

景気後退懸念が払しょく、米国経済は底堅い成長が持続しよう

2018 年後半以降、米国経済の景気後退懸念が高まり株価の下落などが生じた。景気後退懸念の背景として成長ペースの減速や長短金利差の逆転などが挙げられ、その主な要因として減税効果の剥落、利上げの継続見通し、内政の混乱、米中貿易摩擦の4つが指摘できる。しかし、米中貿易摩擦以外の3要因についての懸念は大きくない。米中貿易摩擦に関しても、追加関税策第3弾までであれば米国経済の腰折れリスクは小さい。米国経済の基調は、雇用・所得環境の改善に伴う個人消費の拡大を中心に内需の好循環が回っている状況。米中対立が更に激化しない限り、米国経済は底堅く推移することが見込まれよう。

米国は景気後退期に入るのか

2018 年後半以降、景気後退懸念の高まりと共に関連するメディア報道の増加、2018 年末には株式市場で大幅な調整が生じた。足元で株価は回復しているが、米国の政治や通商政策を含めて米国経済は不透明感の高い状態が続いている。世界経済を見る上で、そのけん引役である米国経済の現状、見通しを抑えておくことは重要である。そこで、本稿では昨年来の景気後退懸念の背景を整理し、米国経済で特に重要な個人消費を取り巻く環境の現状、米国経済の先行きについて考える。

S&P500指数の推移(ポイント)



(出所)CEIC

景気後退懸念をもたらした4要因

景気後退懸念が生じた背景としては、経済成長ペースに減速の兆しが見られたことや、長短金利差の逆転が生じたことなどが挙げられる。その主な要因として①減税効果の剥落、②利上げの継続見通し、③内政の混乱、④米中貿易摩擦の4つが指摘できるだろう。以下、4要因について整理し、米国経済が景気後退期入りする蓋然性について考える。

① 減税効果の剥落

2017 年 12 月、トランプ大統領は選挙戦からの公約の一つであった大規模減税を含む税制改革法案を成立させた。10 年間で 1.5 兆ドルの減税規模となり、レーガン大統領以来 30 年ぶりの大型税制改革と言われている。具体的には、法人に関しては連邦法人税率が 35%から 21%に引き下げられたことや、時限措置ではあるが設備投資の一括償却を認めることなど企業業績、キャッシュフローの押し上げに寄与し、企業の設備投資や雇用拡大を後押しする内容となった。また、個人に関しては最高所得税率の引き下げや控除の拡大などが行われ、可処分所得の増加、消費拡大を促進したとみられる。

こうした減税策の効果などもあり、2018 年の米国経済成長率は+2.9%と、米国経済の実力と言われる潜在成長率(2%程度)を大幅に上回る高成長を達成した。こうした減税効果は導入1年目の成長率を押し上げるが、2年目以降は押し上げ効果が低減することになる。そのため2018年に比べ、2019年以降の成長率を見劣りさせる要因となる。ただし、減税効果の剥落は、仮に減税がなかった場合の2019年の成

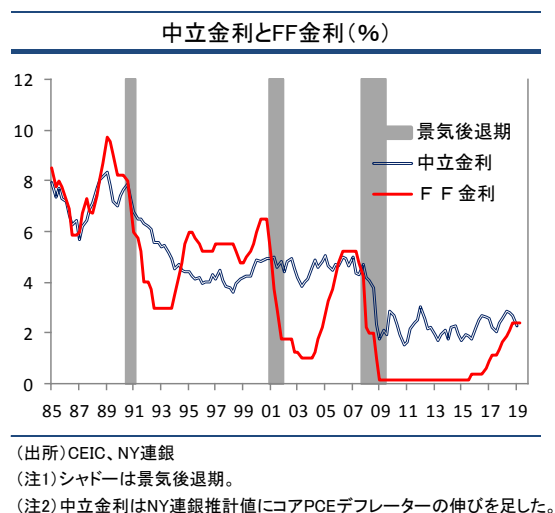
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

