

米国経済 UPDATE：政治リスクが高まる中で経済は再加速

2019年1-3月期の実質GDP成長率は潜在成長率を大きく上回る伸びを示したが、個人消費や設備投資は鈍化しており、実体は減速感の強い内容であった。他方、雇用・所得環境や個人消費は4月以降の再加速を示唆しており、内需を中心に米国経済は再び増勢を強めるとみられる。ただし、米中貿易摩擦の激化や「ねじれ議会」による政治停滞リスクなど米国経済の下押し要因が散見される状況の中、FRBはインフレが一定程度加速した場合も利上げに動きづらい状況となるだろう。景気刺激的な金融政策が続くことが見込まれる。

1-3月期実質GDP成長率は高い伸びだが中身は悪い

2019年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.2%と2018年10-12月期の同+2.2%から加速、潜在成長率（2%程度）を上回る高成長であった。ただし、前期から加速した要因は純輸出や在庫投資であり、個人消費や設備投資の伸びは鈍化、住宅投資のマイナスが続いた。純輸出、在庫投資の影響を除く国内最終需要は同+1.4%と前期の同+2.1%から鈍化した。ヘッドラインは高成長を示唆するものであったが、内需は力強さに欠ける結果であった。

個人消費はマインドの改善もあり再び拡大する見込み

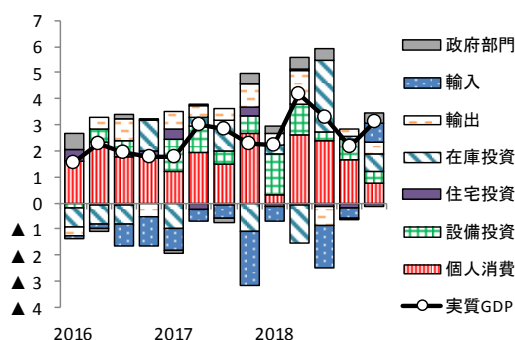
2019年1-3月期の個人消費は、前期比年率+1.2%と2018年10-12月期の同+2.5%から大幅に減速した。財消費は自動車・同部品などの落ち込みにより4四半期ぶりのマイナスに転じ、サービス消費は娯楽がマイナスに転じたことなどにより増加幅が縮小。2019年に入ってから個人消費は、政府機関の一部閉鎖や悪天候の影響で減速感が強まったとみられる。

個人消費の動きを小売売上高でみると、2018年末以降軟調に推移したが、3月は前月比+1.7%と大幅な増加に転じ、4月は同▲0.2%と減少したものの水準は回復した。変動の激しいガソリンを除く小売売上高で見ると、3月は同+1.4%、4月同▲0.3%となった。4月は自動車ディーラーや家電製品などが全体を下押しした。これら項目は3月の増加幅が大きかったため反動減とみられる。

ミシガン大消費者態度指数にみる5月の消費者マインドは2004年以来の高水準となった。特に、政府機関の一部閉鎖など

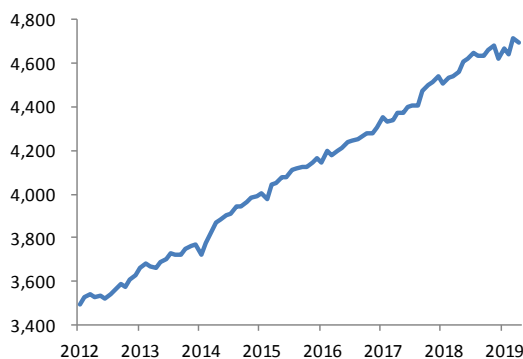
で1月に大幅悪化していた先行き判断の改善傾向が鮮明となっている。さらに、後述するように雇用環境の改善がつづいていることから、今後の消費の基調は強いと考えられる。1-3月期に減速した個人消費は4-6月期以降再び増勢を強めることが見込まれる。ただし、後述するように米中貿易摩擦は再び激化し

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所)CEIC

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。

ており、今後は25%の追加関税の対象が従来の中間財や資本財から消費財へ広がる見込みである。その場合、物価上昇や先行き不透明感による株価下落などを通じて個人消費の下押し圧力が生じる可能性には留意が必要だろう。

