

Weekly エコノミスト・ レター

米国経済の見通し

— 通商政策への懸念はあるが、19年にかけて米経済は堅調、ただし、20年は景気減速を予想

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

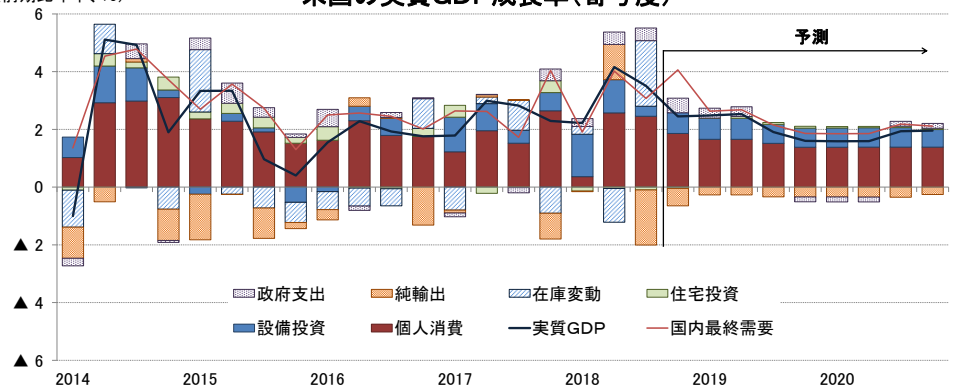
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の7-9月期の成長率（前期比年率）は+3.5%（前期：+4.2%）と前期から低下も、高成長が持続。好調であった民間設備投資の伸びが鈍化したほか、中国による米国産大豆に対する制裁関税実施前の駆け込み需要の反動減から、外需は成長を大幅に押下げた。一方、在庫投資が成長を上げたほか、個人消費が好調を維持した。
2. 足元で株式市場は不安定な動きをみせているものの、労働市場の回復持続、個人所得減税に伴う可処分所得の増加などを背景に、消費者センチメントは高水準を維持しており、年末商戦は好調な見通し。
3. 当研究所では、19年にかけては個人消費主導の景気回復に加え、減税や拡張的な財政政策に伴う景気押し上げから、成長率（前年比）は18年が+2.9%、19年が+2.6%と高い伸びを予想。しかしながら、20年は循環的な景気拡大局面の終了、財政や金融政策による景気押し上げ効果の剥落などから、景気は減速し成長率は+1.8%まで低下すると予想。
4. 金融政策は、19年以降も利上げ継続が予想されるものの、来年後半以降の景気減速が視野に入中、19年は年2回の利上げに留め、当面利上げは打ち止めとなる見込み。
5. 米経済に対するリスクは、海外経済の減速に加え、米国内政治の混乱。とくに、米政治では、トランプ大統領は米中首脳会談で米中貿易戦争の一時休戦に合意したものの、来年以降に再燃するリスクを孕むほか、輸入自動車に対する追加関税など、保護主義的な通商政策が持続する見込み。また、11月の中間選挙により来年からの新議会では下院で民主党が多数を占めるねじれ議会となることから、トランプ大統領と野党民主党の対立激化によって議会が機能不全となる可能性が高く、米経済への悪影響が懸念される。

（図表1）

（前期比年率、%）

米国の実質GDP成長率（寄与度）



（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）

1. 経済概況・見通し

(経済概況) 7-9月期の成長率は、前期から低下も個人消費は好調を維持

米国の7-9月期実質GDP成長率(以下、成長率)は、改定値が前期比年率+3.5%(前期:+4.2%)と前期から低下したものの、2期連続で高成長を維持した(図表1、図表4)。

需要項目別では、民間設備投資が前期比年率+2.5%(前期:+8.7%)と前期から大幅に伸びが鈍化したほか、住宅投資は▲2.6%(前期:▲1.3%)と3期連続のマイナスとなった。また、外需の成長率寄与度も▲1.9%ポイント(前期:+1.2%ポイント)と前期から大幅な成長押下げに転じた。外需は、中国による米国産大豆に対する制裁関税実施前の駆け込み需要で大幅な押し上げとなった前期からの反動である。

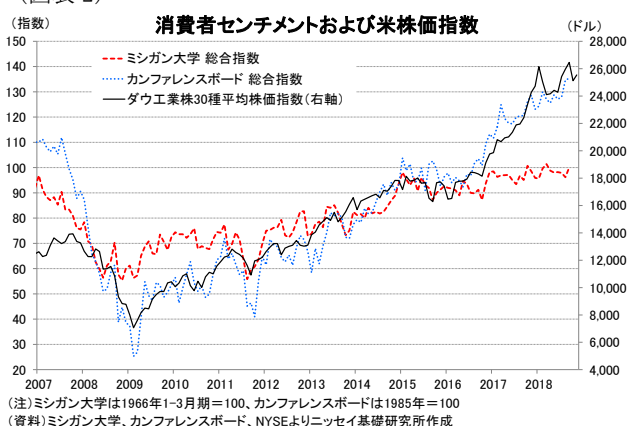
一方、政府支出が前期比年率+2.6%(前期:+2.5%)と前期並みを維持したほか、在庫投資の成長率寄与度が+2.3%ポイント(前期:▲1.2%ポイント)と前期から大幅な成長押上げに転じた。さらに、個人消費が前期比年率+3.6%(前期:+3.8%)と堅調な伸びを維持し、個人消費の好調が持続していることを確認した。

