

米国経済 UPDATE：4-6 月期 GDP で内需の底堅さを確認

2019 年 4-6 月期の GDP 成長率はヘッドラインが減速したものの、個人消費を中心に国内需要は堅調であることが示された。引き続き海外経済の減速や米中貿易摩擦など外的要因が下押し圧力となるが、内需の拡大は続いており、生産活動にも下げ止まりの兆しが見られる状況である。さらに、債務上限問題、歳出の強制削減に関してはトランプ大統領と両党首脳部による合意が得られたため、年後半の懸念材料の一つが払しょくした。こうした比較的良好な経済環境の中、金融政策は先行き不透明感を理由に「予防的利下げ」に傾いており、7 月末に利下げが行われる確度が高い。しかし、9 月 FOMC での追加利下げについてはマーケットの見方が二分されており、FRB によるコミュニケーション、トランプ大統領の動向によって金融市場の変動が高まる恐れがある点に留意が必要である。

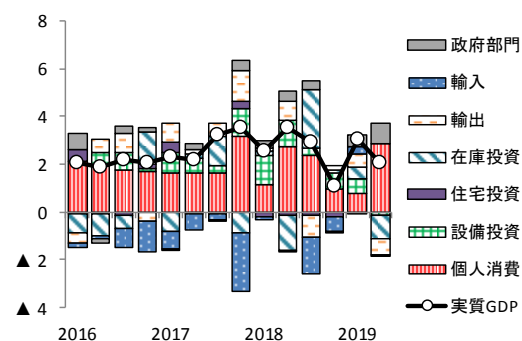
4-6 月期 GDP 成長率は+2.1%と減速だが内需は加速

2019 年 4-6 月期実質 GDP 成長率は前期比年率+2.1%と 1-3 月期（同+3.1%）から減速した。1-3 月期は悪天候など特殊要因もあり個人消費や設備投資など内需が大きく減速した反面、純輸出や在庫投資が全体を押し上げたため高い成長率となった。4-6 月期は在庫投資の剥落が全体を押し下げたため減速した。海外景気の減速や米中貿易摩擦など先行き不透明感の強い状況下で設備投資は減少したが、個人消費は再び増勢に復した。純輸出、在庫投資を除く国内最終需要で見れば、1-3 月期の同+1.8%から 4-6 月期は同+3.5%と加速した。全体の成長率は減速したことや、企業活動が抑制されている点はネガティブだが、ヘッドラインは引き続き潜在成長率を上回っていることに加え、米国経済の中心である個人消費の堅調さを確認できたことは前向きに評価できる。

さらに、7 月 22 日にはトランプ大統領と共和・民主党首脳との間で債務上限の適用停止と歳出拡大で合意に至った。2019 年 3 月から債務上限規制が再開、現在は新規の国債発行ができず財務省の資金繰りで政府の運営が行われているが、9 月にも資金が枯渇し米国債がデフォルトする懸念があった。また、2019 年 10 月から始まる新しい会計年度では歳出上限が引き下げられて歳出が大幅に削減されることが見込まれ、いずれも年後半の景気抑制要因として懸念が生じていた。今回の合意では、債務上限の適用が 2021 年 7 月末まで撤廃されるため、少なくとも約 2 年間は国債の発行を行えるようになる。歳出上限に関しては 2 年間で 3,200 億ドル引き上げられることが決まった。引き上げが無かった場合、2020、2021 会計年度は 2019 会計年度（現在の会計年度）に対してそれぞれ 1,260 億ドル、980 億ドル削減される予定だったため、今回の引き上げは削減予定額を上回る規模である。財政悪化の可能性

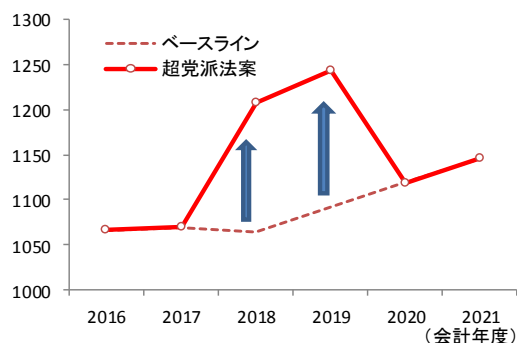
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所)CEIC

