

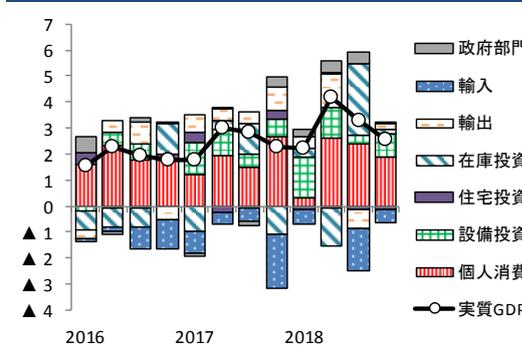
米国経済 UPDATE：経済が停滞する中、金融政策がサポート役に転換

足元の米国経済は先行き不透明感や天候要因などにより引き続き停滞。しかし、雇用環境の改善をはじめ内需の基調は底堅いとみられ、家計や企業のマインドも改善傾向にある。さらに、3月のFOMCでは9月までに資産縮小を停止すること、利上げ局面終了を示唆する金利見通しが発表された。昨年末までは景気の先行きに対して下押し要因となっていた金融政策は、景気のサポート役に転換した。現在の景気減速は一時的に留まり、再び拡大することが期待される。

10-12月の実質GDP成長率は鈍化したものの引き続き堅調

政府機関の一部閉鎖の影響により、10-12月のGDPは当初の予定（1月29日）から大幅に遅れ2月28日に公表された。実質GDP成長率は前期比年率+2.6%と前期（同+3.4%）からは鈍化したものの、引き続き2%程度とみられる潜在成長率を上回って堅調に推移した。住宅投資や純輸出が引き続きGDPを押し下げ、前期に大きな押し上げ要因となった在庫投資と個人消費の伸びが鈍化する中、前期に鈍化した設備投資の伸びが加速した。10-12月期までの米国経済は堅調に推移し、2018年暦年で見ても前年比+2.9%と潜在成長率を大きく上回るペースで成長した。対称的に、後述する2019年入り後の米国景気は海外景気の減速や米中貿易摩擦の懸念などにより一時的な調整局面を迎えている。

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



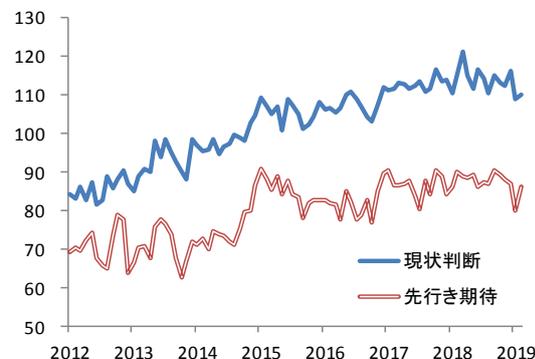
(出所)CEIC

個人消費は天候要因により抑制されたが消費者マインドは改善傾向

個人消費については、18年10-12月期の実質個人消費は前期比年率+2.8%と引き続き堅調なもの、前期（同+3.5%）から減速した。内訳を見ると、自動車関連はハリケーンに伴う需要減の反動から増加に転じたものの、飲食・宿泊が減少したことによりサービス消費が減速、住宅市場の不調に伴う住宅関連財や年末商戦が期待ほどではなかったことから娯楽関連財が鈍化した。雇用・所得環境が堅調に回復する中、米中貿易摩擦や政府機関の一部閉鎖等に伴う株価下落、タカ派寄りの金融政策などが全体の消費を抑制した。

足元の個人消費は、1月の小売売上高が前月比+0.2%と3か月の増加に転じたもののその勢いは弱い。内訳を見ると、年末商戦に減少したデパートを含む一般小売店、スポーツ等用品店は増加に転じたものの、昨年末まで自動車大幅に減少した。自動車販売台数は昨年末まで年率1750万台程度と高水準を横ばいで推移してきたが、19年に入ってから1月1668万台、2月1653万台と1700

消費者マインドの推移(1966年=100)



(出所)CEIC

(注)消費者マインドはミシガン大学の消費者態度指数。

万台を割って2か月連続で減少している。

1月、2月は寒波や豪雨の影響が例年に比べて多かったことが一時的に自動車販売を中心に消費を抑制したものとみられる。後述するように雇用・所得環境は依然として改善が続いており、ミシガン大学の消費者態度指数に見る消費者マインドは昨年末以降改善傾向にあり、3月も前月から現況・先行きともに改善している。個人消費の減速は一時的に留まるとみられる。

