

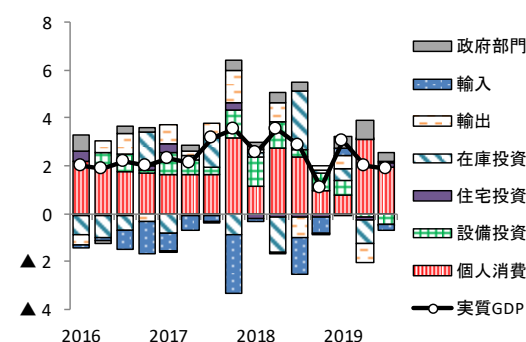
2021 年までの米国経済見通し

足元の米国経済は米中貿易摩擦や海外経済の減速、それに伴う先行き不透明感の高まりが製造業の企業活動を抑制。他方、雇用・所得環境の改善により個人消費を中心とした内需が下支えとなり底堅く拡大している。今後は 2020 年 11 月の大統領選に向け、政治的不透明感が高まるが、再選を目指すトランプ大統領により目下最大の懸念である中国との貿易摩擦は和らぐ見込み。FRB の金利据え置きが続くことも国内景気を下支えし、2020 年は潜在成長率を上回る伸びとなるだろう。2021 年については FRB の利上げ再開、緩やかながら労働供給不足が進展する中で成長ペースが減速することを予想する。

7-9 月期 GDP は経済の実力程度の伸びを維持

10 月 31 日に発表された 2019 年 7-9 月期 GDP1 次速報は、実質 GDP 成長率が年率+1.9%と同+2.0%であった 4-6 月期と概ね同水準の伸びであった。内訳を見ると、設備投資が同▲3.0%と 4-6 月期からマイナス幅が拡大し 2 四半期連続で減少した。また、輸出は同+0.7%とプラスに転じたものの小幅に留まった。他方、個人消費は同+2.9%と比較的堅調に推移したほか、住宅投資が同+5.1%と 2017 年 10-12 月期以来 7 四半期ぶりの増加に転じた。米中貿易摩擦や海外経済の減速が主に企業活動を抑制したものの、個人消費を中心とした内需は底堅く推移し、全体では 2%前後と言われる経済の実力（潜在成長率）程度の成長を維持しており、米国経済は底堅く拡大していると判断できるだろう。

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



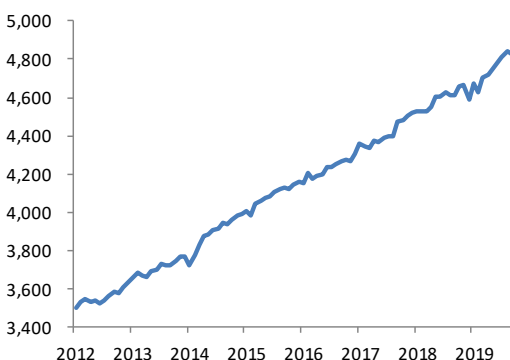
(出所)CEIC

個人消費は引き続き米国経済のけん引役

個人消費に関しては、7-9 月期に実質で前期比年率+2.9%と堅調な伸びを示したものの、4-6 月期の同+4.6%からは減速した。ただし、1-3 月期は政府機関の一部閉鎖や悪天候の影響で個人消費が全般的に下押しされており、4-6 月期はその反動で押し上げられた。2015 年からの平均的な伸びは 2.8%であり、7-9 月期の消費は底堅いと判断できよう。

足元の動きを小売売上高で確認すると、10 月は前月比+0.3%と 2 か月ぶりの増加に転じた。大型のハリケーンが生じた 9 月に大幅減となった自動車ディーラーが増加に転じたことに加え、ガソリンスタンドや飲食料品店なども増加した。変動の大きい自動車やガソリンを除くコア小売売上高も同+0.2%と増加に転じており、足元の個人消費も引き続き底堅く推移していると言えるだろう。

