

Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 米国経済の見通し

—緩やかな景気減速予想も、高まる下振れリスク

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

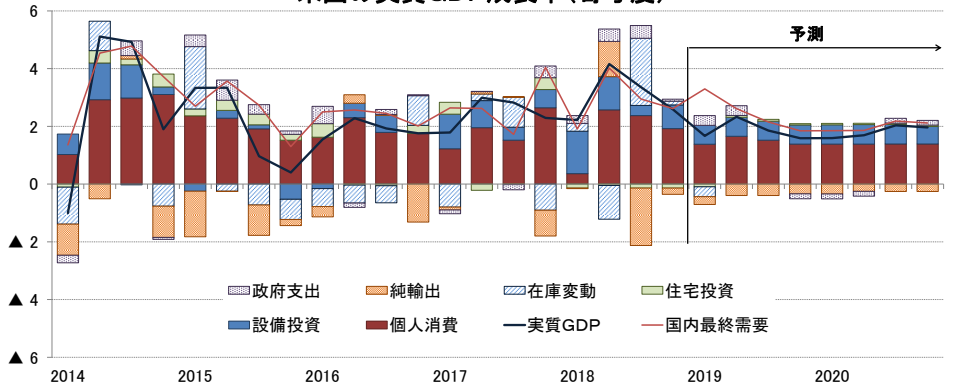
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の10-12月期の成長率（前期比年率）は+2.6%（前期：+3.4%）と前期から低下。外需の成長押し下げ幅が縮小したほか、設備投資に回復がみられたものの、在庫投資の成長押し上げ幅が縮小。個人消費も好調を維持したものの、前期から伸びが鈍化した。
2. 海外経済の減速懸念や、米通商政策、米国内政治の混乱などが嫌気され、資本市場は年末にかけて不安定な動きとなるなど、米経済の下振れリスクが高まっている。
3. 当研究所では、米経済の見通し前提として、海外経済の減速や米国内政治の混乱による実体経済への影響は限定的に留まり、資本市場も安定することを見込む。この前提の下で19年は個人消費主導の成長が持続し、成長率（前年比）は+2.3%と18年の+2.9%からは低下も、堅調な成長率を維持すると予想。一方、循環的な景気拡大局面の終了、財政や金融による景気押し上げ効果の剥落などから、20年は+1.8%に低下を予想。
4. 金融政策は、資本市場の安定などを確認した後、19年に2回利上げをし、その後利上げ打ち止めとなる見込み。ただし、年1回の利上げに留まる可能性が高まっている。
5. 米経済に対するリスクは、欧州や中国など海外経済の大幅な減速に加え、米国内政治の混乱。国内政治では、ロシア疑惑や20年の大統領選挙を睨んでトランプ大統領と野党民主党の対立激化による議会の機能不全を懸念。ねじれ議会で20年度予算や債務上限引き上げ審議が難航することや、トランプ大統領の通商政策に対する不透明感の高まりは資本市場を不安定化させ、米実体経済に悪影響となろう。

(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) 10 - 12 月期の成長率は、高成長となった前期から低下

米国の 10 - 12 月期実質 GDP 成長率 (以下、成長率) は、初期推計<sup>1</sup>が前期比年率+2.6% (前期 : +3.4%) と高成長であった前期から低下した (図表 1、図表 4)。

需要項目別では、外需の成長率寄与度が▲0.22%ポイント (前期 : ▲1.99%ポイント) とマイナス幅が縮小したほか、設備投資が前期比年率+6.2% (前期 : +2.5%) と前期から伸びが加速した。

一方、住宅投資が▲3.5% (前期 : ▲3.6%) と 4 期連続のマイナス成長となったほか、在庫投資の成長率寄与度が+0.13%ポイント (前期 : +2.33%ポイント) とプラス幅が縮小した。また、個人消費は前期比年率+2.8% (前期 : +3.5%) と好調を維持したものの、前期から伸びが鈍化した。

個人消費は、期待された 18 年の年末商戦売上高<sup>2</sup>が前年比+2.9% (17 年 : +5.3%) と前年を下回ったほか、全米小売業協会 (NRF) の事前予想レンジ (+4.3%~+4.8%) も下回った。これは、主に 12 月の売上高が前年比+0.9%に留まり、11 月の同+5.1%から急減速したことによる。

12 月は、月初から資本市場が非常に不安定化したため、個人消費に影響した可能性がある。BREXIT を巡る不透明感に加え、米中首脳会談で対中関税が緩和されるとの期待の剥落や、FRB による利上げ懸念、マティス国防長官の辞任や 12 月下旬からの政府閉鎖に伴う、トランプ大統領の政権運営に対する不透明感から株式市場や社債市場は年末にかけて大幅な下落となった。

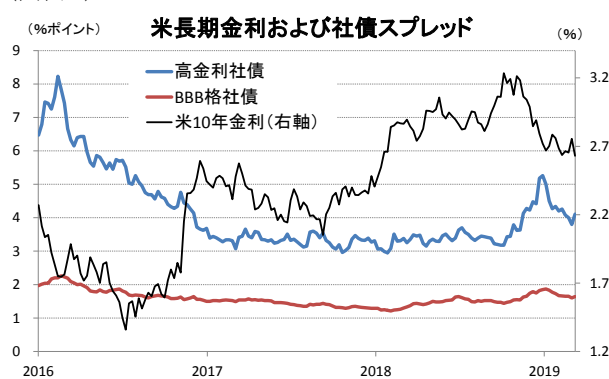
実際、株式市場では S & P 500 指数が 1 ヶ月で▲9.2%下落したほか、投資家の先行き不安を示す VIX 指数も 12 月下旬に一時 30 と 18 年 2 月以来の水準まで上昇した (図表 2)。また、高金利社債と米国債との金利スプレッドも 1 ヶ月で 1%ポイント以上上昇し、16 年夏場以来となる 5%ポイント超の水準に上昇した (図表 3)。このため、資産価格の下落を通じて個人消費に影響した可能性は否定できない。

