.2％に大幅に引き上げられた。このため、所得対比でみた消費余力は、当初想定されていたより高く、消費の腰は強いとみられる。

さらに、雇用不安の後退や堅調な株価を背景に消費者センチメントが高い水準を維持していることも、消費に追い風である。カンファレンスボードの消費者信頼感指数は18年8月が133.4と00年10月以来の水準に増加したほか、ミシガン大学の指数も、足元でやや頭打ちがみられるものの、高水準を維持している（図表3）。

（図表3）



（注）ミシガン大学は1966年1-3月期＝100、カンファレンスボードは1985年＝100
（資料）ミシガン大学、カンファレンスボード、NYSEよりニッセイ基礎研究所作成

一方、米中貿易戦争の激化に伴い、7月以降、中国からの輸入品500億ドルに対して既に25％の追加関税が賦課されているが、9月内にはさらに2,000億ドルに対して25％の関税賦課がされる可能性が高くなっている。既実施の500億ドルでは、関税対象品が資本財や中間財が9割超と高くなっていたのに対して、今後実施見込みの2,000億ドルでは、家具や旅行用品などの消費財が2割超のシェアになっており、既実施分に比べて金額の増加と併せて、個人消費への影響が大きくなるとみられる。

 Copyright ©2018NLI Research Institute All rights reserved

もっとも、米小売業の業界団体である全米小売業協会（ＮＲＦ）は家具や旅行用品の追加関税に伴う米消費者の負担増加額は 60 億ドルと試算しており、現状では 4.3 兆ドルの財消費全体の 0.1%強に留まる程度とみられている。

（経済見通し）成長率は 18 年+2.9%、19 年+2.8%を予想

米国では、引き続き消費を取り巻く環境が良好であるため、予測期間の 19 年末にかけても個人消費主導の景気回復が持続すると予想される。

また、民間設備投資についても、法人税制改革に伴う法人税率の引き下げや、設備投資に対する税優遇、規制緩和などにより設備投資意欲が強いことから、今後も堅調な伸びを維持するとみられる。

一方、住宅投資は、雇用不安の後退などを背景に住宅需要は強いものの、住宅価格、住宅ローン金利の上昇に伴い購入可能な住宅が減少していることもあって、回復はもたつこう。

政府支出は、18 年から実施されている減税に加え、18～19 年度予算では歳出拡大が見込まれていることから、19 年にかけて成長率を押上げるとみられる。ただし、19 年度の歳出法案審議次第では、10 月以降に政府機関の一部閉鎖リスクがあるほか、11 月の中間選挙の結果次第では財政政策の軌道修正を余儀なくされるため、注目される。

最後に、外需は今後の通商政策動向が不透明なことから、予想は難しくなっているものの、7－9 月期に前期の反動で成長率寄与度が大幅なマイナスに転じることが見込まれるほか、米内需の好調から 19 年にかけてもマイナス寄与が持続すると予想される。

これらの見通しを踏まえ、当研究所は中間選挙後も米国内政治の混乱や、経済政策の大幅な軌道修正が無い前提で、成長率（前年比）を 18 年が+2.9%、19 年が+2.8%と予想する（図表 4）。

（図表 4）

米国経済の見通し

		2017年（実）	2018年（予）	2019年（予）	2017年 1-3（実）	2017年 4-6（実）	2017年 7-9（実）	2017年 10-12（実）	2018年 1-3（実）	2018年 4-6（実）	2018年 7-9（予）	2018年 10-12（予）	2019年 1-3（予）	2019年 4-6（予）	2019年 7-9（予）	2019年 10-12（予）
実質GDP	前期比年率、%	2.2	2.9	2.8	1.8	3.0	2.8	2.3	2.2	4.2	3.0	3.0	2.7	2.7	2.5	2.5
個人消費	前期比年率、%	2.5	2.6	2.8	1.8	2.9	2.2	3.9	0.5	3.8	3.0	3.0	2.7	2.7	2.5	2.5
設備投資	前期比年率、%	5.3	7.2	5.2	9.6	7.3	3.4	4.8	11.5	8.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
住宅投資	前期比年率、%	3.3	0.2	1.5	11.1	▲ 5.5	▲ 0.5	11.1	▲ 3.4	▲ 1.6	▲ 3.0	3.0	2.5	2.5	2.0	2.0
政府支出	前期比年率、%	▲ 0.1	1.5	2.0	▲ 0.8	0.0	▲ 1.0	2.4	1.5	2.3	2.0	2.5	2.0	2.0	1.5	1.5
在庫投資	寄与度	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.8	0.2	1.0	▲ 0.9	0.3	▲ 1.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	0.0	▲ 0.9	▲ 0.0	1.2	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.3
消費者物価（CPI－U）	前期比年率、%	2.1	2.5	2.2	3.0	0.1	2.1	3.3	3.5	1.7	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3
失業率	平均、%	4.4	3.9	3.6	4.7	4.4	4.3	4.1	4.1	3.9	3.8	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5
FFレート誘導目標	期末、上限、%	1.50	2.50	3.00	1.00	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50	2.75	2.75	3.00	3.00
10年国債金利	平均、%	2.4	3.0	3.5	2.4	2.3	2.3	2.4	2.8	2.9	3.1	3.3	3.4	3.4	3.6	3.6
米ドル（ユーロ）	平均、ドル/ユーロ	1.13	1.19	1.20	1.07	1.10	1.18	1.18	1.23	1.19	1.16	1.17	1.18	1.19	1.21	1.22
米ドル（対円）	平均、円/ドル	112	110	114	114	111	111	113	108	109	111	112	113	113	114	114
原油価格（WTI先物）	平均、ドル/バレル	51	67	71	52	48	48	55	63	68	68	70	71	71	71	72

