

# Weekly エコノミスト・ レター

## 米国経済の見通し

ー引き続きトランプ大統領のチキンゲームに翻弄される米国経済

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

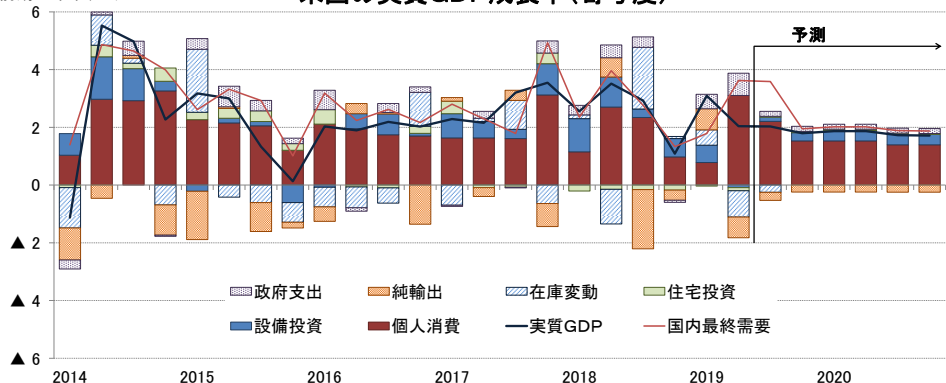
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の4-6月期の成長率(前期比年率)は+2.0%(前期:+3.1%)と前期から低下。個人消費は堅調であったものの、在庫投資や外需などが前期の反動もあって成長押し下げに転じた。さらに、設備投資が16年4-6月期以来のマイナスとなり成長を押し下げた。
2. 足元の経済指標は、労働市場の回復持続を背景に消費が堅調を維持しているものの、一部消費者センチメントに悪化がみられるほか、企業の設備投資や景況感の悪化が顕著になっている。これは、米中貿易戦争を中心にトランプ大統領の通商政策に伴う実体経済への影響が顕在化しているとみられる。
3. 金融市場は、FRBの追加緩和を求める催促相場の様相を呈しているが、株式市場と債券市場では米経済に対する評価は大きく異なっている。FRBは通商政策の先行きが見通せない中、金融市場の金融政策に対する反応も睨んで難しい舵取りを求められている。
4. 当研究所は、20年の大統領選挙を睨んでトランプ大統領が早ければ年内にも米中通商交渉で部分合意し来年以降は対中関税を段階的に見直す前提で、19年の成長率を+2.3%、20年を+1.9%と予想している。金融政策は年内2回(0.50%)の追加利下げの後、来年は政策金利の据え置きを予想している。
5. 上記見通しに対するリスクは欧州や中国経済の大幅な下振れに加えて、トランプ大統領によるチキンゲームとも言える不合理な政権運営である。

(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) 4 - 6 月期の成長率は個人消費が堅調も、前期から低下

米国の 4 - 6 月期の実質 GDP 成長率 (以下、成長率) は、改定値が前期比年率+2.0% (前期 : +3.1%) と前期から低下した (図表 1、図表 6)。

需要項目別では、個人消費が前期比年率+4.7% (前期 : +1.1%) となったほか、政府支出も+4.5% (前期 : +2.9%) と高い伸びとなった。個人消費は 14 年 10 - 12 月期 (同+4.9%) 以来、政府支出は 09 年 4 - 6 月期 (同+5.9%) 以来の高い伸びである。

一方、前期の反動もあって在庫投資や外需の成長率寄与度は、それぞれ▲0.91%ポイント (前期 : +0.53%ポイント)、▲0.72%ポイント (前期 : +0.73%ポイント) と大幅な成長押下げに転じた。また、住宅投資が前期比年率▲2.9% (前期 : ▲1.0%) と 6 期連続、民間設備投資も▲0.6% (前期 : +4.4%) と 16 年 4 - 6 月期 (▲0.6%) 以来のマイナス成長となった。民間設備投資の減少は、米中貿易戦争を中心とするトランプ大統領の予測不能な通商政策によって、企業の投資に関する意思決定が困難になっていることが考えられる。

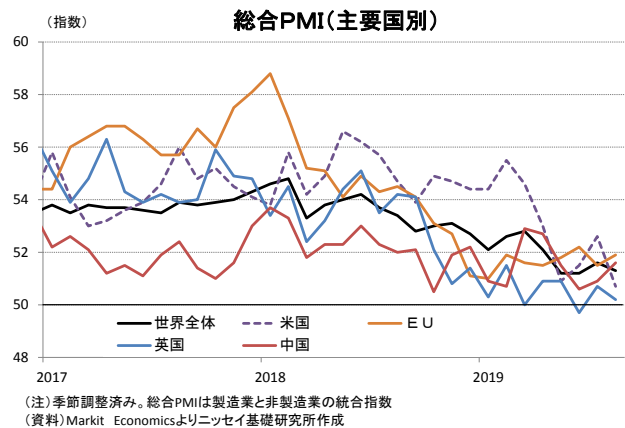
実際に、企業の景況感を示す総合 PMI は、中国からの輸入品 2,000 億ドルに対する関税率が 10%から 25%に引き上げられるなど、米中関税競争が激化した 5 月以降に低下が顕著となっており、直近 (19 年 8 月) は 50.7 と世界全体 (51.3) を下回っているほか、景気減速が懸念されている EU (51.9)、中国 (51.6)すら下回っている (図表 2)。

