

U.S. Trends

発表日: 2019年11月27日(水)

米国経済・金利見通し(2019、2020、2021年)

～米国景気は貿易戦争や世界経済減速でも政策対応で拡大持続～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 桂畑 誠治(Tel:03-5221-5001)

ポイント

○19年1—9月期の実質GDPは、四半期平均で前期比年率+2.4%と堅調さを維持した。世界景気の減速、米中貿易戦争による不透明感の高まりによって設備投資、輸出が低迷した一方で、個人消費が堅調さを維持したほか、政府支出も高い伸びとなった。

○19年10—12月期の実質GDP成長率は、良好な雇用所得環境の持続、FRBによる金融緩和などの政策効果によって、個人消費が堅調さを維持する一方、世界経済の減速、米中貿易戦争のエスカレート、ドル高等を背景に、輸出、製造業、企業の設備投資が抑制され、前期比年率+1%台に減速すると予想される。

○米中貿易協議は、第1段階での部分合意の可能性はあるものの、中国の構造改革を含む包括的な合意は困難である。仮に、第1段階で合意されても、より構造改革に踏み込む第2、3段階について短期間での進展は期待できないため、再び関税が引き上げられる可能性がある。ただし、関税が引き上げられても、FRBによる金融緩和措置によって、金融市場が支えられ景気拡大が維持されよう。中国も金融・財政によって景気を支えると見られ、米中の経済成長への影響は限定的なものにとどまる見込み。

○景気への悪影響を考慮し、追加の関税引き上げは20年の米大統領選挙後になると想定するが、これまで賦課された関税の大部分が20年も維持されるとみられる。貿易摩擦や米大統領選挙などの先行き不透明要因を背景とした成長率押し下げ圧力を受け続けるものの、雇用・所得・保有資産残高の増加等による個人消費の拡大、金融環境の大幅な緩和、世界景気の持ち直し等を背景に、均して潜在成長率(+1.8%)程度の成長は維持されよう。年間では、19年前年比+2.3%、20年同+1.9%、21年同+1.8%成長と予想する。

(図表) 米国経済見通し (前年比、%)

暦年	名目GDP	実質GDP									S & P 500 (年平均)	10年国債 利回り (年平均)	WT I (ドル) (年平均)	
		内需	個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需	輸出	輸入	政府支出				
2012	4.2	2.2	(2.2)	1.5	9.5	13.0	(0.2)	(0.1)	3.4	2.7	▲2.1	1378.7	1.79	94.2
2013	3.6	1.8	(1.7)	1.5	4.1	12.4	(0.2)	(0.2)	3.6	1.5	▲2.4	1641.7	2.33	98.0
2014	4.4	2.5	(2.8)	3.0	7.2	3.8	(▲0.1)	(▲0.3)	4.2	5.0	▲0.9	1930.7	2.53	93.0
2015	4.0	2.9	(3.8)	3.7	1.8	10.2	(0.3)	(▲0.9)	0.5	5.3	1.9	2061.1	2.13	48.8
2016	2.7	1.6	(2.0)	2.7	0.7	6.5	(▲0.6)	(▲0.4)	▲0.0	2.0	1.8	2093.7	1.84	43.4
2017	4.3	2.4	(2.7)	2.6	4.4	3.5	(0.0)	(▲0.4)	3.5	4.7	0.7	2448.1	2.33	50.9
2018	5.4	2.9	(3.3)	3.0	6.4	▲1.5	(0.1)	(▲0.4)	3.0	4.4	1.7	2744.1	2.91	64.8
↓														
2019	4.1	2.3	(2.6)	2.6	2.0	▲1.7	(0.2)	(▲0.3)	▲0.0	1.6	2.3	2892.6	2.14	57.1
2020	3.6	1.9	(1.9)	2.4	0.4	2.5	(▲0.1)	(▲0.0)	1.5	1.3	1.4	3091.8	1.81	54.8
2021	3.1	1.8	(1.9)	1.9	3.5	1.4	(▲0.2)	(▲0.1)	2.0	2.1	0.9	3125.2	1.57	53.4