（資料）BEA、BLS、ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

 Copyright ©2018NLI Research Institute All rights reserved

物価は、原油価格が足元の 60 ドル台後半から 19 年末に 72 ドルまで上昇して物価を押上げることや、労働需給のタイト化に伴う賃金上昇などから、消費者物価（前年比）は 18 年が+2.5%、19 年が+2.2%と、17 年の+2.1%からの加速を予想する。

金融政策は、労働市場の回復持続、インフレ加速から 19 年にかけて政策金利の引き上げ継続を見込む。当研究所は、9 月のＦＯＭＣ会合で政策金利が引き上げられた後、18 年は合計 4 回、19 年は合計 2 回の利上げを予想する。

最後に長期金利は、政策金利の引き上げ継続に加え、財政状況の悪化に伴う期間プレミアムの上昇などから 18 年末に 3.3%、19 年末に 3.6%までの上昇を予想する。

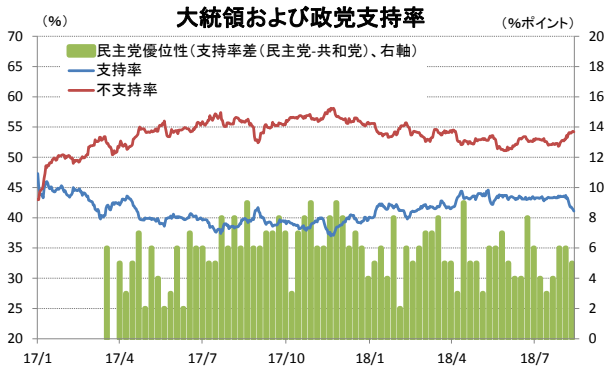
上記見通しに対するリスクは、関税を中心とする保護主義的な通商政策と米国内政治が挙げられる。通商政策については、中国の知的財産権侵害に対する輸入制裁措置として通商法 301 条に基づく対中制裁措置が強化されている。既に中国からの輸入額のおよそ半分に当る 2,500 億ドル相当に追加関税の方針が示されているほか、トランプ大統領はさらに関税対象を上乗せする方針も示唆しており、米中貿易戦争の落し所はみえない。

さらに、早ければ今月にも発表される輸入自動車に対する追加関税に関する調査報告書の内容次第では、輸入額全体の 12%を占める自動車・自動車部品に大幅な追加関税が賦課される可能性があり、その場合は実体経済への影響は大きくなる。現状では通商政策の変更に伴う実体経済への影響は限定的と考えているが、通商政策に対する不透明感の高まりが、消費者や企業センチメントの悪化を通じて実体経済に影響することが懸念される。

一方、米国内政治では 11 月 6 日に予定されている中間選挙が注目される。中間選挙では上院のおよそ 3 分の 1、下院の全議席が改選される。トランプ大統領の醜聞や不規則発言が続いているにも係わらず、同大統領の支持率は依然として 4 割台を維持している（図表 5）。とくに、共和党支持者の間では 8 割以上の支持を得ているようだ。

また、全国レベルでみた政党支持率は民主党が共和党を上回る状況が続いているものの、選挙に向けて民主党の優位性が強まっている状況とは言えない。

（図表 5）



（注）大統領支持率はリアル・クリアー・ポリティクスによる各種世論調査の平均、政党支持率はエコノミスト/YouGov調査
（資料）リアル・クリアー・ポリティクス、エコノミスト/YouGovよりニッセイ基礎研究所作成

もっとも、各種報道によれば中間選挙の議席予想では、上院では与党共和党が過半数を維持するとみられているものの、下院では野党民主党が過半数を取るとの予想が増えてきている。

