

《2019～20年米国経済見通し》

2019年7月3日
No.2019-004

戦後最長の拡大局面に入る米国経済

～ 最大のリスク要因は貿易戦争の激化 ～

調査部 マクロ経済研究センター

《要 点》

- ◆米国では、個人消費をけん引役とする景気拡大が続いているものの、設備投資など企業活動に弱さ。成長ペースは2018年央をピークに減速傾向。
- ◆米中貿易協議の行方が見通せないなか、今後も貿易戦争の激化による景気下振れリスクを抱えた状況が続く見込み。ただし、2020年の大統領選挙で再選を目指すトランプ大統領は、貿易戦争の激化が景気悪化を招き、有権者の支持率が低下することは避けたいとみられ、対中関税第4弾の発動は回避されるというのがメインシナリオ。
- ◆財政政策が景気下支え役を果たすことは期待薄。既往の拡張的な財政政策による効果は2020年にかけて剥落するとみられるほか、財政収支の悪化と議会のねじれの下で、追加の大規模な財政支出の実現も見込み薄。
- ◆一方、FRBが年内に小幅利下げに動くことで、株高地合いが続くとみられ、資産効果が個人消費を下支え。加えて、住宅ローン金利の低下が家計の住宅取得能力の持ち直しに寄与することで、住宅投資も緩やかな回復に向かう公算大。
- ◆以上を踏まえ、先行きを展望すると、財政面からの景気押し上げ効果は2020年にかけて剥落するものの、貿易摩擦による悪影響は限定的にとどまり、FRBの利下げが景気を下支えする見込み。こうしたなかで、2%前後とみられる潜在成長ペースは維持され、戦後最長の景気拡大局面がしばらく続く見通し。
- ◆リスクシナリオとしては、再選に焦りを感じたトランプ大統領が、性急な成果を求めて貿易戦争を激化させ、景気が失速する事態を想定。米国では、企業債務が積み上がるなか、貿易摩擦の激化などに伴い、景気・企業収益が大きく下振れすれば、債務問題が噴出し、景気悪化が増幅されるリスクも。

< 目 次 >

1. 景気の現状：消費をけん引役に景気拡大が持続も、企業活動に弱さ・・・ 1
2. 通商・財政・金融政策の行方とその影響・・・ 2
 - (1) 対中関税第3弾の関税引き上げまでの悪影響は限定的
 - (2) 財政政策による景気下支えは期待薄
 - (3) F R Bが小幅利下げを通じて景気を下支えへ
3. 景気の見通し：内需主導で潜在成長ペースは維持・・・ 5
4. リスクシナリオ・・・ 6
 - (1) 貿易戦争が激化し、景気失速
 - (2) 債務問題が噴出し、景気悪化が増幅されるリスクも

本件に関するご照会は、以下宛にお願いいたします。

井上 肇、井上 恵理菜

(Tel : 03-6833-0920 Mail : inoue.hajime@jri.co.jp)

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

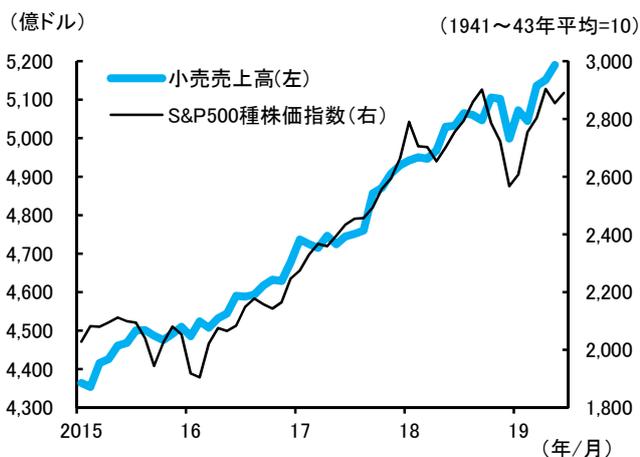
<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来るとされる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

景気の現状 消費をけん引役に景気拡大が持続も、企業活動に弱さ

- (1) 米国では、個人消費をけん引役とする景気拡大が持続。小売売上高は、2018年末から本年入り後にかけて、政府機関の一部閉鎖や株価下落、悪天候などの影響で落ち込んだものの、良好な雇用・所得環境が続くなかで、株価の持ち直しも追い風に、増勢を回復（図表1-1）。
- (2) 住宅市場にも明るい兆し。住宅着工や販売をみると、価格高騰やF R Bの利上げによる金利上昇を受けて、18年中は減少傾向が続いていたものの、本年入り後、F R Bが利上げを休止し、金利が低下するなかで、減少に歯止めがかかりつつある状況（図表1-2）。
- (3) 一方、企業活動には弱さ。海外経済の減速や貿易摩擦の激化などを受けて、18年半ば以降、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷が減速しているほか、先行指標であるコア資本財受注には頭打ち感（図表1-3）。
- (4) こうしたなかで、成長ペースは2018年央をピークに減速傾向（図表1-4）。海外経済の減速や貿易摩擦が景気の重石になっていることに加え、既往の拡張的な財政政策の効果が減衰していることも影響。
- (5) 先行きを展望すると、今月で戦後最長になったとみられる現在の景気拡大局面の持続性は、不透明感が強いトランプ政権・議会の政策運営と、貿易摩擦の激化などによる景気下振れリスクに対応していかなければならないF R Bの金融政策運営に大きく左右される公算大。以下では、通商・財政・金融政策の行方とその影響について考察したうえで、景気の先行きを展望。

