

# Weekly エコノミスト・ レター

## 米国経済の見通し

ー成長率は緩やかに低下も景気後退は回避へ

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+2.1%（前期：+2.0%）と前期並みの伸び。設備投資は通商政策の不透明感もあって前期からマイナス幅が拡大したものの、金利低下を背景に住宅投資は7期ぶりのプラス成長。個人消費は前期から鈍化も堅調な伸びを維持。
2. 労働市場の回復が持続する中、堅調な株価を背景に消費者センチメントは高い水準を維持しており、個人消費を取り巻く環境は引き続き良好で年末商戦は好調な見通し。
3. 20年までの経済見通しは前回予想（9月）時点から大幅な変更はない。当研究所では、20年の大統領選挙を睨んで、トランプ大統領が年内に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、20年を通じて個人消費主導の景気回復の持続を予想。もともと、成長率（前年比）は19年の+2.3%から20年の+1.9%に緩やかに低下。今回追加した21年見通しでも、経済政策の大幅な軌道修正がない前提で個人消費主導の景気回復が持続。21年の成長率は20年並みの+1.9%と予想。
4. 金融政策は、20年は政策金利の据え置き、21年に政策金利の引き上げに転じると予想。
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、米国内政治。保護主義的な通商政策の強化、民主党大統領による減税、規制緩和政策の見直し、医療保険制度改革に伴う増税などは米経済を下振れさせる可能性。

(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並みの伸び

米国の7-9月期の実質GDP成長率(以下、成長率)は、改定値が前期比年率+2.1%(前期:+2.0%)と前期並みの伸びとなった(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▲2.7%(前期:▲1.0%)となり、前期からマイナス幅が拡大した。これは通商政策の不透明感を背景に製造業を中心に企業が設備投資を抑制した影響とみられる。また、政府支出は+1.6%(前期:+4.8%)と前期から伸びが鈍化した。

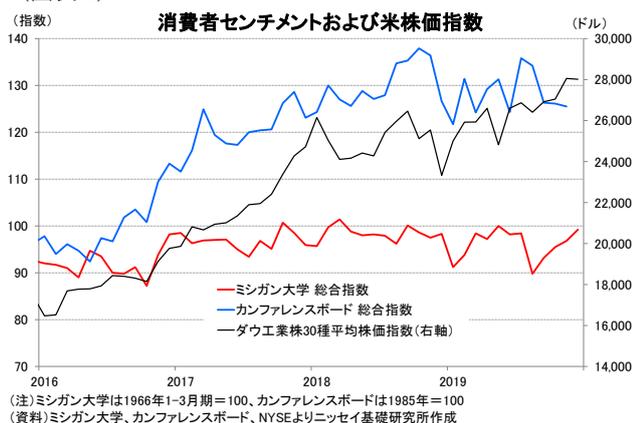
一方、住宅投資は+5.1%(前期:▲3.0%)と7期ぶりにプラス成長に転じた。これは住宅ローン金利が低下した影響が大きい。さらに、前期に大幅な成長押下げとなった在庫投資と外需の成長率寄与度がそれぞれ、+0.17%ポイント(前期:▲0.91%ポイント)、▲0.11%ポイント(前期:▲0.69%ポイント)となり、在庫投資が成長押上げ、外需が成長押下げと違いはあるものの、いずれも前期に比べて成長率への影響は限定的となった。

一方、個人消費は、前期比年率+2.9%(前期:+4.6%)と、高い伸びとなった前期の反動もあって前期から伸びは鈍化したものの、依然として堅調な消費が持続していることを示す結果となった。

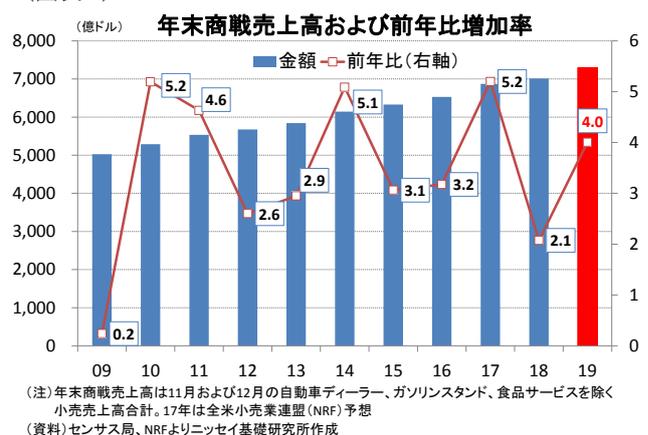
また、個人消費は10月以降も堅調を維持していそう。労働市場は回復基調が持続しているほか、夏場に急落した消費者センチメントも株価が史上最高値を更新する中で回復しており、個人消費を取り巻く環境は引き続き良好となっている(図表2)。