仮に、民主党が下院で過半数を獲得すれば、議会で民主党の影響力が拡大することから、トランプ大統領の政策遂行能力は著しく低下する可能性がある。

さらに、トランプ大統領の弾劾裁判が開始される場合には、同大統領の政治資本が益々毀損するほか、世間の目を弾劾裁判から逸らすために、通商政策や安全保障政策で極端な政策を打ち出す可能性があり、実体経済への影響が懸念される。

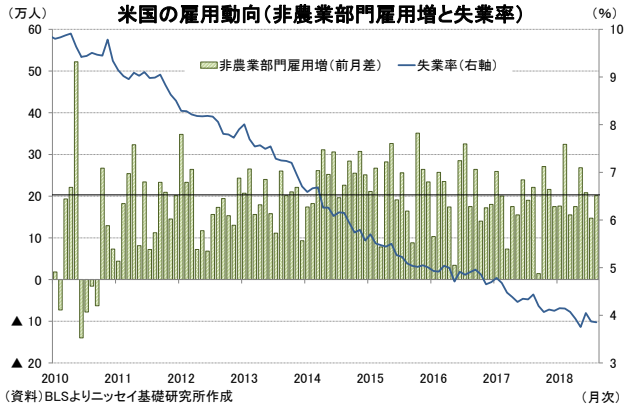
 Copyright ©2018NLI Research Institute All rights reserved

２．　実体経済の動向

（労働市場）労働市場の回復が持続。労働需給の逼迫から賃金上昇率が加速

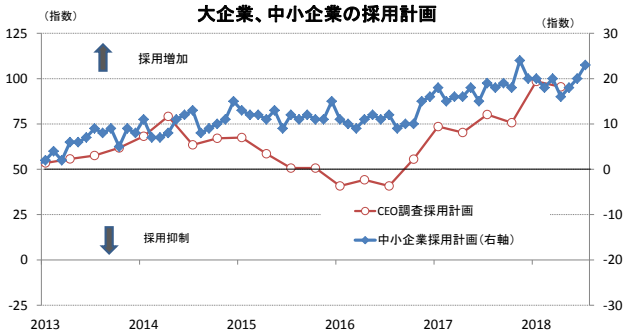
非農業部門雇用者数（対前月増減）は、10 年 10 月から 18 年 8 月まで統計開始以来最長となる 95 ヵ月連続の増加となっているほか、18 年の月間平均増加数が 20.7 万人と、好調とされる 20 万人を上回る堅調な増加ペースを維持している。また、失業率も 3.9%と 00 年 4 月以来 18 年ぶりの水準に低下しており、労働市場は順調に回復している（図表 6）。また、先行きについても、大企業、中小企業ともに採用意欲が依然として強いため、労働市場の回復は持続が見込まれる（図表 7）。

（図表 6）



（資料）BLSよりニッセイ基礎研究所作成

（図表 7）

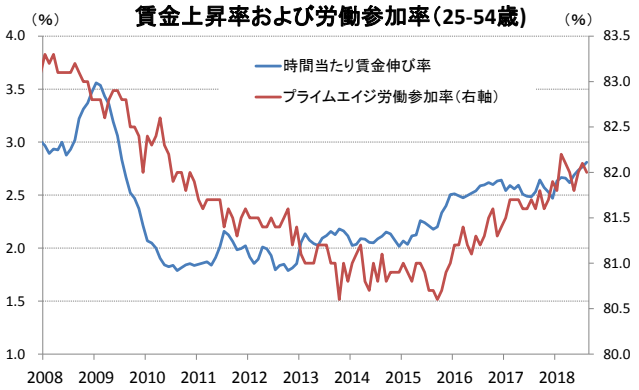


（注）CEO調査は今後6ヵ月の計画、50以上が採用増。中小企業採用計画は、今後3ヵ月の計画、 0以上が採用増。
（資料）ビジネスラウンドテーブル、NFIBよりニッセイ基礎研究所作成

一方、賃金上昇率についても、時間当たり賃金（前年同月比）が 8 月は+2.9%と 09 年 6 月以来の水準に加速してきた（図表 8）。これまで雇用者数や失業率などに比べて、賃金の回復が遅れていたが、漸く回復に拍車がかかる可能性を示唆していると言えよう。

建設業界や製造業などで労働力不足が深刻化しているほか、働き盛りでプライムエイジと呼ばれる 25－54 歳の労働参加率も 15 年後半以降は上昇基調が明確となるなど、労働需給は逼迫している（図表 8）。このため、労働需給の逼迫を反映して賃金上昇率はさらに加速することが見込まれる。

