

Weekly
エコノミスト・
レター

米国経済の見通し

—新型コロナウイルスの影響は現時点で不透明

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

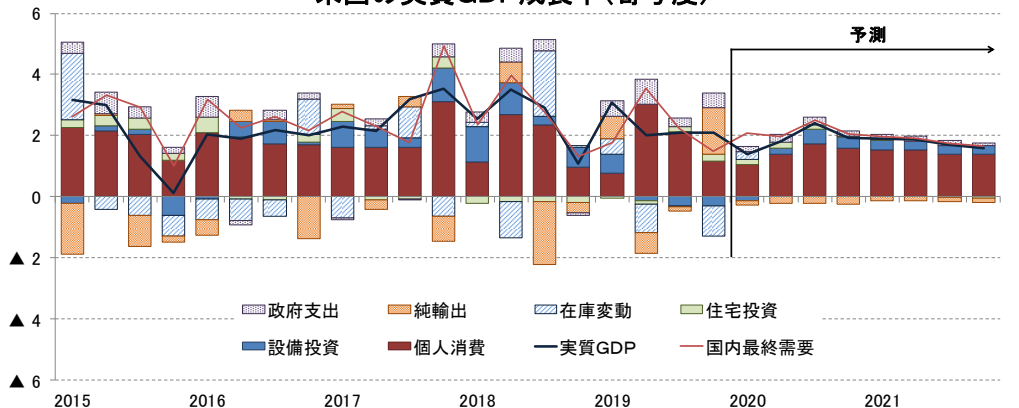
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国の10-12月期の成長率(前期比年率)は+2.1%(前期:+2.1%)と前期並みの伸び。個人消費の伸びが鈍化したほか、設備投資は3期連続でマイナス成長となったものの、輸入の落ち込みもあって外需が成長率を押し上げた。
2. 20年に入り、中国で発生した新型コロナウイルスの世界的な感染拡大が続いており、資本市場でリスクオフの動きが強まるなど、世界経済に対する懸念が強まっている。米国でも感染拡大や経済への影響を緩和するため、財政・金融政策で対応を強化している。
3. 20年の米経済見通しは新型コロナウイルスの動向に大きく左右されるが、現時点でその影響を定量的に判断することは困難である。今回の経済見通しでは、全米規模での集団感染は回避されるとの前提を置き、20年の成長率を前年比+1.8%と前回予想時点(19年12月)の+1.9%から小幅に下方修正した。一方、21年は同+1.9%と、こちらは前回から据え置いた。
4. 金融政策は、3月と4月にそれぞれ▲0.25%追加利下げを予想する。もっとも、資本市場が安定しない場合には3月の利下げ幅は▲0.5%に拡大しよう。その後は、コロナウイルスの感染拡大の終息を確認して、12月以降に政策金利は緩やかな引き上げに転じると予想する。
5. 上記見通しに対するリスクは新型コロナウイルスに加え、米国内政治である。とくに、11月の大統領選挙で民主党候補者が勝利する場合には政策の予見可能性低下から米経済にネガティブとなろう。いずれにせよ、現時点では米経済の下振れリスクは大きい。

(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) 10 - 12 月期の成長率は 3 期連続で 2% 程度の伸びが持続

米国の 10 - 12 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 : +2.1%) と 4 - 6 月期の +2.0% と合わせ、3 期連続で 2% 程度の成長率となった。(図表 1、図表 7)。

需要項目別では、個人消費が前期比年率 +1.7% (前期 : +3.2%) と前期から伸びが大幅に鈍化した。また、民間設備投資が ▲2.3% (前期 : ▲2.3%) となり、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結果、3 期連続のマイナス成長となった。

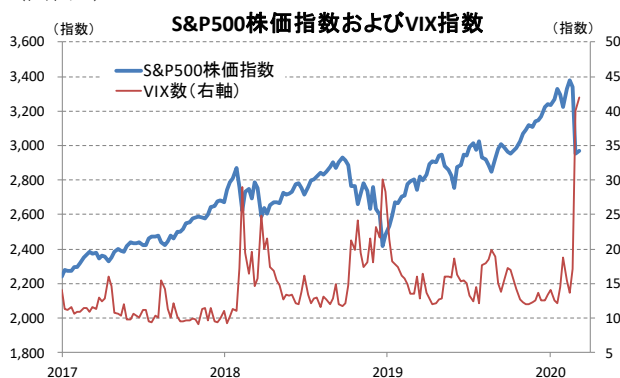
一方、住宅投資は設備投資とは対照的に +6.2% (前期 : +4.6%) と 2 期連続でプラス成長を維持したほか、輸入が ▲8.6% (前期 : +1.8%) と大幅な落ち込みとなったこともあって、外需の成長率寄与度が +1.5% ポイントとなり成長率を大幅に押し上げた。

一方、20 年に入り、中国で発生した新型コロナウイルスの感染が世界的に拡大しており、経済への影響が懸念されている。本稿執筆時点 (3 月 9 日) の感染者数は中国国内で 8 万人超、死者数が 3 千人超となっているほか、中国以外でも 100 カ国で感染者数が 2 万 5 千人弱、死者が 500 人弱となるなど、新たな感染国の拡大に歯止めがかかっていない。