そんな中、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。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+3.8%から+4.2%としている(図表3)。これは18年の+2.1%を大幅に上回るほか、過去5年平均の+3.7%も上回る水準であり、好調な年末商戦が見込まれている。実際に、今年の感謝祭翌日のブラックフライデーのオンライン販売が74億ドルと前年比で2割を超える増加と、過去最高になったことが報告<sup>1</sup>されており、年末商戦は幸先の良いスタートとなっている。

(図表2)



(図表3)



## (経済見通し) 成長率は19年の前年比+2.3%から20年、21年は+1.9%に低下

20年までの経済見通しについては、前回予想(9月)時点からほとんど変更はない。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

<sup>1</sup> <https://www.adobe.com/experience-cloud/digital-insights/holiday-shopping-report.html#scroll-products>

右されると考えている。当研究所は今回の見通しでも、通商政策について対中政策は年内に部分合意し、12月15日に予定されている対中関税第4弾は見送り、来年以降は対中関税の段階的な見直しを前提とした。また、安全保障を理由とした輸入自動車に対する25%の追加関税についても実施されないことを前提とした。

この前提の下で、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4）。これらの成長率見通しは前回予想（9月）時点から変更はない。

設備投資は、通商政策の不透明感から当面は低調な伸びに留まるものの、対中関税の段階的な見直しに伴い20年の春先以降は回復に向くと予想する。一方、住宅投資は住宅ローン金利の低下もあって20年にかけて回復基調が続こう。

政府支出は、2019年超党派予算法により、20年度と21年度における裁量的経費の歳出上限額が財政拡張的であった19年度の水準に維持されることから、20年にかけてプラスの伸びを維持すると予想する。

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年も成長率のマイナス寄与が持続すると予想する。

物価は、主にエネルギー価格の物価押下げにより、消費者物価の総合指数（前年比）は、19年が+1.8%と18年の+2.4%から低下を見込む。また、20年はエネルギー価格の物価への影響が限定的となることから、+2.2%へ緩やかな上昇に転じよう。

金融政策は、米景気後退が回避されるほか、20年にかけて緩やかなインフレ上昇を見込むことから、当面の追加利下げは想定しておらず、20年にかけて政策金利の据え置きを予想する。もともと、通商政策で追加関税を多用する保護主義的な通商政策が強まる場合には、米景気の下振れリスクが高まり、追加緩和の可能性は高まろう。

長期金利は、20年末にかけてインフレが小幅に上昇する一方、政策金利が据え置かれることから、足元（1.8%台前半）から上昇を予想するものの、20年を通じて2.0%近辺での推移と上昇幅は限定的に留まろう。

一方、今回追加した21年の経済見通しでは、20年の大統領選挙でトランプ氏が再選され、現行の経済政策が継続することを前提とした。この前提の下で、21年にかけても消費主導の景気回復が持続することを予想する。もともと、雇用増加ペースの鈍化を背景にした雇用者報酬の伸び鈍化に伴い、個人消費は20年から鈍化が見込まれる。

民間設備投資は、通商政策の不透明感が解消されることで、21年は20年から伸びの加速を予想した。住宅投資は、長期金利の上昇に伴い、21年後半から再びマイナス成長に転じることを見込む。政府支出は22年度も前年度並みの歳出水準が維持されることを前提に、21年末にかけても小幅なプラスを維持すると予想する。最後に、外需は成長押下げが持続しよう。

金融政策は、景気回復が持続するほか、インフレ下振れ懸念の後退もあって、21年には19年に実施した予防的利下げの解除に着手し、年2回の政策金利引き上げを予想する。長期金利も政策金利の引き上げに伴い21年末に2.8%まで上昇しよう。

これらの結果、個人消費の伸び鈍化や政策金利の引き上げなどの成長押下げ要因はあるものの、

民間設備投資が回復することあつて、成長率は20年並みの前年比+1.9%を維持すると予想する(図表4)。

(図表4)