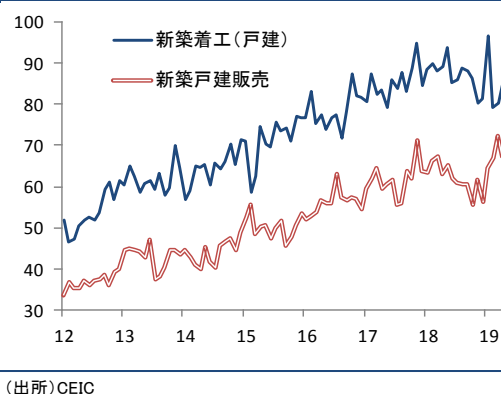
住宅市場は購入の回復が着工に波及し始めた？

2019年1-3月期の住宅投資は前期比年率▲2.8%と5四半期連続で減少した。

住宅市場については2018年夏以降、金利や在庫逼迫による住宅価格の上昇などにより着工、販売共に減少傾向が続いていた。しかし、新築住宅販売（戸建）は2019年に入ってから下げ止まり、4月は前月から減少したものの緩やかながら増加基調となっている。背景にはこれまで販売を下押ししていた金利と価格上昇が緩和されたことが挙げられる。住宅ローン金利は2018年11月の4.87%をピークに低下が続いており、直近の4月は4.14%と2018年初と同程度まで低下した。住宅在庫は依然として少ないものの2017年、18年よりは緩和しており、住宅価格の上昇ペースも一時前年比7%を上回っていたが、足元では5%を下回るほどに鈍化した。

こうした住宅販売の底入れを受け、建設業者の景況感が回復、住宅着工にも底入れの兆しが見られる。4月の住宅着工戸数は前月比+5.7%と急増、2か月連続の増加となった。水準も年率123.5万戸と2018年夏に住宅市場が悪化する前の水準近くまで回復した。依然として在庫は逼迫しており価格上昇が続く見込みであるため住宅販売・着工の急増は見込みづらいものの、雇用・所得環境の改善が続く中で緩やかな増加トレンドに復することが想定されよう。

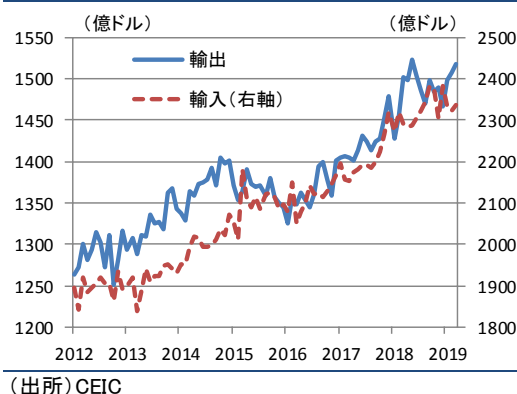
新築戸建ての着工・販売(季節調整値、年率万戸)



輸入は引き続き軟調に推移する見込み

2019年1-3月期の実質輸出は前期比年率+3.7%と前期（同+1.8%）から増加幅が拡大、2四半期連続で増加した。サービスは同+1.8%と前期（同+2.7%）から減速したものの、財が同+4.7%（前期：同+1.2%）が大幅に加速した。ただし、資本財（自動車除く）や工業用原料など幅広い品目で減少しており、全体を押し上げたのは主に食料品と自動車関連である。食料品は中国が国家備蓄用の大豆輸入を再開した影響が大きいとみられ、自動車に関しては過去3四半期減少していた反動とみられる。輸出の増加は一時的要因によるものが大きいだろう。

実質輸出入の推移(季節調整値)



輸入は同▲3.7%と3四半期ぶりの減少に転じた。財・サービス共に減少、特に財に関しては工業用原料、資本財（自動車除く）、自動車関連など幅広い品目で減少がみられた。また、消費財（自動車除く）は同+4.5%と増加は維持したものの、前期（同+13.2%）ほどの力強さはみられない。対中関税措置前の駆け込みの剥落や軟調な内需を映じた結果と言えるだろう。個人消費に回復の兆しが見られることから輸入の基調も消費財を軸に底堅いとみられるが、自動車を中心に生産活動は引き続き軟調に推移しており、