長率を押し下げるものではないことに加え、後述するように足元の米国経済は内需を中心に底堅く推移しているため、減税効果の剥落が景気後退を招く可能性は低い。

② 利上げの継続見通し

2008年のリーマン・ショック以降、FRBは伝統的な金融政策手段である金利の調整に加え、非伝統的な手段である量的緩和（国債等を買入れFRBの資産を拡大）を行ってきた。しかし、米国の経済が拡大する中で、2013年末からは資産の新規購入額を減らす所謂「テーパリング」を実施、2014年には資産の購入自体を終了した。その後、2015年末には実質的なゼロ金利政策を解除、利上げを開始した。景気拡大のペースが速かった2018年には一年間で4回の利上げを実施、政策金利であるフェデラルファンドレート（FF金利）のレンジを2.25～2.50%まで引き上げた。更に、2018年12月のFOMCで示された参加者の利上げ見通しでは、2019年に更に2回の利上げを行う見通しであることが示された。

リーマン・ショック前のFF金利は5.25%であったため、当時と比べれば直近の金利水準である2.25～2.50%も、2018年12月の利上げ見通しである2.75～3.00%も低いと言える。しかし、リーマン・ショック前に比べ、経済構造が変化することで潜在成長率の水準は低下しており、景気を過熱も抑制もしない中立金利も低下したとみられる。中立金利は直接観測することができないので様々な推計があり幅を持つてみる必要があるが、ニューヨーク連銀の推計によれば、中立金利は2.3%程度と現在のFF金利誘導目標とおおむね一致する。つまり、この中立金利が正しいとすれば、現在の政策金利はすでに景気に対して緩和的ではなく、更には2018年末に示されたFOMC参加者の利上げ見通しは引き締め的な金利水準を示したことになる。そのため、これまで景気を後押ししてきた金融政策は2019年には景気抑制に転じるとの見方から、金融市場では景気後退が織り込まれて2018年11月以降長期金利が低下、2019年3月には実際に長短金利差の逆転が生じた。

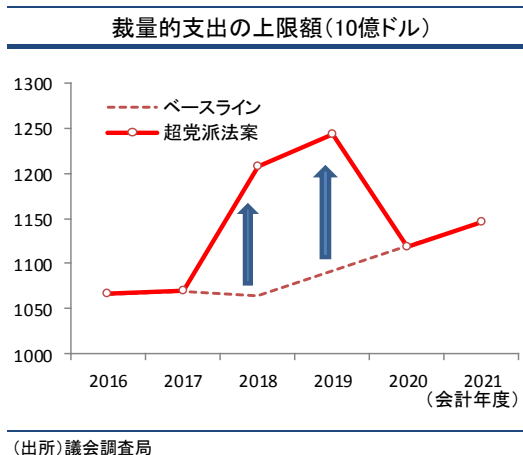


しかし、長短金利差の逆転は金融市場参加者が景気後退の見込んでいるだけで、景気後退の引き金となるような直接的な関係があるものではない。また、経験則ではFF金利が中立金利を上回って引き締め的な金融政策が採られた結果、景気後退が起こったのであり、今回はまだ引き締め的な金融政策に転じていない。さらに、FRBは米中対立や海外経済の減速、金融市場の混乱などを受け、2019年に入ってから政策スタンスを大幅に変更、将来の不確実性に配慮して景気を後押しする姿勢を強調するようになった。現在実施されているFRBの資産縮小を2019年9月に停止することが決まり、2019年6月に発表されたFOMC参加者の利上げ見通しでは2019年中の利上げ停止、更には利下げの可能性が示唆された。実質的に金融正常化を終結させることが示されたと言えるだろう。最近では景気の減速懸念が強まれば利下げを実施することをにじませる内容の発言も行っており、金融市場ではすでに利下げが織り込まれている。結果論だが、金融政策が引き締め過ぎる懸念は杞憂であったと言えるだろう。