(図表1-1)米国の小売売上高と株価



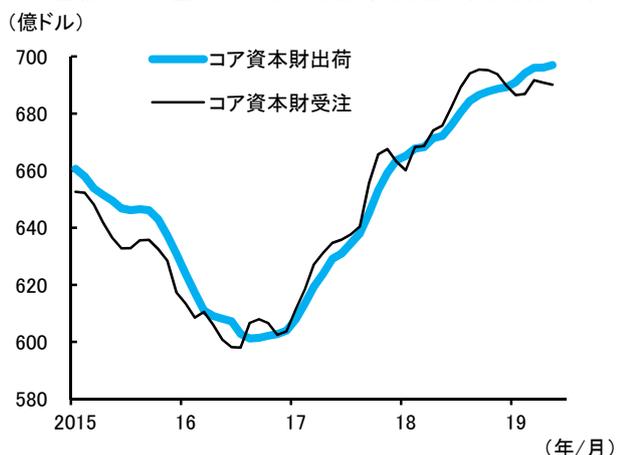
(資料)U.S. Census Bureau、Bloomberg L.P.

(図表1-2)米国の住宅着工と販売(3ヵ月移動平均)



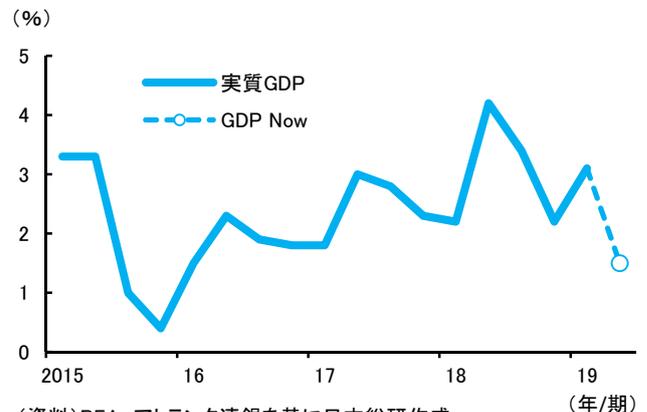
(資料)U.S. Census Bureau、NARを基に日本総研作成

(図表1-3)米国のコア資本財出荷・受注(3ヵ月移動平均)



(資料)U.S. Census Bureauを基に日本総研作成

(図表1-4)米国の実質GDP成長率(前期比年率)



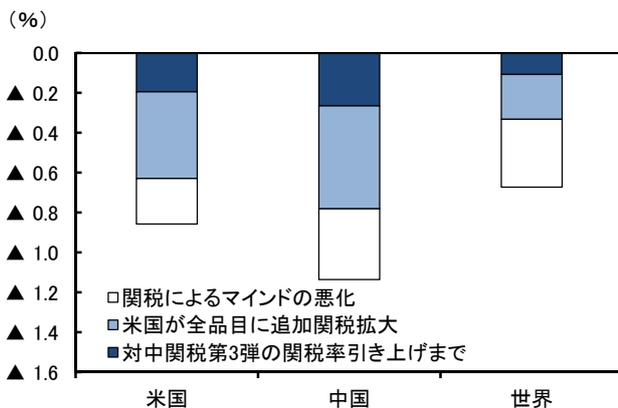
(資料)BEA、アトランタ連銀を基に日本総研作成

(注)GDP Nowはアトランタ連銀が公表しているGDPの予測値。7月1日時点。

通商政策 対中関税第3弾の関税引き上げまでの悪影響は限定的

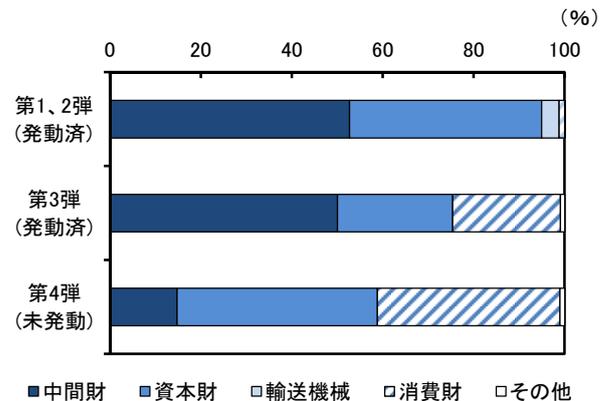
- (1) 6月29日に開催された米中首脳会談では、両国が貿易協議を再開することで合意し、米国は中国からの残りの輸入品3,000億ドル相当を対象とする制裁関税第4弾の発動を当面見送り。トランプ大統領は中国通信機器最大手に対する制裁を緩和する意向も表明。
- (2) 米中両国が「一時休戦」で合意したことで、貿易戦争の激化によって米中及び世界景気が深刻な打撃を受ける事態はひとまず回避。OECDの試算では、対中関税第4弾が追加関税率25%で発動され、関税賦課によるマインドの悪化も生じた場合、米中及び世界景気は大きく下振れするものの、対中関税第3弾の関税率引き上げまでの既往の関税措置による景気への悪影響は限定的(図表2-1)。
- (3) もっとも、主要な争点である中国による知的財産の侵害や産業補助金などを巡る両国の対立の根は深いとみられることから、貿易協議は難航・長期化する公算大。このため、今後も貿易戦争の激化による景気下振れリスクを抱えた状況が続く見込み。
- (4) ただし、少なくとも2020年秋の大統領選挙後までは、対中関税第4弾の発動が回避されるというのがメインシナリオ。再選を目指すトランプ大統領は、貿易戦争の激化が景気悪化を招き、有権者の支持率が低下することは避けたい公算大。対中関税第4弾の対象品目に消費財が多く含まれるため、関税が価格転嫁された場合、とりわけ消費者へのマイナス影響が大きくなるのが懸念(図表2-2)。過去を振り返ってみても、景気・雇用情勢が堅調、ないしは改善している局面では、現職が再選しやすい一方、その逆の局面では、現職が落選しやすい傾向(図表2-3)。