また、個人消費は10月以降も好調を維持しそうだ。米国では11月下旬の感謝祭を終えて、個人消費にとって最も重要な年末商戦が本格化している。10月以降に株式市場は不安定化しているものの、労働市場の回復を背景に雇用不安が後退しているほか、個人所得減税に伴う可処分所得の増加などから、消費者センチメントは高い水準を維持しており、消費を取り巻く環境は依然として良好である(図表2)。

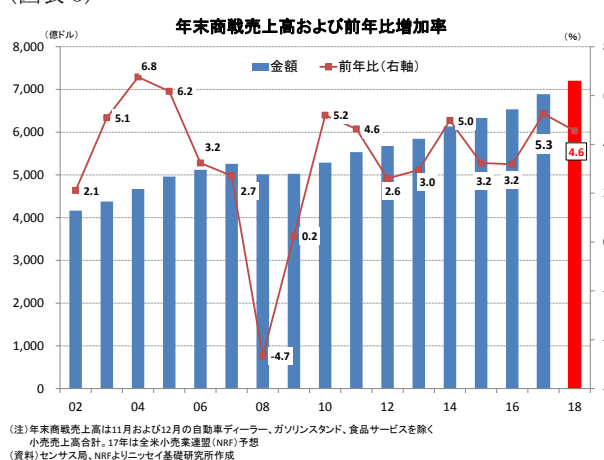
全米小売業協会(NRF)は、今年の年末商戦の売上高予想を前年比+4.3%~+4.8%の増加としている(図表3)。これは17年の同+5.3%から低下するものの、過去5年平均(同+3.9%)に比べて高い伸びである。ちなみに、NRFは1年前に17年の売上高予想を当初+3.6%~+4.0%としていたことから、1年前に比べても強気の予想となっている。

トランプ大統領が、9月から消費財を多く含む中国からの輸入品2,000億ドル相当に対して10%の追加関税賦課を決定したため、商品価格の上昇を通じた年末商戦への影響が懸念されていたが、小売業界は追加関税前に前倒しで仕入れていたことから、関税の影響は限定的なようだ。

(図表2)



(図表3)



一方、米中貿易戦争に伴う年末商戦への影響は限定的なものの、株価の不安定化にみられるように、関税を多用する通商政策が製造業など实体经济に与える影響が懸念されている。実際、先日発

表された 11 月の地区連銀景況報告では、製造業を中心に関税による業績などへの懸念が広がっている状況が示された。

12 月 1 日の米中首脳会談では米中貿易戦争の一時休戦で合意されたが、来年 3 月以降に関税率の引き上げなど米中貿易戦争が再燃する可能性が残っている。また、来年以降は輸入自動車に対する追加関税の議論が本格化する見込みだ。自動車は米国の主要な輸入品のため、関税の動向は国内自動車販売に影響するほか、グローバル・サプライチェーンの再構築などに繋がれば日本をはじめ世界経済への影響が大きいと、引き続きトランプ大統領の通商政策の動向が注目される。

（経済見通し）成長率は 18 年+2.9%、19 年+2.6%、20 年は+1.8%を予想

通商政策や、来年からの新議会での与野党対立に伴う議会の機能停止などのリスクはあるものの、19 年にかけては労働市場の回復持続を背景に堅調な個人消費が見込まれるほか、減税や拡張的な財政政策による景気の押上げもあって米経済は好調を維持すると予想する。

民間設備投資は、足元で回復ペースの鈍化がみられるが、貿易摩擦の激化が長期的な株価下落や、世界的な景気減速に陥らない前提で 19 年にかけて堅調な伸びが持続すると予想した。住宅投資は、住宅価格や住宅ローン金利の上昇に伴う住宅取得能力の低下によって、当面は回復がもたつくと予想されるものの、来年後半以降に住宅ローン金利の上昇が一服することもあり、住宅投資は緩やかな回復に向かうと予想。

一方、政府支出は来年 10 月からの 20 年度予算ではねじれ議会での与野党対立や、財政収支の悪化から歳出上限は引き上げられず、緊縮的な財政政策に転換すると予想。

外需は、先行きの通商政策動向は不透明なものの、今後も米中貿易戦争、輸入自動車などで関税を多用する通商政策が採用されると予想。一方、米国の制裁措置に対して貿易相手国から対抗措置が採られる結果、米国の貿易赤字は大幅に改善せず、外需が成長率を押下げる状況が続くだろう。

当研究所はこれらの要因を踏まえて、成長率（前年比）を 18 年が+2.9%、19 年が+2.6%と、19 年にかけて高い成長率が持続すると予想する（後掲図表 5）

一方、20 年は顕著な景気減速を予想する。米景気は 08 年の金融危機で落ち込んだ後、09 年 6 月から景気拡大局面が持続しており、来年 7 月を越えると史上最長の景気拡大期間となる（図表 4）。このため、過去の経験からは現在の景気拡大局面は最終局面に近づいていると考えられる。

