

## 米国経済 UPDATE：インフレ加速の兆しにより利下げは打ち止めか

足元の米国経済は引き続き底堅く推移している。労働供給力の低下から雇用の増加ペースは減速しているものの、賃金上昇に伴う所得増によって個人消費の拡大が続いている。さらに、こうした内需の堅調さを背景にインフレが加速しつつある。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、ISM 製造業指数は約 3 年ぶりに 50 を下回り、先行き不透明感も高まっている。こうした堅調な内需と、製造業の下振れと先行き不透明感の高まりの中、FRB は 9 月に 2 回連続となる利下げを実施。ただし、同時に発表された見通しでは FOMC 参加者の間で今後の金融政策に関して足並みが揃っておらず、利下げ一辺倒の雰囲気ではないことがうかがえる。金融市場参加者の利下げ期待が低下する中、堅調な内需とインフレ加速の兆しにより、FRB の政策余地が拡大。大きなリスクが発現しない限り、利下げは 9 月実施分で打ち止めとなるだろう。

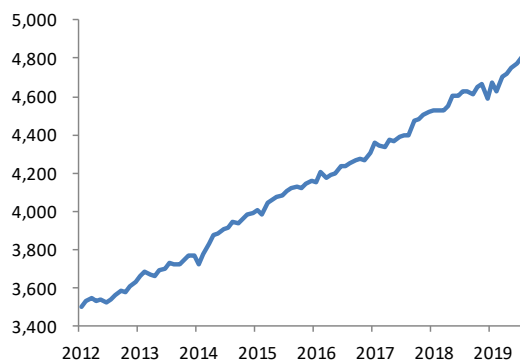
## 個人消費の堅調な増加が継続

米国経済が底堅く成長する原動力となっている個人消費については、8 月の小売売上高は前月比 +0.4% と 6 か月連続で増加した。振れの大きいガソリンスタンドを除くベースで見ても同 +0.5% と堅調な増加が続いた。内訳では、自動車ディーラー等が同 +1.8% と全体をけん引、ほかにも建材・園芸品店やオンライン販売を含む無店舗小売などが全体を押し上げた。他方、飲食店が同 ▲1.2% と 8 か月ぶりの減少に転じた。

個人消費は雇用・所得環境の改善を背景に堅調な増加が続いていると判断できる。ただし、消費者マインドに若干の懸念が残る状況となっている。9 月のミシガン大消費者態度指数は 8 月から上昇に転じたものの、7 月以前の水準に達していない。8 月は対中追加関税や FRB の利下げなどによって消費者の景気後退への不安感が高まり消費者マインドが急激に悪化、9 月は未だ将来への不安が払しょくできていないとみられる。なお、ミシガン大によれば、9 月は小幅ながら上昇したものの、45 歳以下や所得が比較的高い世帯ではマインドが悪化するなど、一様にマインドが改善しているわけではない。また、消費者の約 4 割は追加関税によって米国経済が下押しされると回答しており先行き不透明感が依然として強い様子が見え始める。

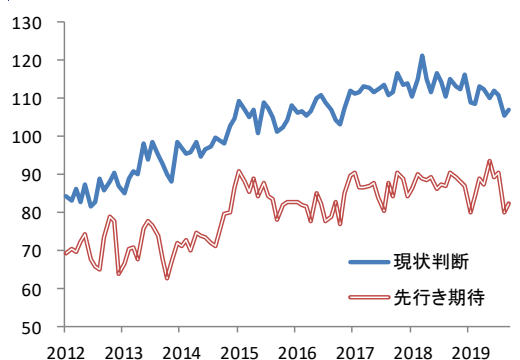
今後の個人消費は雇用・所得環境の改善に伴って緩やかな拡大が続くことをメインシナリオと考えているが、すでに対中追加関税の対象となる消費財の物価に上昇が見られるなど米中貿易摩擦の消費者への影響が出始めている。米中貿易摩擦の今後の展開次第では、さらなる消費者マインドの悪化や物価上昇などによって個人消費腰折れのリスクが高まることに留意が必要