生産財が輸入全体の増加ペースを抑える可能性がある。

米中貿易摩擦については、米国が5月10日からこれまで10%の追加関税を課していた2,000億ドル分の輸入品への税率を25%に引き上げ、中国も6月1日から600億ドル分の輸入品へ最大で25%の追加関税を課すと発表した。さらに、米国は残る中国からの輸入品3,000億ドル分についても追加関税を課することを検討するなど米中対立は一段と激化する可能性が高まり、先行き不透明感が強まっている。特に輸入は米中対立の影響をさらに強く受けることになるだろう。

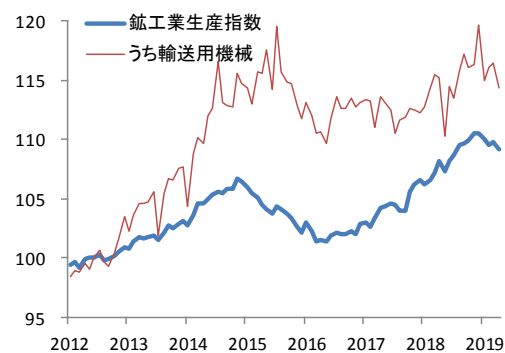
企業部門は頭打ちの中、米中貿易摩擦がマインド悪化につながる可能性

2019年1-3月期の設備投資は前期比年率+2.7%と前期（同+5.4%）から減速した。鉱業をはじめ構築物投資の減少が続く中、機械投資が同+0.2%と前期（同+6.6%）から大幅に減速した影響が大きい。機械投資は航空機や乗用車などの輸送機器が大幅に減速したことに加え、農業用機械やサービス業に用いられる機械類の減少が全体を下押しした。

企業活動に関しては、4月の鉱工業生産指数が前月比▲0.5%と2か月ぶりに減少した。特に製造業は調整の続く自動車に加え、建設機械などの機械機器、家電などの電気機械など機械類を中心に幅広く減少した。中でも自動車は金利上昇に伴う自動車販売台数の頭打ちや在庫の積み上がりによって減産圧力が強まっている。自動車産業はすそ野が広いいため幅広く影響が広がっている可能性がある。さらに、米中貿易摩擦も自動車産業など生産に悪影響を及ぼしているとみられる。企業活動は依然停滞感が払しょくできていない。

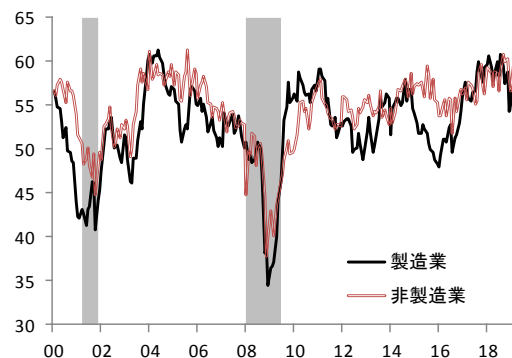
企業マインドについては、4月のISM製造業指数は52.8と3月（55.3）から低下した。昨年末以降、振れを伴いながら水準が切り下がっている。他方、ISM非製造業指数は4月こそ前月からわずかに低下したものの、製造業に比べると高水準を維持している。外需の減速を背景に製造業の減速感が強まるものの、内需が堅調なため非製造業が相対的に堅調との状況に変わりはない。しかし、今回の調査は4月に行われたため、5月初旬に再燃した米中貿易摩擦は含まれていない。マクロで見た場合、現行の関税措置による企業部門への影響は甚大ではないと考えられるものの、米中対立に伴う先行き不透明感がさらに高まれば今後は外需の影響を受ける企業を中心に一層の企業マインドの低下の可能性が有るだろう。

鉱工業生産指数の推移(2012年=100)