また、金融政策や財政政策による景気刺激効果が減衰していくことが見込まれる。景気減速に伴い本来ならば財政などの景気対策を実施するところだが、ねじれ議会による議会の機能不全から景気対策の実現は困難が見込まれる。

この結果、20 年の成長率は+1.8%に大幅に低下しよう。

物価は、米景気回復の持続や、賃金上昇率の加速などもあって、基調物価は 2%台前半で推移すると予想する。一方、当研究所は原油価格が足元の 50 ドル台前半から 19 年末に 59 ドル、20 年末に 61 ドルまで緩やかに上昇すると予想しており、前年比でみたエネルギー価格による物価への影響は、18 年の原油価格が高かった分、19 年は物価押下げとなる一方、20 年は物価押上げに転じるとみられる。

（図表 4）

50年以降の景気拡大局面

	景気の谷	景気の山	拡大期間 (月)
①	1954年5月	1957年8月	39
②	1958年4月	1960年4月	24
③	1961年2月	1969年12月	106
④	1970年11月	1973年11月	36
⑤	1975年3月	1980年1月	58
⑥	1980年7月	1981年7月	12
⑦	1982年11月	1990年7月	92
⑧	1991年3月	2001年3月	120
⑨	2001年11月	2007年12月	73
①～⑨平均			62.2

⑩ 2009年6月 2018年9月 111

（資料）NBERよりニッセイ基礎研究所作成

このため、エネルギー価格を含む消費者物価の総合指数（前年比）は、17年の+2.1%から18年は+2.4%に上昇するものの、19年は+2.0%に低下、その後、20年は再び+2.3%に上昇すると予想。

金融政策は、労働市場の回復持続、物価上昇から19年にかけて政策金利の引き上げ継続を見込む。当研究所では来年後半以降の景気減速が視野に入中、19年に年2回の利上げに留め、その後は、当面利上げは打ち止めとなると予想。

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3.0%、19年後半に3.6%まで上昇し、20年末にかけても3.6%で横這いとなると予想。

（図表5）

米国経済の見通し

		2017年	2018年	2019年	2020年	2018年				2019年				2020年			
		(実)	(予)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前期比年率、%	2.2	2.9	2.6	1.8	2.2	4.2	3.5	2.5	2.5	2.5	1.9	1.6	1.6	1.6	1.9	2.0
個人消費	前期比年率、%	2.5	2.6	2.6	2.4	0.5	3.8	3.6	2.7	2.4	2.4	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
設備投資	前期比年率、%	5.3	6.9	4.8	4.7	11.5	8.7	2.5	5.0	5.0	5.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.0
住宅投資	前期比年率、%	3.3	0.0	0.2	1.0	▲ 3.4	▲ 1.3	▲ 2.6	▲ 1.5	0.5	2.0	2.0	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5
政府支出	前期比年率、%	▲ 0.1	1.7	1.8	▲ 0.3	1.5	2.3	2.6	3.0	2.0	2.0	0.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	1.0	1.0
在庫投資	寄与度	▲ 0.0	0.1	0.2	0.0	0.3	▲ 1.2	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.0	1.2	▲ 1.9	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.3
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	2.1	2.4	2.0	2.3	3.5	1.7	2.0	1.6	1.8	2.4	2.3	2.3	2.2	2.3	2.2	2.3
失業率	平均、%	4.4	3.9	3.5	3.5	4.1	3.9	3.8	3.7	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	3.5	3.5
FFレート誘導目標	期末、上限、%	1.50	2.50	3.00	3.00	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
10年国債金利	平均、%	2.4	2.9	3.5	3.6	2.8	2.9	3.0	3.0	3.2	3.4	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.13	1.18	1.16	1.20	1.23	1.19	1.16	1.14	1.14	1.16	1.17	1.18	1.19	1.19	1.20	1.20
米ドル(対円)	平均、円/ドル	112	110	115	115	108	109	111	113	113	115	116	115	115	115	115	115
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	51	65	57	60	63	68	69	60	54	57	58	59	59	60	60	61

（資料）BEA、BLS、ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

上記見通しに対するリスクは、海外経済の減速と米国内政治の混乱である。海外経済では、欧州でイタリアの財政問題や来年3月に期限が迫ったBREXIT問題の混乱に伴う欧州経済の減速や金融市場の混乱が米経済に影響することが懸念される。

また、米国内政治では、トランプ大統領による関税を多用する形での保護主義的な通商政策の強まりや、ねじれ議会に伴う議会の機能不全による政府閉鎖や米国債デフォルトの発生、ロシア疑惑に絡むトランプ大統領の弾劾裁判開始などの政治的な混乱、などによる米実体経済への悪影響が懸念される。