(図表 2)



(注) VIX 指数はシカゴ・オプション取引所が S & P 500 株価指数を対象とするオプション取引のボラティリティを元に算出。投資家の先行き不透明感を示すとされている。  
(資料)ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

(図表 3)



(注) 高金利社債はパークレイズキャピタル米高金利社債の最低利回り。社債スプレッドは社債と米国債 10 年金利との差  
(資料)ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

もっとも、マスターカードがクレジットカード利用額を元に公表した年末商戦の売上高は前年比+5.1%と過去 6 年で最も高い伸びとなった<sup>3</sup>としており、小売統計の結果と齟齬が生じている。このため、政府閉鎖の影響でおよそ 1 ヶ月遅れの公表となった小売統計に関して一部専門家は疑義を示しており、12 月の結果を慎重にみる必要があるだろう。

<sup>1</sup> 政府閉鎖の影響で速報値と改定値のデータと推計方法の組み合わせによる変則的な推計。また、成長率は当初公表予定日からおよそ 1 ヶ月遅れで公表。

<sup>2</sup> 11 月および 12 月の自動車ディーラー、ガソリンスタンド、食品サービスを除く小売売上高の合計。

<sup>3</sup>

<https://newsroom.mastercard.com/press-releases/mastercard-spendingpulse-u-s-retail-sales-grew-5-1-percent-this-holiday-season/>

一方、F R Bは、不安定な資本市場に配慮して、今年1月の利上げを見送ったほか、当面は政策金利を据え置く方針を示した。F R Bは、資本市場を不安定化させている海外経済や国内政治の状況を見極めるほか、資本市場の不安定化が消費者や企業センチメントの悪化を通じてどの程度実体経済に影響するか慎重に見極めるようだ。

なお、19年入り後の資本市場は、政府閉鎖が解消されたことや、F R Bの政策スタンス変更なども好感され、本稿執筆（3月11日）時点でS & P 500指数は年初からの上昇率が+9.3%となったほか、高金利社債市場のスプレッドも年初来1%ポイント以上低下しており、12月の下落分を完全に取り戻している。

今後もB R E X I Tや米中貿易戦争・輸入自動車問題、債務上限問題など米国内外の重要なイベントが目白押しとなっていることから、資本市場が再び不安定化する可能性も燻っており、経済の下振れリスクとして金融政策も含めてその動向が注目される。

### **（経済見通し）成長率は19年+2.3%、20年+1.8%に低下。高まる下振れリスク**

当研究所では今回の経済見通しを策定するに当たり、その前提として、海外経済の減速や米国内政治の混乱に伴う米実体経済への影響が限定的に留まり、資本市場も安定するとした。この前提の下で、19年は労働市場の回復持続や減税効果に伴い個人消費主導の景気回復が続くと予想する。

設備投資は非常に好調であった18年からは鈍化するものの、法人減税や設備投資の税優遇策もあって19年も底堅い伸びが持続しよう。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から当面回復は遅れよう。

政府支出は、ねじれ議会に伴う予算審議の遅れによって、10月の会計年度開始時点で歳出上限の引き上げは困難とみられることから、19年末にかけて減少に転じよう。

最後に、外需は米中貿易戦争に伴う追加関税策の強化が回避されるものの、輸入自動車に対する輸入制限措置の強化などから世界的に財輸出の伸びが鈍化する一方、米国内消費の堅調から19年を通じて成長率を押下げよう。

これらを踏まえて、当研究所は19年の成長率（前年比）を+2.3%と、18年の+2.9%から緩やかに低下すると予想する（後掲図表4）。

一方、米景気拡大期間は今年7月を越えると史上最長となるため、景気循環面からは現在の景気拡大は最終局面に近いと考えられる。そのような中、雇用増加ベースの鈍化に加え、減税効果の逡減から、20年の個人消費の伸びは鈍化が見込まれる。また、金融政策や財政政策による景気刺激効果も逡減していく可能性が高い。また、ねじれ議会による議会の機能不全や20年の大統領選挙に向けた思惑から、景気対策の実現も期待できない。

この結果、当研究所は20年の成長率が+1.8%と、2%近辺とみられる潜在成長率を下回る水準まで低下すると予想する。

物価は、原油価格の下落により足元では物価上昇圧力が後退している一方、賃金上昇率の加速もあって、基調としての物価は堅調に推移している。当研究所は労働需給の逼迫を背景とした堅調な賃金上昇から引き続き基調としての物価は堅調に推移すると予想している。また、原油価格は足元の50ドル台半ばから19年末に59ドル、20年末に60ドルまで緩やかに上昇することを予想しているため、エネルギー価格は19年は物価押し下げとなる一方、20年は物価に中立とみられる。

この結果、エネルギー価格を含む消費者物価の総合指数（前年比）は、19年に+2.1%と18年の+2.4%から低下した後、20年には+2.2%へ小幅に上昇すると予想する。

金融政策は、海外経済の減速懸念や不安定な資本市場を背景にF R Bは当面政策金利の据え置き姿勢を続けるとみられる。しかしながら、労働市場の回復持続に加え、物価が政策目標近辺で推移していることから、F R Bは資本市場の安定を確認した後で政策金利の引き上げを再開すると予想する。当研究所は現時点で19年に2回利上げが実施され、その後は利上げが打ち止めになると予想する。ただし、19年年後半からは来年以降の一段の景気減速も視野に入ることから、利上げが年1回で打ち止めとなる可能性が高まっていることは否定できない。