③ 内政の混乱

2018 年後半以降の政治を振り替えると、2018 年 10 月から始まる 2019 会計年度予算が成立せず、2018 年 12 月 22 日から政府機関の一部が執行停止に陥る所謂「政府閉鎖」が生じた。該当する機関の業務停止、公務員の給料が支払われないなど混乱が拡大したため、先行き不透明感が高まって消費者マインドなど経済指標が大幅に悪化した。なお、政府閉鎖は 2019 年 1 月 25 日に解除されたが、35 日間と過去最長を記録した。政府閉鎖が生じた背景に、メキシコ国境への壁建設費用に関する共和党と民主党の対立があった。トランプ大統領は公約の一つに、不法移民対策としてメキシコ国境への壁建設を掲げており、2019 年度予算に 57 億ドルの壁建設費用を求めたが、議会の民主党が反対していた。結局 2019 年度予算には約 14 億ドルの壁建設費用が含まれたが、トランプ大統領の要求を大幅に下回った。そのため、2019 年 2 月にトランプ大統領は非常事態を宣言し、国防総省や財務省の一部予算を壁建設費用に振り替えることを発表、民主党の反発が強まる結果となった。

民主党との対立は今後の政権運営に大きな影響を及ぼす。2018 年 11 月に行われた中間選挙では、下院の多数派が民主党に変わり、共和党は上院の多数派を維持したため、上院と下院で多数派が異なる所謂「ねじれ」状態となった。今後の法案審議では、これまでのように共和党だけでは決められず、民主党も含めた合意も必要となる。こうした中、今後は財政上で 2 つの大きな問題を抱えている。1 つ目は「債務上限問題」と呼ばれ、すでに 2019 年 3 月に政府債務の上限を撤廃する法律の効力がなくなり、現在は新規の債務発行が出来ない状況となっている。財務省の資金繰りによって、今のところは問題が顕在化していないが、秋ごろには万策が尽き、米国債のデフォルトリスクが高まる可能性がある。2 つ目は「財政の崖」と呼ばれ、2019 年 10 月から始まる 2020 会計年度において政府の裁量的支出（社会保障などは除かれる）が 1,000 億ドル規模の削減が行われる可能性がある¹。実際に歳出上限を引き上げられずに削減が行われた場合、削減の規模は名目 GDP の 0.6% 程度に相当する。



どちらも実際に生じれば米国経済を大きく下押しするリスクがあるものの、現時点で発生確率は低いとみられる。2020 年 11 月に大統領・議会選挙を控える中で、景気に明らかにマイナスである問題に対し適切に対処できなければ、共和党・民主党どちらも国民の非難を浴びる可能性がある。トランプ大統領と民主党の溝は深いため、景気刺激策にもなる 2 兆ドルのインフラ投資などの実現可能性は低いものの、少なくとも景気を下押しする問題には適切に対処することが期待される。

過去にも「債務上限問題」と「財政の崖」の危機は何度も生じており、土壇場での決着も含めて都度合意に至った経緯がある。そのため、他の要因に比べれば懸念の度合いは数段落ちるものの、現在は上述のように「ねじれ」議会となっており、偶発的にリスクが現実のものとなる可能性があるため取り上げた。

¹ 2011 年予算管理法により 2021 会計年度までは歳出に上限が設定されているが、2018、19 会計年度に関しては一時的に上限が引き上げられていた。そのため、2020 会計年度に関しても上限の引き上げ措置を講じられなければ、元の上限まで歳出が減ることになる。

④ 米中貿易摩擦

トランプ大統領が大統領就任以降に保護主義的な通商政策を進める中、米中間で生じている貿易摩擦は米国経済だけでなく、中国を含めた世界経済の大きな下押し要因として注目されている。これまでの流れとしては、2018年7月に米国が中国の輸入品 340 億ドル分に対して 25%の追加関税を課して以降、8月に2弾、9月に3弾を実施、米国は総額 2,500 億ドル分の輸入品に追加関税を課した。中国側も報復措置として総額 1,100 億ドル分の米国からの輸入品に追加関税を賦課、対立が深まっている。こうした貿易摩擦の影響により、米国内の物価上昇やサプライチェーンの組み替えなどが生じ、企業業績や個人消費の減速が懸念されている。さらに、2019年5月には第3弾の対象であった中国からの輸入品 2,000 億ドル分の追加関税率を 10%から 25%に引き上げ、6月に中国も 600 億ドル分の米国からの輸入品の追加関税率を最大 25%に引き上げた。米中貿易摩擦は今もなお激化している状況である。