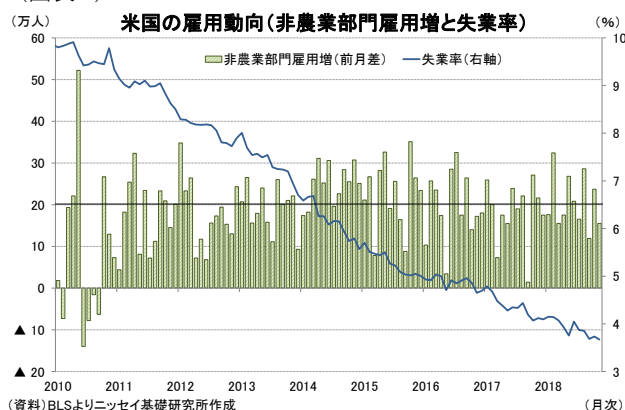
とくに、ロシア疑惑関連では来年にも公表されるモラー特別検察官の報告書が注目される。同報告書がトランプ大統領の違法行為を指摘するような内容となる場合には、下院民主党が主導して弾劾裁判が開始される可能性が高い。もっとも、上院は共和党が過半数を維持しているため、トランプ大統領が弾劾決定される可能性は低い。米国内の政治的な混乱に拍車がかかり、トランプ大統領の政治資本が一段と毀損する可能性がある。その際に、トランプ大統領が自身の権限で実行可能な安全保障政策や通商政策でより極端な政策に走ることが懸念される。

2. 実体経済の動向

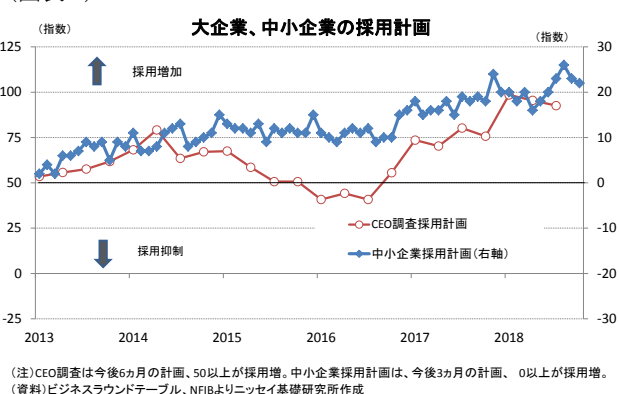
（労働市場）労働市場の回復が持続。労働需給の逼迫から賃金上昇率が加速

非農業部門雇用者数（対前月増減）は、10年10月から18年11月まで統計開始以来最長となる98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20.6万人増と、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3.7%と1969年12月（3.5%）以来49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、中小企業の採用計画は頭打ちもみられるものの、依然として採用増加を計画している企業が多く、採用意欲は強いことから、労働市場の回復持続が見込まれる（図表7）。

（図表6）



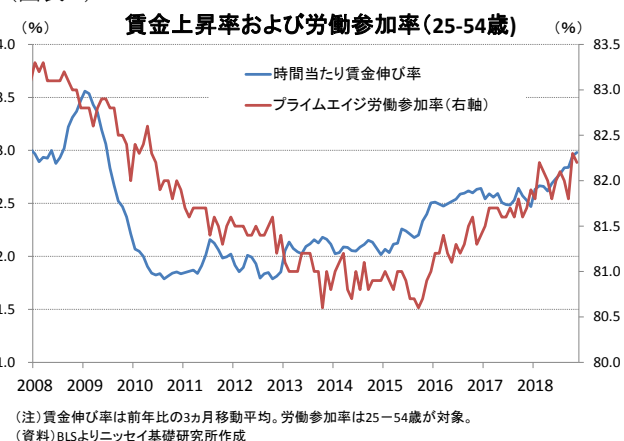
（図表7）



一方、時間当たり賃金（前年同月比）が11月は2ヵ月連続で+3.1%と09年4月（+3.4%）以来の水準に加速しており、賃金上昇に弾みが掛かっている（図表8）。

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持続するなど、労働需給の逼迫が顕著となっている。このため、労働需給の逼迫を背景に今後も賃金上昇率の加速が見込まれる。