また、7 月のエコノミスト・レター<sup>1</sup>で指摘したように、対中関税の引き上げが米国内の家計や企業負担を増加させるとの実証分析が増えており、通商政策に伴う実体経済への影響が顕在化してきている。

F R B は、世界経済の減速、インフレ率の下振れに加え、通商政策の不透明感を理由に、7 月の F O M C 会合でおよそ 10 年半ぶりとなる政策金利の引き下げを実施した。パウエル議長は F O M C 会合後の記者会見で 7 月の利下げが長期に亘る利下げ局目の開始ではないことを強調したが、FF 金利先物から試算される金融市場の政策金利見通しは年内 0.75%の追加利下げを 4 割程度織り込んでいるほか、来年半ばにかけても 0.25%ないし 0.50%の利下げが継続することを 5 割程度織り込んでおり、同議長の見解とは乖離がある。

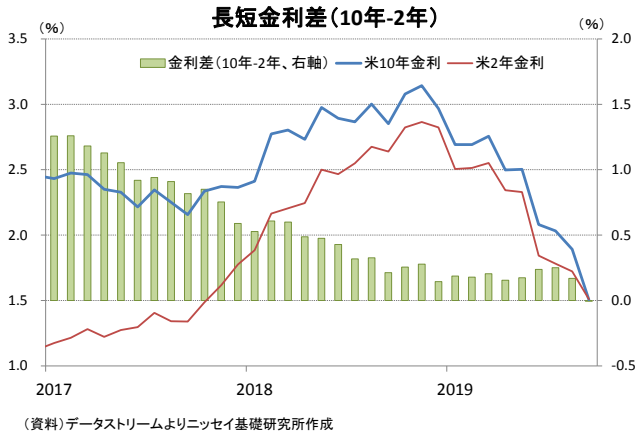
一方、金融市場参加者の経済に対する見方は債券市場と株式市場で異なっている。債券市場は、一時 07 年 6 月以来となる 10 年と 2 年の長短金利差が逆転するなど、景気後退を織り込んでいるものの、株式市場は、S&P500 指数が足元で 7 月下旬につけた史上最高値を幾分下回っているものの、昨年 12 月の安値からは 3 割程度高い水準を維持しており、景気後退は見込んでいないとみられる (図表 3、4)。当研究所は、後述するように景気後退はないものの、緩やかな景気減速を見込んでいることから、景気に対して債券市場は悲観的過ぎ、株式市場は楽観的過ぎと判断しており、今後行過ぎた金利低下や株式市場の価格調整を見込んでいる。

(図表 2)

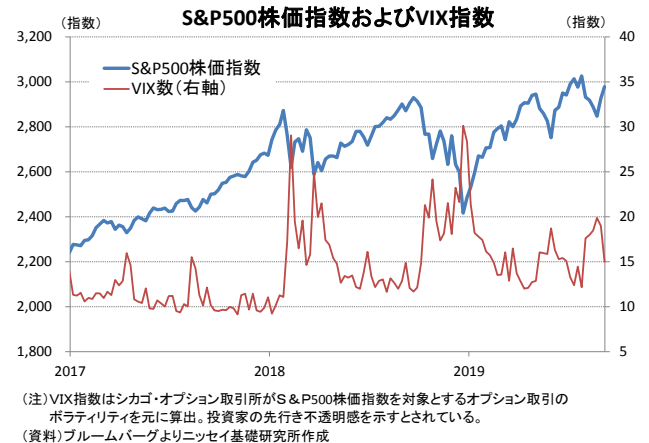


<sup>1</sup> Weekly エコノミスト・レター (2019 年 7 月 22 日)「米中関税競争の経済コスト - 通商法 301 条に基づく対中追加関税賦課から 1 年。米中関税競争の影響が次第に明らかに」 <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=62094?site=nli>

(図表 3)



(図表 4)



### (経済見通し) 成長率は19年+2.3%、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、引き続き米経済や金融政策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。

今回の見通しでは、通商政策について対中政策は10月1日に中国からの輸出品2,500億ドルに対する関税率の引き上げ(25%→30%)は不可避であるものの、早ければ年内に通商政策で部分合意し、来年以降は対中関税について段階的な見直しを行うことを前提とした。また、輸入自動車に対する25%の追加関税についても20年の大統領選挙前に実施されることはないことを前提とした。

この通商政策前提の下で、当研究所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年に+2.3%、20年に+1.9%と予想する(図表5)。

設備投資は、通商政策の不透明感から年内は低調な伸びに留まる一方、住宅投資は本格的な回復は見込めないものの、住宅ローン金利の低下もあって19年7-9月期には7期ぶりにプラスに転じると予想する。

