

米国経済 UPDATE：過度の利下げ期待はリスク

直近の米国経済は、海外経済の減速や米中貿易摩擦の影響で製造業が軟調に推移する反面、雇用・所得環境の改善に裏打ちされた個人消費は再び拡大基調に復した。米国経済は引き続き底堅く推移している。他方、6月FOMCは今年中の利下げの可能性をより強く示唆する内容であった。米中首脳会談や7月発表の雇用統計次第では「予防的利下げ」が行われる可能性があるものの、現在の経済状況は利下げを必要とする状況ではない。むしろ、市場予想通りに利下げが行われなかった場合の長期金利急騰のリスクに配慮すべきだろう。

個人消費は引き続き底堅い拡大

個人消費は、5月の小売売上高（ガソリンスタンドを除く）が前月比+0.6%と3か月連続で増加した。小売売上高は2018年末以降、政府機関の一部閉鎖や株価の下落、悪天候などの影響で頭打ちしていたが、再び増勢に復した格好。5月の内訳では、自動車ディーラーやオンライン販売を含む無店舗小売、飲食店など幅広く増加した。自動車販売台数は再び年率換算1,700万台の水準を回復、引き続き高水準で推移した。

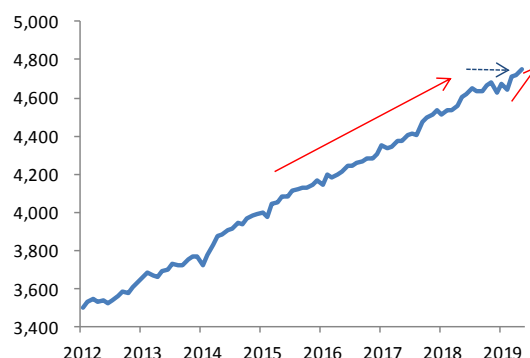
ミシガン大消費者態度指数に見る6月の消費者マインドは5月から低下したものの高水準を維持した。後述するように雇用・所得環境が改善する中、消費を取り巻く環境は引き続き好調と言えるだろう。ただし、自動車販売台数は在庫の積み上がりから販売促進を拡大している効果もあるとみられる。さらに、今後は5月10日に実施した対中追加関税の引き上げ（10%→25%）の影響が出始めると考えられる。これまでより逆風が強くなり、増加ペースは若干鈍化する可能性があるが、雇用・所得環境の改善を背景に個人消費は底堅く推移することが見込まれる。

住宅市場は緩やかな増加ペースが継続

住宅市場に関しては、5月の住宅着工戸数は年率換算126.9万戸と4月の128.1万戸から僅かに減少したが、直近1年の平均（122万戸程度）を上回り停滞から脱した可能性がある。特に、旺盛な賃貸需要を背景に2019年に入ってから集合住宅建設が堅調となっている。また、4月新築住宅販売も前月比▲6.9%と減少したものの、過去3か月高い伸びが続いた反動とみられ、現在も高い水準を維持している。

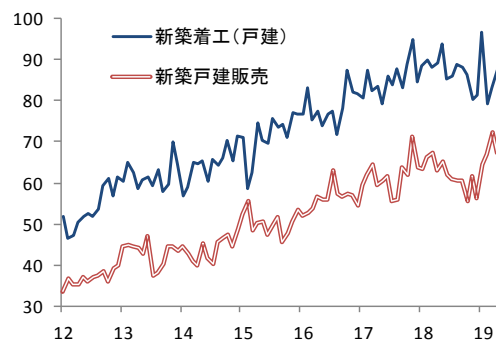
住宅需要を取り巻く環境は、雇用・所得環境に加え、住宅ローン金利は4.07%と2018年1月以来の水準まで低下、住宅価格上昇ペースも前年比5%程度まで緩和するなど改善が続いている。足元でも長期金利が低下、住宅在庫

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。

新築戸建ての着工・販売(季節調整値、年率万戸)

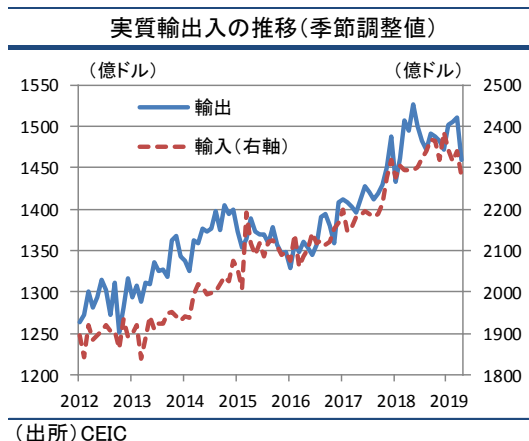


(出所) CEIC

も水準は低いながら 2018 年前半までに比べれば積みあがっており、住宅価格の上昇ペースが鈍化することなどが住宅取得をサポートする材料となり、緩やかな増加トレンドが維持されることが見込まれる。