米国経済の見通し

		2018年	2019年	2020年	2021年	2019年				2020年				2021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、%	2.9	2.3	1.9	1.9	3.1	2.0	2.1	1.4	2.0	2.1	1.9	1.9	1.9	1.9	1.7	1.7
個人消費	前期比年率、%	3.0	2.6	2.7	2.2	1.1	4.6	2.9	2.7	2.5	2.5	2.3	2.3	2.2	2.2	2.0	2.0
設備投資	前期比年率、%	6.4	2.3	1.3	2.2	4.4	▲1.0	▲2.7	1.1	2.2	2.5	2.5	2.5	2.2	2.0	2.0	2.0
住宅投資	前期比年率、%	▲1.5	▲1.7	1.9	0.7	▲1.0	▲3.0	5.1	3.0	1.5	1.5	1.5	1.0	1.0	0.5	▲0.5	▲1.0
政府支出	前期比年率、%	1.7	2.3	1.4	1.0	2.9	4.8	1.6	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
在庫投資	寄与度	0.1	0.2	▲0.2	0.0	0.5	▲0.9	0.2	▲0.7	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	▲0.3	▲0.2	0.7	▲0.7	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	2.4	1.8	2.2	2.2	0.9	2.9	2.8	2.1	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3	2.2	2.3
失業率	平均、%	3.9	3.7	3.7	3.8	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8
FFレート誘導目標	期末、上限、%	2.50	1.75	1.75	2.25	2.50	2.50	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	2.00	2.00	2.25
10年国債金利	平均、%	2.9	2.1	2.0	2.5	2.6	2.3	1.7	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.5	2.5	2.8
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.18	1.12	1.12	1.10	1.14	1.12	1.11	1.10	1.11	1.12	1.12	1.12	1.11	1.10	1.10	1.10
米ドル(対円)	平均、円/ドル	110	109	108	111	110	110	107	109	109	108	108	108	109	110	111	112
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	65	57	56	58	55	60	56	55	55	56	57	57	57	58	58	59

(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、前回予想時点に続き、欧州や中国経済の大幅な下振れに加え、米国内政治である。米国内政治では、当研究所の予想に反して米中通商交渉が決裂し、12月以降に追加関税が実施される場合には設備投資の回復が遅れるほか、消費財に対する関税賦課により好調な個人消費にも悪影響を及ぼそう。

また、20年の大統領選挙の結果次第では経済政策の大幅な軌道修正などから、米経済の下振れリスクが高まろう。現在、民主党の大統領候補者指名争いが本格化しており、前副大統領のバイデン氏、上院議員のサンダース氏、ウォーレン氏、インディアナ州サウスベンド市長のブティジェッジ氏が優位に立っている。また、これらの候補者はトランプ氏に対する支持率でもトランプ氏を上回っている(図表5)。

(図表5)

全米支持率の差異(民主党候補者-トランプ支持率)

	直近(11月21日)	平均	最高	最低
トランプ対バイデン	13%	8.7%	17% 10月30日	▲4% 9月24日
トランプ対サンダース	12%	6.3%	14% 10月30日	▲2% 9月23日
トランプ対ウォーレン	7%	4.0%	15% 10月30日	▲4% 4月14日
トランプ対ブティジェッジ	7%	1.4%	11% 10月30日	▲4% 11月20日

(注)平均は4月11日~11月21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

もっとも、民主党の候補者選びは盛り上がりには欠けているほか、トランプ大統領のウクライナゲートに絡む弾劾の支持率は高まっておらず、世論調査によってはトランプ大統領の支持率が民主党候補者を上回る状況となっているため、20年の大統領選挙は民主党の候補者指名を含め依然予断を許さない状況と言えよう。

仮にトランプ氏が敗れ、民主党から大統領が選出される場合には、トランプ大統領に比べて政策の予見可能性が高まることが期待される。しかしながら、民主党の大統領によって、減税や規制緩和政策が軌道修正されるほか、メディケア・フォー・オールの導入に伴う大型増税や連邦政府債務の大幅な増加リスクが意識される場合には、米経済の下振れリスクとなろう。

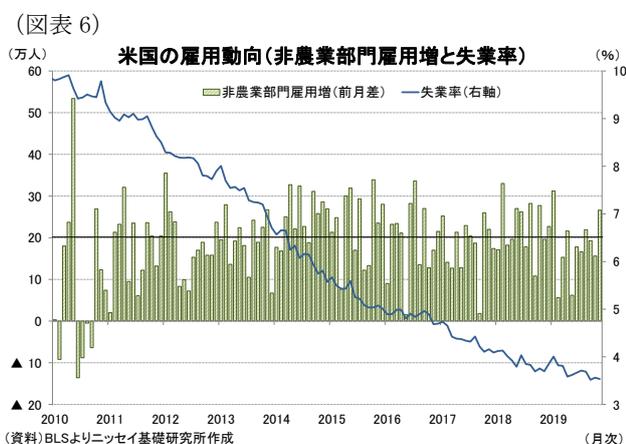
## 2. 実体経済の動向

### (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、雇用報酬の伸びは鈍化へ

非農業部門雇用者数（対前月増減）は、10年10月から19年11月まで統計開始以来最長となる110ヵ月連続で増加している（図表6）。19年通年の月間平均雇用増加ペースは、18.0万人増と堅調な伸びを維持しているものの、18年の22.3万人増からは低下した。労働市場の回復が長期化しており、今後も雇用増加ペースは緩やかに鈍化することが見込まれる。

