

Weekly エコノミスト・ レター

米国経済の見通し

—トランプ大統領のチキンレースに付き合わされる米国経済

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

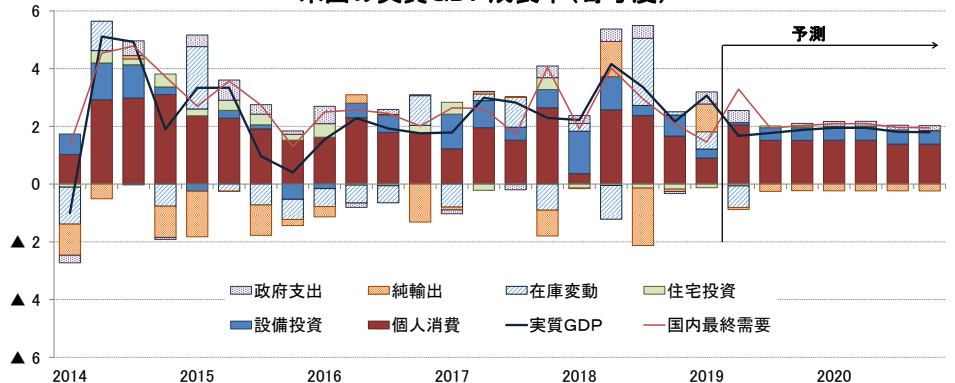
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. トランプ大統領による5月5日の対中関税率の引き上げ発表によって、合意間近とみられていた米中通商交渉が難航していることが示された。同大統領は米中首脳会談が実現しない場合に対中関税の対象を輸入品全額に拡大する可能性を示唆しており、実体経済への影響が懸念されている。
2. 足元の経済指標は生産や企業景況感が悪化している一方、消費者センチメントや消費は底堅い状況が続いており、まちまちの結果となっている。
3. 金融市場はインフレが政策目標を下回っていることに加え、通商政策に伴う景気減速懸念から、年内複数回の利下げを既に織り込んでいる。このため、FRBは政策目標の達成に加え、金融市場にも配慮した、難しい金融政策運営を迫られている。
4. 米中貿易摩擦をはじめ、理不尽とも言える圧力によって合意を引き出そうとするトランプ大統領の政策チキンゲームに米経済は無理やり付き合わされおり、非常に不安定な状況と言える。
5. 当研究所は、現時点では関税強化策が回避されることや資本市場の不安定な状況が長期化しない前提で、19年の成長率を+2.5%、20年を+1.9%と予想しており、予測期間において政策金利の据え置きを予想している。
6. ただし、来週のFOMC会合や米中首脳会談など見通しに大きな影響を与えるイベントが目白押しとなっており、経済や金融政策見通しに対する不透明感は強い。

(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) 1-3月期の成長率は、前期から加速も外需、在庫などが押上げ

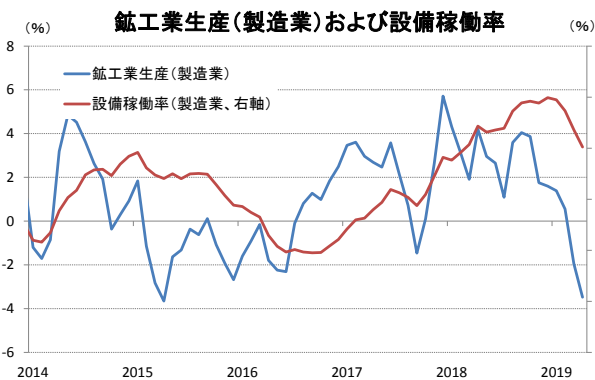
米国の1-3月期実質GDP成長率(以下、成長率)は、改定値が前期比年率+3.1%(前期:+2.2%)と前期から加速した(図表1、図表6)。

需要項目別では、個人消費が前期比年率+1.3%(前期:+2.5%)となったほか、民間設備投資も+2.3%(前期:+5.4%)と前期から伸びが鈍化した。一方、政府支出が+2.5%(前期:▲0.4%)と前期からプラスに転じた。また、外需および在庫投資の成長率寄与度はそれぞれ、+0.96%ポイント(前期:▲0.08%ポイント)、+0.60%ポイント(前期:+0.11%ポイント)と成長率を押上げた。このため、当期の成長率が加速した要因は外需と在庫が成長率を押上げたことが大きい。もっとも、外需や在庫の大幅な成長押上げは持続不可能とみられるため、これらの要因が剥落することで4-6月期の成長率は再び低下が見込まれている。

一方、足元の経済状況をみると、通商政策の影響などに伴い企業関連統計で悪化がみられる。鉱工業生産における製造業指数(季節調整済み、3ヵ月移動平均、3ヵ月前比、年率)は19年4月が▲3.5%と2ヵ月連続でマイナスとなっているほか、設備稼働率(3ヵ月移動平均)も18年12月の77%をピークに4月の76%まで低下基調が持続している(図表2)。