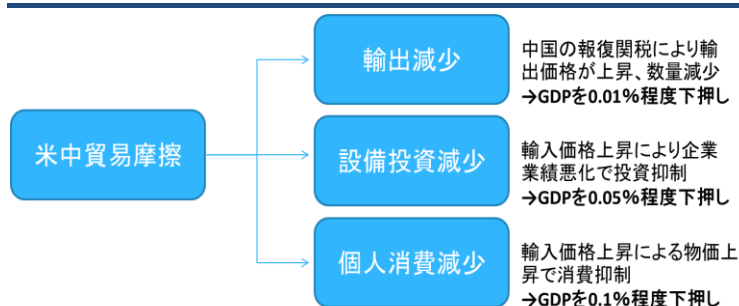
追加関税措置による米国経済への影響としては、主に中国市場における米国製品の割高感による輸出減少、米国企業の仕入れ価格が上昇し企業業績が悪化することによる設備投資減少、米国内の中国製品をはじめ消費者に関わる物品の販売価格が上昇することによる個人消費減少、の3ルートが直接的な影響として考えられる。いずれも米国経済にマイナスの影響ではあるものの、米国の輸出に占める中国の割合は低いこと、人民元の為替レートが元安方向に推移していることなどから、現在実施されている追加関税第3弾までであれば、米国経済に与える影響は 0.2%程度で限定的だと考えられる。

米国経済の根幹である個人消費

以上のように、景気後退懸念の主な要因である米中貿易摩擦以外の3要因については過度に悲観的になる必要はないと考えられる。また、米中貿易摩擦に関しても、追加関税第3弾までであれば、米国経済に与える影響は限定的とみられる。そこで、景気後退懸念は「懸念」に留まる可能性が高い中、足元の米国経済はどのような状況になっているのか確認する。

2019年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.1%と、2018年10-12月期の同+2.2%から加速し相対的に高い成長率となった。ただし、内訳を見ると、高成長に寄与したのは在庫投資の増加や純輸出であり、内需を表す国内最終需要は同+1.5%と前期の同+2.2%から減速した。特に、米国経済の根幹を成す個人消費の伸びが大幅に減速した点は先行きを見通すうえでネガティブである。

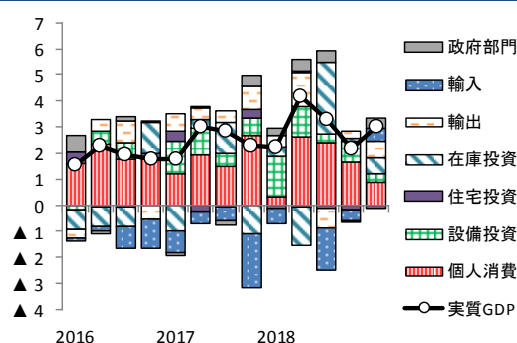
米中貿易摩擦の波及経路



(出所) 伊藤忠総研

(注) GDPへの影響は追加関税第3弾までを元に試算

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所) CEIC

主要国の個人消費の規模感

(兆ドル)	米国	日本	中国
実質GDP	18.6	4.9	13.6
個人消費	12.9	2.7	5.8
比率(%)	69.4	56.1	42.3

(注) 1ドル=110円、6.6円でドル換算。2018年の値。

(出所) CEIC

米国経済に占める個人消費の割合は約7割と、他の経済大国である日本や中国と比べても個人消費の重要性は高い。そのシェアの高さもあり、実質GDP成長率の寄与度をみても、過去の経済成長率の大部分を個人消費が占めている。そこで、個人消費の変動に大きな影響を与える雇用、所得、消費者マインドについて現状を整理する。