米国内でも、2 月下旬に疾病予防管理センター (CDC) が新型コロナウイルスの継続的な感染が起きると警告した通り、19 州で感染者数が合計 164 人、死者数が 11 人となっている。これまでの米国内の感染者数や死者数は限定的となっているものの、潜在的な感染リスクに対する懸念が高まっており、米資本市場ではリスク回避の動きが強まっている。株式市場では S&P500 指数の 2 月 24 日の週の週間下落幅率が ▲11.5% となった (図表 2)。これは、08 年 10 月 (▲18.2%) 以来の下落率である。3 月 2 日の週の株価は週間では上昇に転じたものの、投資家の不安心理を示す VIX 指数は 3 月 6 日に 41.9 と 11 年 9 月以来の水準に上昇して週を終えるなど、株式市場は不安定な動きとなっている。

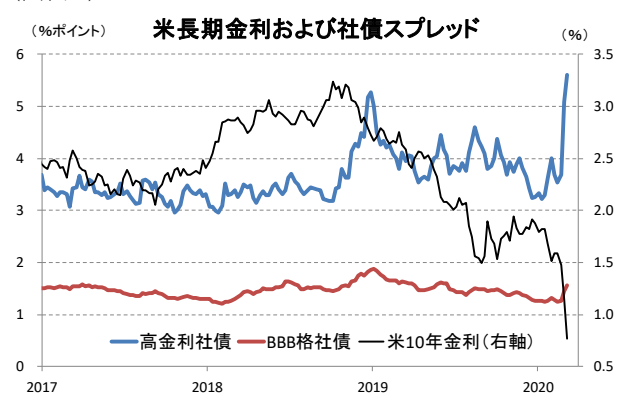
また、長期金利 (10 年国債金利) はリスク回避の資金流入により低下が顕著となっており、3 月 6 日には一時 0.66% の史上最低水準を更新した後、0.76% で引けた (図表 3)。一方、信用格付けの低い高金利社債と国債のスプレッドは拡大しており、3 月 6 日時点で 16 年 7 月以来の 5.6% ポイントとなった。

(図表 2)



(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) フルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

(図表 3)



(注) 社債スプレッドは社債金利と米 10 年国債金利との差
(資料) フルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

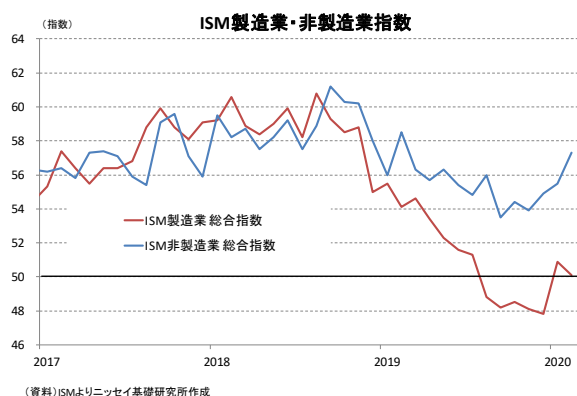
資本市場の不安定化を受けて、連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は2月28日に緊急声明を発表し、政策金利の引き下げ方針転換を示した後、3月3日に臨時の連邦公開市場委員会（FOMC）会合を開催し、政策金利▲0.5%の緊急利下げを実施した。会合後に発表された声明文では、政策金利の引き下げを継続する方針が示された。

一方、資本市場の不安定な状況に比べると、これまで発表された企業景況感や消費者信頼感は比較的安定している。2月のISMの製造業指数は新型コロナウイルスの影響もあって、50.1と前月の50.9から低下したものの、好不況の境となる50は辛うじて上回った（図表4）。また、非製造業指数では57.3と前月（55.5）からの悪化予想に反して、1年ぶりの高水準に改善した。

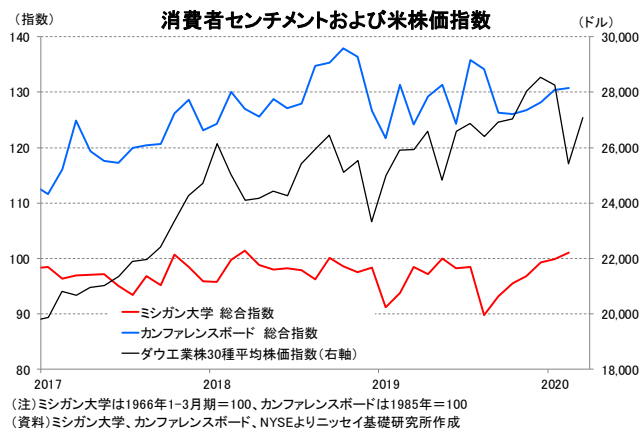
もっとも、非製造業ではIHSが発表しているPMIのサービス事業活動指数では、2月が49.4と前月の53.4から急落して4年ぶりに50を下回るなど、急激な悪化を示す結果となった。また、3月4日に発表された地区連銀景況報告でも、新型コロナウイルスの感染拡大が旅行や観光業に悪影響を及ぼしているとの指摘があるため、足元では非製造業景況感も悪化しているとみられる。

消費者信頼感は、代表的なカンファレンスボード、ミシガン大学指数ともに2月は前月から改善しており、カンファレンスボードが19年8月以来6ヵ月ぶり、ミシガン大学指数では18年3月以来23ヵ月ぶりの水準となっている（図表5）。このため、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う消費者信頼感の悪化は、現状では確認できない。

（図表4）



（図表5）



もっとも、株式市場の大幅下落やCDCによる警告は2月下旬以降に発生しているため、消費者信頼感指数に影響がでるのは3月以降の統計だろう。実際に、2月下旬に実施された世論調査では新型コロナウイルスが米経済に影響を与えるかとの質問に対して程度の差こそあれ、9割近くがあると回答¹しているようだ。