予測 (出所) 米商務省、予測は当社
(注) 図中カッコ内は寄与度。

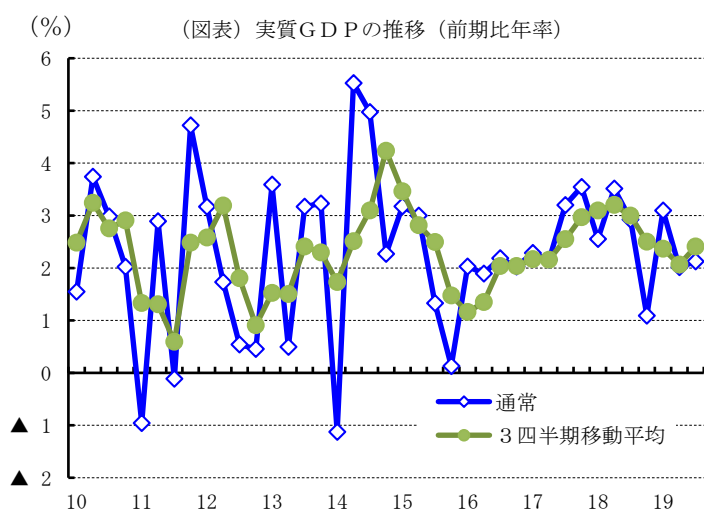
19年の米国では、トランプ大統領の弾劾調査の開始など政治の混乱が一段と激しくなり、政策の停滞などを通じて景気に悪影響を及ぼしている。年初には、壁建設を巡るトランプ政権・共和党と民主党の対立で、18年10月から始まった19会計年度の予算の一部が策定できず、18年12月22日に政府機関の一部が閉鎖され、2月15日までの暫定予算の策定で大統領・共和党と民主党が合意した19年1月25日まで続き、閉鎖期間が35日間と過去最悪となった。政府機関閉鎖によって、契約や給与などの支払いが先送りされたため、雇用・所得、企業活動に悪影響を与えた。また、債務上限の停止措置が19年3月1日に終わったことで、財政赤字の拡大に繋がる国債発行ができなくなった。米政府は支出を先送りするなど対応措置に迫られ、これらの措置は与野党が財政合意した7月まで続いた。

米中貿易戦争は、19年5月以降にエスカレートした。米中貿易協議開始の合意を受け18年12月に予定していた中国からの輸入品に対する関税賦課の対象拡大を先送りしていたが、5月初に米中の交渉が決裂し、米国は中国からの2,000億ドルの輸入製品に対する関税を10%から25%に引き上げることを決定した。6月15日以降に、米国に到着する輸入製品に25%の関税が上乗せされた。その後、米中の貿易交渉が停滞していたことを受け、米国は9月1日に中国への制裁関税第4弾として、1,120億ドル程度の輸入製品に15%上乗せした。これに対して中国は同時刻に対抗措置として米国からの輸入品750億ドルのうち33%、1717品目に5%、10%の追加関税を賦課した。