(図表2-1)米中貿易戦争が実質GDPに与える影響



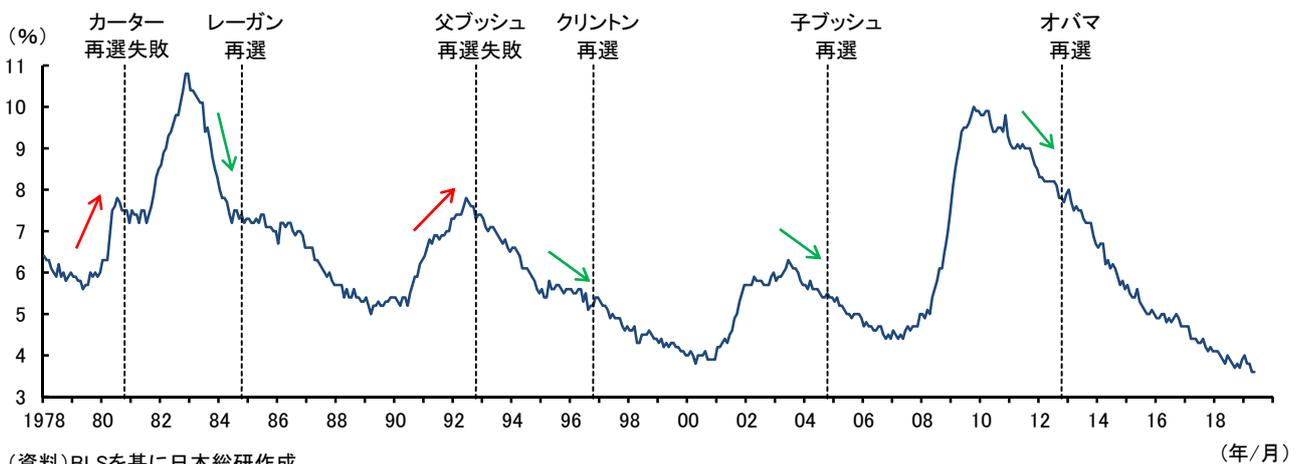
(資料)OECD“Economic Outlook, Volume 2019 Issue 1”を基に日本総研作成

(図表2-2)米国の対中輸入関税に占める財別割合



(資料)Peterson Institute for International Economics “Trump and China Formalize Tariffs on \$260 Billion of Imports and Look Ahead to Next Phase”を基に日本総研作成