（経済見通し）全米規模での集団感染が無い前提で20年は前年比+1.8%、21年+1.9%を予想

米国内での新型コロナウイルス感染者数や死亡者数の増加に伴い、感染拡大に伴う実体経済への影響が懸念される。実際に、電機やクレジットカード、アパレル会社などの一部米企業からは、新型コロナウイルスの影響に伴う業績の下方修正が発表されている。今後、感染が拡大するのに伴って観光や航空会社をはじめ、業績を下方修正する企業が増加しよう。

一方、現時点では新型コロナウイルスの感染がどの程度拡大し、感染の終息時期が何時になるのか見通せないことから、米実体経済への影響を定量的に評価するのは困難である。

¹ 日本経済新聞（20年3月6日）の2月FT・米財団共同世論調査に関する記事

当研究所は経済見通しの策定にあたって、新型コロナウイルスの米国内の感染拡大が4-6月期にかけて継続するものの、全米規模での集団感染は回避されることを前提とした。この前提の下、成長率は20年1-3月期に前期比年率+1.4%、4-6月期に同+1.6%と過去3四半期の2%成長ペースから鈍化すると予想した（後掲図表7）。成長鈍化は主に個人消費と民間設備投資の抑制によるものである。一方、長期金利の大幅な低下に伴い住宅投資の回復が持続するほか、新型コロナウイルスの感染対策などに伴う財政支出の拡大から政府支出の伸びは加速しよう。

7-9月期は新型コロナウイルスの感染終息に伴い、個人消費や民間設備投資が回復することから、成長率は+2.4%へ加速すると予想した。これらの結果、20年の成長率は前年比+1.8%と前回予想時点（19年12月）から▲0.1%の小幅な下方修正となる見込みだ。なお、21年の成長率は同+1.9%と前回から変更はない。

一方、経済見通し前提と異なり、新型コロナウイルスが全米規模で集団感染となる場合には、米国内の推定死亡率が比較的低水準に留まった場合でも、米景気後退リスクが高まると予想される。ブルッキングス研究所は、03年のSARSや06年の新型インフルエンザでの先行研究を踏まえた経済モデルに基づき、24の国や地域を対象に中国での感染状況の違いに基づく7つのシナリオを作成し、シナリオ毎に各国の人的被害や20年のGDP損失などについて試算²を行った。

このうち、米国の人的被害と経済損失の試算結果を図表6にまとめた。同試算では、新型コロナウイルスの集団感染が中国国内に留まっている場合には20年の米国の経済損失が実質GDP比で▲0.1%~▲0.2%ポイントと限定的となる見込みだ。一方、全米規模で集団感染となる場合には、発病率や致死率に応じて同▲2.0%~▲8.4%ポイントの損失が発生するとしており、20年のGDPはゼロからマイナス成長となる可能性が高い。

(図表6)

新型コロナウイルスによる米国経済等への影響

		中国での感染前提			感染拡大	人的被害		経済損失(GDP)	
		発病率	致死率	推定死亡率		(千人)	推定死亡率	(%)	(10億ドル)
中国国内のみ集団感染が発生	シナリオ1	1%	2.0%	0.02%	一時的	-	-	▲0.1	▲16
	シナリオ2	10%	2.5%	0.25%	一時的	-	-	▲0.1	▲22
	シナリオ3	30%	3.0%	0.90%	一時的	-	-	▲0.2	▲40
世界中で集団感染が発生	シナリオ4	10%	2.0%	0.20%	一時的	236	0.10%	▲2.0	▲420
	シナリオ5	20%	2.5%	0.50%	一時的	589	0.25%	▲4.8	▲1,004
	シナリオ6	30%	3.0%	0.90%	一時的	1,060	0.44%	▲8.4	▲1,769
	シナリオ7	10%	2.0%	0.20%	恒久的	236	0.10%	▲1.5	▲314

(注)グローバル・ハイブリッドDSGE/CGE一般均衡モデルからブルッキングス研究所が試算。発病率は全人口に占める感染者の割合、致死率は感染者数に対する死者数の割合、推計死亡率は全人口に対する死者数の割合。

人的被害は20年の死者数見込、経済損失は20年のベースラインシナリオからの乖離

(資料)ブルッキングス研究所”The Global Macroeconomic Impacts of COVID-19: Seven Scenarios”(20年3月2日)

一方、金融政策は3月の緊急利下げを受けても資本市場が依然として不安定なことから、3月下旬のFOMC会合と4月会合でそれぞれ▲0.25%の政策金利の引き下げを実施すると予想する。もっとも、資本市場の動向次第では、3月の引き下げ幅は▲0.5%に拡大しよう。

その後は、新型コロナウイルスの感染終息に伴い、大統領選挙後の12月会合で+0.25%の政策金利引き上げに転じ、21年末の2.0%まで緩やかな政策金利の引き上げを継続すると予想する。政策金利見通しに関するリスクは、新型コロナウイルスの感染長期化に伴う政策金利の下振れり

² 過去のパンデミックの経験に基づく疫学的仮定を考慮して、ショックを経済ショックに変換して各国の労働供給おえ減少させる一連のフィルターを作成（死亡率と罹患率）。各国の生産ネットワークの破壊を含む事業コストの上昇や、各国の製品に対する消費者の嗜好の変化による消費の減少、各国企業の株式リスクプレミアムの上昇、疫病への曝露やマクロ経済状況の変化に対する脆弱性に対するカントリーリスクプレミアムの上昇などを反映。

スクである。

長期金利は、米国内の新型コロナウイルスの感染者数の増加が続いていることから、当面金利は上がり難いとみられる。ただし、足元の金利低下は行き過ぎと判断しており、新型コロナウイルスの感染終息に伴い、20年末に1.6%、21年末には2.4%に上昇すると予想する。