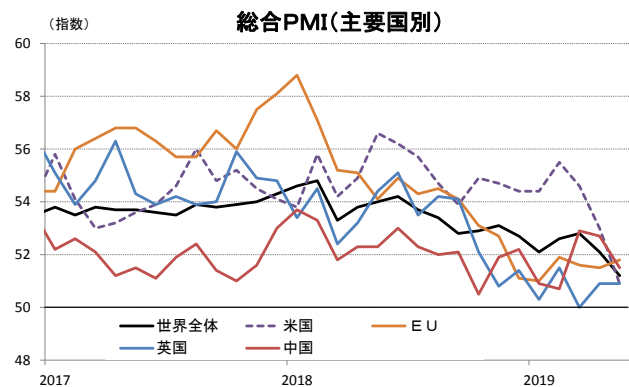
さらに、企業景況感を示す総合PMIはこれまで他の主要国に比べて堅調を維持し、一人勝ち状態となっていたものの、5月は50.9まで急落し他国との比較でも下落が顕著となった(図表3)。5月のPMIは調査期間が5月13日~28日となっており、トランプ大統領が対中関税率の引き上げを発表した後に調査された統計であることが注目される。

(図表2)



(注) 鉱工業生産指数は季節調整済み3ヵ月移動平均の3ヵ月前比、設備稼働率は3ヵ月移動平均
(資料) FRBよりニッセイ基礎研究所作成

(図表3)



(注) 季節調整済み。総合PMIは製造業と非製造業の統合指数
(資料) Markit Economicsよりニッセイ基礎研究所作成

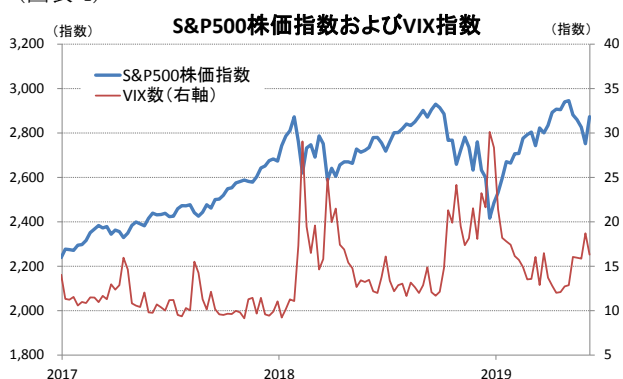
米中通商交渉では、一時は関税策の緩和に向うとみられていた。しかしながら、トランプ大統領が再び関税強化の姿勢を示したことで、通商政策に対する不透明感が再び高まっており、米企業景況感が急激に悪化している可能性が懸念される。

また、今月下旬に予定されているG20に合わせた米中首脳会談が見送られる場合に、トランプ大統領は多くの消費財を含む中国からの輸入額全てに直ちに25%の関税を賦課する方針を示しているため、消費も含めた実体経済への影響が懸念されている。

このような状況を背景に、金融市場はFRBによる19年内の複数回の政策金利引き下げを既に織り込んでいる。もっとも、株式市場と債券市場では米景気に対する評価は異なっている。すなわち、株式市場では政策金利の予防的引き下げを期待して株価が上昇しており、米景気後退などを想

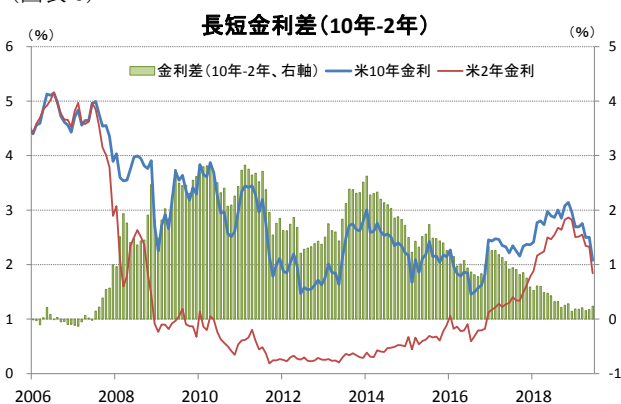
定しないとみられる（図表 4）。一方、債券市場では長期金利が急低下する中で長短金利差（10年—2年）は20bps程度と07年以来の長短金利の逆転が視野に入っており、米景気後退を相当程度織り込んだ動きとなっていることが分かる（図表 5）。

（図表 4）



（注）VIX指数はシカゴ・オプション取引所がS&P500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 5）



（資料）データストリームよりニッセイ基礎研究所作成

（経済見通し）成長率は19年+2.5%、20年+1.9%に低下。トランプ大統領の政策がリスク

当研究所では、米経済や金融政策の見通しがトランプ大統領の米中をはじめとする通商政策の動向に大きく左右されると考えている。

トランプ大統領の不安定な言動からは、米中交渉で対中赤字削減を目指す通商交渉の範囲で手を打つか、安全保障を理由に多大な経済コストを犠牲にしても、米中経済のデカップリングまで目指す米中覇権争いにまで踏み込んでいくのか、判断するのは困難である。

足元で知的財産権の侵害などに対するトランプ大統領の対中強硬姿勢は、与野党、実業界、アカデミックの世界から広く支持を集めている。しかしながら、関税を多用する政策については実業界を中心に批判する声が強い。また、小職が5月に米国出張した際に政府関係者や通商政策の専門家に対して取材した結果からは、米国民や政治家が多大な経済コストを払ってまで米中覇権争いをしていく覚悟は感じられなかった。