裁量的支出の上限額(10億ドル)



(出所)議会調査局

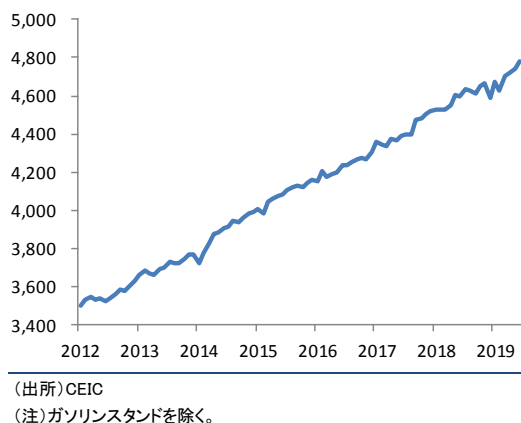
があるものの、財政による景気下押し懸念が払しょくされ、短期的には景気に対してポジティブに捉えることができるだろう。

個人消費は復調

2019年4-6月期の個人消費は前期比年率+4.3%と1-3月期(同+1.1%)から加速した。内訳を見ると、財では1-3月期に減少した自動車関連や衣料品などが増加に転じた。サービスでも、1-3月期に減少した娯楽や飲食・宿泊が増加に転じ、その他も総じて増加幅が拡大した。1-3月期は悪天候の影響で消費全般が下押しされていたが、4-6月期は下押し要因が無くなり、元の改善ペースに復したと言えるだろう。

直近6月の小売売上高(ガソリンスタンドを除く)は前月比+0.7%と3月以降増加が続いている。飲食品店の増加が続く中、最近軟調であった自動車ディーラーや衣料品が増加した。自動車販売台数は5月、6月と年率1,700万台を上回り、引き続き高水準となっている。また、ミシガン大消費者態度指数に見る7月の消費者マインドは6月からほぼ横ばいで高水準を維持した。6月からは中国からの輸入品2,000億ドル分の追加関税率が引き上げられたため、今後は物価上昇に伴う下押し圧力が発生するものの、均して見れば雇用・所得環境は改善が続いており、消費の基調は今後も底堅いとみられる。

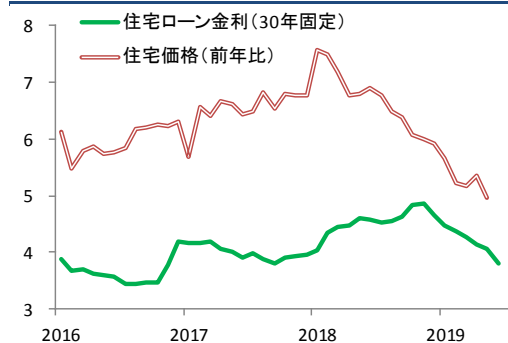
小売・外食売上高の推移(億ドル、季節調整値)



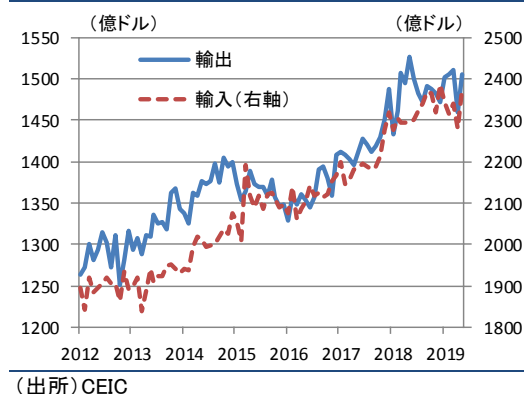
住宅市場は引き続き軟調だが需要は高まる見込み

2019年4-6月期の住宅投資は前期比年率▲1.5%と6四半期連続で減少したが、住宅需要は2019年に入って以降下げ止まりの兆しが見られる。昨年住宅市場に冷や水を浴びせた住宅ローン金利、住宅価格の上昇はいずれも低下・軟化しており、住宅取得環境は改善傾向にある。6月の住宅ローン金利は長期金利の低下を受けて3.8%と2017年末以来の3%台まで低下した。また、住宅価格の伸びも、依然水準は低いものの在庫の積み上がりによって昨年の前年比+7%程度から足元では+5%程度まで低下した。更に、雇用・所得環境の改善が続いていることから、住宅需要は底堅いとみられ、今後は住宅投資も緩慢ながら増加に転じることが期待される。