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19年末に3.3%に上昇し、20年末にかけても3.3%で横這いを予想する。

(図表 4)

### 米国経済の見通し

		2018年	2019年	2020年	2018年				2019年				2020年			
		(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	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、%	2.9	2.3	1.8	2.2	4.2	3.4	2.6	1.7	2.3	1.9	1.6	1.6	1.7	2.0	2.0
個人消費	前期比年率、%	2.6	2.6	2.0	0.5	3.8	3.5	2.8	2.0	2.4	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
設備投資	前期比年率、%	7.0	4.8	4.5	11.5	8.7	2.5	6.2	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.0
住宅投資	前期比年率、%	▲ 0.2	▲ 1.3	1.6	▲ 3.4	▲ 1.3	▲ 3.6	▲ 3.5	▲ 3.0	2.0	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
政府支出	前期比年率、%	1.5	1.4	▲ 0.3	1.5	2.3	2.6	0.4	2.0	2.0	0.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	1.0	1.0
在庫投資	寄与度	0.1	0.2	0.0	0.3	▲ 1.2	2.3	0.1	▲ 0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.0	1.2	▲ 2.0	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	2.4	2.1	2.2	3.2	2.1	2.0	1.5	2.2	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
失業率	平均、%	3.9	3.6	3.7	4.1	3.9	3.8	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.8
FFレート誘導目標	期末、上限、%	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、%	2.9	3.0	3.3	2.8	2.9	3.0	2.9	2.7	3.0	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.18	1.13	1.16	1.23	1.19	1.16	1.14	1.13	1.12	1.13	1.15	1.15	1.16	1.16	1.17
米ドル(対円)	平均、円/ドル	110	112	111	108	109	111	113	110	112	113	112	111	111	111	111
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	64	57	60	63	68	69	54	54	57	58	59	59	59	60	60

(資料)BEA、BLS、ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

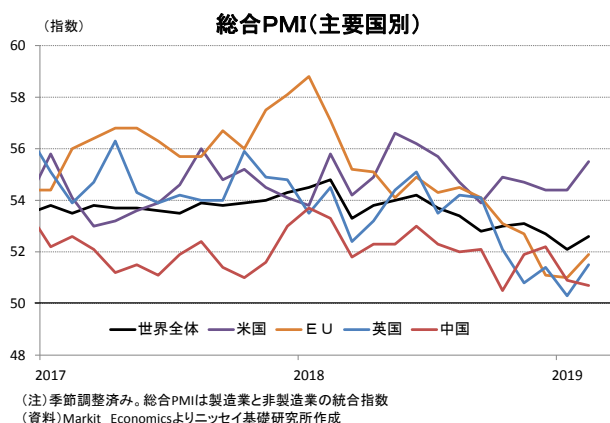
上記見通しに対するリスクは、海外経済の減速と米国内政治の混乱である。海外経済では、欧州と中国の動向に注目。EUや英国、中国の総合PMIは18年以降低下が顕著となっており、景気拡大を示す50の水準が視野に入ってきている

(図表 5)

BREXITに伴う英国、欧州経済の混乱が世界的な金融危機の引き金となることや、米中貿易戦争の激化に伴い中国経済が大幅に減速し、政情不安に繋がる場合には、世界的な景気後退や資本市場の不安定化を通じて米国経済に影響しよう。

また、米国内政治では、昨年12月の政府機関の閉鎖にみられたように、トランプ大統領と野党民主党の対立は激化している。

(図表 5)





早期の公表が見込まれるモラー特別検察官の報告書次第では、トランプ大統領の弾劾裁判開始リスクが高まるほか、20年の大統領選挙も睨んで下院民主党が調査権を行使してトランプ大統領に政治的プレッシャーをかけ続けることが見込まれる。

このため、ねじれ議会で議会在機能が不全となり、20年度予算や債務上限の審議は難航が予想されるほか、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。また、トランプ大統領が債務上限の引き上げを政治的な駆け引きに利用する場合には、最悪の場合、米国債がデフォルトする可能性もあるため、米実体経済への影響が懸念される。

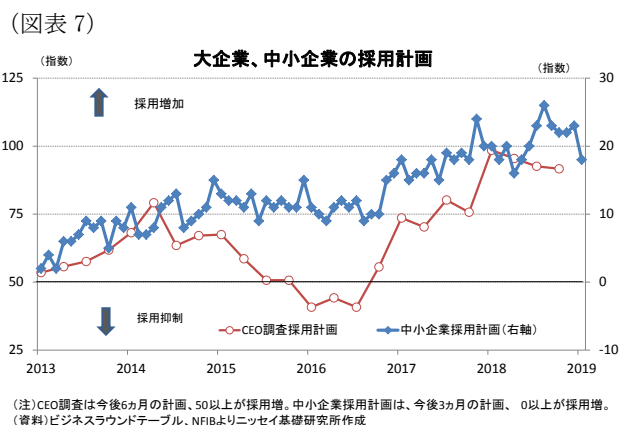
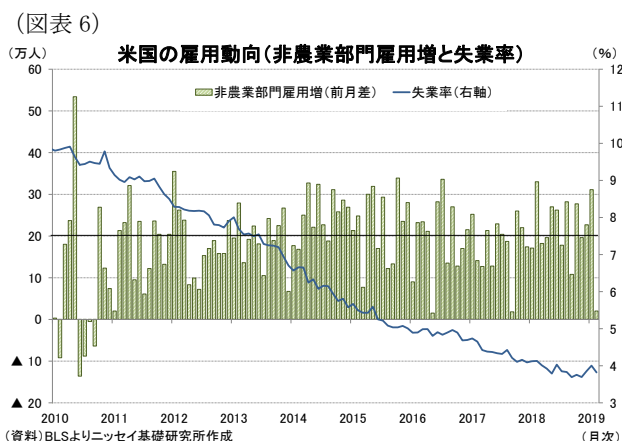
## 2. 実体経済の動向