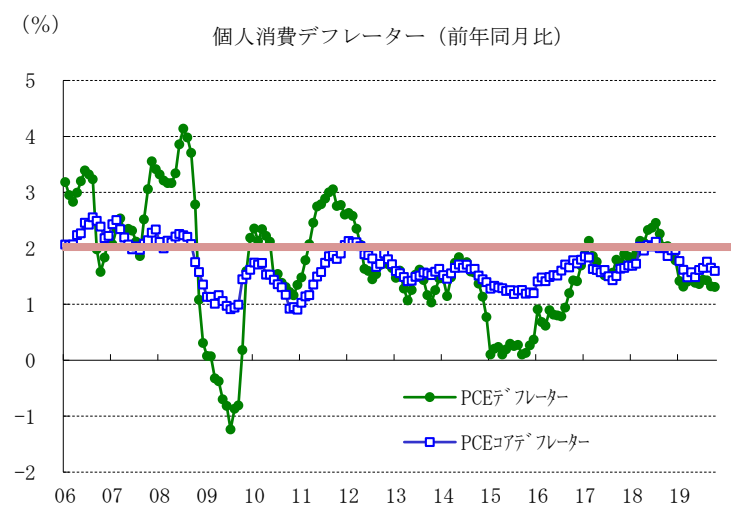
もっとも、経済への影響をみると、これまでの関税引き上げ合戦によって米中間の貿易量は減少しているものの、元安ドル高、輸出入先の変更などサプライチェーンの見直しを背景に、インフレ率は抑制されており、消費など米国内需要に与える影響は限られている。ただし、これらの動きは、米中両国よりも、EU、アジア諸国の成長を鈍化させたことから、米国の輸出減少に繋がった。

さらに、19年も異常気象が頻繁に起きている。暴風雪、竜巻被害、巨大ハリケーンの襲来、短時間の大雨による洪水被害、森林火災などが頻繁に起きるようになっており、経済活動を抑制している。

以上のような政府機関の閉鎖、関税賦課、不確実性の高まり、悪天候など経済成長を抑制する要因が多数あったものの、良好な雇用・所得環境の持続のほか、FRBの金融緩和による株高、金利低下などに支えられ、19年1-9月期の実質GDP成長率は平均で前期比年率+2.4%と潜在成長率(+1.8%)を上回る堅調な成長となった。



(出所) 米商務省



(出所) 米商務省

米中による関税賦課の実績と最新予定

	発動日	米国			中国		
		対象金額	関税賦課率	品目数	対象金額	関税賦課率	品目数
第1弾	2018年7月6日	340億 ^{ドル}	25%	818	340億 ^{ドル}	25%	545
第2弾	2018年8月23日	160億 ^{ドル}	25%	279	160億 ^{ドル}	25%	333
第3弾	2018年9月24日	2,000億 ^{ドル}	10%	5745	600億 ^{ドル}	5、10%	5207
第3.5弾	2019年5月10日 (6月15日以降の米国到着分から適用されるため、中国は6月1日から関税引き上げ)	上記2,000億 ^{ドル}	10%を25%に引き上げ	上記5745	600億 ^{ドル} (6月1日から実施)	25%	2493
						20%	1078
						10%	974
						5%	595
第4弾(A)	2019年9月1日	1,120億 ^{ドル} 程度	15%	3243	750億 ^{ドル}	最大5-10%	1717
第4弾(B)	2019年12月15日	1,600億 ^{ドル} 程度	15%	555			3361