住宅市場は底打ち、今後の回復は緩慢に留まる見込み

18年10-12月期の住宅投資は前期比年率▲3.5%と4四半期連続で減少した。集合住宅は増加に転じたが、住宅投資の大半を占める戸建住宅の減少が全体を押し下げた。昨年末までは住宅ローン金利や住宅価格の上昇などにより住宅需要が下押しされ、供給側も用地や労働力不足などが指摘されるなど、住宅市場が伸び悩んだ。

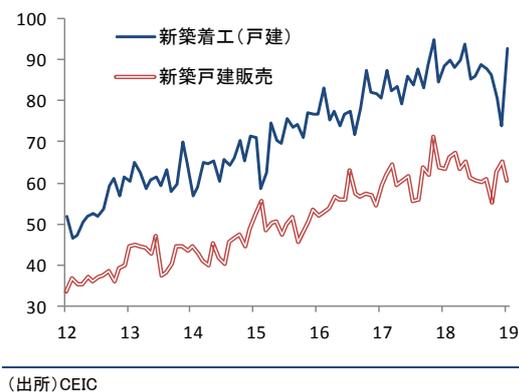
他方、2019年に入ってからには一部に状況の緩和が見られる。住宅ローン金利は長期金利と共に低下し、2月の30年固定住宅ローン金利は4.37%と昨年11月(4.87%)から0.5%pt低下、住宅価格も販売不振に伴う在庫の積み上がりを受けて上昇ペースが鈍化している。その結果、18年12月に大幅減となった住宅着工は19年1月に急増、11月までの水準に回復した。昨年後半に急激に悪化した住宅建設業者の景況感は19年入り後に下げ止まり、3月にかけては緩やかながら改善している。人手不足など供給側の下押し要因は早期に改善するものではないため住宅市場の急回復は想定しづらいが、雇用・所得環境の改善が続く中で需要要因の下押しが解消される中、緩慢ながら増加傾向が続くと見込まれる。

輸出入は米中貿易交渉の先行き次第

18年10-12月期の実質輸出入はそれぞれ前期比年率+1.6%、2.7%と増加した。輸出は4-6月期に急増、その反動で7-9月期は減少に転じたが10-12月期はプラスに復した。財輸出は自動車を除く資本財や石油等工業用原料が増加に転じたものの、中国による大豆、自動車への関税措置等の影響で食料品、自動車関連の減少が続いており、財輸出は引き続き軟調と言えよう。米中貿易摩擦の影響を色濃く表す内容であった。輸入は同+2.7%と7-9月期(同+9.7%)から減速したが、7-9月期は対中制裁関税前の駆け込み需要で急増したため10-12月期は巡航速度に戻ったと言えるだろう。財輸入は12月まで暖冬だった影響で石油等工業用原料が減少、耐久消費財は前期の駆け込み需要の反動から減少したが、自動車は引き続き堅調に増加した。

現在、米中貿易摩擦は両国による協議が行われている。米国は交渉がまとまらなければ3月2日に中国からの輸入2000億ドル分の追加関税を現在の10%から25%に引き上げるとしていたが、2月までの閣僚級協議で一定の進展が見られたことから追加関税措置を延期した。ただし、当初3月中に首脳会談を行い何らかの合意を目指す考えであったものが4月以降にずれこむ予定である。米中貿易摩擦は米国経済にとってもマイナスであるが、対中強硬派がリードするトランプ政権では交渉がまとまらない可能性が依然として残る。

新築戸建ての着工・販売(季節調整値、年率万戸)



製造業は外需の減速で鈍化するも内需は引き続き堅調

18年10-12月期の設備投資は前期比年率+6.2%と7-9月期(同+2.5%)から加速した。構築物投資は前期に続き減少したものの、機械投資、無形資産投資が加速した。構築物投資は原油価格の低迷から鉱業が引き続き減少したことに加え、インフラや商業施設など幅広く減少。機械投資はコンピューター等情報関連の減少幅が拡大したが、減少が続いていた自動車が大幅な増加に転じた。しかし、1月の資本財受注(航空機除く)は前月比+0.8%と3か月ぶりに増加したが3か月移動平均は同▲0.4%となっており、足元の設備投資の動向は力強さを欠いている。