### (労働市場、個人消費) 労働市場の回復が持続。消費者センチメントの動向に注目

非農業部門雇用者数(対前月増減)は、10年10月から19年2月まで統計開始以来最長となる101ヵ月連続の増加となっているほか、失業率も3.8%とおよそ20年ぶりの水準に低下している(図表6)。

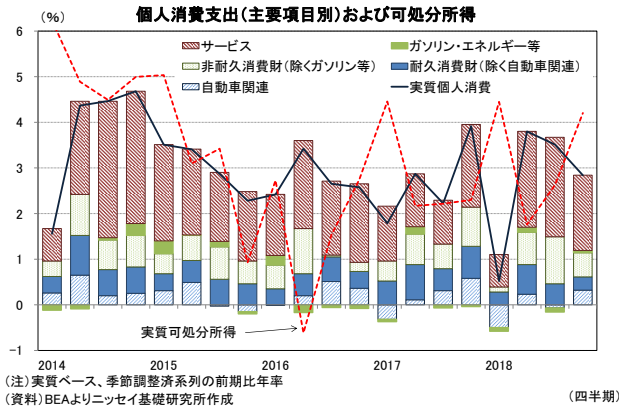
一方、2月の雇用増加者数は前月比+2.0万人(前月:+31.1万人)に留まり、雇用増加ベースの急激な鈍化がみられた。このため、企業の採用意欲は強い(図表7)ものの、2月の結果は労働市場の回復長期化に伴い雇用確保が困難になっている状況を反映した可能性がある。ただし、民間のADP統計では2月の雇用増加数が+18.3万人(前月:+30.0万人)と+2.0万人との乖離が大きくなっていることから、2月の雇用増加数は過小評価されている可能性が考えられる。

いずれにせよ、労働力不足の業種や技能レベルが拡大している中で18年の月間平均増加ペース(+22.3万人増)のような20万人超を維持するのは難しくなっており、雇用増加ペースは緩やかに鈍化しよう。

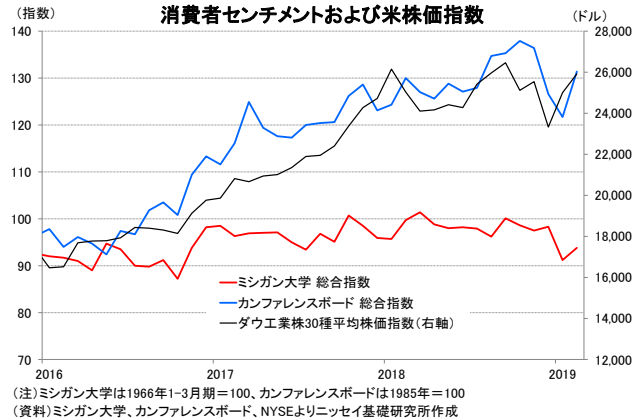


一方、18年10-12月期の個人消費は、3%台半ばの高い伸びとなっていた前2四半期からは低下したものの、堅調な水準を維持している(図表8)。雇用者数が順調に増加したことに加え、賃金上昇や個人所得減税などにより実質可処分が前期比年率+4.2%となるなど所得が回復したことが大きい。

(図表 8)



(図表 9)



雇用者数や可処分所得の増加は今後も個人消費の後押しとなることが予想される一方、今後の個人消費を占う上で消費者センチメントの動向が注目される。消費者センチメントは、依然として高水準を維持しているものの、株式市場が下落に転じたこともあり、昨年秋口以降は頭打ちがみられる(図表 9)。

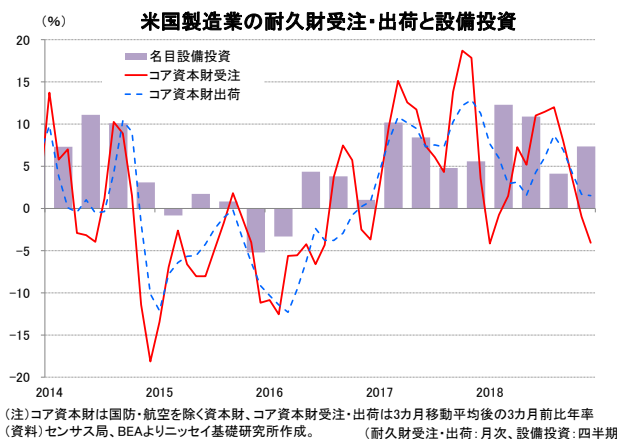
前述のように 19 年入り後、株式市場が安定したこともあり、消費者センチメントは一部底打ちの動きもみられるが、今後再び資本市場が不安定化することや、米中貿易戦争に伴う対中関税により、中国製商品価格の上昇が明確になってくる場合には、消費者センチメントは一段の水準調整される可能性があるため、個人消費への影響が懸念される。