トランプ大統領が対中関税策の段階的な緩和から強化方向に舵を切ったことから、対中関税がさらに強化される可能性は残っている。しかしながら、後述するように対中関税強化はトランプ大統領を支持している中低所得層への消費に対する影響が大きいと、実際に行うのか疑問である。当研究所は、6月下旬の米中会談を控えた現段階では、対中関税策はあくまで対中交渉手段としての位置づけと評価している。

このため、見通しを策定する上での対中通商政策の前提を、1. 米中首脳会談で構造協議の部分合意がされ、中国からの輸入品2,000億ドルに対する関税率は25%から10%に引き下げられること、2. 中国からの輸入品残り3,000億ドルに対する追加関税は回避されること、をメインシナリオとした。また、株式市場などの資本市場は一時的に不安定な動きをすることがあっても、不安定な動きは長期化しないことを前提とした。

当研究所はこの前提の下で、米経済は個人消費主導の景気拡大が持続し、実質GDP成長率（前年比）は19年が+2.5%、20年が+1.9%と予想する（図表 6）。設備投資は通商政策に対する過度に悲観的な見方が修正されることで19年7—9月期から回復に向うものの、20年にかけて設備投資の伸びは鈍化する。住宅投資は住宅ローン金利の低下もあって19年7—9月には6期ぶりにプラスに転じるものの、回復は極めて緩やかな伸びに留まる。

一方、政府支出は超党派による19年度水準までの歳出が引き上げられるため、予測期間においてプラスの伸びを維持する。

最後に、外需はトランプ大統領の通商政策によっても貿易赤字削減の実効性は低く、20年にかけて成長率のマイナス寄与が持続する。

物価は、足元の原油価格の下落もあって当面総合指数には下押し圧力がかかり易いものの、物価の基調を示すコアインフレ率は、年初から一時的な要因で低下したものの、堅調な賃金上昇から上昇基調に転換を見込む。また、原油価格が足元の50ドル第前半から19年末58ドル、20年末に61ドルと緩やかに上昇することから、消費者物価（前年比）は19年に+1.7%、20年に+2.2%への緩やかな上昇を予想する。

金融政策は、米景気後退や物価の上昇基調への反転を見込むことから、金融市場が予想する年内の政策金利引き下げは予想せず、20年にかけて政策金利の据え置きを予想する。もっとも、通商政策による米景気的大幅な下振れが予想される場合には、FRBが年内に政策金利の引き下げを実施する可能性は否定しない。

ただし、その際はクラリダ副議長が言及したような予防的な利下げではなく、1回に0.5%ポイント程度引き下げる腰の据わった本格的な利下げになると見込んでいる。

長期金利は足元で通商政策に伴う景気後退懸念などを織り込んで低下しているものの、今後は過度に悲観的な見方の修正や、物価上昇基調への転換などから19年末2.6%、20年末2.8%への上昇を見込む。

上記見通しに対するリスクは、主に米通商政策をはじめとするトランプ大統領による予測不能な政策である。今後も同大統領による政策チキンレースによって振り回される状況が続く可能性が高いが、政策動向次第で適宜、経済や金融政策見通しの修正を行う。

(図表6)

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 (実)	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	2.5	1.9	2.2	4.2	3.4	2.2	3.1	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8
個人消費	前期比年率、%	2.6	2.4	2.2	0.5	3.8	3.5	2.5	1.3	3.0	2.2	2.2	2.2	2.2	2.0	2.0
設備投資	前期比年率、%	6.9	3.1	2.8	11.5	8.7	2.5	5.4	2.3	0.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
住宅投資	前期比年率、%	▲0.3	▲2.3	1.4	▲3.4	▲1.3	▲3.6	▲4.7	▲3.5	▲2.0	2.0	2.0	1.5	1.5	1.5	1.0
政府支出	前期比年率、%	1.5	1.5	0.9	1.5	2.3	2.6	▲0.4	2.5	2.5	0.0	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0
在庫投資	寄与度	0.1	0.3	▲0.0	0.3	▲1.2	2.3	0.1	0.6	▲0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲0.3	▲0.0	▲0.2	▲0.0	1.2	▲2.0	▲0.1	1.0	▲0.1	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	2.4	1.7	2.2	3.2	2.1	2.0	1.5	0.9	2.4	2.0	2.3	2.3	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	3.9	3.6	3.5	3.5	3.6	3.6	3.7	3.8
FFレート誘導目標	期末、上限、%	2.50	2.50	2.50	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
10年国債金利	平均、%	2.9	2.5	2.8	2.8	2.9	3.0	2.9	2.6	2.3	2.4	2.6	2.8	2.8	2.8	2.8
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.18	1.13	1.15	1.23	1.19	1.16	1.14	1.14	1.12	1.13	1.12	1.13	1.14	1.15	1.16
米ドル(対円)	平均、円/ドル	110	110	110	108	109	111	113	110	110	109	111	110	110	109	109
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	65	57	61	63	68	69	59	55	59	55	58	60	60	61	61