(出所)CEIC

ISM製造業・非製造業指数の推移

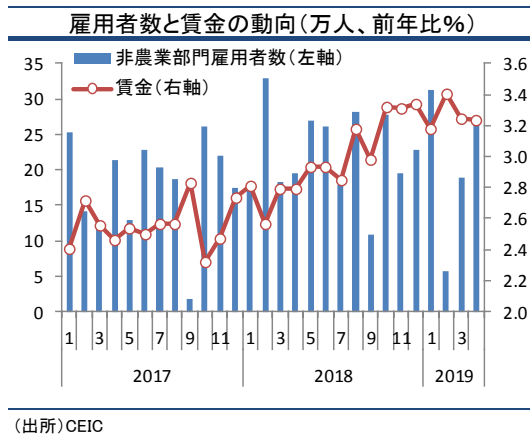


(出所)CEIC

(注)シャドーは景気後退期。

インフレ圧力が抑制される中で金融政策は景気を下支え

雇用環境は、4月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差+26.3万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を上回った。雇用拡大に減速懸念が生じた2月分は同+5.6万人と改定のたびに増加した(2月分発表当時は同+2.0万人、3月分発表時は同+3.3万人) ことに加え、それ以降の増加ペースは力強く、雇用環境の改善ペースは引き続き堅調であることが示された。内訳では、製造業は2か月連続で自動車関連が減少したことなどもあり同+0.4万人と緩やかな増加に留まった。自動車は国内需要が停滞する中在庫が積みあがっており、前述の生産で減産圧力が高まっているとみられる。雇用の削減も生産活動の縮小に伴うものだろう。他方、サービス業は同+20.2万人と大幅増となった。小売業を始め一部業種で雇用減少が続くものの、医療や飲食、清掃員などの業務サービスなど幅広い業種で雇用が拡大した。



失業率は前月から0.2%pt低下し、3.6%と49年ぶりの低水準となった。3月に発表されたFOMCメンバーの2019年末の失業率見通しは3.7%なので、すでにその水準を下回ったことになる。ただし、4月は就業を諦めて労働市場から撤退した者が増えたこと(非労働力人口の増加)が失業率の低下要因となっていることに加え、就業者数は減少している。前述の雇用者数の増加と動きが異なるのは、雇用者数は事業所に対して行う調査であるのに対し、失業率や就業者数は家計に行う調査と異なる統計が元になっており、短期的には両者の動きがかい離することがあるからだ。いずれにせよ、雇用環境は改善傾向にあり、労働需給は引き続きひっ迫しているという評価に変わりはない。

こうした労働需給のひっ迫を受け、賃金上昇率は前年同月比+3.2%と引き続き3%を上回る比較的高い伸びとなった。業種別に見ると、製造業は同+1.9%、サービス業は同+3.4%と、賃金でも製造業、非製造業の差が生じている。特にサービス業では、相対的に賃金水準が低く、雇用者数を多く抱える小売業やレジャーなどで賃金の伸びが高まっており、賃金が全体として底上げされつつあることがうかがえる状況である。

4月の消費者物価指数は前月比+0.3%と3月(同+0.4%)とほぼ同程度の伸びとなった。ただし、3月、4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%、年率換算で同+1.7%と緩やかな伸びが続いている。5月FOMCの記者会見でも指摘された航空運賃や衣料品などが全体のインフレを抑制した一方、ウェイトの大きい家賃や医療費は引き続き上昇が続いており、インフレは低水準ながら底堅いとみられる。

こうした雇用・物価環境の元、6月18-19日に開かれるFOMCでは政策金利据え置きが見込まれる。さらに、その後についても政策金利は据え置かれる可能性が高まっている。金融市場ではすでに2019年中の1回または2回の利下げが織り込まれているが、内需を中心に経済は引き続き底堅く、賃金上昇を通じてインフレの上昇圧力が高まることや、米中貿易摩擦による輸入物価上昇も生じうる。インフレ加速の可能性はあるものの低下する蓋然性は現時点で高くないとみられる。そのため現時点で利下げを織り込むのは性急すぎるだろう。

他方、現時点でインフレ圧力が高まっておらず、経済の基調も 1-3 月期 GDP 成長率のヘッドラインで見るとは力強くない。さらに、米中貿易摩擦の影響や「ねじれ議会」による政治停滞、海外経済減速など経済に対する下押しリスクが散見される。現在の政策金利は 2.25-2.50% と FRB が見込む中立金利 (2.5-3.0%) の下限に達しており利上げを急ぐ必要はないだろう。更に、仮にインフレが再び上昇し FRB の目標である 2% に近づいた場合でも利上げに踏み切りづらい状況が続くとみられる。上述の下押しリスクが燻り続ける蓋然性が高いことに加え、2020 年に大統領選を控えてトランプ大統領の圧力が強まっている。FRB としては多少のインフレ高進であれば看過する誘因が働きやすいとみられる。当面景気刺激的な金融政策が実施される可能性が高いだろう。