住宅ローン金利と販売価格(%)



実質輸出入の推移(季節調整値)



輸出入ともに伸び悩みが続く

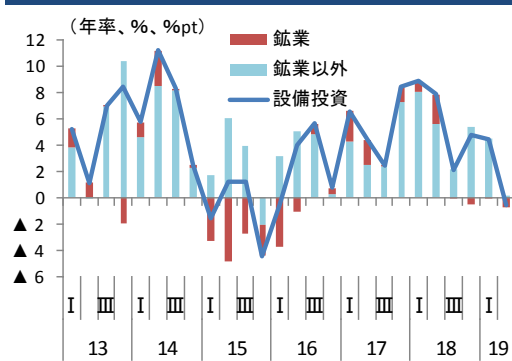
2019年4-6月期の実質輸出は前期比年率▲5.2%と1-3月期(同+4.1%)から減少に転じた。財別にみると自動車関連をはじめ幅広い品目が減少したが、特に振れの大きい航空機の落ち込みが大きかった。海外景気が減速する中、資本財を中心に米国の輸出は軟調に推移した。4-6月期の実質輸入は同+0.1%と小幅ながらプラスに転

じた。財別にみると、工業用原料のマイナスが続く中で、PCや自動車関連が増加に転じた。5月に中国からの輸入品に対する関税率の引き上げが発表されたため一部駆け込み需要による押し上げがあったとみられるものの、個人消費が拡大しており基調的にも輸入は底堅いとみられる。ただし、外需の減速が国内の生産活動の下押し要因となっており、今後も輸入の伸びは緩やかなペースに留まるだろう。

非製造業の堅調さが製造業にも波及したか

2019年4-6月期の設備投資は前期比年率▲0.6%と2016年1-3月期以来のマイナスに転じた。内訳では、機械投資が増加に転じ、無形資産投資もプラスを維持したものの、構築物投資が全体を大きく下押しした。構築物投資は、原油価格が軟調に推移したことや一部地域における輸送能力不足からシェール関連投資が抑制されたとみられる。更に、商業や製造業、電力など幅広い業種でも減少に転じた。機械投資では、建設機械や医療機器など内需関連はプラスが続いたが、輸送機械の減少が続いた。設備稼働率が低下する中で設備の過剰感が高まりつつあることに加え、米中貿易摩擦や海外景気の減速など先行き不透明感の高まりによって、特に輸出関連企業の設備投資意欲が減退しているとみられる。

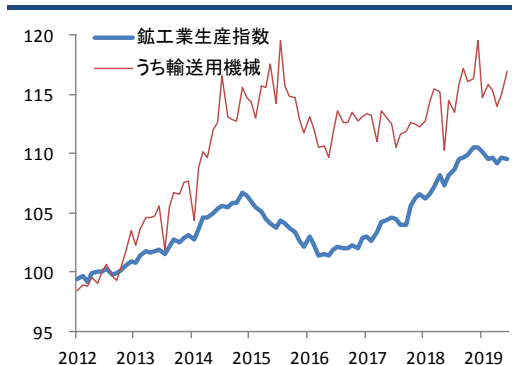
設備投資の推移(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所)CEIC

他方、6月の鉱工業生産では生産活動に底入れの兆しが見られる内容であった。ヘッドラインは前月から横ばいであったが、これは6月が比較的低気温であったため冷房用の電力需要の減少が全体を下押ししたためである。製造業は前月比+0.4%と2か月連続で増加した。生産は昨年末以降減速感が強まっていたが、ここに来て自動車を中心に持ち直しつつある。これは、海外経済の減速や米中貿易摩擦によって下押しの影響が出ているものの、悪天候によって押し下げられていた個人消費が堅調さを取り戻したことが影響した可能性がある。