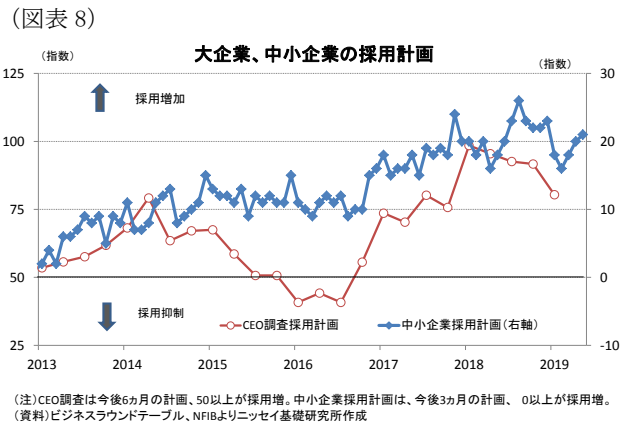
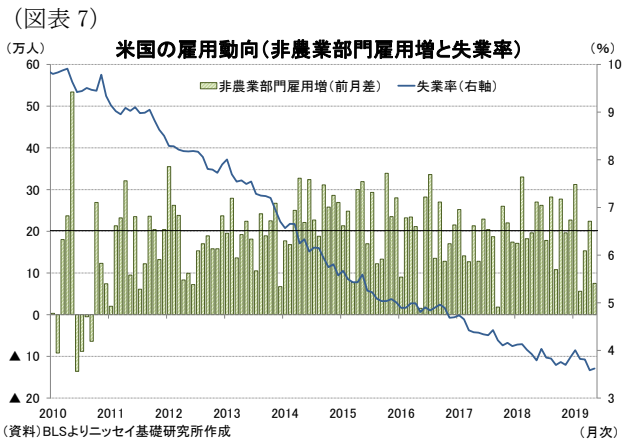
(資料)BEA、BLS、ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

2. 実体経済の動向

(労働市場、個人消費) 雇用増加ペースは鈍化も回復持続、消費マインドは依然良好

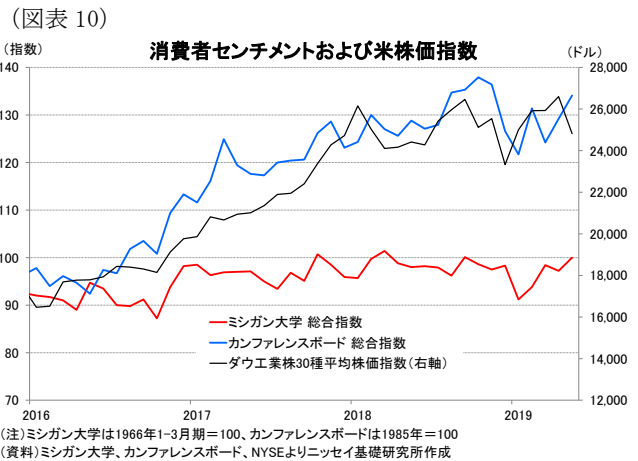
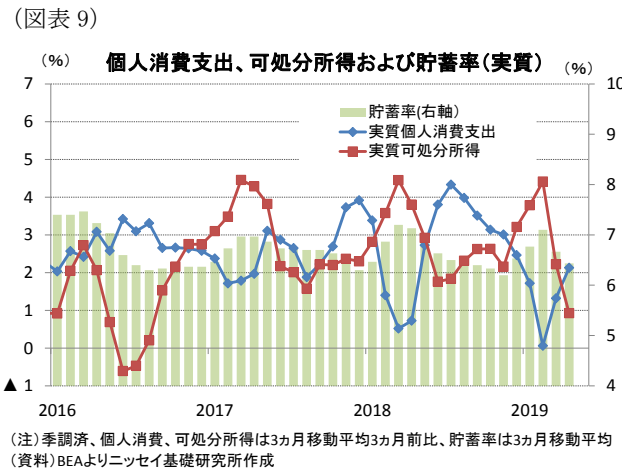
非農業部門雇用者数（対前月増減）は、雇用増加が持続しているものの19年5月は7.5万人増に急減した（図表7）。6月以降も同様の低下がみられるか注視する必要はあるものの、19年の月間平均増加ペースは16万人増程度と18年の22万人増からは低下しているものの、労働市場の回復が長期化していることを考慮すればそれほど懸念すべき水準ではない。また、失業率は3.6%とおよそ50年ぶりの低水準を維持しており、労働需給が逼迫していることを示している。

また、企業の採用計画は、大企業で一部下方修正する動きはみられるものの、全般的には採用意欲は強い。とくに、中小企業では足元で採用計画を上方修正されており、採用を抑制する動きはみられない（図表8）。



一方、実質個人消費は19年1-3月期が前期比年率+1.3%と低調な伸びとなったものの、4月に前月比+0.9%と高い伸びを示しており、4-6月期は再び2%台に回復することが見込まれる（図表9）。また、実質可処分所得も賃金上昇や減税によって底堅い伸びが期待できることから、引き続き消費の下支えとなろう。

さらに、悪化が顕著な企業センチメントとは対照的に、消費者センチメントは年初から順調な回復が続いており、高水準を維持していることから個人消費を取り巻く環境は依然として良好であると判断できる（図表10）。