（図表8）

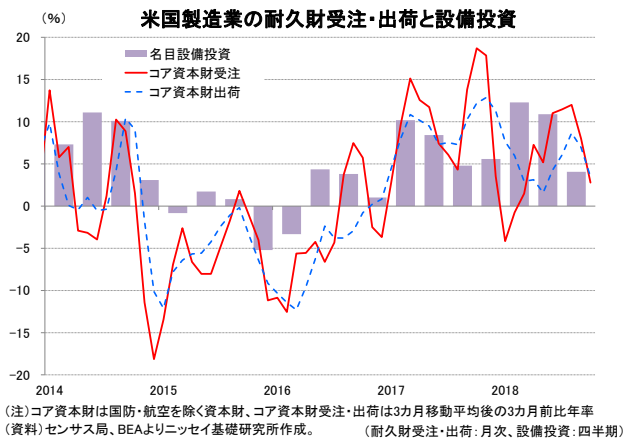


（設備投資）18年7～9月期の減速が一時的か見極め

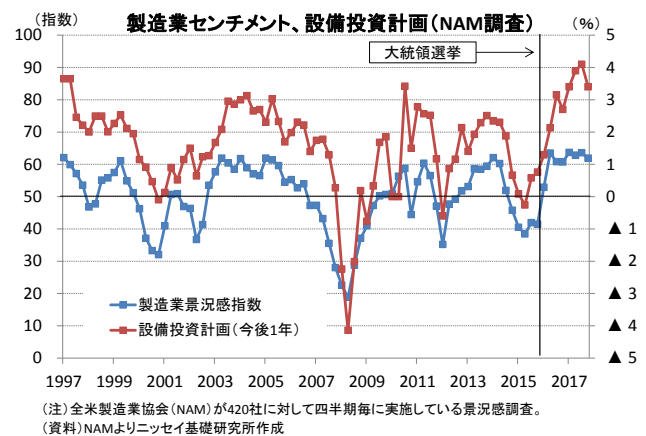
GDPにおける民間設備投資は、17年初から6期連続で堅調な伸びが持続していたが、18年7～9月期は前期から大幅に伸びが鈍化した（図表9）。これまで好調であった資源関連を含む建設投資が減少したことが大きい。設備機器投資や、知的財産投資も前期から伸びが鈍化しており、建設投資のみでなく、全般的に回復モメンタムは低下した。また、設備投資の先行指標である国防、航空除くコア資本財受注（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比）は、10月が年率+2.8%と8月の+12.0%をピークに伸びが鈍化しており、10月以降も設備投資の回復がもたついている可能性を示している。

もっとも、全米製造業協会（NAM）による調査では、製造業企業の18年7～9月期の景況感指数や設備投資計画は、97年の統計開始以来の最高となった18年4～6月期からは低下したものの、引き続き史上最高に近い水準を維持しており、顕著な悪化はみられない（図表10）。

(図表 9)



(図表 10)



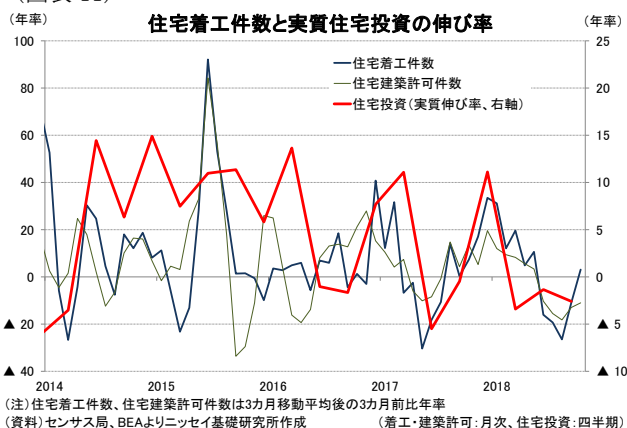
11月の地区連銀景況報告では、製造業界から関税に対する懸念は示されているものの、大多数の地区では緩やかな成長が続いているとされている。このため、貿易摩擦の激化に伴う追加関税策の動向には注意する必要があるものの、株価下落の長期化や世界的な景気減速に陥らない場合には、法人減税や設備投資に対する税優遇策の効果もあることから、設備投資は再び堅調な伸びに戻るとみられる。

(住宅投資) 住宅価格、住宅ローン金利の上昇から住宅市場の回復に遅れ

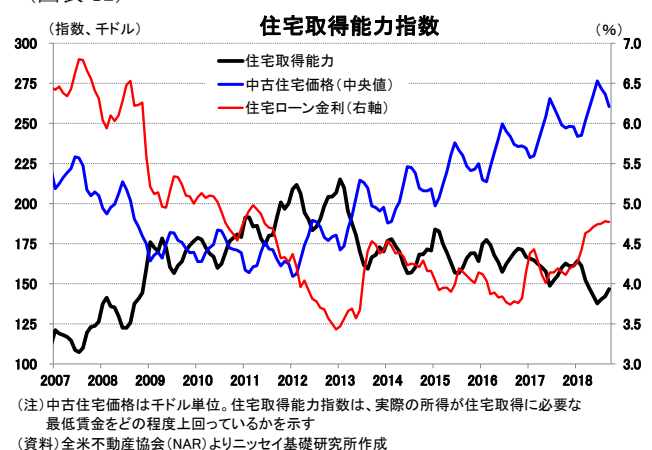
GDPにおける住宅投資は、17年以降の7四半期中5四半期でマイナス成長となるなど、停滞が続いている（図表 11）。また、住宅着工件数や先行指標である着工許可件数の伸び（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比）は、着工件数こそ18年10月が+3.1%と5ヵ月ぶりにプラスに転じ回復を示したものの、着工許可件数は▲11.0%と、こちらは5ヵ月連続で2桁のマイナスとなっており、先行指標からは本格的な回復を期待できない状況となっている。

住宅市場の回復遅れは、雇用不安の後退などから住宅需要は依然として強いものの、中古住宅在庫の不足などを背景にした住宅価格の上昇に加えて、住宅ローン金利が上昇していることで取得可能な住宅が減少している影響が大きいとみられる。住宅ローン返済額と所得を比べた住宅取得能力指数をみると、13年の200超の水準から足元は150割れと09年以来10年ぶりの水準に低下している（図表 12）。

(図表 11)



(図表 12)



