

米国経済 UPDATE：利下げが困難になりつつある米国経済

足元の米国経済は引き続き底堅く推移している。雇用者数が堅調に増加する中、所得増によって個人消費の拡大が続いており、最近では労働需給のひっ迫から賃金上昇に再加速の兆しが見られる。さらに、こうした内需の堅調さを背景に消費者物価指数も上昇しつつある。他方、米中貿易摩擦の影響は徐々に拡大しており、企業の生産活動や設備投資を抑制、先行き不透明感も高まっている。こうした堅調なデータと先行き不透明感の高まりの中、FRBは7月に約10年ぶりの利下げを敢行。利下げの有無を巡ってはFRB内部でも意見が割れ始めているが、市場はさらなる追加利下げを期待しており、9月FOMCでの利下げ確率は高い。ただし、それ以降の利下げについては経済が底堅く推移し、物価上昇が高まり始めた中で困難になるだろう。9月以降は金利の急上昇リスクにも注意しておく必要があるだろう。

個人消費は引き続き経済をけん引

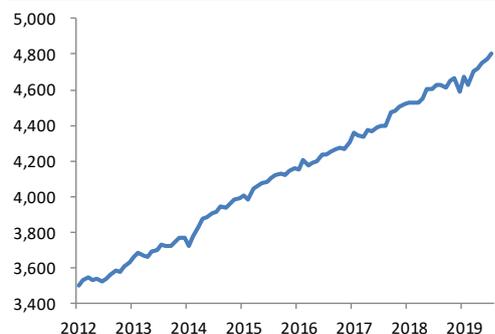
個人消費については、7月の小売売上高は前月比+0.7%と6月(同+0.3%)から伸びが加速した。ガソリン価格の上昇等を背景にガソリンスタンドの売上が増加に転じて全体を押し上げたが、ガソリンスタンドを除いて見ても同+0.6%と高い伸びが続いた。自動車ディーラー等は3か月ぶりに減少に転じたが、その他幅広い業種で増加し、特に7月は大手ECサイトのセールによって無店舗小売の販売が急伸、全体を大きく押し上げた。

他方、8月のミシガン大消費者態度指数に見る消費者マインドは7月から大幅に低下。現状判断も低下したが、先行き見通しの低下が顕著であった。ミシガン大の報告によれば、消費者は対中追加関税第4弾による物価上昇に警戒感を強めたことに加え、FRBの利下げが景気後退の不安感を高めた。通商・金融政策が消費者の先行き不透明感を高めていることは、消費の下押し要因となるものの、後述するように雇用・所得環境の改善が続いていることから基調的に個人消費は増勢が続くものとみられる。対中追加関税第4弾の税率が10%に留まれば、企業努力等によって物価上昇圧力は限定的だと考えられるが、25%に引き上げられた場合は消費財の物価が顕著に上昇し、実質所得減少を通じて個人消費を強く下押しするだろう。

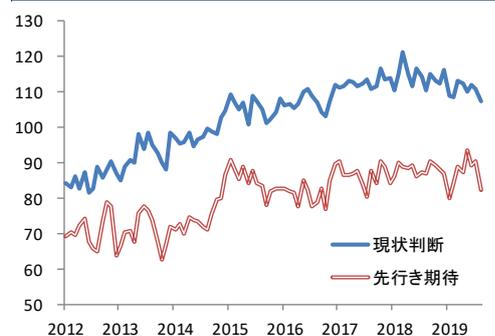
住宅市場は拡大見込みだが金利上昇に警戒

住宅市場については、7月の住宅着工戸数は前月比▲4.0%と3か月連続で減少した。ただし、住宅投資の基調を示す指標は良好なものが多い。まず、住宅着工減少の主因は振れの大きい集合住宅であり、戸建ては2か月連続で増加した。また、着工許可件数は戸建て、集合住宅ともに増加し、全体では同+8.4%となった。中古住宅販売戸数も7月は同+2.5%増加し、2019年入り後の回復基調が継続していることが