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。

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。

個人消費を取り巻く環境は、後述するように雇用・所得環境の改善が続いていることに加え、消費者マインドが比較的高水準を維持している。また、所得が堅調に増加する中で貯蓄率は8%程度の比較的高い水準で推移している。リーマン・ショック前の2006年ごろは貯蓄率が3%程度まで低下するなど過熱した消費が米国経済を過度に押し上げたが、周知のとおりリーマン・ショック以降は家計が保守的になり貯蓄率が上昇、個人消費の低迷が続いた。つまり、高い貯蓄率はその時の消費者の慎重さを表し、今後の消費拡大の余地が大きいことを意味する。

家計の債務状況を見ても、リーマン・ショック以前は140%を上回っていた家計債務の可処分所得比は緩やかな低下が続き、直近では100%を若干上回る程度となっている。

このように、家計は貯蓄率の低下や債務の拡大を伴う無理な消費を行っておらず、現時点で個人消費に過熱感は見られない。消費のファンダメンタルズは健全と言えるだろう。そのため、依然不透明なものの米中貿易摩擦の更なる激化が生じなければ個人消費が大きく下振れするリスクは小さく、今後も底堅く推移することが期待される。

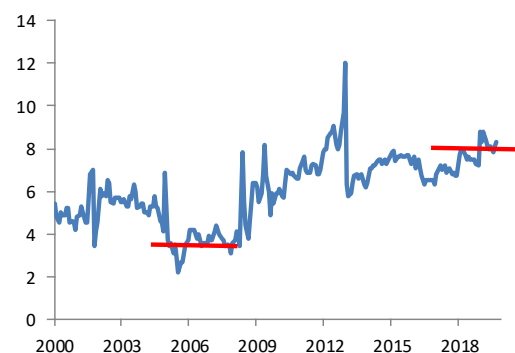
住宅市場は持ち直すも先行き不安

住宅市場については、住宅供給を示す7-9月期の実質住宅投資が前期比年率+5.1%と2017年10-12月期以来7四半期ぶりの増加に転じた。内訳では、これまで増加傾向にあった集合住宅が同▲3.3%と4四半期ぶりのマイナスに転じたものの、住宅投資の大勢を占める戸建て住宅が同+5.3%と増加に転じた。

住宅投資の増加の背景には住宅需要を示す住宅販売が堅調に拡大していることが挙げられる。住宅販売は販売価格やローン金利の上昇によって2018年夏ごろから減少傾向であったが、2018年末に底入れし、2019年に入ってから緩やかながら増加傾向となっている。住宅価格は販売が軟調になったことから在庫のひっ迫が緩和され価格上昇ペースが鈍化、ローン金利はFRBの利下げ期待、先行き不透明感の高まりなどによって長期金利と共に低下した。

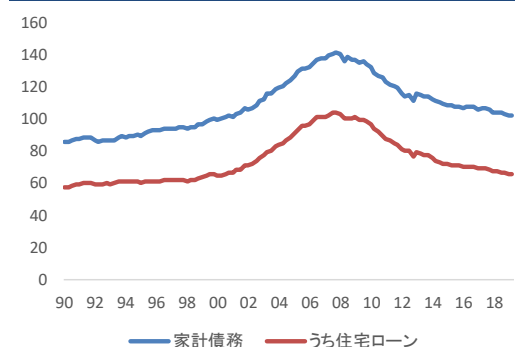
他方、先行きに関しては警戒が必要である。依然労働力不足、用地不足により供給が抑制される中で販売が堅調になったことから再び住宅在庫がひっ迫しつつあり、価格上昇ペースが再び加速する可能性がある。また、金融政策は今後据え置かれる見込みであり、市場の利下げ期待が後退しすでに長期金利は低水準ながら上昇しつつある。潜在需要は人口増に伴い緩やかな拡大が見込まれ、雇用・所得環境の改善も住宅投資を後押しするとみられるものの、これまでの押し上げ要因が剥落しつつあることから、住宅投資の

貯蓄率の推移(%)