（図表 8）



（注）賃金伸び率は前年比の3ヵ月移動平均。労働参加率は25－54歳が対象。
（資料）BLSよりニッセイ基礎研究所作成

（設備投資）17 年以降、堅調な伸びが持続。法人税制改革などを追い風に好調を持続する見込み

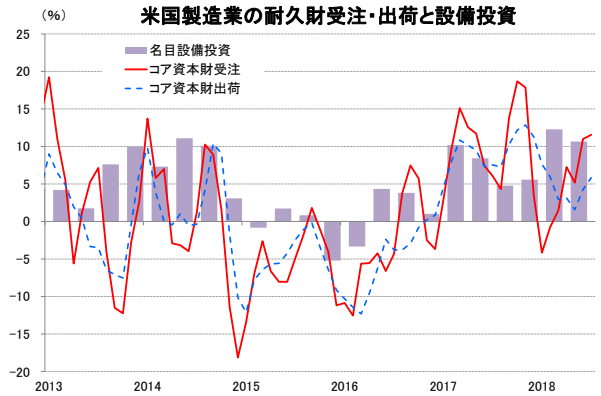
民間設備投資は、17 年初から堅調な伸びが持続しているが、とくに 18 年入り後は伸びが加速している（図表 9）。また、設備投資の先行指標である国防、航空除くコア資本財受注（3 ヵ月移動平均、3 ヵ月前比）は、18 年 7 月が年率+11.5%と 2 桁の伸びとなっており、7－9 月期も民間設備投資は堅調な伸びを維持しているとみられる。

さらに、全米製造業協会（ＮＡＭ）による調査では、製造業企業の 18 年 4－6 月期の景況感指数が 63.8 と 97 年の統計以来最高となったほか、今後 1 年間の設備投資計画（前年比）も+4.1%と統計開始以来最高となるなど、設備投資意欲が非常に強いことが示されている（図表 10）。

 Copyright ©2018NLI Research Institute All rights reserved

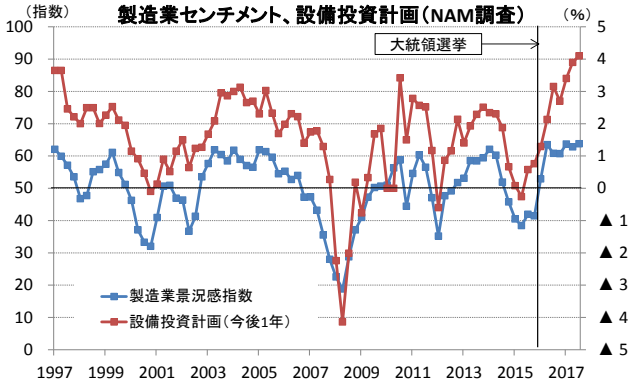
同調査では製造業者が、トランプ大統領が実現した税制改革法に伴う法人税率の引き下げや、設備投資に対する税制優遇措置、規制緩和を高く評価し、設備投資意欲が強まっていることが示されている。もっとも、ＮＡＭはトランプ政権の通商政策について、中国の知的財産権侵害に対する対応を評価しているものの、制裁措置として関税手段を活用することについては効果的ではないと明確に反対の立場を表明している。このため、追加関税を多用する保護主義的な通商政策が良好な製造業の景況感や設備投資計画に悪影響を及ぼす可能性が懸念される。

（図表 9）



（注）コア資本財は国防・航空を除く資本財、コア資本財受注・出荷は3カ月移動平均後の3カ月前比年率
（資料）センサス局、BEAよりニッセイ基礎研究所作成。　（耐久財受注・出荷：月次、設備投資：四半期）

（図表 10）



（注）全米製造業協会（NAM）が420社に対して四半期毎に実施している景況感調査。
（資料）NAMよりニッセイ基礎研究所作成

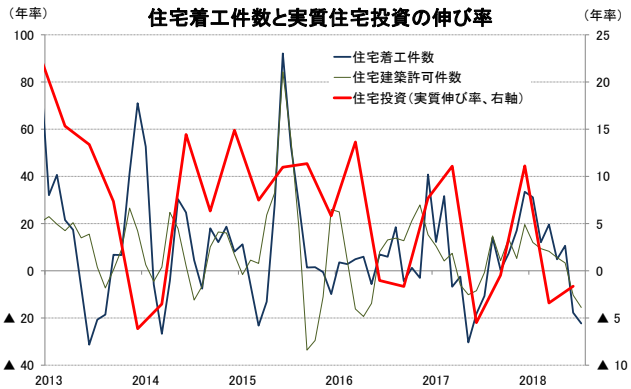
（住宅投資）住宅価格や住宅ローン金利上昇が回復に水を差す可能性

ＧＤＰにおける住宅投資は、好調な民間設備投資とは対照的に、17 年以降の 6 四半期中 4 四半期でマイナス成長となるなど、停滞が続いている（図表 11）。また、住宅着工件数や先行指標である着工許可件数の伸び（3 ヵ月移動平均、3 ヵ月前比）は、18 年 7 月が▲22.3%、▲15.5%と、いずれも 2 桁の落ち込みとなっていることから、7－9 月期の住宅投資も弱い可能性を示唆している。