労働市場の回復持続や賃金上昇の加速によって所得水準は増加が見込まれるものの、住宅価格や住宅ローン金利の上昇に伴う住宅ローン返済額の増加スピードが上回る場合には、今後も住宅市場の回復はもたつく可能性が高い。

（政府支出、債務残高）ねじれ議会で迎える 20 年度予算審議、歳出上限、債務上限の対応に注目

18 年 10 月からの 19 年度予算審議では、12 本の歳出法案のうち、7 本で本予算が成立しておらず 12 月 21 日を期限とする暫定予算で凌ぐ状況となっている。歳出法案のうち、国土安全保障省についてはトランプ大統領が要求する「国境の壁」の予算額と、野党民主党が許容する額に開きがあり、調整が難航している。このため、12 月 21 日までに両党が折り合えない場合には、年内に政府機関が一部閉鎖される可能性は残っている。

一方、来年からの新議会で審議する 20 年度予算では、下院で野党民主党が過半数を獲得したため、民主党が反対している追加減税策やオバマケアの廃止を盛り込むことは困難となった。一方、20 年度予算では、18 年超党派予算法で定めた裁量的経費の歳出上限引き上げの期限が切れるため、予算管理法（BCA）に基づき歳出上限が国防、非国防ともに▲3%程度削減されることになっている。

20 年に予定されている大統領選挙を睨み、好調な経済を維持したいトランプ大統領は、インフラ投資も含めた拡張的な財政運営を指向しているとみられるが、財政状況の悪化に対する危機感とは野党議員共に共有しており、これまでのような財政赤字を拡大する形での超党派合意が得られるか疑問である。

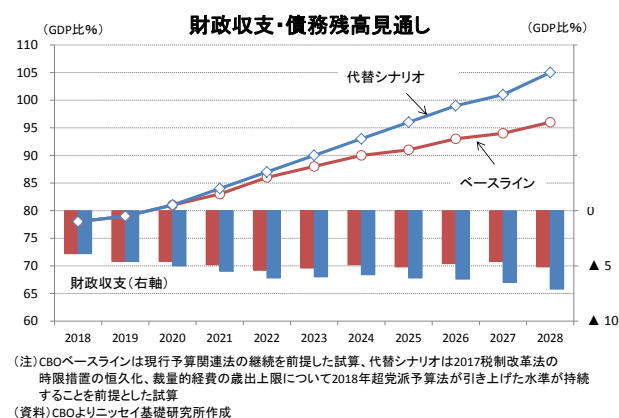
米国では、18 年度に減税と歳出拡大を実施した結果、財政赤字（GDP 比）は▲3.9%（前年度：▲3.5%）と前年から拡大した。議会予算局（CBO）の試算によれば、現在の予算関連法の継続を前提としたベースラインシナリオでは、財政赤字は 28 年度に▲5.1%へ一段と拡大することが見込まれている（図表 13）。また、債務残高（GDP 比）も 18 年度の 78%から 28 年度には 96%に拡大が見込まれている。

さらに、CBO は 25 年末までの時限措置となっている個人所得減税などの恒久化や、20 年度以降の歳出上限を引き上げた場合を代替シナリオとして試算しているが、同シナリオでは 28 年度に財政赤字は▲7.1%、債務残高は 105%まで拡大することが示されており、財政面からは拡張的な財政政策を継続できる余地は限られている。

このため、拡張的な財政政策は財源確保とセットでなければ、その実現は困難とみられる。国防予算を増やす一方、非国防予算の歳出を削減し、追加減税を実現したい議会共和党と昨年決定した減税を元に戻し、非国防予算の歳出を増加させたい議会民主党と考え方の隔たりは大きく、ねじれ議会で財源確保は困難だろう。

一方、新議会は 20 年度予算審議と並行して、現在不適用となっている債務上限の期限が 3 月に到来するため、その対応が求められる。米国では国債発行上限額を法定化しており、法定上限を超えて国債発行を行うことが出来ない。新議会在が新たな債務上限で合意するか、または不適用期限を延長しないと連邦政府のファイナンスに支障がでるほか、政府資金が枯渇する場合には最悪米国債のデフォルトが発生するため、米経済への影響が大きい。

（図表 13）



(貿易) 引き続き保護主義的な通商政策が実体経済のリスク要因

18年7-9月期の純輸出は大幅なマイナス成長寄与となったが、前期の駆け込み需要の反動で輸出が前期比年率▲4.4%（前期：+9.3%）と減少に転じた一方、輸入が+9.2%（前期：▲0.6%）とこちらは増加に転じおり、輸出入ともに成長押下げに寄与した。

また、18年10月の貿易収支（3ヵ月移動平均）は、季節調整済みで▲546億ドル（前月：▲529億ドル）の赤字と、前月から▲17億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▲2.8%（前月：▲3.6%）と3ヶ月連続でマイナスとなる一方、輸入は+10.7%（前月：+9.8%）と2桁の伸びとなった。輸出では中国からの制裁関税などの影響で大豆や民間航空機の輸出が減少する一方、輸入では来年1月からの中国からの輸入品2,000億ドルに対して関税率が10%から25%に上昇することを見込んで消費財などでは駆け込みで輸入を増加させる動きがみられるようだ。トランプ大統領は関税を多用する保護主義的な通商政策で貿易赤字の縮小を目指しているが、足元では逆に貿易赤字は拡大しており、その成果は現れていない。