(図表7)

米国経済の見通し

		2019年	2020年	2021年	2019年				2020年				2021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、%	2.3	1.8	1.9	3.1	2.0	2.1	2.1	1.4	1.6	2.4	1.9	1.9	1.9	1.7	1.6
個人消費	前期比年率、%	2.6	2.2	2.2	1.1	4.6	3.1	1.7	1.5	2.0	2.5	2.3	2.2	2.2	2.0	2.0
設備投資	前期比年率、%	2.1	▲0.5	2.2	4.4	▲1.0	▲2.3	▲2.3	▲1.0	0.0	3.5	2.5	2.2	2.0	2.0	2.0
住宅投資	前期比年率、%	▲1.5	4.2	1.2	▲1.0	▲3.0	4.6	6.2	5.0	4.5	4.0	1.0	1.0	0.5	▲0.5	▲1.0
政府支出	前期比年率、%	2.3	1.8	1.1	2.9	4.8	1.7	2.6	1.0	1.5	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5
在庫投資	寄与度	0.1	▲0.2	0.0	0.5	▲0.9	▲0.0	▲1.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲0.2	0.2	▲0.2	0.7	▲0.7	▲0.1	1.5	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	1.8	1.9	2.3	0.9	3.0	1.8	2.4	1.5	1.2	2.8	2.4	2.3	2.2	2.3	2.2
失業率	平均、%	3.7	3.7	3.8	3.9	3.6	3.6	3.5	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、%	1.75	1.00	2.00	2.50	2.50	2.00	1.75	1.00	0.75	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00
10年国債金利	平均、%	2.1	1.3	2.1	2.6	2.3	1.7	1.8	1.5	1.0	1.2	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4
米ドル(ユーロ)	平均、ドル/ユーロ	1.12	1.11	1.09	1.14	1.12	1.11	1.11	1.11	1.13	1.11	1.10	1.10	1.09	1.09	1.09
米ドル(対円)	平均、円/ドル	109	107	110	110	110	107	109	108	105	107	109	109	110	110	111
原油価格(WTI先物)	平均、ドル/バレル	57	43	46	55	60	56	57	48	36	42	44	45	45	46	46

(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、新型コロナウイルスに加えて、米国内政治である。11月の大統領選挙に向けてトランプ大統領が支持者向けのアピールから対中をはじめ、通商政策で関税策を強化する場合には、設備投資の回復が遅れるほか、消費に悪影響がでよう。

また、大統領選挙で民主党候補が勝利する場合には、トランプ大統領による経済政策からの軌道修正に伴う予見可能性の低下から米経済にはネガティブとなろう。民主党の大統領候補者選びは事実上、前副大統領のバイデン氏と上院議員のサンダース氏の2人に絞られており、現状ではバイデン氏が獲得代議員数でサンダース氏をリードしている。

バイデン氏が大統領選挙で勝利する場合には、政策面で規制強化や法人税率や一部富裕層に対する所得税率引き上げが見込まれるものの、国民皆保険などは回避されるほか、通商政策でトランプ大統領が賦課した追加関税の撤廃が期待されるため、ネガティブではあるものの、米経済への影響は限定的に留まることが期待される。

一方、サンダース氏が勝利する場合には国民皆保険や大企業・金融機関、富裕層に対する大幅な増税を掲げるとみられ、政策実現の可能性は低いとみられるものの、政策の予見可能性の低下から米資本市場が不安定化するなど、米経済には大きなネガティブ要因となろう。

2. 実体経済の動向

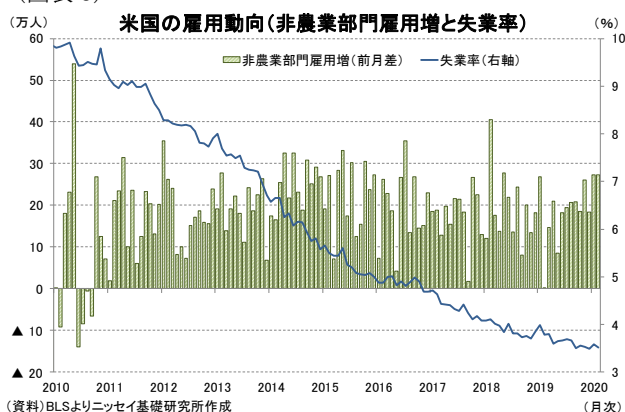
(労働市場、個人消費) 足元で雇用増加は堅調、新型コロナウイルスの影響を見極め

非農業部門雇用者数（対前月増減）は、10年10月から20年2月まで統計開始以来最長となる113ヵ月連続で増加している（図表8）。また、20年初からの雇用増加ペースは、月間平均27.3万人増と19年の17.8万人増から加速している。さらに、失業率は3.5%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。

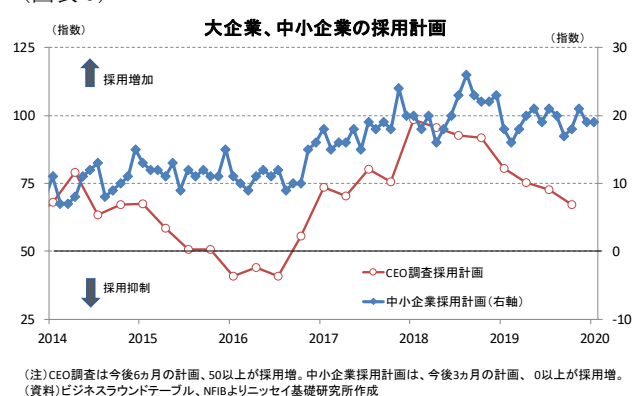
もっとも、2月の雇用統計では新型コロナウイルスの感染拡大に伴う影響は反映されていないと考えられており、労働市場への影響がどの程度あるかは来月以降の統計で確認する必要がある。