一方、住宅ローン返済額と所得を比べた住宅取得能力指数は、足元で 130 台と依然として所得が住宅ローン返済額を 3 割程度上回っているものの、13 年以降低下基調が持続しており、とくに 18 年に入ってからは低下スピードが加速している（図表 12）。これは、住宅価格が上昇していることに加え、住宅ローン金利の上昇が住宅ローン返済額を増加させている影響が大きいと考えられる。

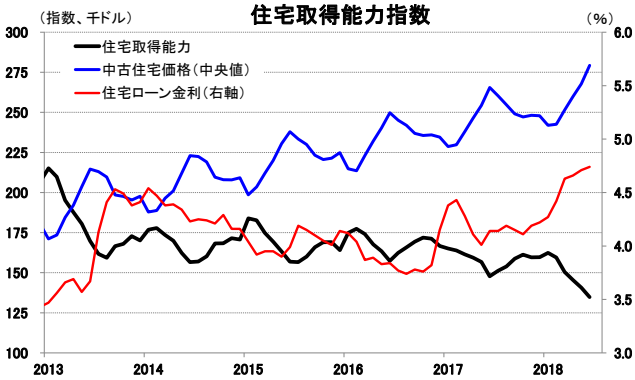
住宅価格や住宅ローン金利は今後も上昇が見込まれるため、住宅取得能力の低下基調は持続する可能性が高い。雇用不安の後退などを背景に住宅需要は強いとみられるものの、住宅取得能力の低下にみられるように、購入可能な住宅の減少が住宅市場の回復に与える影響が注目される。

（図表 11）



（注）住宅着工件数、住宅建築許可件数は3カ月移動平均後の3カ月前比年率
（資料）センサス局、BEAよりニッセイ基礎研究所作成　（着工・建築許可：月次、住宅投資：四半期）

（図表 12）



（注）中古住宅価格は千ドル単位。住宅取得能力指数は、実際の所得が住宅取得に必要な最低賃金をどの程度上回っているかを示す
（資料）全米不動産協会（NAR）よりニッセイ基礎研究所作成

 Copyright ©2018NLI Research Institute All rights reserved

（政府支出、債務残高）19 年度歳出法案審議が佳境。来年以降は中間選挙結果が左右

今後 10 年間で 1.5 兆ドル規模の減税が実現したことに加え、2018 年超党派予算法で 18 年度（17 年 10 月～18 年 9 月）と 19 年度（18 年 10 月～19 年 9 月）の裁量的経費の上限が 2 年間の合計で 0.3 兆ドル引き上げられたことから、財政政策は 18 年と 19 年の成長率を+0.6～+0.8%ポイント押上げることが見込まれている。

一方、19 年度予算の編成作業は前述の超党派予算法によって予算の大枠は決まっているものの、具体的に資金配分を決める歳出法案は成立しておらず、10 月からの新年度開始を直前に控えて政治的な駆け引きが激しくなっている。

議会共和党は通常 12 本に分かれる歳出法案のうち、移民政策などで審議が難航しそうな「商務・司法・科学・その他関係機関」、「国土安全保障」、「国務・外交活動・その他関係機関」の 3 本については、中間選挙後まで暫定予算で凌ぐ一方、「国防」などを含む残り 9 本については 3 本の包括歳出法案にまとめて今月中の成立を目指している。これに対し、トランプ大統領は議会が見込んでいない「国境の壁」建設のための予算 230 億ドルを盛り込むことを要求しており、歳出法案に署名しないことで 10 月からの政府機関の一部閉鎖も辞さない姿勢を示しているため、政府閉鎖のリスクが燻っている。

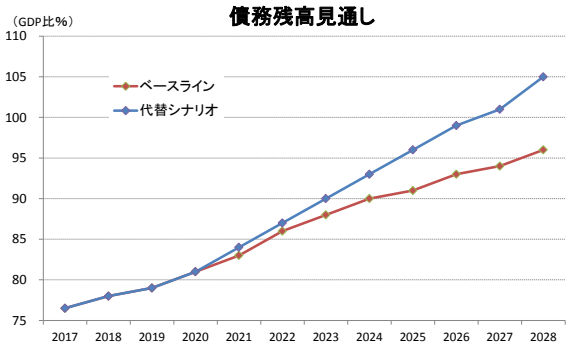
一方、来年以降の財政政策を占う上で中間選挙の結果が注目される。トランプ大統領は現在 25 年末までの暫定措置となっている個人向け減税措置の恒久化を目指す税制改革第 2 弾や、今後 10 年間で 1.5 兆ドルのインフラ投資の実現を目指している。仮に、中間選挙で野党民主党が上下院のどちらかでも過半数を確保する場合には、民主党が反対する政策の実現はこれまで以上に困難になる。とくに、民主党は個人向け減税を富裕層優遇であると批判していることから、減税の恒久化などは軌道修正を与儀なくされよう。