一方、失業率は3.5%とおおよそ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。労働需給は今後も逼迫した状況が持続するとみられるものの、失業率は来年以降、小幅ながら上昇に転じることが見込まれる。

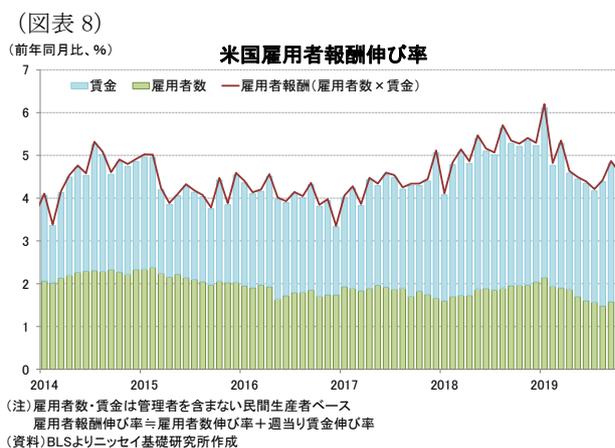
実際に、企業の採用計画は大企業、中小企業ともに採用意欲は依然として強いものの、18年後半以降は大企業、中小企業ともに採用増加見通しにはピークアウトがみられる（図表7）。



また、雇用者数と賃金を加味した雇用者報酬の伸び（前年同月比）は、19年1月の+6.2%をピークに足元は+4.6%に低下した（図表8）。これは、同時期に賃金の伸びが+4.0%から+3.2%に低下したほか、雇用者数の伸びが+2.2%から+1.4%に低下したためだ。

米国では、失業率を維持するのに必要な月間雇用増加ペースは10万人増程度とみられており、失業率が上昇する局面では雇用者数の伸びは+1%を下回る水準への低下が見込まれる。このため、賃金は労働市場の逼迫を背景に伸びの再加速が見込まれるものの、雇用者数の伸び鈍化は今後も続く可能性が高い。この結果、個人消費の原資となる雇用報酬の伸びは賃金が年初のピーク水準まで回復したとしても、雇用の伸び鈍化により、今後も18年後半を下回る可能性が高い。

このため、個人消費は今後も増加基調が持続するものの、個人消費の伸びは緩やかに鈍化することが見込まれる。当研究所では個人消費の伸びが18年の+3.0%から21年には+2.2%に低下すると予想している。



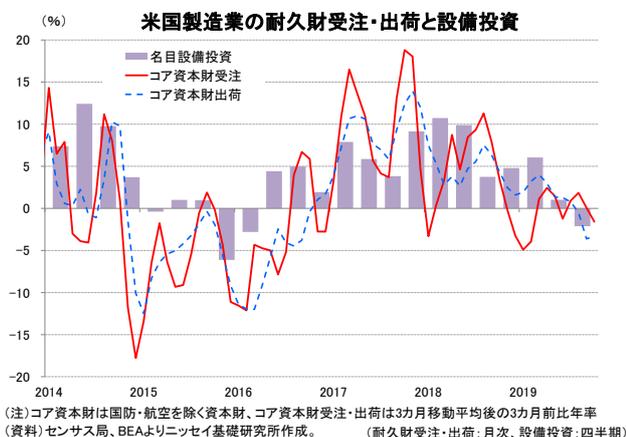
## （設備投資）当面は軟調も、通商政策の不透明感の払拭に伴い設備投資は回復へ

GDPにおける民間設備投資は19年7-9月期に2期連続のマイナス成長となった。また、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、10月が▲1.6%（前月：+0.1%）とマイナスになっており、10月以降も設備投資は軟調とみられる（図表9）。

