

米国経済 UPDATE：内需の落ち込みに黄信号も見通しは底堅い

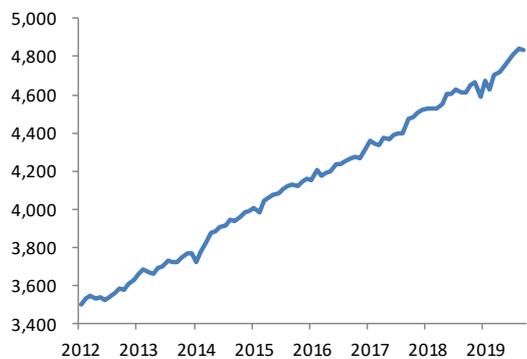
足元の米国経済は強弱入り混じるも総じて堅調に推移していると判断される。これまで米国経済をけん引してきた個人消費は小売売上が減少に転じ、ISM 非製造業指数の低下が続いている。しかし、雇用環境は依然として堅調であり、労働需給はタイトな状況が続いている。雇用者数・賃金の増加が個人消費を下支えするとみられる。目下の注目点は次回 FOMC での利下げの有無である。金融市場参加者の間ではすでに利下げが織り込まれつつある状況だが、FOMC 参加者間の意見はこれまで以上に集約しづらくなっているとみられる。すでに 2 回連続で利下げをしており、また 12 月にも FOMC を控えている。米国経済のカギである内需の動向について見極めるには時間を要するため、今回は金利を据え置くだらう。

個人消費の落ち込みは一時的？

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、9月の小売売上高が前月比▲0.3%と7か月ぶりの減少に転じた。内訳を見ると、自動車ディーラーが同▲0.9%、ガソリンスタンドが同▲0.7%と自動車関連が全体を下押しした。自動車ディーラーの売上に関しては、8月が同+1.9%と急増した反動減の可能性があり、ガソリンスタンドについてはガソリン価格下落の影響が大きいとみられる。自動車関連の落ち込みは一時的と見るべきだろう。また、小売売上高から自動車・ガソリンを除いても8月から横ばいであるが、9月は大型のハリケーン発生などの悪天候の影響も考慮する必要がある。

個人消費の基調は、後述するように雇用・所得環境の改善がペースは若干鈍化したものの継続しており、消費者マインドも小幅ながら改善が続いている。10月のミシガン大消費者態度指数は現状・先行き共に改善した。ミシガン大によれば、消費者は所得増加、低インフレの継続を予想しており、また通商政策が米国経済に与える影響についても僅かながら懸念が後退した。個人消費への影響が懸念される米中貿易摩擦に関しては、10月の「部分合意」により、予定されていた10月15日の追加関税率引き上げ（第1～3弾の対象2500億ドル分に対し25%の関税率を30%に引き上げ予定）を取りやめた。米中貿易摩擦の行方は依然不透明なものの、12月分の引き上げは未定となっている。再び激化しなければ個人消費は雇用・所得環境の改善に支えられ拡大が続くものとみられる。

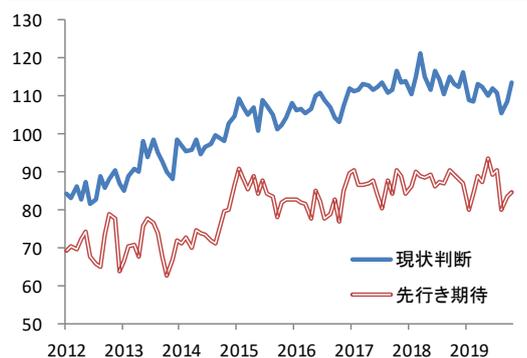
小売・外食売上高の推移(億ドル、季節調整値)



(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。

住宅市場は引き続き緩やかに拡大

住宅市場については、住宅供給を示す9月の住宅着工戸数が前月比▲9.4%と大幅に減少した。内訳では、住宅着工の大勢を占める戸建ては同+0.3%と小幅ながら増加を維持したものの、集合住宅が同▲28.2%と急減。ただし、これは急増した8月の反動減とみられ、9月の着工件数は年率換算125.6万戸と軟調であった昨年夏以降の水準を上回っている。住宅需要を示す住宅販売は新築・中古共に昨年末ごろをボトムに緩やかながら回復基調にあり、住宅市場は総じて拡大傾向と言えるだろう。

また、住宅建設業者の景況感を示す10月の住宅市場指数は住宅市場の環境が悪化する前の2018年2月以来の高水準となり、客足判断も高水準となっている。今後についても、雇用・所得環境の改善、低水準の住宅ローン金利に支えられ、拡大傾向が続くとみられる。ただし、現在は住宅需要を後押ししているとみられる住宅価格の緩慢な上昇ペースには留意が必要である。販売が好調に転じたことから再び在庫率が低下しており、今後も需要超過の状況が続けば価格上昇ペースが加速して住宅需要に冷や水を浴びせる可能性がある点には留意が必要だろう。