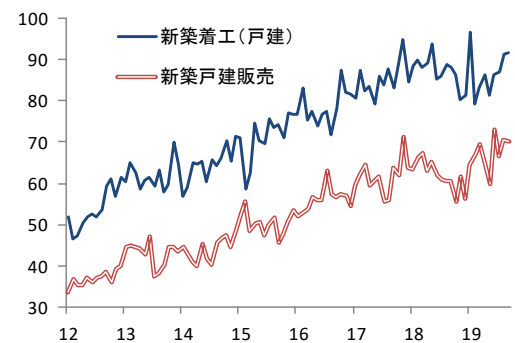
(出所)CEIC

家計債務／可処分所得(%)



(出所)CEIC

新築戸建ての着工・販売(季節調整値、年率万戸)



(出所)CEIC

伸びは緩やかなものに留まるとみられる。

停滞続く製造業の活動

設備投資については、7-9 月期実質設備投資が前期比年率▲3.0%と 4-6 月期（同▲1.0%）からマイナス幅が拡大した。内訳では、研究開発費など無形資産投資は同+6.6%と増加が続いたものの、鉱業や商業施設の構築物投資が同▲15.3%と大幅に減少、4-6 月期にプラスであった機械投資は PC 等情報関連機器投資の減少によって同▲3.8%とマイナスに転じた。

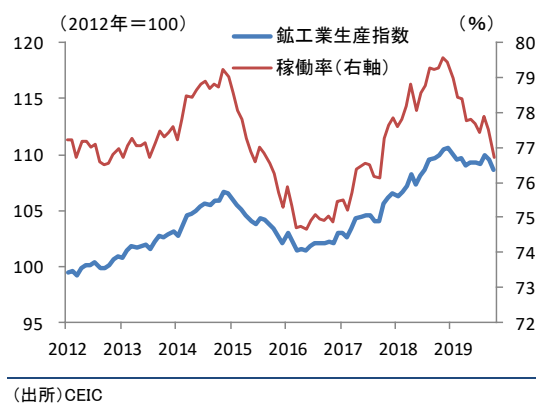
設備投資需要の源泉となる企業の生産活動に関しては、10 月の鉱工業生産指数が前月比▲0.8%と 2 か月連続で減少した。内訳では製造業、鉱業、公益が幅広く落ち込んだ。製造業に関しては、非耐久財が前月から横ばいだったものの、耐久財が同▲1.2%と大きく減少した。これは、GM 社ストの影響が大きく、自動車生産は同▲12.9%であった。ただし、自動車関連を除いても耐久財は同▲0.2%と減少に変わりはなく、製造業全般の活動が弱含んでいる。また、原油価格が伸び悩む中でシェール関連企業の活動が抑制され、鉱業の活動も軟調な状況が続いている。このように企業の生産活動が全般的に抑制される中、10 月の設備稼働率は 76.7%となり、直近のピークであった 2018 年 11 月から 3%pt 程度低下した。このように生産の落ち込みによる設備稼働率の低下が設備投資需要を下押ししているとみられる。

企業の生産活動については、個人消費など堅調な内需が下支えするものの、外需が抑制要因となっている。7-9 月期の実質輸出は前期比年率+0.7%と増加に転じたものの小幅に留まり頭打ち感が強い状況。内訳を見ると、財では石油等非耐久財が増加したものの、資本財の減少が続いたことに加え、食料品も減少に転じた。サービスでは輸送サービスや特許権等使用料などが全体を押し下げた。

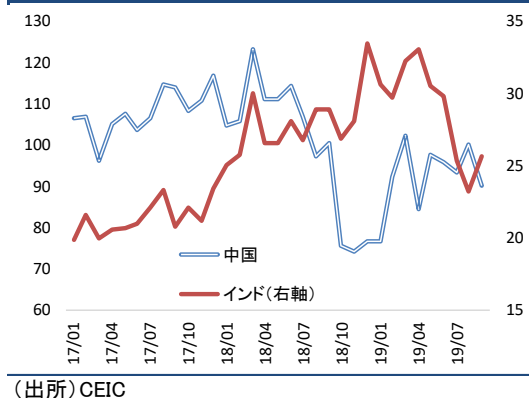
国別（名目ベース）では、大豆の輸出増によって中国向け（2018 年シェア：7.2%）が増加したもののインド（2.0%）、フランス（2.2%）、メキシコ（15.9%）など幅広く減少した。特にインドに関しては、2018 年に米国が課した鉄鋼・アルミ製品への関税引き上げ、2019 年 5 月に発表した特惠関税制度の適用除外などを受け、インドが米国製の農産品等に対する関税を引き上げたことが影響したとみられる。ほかにも、航空機の補助金問題に関連して 2019 年 10 月に EU からの輸入 75 億ドル分に追加関税を発動、EU 側も報復措置を検討中など、注目される中国との間だけでなく様々な国・地域と摩擦が生じている。