(図表2-3)米国の失業率と大統領選挙

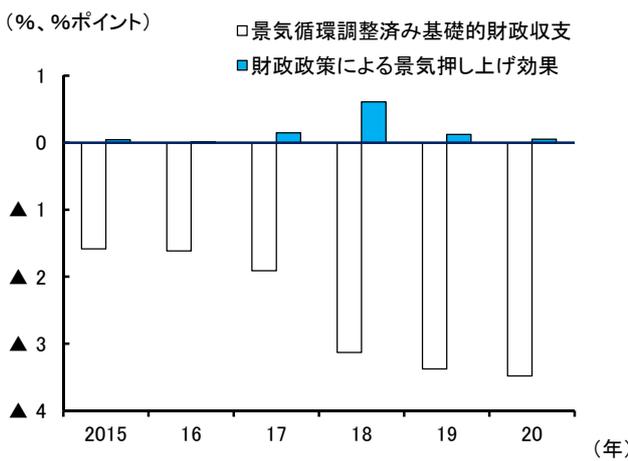


(資料)BLSを基に日本総研作成

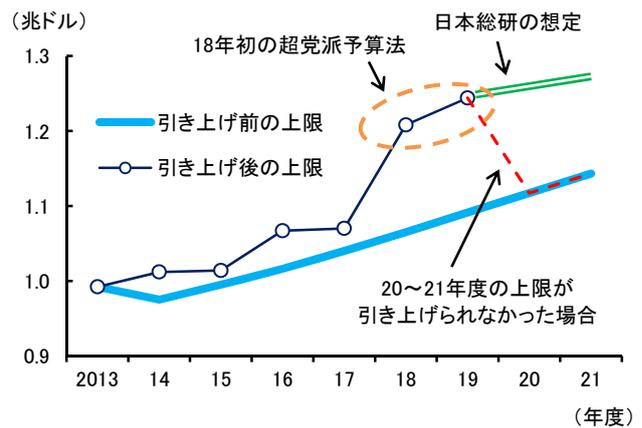
財政政策 財政政策による景気下支えは期待薄

- (1) 財政政策が景気下支え役を果たすことは期待薄。まず、既往の拡張的な財政政策による効果はすでに減衰。2018年は大型減税や財政支出拡大などが景気に対する強い追い風になったものの、19年には景気刺激効果が弱まり、20年には剥落へ（図表3-1）。
- (2) 加えて、今秋にかけて行われる財政協議では、既往の政策による財政収支の悪化と18年秋の中間選挙で生じた議会のねじれの下で、追加の大規模な財政支出の実現は見込み薄。18年初めに成立した超党派予算法では、18～19年度の裁量的支出の上限が大幅に引き上げられたものの、20～21年度の上限は19年度並みの水準となる見込み（図表3-2）。
- (3) さらに、財政資金面では不安材料。適用が停止されていた連邦債務上限が今年3月から復活しており、足許は財務省が特例措置により資金を確保しているものの、今夏の終わりごろには資金が枯渇する恐れ（図表3-3）。債務不履行（デフォルト）に陥れば、金融市場に深刻な影響を与えかねないため、上限適用が再停止される見通し。
- (4) ただし、財政協議が難航し、新しい会計年度を迎える19年10月1日までにつなぎ予算などが成立しなかった場合は、昨年末から今年初めのように政府機関の一部閉鎖が発生し、一時的に景気が下押しされるリスク（図表3-4）。

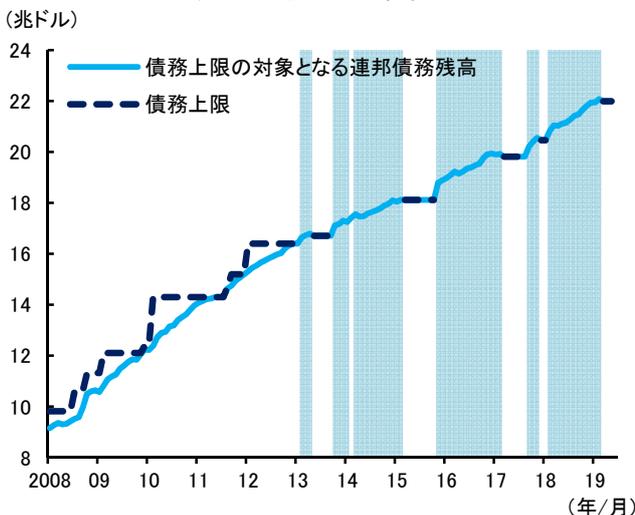
(図表3-1)米国の財政収支と景気押し上げ効果(対GDP比)



(図表3-2)米国連邦政府の裁量的支出上限



(図表3-3)米国の連邦債務上限



(図表3-4)米国の政府機関閉鎖

近年の政府機関閉鎖		
閉鎖期間	日数	大統領
1995年11月13日～1995年11月19日	5	クリントン
1995年12月16日～1996年1月6日	21	クリントン
2013年10月1日～2013年10月16日	16	オバマ
2018年1月20日～2018年1月22日	3	トランプ
2018年2月9日	1	トランプ
2018年12月22日～2019年1月25日	35	トランプ

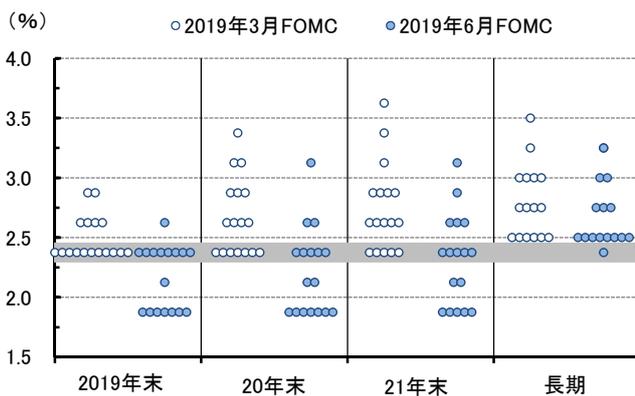
直近の政府機関閉鎖の影響試算(CBO)			
		実質GDP水準への影響(%)	実質GDP成長率への影響(前期比年率、%pt)
2018年	10～12月	▲0.1	▲0.2
	1～3月	▲0.2	▲0.4
2019年	4～6月	0.1	1.0
	7～9月	0.1	▲0.0
	10～12月	0.0	▲0.3