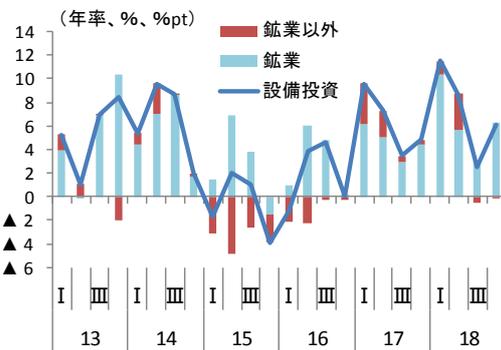
企業活動に関しては、2月の鉱工業生産指数が前月比+0.1%とプラスに転じたが、1月の同▲0.4%を取り戻すほどの伸びではなかった。電気・ガスなどの公益が3か月ぶりに増加に転じたものの、製造業が同▲0.4%と減少が続いたことが影響した。特に、前月大幅に減少した自動車関連は2月に増加に転じたがその勢いは引き続き弱い。また、農業・建設用機械をはじめ幅広い業種で生産が減少した。その結果、緩やかな増勢が続いていた製造業の設備稼働率も頭打ちとなった。上述のように輸出が軟調なことに加え、2月も寒波等天候要因が経済活動を下押ししたとみられる。設備投資、生産は足元で頭打ちと評価できるだろう。

企業マインドに目を向けると製造業と非製造業でデカップリングしつつあることを示唆している。2月のISM製造業指数は生産・新規受注の悪化により54.2(前月:56.6)へ低下した反面、非製造業指数は59.7(前月:56.7)へ上昇。製造業は米中貿易摩擦など外需の下押し圧力の影響を受けているが、非製造業は内需が中心のため比較的堅調と見ることができよう。過去2回の景気後退期では、製造業、非製造業が揃って低下した。しかし、2012-13年と2015-16年には製造業指数が低下、非製造業指数が堅調でデカップリングしたが、景気後退には陥らず踊り場に留まった経験則がある。製造業は先行性があるため留意が必要だが、非製造業が減速していない現時点において景気後退を過度に意識する必要はないだろう。企業活動は外需や天候要因で踊り場だが、堅調な内需の拡大に伴い再び増勢に復することが見込まれる。

利上げ停止を示唆、資産縮小の停止とハト派姿勢が強化された3月FOMC

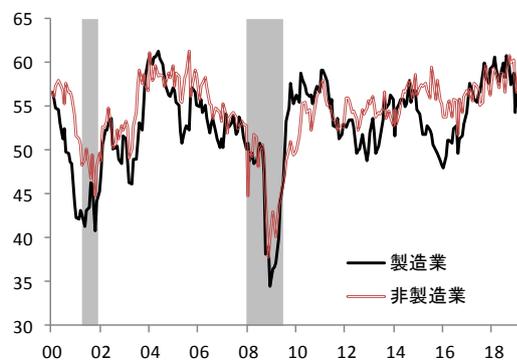
雇用環境は、2月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差+2.0万人と前月とほぼ横ばいとどまり、雇用環境改善の目安とされる15-20万人を大幅に下回った。12月、1月は上方修正されたものの、それぞれ+0.5、+0.7万人の修正であり2月の大幅な落ち込みを支えられるほどの上方修正ではなかった。ただし、雇用統計はサンプル調査の上推計を行っており、±11.5万人の誤差が生じうるとされている。また、給与計算サービスを行う民間企業のADPの調査では2月の民間雇用者数は同+18.3万人と雇用者数が堅調

設備投資の推移(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所)CEIC

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。

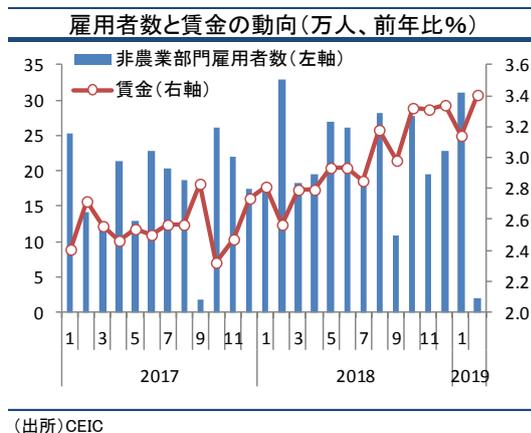
に増加したことを示した。雇用統計の雇用者数増加ペースの減速は推計による誤差が生じた可能性がある。3か月移動平均で見れば、引き続き20万人程度の増加ペースが続いている。なお、2月の雇用統計の内訳は建設業、製造業、サービス業、政府と幅広い業種で雇用の減少、または増加ペースの鈍化が生じた。