また、世界的な不透明感の高まり、FRB の利上げ継続などによってドル高が進行したこと、世界的な景気減速も米国の輸出を下押ししているとみられる。今後は世界景気の持ち直しが輸出の押し上げ要因となるものの、各国・地域との貿易摩擦によって輸出は増えるが伸び悩むことが予想される。そのため、国内の生産活動、設備投資需要も拡大に転じることが期待されるがそのペースは緩慢に留まるだろう。

鉱工業生産指数、稼働率の推移



中国、インド向け輸出(億ドル)



好調な雇用環境が続く

雇用環境については、10月の非農業部門雇用者数が前月差+12.8万人と2019年に入ってから平均的な増加幅である約17万人を大きく下回った。しかし、8月、9月分が改定され、それぞれ+21.9万人（改定前：+16.8万人）、18.0万人（改定前：+13.6万人）と大幅に上方修正された。9月分公表時点で雇用減速懸念が生じたが、この改定を受けて少なくとも9月までは雇用が減速していなかったということになるだろう。

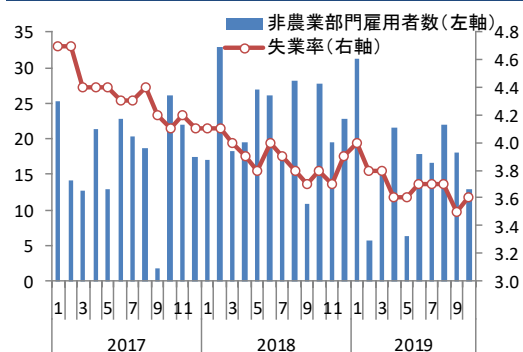
さらに直近である10月分に関して業種別に見ると、製造業は前月差▲3.6万人と2ヵ月連続で減少、さらに9月分からマイナス幅が拡大した。大幅減となった主因は同▲4.2万人となった自動車・同部品セクターであり、自動車関連を除くと製造業はわずかながら増加した。自動車関連はGM社従業員のストによる影響が大きかったとみられる。しかし、10月25日に労働協約が承認され、40日に及ぶストが終結したため、11月は自動車関連での反動増が見込まれる。雇用の大半を占める民間サービス部門は同+15.7万人と、9月（同+16.0万人）と同程度の増加ペースであった。宿泊・飲食などレジャー関連を筆頭に、幅広い業種で雇用が拡大した。

失業率は3.6%と9月から0.1%pt上昇したものの、引き続き歴史的低水準を維持している。就業者数は堅調に増加しており、失業率の上昇を悲観的に捉える必要はないだろう。また、現役世代（20～54歳）の労働参加率が82.8%と2009年8月以来約10年ぶりの高水準となった。これはリーマン・ショック前の水準と同程度で、追加的な労働供給力が低下していることが指摘できる。

このように労働需給がひっ迫する中、10月の賃金上昇率は前年比+3.0%と引き続き堅調に推移した。9月分公表時点では約1年ぶりに前年比3%を割ったと見られたが、9月分も同+3.0%に上方改定されたため、2ヵ月連続で同程度の賃上げペースだった。内訳は、小売やレジャー、輸送など比較的低賃金の業種が9月から低下したものの、引き続き高い賃金上昇率を維持、製造業は幅広い業種で賃上げが進み、2017年2月以来の高い伸び率となった。