(資料)CRS、CBOを基に日本総研作成

金融政策 FRBが小幅利下げを通じて景気を下支えへ

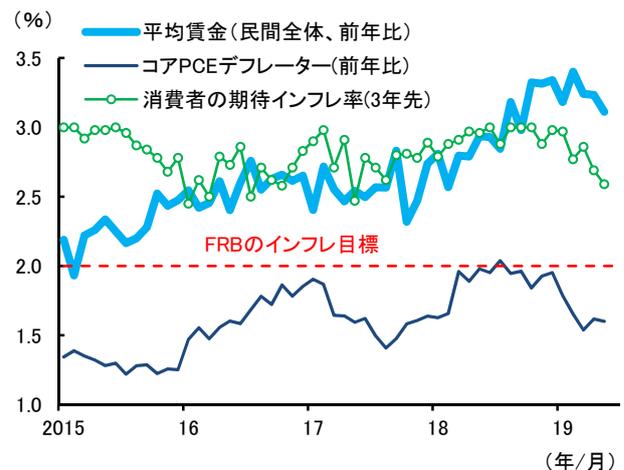
- (1) 財政政策による景気下支えは見込み難いなか、FRBが小幅利下げを通じて景気を下支えへ。6月18～19日のFOMCでは、景気見通しの不確実性の増大などに対処するために、次回7月以降の会合で利下げを実施する可能性を示唆。同時に公表されたFOMC参加者の政策金利見通しは、年内に最大0.5%ポイントの利下げを想定する内容（図表4-1）。
- (2) FRBが利下げ姿勢に転換した背景としては、景気見通しの不確実性の増大に加え、ディスインフレ傾向の定着を招きかねないインフレ期待の下振れに対して危機感を強めていることも指摘可能。労働需給がひっ迫するなか、平均賃金は高めの伸びが続いているものの、薬価引き下げや家賃の伸び悩みなどがインフレ抑制要因となるなかで、コア・インフレの伸びが鈍化し、一部の家計の期待インフレ率指標も低下傾向（図表4-2）。
- (3) 日本総研では、FRBが年内に0.25%ポイントずつ2回の利下げを実施すると予想。もっとも、対中関税第4弾の発動やそれに伴う景気失速が回避されることで、過去のような本格的な利下げ局面とはならず、2020年入り後は再び様子見姿勢に転じる見通し。
- (4) 先行き、貿易摩擦などを巡る不透明感が残るものの、FRBが利下げに動くなかで、株高地合いが続くとみられ、資産効果が個人消費を下支えする見込み（図表4-3）。加えて、住宅ローン金利の低下が家計の住宅取得能力の持ち直しに寄与することで、住宅投資も緩やかな回復に向かう公算大（図表4-4）。

(図表4-1) FOMC参加者の政策金利見通し



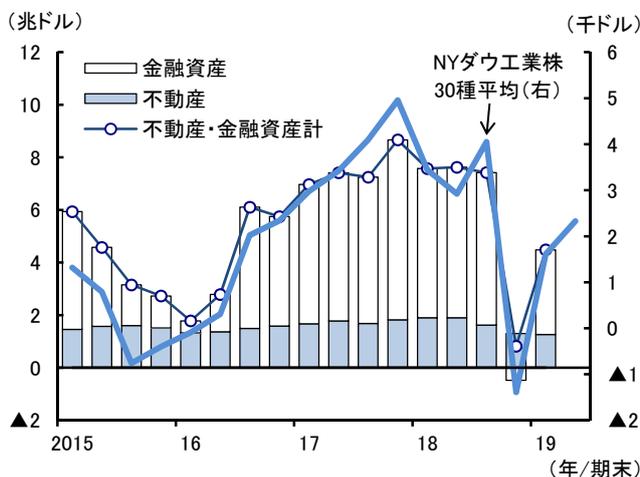
(資料)FRBを基に日本総研作成
(注)ドット(O)は各FOMC参加者の予測値を示す。参加者は17人。参加者の1人が長期の予測値を未回答。シャドー部は足許のFF金利誘導目標レンジ。

(図表4-2) 米国の賃金上昇率、インフレ率、期待インフレ率



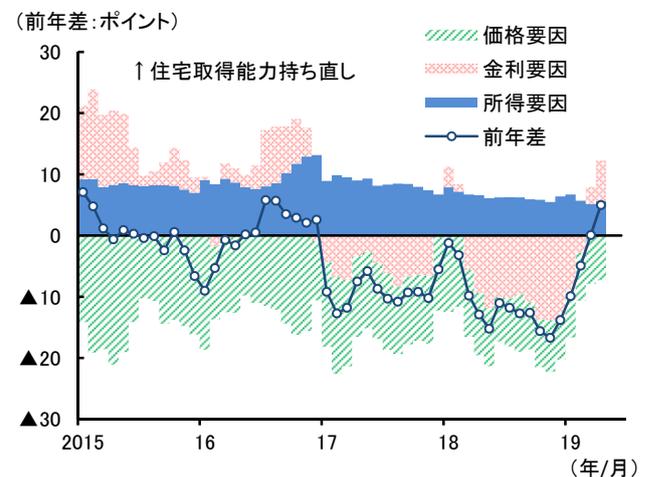
(資料)BLS、BEA、FRB、NY連銀を基に日本総研作成

(図表4-3) 米国家計の不動産・金融資産と株価(前年差)



(資料)FRB、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(図表4-4) 米国家計の住宅取得能力指数の変動要因分解



(資料)NARを基に日本総研作成

景気の見通し 内需主導で潜在成長ペースは維持

- (1) 以上を踏まえ、米国景気の先行きを展望すると、財政面からの景気押し上げ効果は2020年にかけて剥落するものの、貿易摩擦による悪影響は限定的にとどまり、FRBの利下げが景気を下支えする見込み。こうしたなかで、2%前後とみられる潜在成長ペースは維持され、戦後最長の景気拡大局面がしばらく続く見通し(図表5-1)。
- (2) 家計部門では、良好な雇用・所得環境と資産効果に支えられて、個人消費が堅調に推移する見込み(図表5-2)。貿易摩擦の影響については、消費財が多く含まれる対中関税第4弾の発動が回避されることで、個人消費への下押し圧力は限られる公算大。住宅投資は、金利低下を受けた家計の住宅取得能力の持ち直しにより、緩やかな回復トレンドへ。
- (3) 企業部門では、輸出の力強い回復は見込み薄ながら、堅調な個人消費を追い風に、設備投資は緩やかな増勢が続く見込み。企業の設備投資マインドは、国内中心で貿易摩擦の影響が少ないとみられる中小企業で持ち直しているほか、大企業でも底堅さ(図表5-3)。
- (4) FRBは、景気見通しの不確実性の増大やインフレ率の下振れなどに対応するために、年内に2回の利下げを実施すると予想。もっとも、景気失速が回避されることで、過去の景気後退時のような本格的な利下げ局面とはならず、2020年入り後は再び様子見姿勢に転じる見通し。