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。

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。

である。

### 住宅市場はようやく拡大期に転じた可能性

住宅市場については、8月の住宅着工戸数は前月比+12.3%と4か月ぶりに増加した。年率換算136.4万戸となり、住宅着工戸数が減速する前の2018年5月以来の130万戸を超えた。内訳では、住宅着工の大勢を占める戸建てが同+4.4%と3か月連続で増加、7月まで下押し要因となっていたが集合住宅が同+32.8%と大幅増に転じた。また、着工の先行指標である着工許可件数も同+7.7%と2か月連続で増加した。

住宅市場は金利、価格の上昇から2018年夏以降低迷していたが、長期金利の低下により住宅ローン金利の低下が続き、直近8月は3.62%とピーク（2018年11月）の4.87%から1%ポイント以上低い水準となった。また、住宅価格は2018年前半に前年比7%程度の上昇が続いていたが、18年後半以降は伸び率が低下し、直近6月は同+4.8%と上昇ペースが幾分緩和されている。こうした状況の中、住宅需要を示す住宅販売は拡大傾向に転じていたが、7月までは供給を示す着工戸数の拡大が見られなかった。

8月の数字はできすぎである可能性が高いものの、今後の住宅着工戸数は、これまでの住宅需要抑制要因であった金利高が払しょく、雇用・所得環境の改善に伴って緩やかな拡大傾向になることが期待される。

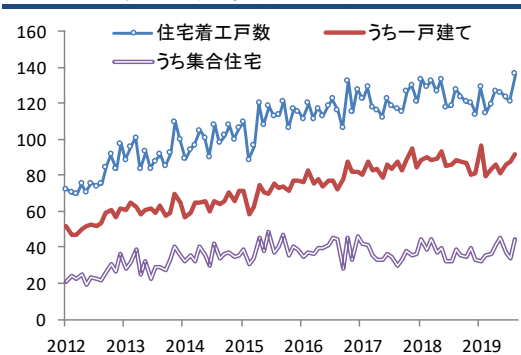
### 企業マインドが悪化

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7月に前月比+0.2%と小幅ながら3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、足元でも伸び悩んでおり、製造業の景況感も悪化が続いているためだ。

8月の鉱工業生産指数は前月比+0.6%と2か月ぶりの増加に転じた。過去3か月増加が続いた自動車など輸送機械は減少に転じたが、農業・建設機械など一般機械、半導体等電子部品など電子機器、化学など幅広い業種が増加した。そのため、設備稼働率は77.9%と前月から上昇、3月以来の高水準となった。しかし、1990年からの長期平均である78.9%を下回っており、マクロ的には供給能力が不足している状況ではない。

7月の実質輸出は前月比+0.9%と2か月ぶりの増加に転じたものの小幅な伸びにとどまっており、昨年来頭打ちの状況が続いている。国別（名目）に見ると、中国向け（2018年の輸出シェア7.2%）をはじめ欧州（シェア19.1%）など幅広い地域向けに輸出が伸び悩んでいる。FRBが指摘するように米中貿易摩擦に加え、海外経済減速も影響しているとみられる。このように、製造業は内需が

住宅着工戸数(季節調整値、年率万戸)



(出所)CEIC

鉱工業生産指数、稼働率の推移



(出所)CEIC

堅調なもの、外需の伸び悩みを背景に頭打ちの状況となっており、設備投資も軟調となっている。

8月のISM製造業指数は49.1と活動拡大・縮小の分岐点である50を約3年ぶりに下回り、9月のフィラデルフィア連銀やニューヨーク連銀の製造業景況指数も悪化しており、製造業の景況感は引き続き低下傾向にある。米中貿易摩擦の行方は依然として不透明であり、こうした不透明感が企業の景況感を悪化させ、設備投資意欲を抑制しているとみられる。今後も個人消費を中心に内需は堅調なもの、外需やそれに関する先行き不透明感によって設備投資は頭打ちの状況が続く見込みである。