輸出入ともに軟調に推移する見込み

4 月の実質輸出は前月比▲3.4%と4か月ぶりの減少に転じた。内訳では、資本財の減少が続き全体を大きく下押し、他にも自動車や消費財など幅広い財が減少に転じた。国別（名目ベース）では、中国向けが同▲17.1%と大幅に減少、4 月の落ち込みの主因となった。米国・中国による追加関税引き上げ発表は 5 月のため、4 月のデータはその影響を受けていないことになる。中国経済の停滞や米国車の販売不調であるため自動車を中心に中国向け輸出が落ち込む中、昨年以降の貿易摩擦も影響したとみられる。G20 に伴って実施される米中首脳会談の展開によっては、貿易摩擦はさらに激化する可能性があり、米国の輸出は依然不透明な状況が続くだろう。



実質輸入は前月比▲2.6%と2か月ぶりの減少となった。内訳では、輸出と同様に資本財を中心に自動車や消費財など幅広い品目が減少した。ただし、国別（名目ベース）では中国からの輸入は増加しており、カナダやドイツ、韓国などが減少しており、輸出とは状況が異なる。4 月は資本財の受注や鉱工業生産など製造業を中心に企業活動が縮小しており、国内要因で輸入が減少したとみられる。もっとも、その国内製造業は外需の影響を受けるため、間接的には米中貿易摩擦の影響が一部含まれるとみることができよう。国内製造業は頭打ち傾向となっており、輸入は引き続き軟調にすることが見込まれる。

製造業は軟調、非製造業は堅調の二極化が継続

企業の設備投資は、先行指標である非国防資本財（航空機除く）の4月の新規受注が前月比▲1.0%と4か月ぶりに減少した。資本財受注は2018年夏頃まで急速に増加したが、その後頭打ちの状況が続いている。背景には米中貿易摩擦によって製造業の景況感が悪化するなど米国内ビジネス環境に不透明感が高まっていることや、国内製造業の企業活動が軟調に推移していることなどが挙げられる。また、原油価格が低水準横ばいで推移しており、シェール関連投資が促進される状況ではないことも考えられる。他方、雇用環境の改善が続き、賃上げ率が高まるなど人手不足の影響が顕在化しつつある。今後も短期的な下押し圧力と趨勢的な押し上げ要因とが相殺し合い、緩やかな増加ペースに留まるとみられる。



5 月の鉱工業生産は前月比+0.4%と前月から増加に転じた。内訳を見ると、自動車や半導体関連、建設機械など幅広く増加した。企業の生産活動は 2019 年に入って以降軟調に推移しており、その反動が出たとみられる。また、前述のように自動車販売台数は販売促進策によって押し上げられている部分もあるとみられ、生産の基調が増勢に戻ったとの確証は得られない。内需は堅調なものの、輸出は引き続き下押し圧力が強いと見られ、生産は当面停滞感が強い状況が続くだろう。

企業マインドについては、5月のISM製造業指数は52.1と4月（52.8）からさらに低下した。依然として拡大・縮小の分岐点である50を上回るものの、製造業の減速感は強い。企業からは調達コストの上昇などの悪影響や、サプライチェーンの組み替えの必要性を指摘するなど米中貿易摩擦に関するコメントが多く寄せられた。他方、非製造業は56.9と4月（55.5）から上昇、企業のコメントも堅調さが窺える内容であった。これまでと同様、製造業は外需の弱さや米中貿易摩擦の悪影響にさらされる反面、非製造業は内需の堅調さに支えられ拡大が続いている状況であるとみられる。

5月の雇用統計は一時的下振れの可能性

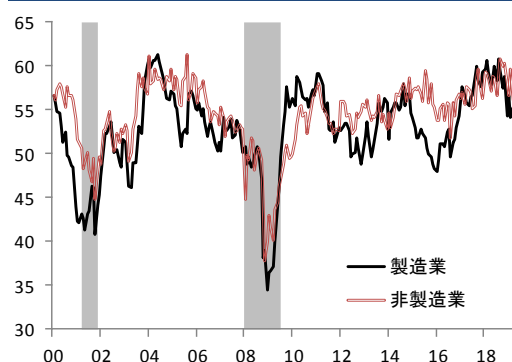
5月の米国雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月から7.5万人増加した。雇用環境改善の目安とされる+15~20万人の増加ペースを大幅に下回り、再び雇用改善ペースに鈍化の懸念が生じる結果となった。業種別に見ると、製造業は前月差+0.3万人と引き続き緩慢な増加に留まった。2018年の製造業は平均で毎月2万人程度雇用者数が増加していたが、2019年に入って以降は毎月平均で+0.6万人程度の増加ペースに鈍化している。また、これまで雇用増加のけん引役であった民間サービス部門は、同+8.2万人と4月（同+17.0万人）から増加幅が大きく縮小、全体の伸びが鈍化した主因となった。内訳を見ると、小売や情報通信で減少が続くなか、教育や医療、専門サービスなどの減速により全体の伸びを押し下げた。

