

## 米国経済 UPDATE : 「外低内高」の状況が続く米国経済

足元の米国経済は、海外経済の減速や貿易摩擦の影響を受けて製造業を中心とする企業部門で頭打ちの様相が見られる。他方、年始の天候要因による下押しが払しょくされ、力強い雇用環境の改善を元に個人消費が回復する状況となっている。金融政策は先行き不確実性の高まりに配慮して当面景気を後押しするとみられ、「外低内高」の米国経済は緩やかな拡大路線を辿るだろう。

### 個人消費は天候要因払しょくにより回復

個人消費については、3月の小売売上高が前月比+1.6%と2か月ぶりの増加に転じた。また、振れの大きいガソリンを除く小売売上高も同+1.4%と増加した。オンライン販売を含む無店舗小売や飲食店の増加が続いたことに加え、1、2月の下押し要因であった自動車ディーラーが増加に転じた。3月の自動車販売台数は年率換算1748万台と3か月ぶりに1700万台を上回り、台数ベースでも堅調である。1、2月はマインドの悪化に加えて寒波など天候要因も個人消費を下押ししたが、3月の増加はこれまでの抑制された需要が発現したとみることができるだろう。

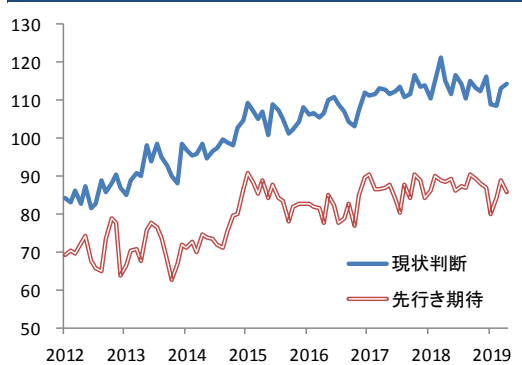
消費者マインドに関しても引き続き高水準が続いている。4月のミシガン大学の消費者態度指数は、現況が改善、先行きは悪化した。また、1月の貯蓄率は7.5%と高水準を維持しており消費の余力は残されている。3月の小売売上高は1-2月の反動で押し上げられた部分もあり持続可能な増加ペースとは言えないが、後述するように雇用環境の改善は続いており、消費の基調は依然として強いとみられる。

### 住宅市場は軟調が続くが購入環境の改善が販売を促進

住宅市場については18年夏以降軟調に推移し、足元でも減少傾向が続いている。2月の住宅着工戸数は前月比▲12.0%減少し、直近の3月も同▲0.3%減少し年率換算113.9万戸となった。2戸以上の集合住宅は横ばいだったものの、戸建が全体を押し下げた。2月の急減は1月の増加の反動とみられるが、3月は2月の水準をさらに下回り、3月の住宅着工許可件数も減少したため、現在の住宅着工は減少傾向と言えるだろう。しかし、以下に述べるように住宅需要は高まりつつあるため今後は緩やかながら増加する見込み。

2月の新築住宅販売は同+4.9%と2か月連続で増加、中古住宅販売も同+11.8%と4か月ぶりの増加に転じた。背景には住宅購入環境の改善がある。30年固定住宅ローン金利は昨年後半以降低下傾向が続いて

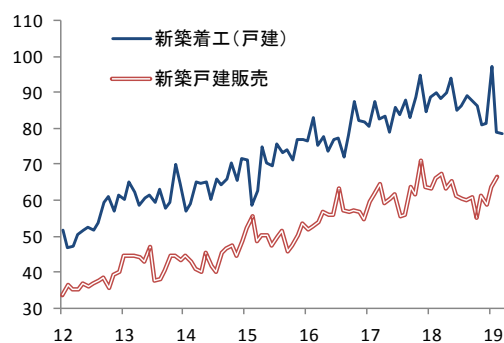
消費者マインドの推移(1966年=100)