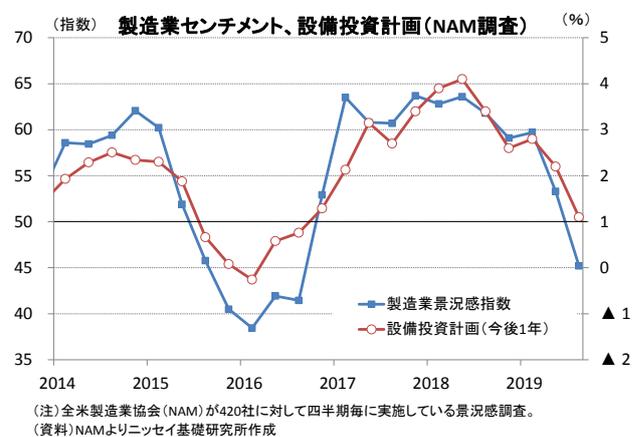
一方、全米製造業協会（NAM）の製造業センチメントは、19年7-9月期が45.2と好不況の境となる50を下回った（図表10）。同センチメントが50割れとなるのは16年7-9月期以来である。さらに、今後1年間の設備投資計画も18年4-6月期の+4.1%から19年7-9月期は+1.1%に大幅に下方修正された。NAMは、景況感や設備投資計画が悪化している要因として、海外の需要減少に加えて、通商政策の不透明感が大きいと指摘している。このため、製造業を中心にトランプ大統領の通商政策が企業景況感や設備投資の重石となっている可能性が高い。

もっとも、米中通商交渉では年内に部分合意する可能性が高くなっており、当研究所の想定通り、来年以降に対中関税が段階的に撤廃される局面では、製造業を中心に設備投資が回復する可能性は高まろう。

（図表9）



（図表10）



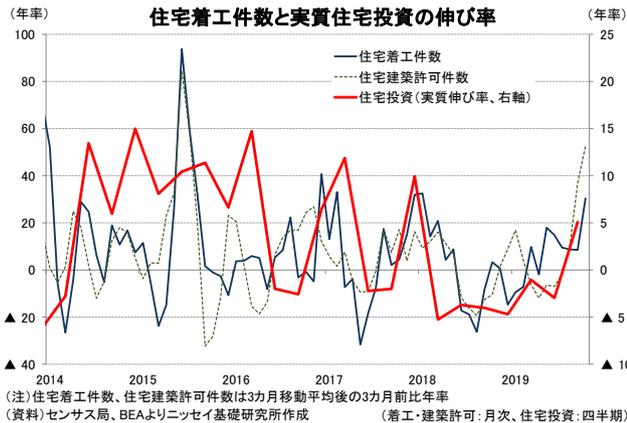
## （住宅投資）住宅ローン金利の低下が住宅市場を下支え

GDPにおける住宅投資は、19年7-9月期に7期ぶりにプラス成長に転じており、民間設備投資とは対照的に回復がみられる。また、住宅着工件数、許可件数（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比）も、19年10月の着工件数が+30.4%、先行指標の許可件数が+52.6%と大幅な伸びとなっており、10月以降も住宅市場の回復が持続している可能性を示唆している（図表11）。

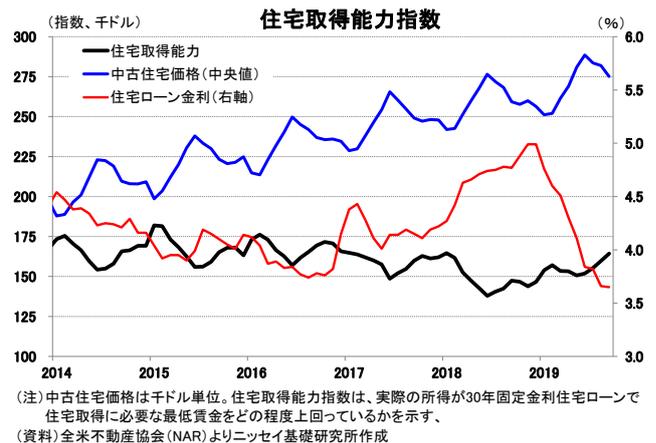
これまで住宅市場の回復がもたつた要因は、労働市場の回復を背景に住宅需要は強いものの、住宅価格の上昇に加え、昨年秋口まで住宅ローン金利が上昇していたこともあって、住宅ローン返済額の増加スピードが所得を上回る状況があった。

実際に、所得と中古住宅を取得する際の住宅ローン返済額を比べた住宅取得能力指数は、所得水準が住宅ローン返済額を上回っていることを示す100を上回っていたものの、18年6月に137.9まで低下していた（図表12）。しかしながら、住宅ローンの30年金利が昨年11月の5%台前半から3%台後半に低下する中で住宅取得能力は改善しており、19年9月は164.3と18年1月以来の水準に回復するなど、住宅ローン金利の低下が住宅所得能力の改善を通じて住宅市場に追い風となっていることが分かる。

(図表 11)



(図表 12)