また、中間選挙結果に係わらず米国の財政拡大余地は乏しくなっている。議会予算局（ＣＢＯ）による連邦債務残高（ＧＤＰ比）見通しは、減税や歳出拡大の影響もあって、17 年度の 77%から 28 年度には 96%に増加することが見込まれている（図表 13）。

さらに、裁量的経費の歳出上限の引き上げ継続や、税制改革第 2 弾を実施する場合には、さらに 105%への悪化が見込まれている。

このため、なんらかの財源を確保しない限り、トランプ大統領が目指す財政政策は、債務残高抑制の面からも軌道修正を余儀なくされよう。

（図表 13）



（注）CBOベースラインは現行予算関連法の継続を前提した試算。代替シナリオは税制改革の時限措置延長、裁量的経費の削減をしない前提で試算（18年8月時点）。
（資料）CBOよりニッセイ基礎研究所作成

（貿易）保護主義的な通商政策が好調な米実体経済のリスク要因に

18 年 4－6 月期の純輸出は大幅なプラスの成長寄与となったが、輸出が前期比年率+9.1%（前期：+3.6%）、輸入が▲0.4%（前期：+3.0%）となっており、輸出増加の影響が大きい。とくに輸出では、食料・飼料・飲料が+109.2%（輸出寄与度は+4.4%ポイント）と大幅に増加した。これは、主に中国が制裁関税を開始する前の米国産大豆の駆け込み輸出とみられる。実際、18 年 7 月の大豆輸出は 35.3 億ドル（前月：42.1 億ドル）と前月から▲6.8 億ドル（前月比▲16.2%）の大幅な落ち込みとなっており、既に反動減がみられている。

 Copyright ©2018NLI Research Institute All rights reserved

また、18 年 7 月の貿易収支（3 ヵ月移動平均）は、季節調整済みで▲461 億ドル（前月：▲446 億ドル）の赤字と、前月から▲15 億ドル赤字幅が拡大した（図表 14）。輸出入の伸び（3 ヵ月移動平均、3 ヵ月前比、年率）をみると、輸出が年率+8.6％（前月：+14.3％）と伸びが鈍化する一方、輸入が+2.2％（前月：+0.4％）に加速しており、輸出の伸び鈍化が目立っている。輸出では前述の大豆に加え民間航空機の輸出も減少しているようだ。8 月以降も米中貿易戦争に伴う輸出の減少が見込まれるため、7－9 月期以降は純輸出が成長率を押下げる方向に転じる可能性が高い。

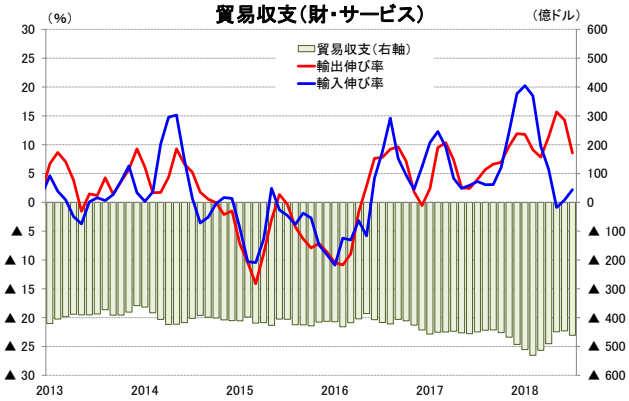
一方、ＩＭＦは保護主義的な通商政策が米ＧＤＰに及ぼす影響を試算しており、中国からの輸入品 2,500 億ドルに対する関税と、中国から同規模の制裁関税が賦課される前提[1]で今後 1 年間にＧＤＰを▲0.2％ポイント程度押下げるとしている（図表 15）。このため、現状では米中貿易戦争に伴う実体経済への影響は限定的と言えよう。

もっとも、米中貿易戦争では、製造業や農業、小売業など 150 以上の業界団体が通商法 301 条に基づく輸入関税に反対するコメント[2]を USTR に送付する事態となっており、好調な米企業センチメントや資本市場に影響する可能性がある。

さらに、米中貿易戦争以外でも 9 月内に発表されるとみられる輸入自動車に関する報告書の内容次第では、輸入車に 25％などの高い関税が賦課されるため注目される。ＩＭＦは、輸入車に関税が賦課され、金融市場がネガティブに反応する場合にはＧＤＰが▲0.8％ポイント程度押下げられるとしており、好調な米景気の腰を折るほどでは無いにしろ、財政政策に伴う景気押上げを相殺する程の影響があるため注目される。