(図表5-1)米国経済成長率・物価見通し

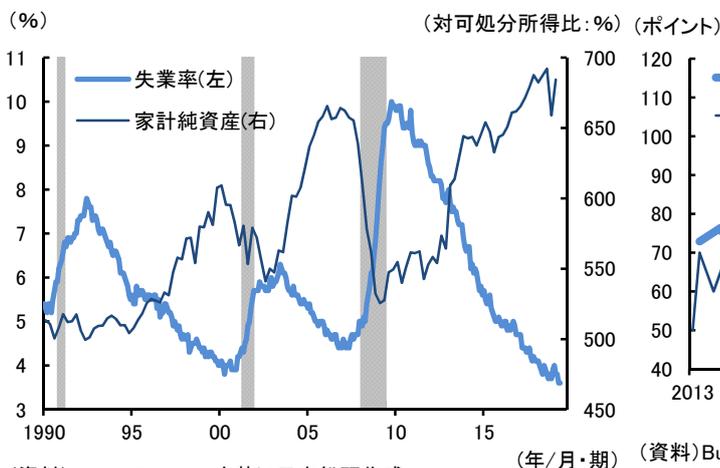
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2018年		2019年				2020年				2018年 (実績)	2019年 (予測)	2020年
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
	(実績)			(予測)									
実質GDP	3.4	2.2	3.1	1.8	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.9	2.6	1.9
個人消費	3.5	2.5	0.9	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.6	2.2	2.1
住宅投資	▲3.6	▲4.7	▲2.0	▲0.3	0.2	0.3	0.5	0.7	0.7	0.6	▲0.3	▲1.9	0.4
設備投資	2.5	5.4	4.4	2.2	3.1	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	6.9	4.0	3.1
在庫投資(寄与度)	2.3	0.1	0.6	▲0.3	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.0
政府支出	2.6	▲0.4	2.8	2.0	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0	1.1	1.5	1.7	1.2
純輸出(寄与度)	▲2.0	▲0.1	0.9	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.0	▲0.2
輸出	▲4.9	1.8	5.4	1.8	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9	4.0	2.3	2.1
輸入	9.3	2.0	▲1.9	2.3	2.8	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	4.5	1.9	2.8
実質最終需要	0.7	2.1	2.8	2.2	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	2.8	2.3	1.9
消費者物価	2.6	2.2	1.6	1.7	1.6	1.9	2.0	1.9	1.9	1.8	2.4	1.7	1.9
除く食料・エネルギー	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	2.1	2.1	1.9

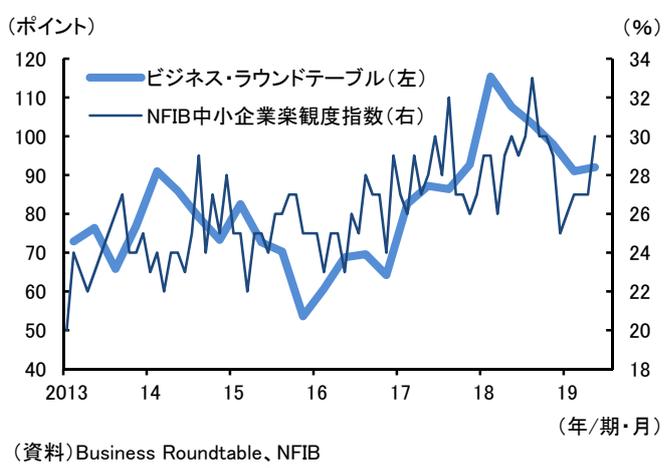
(資料)BEA、BLSを基に日本総研作成

(注)在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年(同期)比。

(図表5-2)米国の失業率と家計純資産



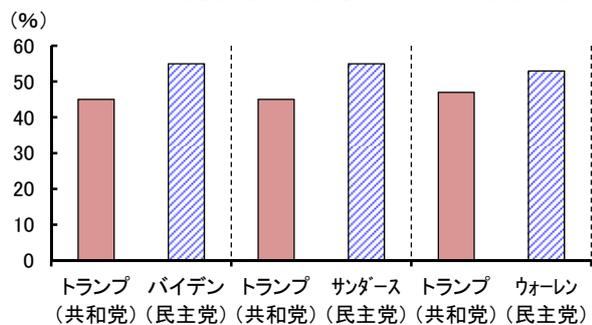
(図表5-3)米国企業の設備投資マインド(先行き6カ月)