住宅ローン金利は足元で反発がみられるものの、依然として低い水準に留まっており、当面住宅市場の回復は持続が見込まれる。もっとも、当研究所は 21 年に住宅ローン金利の上昇が明確となることから、住宅投資は 21 年後半に再びマイナス成長に転じると予想している。

### (政府支出、債務残高) 21 年度まで拡張的な財政政策が持続。

米国では 19 年 10 月から新会計年度となる 20 年度がスタートした。20 年度の裁量的経費における歳出上限額は、2019 年超党派予算法 (BBA)<sup>2</sup>によって、19 年度の歳出水準を維持することが決まっている (図表 13)。

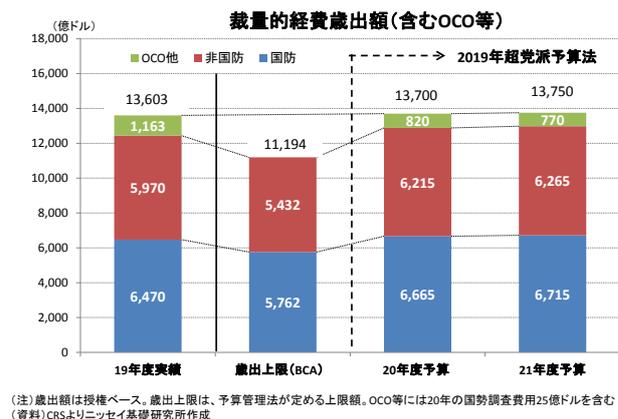
財政規律ルールである予算管理法 (BCA) は、20 年度の歳出上限額を財政拡張的であった 19 年度の水準から 2 割程度削減することを求めており、大幅な歳出削減 (「財政の崖」) が懸念されていた。しかしながら、BBA によって 20 年度と 21 年度は財政拡張的な予算編成が持続することが決まったため、政府支出は 21 年度 (21 年 9 月) まではプラス成長を維持するとみられる。

一方、20 年度の予算編成では、前述のように予算の大枠は決まったものの、議会は各省庁に予算額を振り分けるための歳出法案を未だ成立出来ておらず、12 月 20 日を期限とする暫定予算で凌ぐ状況となっている。現在、上下院の歳出委員会で歳出法案の一本化作業が行われており、12 本の歳出法案のうち、「国防」と「労働・厚生・教育等」の 2 本については合意が近いとみられる。

もっとも、残り 10 本の歳出法案を 20 日の期限までに合意するのは困難な状況である。とくに「国土安全保障」、「軍事建設・退役軍人等」の 2 本に関しては、トランプ大統領が 86 億ドルの「国境の壁」建設予算を盛り込むことを主張しているのに対して、野党民主党が拒否しているために与野党合意の目処が立っていない。

このため、再び暫定予算の期限を延長する可能性が高くなっている。トランプ大統領は暫定予算に対する態度を明確にしていないものの、昨年 12 月に発生した連邦政府機関の一部閉鎖では同大統領に批判が集中したため、暫定予算を拒否して再び政府機関の閉鎖に追い込む可能性は低いだろう。

(図表 13)



<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一当面「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。

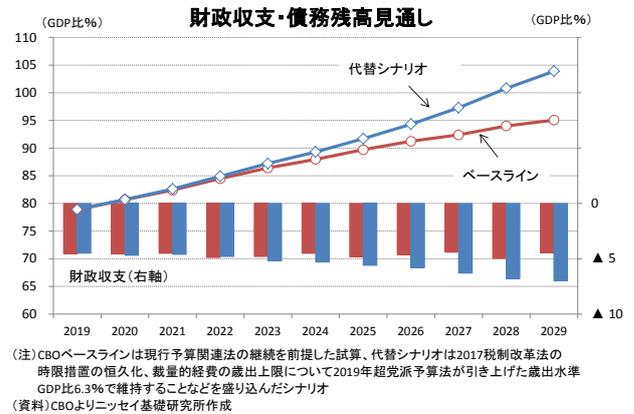
22年度以降は、20年の大統領・議会選挙結果に左右される。トランプ大統領、民主党ともにインフラ投資の拡大を目指している一方、トランプ大統領は中間層に対する追加減税、民主党候補は富裕層に対する増税を表明しており、議会選挙の結果も含めて財政政策の行方は不透明である。

一方、議会予算局（CBO）は現行法を前提（ベースライン）に、今後10年間の財政赤字（GDP比）を4%台半ば～5%程度と、高水準の財政赤字が持続すると試算している（図表14）。