小売・外食売上高の推移(億ドル、季節調整値)



消費者マインドの推移(1966年=100)



(出所)OEIC

(注)消費者マインドはミシガン大学の消費者態度指数。

示された。住宅建設業者への調査においては、8月の客足判断は2018年10月以来約1年ぶりの水準まで回復した。背景には雇用・所得環境が改善する中で住宅ローン金利の低下、住宅価格の伸び鈍化などが家計の住宅購入能力を高めていることが考えられる。

今後については、雇用・所得環境の改善が続くことは緩やかながら住宅市場を押し上げる方向に作用する。しかし、足元で米国内のインフレ率は上昇の兆しが見られるため堅調な経済成長が続けば長期金利が上昇し、住宅ローン金利が反転上昇、住宅市場に冷や水を浴びせる可能性がある。今後の住宅市場の拡大は極めて緩慢なものにとみられる。

不確実性が設備投資を抑制

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6月に前月比+1.5%と2か月連続で増加した。ただし、資本財受注は2018年8月以降頭打ちとなっており、増勢に復したと判断しがたい。なぜなら、投資需要の源泉である生産設備の稼働率は2018年末以降低下傾向にあるためだ。

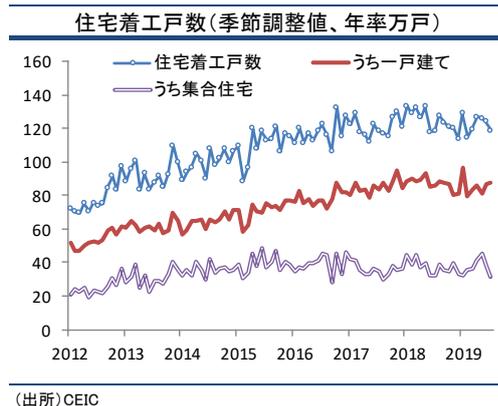
鉱工業生産指数は下げ止まったとみられるものの、7月は同▲0.2%と軟調に推移した。自動車など輸送機械は増加が続いたが、建設機械などの一般機械、化学など幅広い業種で減少した。生産活動が軟調に推移しているため、設備稼働率は2018年11月の79.6%をピークに低下し、7月は77.5%となった。設備のひっ迫感が後退し、設備投資の促進圧力は低減しているとみられる。

こうした生産・設備投資の減速は輸出の頭打ちが影響している。輸出は、米中貿易摩擦や中国景気の減速などを背景に、中国向けを中心に頭打ちとなっている。特に資本財など工業製品の落ち込みが大きく、そのことが米国内の生産を抑制していると考えられる。さらに、7月のISM製造業指数は51.2と50を上回るものの6月(51.7)からさらに低下、製造業の企業マインドは低下傾向が続いている。追加関税措置の影響を複数の企業が指摘するなど米中貿易摩擦の影響が拡大している様子がうかがえる内容であった。

今後、生産は米中貿易摩擦など外需の下押しが続く反面、個人消費を中心に内需は底堅く推移していることからおおむね横ばい圏での推移となる見込み。他方、米中貿易摩擦激化の可能性など先行き不透明感が高い状態が続く見込みである。不確実性が緩和されるまで企業の設備投資は抑制されるだろう。

労働需給のひっ迫で賃金に再加速の兆し

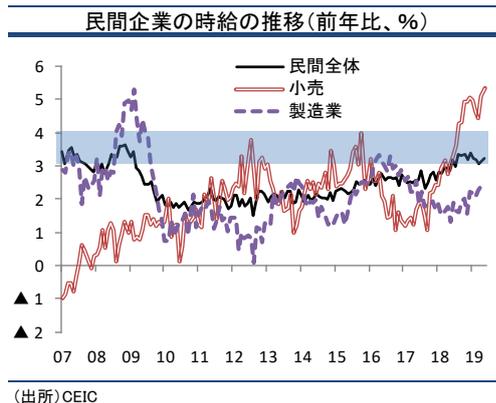
雇用環境については、7月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月から16.4万人増加と6月(同+19.3万人)から減速した。ただし、追加的な労働供給力が低下して労働需給がひっ迫する中では、着実な増加ペースを維持していると言えるだろう。業種別に見ると、製造業は前月差+1.6万人と6月から増加幅が拡大した。一般機械で雇用者数が減少、電子機器でも雇用の伸びが減速したが、これまで生産調整が