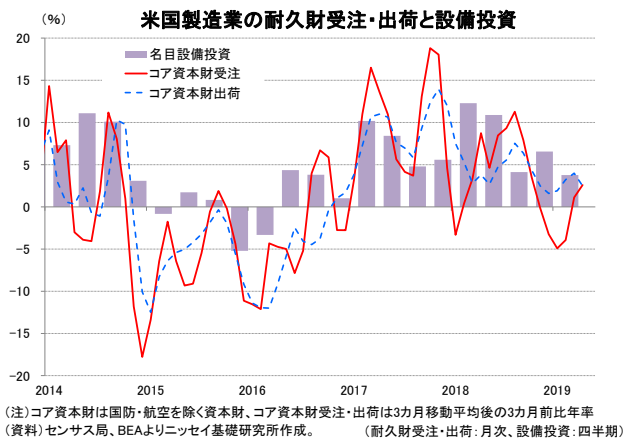
一方、中国からの輸入品に対する制裁関税が強化される場合には、後述するよう消費財の比率や金額が大幅に増加することから、中低所得層を中心に消費に影響がでるとみられるが、消費全体の腰を折るほどの状況は見込んでいない。

（設備投資）設備投資は暫く通商政策が重石

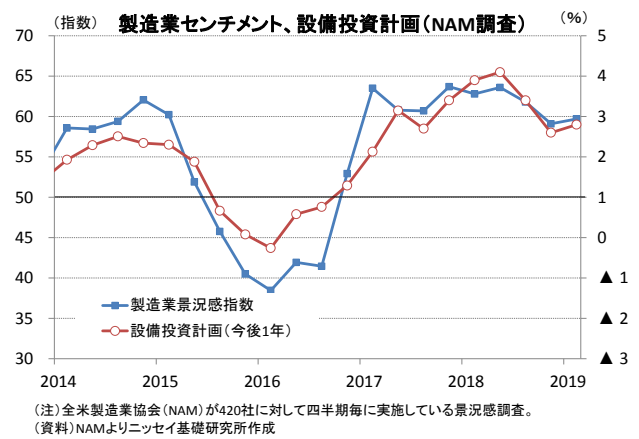
GDPにおける民間設備投資は、19年1-3月期に再び前期から伸びが鈍化した。一方、設備投資の先行指標であるコア資本財受注（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比）は4月が+2.6%（前月:+1.1%）と足元で回復が示唆されている（図表11）。もっとも、5月に総合PMIが急落していることもあって、通商政策に関する不透明感の高まりから足元でモメンタムが悪化している可能性は否定できない。

一方、全米製造業協会（NAM）による製造業センチメントおよび今後1年間の設備投資計画は、18年4-6月期のピークから10-12月期にかけて低下、1-3月期には下げ止まりがみられていた。今後発表される設備投資計画が4-6月期に再び下方修正されるか注目される（図表12）。

（図表11）



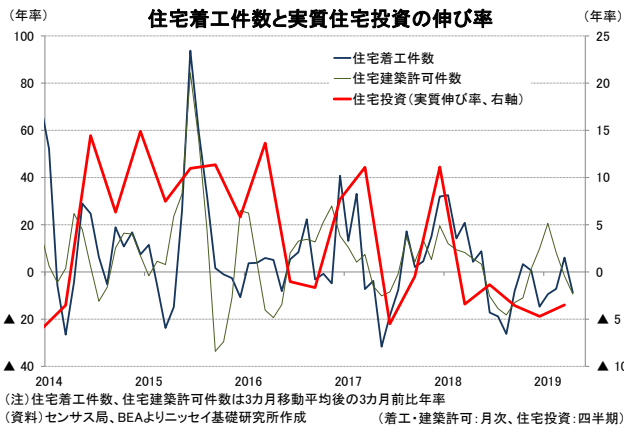
（図表12）



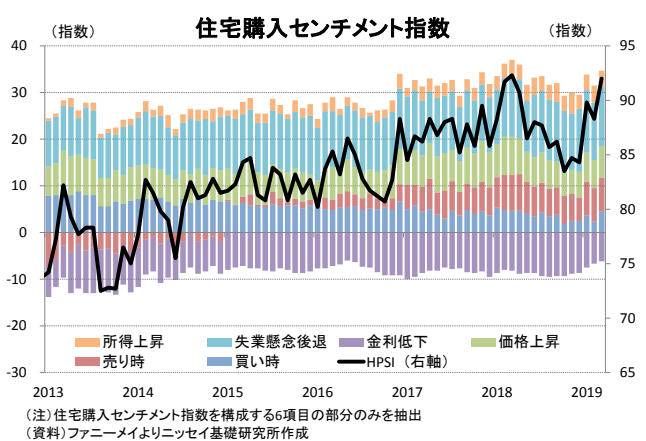
（住宅投資）住宅市場の回復はもたつき、ただし、低金利が一定程度下支える可能性

GDPにおける住宅投資は、19年1-3月期に5期連続のマイナス成長となったほか、住宅着工件数、許可件数（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比）ともに4月は1ケタ台後半のマイナスとなっているため、4月以降も住宅市場の回復はもたついている可能性が高い（図表13）。