新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、企業業績の下方修正が続いていることから、企業の採用計画も下方修正される可能性が高い。現状では大企業、中小企業ともに依然として企業の採用意欲は強いものの、18年後半以降は大企業を中心にピークアウトもみられており（図表9）、今後、労働市場にどの程度影響がでるのか注目される。

（図表8）



（図表9）

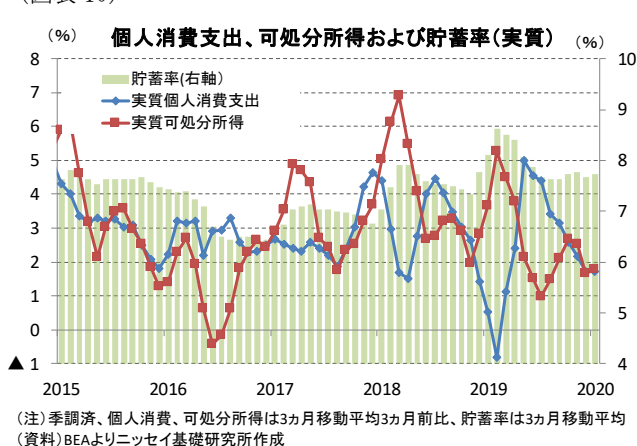


一方、GDPにおける個人消費の伸びは前期から鈍化したものの、労働市場の回復持続、高水準の消費者信頼感など、個人消費を取り巻く環境は引き続き良好である。

また、貯蓄率は20年1月が7.9%と、19年初の8%台半ばからは低下しているものの、高い水準を維持しており、所得対比で消費余力を残す状況となっている（図表10）。

このため、20年も個人消費主導の景気回復は持続が見込まれる。もっとも、新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、旅行や観光関連の支出が減少しているとみられるほか、株式市場が不安定になっていることから、今後、消費者信頼感の悪化や、感染予防のための外出自粛などの措置が発動される場合には個人消費には下振れ圧力となる。

（図表10）

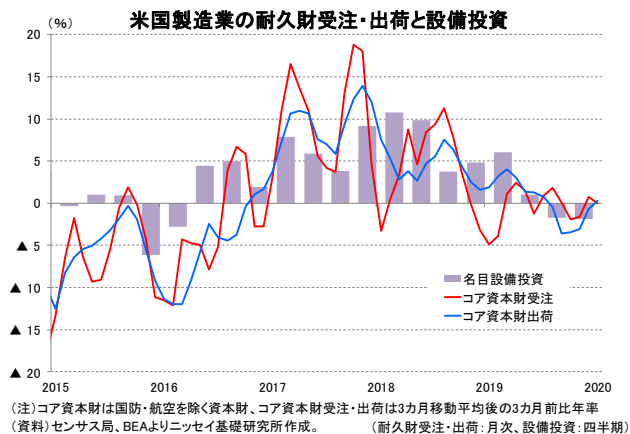


（設備投資）新型コロナウイルスの感染拡大が回復の重石

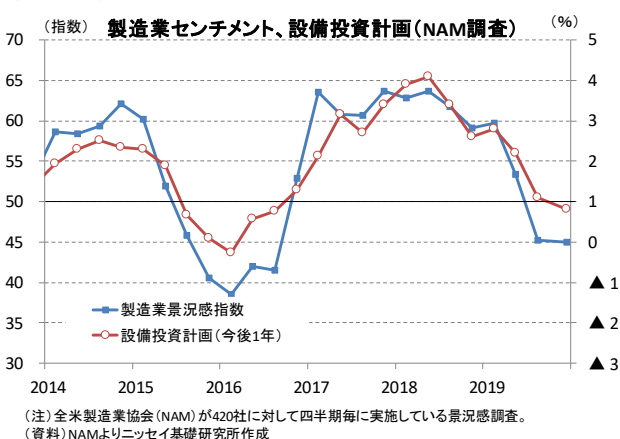
3期連続のマイナス成長となった民間設備投資は、先行指標であるコア資本財受注（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比）が20年1月に横ばい（前月：+0.7%）となっており、依然として回復はもたついている（図表11）。

また、全米製造業協会（NAM）の製造業センチメントも、19年10-12月期が45.0と2期連続で好不況の境となる50を下回ったほか、今後1年間の設備投資計画も前年比+0.8%に留まっており、製造業で設備投資の改善が見込めない状況となっている（図表12）。NAMは、景況感や設備投資計画が不振となっている要因として、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たが、通商政策に関しては、米中貿易摩擦で20年1月に米中政府が「第一段階の合意」を行い、関税競争が緩和される流れとなっていたことから、設備投資の回復が期待されていた。

（図表11）



（図表12）



しかしながら、新型コロナウイルス感染拡大によって中国国内の生産が休止に追い込まれることで、電子機器や自動車産業などのグローバル・サプライチェーンに影響がでており、通商政策の好転にも係わらず、製造業の設備投資回復に水が差される可能性が高い。

さらに、これまで好調を維持してきた非製造業についても、旅行や航空業界、中国市場に依存している企業の売上などにも影響がでていることから、設備投資抑制の動きが広がる可能性があるため、今後の動向が注目される。