政府支出は、超党派予算法により20年度から21年度にかけて歳出が19年度の水準に維持されることから、予測期間において小幅ながらプラスの伸びを維持すると見込む。

外需は、トランプ大統領の通商政策による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と予想する。

物価は、原油価格が年内は前年を下回る状況が続くと想定していることから、消費者物価の総合指数(前年比)はエネルギー価格による物価押下げにより、19年は+1.8%と18年の+2.4%から低下を見込む。20年はエネルギー価格が小幅ながら物価を押し上げに転じることから、+2.2%への緩やかな上昇に転じよう。一方、コアインフレ率は賃金の緩やかな上昇が持続することから、20年末にかけて2%台前半で底堅く推移すると予想する。

金融政策は、年内は海外経済の減速リスクや通商政策の不透明感が払拭されないことに加え、インフレが物価目標を下回る状況が持続することから、19年に追加で2回(0.50%)の利下げを予想する。20年にかけては、米景気後退は回避されるほか、インフレが加速することから、政策金利の据え置きを予想する。もっとも、通商政策で追加関税を中心とする保護主義的な通商政策が持続する場合には、米景気の下振れリスクが高まり、利下げ幅は当研究所の予想より拡大しよう。

長期金利は、政策金利は19年末にかけて低下するものの、行過ぎた金利低下の修正に加え、来年にかけてインフレが加速することから、19年末に1.8%、20年末2.0%と小幅ながら金利上昇を見込む。

(図表 5)

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 (実)	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	1.9	2.6	3.5	2.9	1.1	3.1	2.0	2.0	1.8	1.9	1.9	1.7	1.7
個人消費	前期比年率、%	3.0	2.6	2.4	1.7	4.0	3.5	1.4	1.1	4.7	3.2	2.2	2.2	2.2	2.0	2.0
設備投資	前期比年率、%	6.4	2.9	2.0	8.8	7.9	2.1	4.8	4.4	▲0.6	1.0	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5
住宅投資	前期比年率、%	▲1.5	▲2.2	1.1	▲5.3	▲3.7	▲4.0	▲4.7	▲1.0	▲2.9	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.0
政府支出	前期比年率、%	1.7	2.1	1.2	1.9	2.3	2.1	▲0.4	2.9	4.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
在庫投資	寄与度	0.1	0.1	▲0.1	0.1	▲1.2	2.1	0.1	0.5	▲0.9	▲0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲0.4	▲0.3	▲0.3	0.0	0.7	▲2.1	▲0.4	0.7	▲0.7	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.3
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	2.4	1.8	2.2	3.2	2.1	2.0	1.5	0.9	2.9	2.0	2.2	2.3	2.2	2.2	2.2
失業率	平均、%	3.9	3.7	3.7	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.6	3.7	3.5	3.6	3.6	3.7	3.8
FFレート誘導目標	期末、上限、%	2.50	1.75	1.75	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
10年国債金利	平均、%	2.9	2.1	2.0	2.8	2.9	3.0	2.9	2.6	2.3	1.7	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.18	1.12	1.13	1.23	1.19	1.16	1.14	1.14	1.12	1.11	1.10	1.11	1.12	1.13	1.14
米ドル(対円)	平均、円/ドル	110	109	108	108	109	111	113	110	110	107	107	108	108	108	107
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	65	56	57	63	68	69	59	55	60	55	54	56	57	57	57

(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、欧州や中国経済の大幅な下振れに加え、引き続きトランプ大統領による予測不能な政策である。とくに、通商政策では中国が通商交渉での合意を来年の大統領選挙後に先延ばししているとの見方から、トランプ大統領が対中関税をさらに強化することが懸念される。

20年の大統領選挙でトランプ大統領が再選されるのか予測するのは時期尚早だが、全米レベルでの支持率調査ではトランプ大統領の支持率でバイデン候補をはじめ、民主党の主要な大統領指名候補者が上回る状況が続いている(図表6)。

このため、中国政府が対中融和政策を掲げているバイデン候補の当選に期待して、トランプ大統領の任期中に不利な条件で通商合意するインセンティブが低下している可能性がある。

(図表 6)

全米支持率の差異(民主党候補者-トランプ支持率)

	直近(8月30日)	平均	最高	最低
トランプ対バイデン	12%	9.4%	18%	2%
トランプ対サンダース	4%	6.2%	15%	▲3%
トランプ対ウォーレン	3%	3.6%	12%	▲4%
トランプ対ハリス	3%	3.0%	11%	▲5%