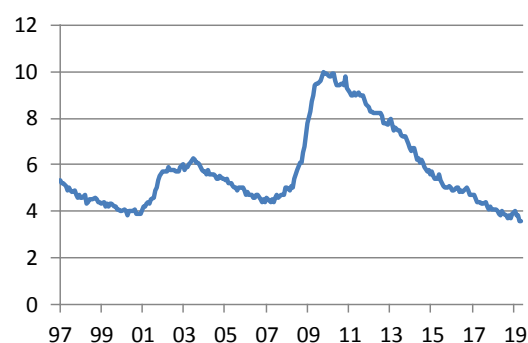
個人消費を取り巻く環境は改善が続いている

雇用に関しては、リーマン・ショックによって1,000万人近くの雇用が失われたが、2010年頃をボトムに増加が続いている。直近の2019年5月の非農業部門雇用者数は1億5,000万人を上回り、すでにリーマン・ショックで雇用が減少する前の水準から1,000万人以上増加した。2018年の月平均増加数は+22万人程度であったが、2019年に入ってから+16万人程度と雇用者の伸びは減速しているものの、労働供給余力が低下する中では依然として高い伸びと言えるだろう。また、こうした雇用者数の増加を受け、労働需給ひっ迫の程度を表す失業率は2019年5月が3.6%と49年ぶりの低水準となった。経済的理由のパートタイム労働者などを含むより広義の失業率(U-6)も改善が続き歴史的な低水準であり、雇用環境は引き続き好調と言えるだろう。

こうした労働需給のひっ迫を受け、所得を表す賃上げ率も上昇している。リーマン・ショック前は前年比+3%台が相場であった賃上げ率は、リーマン・ショック以降暫く3%を下回る水準で推移した。この間も失業率は低下が続いており、労働需給がひっ迫したにもかかわらず賃上げが生じないことは一つの謎として多くの議論がなされた。しかし、2018年8月に3%台に上昇し、それ以降は直近の2019年5月まで3%台の賃上げ率が定着している。前述の減税策によって企業業績が改善したことや、小売業を中心に賃金水準に対して社会的批判を受けていたことも影響していると考えられるが、そもそもの賃上げの背景には人手不足により雇用の確保が難しくなり、賃上げに踏み切らざるを得なかったことが考えられるだろう。特に、小売業などサービス業は雇用者数を多く抱え、相対的に低賃金の業種が多い。このサービス業で賃上げが生じていることは、賃金の底上げがなされていると言え、今後はより広く賃上げが行きわたる可能性が指摘できるだろう。

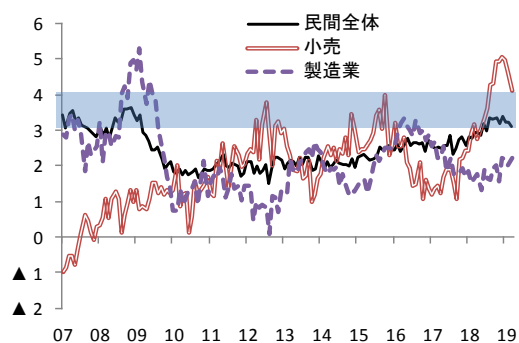
消費者マインドに関しては、2018年末に政府機関の一部閉鎖や株価の下落などが生じたため大幅に悪化した。しかし、その後

失業率の推移(%)



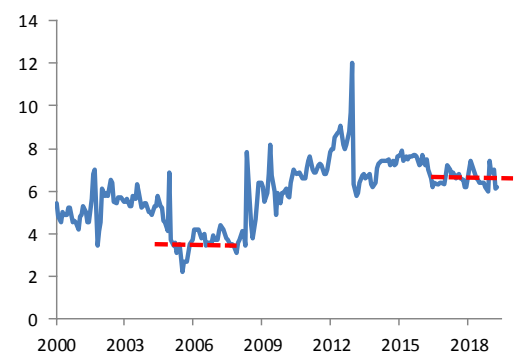
(出所)CEIC

民間企業の時給の推移(前年比、%)



(出所)CEIC

貯蓄率の推移(%)