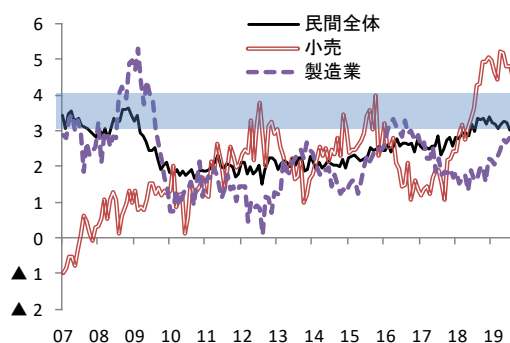
先月、9月分の雇用統計が発表された際は雇用環境の改善ペースに鈍化の懸念が生じたが、その懸念は過去分の改定により払しょくされたと言えるだろう。さらに、10月分もストの影響による下押しなどもあり、実態は数字より良好と見られる。米国の雇用環境は引き続き底堅く改善していると判断できるだろう。今後も短期的には個人消費が底堅く推移する中で雇用の拡大が続く見込みである。

雇用者数と失業率(万人、%)



(出所)CEIC

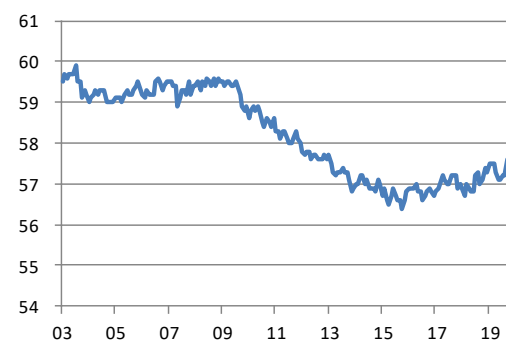
民間企業の時給の推移(前年比、%)



(出所)CEIC

中長期的には労働市場における供給制約が指摘されるが、依然として残る「スラック」により深刻な雇用者不足とはならないだろう。上述のとおり失業率はすでに十分に低下しており、現役世代の労働参加率も過去と比較すると上昇余地は乏しい。米国においても緩やかながら高齢化が進んでおり、足元で現役世代の人口は頭打ちで追加的な労働供給を期待することは難しい。他方、足元の女性の労働参加率は57.8%とリーマン・ショック前の水準を2%ptほど下回っていることに加え、働く意思はあるものの現在職探しをしていないディスカレッジドワーカーが34万人いる。高齢者の労働参加率が上昇傾向にあるものの40%程度と低いことも労働供給余地にカウントできるだろう。女性の労働参加率が2%pt上昇すれば追加的に200万人超の就業者が生まれることになるため、依然潜在的に200万人以上の労働供給が可能と考えられる。また、経済的理由でパートタイムの職についている者も2000年代前半に比べると20万人超多く、全体の労働時間にも増加余地が残る。

女性の労働参加率(%)

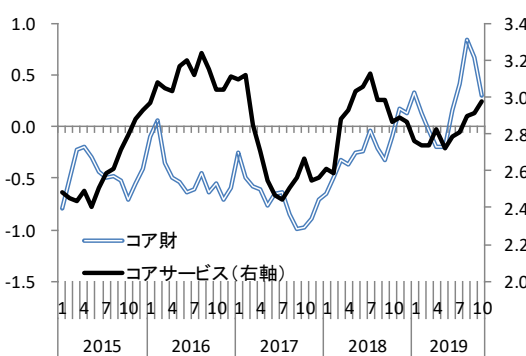


(出所)CEIC

今後現役世代の労働需給が更にタイトになる中で、企業の採用意欲の向上、賃金の上昇に伴い、現在働いていない女性や高齢者などから職を探す者が増えることが期待される。雇用者数の増加ペースは徐々に緩慢になることが見込まれるが、深刻な労働力不足に陥るのはまだ先の話である。ただし、現在でもすでに一部業種で顕在化しているように、それぞれの分野における熟練労働者は不足している。雇用の確保と同時に教育の重要性が増すことが見込まれる。