(注)平均は3月27日~8月30日までの平均

(資料)リアル・クリア・ポリティクスよりニッセイ基礎研究所作成

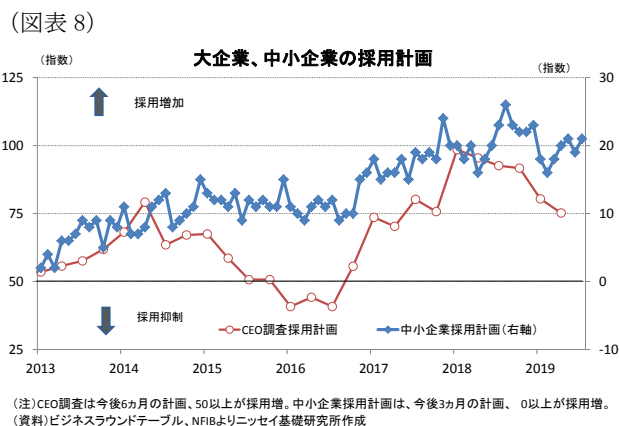
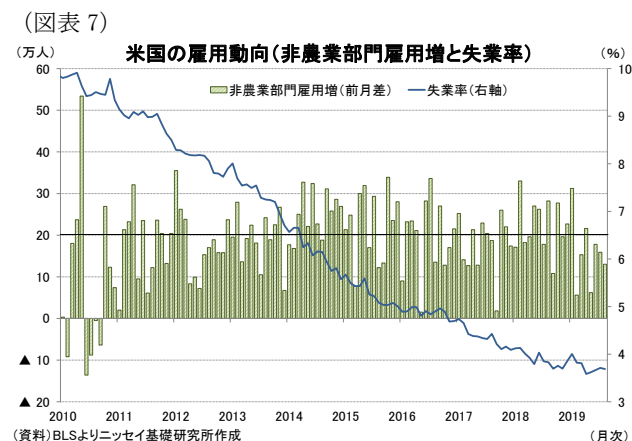
## 2. 実体経済の動向

### (労働市場、個人消費) 労働市場は回復持続もモメンタムは低下、消費マインドは指標で明暗

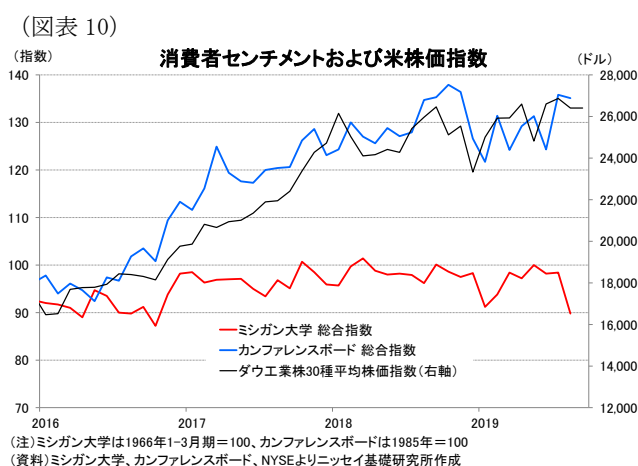
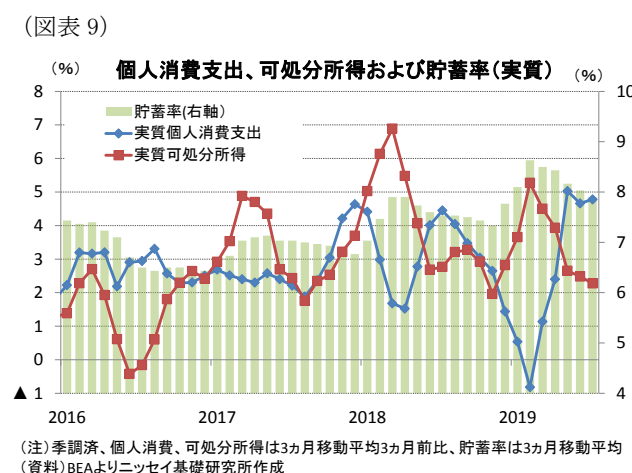
非農業部門雇用者数(対前月増減)は、10年10月から19年8月まで統計開始以来最長となる107ヶ月連続で増加している(図表7)。一方、19年通年の月間平均雇用増加ペースは15.8万人増と18年の22.3万人増からは低下した。もっとも、労働市場の回復が長期化していることを考慮す

れば依然として好調な雇用増加が持続していると言えよう。また、失業率は3.7%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。

企業の採用計画は大企業、中小企業ともに全般的には採用意欲は依然として強いものの、18年後半以降は大企業で採用増加のモメンタムには低下がみられており、こちらも労働市場の回復モメンタムが低下する可能性を示唆している（図表8）。



実質個人消費は、前述のように19年4-6月期が前期比年率+4.7%と高い伸びとなったほか、7月が前月比+0.4%と高い伸びを維持しており、3ヵ月移動平均の3ヵ月前比年率で+4.8%と7-9月期も堅調な個人消費が持続する可能性を示している（図表9）。ただし、7月の実質可処分所得の伸び（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比年率）は2%台前半と消費の伸びを下回っているため、所得対比でみた消費はやや過大になっていることから、4%超の伸びからは鈍化しよう。



消費者センチメントは代表的な指標で明暗が分かれる結果となっている。ミシガン大学が公表するセンチメント指数は8月に89.8（前月：98.4）と前月から9%近く低下し、16年10月（87.2）以来の水準に急落した。一方、カンファレンスボードのセンチメント指数は8月が135.1（前月：135.8）と前月からの低下が限定的となったほか、19年1月に急落した121.7を大幅に上回っており、ミシガン大学の指数とは対照的な動きとなっている（図表10）。

なお、9月1日から15%の追加関税が賦課される対中制裁第4弾では、液晶テレビや衣料、靴などの品目が含まれており、対中制裁第3弾に比べて消費財の比率が高くなっている。このため、中