(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。

新築戸建ての着工・販売(季節調整値、年率万戸)



(出所)CEIC

おり、3月は4.27%と2018年1月以来の低水準となった。また、2018年夏以降販売が不調だった影響で新築を中心に在庫が積み上がり、住宅価格の上昇ペースも鈍化傾向にある。雇用・所得環境の改善が続いていることもあり、消費者にとって住宅を購入しやすい環境が整ってきている。客足が徐々に回復していることを受け、住宅建設業者の景況感も改善続いており、4月は昨年10月以来の高水準となった。先行きに関しては、人手不足など供給側の下押し要因があることに加え、依然として中古住宅の在庫は低水準のため価格の低下余地は小さい。そのため住宅販売の急回復は想定しづらいが、雇用・所得環境の改善を元に緩慢ながら住宅購入は増える見込みのため、着工においても緩やかな増加傾向になることが見込まれる。

### 輸出の先行きは引き続き不透明

2月の貿易統計(実質ベース)は輸出が前月比+0.6%と2か月連続で増加した一方、輸入が同▲0.4%と2か月連続で減少した。輸出は資本財、自動車全体を押し上げた。また、これまで輸出の減少に寄与していた食料品は下げ幅が縮小した。中国は大豆に報復関税を課したため昨年後半以降大幅に減少していた。しかし、昨年末に中国政府が国家備蓄用として大豆輸入の再開を決定した影響で、2月は約210万トンと追加関税が課されていない前年とほぼ同水準(約209万トン)の大豆が輸出された。予定では夏ごろまでに1000万トンの大豆輸出が見込まれており、米中貿易摩擦の影響が和らぐことになる。しかし、米中貿易協議はいまだ進行中であり、更に日本やEUとの貿易交渉の影響も受ける可能性がある。輸出の先行きは通商政策と海外景気の動向に大きく影響を受けるため、不確実性が高い状況が続くこととなるだろう。

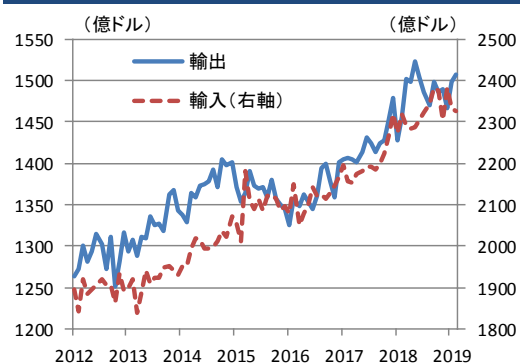
輸入に関しては消費財や資本財が増加に転じたものの、工業用原料が大幅に減少し全体を押し下げた。現在、自動車を中心に企業の生産活動は伸び悩んでおり、輸入の減少傾向も企業活動の頭打ちが背景にあると考えられる。しかし、個人消費を中心に内需は堅調であり、製造業も年後半に向けては足元の踊り場を抜けて拡大する見込みである。輸入も内需の拡大ペースに沿った緩やかな拡大基調となるだろう。

### 企業部門は海外経済の減速を受けて頭打ちの状況

設備投資に関しては、先行指標となる非国防資本財(航空機除く)の新規受注は2月が前月比▲0.1%と小幅ながら減少した。資本財受注は18年7月をピークに緩やかな減少傾向が続いている。足元で下げ止まりの兆しはみられるものの、企業の生産活動が頭打ちとなり設備稼働率も伸び悩んでいる。企業の先行き見通しが改善しない中で設備投資は短期的には軟調に推移する見込み。しかし、生産の拡大と共に次第に緩やかな増勢に復するとみられる。