インフレ動向については、10月の消費者物価指数が前年比+1.8%と9月(同+1.7%)からわずかに加速した。変動の大きい食料・エネルギーを除くコアCPIは同+2.3%と9月から0.1%pt低下したものの、2%台中ごろの伸びが安定的に続いている。最近の傾向を内訳別にみると、財に関しては米中貿易摩擦による押し上げが生じているもののドル高等により上昇は限定的だが、全体の6割超を占めるサービスはシェアの大きい家賃が安定的に上昇する中、ヘルスケア関連が全体の押し上げに寄与している。FRBが注目するダラス連銀の刈り込み平均PCEは前年比2%程度で安定的に上昇しており、低インフレの状況にはないと判断できる。

コアCPI内訳の推移(前年比、%)



(出所)CEIC

むしろ、賃金上昇率が比較的高い伸びを続ける中で労働需給がさらにひっ迫すれば、インフレ圧力がさらに高まる可能性がある。貿易摩擦というかく乱要因はあるものの、個人消費を中心とした内需が底堅く拡大する状況においては先行きのインフレ加速を懸念すべきだろう。

利下げは3回で終了、利上げの可能性を探る局面入り

金融政策に関しては、10月29-30日に開催されたFOMCにおいて、3回連続となる利下げが実施され、フェデラルファンド・レートの誘導目標は1.50-1.75%となった。市場ではすでに利下げが織り込まれて

いたためサプライズはなかったが、当社は据え置きを予想していた。その理由として、(1) 経済・雇用環境は底堅く推移しており利下げを必要とする環境ではないこと、(2) FOMC 参加者の間でも意見がわかれており、3 回連続の利下げに踏み切るのは困難であることを挙げていた。(1) の経済・雇用環境に関しては、7-9 月期 GDP や 10 月の雇用統計でも底堅いとの見方に違いはないと判断できるだろう。しかし、(2) の FOMC 参加者の間での意見の集約については、FOMC 参加者の金利見通し（いわゆるドットチャート）や最近の発言から、利下げするにしても前回以上に反対する者が増えるかとみていたが、結果的にはボストン連銀のローゼングレン総裁、カンザスシティ連銀のジョージ総裁の 2 名が反対票を投じ、これまでと変わらない顔ぶれであった。利下げを主導したと考えられるパウエル議長の指導力が勝ったと言えるだろう。

他方、声明文においては「景気拡大のため適切に行動する」という文言が削除され、今後の金利据え置きが示唆された。パウエル議長の記者会見においても、現在の金融政策が良好な状態にある旨が発言され、当面追加利下げの可能性が低いことがうかがえる。結果的に賛成多数となったが、議論では幅広い見解があったことに言及、FOMC 参加者の意見にばらつきがある点も指摘できる。今回の発表、現在の経済・雇用環境を考えれば、米中貿易摩擦のさらなる激化など大きなショックが生じない限りは、追加利下げの可能性は低いだろう。むしろパウエル議長の会見においては、今後の利上げの可能性はインフレ次第と言及されており、インフレ動向の見通しがより重要となる。

2021 年までの米国経済は底堅い成長を予想

こうした経済の現状を踏まえ今後の米国経済を見通すと、2019 年は減税効果の剥落や米中貿易摩擦による先行き不透明感の高まりにより、2018 年に比べて個人消費や設備投資を中心に伸びが鈍化する見込み。しかし、雇用・所得環境が堅調に回復する中で内需は底堅く推移し、2%程度と言われる潜在成長率を若干上回って推移するだろう。なお、再選を目指すトランプ大統領にとっては 2020 年の大統領選に向けて経済の減速が最大のリスクと考えられ、経済の減速要因を取り除くインセンティブが働くことが見込まれる。中国との貿易摩擦については、現在農産品の輸入額や既存の関税撤廃などで争っていることに加え、香港の問題など不透明な部分もあるが、2019 年 12 月中に「第一弾合意」に至り、12 月 15 日に予定されている追加関税は行わないことを想定している。