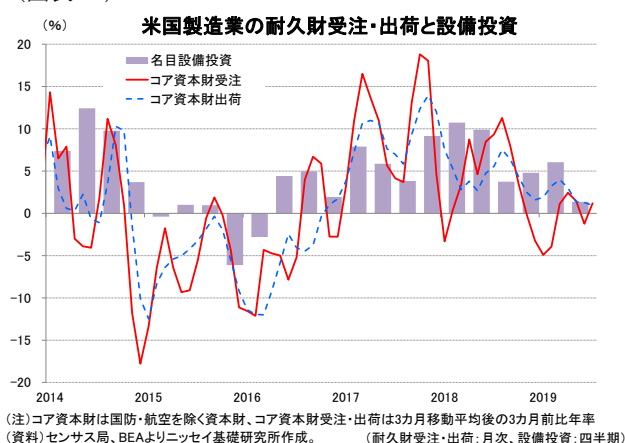
低所得層を中心に消費者が対中関税を身近に感じる可能性があり、消費マインドへの影響が懸念される。

### （設備投資）設備投資は軟調、通商政策が重石

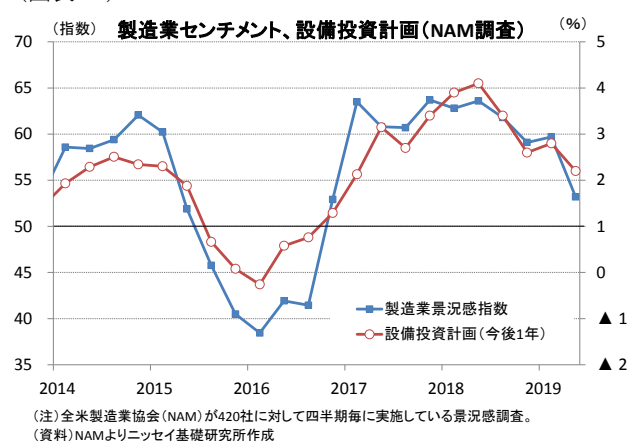
GDPにおける民間設備投資は、19年4-6月期に16年以來となるマイナス成長に転じた。設備投資の先行指標であるコア資本財受注（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比）は7月が+1.2%（前月：▲1.2%）と前月からプラスに転じたものの、小幅な伸びに留まっているため、軟調な設備投資が持続している可能性がある（図表11）。

また、全米製造業協会（NAM）の製造業センチメントは、19年4-6月期が53.2と18年4-6月期の63.6をピークに低下基調が持続している（図表12）。さらに、今後1年間の設備投資計画も18年4-6月期の+4.1%から+2.2%に下方修正する動きが続いている。NAMは、経営の優先課題調査で「通商政策の不透明感」が「熟練労働力の不足」に次ぐ2番目の優先課題となっていることを踏まえ、景況感や設備投資計画の悪化要因を海外の需要減少に加えて、通商政策の不透明感が大きいと指摘している。このため、製造業を中心にトランプ大統領の通商政策が企業景況感や設備投資の重石となっている可能性が高い。

（図表11）



（図表12）

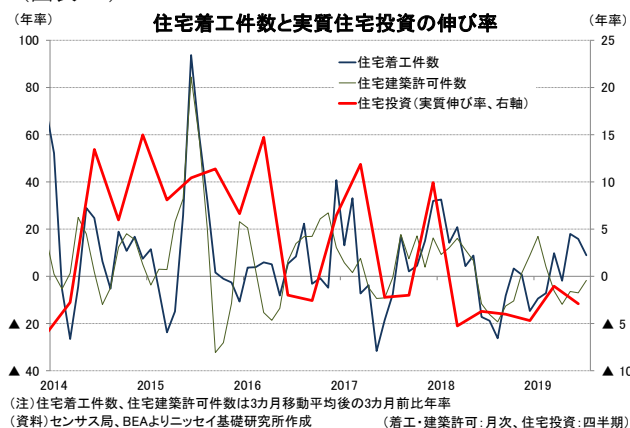


### （住宅投資）住宅ローン金利の低下が住宅市場を下支えする可能性

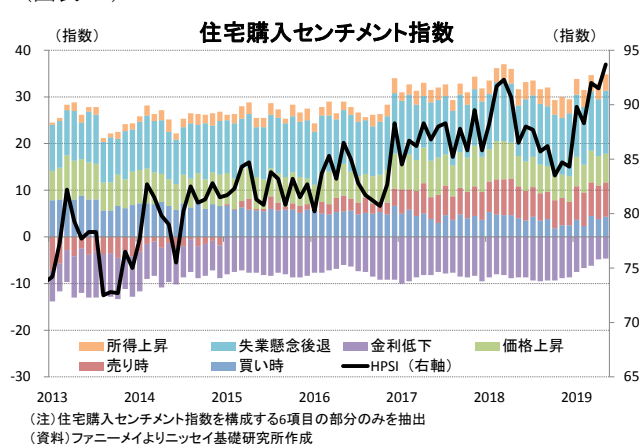
GDPにおける住宅投資は、19年4-6月期に6期連続のマイナス成長となった。また、7月の住宅着工件数、許可件数（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比）は、住宅着工件数が+8.9%とプラスとなったものの、先行指標の許可件数は▲1.7%と19年3月以來5ヵ月連続で減少が続いており、住宅市場の回復はもたついている（図表13）。