一方、12月1日の米中首脳会談では、中国からの輸入品2,000億ドル相当に対して来年1月に予定していた25%への関税率引き上げを見送り、現状の10%に維持することを決定した。このため、米中貿易戦争が緩和するとの期待が一時広がったが、米中は、中国の知的財産権の侵害や、強制的な技術移転などの5分野におよぶ構造改革交渉を来年2月末までの短期間で解決することを目指しており、両国が納得する解決策で合意できない場合には3月以降に関税率が引き上げられることになっている。このため、来年以降に米中貿易戦争が再燃する可能性は残っている。

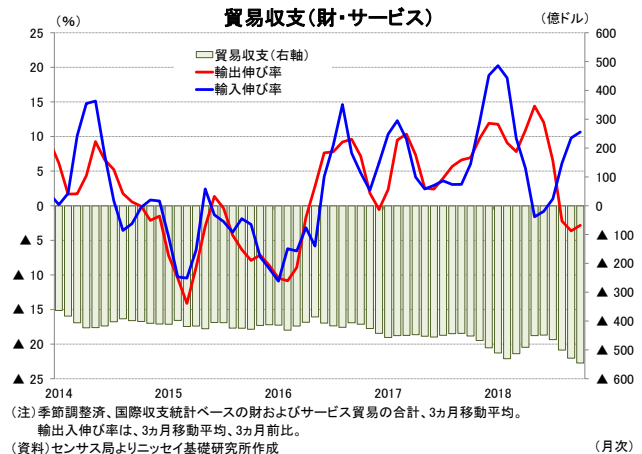
さらに、米中貿易戦争以外でも来年以降は輸入自動車に関する追加関税の議論が本格化するため、注目される。IMFは保護主義的な通商政策が米GDPに及ぼす影響を試算しており、米中貿易戦争に留まっていれば、GDPの押下げ幅は▲0.1%ポイント～▲0.2%ポイントと限定的であるが、輸入自動車に25%追加関税が賦課される場合には押下げ幅が▲0.7%ポイントと大幅に増加するとしている（図表15）。このため、関税対象が輸入自動車まで拡大する場合には実体経済に与える影響が大きくなるため、その動向が注目される。

さらに、米中貿易戦争以外でも来年以降は輸入自動車に関する追加関税の議論が本格化するため、注目される。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、米中貿易戦争に留まっていれば、GDPの押下げ幅は▲0.1%ポイント～▲0.2%ポイントと限定的であるが、輸入自動車に25%追加関税が賦課される場合には押下げ幅が▲0.7%ポイントと大幅に増加するとしている（図表15）。このため、関税対象が輸入自動車まで拡大する場合には実体経済に与える影響が大きくなるため、その動向が注目される。

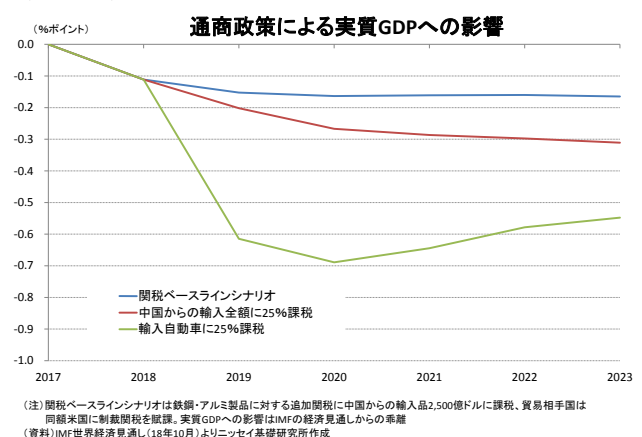
当研究所では、全ての輸入自動車に対して25%追加関税が賦課される状況は想定していないが、現状2.5%となっている関税率は引き上げられる可能性が高いと判断している。

いずれにせよ、トランプ大統領の保護主義的な通商政策によって貿易赤字が大幅に縮小する可能性は低く、予測期間において外需の成長率寄与度は成長押下げが続くと予想される。

(図表14)



(図表15)



3. 物価・金融政策・長期金利の動向

(物価) 基調としての物価上昇は持続も、総合指数は原油価格の下落で上昇圧力は当面低下

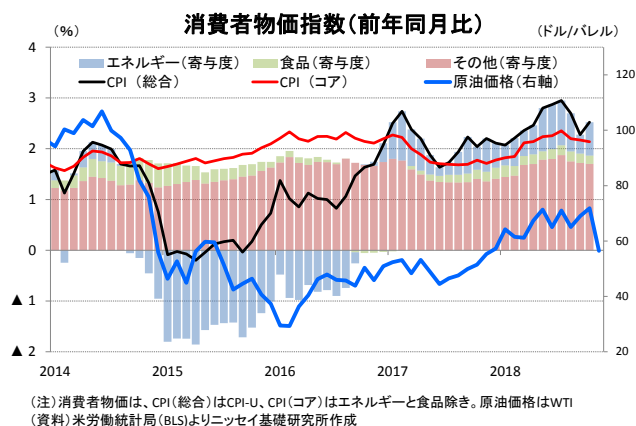
消費者物価の総合指数（前年同月比）は、原油価格の上昇に伴うエネルギー価格の押上げもあって、17年6月の+1.6%を底に上昇基調が持続、18年7月は+2.9%と12年1月以来の高い水準となった（図表16）。しかしその後は、原油価格が下落に転じたこともあって、10月は+2.5%と頭打ちとなっている。