鉱工業生産指数の推移(2012年=100)



(出所)CEIC

企業マインドについては、6月のISM製造業指数は51.7と5月(52.1)から更に低下し、拡大・縮小の分岐点である50に近づいた。生産判断は前月に比べて上昇したものの、新規受注が50.0と分岐点まで低下した。企業のコメントでは、現在の需要は引き続き強いとの意見が複数聞かれる一方、追加関税による見通し悪化を指摘する声もあった。メキシコへの追加関税見送りが決まったのが6月10日であったため、6月10以前の回答が特に下押しした可能性があるものの、現状は底堅いが先行きに不安感が残る企業の様子が窺える内容であった。他方、非製造業指数は55.1と5月(56.9)から減速したものの、比較的高水準に留まった。企業活動、新規受注、雇用の判断が低下したがいずれも55を上回る高水準である。非製造業でも同様に対中追加関税の影響を懸念する声があがるものの、事業は安定しているとのコメントが複数見られた。

今後については製造業の減速感が緩和される可能性がある。上述のように減少傾向であった鉱工業生産指数は下げ止まりの兆しが見られることに加え、7月のNY連銀製造業景況指数は2か月ぶりのプラスに転

じた。外需の減速や米中貿易摩擦などの影響で製造業のマインド・活動が低迷していたが、底堅く推移する内需が下支えとなっている可能性がある。引き続き内需の拡大を軸に、製造業の活動は底割れを回避するとみられる。ただし、設備投資に関しては先行き不透明感が払しょくされない中で伸び悩みが続くことが見込まれる。

雇用環境が改善する中 7 月利下げへ

2019 年 6 月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月から 22.4 万人増加した。3 ヶ月移動平均で均して見ても、同 +17 万人程度と堅調な増加ペースを維持している。先月発表された 5 月分は 1 桁台の増加に留まったため、雇用改善ペースに鈍化の懸念が生じたが、それを払しょくしたとみられる。

業種別に見ると、製造業は前月差 +1.7 万人と 5 か月ぶりの増幅に拡大した。生産調整の続く自動車関連は引き続き軟調に推移したが、電子機器や一般機械製造業などで増加ペースが加速した。また、前月の雇用鈍化の主因であった民間サービス部門は、同 +15.4 万人と再び堅調なペースに復した。前月に大きく伸びが鈍化した医療サービスの社会扶助の回復を始め、輸送や専門サービスなど幅広い分野で雇用の伸びが加速した。

失業率は 3.7% と前月から 0.1%pt 悪化したが、悪化の要因は労働参加率の上昇（新たに職探しを始めた人の増加）であり、就業者数の伸びは前月から加速しているため、ネガティブに捉える必要はない。労働需給のひっ迫は続いているとみられる。こうした労働需給のひっ迫を受け、6 月の賃金上昇率は前年比 +3.1% と 9 か月連続で 3% を上回り、3% 台の伸びが定着している。リーマンショック以降の約 10 年間は 3% を下回る伸びが続いたが、労働需給のひっ迫によって賃金上昇が加速していることがうかがえる。特に最近の傾向としては、雇用者を多く抱え、比較的低賃金である小売やレジャーなどのサービス業で賃金上昇の加速が顕著になっていることがある。FRB のパウエル議長の記者会見でも、低賃金労働者の賃上げが労働市場の強さの 1 つとして取り上げられている。

今後の労働市場は、海外経済の減速や米中貿易摩擦によって製造業は引き続き軟調に推移することが見込まれるものの、個人消費を中心に堅調な内需によってサービス部門が引き続き雇用者数の増加を牽引するとみられる。賃金に関しては、失業率が歴史的な低水準を維持していることに加え、現役世代である 20 歳から 54 歳の労働参加率や、経済的理由でパートタイムの職しか見つけられない者の人数がリーマンショック前の水準に近づいていることから、労働需給は失業率で見る以上にひっ迫している。雇用者数の増加に伴って、賃金上昇はさらに加速する可能性があるだろう。