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、7月が93.7と、11年の統計開始以來最高を更新した（図表14）。同指数は18年12月に83.5まで落込んでいたが、19年入り後10ポイント以上上昇するなど急速に回復していることが分かる。また、12月からの改善幅を要因別にみると、「金利低下」が4.7ポイントと大きくなっており、住宅ローン金利の低下が住宅購入意欲を高めている可能性を示唆している。

(図表 13)



(図表 14)



このため、住宅ローン金利の低下が住宅購入を促し、7-9月期の住宅投資が7期ぶりにプラスに転じる可能性が高くなっている。もっとも、住宅市場は熟練労働力不足や中古住宅の在庫不足などの構造問題を抱えていることから、住宅市場の本格的な回復の可能性は低いだろう。

### (政府支出、債務残高)「財政の崖」は回避も、残る連邦政府機関の閉鎖リスク

8月2日に成立した2019年超党派予算法(BBA)<sup>2</sup>によって19年10月から始まる20年度と翌21年度の裁量的経費の歳出上限を19年度とほぼ同水準に維持することが決まった(図表15)。財政規律ルールである予算管理法(BCA)は20年度の歳出上限を19年度比で2割削減することを求めていたため、大幅な歳出削減(「財政の崖」)が懸念されていたが、BBAによって21年度予算まで回避できることとなった。

また、BBAでは連邦政府債務の法定債務上限不適用の期限を21年7月末とすることも盛り込まれたため、当面債務上限の抵触に伴う米国債デフォルトリスクも回避されることになった。「財政の崖」や米国債デフォルトが回避されることは当研究所の予想通りである。

もっとも、超党派予算法によって20年度予算の大枠で合意されたものの、これを各省庁に振り分けるための歳出法案審議は残っており、与野党の対立により20年度開始までに歳出法案や暫定予算案が、不成立となる場合には、昨年12月にみられた連邦政府機関の閉鎖リスクは残っている。

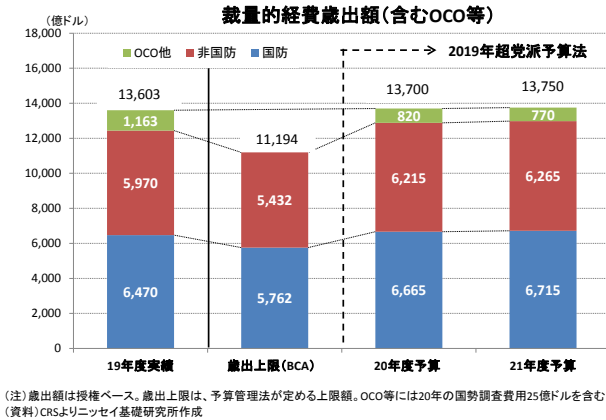
一方、超党派予算法で歳出上限が引き上げられた影響により、財政状況はさらに悪化する見通しとなった。議会予算局は、超党派予算法を盛り込んだ財政赤字見通し(GDP比)を18年度実績の▲3.9%から20年度は▲4.6%と超党派予算法を盛り込む前の▲4.0%から▲0.6%ポイント悪化することを見込んでいる(図表16)。また、29年度でも超党派予算法により▲4.2%から▲4.5%に▲0.3%ポイント悪化することを見込んでいる。

さらに、債務残高(GDP比)見通しは18年度の77.8%からBBA前の時点でも29年度に92%へ大幅に増加することが見込まれていた。これが、BBAによって95%と、さらに+0.3%ポイント増加すると試算されており、債務残高の増加に拍車がかかる見込みとなっている。

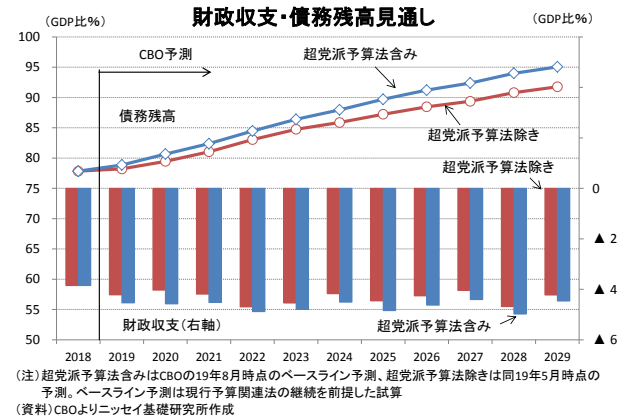
トランプ大統領は20年の大統領選挙に向けて追加の減税策を模索しているようだが、BBAによって財政状況がさらに悪化する中で、選挙前に実現するのは困難だろう。

<sup>2</sup> 詳しくは Weekly エコノミスト・レター (2019年8月23日)「2019年超党派予算法が成立—当面「財政の崖」、米国債デフォルトリスクは回避も、残る連邦政府機関の閉鎖リスク」<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=62329?site=nli>を参照下さい。