雇用者数の増加ペースに減速懸念が生じた2019年2月（前月差+2.0万人：速報値）以降、3月、4月で増加ペースが再び加速し、減速懸念が後退した直後だけに、5月の結果はサプライズであったと言えるだろう。しかし、雇用統計の特徴や中身を子細に見れば、5月の結果だけを見て大きな懸念を抱く必要はないと考えられる。

雇用統計の特徴の観点では、雇用統計の雇用者数のデータは全数調査ではなく、サンプル調査による推計を行っている。そのため、発表元の労働省によれば、雇用者数の前月差は公表値の±11万人の誤差が生じ得るとしている。5月に関しては+7.5万人が公表値だが、実際には▲3.5~+18.5万人のレンジのうちどれかが本当の雇用者数の増加分となる。さらに、雇用統計は発表後、2ヵ月にわたって改定が行われる。先ほど挙げた2019年2月の雇用者数も、発表当時は+2.0万人であったが、翌月には+3.3万人、翌々月には+5.6万人と、改定のたびに上方修正された。5月のデータが同じように上方修正されるかはわからないが、1回だけの数値を信用しすぎないことが必要だと考えられる。

内容の観点からは、雇用の増加ペース鈍化の主因は民間サービス部門であったが、中でも社会扶助と呼ばれる項目の影響が大きかった。社会扶助はヘルパーなどの職種が含まれ趨勢的に増加しているため、景気変動とは必ずしも一致するものではない。さらに、非製造業の景況感の景況感に加え、雇用判断も前月

ISM製造業・非製造業指数の推移



(出所)CEIC

(注)シャドローは景気後退期。

雇用者数と賃金の動向(万人、前年比%)



(出所)CEIC

から改善し、高水準での推移が続いている。雇用統計は変動が大きいものの、過去の経験則からは ISM 非製造業の雇用判断に沿って動く傾向にあることから、非製造業の雇用需要は引き続き底堅いとみられる。

失業率は 3.6%と、前月と変わらず歴史的低水準が続いている。さらに、事業環境の悪化などの経済的理由でパートタイムの職に就いている者は減少が続いており、広義の失業率 (U-6) は 7.1%と 4 月から 0.2%pt 低下した。労働需給のひっ迫は続いているとみられる。

賃金上昇率は前年比+3.1%と 4 月 (同+3.2%) から減速したものの、依然として 3%を上回って上昇している。最低賃金の引き上げの効果が一巡したためこれまで増勢を強めていた小売業の上昇率が和らいだことが影響したとみられる。他方、小売業と同様雇用を多く抱え、比較的低賃金である宿泊・飲食などのレジャー関連は上昇率が高まっており、賃金の底上げは続いていると判断できる。

このように、5 月雇用統計のヘッドラインが悪かったのは事実であり、今後減速する可能性はあるものの、前述の理由から現時点で雇用改善ペースの鈍化を織り込む必要はないとみている。

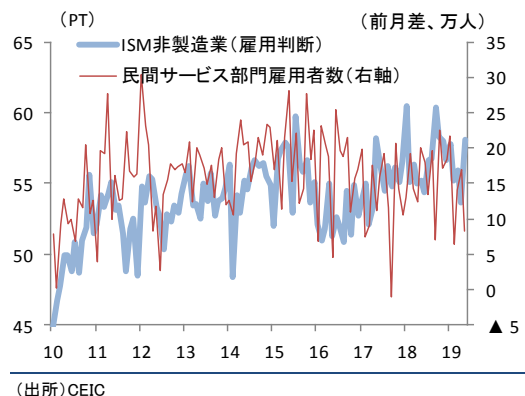
5 月の消費者物価指数はエネルギー価格の下落に伴い、前月比+0.1%と 4 月 (同+0.3%) から減速した。食料・エネルギーを除くコア CPI は同+0.1%と 4 月と同様であったが、年率換算では同+1.4%と 4 月の同+1.7%から減速した。インフレは依然抑制された状況と言えるだろう。他方、今後は中国への追加関税率引き上げの影響で、関税対象となる家具などの消費財は価格上昇圧力が高まるとみられる。