続いていた自動車関連で雇用の伸びが高まったため、全体の増加ペースが加速した。また民間サービス部門は、同+13.3万人と6月から減速したものの、堅調なペースを維持している。情報産業など一部の業種で雇用が減少したが、引き続き医療や飲食店をはじめ幅広い業種で雇用の増加が続いた。

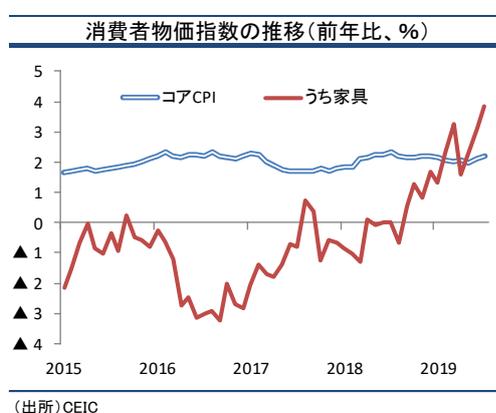
失業率は3.7%と、前月と変わらず歴史的低水準を維持した。就業者数の伸びは前月から加速したが、労働参加率が上昇（新たに職探しを始めた人の増加）したため失業率は変化しなかった。さらに、経済的理由でパートタイムの職しか見つけられなかった人数が大幅に減少し、経済が堅調に推移した2000年から2006年の平均を下回った。そのため、これらを含む広義の失業率（U-6）は7.0%と6月から0.2%pt低下した。追加的な労働供給力の余力は、着実に減っているものとみられる。

こうした労働需給のひっ迫を受け、7月の賃金上昇率は前年比+3.2%と加速、2018年8月以降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。特筆すべきは、昨年来の賃金上昇のメインドライバーであった小売業である。昨年は最低賃金引き上げの動きが広がったことなどを背景に力強く上昇したが、今年2月をピークに伸びが鈍化傾向であった。しかし、6月からは再び伸びが高まり、7月は前年比+5.3%とピークであった2月（同+5.0%）を上回る伸びを記録した。また、製造業に関しても、サービスに比べて伸び率が低いものの緩やかに加速しており、7月は同+2.5%と2017年7月以来の高い伸びとなった。



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、失業率が歴史的低水準を維持していることに加え、労働参加率の上昇や、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を下回ったことから、労働需給は失業率で見ると以上にひっ迫している。現在の経済環境が継続すれば、労働需要の増加に伴って、賃金上昇はさらに加速する可能性があるだろう。

7月の消費者物価指数は前年比+1.8%と6月（同+1.6%）から加速した。変動の大きい食料・エネルギーを除くコアCPIも同+2.2%と6月（同+2.1%）から加速、インフレ圧力が高まりつつあることを示した。内訳では、サービスは家賃の伸びが鈍化する中で、医療サービスや宿泊施設などが全体を押し上げ、同+2.6%と6月から横ばいとなった。さらに、2018年までマイナス基調で推移してきた食料・エネルギーを除く財は同+0.4%と6月（同+0.2%）から加速、プラス幅が拡大した。堅調な需要に加え、対中追加関税措置第3弾（2018年9月：10%、2019年5月：25%に引き上げ）の対象品目である家具が顕著に上昇するなど、米中貿易摩擦も物価上昇圧力に加わったと考えられる。