(図表 15)



(図表 16)



### (貿易) 米中関税競争の動向は依然不透明も、対中関税は来年以降の段階的な引き下げを予想

19年4-6月期のGDPにおける外需寄与度は▲0.72%ポイント(前期:+0.73%ポイント)と前期の反動もあって大幅な成長押下げとなった。輸出入の内訳をみると、輸出が前期比年率▲5.8%(前期:+4.1%)と前期からマイナスに転じたほか、輸入が同+0.1%(前期:▲1.5%)とプラスに転じており、輸出入ともに財政赤字を拡大する方向に働いた。

トランプ大統領は中国の知的財産権の侵害を理由に通商法301条に基づく対中制裁関税を19年7月以降、段階的に強化してきた(図表17)。これらの結果、本稿執筆時点(9月9日)では米中ともに輸入額のおよそ7割に相当する輸入に対して制裁関税を賦課しあう状況となっている。

(図表 17)

#### 通商法301条に基づく米国の対中関税と中国の制裁措置

実施	日付	対象	内容
			【第1弾】対中輸入額340億ドル(818品目)に25%
既実施	2018年7月6日	米	【第1弾】対中輸入額340億ドル(818品目)に25%
		中	【第1弾】対米輸入額340億ドル(545品目)に25%
	8月23日	米	【第2弾】対中輸入額160億ドル(279品目)に25%
		中	【第2弾】対米輸入額160億ドル(333品目)に25%
	9月24日	米	【第3弾】対中輸入額2,000億ドル(5,745品目)に10%
		中	【第3弾】対米輸入額600億ドル(5,207品目)に5~10%
2019年5月10日	米	【第3弾】の関税率を引き上げ(10%→25%)	
	6月1日	中	【第3弾】の関税率を最大25%に引き上げ
9月1日	米	【第4弾A】対中輸入額1,120億ドル(2,117品目)に15%	
	中	【第4弾】対米輸入額750億ドル(5,078品目)のうち、1,717品目の関税率を5~10%引き上げ	
実施予定	10月1日	米	【第1~3弾】の関税率を引き上げ(25%→30%)
	12月15日	米	【第4弾B】対中輸入額1,600億ドル(555品目)に15%
中		【第4弾】対米輸入額750億ドル(5,078品目)のうち、3,361品目の関税率を5~10%引き上げ	

(注)9月6日時点  
(資料)USTR、CRS、各種報道よりニッセイ基礎研究所作成

一方、米国の財貿易収支をみると、中国向

けでは輸出額が18年7-9月期から前年同期比でマイナスに転じたほか、輸入額も19年1-3月期からはマイナスとなっていることが分かる(図表18)。また、対中貿易赤字も19年1-3月期から減少に転じている。このため、対中関税強化策が漸く対中貿易赤字を縮小させたと考えられる。

もっとも、中国以外も含めた全体の貿易収支では19年1-3月期に前年同期比で一時的に赤字幅が縮小したものの、それ以外の期では貿易赤字は縮小しておらず、米中貿易摩擦が米国の財貿易赤字の縮小に繋がっていない状況が明らかである。



(図表 18)

## 米国の財貿易収支

	輸出				輸入				貿易収支			
	合計		中国向け		合計		中国向け		合計		中国向け	
	金額 (億ドル)	前年同 期比(%)	金額 (億ドル)	前年同 期比(%)	金額 (億ドル)	前年同 期比(%)	金額 (億ドル)	前年同 期比(%)	金額 (億ドル)	前年同 期比(%)	金額 (億ドル)	前年同 期比(%)
2018Q1	4,031	8.2	323	9.9	5,987	9.1	1,231	13.7	▲ 1,956	10.9	▲ 908	15.1
2018Q2	4,288	11.5	318	8.1	6,337	8.4	1,269	4.5	▲ 2,049	2.4	▲ 951	3.3
2018Q3	4,130	8.2	292	▲ 8.0	6,510	10.7	1,450	7.6	▲ 2,380	15.4	▲ 1,159	12.4
2018Q4	4,211	3.3	269	▲ 31.6	6,574	6.3	1,447	2.8	▲ 2,363	12.1	▲ 1,178	16.2
2019Q1	4,085	1.4	260	▲ 19.6	5,985	▲ 0.0	1,060	▲ 13.9	▲ 1,900	▲ 2.9	▲ 800	▲ 11.9
2019Q2	4,156	▲ 3.1	260	▲ 18.2	6,373	0.6	1,131	▲ 10.9	▲ 2,217	8.2	▲ 871	▲ 8.4

(注) センサスペース、未基調

(資料) センサ局よりニッセイ基礎研究所作成

一方、対中関税第4弾から関税対象となる消費財が増えており、12月15日実施予定分では携帯電話、パソコン、ゲーム機に対して課税されることになっている。当研究所は消費財の小売価格が顕著に上昇することで中低所得層を中心に関税政策に対する不満が増加すると予想している。このため、早ければ年内に中国との通商交渉で部分合意し、段階的に関税を引き下げる方向に舵を切らざるを得ないと考えている。