### (設備投資) 設備投資は持ち直しも企業センチメントの動向に注目

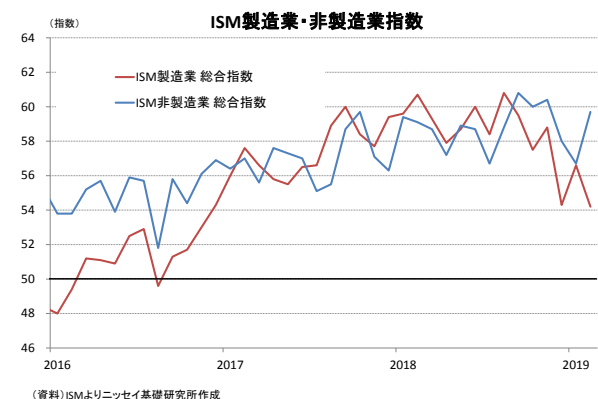
GDPにおける民間設備投資は、18年7-9月期に7期ぶりの低調な伸びとなったが、10-12月期は再び伸びが加速した。もっとも、設備投資の先行指標であるコア資本財受注(3ヵ月移動平均、3ヵ月前比)は12月が年率▲4.1%とマイナスとなっており、足元で設備投資の回復が鈍い可能性を示唆している(図表 10)。

一方、企業センチメントはISMの製造業、非製造業指数ともに昨年夏場から頭打ちとなっているが、製造業指数では低迷が続いているものの、非製造業指数には反発もみられており、製造業と非製造業でまちまちの動きとなっている(図表 11)。非製造業指数の回復は株価上昇の影響が考えられる一方、製造業については、地区連銀経済報告でも示されているように保護主義的な通商政策に対する不安などが反映されているとみられる。

(図表 10)



(図表 11)



民間設備投資は法人減税や設備投資に対する税優遇策が下支えとなっていて、好調であった18年からは伸びが鈍化するものの、19年も引き続き堅調な伸びを予想している。ただし、保護主義的な通商政策の高まりや資本市場が再び不安定化する場合には、企業センチメントの悪化を通じて設備投資の下振れリスクとなろう。

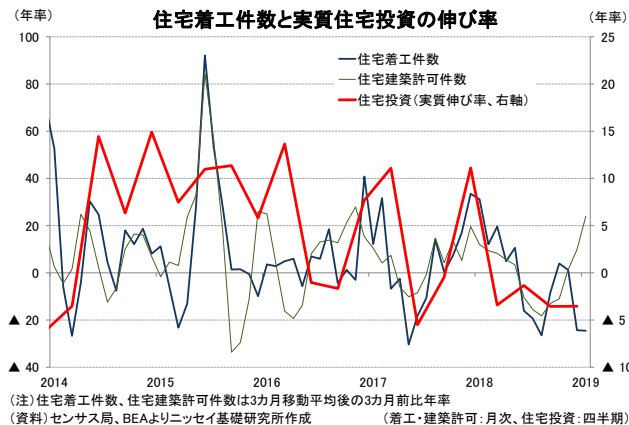
### (住宅投資) 住宅価格、住宅ローン金利の上昇から住宅市場の回復に遅れ

GDPにおける住宅投資は、18年10-12月期で4期連続のマイナス成長となったほか、17年以降の8期のうち、6期でマイナス成長となるなど住宅市場の回復は遅れている(図表12)。一方、住宅着工件数、許可件数(3ヵ月移動平均、3ヵ月前比)は19年1月がそれぞれ▲24.5%、+24.0%となっており、先行指標である許可件数からは回復の兆しがみられるものの、着工件数は大幅な落ち込みとなっており、1月以降も回復が鈍いことを示している。

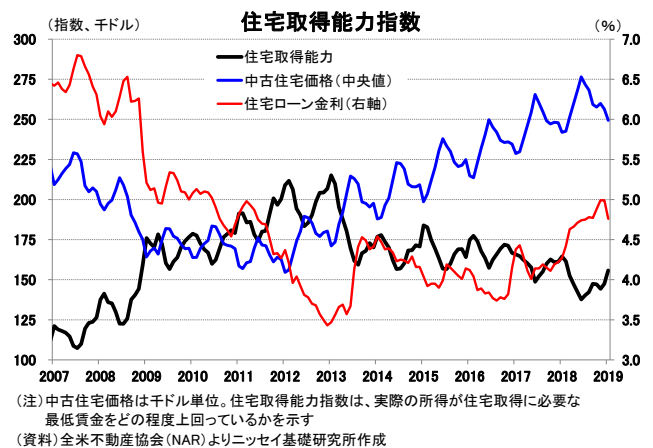
住宅市場の回復遅れは、雇用不安の後退などから住宅需要は依然として強いものの、中古住宅在庫の不足などを背景にした住宅価格の上昇に加えて、住宅ローン金利が上昇していることで取得可能な住宅が減少している影響が大きいとみられる。住宅ローン返済額と所得を比べた住宅取得能力指数をみると、13年の200超の水準から150台半ばに低下していることが分かる(図表13)。

足元で住宅ローン金利が低下していることもあって、住宅取得能力指数には改善がみられるものの、米国債金利の上昇に伴い、住宅ローン金利は上昇に転じることが見込まれるため、住宅取得能力の改善は一時的とみられ、当面住宅市場の回復は遅れよう。

(図表12)



(図表13)



### (政府支出、債務残高) ねじれ議会で予算審議は難航、拡張的な財政政策は軌道修正の可能性

18年から実施されている税制改革に加え、2018年超党派予算法に基づき18年度と19年度の裁量的経費の歳出上限が引き上げられたことにより、財政政策によって18年と19年の成長率はそれぞれ+0.6%ポイント程度の押し上げが見込まれている。