(出所)第一生命経済研究所作成、(注)緑色の部分は予定

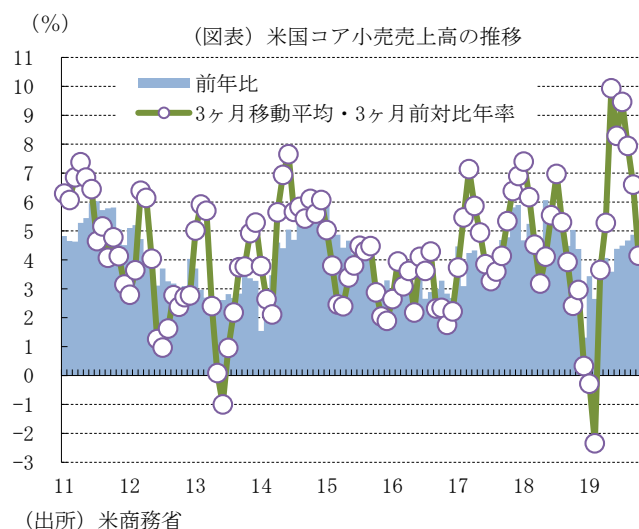
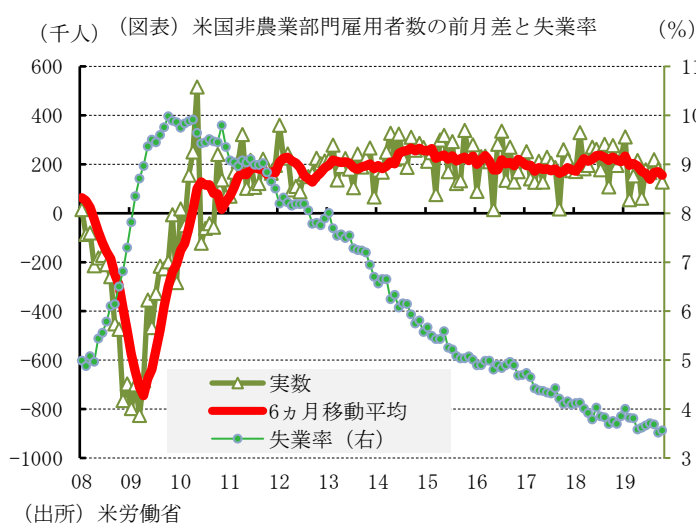
10-12月期に入っても、労働市場は良好さを維持している。3ヵ月移動平均(8、9、10月)で非農業部門は前月差+176千人(前月同+188千人)と減速したものの、8、9月の上方改定や民間部門の同+154千人(前月同+151千人)への加速により、高い伸びとなった。より一時的な変動の影響を排除できる6ヵ月移動平均の非農業部門(19年5-10月)は前月差+156千人(前月同+170千人)と小幅鈍化した。雇用の増加基調は、トランプ政権の強硬な通商政策や中国の自国企業の保護政策に伴う終わりのみえない貿易戦争、世界景気の減速、ドル高等の影響により鈍化しているものの、国内需要の拡大を背景に巡航速度(前月差+10万人程度)を上回っており、堅調さを維持している。

また、FRBの金融緩和策により株価が堅調さを維持し、金利は水準を切り下げた。このため、消費者マインドは高い水準で安定しており、10月にかけて小売売上高が比較的堅調に推移するなど個人消費は堅調さを保っている。さらに、住宅部門は、19年前半に悪天候や金利上昇等で減少していたが、金利の低下によって持ち直しの動きを続けている。一方、米輸出は世界経済の成長鈍化を背景に減少している。また、米中貿易戦争やEU離脱などでの先行き不透明感の高まりによって企業は在庫の積み増しに慎重な姿勢を続けており、生産活動は停滞している。

米中貿易協定では、中国の建国70周年記念日となる10月1日の米国による関税賦課を回避するために、中国は米国と貿易協定を再開した。米国は、関税賦課の予定を10月1日から15日に先送りしたうえで、米中閣僚級会議が開催された。米中両国は、段階的に貿易協定を締結することで一致し、10月11日に第1段階での合意に達したと発表された。また、中国側が米農産物の購入を拡大したことを受け、10月15日に米国が第1、2、3弾の関税賦課の対象である2,500億ドルの輸入製品に対する関税を25%から30%に引き上げを見送った。

現時点で、米中は正式に第1段階で合意していない。交渉は長引き、米中両国が要求を強めているため、年内の合意も難しい状況になっている。第1段階で合意できれば、あるいは合意に向けて前向きな交渉が続いていれば、12月15日の中国からの新たな輸入製品に対する15%の関税賦課を先送りするとみられる。

FRBの金融緩和効果によって、個人消費や住宅投資が支えられているものの、前述のような不確実性の高まり、世界経済の減速が続くなかで、10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.5%程度に減速すると予想される。



20年にかけて米国経済は、貿易摩擦の継続など経済見通しに影響を及ぼす不確実性の高まりによる成長率押し下げ圧力を受けながらも、FRBによる金融緩和や財政支出の拡大等に支えられる形で、基本的に潜在成長率程度の成長が持続する公算が大きい。