さらに、22年度以降も拡張的な歳出水準が維持されることに加え、17年の税制改革法で時限措置となっていた個人所得減税の恒久化などを前提とした代替シナリオでは、10年後の財政赤字は▲7%まで増加すると試算している。

また、債務残高（GDP比）見通しも、ベースラインで19年度の79%から29年度に95%へ大幅に増加することが見込まれているほか、代替シナリオでは104%への増加が見込まれている。このように財政状況の悪化が見込まれている中で財政余地は狭まっているため、財政赤字や債務残高の大幅な増加を伴う拡張的な財政政策を22年度以降も続けることは難しいだろう。

（図表14）



**（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**

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18年7月以降、段階的に強化してきた（図表15）。これらの結果、本稿執筆時点（12月9日）では米中ともに輸入額のおよそ7割に相当する輸入品に対して制裁関税を賦課しあう状況となっている。

一方、10月にトランプ大統領は、米中貿易交渉の閣僚級協議を受けて10月15日に予定されていた第1～第3弾までの関税率の引き上げ（25%→30%）を見送ると発表した。米中政府は、通商合意の第1段階として、中国による年間400億～500億ドル相当の米国産農産物の購入で合意したとしているが、現状で正式な合意はされていない。

（図表15）

**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	米	中
		【第1弾】対中輸入額340億ドル(818品目)に25%	【第1弾】対米輸入額340億ドル(545品目)に25%
既実施	8月23日	【第2弾】対中輸入額160億ドル(279品目)に25%	【第2弾】対米輸入額160億ドル(333品目)に25%
		【第3弾】対中輸入額2,000億ドル(5,745品目)に10%	【第3弾】対米輸入額600億ドル(5,207品目)に5～10%
既実施	9月24日	【第3弾】の関税率を引き上げ(10%→25%)	【第3弾】の関税率を最大25%に引き上げ
		【第4弾A】対中輸入額1,120億ドル(2,117品目)に15%	【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	12月15日	【第1～3弾】の関税率を引き上げ(25%→30%) ⇒ <b>先送り</b>	【第4弾B】対中輸入額1,600億ドル(555品目)に15%
		【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）12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

仮に、12月15日までに通商合意できない場合には、対中輸入額1,600億ドルに対して15%の追加関税が賦課される予定となっている。これらの関税対象には携帯電話やパソコン、ゲーム機など年末商戦でも重要な消費財が多く含まれており、関税が賦課される場合には消費マインドの悪化を通

じて好調な年末商戦に水を差す可能性が高い。このため、当研究所では 15 日までに米中が通商協定に合意する可能性が高いと考えている。

一方、通商政策で対中強硬姿勢を示すことについては米国内で与野党、経済界、学界を問わず合意されているものの、通商交渉手段として関税を多用することについては経済界を中心に批判が強い。また、米中関税競争では大統領選挙の鍵を握る中西部で重要な農業や製造業に悪影響があるため、政治的にも関税強化のデメリットが大きいと考えられる。このため、来年以降は段階的に関税を撤廃する方向に舵を切ると予想する。

また、トランプ大統領は貿易赤字の削減を目指しているものの、米中貿易摩擦が米国全体の貿易赤字削減に繋がっていない。財貿易収支をみると、中国向け輸出額が 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 月期からマイナスとなった（図表 16）。また、対中貿易赤字も 19 年 1-3 月期からマイナスに転じ、19 年 7-9 月期は前年同期比で▲17.0%の大幅な減少となった。このため、対中関税強化策が対中貿易赤字を縮小させたと考えられる。

もっとも、米国全体の貿易赤字は 19 年 1-3 月期と 7-9 月期に前年同期比で小幅なマイナスとなったものの、増加している期間もあり、米中貿易摩擦が財貿易赤字全体の削減に繋がっているとは言えない。

(図表 16)

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(%)										
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
2019Q3	4,062	▲1.7	268	▲8.2	6,416	▲1.4	1,229	▲15.2	▲2,354	▲1.1	▲962	▲17.0