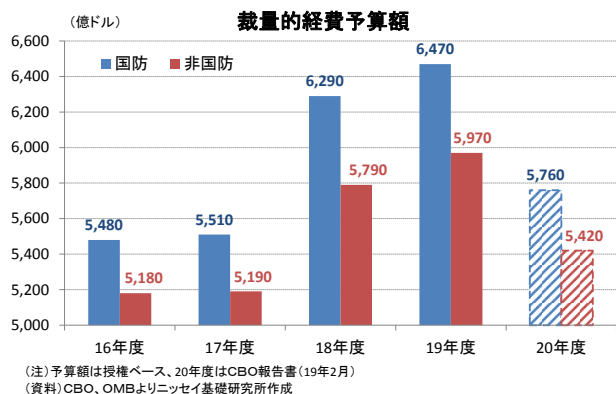
一方、20年度は歳出上限引き上げの期限が切れるため、予算管理法(BCA)に基づき、国防、非国防の歳出上限額がともに1割程度削減することが求められる(図表14)。このため、20年度は前2年度とは対照的に景気の押下げとなる可能性が高い。もっとも、20年度も超党派で合意できれば歳出上限を引き上げることは可能だ。

ただし、与野党ともに財政赤字拡大や債務残高増加に対する危機感は強まっているため、20年に大統領選挙を控えて景気後退は回避したいものの、歳出上限引き上げのハードルは上がっていると言える。実際、大型減税と歳出拡大が行われた18年度の財政赤字(GDP比)は▲3.9%と17年

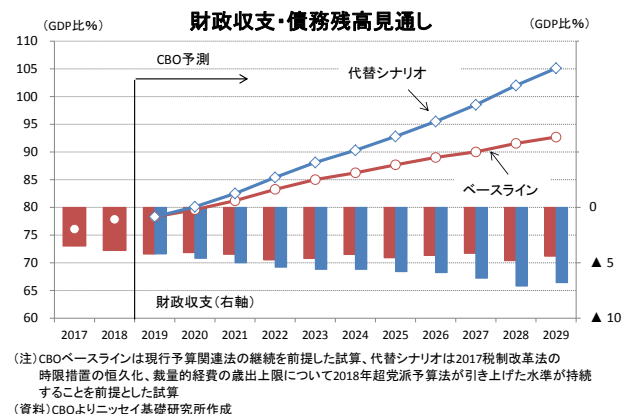
度の▲3.5%から拡大したほか、19年度も▲4.2%へさらに拡大が見込まれている。また、20年度に歳出上限が引き下げられた場合でも20年度の財政赤字は▲4.1%に留まるため、財政赤字の拡大が深刻となっており、議員の危機感は強い（図表15）。

また、債務残高（GDP比）についても、17年度の76.1%から29年度には92.7%まで大幅な増加が見込まれている。また、20年度以降に歳出上限の引き上げ継続や、25年末までの時限措置となっている個人所得減税の恒久化を実施する場合には、29年度に105.1%まで増加する見込みだ。

（図表14）



（図表15）



このため、将来的な財政赤字削減策などでの合意を伴わない無条件での歳出上限引き上げを超党派で合意するのは難しいだろう。また、最終的に歳出を引き上げるとしても、ねじれ議会による予算審議の難航から10月の20年度開始時点で合意は困難とみられる。

一方、トランプ大統領と野党共和党が共に目指すインフラ投資の拡大についても、政策協調の可能性はあるものの、こちらも財源問題は避けられず、歳出削減による財源捻出を目指すトランプ大統領と、減税の縮小や廃止によって捻出を目指す民主党の溝を埋めるのは難しいため、現状でインフラ投資が実現する可能性は低いと言わざるを得ない。

最後に、3月2日に復活した債務上限については、財務省による非常措置の期限が9月～10月とみられており、債務上限の不適用のための時限立法か債務上限の引き上げを行うことが議会に求められている。与野党対立から審議は夏場まで纏れ込む可能性が高いが、議会は米国債のデフォルトを回避するため、最終的に不適用のための時限立法で合意すると予想している。もっとも、去年の連邦閉鎖でみられたように、トランプ大統領が債務上限を政治的な取引材料にする場合には米国債デフォルトリスクが意識され、資本市場の混乱や消費者、企業センチメントの悪化を通じて米経済に悪影響を及ぼそう。

### （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

純輸出は、18年10-12月期が2期連続で成長押下げとなったほか、18年通年でも成長率を▲0.3%ポイント押下げる結果となった（前掲図表4）。

また、米中貿易戦争に伴い18年7月以降は中国からの輸入品（2,500億ドル相当）に対して追加関税が段階的に賦課されたものの、対米輸入品（1,100億ドル相当）に対する中国による制裁関税の賦課もあり、18年の対中貿易赤字（財のみ）は▲4,192億ドル（前年：▲3,756億ドル）と、前年から増加したほか、貿易赤字に占めるシェアも18年が47.7%（前年：47.2%）と増加した（図表16）。このため、トランプ大統領が目指す対中貿易赤字の削減は実現できていない。