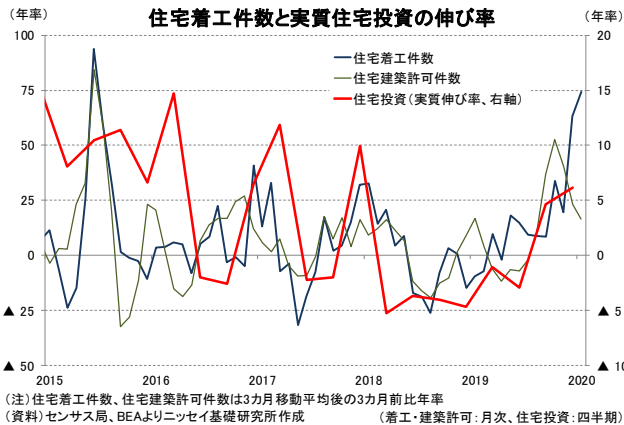
（住宅投資）住宅ローン金利の低下が引き続き追い風に

GDPにおける住宅投資は、民間設備投資とは対照的に2期連続でプラス成長となっている。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、暖冬だった影響もあって、20年1月の着工件数が+74.3%、先行指標の許可件数が+16.6%と大幅な伸びとなっており、20年入り後も好調を維持している（図表13）。

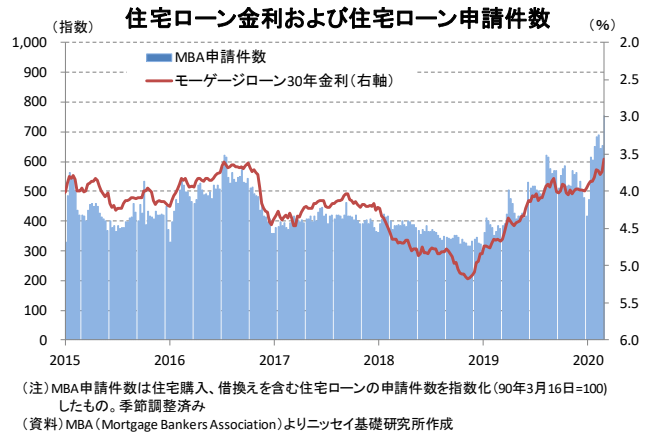
住宅市場が好調な背景としては、住宅ローン金利の低下が挙げられるが、2月下旬以降に米国債金利が史上最低水準を更新する中で、住宅ローン30年金利も3.57%と12年12月以来の水準に低下しており、回復が続く住宅市場には追い風が吹いている。実際に、借り換えも含めた住宅ローンの申請件数は、750台半ばと13年5月以来の水準に増加がみられる（図表14）。

当面、住宅ローン金利が低水準に留まるとみられることから、新型コロナウイルスの影響で雇用不安が高まるほか、建設業者の労働力不足により住宅供給不足が住宅販売に影響しない限り、住宅市場は好調を維持するとみられる。

(図表 13)



(図表 14)



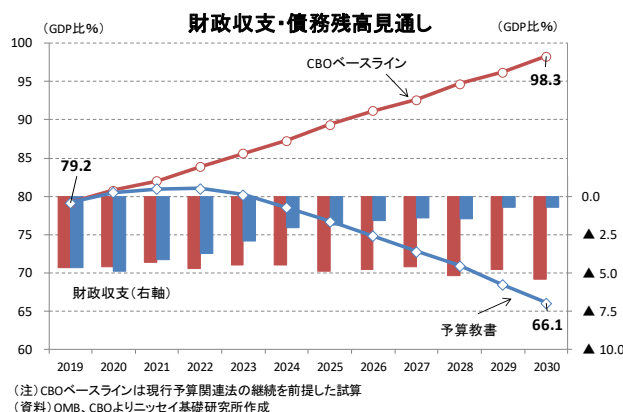
(政府支出、債務残高) 当面は拡張的な財政政策が持続

19年10月からの20年度予算で、米議会は新型コロナウイルス対策として83億ドルの緊急予算を可決した。このうち、78億ドルが裁量的経費、5億ドルが義務的経費に配分される。裁量的経費のうち、34億ドルがワクチンや医薬品を開発・購入するための公衆衛生・社会緊急基金 (the Public Health and Social Service Emergency Fund) などに充当されるほか、22億ドルがCDCを通じて感染予防などのための州政府に対する支援、13億ドルが国務省を通じて新型コロナウイルス対策に取り組む諸外国への支援などに充てられる。緊急予算のうち、裁量的経費の全額が20年度の授權額(1兆4,017億ドル)に追加される。

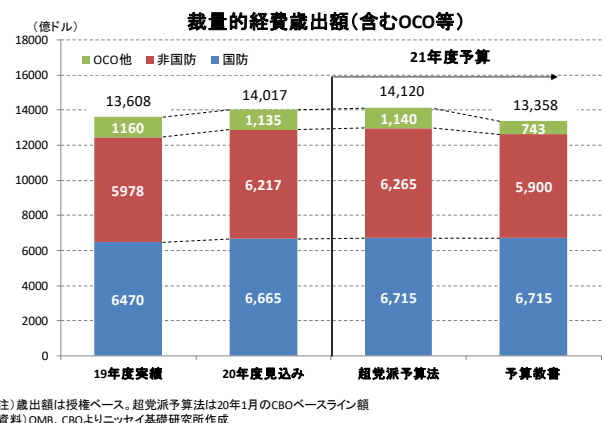
一方、20年10月からの21年度予算編成は、2月にトランプ大統領から議会に対する予算要求(予算教書)されたことを受けて審議が開始された。予算教書では非国防関連の裁量的経費や、社会保障関連支出の削減などにより、21年度の財政赤字を▲9,661億ドル(名目GDP比▲4.1%)と新型コロナウイルス関連の緊急予算を含まないベースでの20年度見込み額の▲1兆834億ドル(同▲4.9%)から削減する方針が示された。また、10年後の30年度も財政赤字は▲2,610億ドル(同▲0.7%)へ、債務残高(GDP比)も19年度の79.2%から30年度には66.1%に減少させるとしている(図表15)。