（図表13）



（図表14）



もっとも、連邦住宅抵抗公庫（ファニーメイ）が発表している住宅購入センチメント指数は5月が92と昨年5月につけた統計開始以来最高に迫る水準に急速に回復していることが分かる（図表14）。これは、昨年からの住宅価格の上昇期待が後退している一方、住宅ローン金利の低下を受けて金利上昇懸念が後退していることが大きい。このため、住宅ローン金利の低下が住宅市場を一定程度下支える可能性が期待される。

（政府支出、債務残高）20年の選挙を前に歳出拡大で合意する可能性

税制改革に加え、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、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（図表15）。

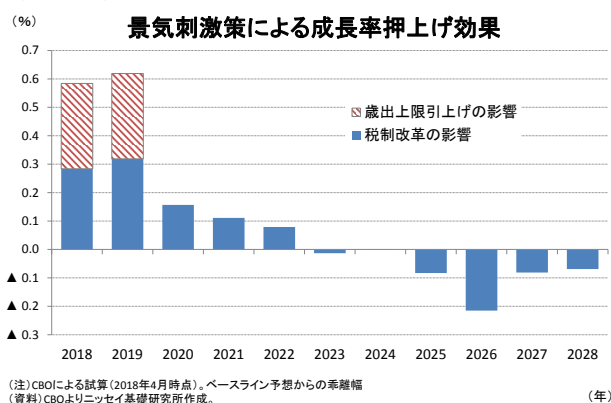
一方、今年10月からの20年度予算では、予算管理法（BCA）に基づき裁量的経費の歳出上限額が国防、非国防ともに前年度から1割程度削減することが求められている（図表16）。

20年度予算審議では、予算の大枠を決める予算決議が上下院でそれぞれ策定され、両院ともに予算委員会で採決された。上下院の予算案を比較すると、与党共和党が過半数を占める上院では概ねBCAに沿った予算案が策定されている一方、野党民主党が過半数を占める下院では19年度から、さらに国防、非国防関連の歳出額を引き上げる案が示されており、両院案の内容が大きく乖離している。

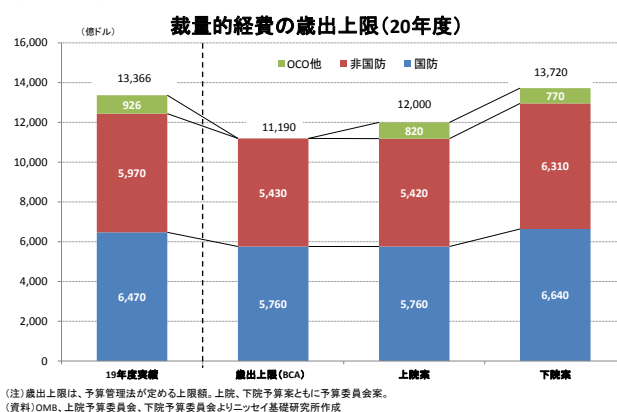
5月下旬に民主党幹部と政権幹部の間で予算やインフラ投資について話し合われたが、結局合意できなかった。その後はトランプ大統領の司法妨害などを巡る民主党とトランプ大統領の対立激化によって予算審議は事実上ストップしている。

もっとも、通商政策の不透明感から米経済に対する下押し圧力が高まる中で、20年の選挙を前に緊縮予算を編成することは考え難いため、最終的には20年度の歳出額を最低でも19年度の水準に維持するような予算決議で合意するほか、19年3月に期限を迎え現在22兆ドルに設定されている連邦政府債務の上限についても選挙後まで不適用とする合意をする可能性が高いとみられる。このため、20年度の歳出削減に伴う景気下押しの可能性は低かろう。

（図表15）



（図表16）



（貿易）関税強化策の継続は疑問

19年1-3月期のGDPにおける外需寄与度は1%ポイント近い大幅な成長押し上げとなった。4月の貿易収支（3ヵ月移動平均）は、▲509億ドル（前月：▲515億ドル）の赤字と前月から▲6億ドル減少しており、4月に入っても外需が成長率を押し上げる状況が持続している（図表17）。もっとも、赤字の縮小ペースは鈍化しているため、4-6月期の成長押し上げ幅は前期から縮小が見込まれる。

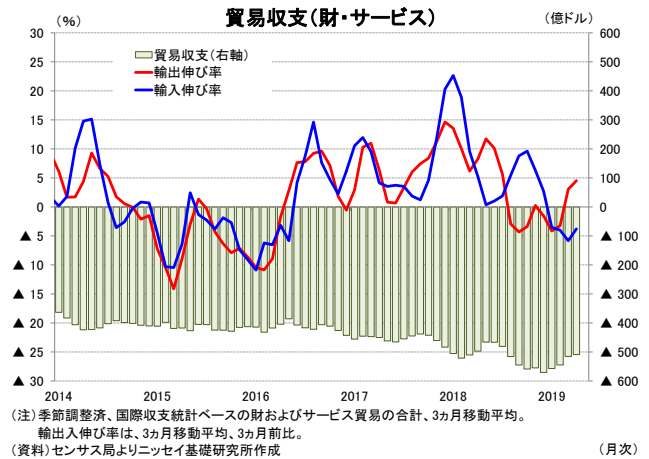
一方、米中貿易摩擦に伴う両国の制裁関税の応酬によって、前年同月比でみた中国からの財輸入額は19年1月から4ヵ月連続でマイナスとなっているほか、中国向けの輸出額は18年8月から11ヵ月連続でマイナスとなっており、輸出入ともに貿易額の減少がみられる。