米中貿易交渉では、第1段階での合意後に始まる第2段階の交渉に時間がかかっても、中国が米農産物の購入拡大を続けていれば、米国側も20年の大統領選挙を控えて、関税引き上げを11月の選挙までは、見送るとみている。トランプ大統領が再選されれば、対中強硬姿勢を強め、早期の構造改革を含む包括的合意を目指すとみられ、これまでに賦課した関税を徐々に引き上げる可能性が高い。

対中貿易赤字の削減に一時的に繋がる部分合意の場合でも、構造改革などは継続協議になるとみられ、18年から賦課している関税が撤廃される可能性は小さいだろう。また、安全保障等を理由とした中国企業への規制強化なども続くだろう。

一方、中国は断続的な金融緩和・財政支援を行っており、著しい景気減速は回避されるものの、米中対立による貿易戦争の影響の残存、国内の不良債権問題などがあり、経済成長は鈍化傾向を辿ろう。また、世界景気は、FRBの3回の利下げを受け多くの国で19年に利下げが実施されているほか、20年もFRBの緩和スタンス継続を受け多くの国が金融緩和策を維持すること、ITなどでの循環的な調整が終了すること等を背景に底打ちするとみられるが、けん引役が不在のため持ち直しの勢いは弱いと見込まれる。

FRBは不確実性の高まるなかで、景気拡大や力強い労働市場、対称的な2%目標近くのインフレの維持のために、7、9、10月と3回連続で25bpの利下げを実施した。FRBは、この3回の利下げの効果が遅れてでてくることで、景気が支えられ、インフレ率はFRBの目標である2%に向けて上昇すると予想しており、この見通しが大きく変化しなければ、20年は様子見を続ける方針である。

財政面では、共和党と民主党が20、21会計年度の歳出上限の3,200億ドル上積みで合意したものの、本予算の成立は遅れ、20会計年度で2回の暫定予算が策定されている。11月21日までの暫定予算の後、12月20日までの暫定予算が策定された。大枠で合意していることから、20年の大統領選挙を前に予算の策定ができずに政府機関が閉鎖されるといった混乱が起きる可能性は小さく、年内にも合意された歳出上限額で予算が策定されよう。21会計年度も同様の理由で対立は抑えられ、景気にマイナスの影響を及ぼすことは回避される見込み。なお、中東などで地政学リスクが高まれば、追加の国防支出の増加など

に繋がり、戦争にならなければ景気を支える要因になろう。

以上を勘案すると、20年も貿易摩擦など経済見通しに影響を及ぼすような不確実性の残存による成長率押し下げ圧力を受けながらも、雇用・所得・保有資産残高の増加等による個人消費の拡大、政策期待による金融環境の大幅な緩和、世界景気の持ち直し等を背景に、均して潜在成長率（+1.8%）程度の成長は維持されると見込まれる。年間の実質GDP成長率は、19年前年比+2.3%、20年同+1.9%、21年同+1.8%と緩やかな成長が維持されると予想する。