FRB は「予防的利下げ」の地固め

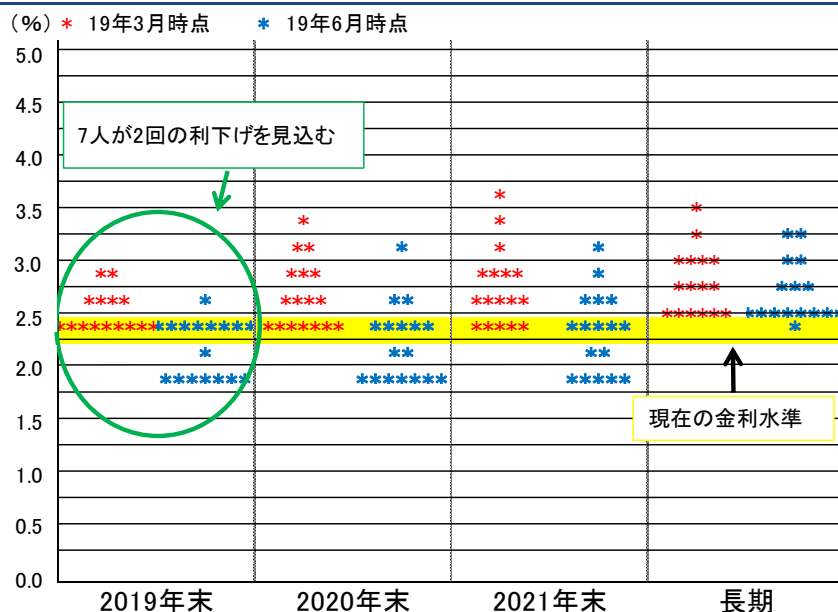
こうした雇用や物価動向の元、6 月 18 日-19 日に開かれた FOMC では政策金利の据え置きが決定された。しかし、声明文ではこれまでの利上げに対して「忍耐強く」という文言が削除され、代わりに不確実性の高まりや持続的拡大のため適切に行動する文言が追加された。また、FOMC 参加者の利上げ見通しが大幅に変更された。2019 年に関しては、3 月時点では利下げを見込む者がいなかったが、6 月時点では 1 人が 1 回、7 人が 2 回の利下げを予想、FOMC 参加者が据え置き派と利下げ派で分断されている。さらに、パウエル議長が就任して以降、金融政策

の決定に反対票が投じられたことはなかったが、今回はセントルイス連銀総裁のブロード氏が 0.25%の利下げを求め反対票を投じた。これまで一枚岩と見られた FOMC 参加者の足並みがそろわなくなっている

非製造業部門雇用者数と雇用判断



FOMC参加者の政策金利見通し



(出所)FRB

る様子が窺える。

なお、今回半分近くの FOMC 参加者が年内の利下げを予想した反面、経済見通しに大きな変更はなく、むしろ 2020 年の成長率見通しが引き上げられてすらいる。パウエル議長の会見によれば、FOMC 参加者内での利下げ見通しの高まりは、海外景気の減速や米中貿易摩擦など将来の不確実性の高まりが影響しているとみられる。また、年内据え置きを見通した参加者も追加的な緩和策（≒利下げ）が必要となる可能性が 5 月時点より高まっていることに賛同していると言及された。FRB は米国経済の底堅い成長を見込んでいるものの、先行き見通しに相当慎重になっていることが窺える。

FOMC参加者の見通し

	2019	2020	2021	(%) 長期
経済成長率	2.1	2.0	1.8	1.9
(3月予想)	2.1	1.9	1.8	1.9
失業率	3.6	3.7	3.8	4.2
(3月予想)	3.7	3.8	3.9	4.3
インフレ率	1.5	1.9	2.0	2.0
(3月予想)	1.8	2.0	2.0	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

実際、前述のように外需の減速によって製造業は頭打ちの状況だが、個人消費を中心に内需は堅調に推移しており経済は底堅い成長ペースを維持しているとみられる。そのため現状の経済環境からは利下げを急ぐ理由は見当たらないが、ISM 製造業のコメントでは追加関税による悪影響が挙げられるなど一部のマインドを悪化させており、米中対立の行方次第ではマインド面、実体面双方で悪影響が拡大するとみられる。6 月 28-29 日の G20 に伴って実施される米中首脳会談で交渉が決裂した場合や、7 月に発表される雇用統計で再び悪い結果が公表された場合、7 月 30-31 日に開催される FOMC においてクラリダ副議長が示唆した「予防的な利下げ」が行われる可能性はあるだろう。ただし、経済の基調は底堅く、賃金の底上げがなされていること、米中貿易摩擦はインフレ圧力の高まりに寄与することから連続的な利下げの可能性は高くないだろう。むしろ、市場が織り込む 2 回や 3 回の利下げが行われなかったときの長期金利の急騰リスクに配慮すべきだろう。