他方、失業率は3.8%と1月(4.0%)から低下した。1月は政府機関の一部閉鎖の影響で一時帰休の政府職員が一時的に失業者に計上された影響で失業率が上昇しており、2月はその要因が解消されたため低下した。失業率は引き続き歴史低水準で推移し、労働需給のひっ迫が続いていることが示された。そのため、2月の時給は前年比+3.4%と前月(同+3.1%)から加速、3%を上回るのは5か月連続となった。業種別では製造業が同+2.0%と出遅れる中、サービス業が同+3.7%と全体を押し上げた。元々堅調であった小売や情報の加速が続いたことに加え、レジャーが4%を上回る伸びを示した。労働市場の需給ひっ迫が着実に賃金上昇と言う形で幅広い業種に広がりつつあることを示す内容であった。

2月の消費者物価指数は前月比+0.2%と3か月小幅に低下した後上昇した。ただし、これはエネルギー価格の上昇が主因であり、食料・エネルギーを除くコアCPIは同+0.1%と前月(同+0.2%)から小幅に低下した。内訳では医療サービスや娯楽用品などの低下、衣料品の伸び縮小など幅広い品目が全体を押し下げた。賃金の上昇ペースが加速しつつあるものの、依然として幅広い財やサービスの価格上昇にはつながっていないことが示された。

こうした雇用、物価動向の中、3月19-20日に開催されたFOMCでは、事前予想通り政策金利の誘導目標が2.25-2.50%に据え置かれた。同日発表されたFOMC参加者の経済見通しは2019年を中心に下方修正が目立った。2019年の経済成長率見通しは2.1%と前回(18年12月時点)に比べて0.2%pt低下、失業率見通しは3.7%と前回から0.2%pt上昇した。インフレ率の見通しも僅かに下方修正されたが、コアPCEの見通しは変更がないため資源価格下落を織り込んだものとみられる。こうした景気の見方の変化に伴い、声明文でも景気判断が「底堅く拡大」から「成長が鈍化」へ下方修正された。

FOMC参加者の政策金利見通しは、前は2019年の利上げ回数の中央値が2回であったが、今回は据え置きが11人に上り、利上げ回数の中央値が0回となった。さらに、2020年の中央値は1回、2021年は再び0回と利上げ局面の終了を示唆する見通しであった。また、現在毎月300億ドルずつ行っている米国債残高縮小のペースを5月から150億ドルに鈍化させ、9月には一旦縮小を停止することを発表した。すでに1月に入ってからハト派スタンスが強調されていたため、利上げ見通しの引き下げや資産縮小の終了は想定内であったが、利上げ局面の終了を示唆する見通しであったこと、資産縮小を9月に終えることは想定を上回るハト派姿勢の強さと言えるだろう。



FOMC参加者の見通し

	2019	2020	2021	(%) 長期
経済成長率	2.1	1.9	1.8	1.9
(18年12月予想)	2.3	2.0	1.8	1.9
失業率	3.7	3.8	3.9	4.3
(18年12月予想)	3.5	3.6	3.8	4.4
インフレ率	1.8	2.0	2.0	2.0
(18年12月予想)	1.9	2.1	2.1	2.0

(出所)FRB
(注)経済成長率は実質GDP成長率、インフレ率はPCEデフレーター

他方、パウエル議長の記者会見では現在の経済状況は引き続き堅調であり、先行きも堅調に推移することが強調された。2019年の経済成長率見通しは下方修正されたが、これは足元の減速を織り込んだ結果と考えられ、先行き見通しが変わったことを示すものではない。しかし、欧州や中国の景気減速懸念、関税措置、金融市場の不安定化などリスクが強まっている。すでに現在の金利水準が中立金利の下限に近い中、インフレ率は安定しており、景気の基調が引き続き強いとしても下振れリスクを冒してまで利上げを行う必要がないと判断したと考えられる。



ただし、労働市場の需給は逼迫した状況が続き賃金上昇圧力が高まって、すでに賃金上昇の範囲は広がりつつある。さらに、今回の決定・見通しで年後半以降の景気は想定より力強いものとなり、インフレ圧力が高まる可能性がある。年内利上げの可能性はまだ残ると見るべきだろう。