もともと、21年度の裁量的経費は、2019年超党派予算法によって既に予算の大枠(1兆4,120億ドル)が決まっており、予算教書は非国防関連予算について同法に基づく金額から▲3割程度削減することを要求している(図表16)。このため、野党民主党が反発しており、最終的な予算額は予算教書から乖離する可能性が高い。

(図表 15)



(図表 16)



また、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う経済への影響が顕在化する場合には、州政府への援助金などで緊急予算がさらに増額される可能性があり、当面は拡張的な財政運営がされるとみられる。

一方、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など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。

もっとも、インフラ投資の拡大にせよ、追加減税にせよ財源の問題からあまり大胆な政策は期待できない。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（名目GDP比）を▲4%台後半～5%台前半で推移すると推計しているほか、10年後の債務残高（名目GDP比）が98.3%まで増加するとしている（前掲図表15）。このため、財源手当てなしで拡張的な財政政策を持続することは、誰が大統領に選ばれても困難だろう。

（貿易）今後の通商交渉は対英国、EUが焦点

トランプ大統領は18年以降、関税を多用する保護主義的な通商政策に舵を切ってきた。とくに、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では、20年1月の米中政府による「第一段階の合意」によって昨年12月に予定されていた追加関税の見送りや、9月から15%賦課されていた関税率を半減させるなど、対中関税策が一部緩和されたものの、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、米国の財貿易収支は19年10-12月期の対中貿易赤字が824億ドルと前年同期比▲30.0%の減少となった（図表17）。これは、対中輸出が+3.6%と6期ぶりにプラスに転じた一方、対中輸入が▲23.8%とマイナス幅が拡大したことが大きい。輸入額の減少は関税策が一定程度影響したと考えられる。また、中国以外も含めた貿易赤字も▲2,056億ドルと前年同期比で▲13.0%の減少と2期連続で減少した。

（図表17）

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
2019Q3	4,061	▲1.7	268	▲8.2	6,416	▲1.4	1,229	▲15.2	▲2,355	▲1.0	▲962	▲17.0
2019Q4	4,154	▲1.3	279	3.6	6,211	▲5.5	1,103	▲23.8	▲2,056	▲13.0	▲824	▲30.0

（注）センサスベース、未季調

（資料）センサス局よりニッセイ基礎研究所作成

米中貿易摩擦や日米貿易協定は今後も協定が継続されるものの、いずれも「第一段階」として部分合意しているほか、メキシコ、カナダと協定してきた新NAFTA（USMCA）も議会が批准したことで、これらの該当地域に対する関税競争は一服することが見込まれる。

このため、20年の通商交渉の焦点は英国やEUに移るだろう。もっとも、大統領選挙まで日程が限られ中、足元の新型コロナウイルスの感染拡大によって世界的な物流懸念が広がる中で、これま

でのような関税を多用する通商交渉を持続するのは、世界貿易に与える影響も含めて不透明である。このように考えると、当面はトランプ大統領の通商政策スタンスは軟化するとだろう。

3. 物価・金融政策・長期金利の動向

(物価) 消費者物価(前年比)は新型コロナウイルスの影響で当面下押し圧力が続く

消費者物価の総合指数(前年同月比)は、20年1月が+2.5%と19年10月以降増加基調が持続している(図表18)。これは原油価格が50ドル台前半から20年1月に60ドル超まで上昇するなど、エネルギー価格の物価押し上げによる影響が大きい。

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は1月が+2.3%とこちらは19年10月以降横ばいとなっており、基調としてのインフレ加速はみられない。

一方、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う経済活動に対する影響の懸念から原油需要見通しが下方修正されたこともあって、原油価格は1月の60ドル超の水準から下落に転じた。さらに、3月上旬に行われた石油輸出国機構(OPEC)とロシアなどの非加盟国で行われた減産交渉が決裂したほか、サウジアラビアが増産方針を打ち出したことから、原油価格は3月9日には30ドル台前半まで急落している。

このため、総合指数はエネルギー価格の下落から当面物価下押し圧力が高まろう。また、コア指数も新型コロナウイルスの影響で雇用環境が悪化する場合には、インフレ圧力が後退する可能性がある。

当研究所は、非常に不透明なものの、原油価格の想定を20年末に44ドル、21年末に46ドルとしており、その前提の下で消費者物価は20年が+1.9%、21年が+2.3%と予想する。なお、物価見通しに対するリスクは下振れである。

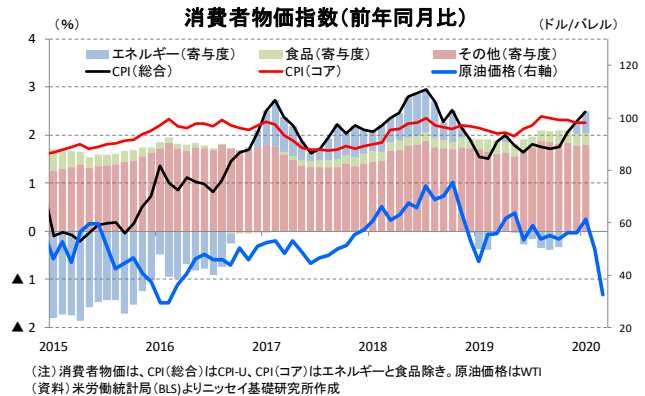
(金融政策) 3月、4月会合で追加緩和後、12月以降は緩やかな政策金利引き上げへ転換を予想