### 雇用環境が改善する中インフレ加速の兆し

雇用環境については、8月の雇用統計では非農業部門雇用者数が前月から13.0万人増加と7月（同+15.9万人）から減速した。2019年に入ってから8月までの月平均増加数は15万人程度となっており、2018年が約22万人であったことを考えれば雇用の増加ペースは鈍化していることがうかがえる。ただし、後述するように追加的な労働供給力が低下しており、必ずしも雇用環境の悪化を示すものではないと考えられる。

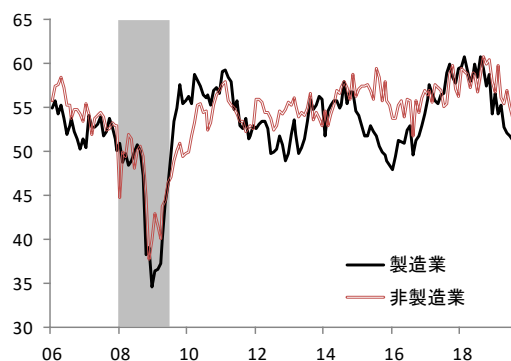
業種別に見ると、製造業は前月差+0.3万人と緩やかな増加ペースが続いた。輸送機械や電子機器が緩やかな増加に留まる中、一般機械が2か月連続で減少した。特に製造業の設備投資需要が軟調になっており、雇用にも影響が及び始めた可能性がある。

また、民間サービス部門は、同+8.4万人と3か月ぶりに10万人を割り込んだ。臨時雇用や宿泊・飲食など雇用の拡大が見られた業種もあるが、教育・医療や小売などが全体を押し下げた。

失業率は3.7%と前月と変わらなかった。労働参加率の上昇が続く（新たに職探しを始めた人の増加）中で、着実に就業者数が増えていることから失業率は約50年ぶりの水準を維持している。労働需給は引き続き引き締まった状態と言えるだろう。特に、現役世代（20歳～54歳）の労働参加率は82.6%とリーマン・ショック前の水準まで上昇しており、追加的な労働供給力が低下していることがうかがえる。失業率で見る以上に労働需給はひっ迫しているとみられる。

こうした労働需給のひっ迫を受け、8月の賃金上昇率は前年比+3.2%と7月（同+3.3%）からは僅かに減速したものの、昨年8月から1年間3%台の伸びが続いた。これまで賃金上昇のメインドライバーであった小売業をはじめとするサービス業は高水準で頭打ちの状況となっているが、出遅れていた製造業において賃上げの動きが目立ち始めた。幅広い業種で賃上げ

ISM製造業・非製造業指数の推移



(出所)CEIC

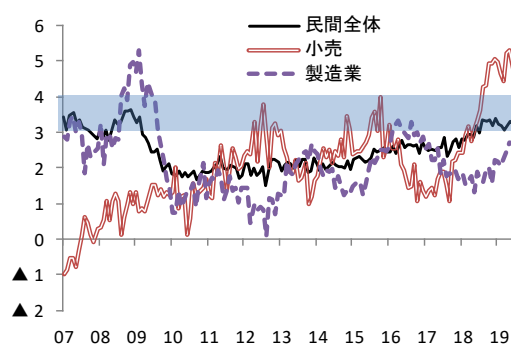
(注)シャドーは景気後退期。

雇用者数と賃金の動向(万人、前年比%)



(出所)CEIC

民間企業の時給の推移(前年比、%)