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%まで上昇した後、3ヵ月連続で+2.2%となっており、こちらも7月からは頭打ちとなっているものの、底堅く推移している。今後も、米景気回復の持続、賃金上昇率の加速から、基調としての物価は2%台前半で推移することが見込まれる。

一方、当研究所は、原油価格が足元の50ドル台前半から19年末に59ドル、20年末に61ドルまで緩やかに上昇すると予想しており、前年比でみたエネルギー価格による物価への影響は、19年は物価押下げとなる一方、20年は物価押上げに転じるとみられる。

このため、エネルギー価格を含む総合指数は18年が+2.4%と17年の+2.1%から上昇した後、19年は+2.0%と低下、その後20年は再び+2.3%に上昇すると予想している。

(図表16)



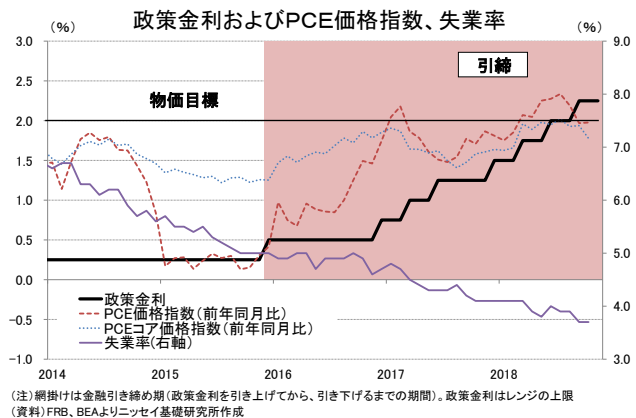
(金融政策) 19年は年2回利上げで、予測期間中は政策金利を据え置き

F R Bは15年12月に政策金利の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、今年は12月に追加利上げが確実とみられているため、合計で年4回と昨年からさらに利上げペースの加速が見込まれる（図表17）。

F R Bが利上げペースを加速させた背景として、労働市場が完全雇用に近い状態にあるほか、F R Bが物価指標としている10月のP C E価格指数も総合指数が目標水準（2%）に一致しているほか、物価の基調を示すコア指数も目標近辺で推移しており、「雇用」と「物価」ともに政策目標の達成が視野に入っているためだ。

一方、来年以降についてもF O M C参加者による9月時点の予想では、19年が年3回、20年にも年1回の利上げが見込まれている。もっとも、米中貿易戦争への懸念などから株式市場が不安定化する中、11月下旬の講演会でパウエルF R B議長は「政策金利は中立金利をわずかに下回る」と発言し、10月上旬の「中立金利まで長い道のりがある」との発言から表現を変更したことや、10年金利の大幅な低下に伴い、2年金利の方が高くなる長短逆転現象が米景気減速を示唆しているとの見方もあり、12月のF O M Cで来年以降の政策金利見通しが下方修正される可能性が高まっている。

(図表17)



る。

一方、米中貿易戦争の激化による米経済へ悪影響を懸念し、来年以降F R Bが政策金利の引き上げを見送るとの見方も一部で出ているようだが、米資本市場の不安定な動きが長期化し、企業や消費者のセンチメントを悪化させることで米実体経済への影響が顕在化しない限り、来年以降もF R Bは政策金利の引き上げを継続するみられる。

当研究所は、19年に年2回利上げされタ後、一旦政策金利の引き上げ局面は終了すると予想する。FOMC参加者見通し(9月)は19年から20年にかけて、長期均衡(3%)を超える水準まで政策金利を引き上げる予想となっていたが、来年以降の景気減速が見込まれる中で、長期均衡以上に政策金利を引き上げる可能性は低いだろう。

(長期金利) 19年以降も政策金利の引き上げ継続、期間プレミアムの拡大から金利上昇が持続

長期金利(10年国債金利)は、8月下旬の2.8%台から10月中旬には一時3.2%台に上昇したものの、足元は株式市場の不安定化に伴うリスク回避姿勢の強まりもあって、再び2.8%台まで低下した。

米中貿易戦争などへの懸念から株式市場は不安定化しており、今後もリスク回避的な動きから短期的に長期金利が一段の低下を示す可能性は否定できない。

しかしながら、F R Bが来年以降も政策金利の引き上げを継続するほか、財政状況の悪化に伴う国債需給悪化懸念を背景に期間が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3.0%、19年後半に3.6%まで上昇した後、20年末にかけて横這いで推移すると予想する(図表18)。

(図表18)