(出所)CEIC

は株価の回復や雇用・所得環境の改善に伴って回復し、現在は高水準で高止まりの状況となっている。また、消費者マインドが高止まりする中でも、家計の貯蓄率は6-7%と、3%程度であったリーマン・ショック前のような過熱感はない。消費の余力は十分に残されていると言えるだろう。

このように、消費を取り巻く環境は依然として改善が続いており、個人消費は今後も底堅く推移するとみられる。

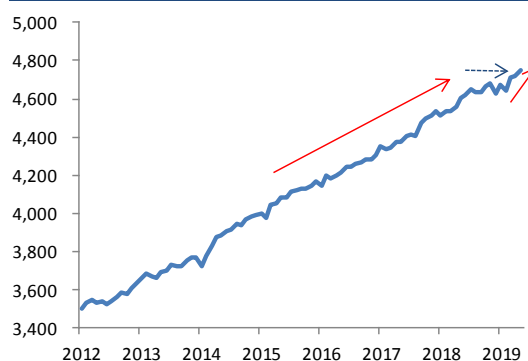
内需の好循環で米国経済は底堅く成長する見込み

以上見てきたように、2018 年後半以降は景気後退懸念が高まったが、それぞれの懸念材料自体、過度に悲観すべき内容ではない。加えて米国経済の根幹を成す個人消費を取り巻く環境は改善が続いており、個人消費は底堅く推移するとみられる。実際、月次の小売売上高の推移を見ると、2018 年末からは頭打ちの状況となっていたが、2019 年 3 月から直近の 5 月までは 3 か月連続で増加、再び増勢に復したとみられる。そのため個人消費は 2019 年 4-6 月期 GDP の押し上げ寄与が拡大することが期待される。

また、個人消費が堅調であることは、個人消費を取り巻く環境である雇用・所得環境や消費者マインドを改善させる。ISM 製造業・非製造業指数に見る企業の景況感では、製造業が低下する反面、非製造業は高水準を維持している。製造業は、海外景気の減速や米中対立などの影響を受けたため低下したと考えられるが、非製造業は国内ビジネスが中心であり、個人消費を中心とする内需の堅調さが下支えしたとみられる。個人消費の堅調さが非製造業を中心とした企業活動を活性化させ、雇用拡大や賃上げに繋がって個人消費が拡大する内需の好循環が回っていると考えられる。そのため、今後の米国経済は個人消費の拡大を中心に底堅く推移することが見込まれよう。現時点で景気後退に突入する可能性は低いとみられる。

ただし、中国からの輸入品全てに追加関税を課す第 4 弾の発動など米中対立がさらに激化する場合は経済の腰折れリスクが高まる。なぜなら、第 4 弾の対象となるのは携帯電話やパソコンなどこれまで関税対象から外されていた消費財の割合が高いため、消費財の物価上昇が堅調に推移する個人消費に冷や水を浴びせる可能性があるためだ。また、米中対立の行方によって、米国が進めている対内投資や輸出管理の規制強化によってビジネス環境に大きな変化を生じさせ、企業活動が停滞する可能性もある。底堅い成長を見込んでいるものの、米中対立の動向には留意が必要である。

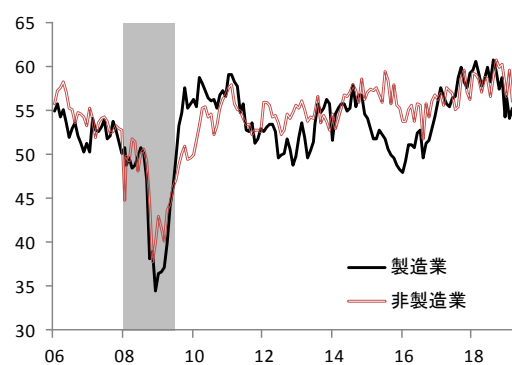
小売・外食売上高の推移(億ドル、季節調整値)



(出所)CEIC

(注)ガソリンスタンドを除く。

ISM製造業・非製造業指数の推移



(出所)CEIC

(注)シャドーは景気後退期。