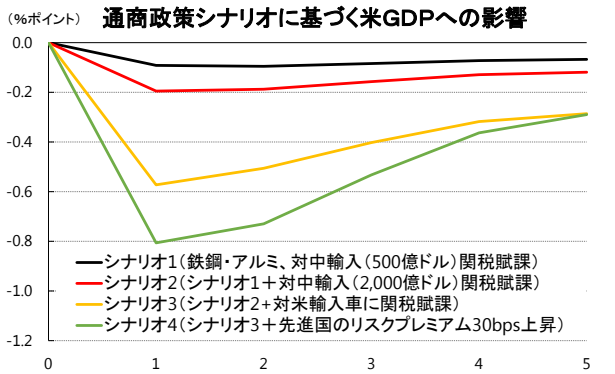
一方、関税を多用する通商政策については産業界から批判が強いものの、一部世論調査では共和党支持者の 7 割超が支持しているとの結果もあり、中間選挙前に米中貿易戦争などが沈静化する可能性は低い。また、トランプ大統領の醜聞報道が過熱する場合には、世間の目を逸らすために極端な通商政策を提唱する可能性が否定できないため、今後の通商政策動向が注目される。

（図表 14）



（注）季節調整済、国際収支統計ベースの財およびサービス貿易の合計、3ヵ月移動平均。
輸出入伸び率は、3ヵ月移動平均、3ヵ月前比。
（資料）センサス局よりニッセイ基礎研究所作成

（図表 15）



（注）IMFが試算。制裁相手国が同額の関税賦課、シナリオ2は対中輸入2,000億ドルに対して関税率10%を想定。
（資料）IMF"G-20 Surveillance Note"（18年7月18日）

３．　物価・金融政策・長期金利の動向

（物価）エネルギー価格や賃金の上昇から、インフレ率の加速を予想

[1] IMF は 500 億ドル分が 25％の関税率、2,000 億ドルについては 10％の関税率を前提にしている。

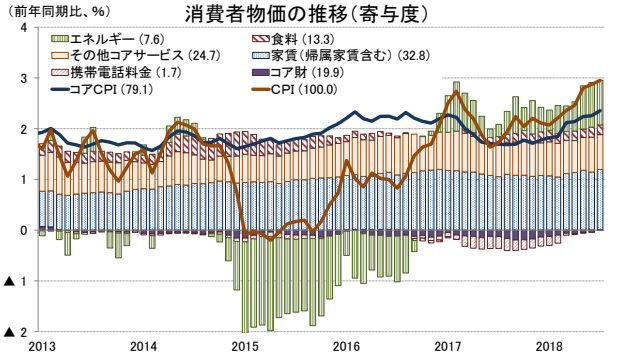
[2] https://nrf.com/sites/default/files/Multi-Industry%20Association%20China%20301%20List%203%20Letter%20-%20Docket%20USTR-2018-0026%20-%20090618%20Final_0.pdf

 Copyright ©2018NLI Research Institute All rights reserved

消費者物価の総合指数（前年同月比）は、原油価格の上昇に伴うエネルギー価格の押上げもあって、17 年 6 月の+1.6%を底に上昇基調が持続、18 年 7 月は+2.9%と 12 年 1 月以来の高い水準となっている（図表 16）。また、物価の基調を示す食料品とエネルギー価格を除くコア指数も 17 年 11 月の+1.7%から 7 月は+2.4%まで上昇しており、基調としての物価上昇が明確となっている。

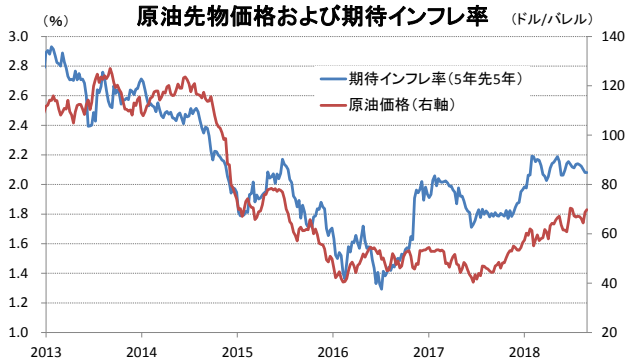
一方、7 月上旬には一時 70 ドル台前半まで上昇していた原油価格は、足元では再び 60 ドル台後半に低下しているほか、期待インフレ率についても 2%を少し超えた水準で頭打ちとなっており、足元でインフレ上昇に弾みがつく状況とはなっていない（図表 17）。

（図表 16）



（注）原系列の前年同期比。カッコ内は総合指数に対するウエイト（%）で2014年12月の時点のもの。コアは エネルギー・食料を除く、コアサービスはエネルギーを除くサービス、コア財はエネルギー・食料を除く財
（資料）BLSよりニッセイ基礎研究所作成