リスクシナリオ 貿易戦争が激化し、景気失速

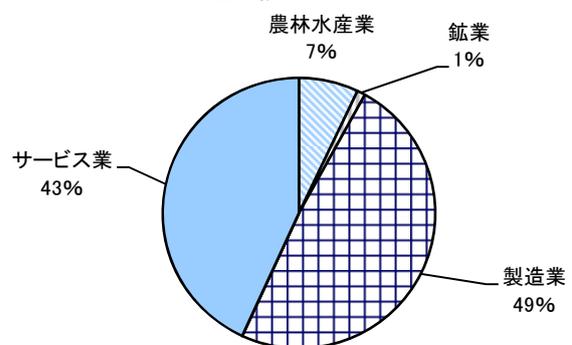
- (1) リスクシナリオとしては、再選に焦りを感じたトランプ大統領が、性急な成果を求めて貿易戦争を激化させる事態を想定。最近行われた2020年の大統領選挙に関する世論調査では、バイデン前副大統領ら民主党の有力候補がトランプ大統領に支持率でリードしているという結果もあり、トランプ大統領の再選が確実とは言えない状況（図表6-1）。F R Bの利下げが景気・株価を下支えすることで、トランプ大統領が強硬姿勢を強めやすくなる可能性も。
- (2) まず、対中関税第4弾では、対象品目に消費財が多く含まれるため、関税が価格転嫁された場合、個人消費への下押し圧力が強まる見込み。一方、米国の対中輸出は金額そのものが大きくないため、報復関税賦課による直接的な景気への悪影響は限られる公算大。ただし、対中輸出の付加価値を生み出している米国内の産業構成をみると、卸・小売や輸送などのサービス業のウェイトも高いため、報復関税の影響は製造業だけでなく、幅広い業種に広がる構図になっている点には注意が必要（図表6-2）。
- (3) 米中貿易戦争の激化は、米国内に拠点を置く企業の雇用や設備投資も下押し。関税賦課による影響を検証した先行研究では、対中関税第4弾までの関税措置が1～3年間で200万人以上の雇用を失わせるとの試算も（図表6-3）。産業別の内訳をみると、対中関税で保護される繊維や鉄鋼、金属加工、電子機器、機械などを中心に製造業では雇用がわずかに増加する一方、関税引き上げによるコスト負担増が内需や企業収益を圧迫するなかで、建設や卸・小売、企業向けサービスなどを中心にサービス業の雇用は大きく減少するという結果に。
- (4) 加えて、トランプ政権は、5月17日に輸入自動車に対する追加関税賦課の判断を6ヵ月先送りしたものの、仮に輸入自動車に対する25%の追加関税が発動された場合、景気下押し圧力はさらに強まる見込み。IMFの試算では、自動車関税による米国の実質GDP下押し圧力は、対中関税第4弾までの関税措置よりも大（図表6-4）。

(図表6-1) 2020年の大統領選挙に関する世論調査結果
(トランプ氏と民主党候補の直接対決でどちらに投票するか)



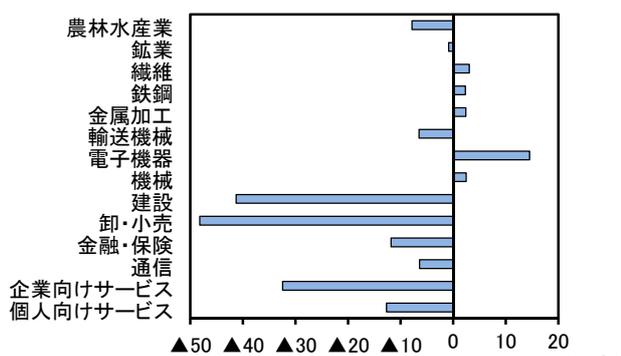
(資料) Emerson Collegeを基に日本総研作成
(注) 6月21～24日に実施された調査結果。

(図表6-2) 米国の対中輸出の付加価値を生み出している産業構成(2015年)



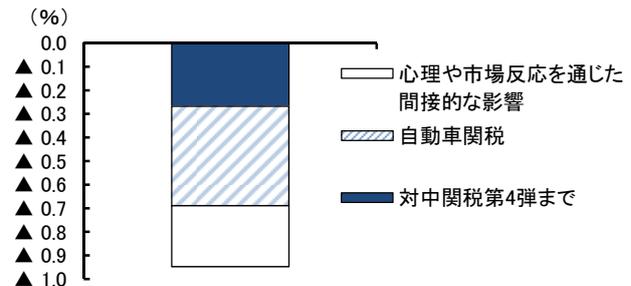
(資料) OECDを基に日本総研作成

(図表6-3) 対中関税第4弾までの措置が米国雇用に与える影響



(資料) Trade Partnership Worldwide "Estimated Impacts of Tariffs on the U.S. Economy and Workers"を基に日本総研作成

(図表6-4) 関税措置が米国の実質GDPに与えるインパクト



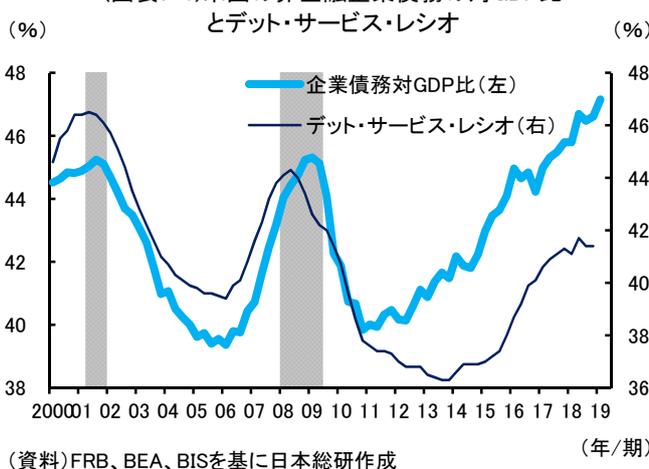
(資料) IMF "World Economic Outlook, October 2018"を基に日本総研作成