F RB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後、20年1月のF OMC会合まで当面政策金利を据え置く方針を示していた。しかしながら、前述のように3月3日に行われた臨時のF OMC会合で、政策金利を▲0.50%引き下げ、1.0-1.25%とすることを決定した。

臨時会合後に行われたパウエル議長の記者会見では、新型コロナウイルスの感染拡大に対して、金融政策ができる役割として緩和的な金融環境を支えることで、消費者や企業の信頼感を高めるとしたほか、引き続き経済を支えるために手段を用いて適切に行動するとしており、資本市場が安定しない場合に追加緩和を辞さない姿勢を明確にしている。

当研究所は当面の金融政策が新型コロナウイルスの米国内での感染状況や、資本市場の動向に左右されるものの、足元の資本市場の不安定な動きから3月17~18日に予定されている定例会合に加え、4月の会合でも追加緩和を実施すると予想する。現時点では政策金利の引き下げ幅をそれぞれ▲0.25%と予想しているものの、資本市場の動向次第では▲0.5%に拡大する可能性があるだろう。

(図表18)



また、20年7-9月期には新型コロナウイルスの感染拡大は終息に向かい、米経済への影響も限定的との前提の下で、4月以降は政策金利を据え置き、大統領選挙が終了した後の20年12月の会合で新型コロナウイルス対応で大幅に緩和した金融政策の緩和解除に転換すると予想する。その後は、21年にかけて2.0%まで緩やかな政策金利の引き上げを継続しよう（後掲図表20）。

もっとも、当研究所の予想通りに12月以降に政策金利を引き上げたとしても、金融政策は引き続き、景気刺激的なスタンスを維持するとみられる。金融政策は、景気を刺激も抑制もしない金利水準である自然利子率より、物価を加味した政策金利（実質FF金利）が低い場合に景気刺激的となる。足元で自然利子率と実質FF金利の乖離幅は1.2%ポイント程度となっており、金融政策は景気刺激的である（図表19）。今後▲0.5%の追加利下げを行う場合に、乖離幅は1.7%ポイントに拡大することが見込まれる。このため、仮に21年末まで1.25%ポイント政策金利を引き上げても、実質FF金利は自然利子率を下回ることが想定され、金融政策は引き続き景気刺激的な状況が続こう。

一方、現時点で新型コロナウイルスの感染拡大や米資本市場・実体経済への影響を予想するのは非常に困難である。今後の動向次第で柔軟に見直しを修正したい。

（長期金利）足元の金利低下は行き過ぎ、20年末1.6%、21年末2.4%への上昇を予想

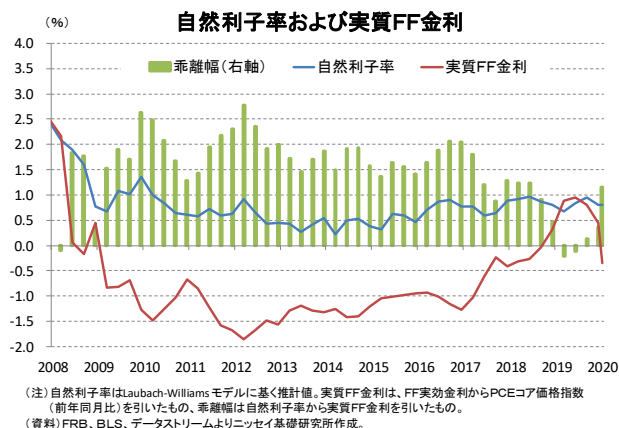
長期金利（10年国債金利）は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う米経済への影響への懸念などから、3月6日に一時史上最低水準となる0.6%台半ばに急落した（前掲図表3）。

資本市場が不安定な中で、米国内の新型コロナウイルス感染者数は足元で増加が続いていることから、当面金利は上がり難いとみられる。

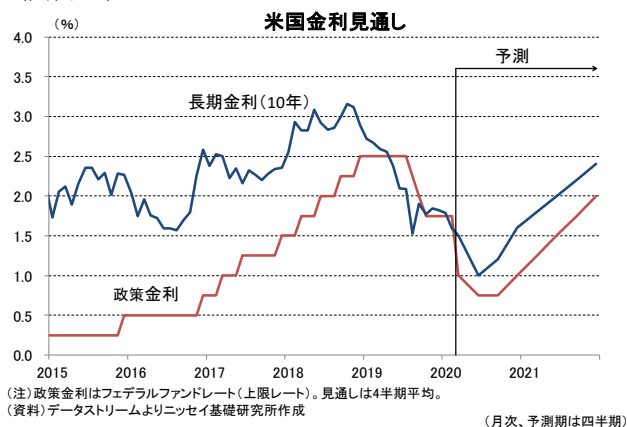
もっとも、足元の急激な金利低下は行き過ぎだろう。当研究所は、新型コロナウイルスの感染拡大に歯止めかかるタイミングで行き過ぎた金利低下が修正され、反発に転じると予想する。その後は、政策金利が据え置かれるほか、12月に金融緩和の解除に転換することもあって、長期金利は20年末に1.6%、21年には政策金利の引き上げが続くことから、年末に2.4%まで上昇すると予想する（図表20）。

もっとも、金融政策同様に長期金利の見直しに対する不透明感は強く、新型コロナウイルスの感染長期化に伴い、長期金利が見直しより下振れする可能性も現時点で高いと言わざるを得ない。

（図表19）



（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障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。