### 3. 物価・金融政策・長期金利の動向

#### (物価) エネルギー価格が19年の物価を押下げ、20年は押上げ

消費者物価の総合指数(前年同月比)は7月が+1.8%(前月:+1.6%)と前月から上昇した(図表19)。もっとも、原油価格は昨年秋口に70ドル台と足元の50ドル台前半に比べて2割超高かったことから、原油価格がこの水準で推移する場合には、当面前年比でエネルギー価格は物価を押下げることが見込まれる。

このため、総合指数は当面低下圧力がかかり易い状況が続こう。

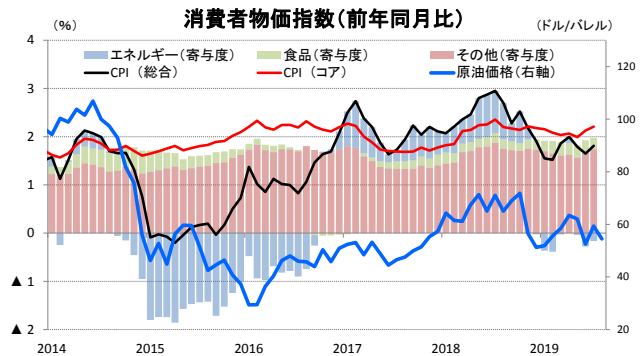
一方、物価の基調を示す食料品とエネルギー価格を除くコア指数は7月が+2.2%(前月:+2.1%)とこちらも上昇した。コア指数は労働需給の逼迫に伴う賃金上昇などを背景に2%台前半で底堅い推移が見込まれる。

当研究所は原油価格を19年末に54ドル、20年末に57ドルと予想しているため、消費者物価の総合指数(前年比)は、19年がエネルギー価格の物価押下げにより+1.8%と前年の+2.4%からは低下するものの、20年には逆にエネルギー価格が物価押上げに転じることで+2.2%と緩やかな上昇を予想する。

#### (金融政策) 19年に2回の追加利下げを予想

F R Bは19年7月のFOMC会合で、海外経済の減速、通商政策の不透明感、インフレの下振れを理由におよそ10年半ぶりとなる政策金利の引き下げを決定した。

(図表 19)

(注) 消費者物価は、CPI(総合)はCPI-U、CPI(コア)はエネルギーと食品除き。原油価格はWTI  
(資料) 米労働統計局(BLS)よりニッセイ基礎研究所作成

もっとも、7月FOMC会合後の記者会見でパウエル議長は、今回の利下げ決定がリスクマネジメントの観点から起こった措置であるとし、追加利下げの可能性を示唆したものの、長期的な利下げ局面の開始でないことを強調した。

今後の金融政策はトランプ大統領の通商政策によって左右されるため、見通すのが難しくなっているが、米中を中心とした通商政策が企業部門への影響が既に顕在化しているほか、9月1日からの関税第4弾で消費や消費者心理に短期的に悪影響を及ぼす可能性が高くなっていることに加え、金融市場が年内複数回の利下げを織り込んでいることから、FRBは当面政策金利の引き下げを継続する可能性が高いとみられる。

当研究所は、FRBが9月と12月に0.25%の政策金利引下げを実施すると予想する。ただし、20年にかけては、米景気後退が回避されるほか、インフレが加速することから、政策金利は据え置かれると予想する。一方、通商政策で追加関税を中心とする保護主義的な通商政策が持続する場合には、米景気の下振れリスクが高まり、利下げ幅は当研究所の予想より拡大しよう。

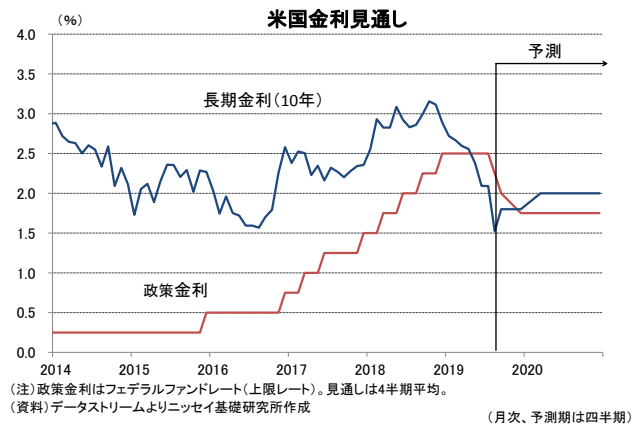
### （長期金利）足元の金利低下は行き過ぎ、19年末1.8%、20年末2.0%を予想

長期金利（10年国債金利）は、景気後退懸念に加え、リスク回避的な買いもあって1%台半ばで推移している（前掲図表3）。

ただし、前述のように足元の金利低下は行き過ぎと判断しており、通商政策に対する不透明感が緩和されるに従って過度に悲観的な見方が後退する可能性が高い。

当研究所はFRBによる年内の追加利下げを見込んでいることから、短期金利は低下を見込むものの、過度に悲観的な見方の後退とともに長期金利の水準は上昇方向に調整されると考えている。当研究所は、長期金利が19年末に1.8%、20年末に2.0%と、小幅ながら上昇すると予想する（図表20）。

（図表20）



（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。