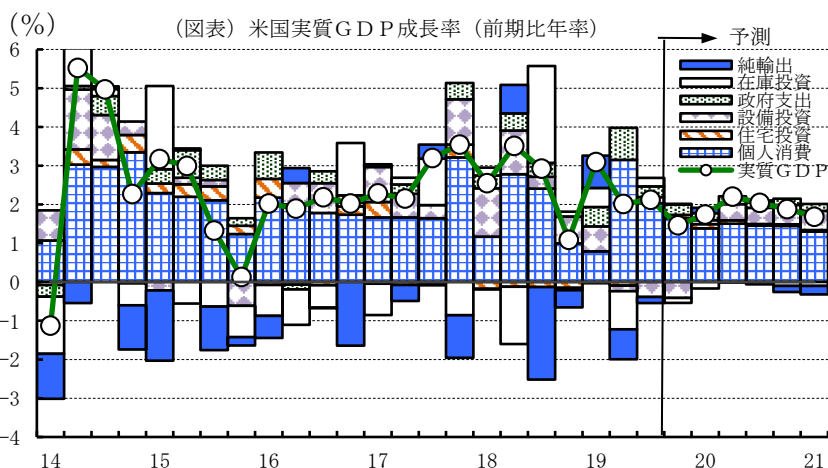
米国GDP予測表

	2018年 (実績)	2019年 (予測)	2020年 (予測)	2021年 (予測)	(季節調整済み、%、10億ドル)											
					2019年				2020年				2021年			
					1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	2.9	2.3	1.9	1.8	3.1	2.0	2.1	1.5	1.7	2.2	2.0	1.9	1.7	1.7	1.5	1.6
個人消費	3.0	2.6	2.4	1.9	1.1	4.6	2.9	2.4	2.0	2.2	2.1	2.1	1.9	1.8	1.8	1.8
住宅投資	▲1.5	▲1.7	2.5	1.4	▲1.0	▲3.0	5.1	2.7	3.4	2.7	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
設備投資	6.4	2.0	0.4	3.5	4.4	▲1.0	▲2.7	▲2.9	0.7	3.0	2.9	3.5	3.5	3.5	3.9	4.0
在庫投資	48.1	84.7	63.0	32.8	116.0	69.4	79.8	73.8	65.8	65.8	62.8	57.8	52.8	38.8	24.8	14.8
政府支出	0.1	0.2	▲0.1	▲0.2	0.5	▲1.0	0.2	▲0.1	▲0.2	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.3	▲0.3	▲0.2
純輸出	1.7	2.3	1.4	0.9	2.9	4.8	1.6	1.5	1.1	1.2	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0	0.3
輸出	▲920.0	▲975.1	▲981.8	▲1,006.0	▲944.0	▲980.7	▲988.3	▲987.3	▲980.9	▲981.3	▲978.8	▲986.4	▲997.1	▲997.6	▲1,011.2	▲1,018.1
輸入	▲0.4	▲0.3	▲0.0	▲0.1	0.8	▲0.8	▲0.2	0.0	0.1	▲0.0	0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.0	▲0.3	▲0.1
実質国内需要	3.2	2.5	1.8	1.8	2.1	2.7	2.2	1.4	1.5	2.1	1.9	1.9	1.8	1.6	1.7	1.7
実質最終需要	2.8	2.1	2.0	1.9	2.6	3.0	1.9	1.6	1.9	2.2	2.1	2.0	1.8	2.0	1.8	1.8
実質国内最終需要	3.1	2.3	1.9	2.0	1.7	3.7	2.0	1.5	1.7	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	2.0	1.9
名目GDP	5.4	4.1	3.6	3.1	3.9	4.7	3.8	3.3	3.5	3.5	3.3	3.2	3.1	3.1	2.9	3.0
GDPデフレーター	2.4	1.8	1.7	1.4	1.1	2.4	1.7	3.0	1.8	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
SP500 (平均)	2,744.1	2,892.6	3,091.8	3,125.2	2,717.7	2,881.8	2,958.0	3,013.1	3,071.1	3,092.7	3,108.4	3,094.9	3,106.0	3,124.8	3,148.5	3,121.6
10年債利回り (%、平均)	2.91	2.14	1.81	1.57	2.65	2.34	1.79	1.79	1.83	1.78	1.80	1.84	1.67	1.57	1.57	1.47
WTI (円、平均)	64.8	57.1	54.8	53.4	54.7	60.0	56.4	57.2	55.2	55.9	54.8	53.1	52.2	52.2	53.6	55.6

(注1) 在庫増減、純輸出の欄の上段数字

(注2) その他の項目の上段数字は前期比年率、下段は前年同期比。

(出所) 当社予測



(出所) 米商務省、予測は当社。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