米中貿易戦争は、米中首脳会談で完全な合意が得られる可能性は低いとみられるものの、株式市場への影響などを考慮して、対中関税が強化される可能性は低いと予想している。

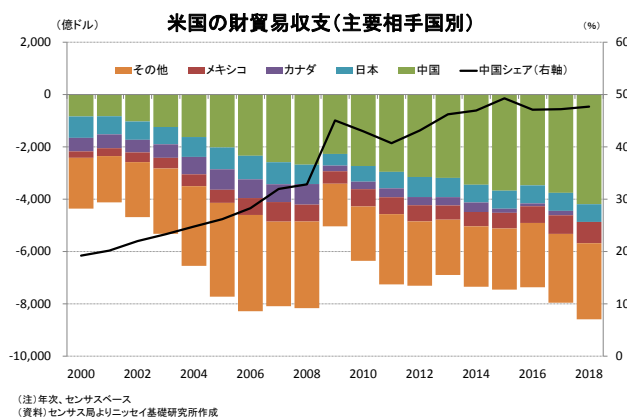
一方、米国の通商政策の焦点は、日本や欧州をターゲットにした輸入自動車に対する輸入制限措置の強化に移るとみられる。昨年合意されたUSMCA交渉では、自動車の原産地規則が強化されたため、米国、カナダ、メキシコでの自動車生産コストの上昇が見込まれている。

このため、生産コスト上昇に伴う米国内生産や雇用への影響を軽減するためには、現状2.5%<sup>4</sup>に留まっている輸入車の関税率を引き上げるなどの対応が必要だろう。このため、輸入自動車に対して一律25%の追加関税賦課などの極端な政策が採用される可能性は低いものの、何らかの輸入制限措置の強化は不可避とみられる。

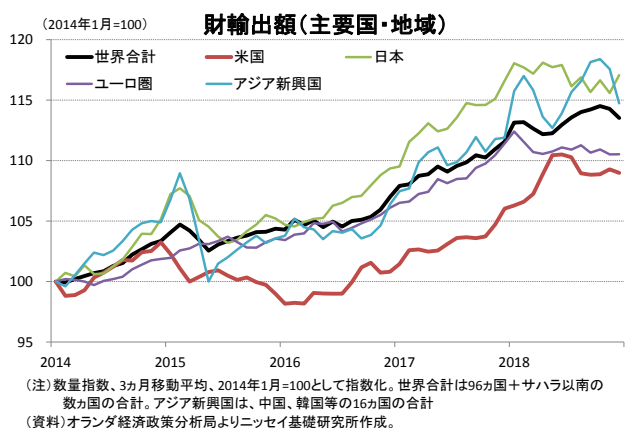
一方、米国では18年前半から財輸出が頭打ちとなっているほか、世界全体でも18年後半から財輸出の頭打ちがみられており、米中貿易戦争をはじめ米国の保護主義的な通商政策が、世界の財輸出に影響してきた可能性がある（図表17）。

今後、輸入自動車の輸入制限措置が強化される場合には、さらに財輸出額が落ち込むことが予想され、米国だけでなく世界経済に与える影響が大きいとみられ、今後の動向が注目される。

(図表 16)



(図表 17)



### 3. 物価・金融政策・長期金利の動向

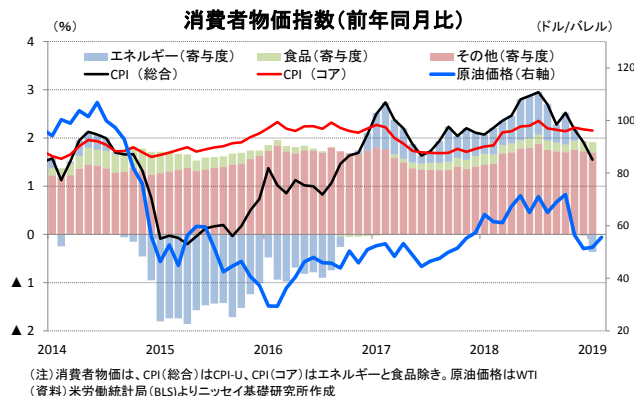
#### (物価) 堅調な賃金の伸びを反映し、物価基調は底堅い

消費者物価の総合指数(前年同月比)は、原油価格の下落に伴うエネルギー価格の押下げもあって、18年7月の+2.9%から19年1月には+1.6%まで低下している(図表18)。

一方、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は、1月が+2.2%と3ヵ月連続で横這いとなっており、こちらは堅調に推移している。

コア指数が堅調な要因として、労働需給の逼迫を背景に賃金上昇率が加速していることが挙

(図表 18)



<sup>4</sup> ライトトラックは25%

げられる。時間当たり賃金（前年同月比）は18年前半から上昇が顕著となっており、足元では3%台前半まで加速している（図表19）。

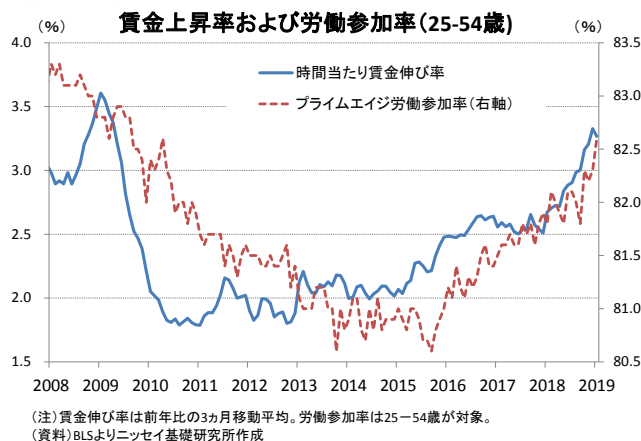
また、労働需給を示すプライムエイジ（25-54歳）の労働参加率も上昇基調が持続しており、賃金上昇率は今後も一段の加速が見込まれる。

このため、基調としての物価は堅調な賃金上昇を背景に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ドル台半ばから19年末に59ドル、20年末に60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の物価への影響は、19年は物価押し下げとなるものの、20年はほぼ中立を見込んでいる。