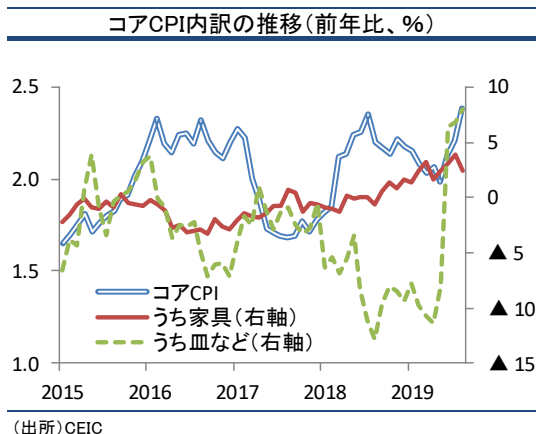


(出所)CEIC

が進んでいる様子が見えてくる。

今後の労働市場は、現役世代の労働参加率の伸びしろがなくなりつつあり追加的な労働供給力が低下する中で 2018 年までのような早い拡大ペースを維持するのは難しいと考えられる。ただし、内需は引き続き堅調であり、生産年齢人口の増加に伴った緩やかな雇用の拡大が続くことが見込まれる。また、労働需給はタイトな状況が続き、比較的高い賃上げ率が維持される見込みである。

インフレについては、8月の消費者物価指数が前年比+1.7%と7月（同+1.8%）からわずかに減速した。ただし、この要因はエネルギー価格下落の影響が大きく、変動の大きい食料・エネルギーを除くコアCPIは同+2.4%と7月（同+2.2%）から加速、基調的なインフレ圧力の高まりが顕著に見られるようになってきた。内訳では、サービスは家賃の鈍化が続くものの、医療サービスや娯楽サービス、自動車メンテナンスなど幅広く上昇し、同+2.7%と7月から伸びが高まった。また、食料・エネルギーを除く財は対中追加関税の影響と見られる家庭用品などが上昇し、同+0.8%と7月（同+0.4%）から伸びが加速した。堅調な内需を背景にサービス物価が上昇していることに加え、米中貿易摩擦の影響もあって財の価格上昇も顕在化し始めた。インフレは緩やかながら加速傾向にあると言えるだろう。



## 今回で利下げは打ち止め

9月17-18日に開催されたFOMCでは前回(7月)に続いて0.25%の利下げが実施され、フェデラルファンド・レートの誘導目標は1.75-2.00%となった。今回の利下げはすでに織り込まれていたためサプライズはなかった。声明文では、経済全般は緩やかに拡大との判断に変わりはないが、内訳では個人消費の判断が上方修正された一方、設備投資、輸出が下方修正された。

FOMC参加者の経済見通しでは、2019年の見通しが足元の実績を含めて微修正されたが、2021年までの見通しに大きな変更はなく、緩やかな拡大が続くことが見込まれた。また、今回初めて公表された2022年見通しは、インフレ率が2.0%とFRBの目標に達する中、経済成長率が1.8%、失業率が3.9%と景気の減速感が強まる予想となっている。

FOMC参加者の見通し					
	2019	2020	2021	2022	(%) 長期
経済成長率	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
(6月予想)	2.1	2.0	1.8		1.9
失業率	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2
(6月予想)	3.6	3.7	3.8		4.2
インフレ率	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
(6月予想)	1.5	1.9	2.0		2.0