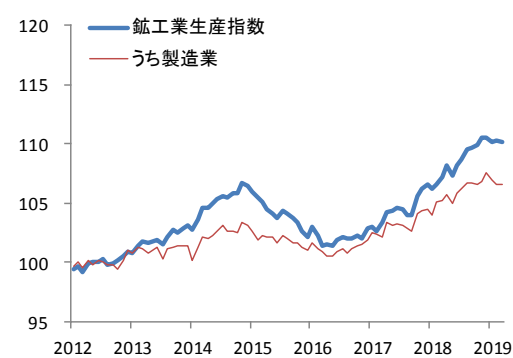
企業活動に関しては、3月の鉱工業生産指数が前月比▲0.1%と再びマイナスに転じた。内訳を見ると、電気・ガスなどの公益は

実質輸出入の推移(季節調整値)



(出所)CEIC

鉱工業生産指数の推移(2012年=100)



(出所)CEIC

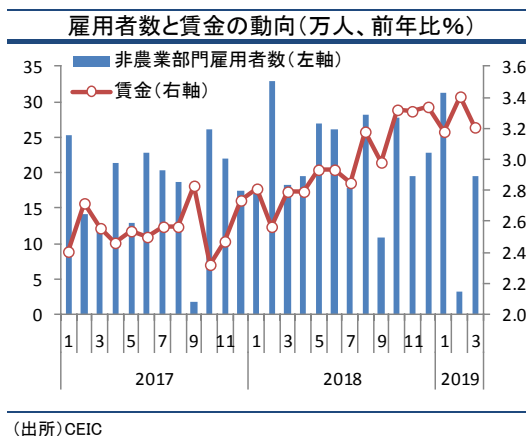
プラスを維持したものの、鉱業、製造業がそれぞれ3か月連続のマイナスとなった。製造業では、半導体等電子部品や産業用機械などが増加したものの、自動車関連などが大幅に減少したため同▲0.0%とおおむね横ばいの推移となった。2月までは寒波など悪天候による押し下げが生じていたと考えられるが、3月は天候も回復しており特殊要因に理由を求めることが難しい。一部報道によれば、自動車は在庫の積み上がりが生産を抑制している。足元の生産の基調は頭打ちと認識すべきだろう。

ISM 指数に見る企業マインドは頭打ちながら比較的高水準を維持している。3月のISM製造業指数は生産や新規受注の改善によって55.3と前月(54.2)から上昇。他方ISM非製造業指数は事業活動、新規受注の悪化により56.1と前月(59.7)から低下。企業の景況感は製造業、非製造業ともに一進一退の動きとなっており、頭打ちの様相を呈している。ただし、いずれも水準は高いことから業況が悪いことを示すものではない。また、4月のニューヨーク連銀製造業景況指数は現況が改善したが先行きは悪化した。4月のフィラデルフィア連銀製造業景況指数は拡大幅が縮小、企業の景況感は悪くなっていないが、方向感が定まらない不安定な状況となっている。しかし、今後に関しては雇用環境の改善を起点とした内需は引き続き堅調なことから製造業も含めて企業の景況感は回復に向かうとみられる。



## インフレ圧力が抑制される中で金融政策は景気を後押し

雇用環境は、3月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差+19.6万人と雇用環境改善の目安とされる15-20万人の増加ペースに復した。2月は同+2.0万人(改定後は+3.3万人)と増加ペースが急減したため雇用環境の改善ペース鈍化の懸念が生じていたが、3月のデータを得て引き続き堅調との評価ができよう。内訳では、サービス業、建設業、鉱業、政府と幅広い業種で雇用の増加が見られた。特に、同+17.0万人増加したサービス業では、医療や専門サービス、レジャーなどが全体を牽引した。他方、製造業は自動車製造業の落ち込みにより2017年7月以来20か月ぶりの減少に転じた。上述のように自動車生産は足元で減少しており、雇用も同様に削減されたとみられる。自動車に関しては、雇用・所得環境の改善が進む中で大きく減少することは想定しがたいが、ローンの延滞率は緩やかに上昇しており、銀行の貸出態度も厳しくなりつつある。輸出も減速ぎみであることから、自動車生産は伸び悩む可能性があり、雇用者数も同様の推移になるとみられる。