一方、トランプ大統領が中国からの輸入品2,000億ドルに対する関税率の引き上げ（10%→25%）方針を発表したことを受けて、中国も対抗措置として米国からの輸入品600億ドルに対して現状5%または10%となっている関税率

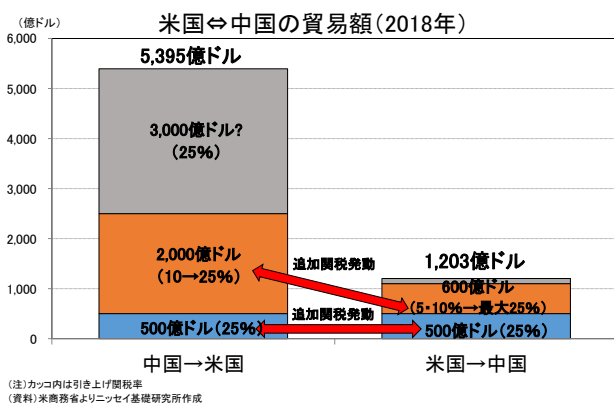
を最大25%に引き上げることが発表された。また、トランプ大統領は6月下旬の米中首脳会談の動向次第では中国からの輸入品の残り全額（3,000億ドル）に対しても早期に25%の追加関税を賦課する方針を示しており、両国間で関税引き上げ合戦の様相を呈している（図表18）。

もっとも、トランプ大統領が関税率の引き上げ方針を示している2,000億ドルには消費財が4分の1程含まれており、これまで25%の関税が賦課されてきた500億ドルで消費財のシェアが1%程度であったのに比べて金額、シェアともに大幅に増加することが見込まれる。さらに、残りの3,000億ドルでは消費財のシェアが4割程度に増加する（図表19）。

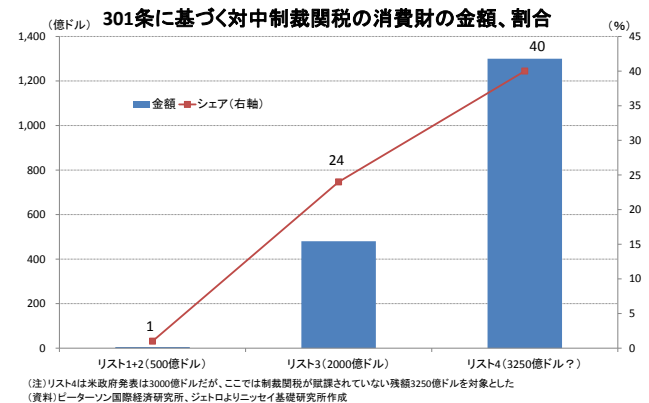
(図表 17)



(図表 18)



(図表 19)



関税率引き上げに伴う実体経済への影響は、マクロベースで見れば中国からの輸入品全額に25%関税が賦課された場合でもGDPの押し下げ幅は▲0.3%ポイントと限定的とみられている。しかしながら、多くの消費財に関税が賦課されることで、とくにトランプ支持者の多い中低所得層の消費に影響がでるとみられており、対中関税強化策は20年の選挙に向けて政治的に筋の悪い戦略とみられている。

また、対中関税強化に伴い中国からの制裁措置として米農産物に対する関税や輸入規制の強化、米製品の不買運動などが実施された場合には、米農家や米企業に対するダメージが大きいことも再選の障害とみられる。

そのように考えると、トランプ大統領が実際に対中関税を強化し、それを長期化する可能性は政治的な観点からも低い判断している。

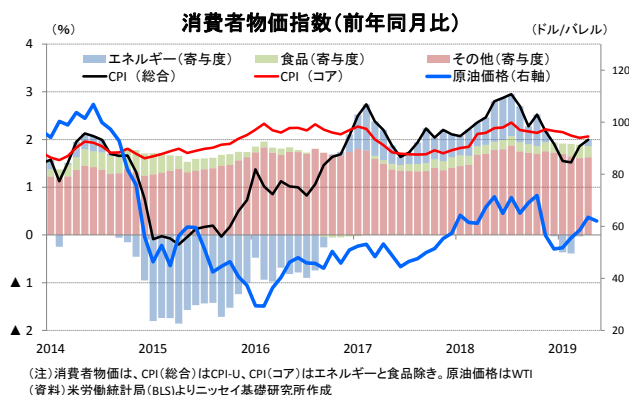
3. 物価・金融政策・長期金利の動向

(物価) 原油価格の上昇、賃金上昇から物価は緩やかに上昇

消費者物価の総合指数（前年同月比）は、原油価格が年初から上昇したこともあって、19年2月の+1.5%を底に4月の2.0%まで反発した（図表20）。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18年11月の+2.2%から19年3月の2.0%まで4ヵ月連続で低下していたが、4月は+2.1%と下げ止まりがみられる。