(注) 関税措置の応酬がなかった場合の実質GDP水準からの乖離幅で、間接的な影響までを含めたインパクトが最大になると想定されている2020年時点の数値。

リスクシナリオ 債務問題が噴出し、景気悪化が増幅されるリスクも

- (1) 米国企業債務の積み上がりも潜在的なリスク要因に。今回の景気拡大局面では、緩和的な金融環境が長期間維持されるなかで、非金融企業が抱える債務の対GDP比は2008年の金融危機前のピーク水準を突破（図表7-1）。企業収益対比で見れば、債務が過大とまでは言えないものの、今後、貿易摩擦の激化などに伴い、景気・企業収益が大きく下振れすれば、債務問題が噴出し、景気悪化が増幅されるリスクも。
- (2) 企業債務が「量」的に膨張しているのみならず、「質」的な劣化がみられることにも注意が必要。社債市場では、金融危機後、投資適格級のなかで信用力が最低の「BBB」格債が増加（図表7-2）。企業業績が悪化し、こうした社債が「投資不適格（投機的）」に格下げされた場合、企業は債務調整（デレバレッジ）を強いられる公算大。加えて、近年では、重債務企業向けの融資「レバレッジド・ローン」の組成が、レバレッジ（企業収益に対する債務比率）の上昇を伴いながら増加傾向（図表7-3）。このため、融資対象企業の業績が悪化した場合には、債務不履行（デフォルト）が増加する可能性大。
- (3) さらに、レバレッジド・ローンの債務不履行は、ローン担保証券（CLO）の投資家が損失を被るとの懸念から、金融市場の混乱に拍車をかけるリスク。レバレッジド・ローンの残高は社債と比べて大きくないものの、大部分が証券化商品であるローン担保証券（CLO）に組み入れられているのが特徴（図表7-4）。証券化商品は、債務不履行に陥った場合に損失負担する投資家の範囲やその規模が不透明であるため、金融市場で疑心暗鬼を生む恐れ。

（図表7-1）米国の非金融企業債務の対GDP比とデット・サービス・レシオ



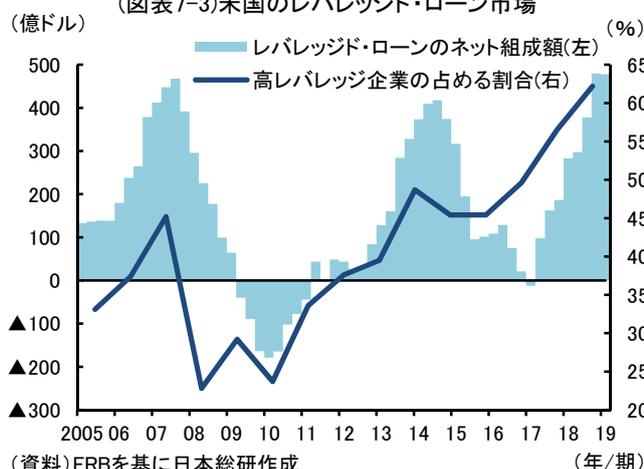
（資料）FRB、BEA、BISを基に日本総研作成
（注）シャド一部は、米国の景気後退局面。デット・サービス・レシオは債務元利返済額の企業収益に占める割合。

（図表7-2）米国のBBB格債市場



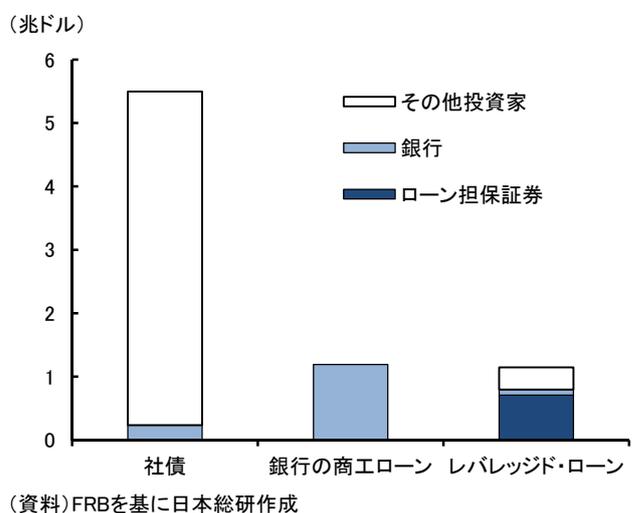
（資料）IMFを基に日本総研作成

（図表7-3）米国のレバレッジド・ローン市場



（資料）FRBを基に日本総研作成
（注）企業債務のEBITDA倍率が5倍以上の企業を高レバレッジ企業として集計。2019年は第1四半期まで。

（図表7-4）米国企業債務の種類別残高と資金の出し手



（資料）FRBを基に日本総研作成