10月以降は利下げが困難な状況に

底堅い米国経済、雇用環境のなか、7月30日-31日に開催されたFOMCでは約10年ぶりの利下げが実施され、フェデラルファンド・レートの誘導目標が0.25%pt引き下げられて、2.00-2.25%となった。さらに、9月末に終了が予定されていた資産縮小の停止に関しても、8月に前倒しすることとなった。今回の決定は市場に織り込まれていたためサプライズはなく、すでに次の関心は利下げが継続するのか、継続する場合いつ実施されるのかに移っている。こうした疑問に対し、FOMC後に行われた記者会見においてパウエル議長は明確な方向性を示さなかった。

パウエル議長は経済の現状認識が堅調と従来の見方を変えておらず、今回の利下げは海外経済の減速や通商問題による先行き不透明感、低インフレが続いていることに対する「保険的」な措置であると説明。他方、経済データが総じて良好であるなかで、今後の政策運営は「データ次第」と強調。また、今回の利下げは景気拡大サイクルの中での調整（mid-cycle adjustment）であり、利下げが複数回続くような利下げ局面ではないと言及した。

今後の金融政策について明確な方向性を示さなかった理由として、市場の利下げへの期待が高すぎることを牽制したかったことが挙げられるのではないだろうか。市場は年内3回程度の利下げに加え、来年も追加利下げを期待している。利下げ期待が強まるほどに、利下げしなかった場合の金融市場に与える影響は拡大する。内需が堅調な米国経済とはいえ、株価の下落や金利の上昇によって景気が腰折れするリスクが高まるため、そこに配慮した可能性がある。そのため、今後の金融政策、特に9月に利下げが行われるかどうかは、市場参加者がどうFRBの行動を織り込むかがカギとなり、今後出てくる経済データなどの材料とFRBのコミュニケーション次第となる。原稿執筆時点では、小売売上高や消費者物価指数など実体経済のデータは利下げを支持しない内容だが、金融市場は9月FOMCでの利下げを100%織り込んでいる。こうした状況の中で、ジャクソンホールでのパウエル議長の講演では、9月FOMCでの利下げを明言しなかったものの、世界経済や金融市場に警戒感を示し、適切に行動するとした。次のFOMCまでには雇用統計、消費者物価指数、小売売上高と重要な指標が発表となるが、いずれもよほど強い内容でない限り市場の利下げ期待を打ち消す力はないとみられ、9月利下げの確度は相当程度高いとみるべきだろう。

しかし、7月のFOMCでは2名が利下げに反対したように、さらなる利下げに向けてはハードルが高いとみられる。確かに先行き不透明感が経済に与える影響は無視できないものの、現時点で得られる経済データは米国経済の底堅さを映しており、利下げの必要性に乏しい状況である。さらに忘れてはならないのは「トランプリスク」である。8月1日には中国からの輸入品3000億ドル分に対する10%の追加関税を表明した。このタイミングでの追加関税の表明は想定していなかっただけに、ある意味FRBの「保険的」利下げの必要性が裏付けられたとも取れ、米中対立が今後いつどう展開するのか、わからない状況であることを再認識させられた。

今後に関しては、9月1日、12月15日に10%の追加関税を課すと表明していた3,000億ドル分の輸入品（4弾）への関税率を15%に引き上げ、すでに25%の追加関税を課している2,500億ドル分の輸入品（1～3弾）への関税率を10月1日から30%に引き上げることをトランプ大統領が表明した。特に追加関税第3弾、4弾は消費財の割合が高いため、追加関税によるインフレ高進から拙速な利下げが困難になる反面、先行き不透明感の高まりなどによって企業マインドの悪化を通じて景気下振れリスクが高まることが

想定される。他方、米中で何らかの合意に至って追加関税が課されなかった場合は先行き不透明感の後退によって利下げの必要性が低下することになる。物価上昇や米中協議の行方次第では、FRB の利下げが困難・不要になり長期金利が上昇するリスクにも注意しておく必要があるだろう。