もともと、原油価格は4月下旬以降に再び低下し、足元は50ドル台前半で推移しているため、5月以降に総合指数が再び低下する可能性はある。しかしながら、労働需給の逼迫に伴う賃金上昇などを背景にコア指数の上昇継続が見込まれるほか、当研究所の原油価格が19年末に58ドル、20年末に61ドルに緩やかに上昇すると予想しており、その前提からは消費者物価（前年比）が、19年は+1.7%と前年の+2.4%からは低下するものの、20年には+2.2%と20年にかけて緩やかな上昇を予想する。

(図表 20)



(金融政策) 20年にかけて政策金利は据え置き

F R Bは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。

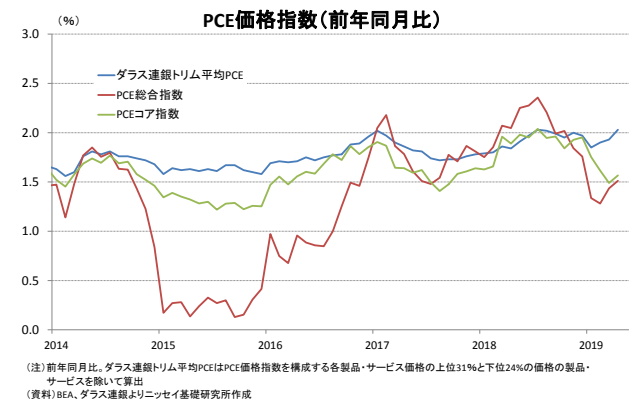
F R Bの政策目標の達成状況を見ると、5月の雇用者数の増加ペースが急減速したことには注意する必要があるものの、失業率は50年ぶりの水準に低下するなど、労働市場が完全雇用に近いと判断できる。

また、F R Bが物価の指標として注目するP C E価格指数（前年同月比）は、総合指数が18年11月以来、目標水準（2%）を下回っているほか、コア指数についても18年12月の+2.0%から19年3月の+1.5%まで低下したため、インフレはF R Bの予想に対して下振れしている（図表21）。

もともと、パウエル議長が指摘するように、P C E価格指数のうち価格上昇の上位と下位の一部を除いたトリム平均P C Eは昨年後半以降2%近辺で推移しており、コア指数の低下は一時的とみられる。実際に4月のコア指数は+1.6%と小幅ながら反発した。

一方、コア指数は目標水準を下回っているほか、今後大幅に上昇し、物価目標を上回る状況が長期化することも想定し難いため、物価が抑制されているとの理由から19年を通じて政策金利の据え置きを予想する。

(図表 21)



なお、F F先物金利などから試算される19年内の利下げ確率は本稿執筆時点で複数回の利下げ確率が9割を超えており、当研究所の見通しとは大幅に乖離している。当研究所はこれらの要因は

米中貿易摩擦や安全保障を睨んだ米中覇権争いの想定にあると考えている。前述したように当研究所は米中通商摩擦の激化は回避できると考えているほか、多大な経済コストを払ってまで米中覇権争いに踏み込む可能性は低いと判断している。

当研究所の予想通り、米中摩擦の激化が回避されることで金融市場が利下げ織り込みを修正すると予想しているが、短期的には資本市場が不安定化すると予想されるため、F R Bは市場とのコミュニケーションも含めて難しい金融政策運営を迫られよう。

ただし、通商政策動向はトランプ大統領のチキンレースによって非常に流動的で不安定となっているため、19日のF O M Cでの通商政策に対する評価や、米中首脳会談の結果によって適宜当社の見通しを修正していくつもりである。

（長期金利）足元の金利低下は行き過ぎ、19年末2.6%、20年末2.8%まで緩やかな上昇を予想

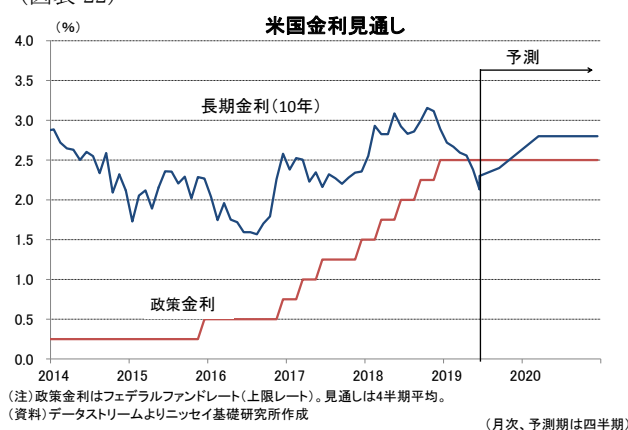
長期金利（10年国債金利）は、昨年10月中旬の3.2%台まで上昇したものの、その後はトランプ大統領の通商政策に対する不透明感が強まったことに伴うリスク回避姿勢の高まりもあって、長期金利は低下した。

足元では長短金利が接近しており、債券市場は米景気後退懸念を織り込む形で2.1%近辺での推移となっている（前傾図表5、図表22）。

当研究所は景気後退を予想していないほか、政策金利の引き下げも予想しておらず、足元の金利低下は行き過ぎであると判断している。

このため、今後は過度に悲観的な見方の修正に加え、物価が緩やかに上昇することから、長期金利は19年末に2.6%、20年末に2.8%に上昇すると予想する。

（図表 22）



（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。