(注)センサスベース、未基調

(資料)センサス局よりニッセイ基礎研究所作成

### 3. 物価・金融政策・長期金利の動向

(物価) 消費者物価(前年比)は 20 年、21 年ともに前年比+2.2%を予想

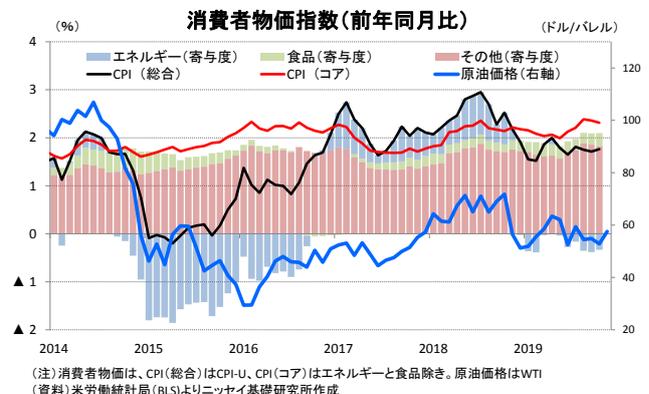
消費者物価の総合指数(前年同月比)は 19 年 10 月が+1.8%と 19 年 6 月の+1.6%から底打ちがみられる(図表 17)。

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 10 月が+2.3%とこちらも 19 年 5 月の+2.0%から底打ちがみられる。コア指数は、労働需給の逼迫を背景に今後も 2%台前半で堅調な伸びが持続すると予想される。

一方、総合指数は、コア指数の伸びを下回っているが、これはエネルギー価格が総合指数を

▲0.3%~▲0.4%ポイント押下げていることが大きい。もっとも、原油価格は足元で 59 ドル近辺と前年同期を小幅に上回る水準まで上昇しており、エネルギー価格の物価押下げは今後遞減することが見込まれる。

(図表 17)



(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

当研究所は原油価格を20年末に57ドル、21年末に59ドルと予想しており、価格変動は20年が前年比▲0.4%、21年が+3.1%と、18年の+27.6%、19年の▲12.7%に比べて小幅に留まる見通しである。このため、20年以降はエネルギー価格が物価に与える影響は大幅に減少するとみられる。この結果、消費者物価指数はコア指数に近づき20年、21年ともに前年比+2.2%を予想する。

### （金融政策）20年は政策金利を据え置き、21年に利上げを予想

F R Bは19年10月に7月以降3回目となる政策金利+0.25%の引き下げを決定した。この結果、7月以降は物価を加味した政策金利の水準が、景気を過熱も減速もさせない金利水準である自然利子率を下回っていることが分かる（図表18）。

これは、金融政策が7月以降に景気刺激的に転じたことを示している。このため、8月に拡張的な財政政策が決まったことと併せ、夏場以降は金融政策、財政政策ともに景気を下支えする方向に転換されたことになる。

一方、10月のF O M C後の記者会見でパウエル議長は、今後の金融政策についてインフレ圧力が抑制されていることを踏まえて、現状で利上げを想定していないとしたほか、現在の金融政策スタンスが適切であり、見通しが自分達の期待に概ね沿う限り、適切な状況は続くと述べ、当面は政策金利を据え置く方針を示した。

当研究所は、米景気後退が回避される一方、インフレは小幅ながら加速することから追加利上げは想定していない。また、20年もF R Bが利上げに追い込まれるほどのインフレ加速は予想していないため、20年にF R Bは政策金利を据え置くと予想する。一方、21年はインフレの下振れ懸念の後退もあって19年の予防的な金融緩和の解除に動き、年2回の利上げに転じると予想する。

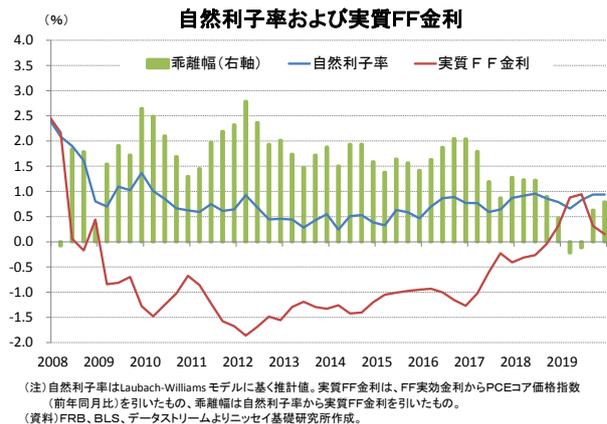
### （長期金利）20年は2.0%、21年末2.8%を予想

長期金利（10年国債金利）は、19年9月に一時1.5%割れまで低下したものの、足元は1.8%台前半まで上昇してきた。米景気に対する過度に悲観的な見方を反映した9月の金利低下は行き過ぎだろう。

当研究所は20年にかけてインフレが小幅ながら加速する一方、政策金利は据え置かれることから、長期金利は足元から小幅に上昇するものの、20年を通じて2.0%近辺での推移を予想する（図表19）。

一方、21年はF R Bが政策金利の引き上げに転じることもあって、長期金利は21年末に2.8%まで上昇しよう。

（図表18）



（図表19）



（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。