2020 年は 11 月に大統領選挙が実施される。現時点までの情報に基づけば、2020 年大統領選においては共和党・トランプ大統領が再選する蓋然性がわずかだが高いとみられる。トランプ大統領の支持率は就任以来 50%を下回っており、特に女性票や郊外での支持低下が指摘される。しかし、対する民主党は現時点でトップを走る中道左派のバイデン前副大統領の勢いがなくなっている反面、富裕層課税などの政策を掲げる急進左派のエリザベス・ウォーレン上院議員やバーニー・サンダース上院議員の勢いが増している。中道派ではサウスベンド市長のピート・ブティジェッジ氏も一定の支持を集め、直近ではニューヨーク前市長のブルームバーグ氏が民主党の指名争いへ出馬を表明した。民主党の大統領候補選びでは急進左派が勝利したとしても、本選においては中道の有権者を取り込むことは困難であると考えられる。仮に中道派の候補者が選ばれたとしても、分断された民主党支持層をまとめることは難しいだろう。また、様々な批判を受けるトランプ大統領だが、減税など公約は着実に実行しており、経済も堅調に推移している。人間性や長期的な米国の在り方の観点からは反トランプ票が集まるが、現在の米国人の生活は確実に豊かになっており正面から反対をするのも難しい状況であると考ええる。

米国経済は労働供給力が限られる中で雇用の拡大ペースが若干鈍化し、個人消費の拡大ペースは落ち着くが、設備投資や輸出が持ち直し、2019年同様潜在成長率を上回る成長が続くことを見込む。ただし、設備投資に関しては循環的に下押し圧力が強まるため、米中貿易摩擦による先行き不透明感が低下しても力強い回復とはならない見込み。インフレ圧力の高まりにより物価上昇率は2%を上回るが、FRBの利上げ開始は2020年後半となることを想定している

ことも景気を押し上げるだろう。なぜなら、トランプ大統領はFRBによる利上げを繰り返し批判しており、大統領選が近づくにつれてそのトーンが強くなることを見込まれる。さらに、現時点で金融市場は利下げ期待が低下したものの、利上げを織り込めておらず、実際に利上げを行うにはコミュニケーションに費やす時間を要することが挙げられる。

2021年はトランプ再選により、現状から大きな政策変更は見込んでいない。2020年後半からの利上げ再開により金利が徐々に上昇する中で、労働供給の不足がさらに進展し2020年に比べて個人消費や設備投資を中心に幅広く成長が鈍化する見込み。しかし中国との間で行われた追加関税が徐々に撤廃され先行き不透明感が後退、FRBによる利上げも金融緩和の状態から正常化へ向けた動きであり、過度な引き締めとはならず潜在成長率程度の成長は維持するだろう。

2021年までの米国経済見通し

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
GDP	1.6	2.4	2.9	2.3	2.3	2.0
個人消費	2.7	2.6	3.0	2.6	2.4	2.0
設備投資	0.7	4.4	6.4	2.2	3.2	2.6
住宅投資	6.5	3.5	▲ 1.5	▲ 1.8	1.8	0.8
在庫投資	(▲ 0.6)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(▲ 0.0)	(▲ 0.0)
純輸出	(▲ 0.4)	(▲ 0.4)	(▲ 0.4)	(▲ 0.3)	(▲ 0.2)	(▲ 0.1)
輸出	▲ 0.0	3.5	3.0	▲ 0.1	1.1	2.8
輸入	2.0	4.7	4.4	1.5	2.1	2.4
政府消費	1.8	0.6	1.7	1.8	2.1	1.2
公共投資	1.8	1.2	2.0	4.4	4.7	2.7
失業率	4.8	4.1	3.8	3.6	3.4	3.4
PCEコア	1.8	1.7	1.9	1.8	2.4	2.6
長期金利	2.5	2.4	2.8	1.8	2.5	3.3

(出所) CEIC, BEA

(注1) オレンジの計数は伊藤忠総研予測

(注2) 在庫投資、純輸出はGDPへの寄与度

(注3) 失業率、PCEコア、長期金利は期末値