これらを踏まえて、総合指数（前年比）は19年が+2.1%と18年の+2.4%からは低下するものの、20年には+2.2%に小幅ながら加速すると予想する。

（図表19）



### （金融政策）19年は年2回の利上げを予想も、1回に留まる可能性

F R Bは18年に4回利上げした後、海外経済の減速懸念、通商政策などの国内政治状況、資本市場の不安定化、などを理由に19年入り後は当面政策金利を据え置く姿勢を明確にしている。

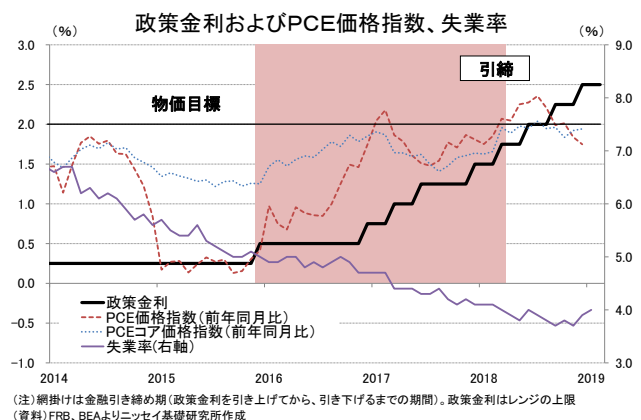
一方、F R Bの政策目標の達成状況をみると、2月の雇用者数の増加ペースが急減速したことには注意する必要があるものの、失業率は一時およそ50年ぶりの水準に低下するなど、労働市場が完全雇用近づいているほか、F R Bが物価指標としているP C E価格指数（前年同月比）のコア指数が12月は+1.9%と目標近辺で推移しており、「雇用」と「物価」ともに政策目標の達成は視野に入っている（図表20）。

足元で実体経済に対する下振れリスクが高まっているため、当面はこれらの影響を見極める

必要があるが、資本市場が12月の下げを取り戻すなど一部には改善がみられている。今後、資本市場が安定し、消費者や企業センチメントの悪化懸念が後退することなどが確認できれば、F R Bは再び政策金利の引き上げを再開すると予想している。

当研究所は、現状でF R Bは19年に2回利上げをした後、利上げを打ち止めにすると予想している。もっとも、年後半には来年以降の景気減速が視野に入ってくることから、米経済に対する不透明要因の確認に時間がかかる場合には、利上げが年1回に留まる可能性高まっていることは否定できない。

（図表20）



## （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

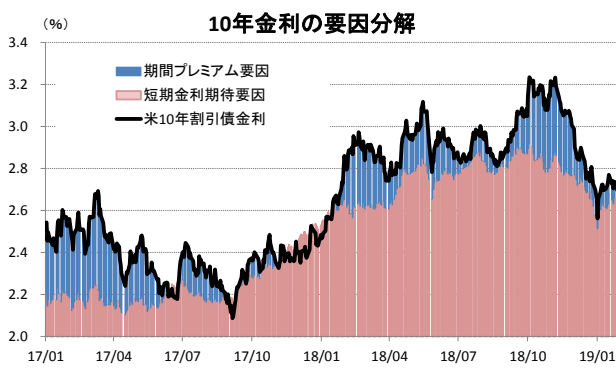
長期金利（10年国債金利）は、昨年10月中旬には一時3.2%台に上昇したものの、その後はリスク回避姿勢の高まりもあって、足元は2.6%台での推移となっている（前掲図表2）。

一方、サンフランシスコ連銀が公表している10年金利の要因分解をみると、金融政策の見通しなどが反映される短期金利期待要因が昨年10月のピークから今年の2月月初までに2.9%ポイント→2.6%ポイントに低下する一方、財政リスクや米国債需給などが反映される期間プレミアム要因も0.4%ポイント弱→0.1%ポイントに低下していたことが分かる（図表21）。

金融市場は19年以降の政策金利据え置きを織り込んでいることから、当研究所の予想通りFRBが利上げに転じる場合には短期金利期待要因が拡大するとみられる。さらに、期間プレミアム要因は足元でリスク回避的な動きが強まっているものの、資本市場が安定を取り戻る中で、債務残高の大幅な増加が意識されることで期間プレミアムはも増加に転じると予想される。

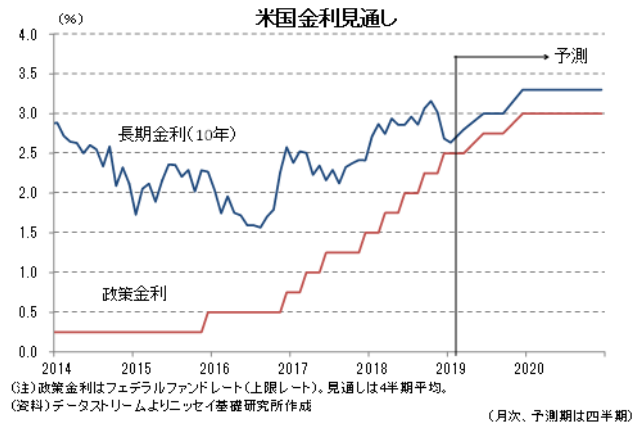
このため、当研究所は19年末の長期金利は3.3%に上昇し、20年末にかけて同様の水準で推移すると予想する（図表22）。もっとも、政策金利が引き上げられない場合や資本市場の不安定な状況が継続する場合には長期金利は予想対比で下振れしよう。

（図表 21）



（注）10年金利は割引債（ゼロクーポン債）の金利、短期金利期待要因は今後10年間の平均予想、期間プレミアムは、実際の金利水準と短期金利期待要因との残差で求められる  
（資料）サンフランシスコ連銀よりニッセイ基礎研究所作成

（図表 22）



（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はありません。