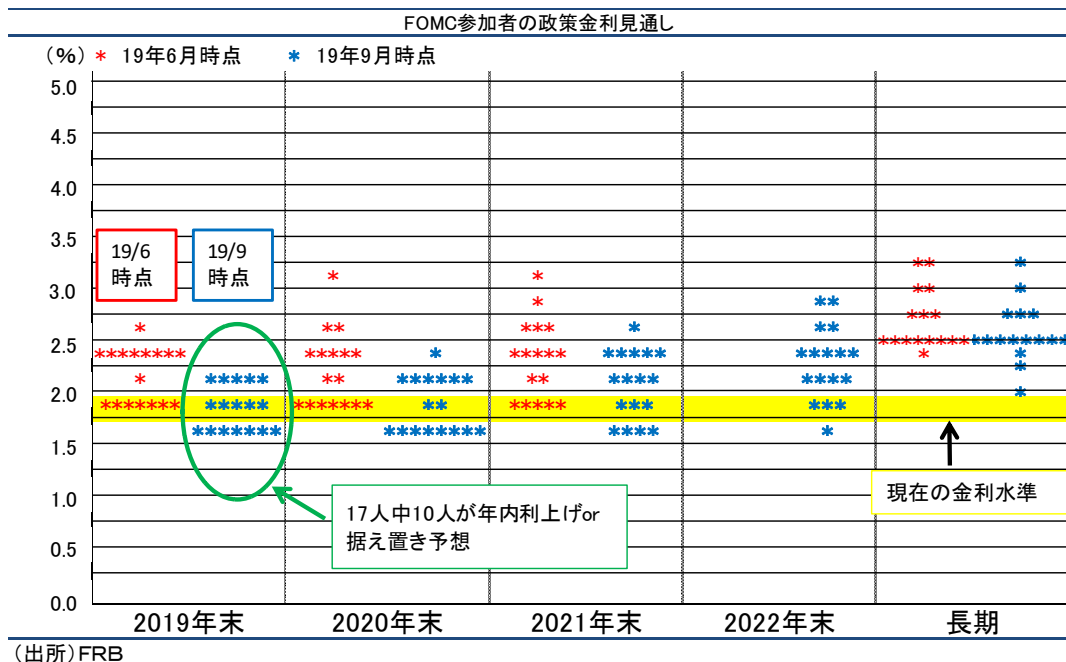
(出所)FRB

(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

FOMC参加者の金利見通しは、中央値で見れば2020年末まで金利据え置き、その後緩やかに利上げというシナリオが描けるが、分布をみればそのシナリオの実現は困難であることがうかがえる。2019年の見通しでは、現在の金利水準に対し17人中7人がもう1段の利下げを見込む半面、5人が据え置き、5人が利上げと半数以上が据え置き、ないし利上げを予想した。2020年も同様に8人が現行に比べて低い金利を予想したが、2人が据え置き、7人が現行に比べて高い金利を見込んだ。このように、FOMC参加者の間で、

長期にわたって金融政策の足並みが揃わない状況がうかがえる。

この背景には先行き見通しの下振れリスクの見方の違いが考えられる。経済データによって示される米国経済の現況が底堅いという理解は幅広く共有されている。しかし、海外経済の減速や米中貿易摩擦、地政学リスクなど先行き見通しの下振れリスクと米国経済への影響に関しては見方



が分かれているとみられる。今回の FOMC で反対票を投じたのはセントルイス連銀のブラード総裁、カンザスシティ連銀のジョージ総裁、ボストン連銀のローゼングレン総裁の 3 名である。ブラード総裁は、景気下振れリスクが大きくなることを警戒し、今回の FOMC で 0.5%pt の利下げを求めて反対票を投じた反面、ジョージ総裁とローゼングレン総裁は金利据え置きを求めて反対票を投じた。ローゼングレン総裁は現在の経済環境は底堅く、先行き不透明感に対処するため利下げすることでリスク資産の価格上昇や過剰債務を促す可能性などを指摘した。

2 回連続で利下げを行った背景には先行きの下振れリスクに加えて金融市場の見方も考えられる。これまで金融市場は年内複数回の利下げを織り込み、7 月の FOMC 直前には 100%利下げが織り込まれ、9 月 FOMC 直前も 90%程度利下げが織り込まれていた。こうした中金利を据え置いた場合、金融市場は株価の下落など大きな打撃を受ける可能性があった。他方、現時点において、10 月 FOMC での利下げの可能性は五分五分とみられている。今後公表される経済データ、FOMC 参加者によるコミュニケーションによって金融市場参加者に金利据え置きを織り込ませやすい下地ができつつある。

前述のように雇用環境は改善が続き、足元ではインフレ加速の兆しが見られる状況である。また、FOMC 参加者も利下げ一辺倒の議論が進んでいるわけではない。米中貿易摩擦は依然として大きな下振れリスク要因であり続け、中東における地政学リスクも高まっているが、両リスクが大きく発現しない限り、経済の実情を踏まえれば利下げは打ち止めとみるべきだろう。