（図表 17）



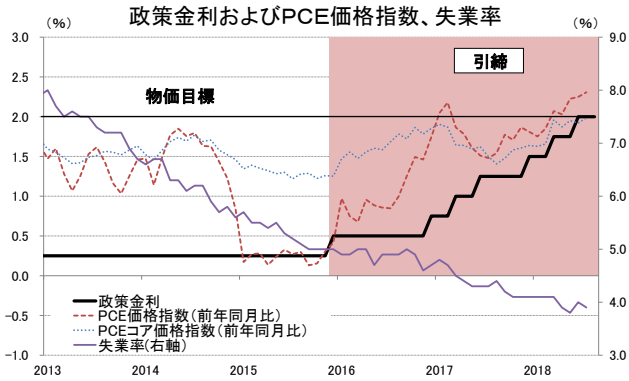
（注）原油先物価格は、NYMEXの軽質スイート先物。期待インフレ率は金融市場が織り込む5年先 5年後のインフレ率、FRBが試算
（資料）ブルームバーグ、FRBよりニッセイ基礎研究所作成

当研究所は、原油価格が 18 年末に 70 ドルとなった後、19 年末にかけて 72 ドルまで緩やかに上昇することを見込んでおり、引き続きエネルギー価格が物価を押上げる状況が持続すると予想している。また、労働需給の逼迫を反映して賃金上昇率は加速が見込まれるため、総合指数（前年比）は 18 年に+2.5%と 17 年の+2.1%から加速した後、エネルギー価格の物価押上げ幅が縮小することに伴って 19 年は+2.2%に幾分低下することを予想している。

（金融政策）18 年は年 4 回、19 年も利上げ継続を予想

ＦＲＢは 15 年 12 月に政策金利引き上げを開始した。政策金利引き上げペースは、昨年が年 3 回と、それ以前の年 1 回から加速してきており、今年に入っても既に 2 回利上げが実施された（図表 18）。

（図表 18）



（注）網掛けは金融引き締め期（政策金利を引き上げてから、引き下げるまでの期間）。政策金利はレンジの上限
（資料）FRB、BEAよりニッセイ基礎研究所作成

利上げペースの加速は、順調に労働市場が回復していることに加え、17 年夏場以降はインフレ率の加速が明確となっており、物価の基調を示すコア指数が 7 月は物価目標（2%）に一致するなど、物価目標の達成に自信を深めていることを反映しているとみられる。

一方、8 月の雇用統計で賃金上昇率が加速したことから、9 月のＦＯＭＣ会合で追加利上げが実施されることがほぼ確実となった。9 月会合後に発表されるＦＯＭＣ参加者の物価や政策金利の見通しがどのように変更されるか注目される。

当研究所は 19 年にかけて政策金利の引き上げが持続すると予想しており、18 年は年内 2 回の合

 Copyright ©2018NLI Research Institute All rights reserved

計 4 回、19 年は年 2 回の利上げを予想している。現状では政策金利が 3%の水準で今般の利上げ局面が終了すると予想しているものの、物価指標が政策目標を上回る状況が長期化するようであれば、来年の政策金利の引き上げ回数が 2 回から上振れすると予想している。

一方、保護主義的な通商政策の強まりによって、消費者や企業マインドの悪化や資本市場が不安定化する場合には政策金利の引き上げペースは鈍化しよう。

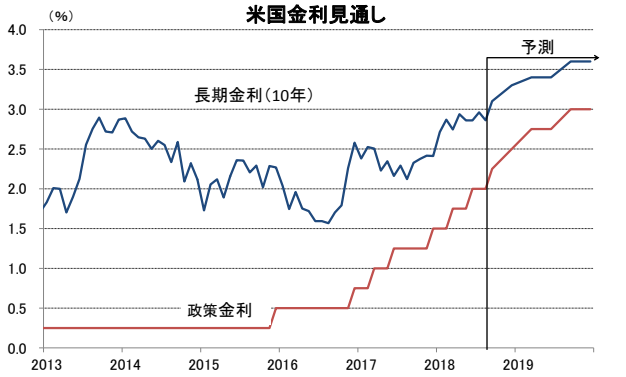
（長期金利）19 年末にかけて 3%台後半への上昇を予想

長期金利（10 年国債金利）は、8 月月初に一時 3%を超えとなったものの、足元では 3%割れの水準で推移している。

今後も、政策金利の引き上げが継続されることに加え、財政状況の悪化に伴う国債需給悪化懸念を背景に期間プレミアムが拡大することから、当研究所は長期金利が 18 年末に 3.3%、19 年末に 3.6%まで上昇すると予想する（図表 19）。

なお、当究所は 19 年末時点でも米国のイールドカーブは長期金利が短期金利を上回る順イールドが持続することを見込んでいる。

（図表 19）



（注）政策金利はフェデラルファンドレート（上限レート）。見通しは4半期平均。
（資料）データストリームよりニッセイ基礎研究所作成

（月次、予測期は四半期）

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。