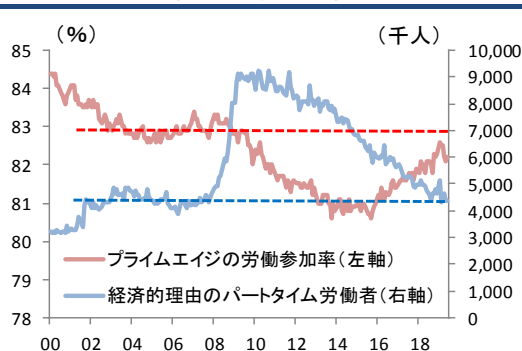
雇用環境の改善が続く中、金融政策は難しい局面を迎えている。金融市場では 7 月 30 日 - 31 日に開催される FOMC での利下げが織り込まれ、昨年後半には 3% を上回っていた長期金利は 2% 程度まで低下した。

雇用者数と賃金の動向（万人、前年比 %）



(出所) CEIC

潜在的な労働供給



(出所) CEIC

また、トランプ大統領は従前から景気拡大促進のため利下げを要求しており、FRB に対する利下げへの外からの圧力が強くなっている。こうした外圧の影響がどこまで及んでいるかはわからないが、FOMC 参加者内でも利下げを検討する者が増え、参加者間での温度差が広がりつつある。6 月の FOMC で発表された参加者の金利見通しでは、約半数が年内据え置きを予想するものの、もう半数が 1 回から 2 回の利下げを予想した。3 月の見通し発表時には利下げを見込む者はいなかったもので、利下げを見込む者が急速に増え、利下げ派と据え置き派で二分されていることがうかがえる。

最近の各参加者の発言などから推測すると、パウエル議長を始め、FRB 理事らは主に利下げ派に属し、地区連銀の総裁は据え置きを支持しているとみられる。パウエル議長の説明によれば、(利下げを念頭に置いたとみられる)「適切に行動する」と考える理由として、海外経済の減速や米中貿易摩擦などの不確実性の高まり、低インフレが挙げられた。利下げ派はこうした不確実性の高まりに重きを置いているとみられる。他方、据え置き派は現在の経済が底堅く推移していることを評価、むしろ金融緩和による景気過熱をリスクと捉えているとみられる。

内需中心の米国経済は、海外経済の急減速などよほど大きなショックがない限り底堅く推移するとみられる。米中貿易摩擦に関しても、6 月末に開催された G20 での米中首脳会談で交渉再開が決まり、今後どのような展開になるかは不透明であり製造業の投資意欲の抑制が生じているものの、ひとところに比べれば貿易摩擦激化の懸念は後退している。また、前述のように賃金上昇は昨年以降高まっており、今後も追加的な労働供給力が細る中で賃上げ加速の可能性すらある。もう 1 つの懸念であった雇用環境の悪化に関しても、6 月の雇用統計において改善が継続していることが示され、利下げする必要性は相当程度低下したとみられる。さらに、前述のように財政の下押し懸念が払しょくされたことも利下げを遠ざける要因になると考えられる。現状からは利下げの必要性を感じない。

しかし、マーケットはすでに 7 月の利下げを 100%織り込んでおり、ここからマーケットの期待に反することはリスクが大きい「予防的利下げ」を実施する可能性は極めて高いだろう。他方、仮に 9 月以降も利下げした場合は景気が過熱することや、将来景気減速が発現した際の金融緩和余地の縮小などの懸念が生じることになる。マーケットでは 9 月に追加利下げするのか、据え置くのかで見方が分かれており、9 月 FOMC までの FRB のコミュニケーションの重要性はこれまで以上に高まっている。さらに、パウエル議長と市場との対話だけでなく、トランプ大統領のツイートという外的要因もあり、利下げの有無を巡って金融市場の変動が更に高まる恐れがある点には留意が必要だろう。