失業率は3.8%と2月から変わらず、歴史的低水準が続いている。正規雇用の仕事をしたいが経済的理由でパートタイム労働に留まっている者などを含む広義の失業率(U-6)も7.3%と2月と変わらず低水準であった。米国の労働需給は引き締まった状況が続いていると言えるだろう。

労働需給の引き締まりを映じ、労働者の賃金も高い上昇ペースが続いている。3月の民間部門の時給の伸びは前年同月比+3.2%と2月(同+3.4%)から鈍化したが、高い賃金上昇率であることに変わりない。賃金上昇率は昨秋にリーマンショック以降で初めて3%を上回り、現在まで3%を上回る高い伸びが続いている。

業種別に見ると、製造業が同+1.8%、サービス業が同+3.4%と、雇用者数と同様、非製造業の好調さがうかがえる。趨勢的に見ても同様の動きであり、なかでも小売業の賃金上昇が顕著である。たとえば、1年前の小売業の賃金上昇率は+2.4%であったが、今年3月は+4.9%と大幅に加速している。特に、デパートを含む一般小売は3ヵ月連続で10%を上回る上昇率となっている(データは2月まで)。日本と同様、米国でも人手不足が深刻化しており、雇用者全体の約1割を占める小売業のように大量の雇用を必要とする業種では、賃上げなどの対応が求められている。同様に、雇用者を多く抱えるレジャー・宿泊や清掃員などの業務サービスも3%を上回る賃金上昇が続いている。労働需給のひっ迫は、特にサービス業において幅広い業種に広がっていると言えるだろう。

3月の消費者物価指数は前月比+0.4%と2月から伸びが加速し、2ヵ月連続で上昇した。ただし、3月の伸びは原油価格上昇による影響が大きく、食料・エネルギーを除くコアCPIは同+0.1%と2月と変わらず緩やかな上昇であった。内訳を見ると、財では衣料品が大幅に下落した反面、自動車などが全体を押し上げ、食料・エネルギーを除く財は上昇ペースが加速した。他方、サービスは医療サービスなどの上昇率が高まったが、全体として緩慢な伸びに留まった。賃金の上昇ペースが加速しつつあるものの、現状としてインフレ圧力は高まっていないことがうかがえる。

3月19-20日に開催されたFOMCの議事録では、FOMC参加者は景気を引き続き底堅いと認識する一方で、海外経済の減速や減税効果の剥落によって2019年の成長率が減速すると見込んでいることが示された。また、先行きの不確実性に関しては貿易協議やブレグジット、欧州や中国経済の減速を下振れリスクとして認識、消費者や企業マインドや賃金上昇に伴うインフレ高進を上振れリスクとして認識していることがわかった。こうした経済見通しやリスク要因、インフレ圧力が抑えられていることを踏まえ、大半の参加者は年内の金利据え置きが適切との認識を示した。ただし、今後のデータ次第であり、状況によっては利上げ・利下げどちらも取りうることを考える参加者もいた。特に、数名の参加者は実際の成長率が潜在成長率(3月FOMCの長期成長率見通しの中央値は1.9%)を上回れば年後半の利上げもありうるとの考えを示した。一部市場参加者がすでに織り込みつつある利下げに関しては、FOMC参加者は可能性を排除しないが現時点で予想していないことが窺える内容であった。

議事録の内容や景気、物価動向を踏まえると、少なくとも直近の4月30日-5月1日や6月18-19日のFOMCで金利が変更される可能性は低いだろう。足元の景気に力強さが見られないことや、労働需給のひっ迫を受けて賃金は上昇しているもののインフレ率を押し上げていないことから、4-6月期のデータが利上げを促すような内容であることは考えづらい。そのため、金融政策は今後も景気を後押しするとみられ、利上げが行われるとすれば12月FOMCの可能性が高いだろう。