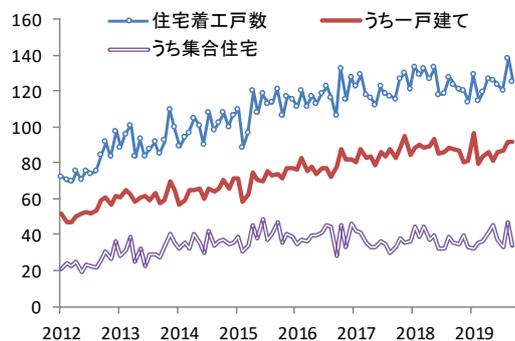
非製造業の悪化に懸念

企業活動に関しては、9月の鉱工業生産指数は前月比▲0.4%と2か月ぶりに減少した。原油価格が低水準で伸び悩んだことなどにより鉱業は同▲1.3%と大幅に減少、製造業も同▲0.5%と減少に転じた。製造業に関しては、自動車産業におけるストライキの影響により輸送機械が同▲2.0%と大幅に減少した。特に、ピックアップトラックなどの大型車は同▲8.3%と急減した。しかし、自動車だけでなく建設機械などの一般機械、電気機械なども減少しており、製造業全般として勢いを欠く状況にある。そのため、昨年末には78%近くあった製造業の設備稼働率は75%台まで低下した。内需の拡大が続く反面、世界的な景気減速や米中貿易摩擦などにより米国の製造業は引き続き頭打ちの状態となっている。

製造業の生産不振が続く中、設備投資の先行指標となる非国防資本財（航空機除く）の新規受注は9月に前月比▲0.5%と2か月連続で減少した。米中貿易摩擦による不透明感の高まりや、それに伴う輸出の頭打ちによって企業の設備投資意欲は低下しているとみられる。また、原油価格が伸び悩んでいることからシェール関連の活動も停滞しており、全般的に設備投資の需要は抑制されていると言えるだろう。

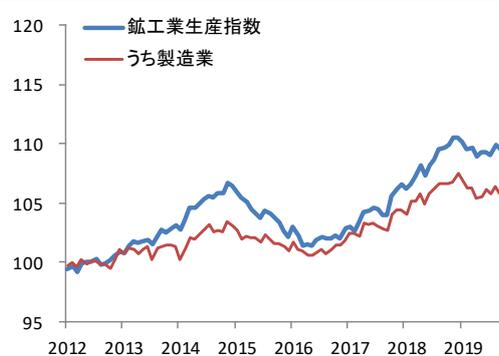
輸出については、8月の実質輸出は前月比+1.1%と2か月連続で増加したものの小幅にとどまり、依然

住宅着工戸数(季節調整値、年率万戸)



(出所)CEIC

鉱工業生産指数の推移(2012年=100)



(出所)CEIC

非国防資本財(航空機除く)の新規受注(億ドル)



(出所)CEIC

として頭打ちの状況が続いている。特に、8月は中国向けの大豆輸出が拡大した影響が大きく、製造業の生産や設備投資に関連する資本財や消費財など主要な輸出製品は減少した。

先行きについても製造業は引き続き伸び悩むことが見込まれる。9月のISM製造業指数は47.8と2か月連続で景気拡大・縮小の分岐点である50を下回ったことに加え、10月のニューヨーク連銀製造業景況指数も前月から改善したものの低水準にとどまり、製造業の景況感は依然弱含んだままである。さらに、直近では9月のISM非製造業指数が前月から低下し52.6と50に近づいている。これまでも製造業が軟調であったものの、米国経済は個人消費をはじめとする内需の堅調さに支えられてきた。その屋台骨である非製造業の景況感に悪化の懸念が生じたことになる。ただし、後述するように雇用環境は雇用者の増加ペースが鈍化しつつあるものの引き続き堅調に推移しており、労働需給も引き締まっている。個人消費など内需を取り巻く環境は悪化していないと考えられる。今後も製造業がくすぶる中で非製造業は底堅く推移することが期待される。

雇用環境は引き続き堅調

雇用環境については、9月雇用統計は非農業部門雇用者数が前月から13.6万人増加と、市場の事前予想である+14.5万人を下回った。しかし7月、8月分が改定され、それぞれ+16.6万人(改定前:+15.9万人)、+16.8万人(改定前:13.0万人)と上方改定された。昨年までの増加ペースからは減速しているものの、引き続き雇用は堅調に拡大していると判断できるだろう。業種別に見ると、製造業は前月差▲0.2万人と6か月ぶりの減少に転じた。自動車を筆頭に幅広い業種で雇用が減少した。また、民間サービス部門は同+10.9万人と8月(同+12.1万人)から若干増加ペースが鈍化したものの、底堅い推移となった。小売業で雇用の減少が続いたものの、運輸が増加に転じ、専門サービスや医療などで増加が続いた。

失業率は3.5%と8月から0.2%pt低下、労働需給がさらに引き締まったことが示された。また、就職を諦めた者の減少などにより、広義の失業率(U-6)は6.9%と前月から0.3%pt低下、一般的な失業率で見ると労働需給がひっ迫している。背景には、現役世代(20歳~54歳)の労働参加率が82.6%とリーマン・ショック前の水準近くを維持、追加的な労働供給力が低下していることが挙げられる。

他方、労働需給がひっ迫しているものの、9月の賃金上昇率は前年比+2.9%と約1年ぶりに前年比3%を割った。以前は3%以上で推移していたが、リーマン・ショックを境に3%割れが続いていた。2018年夏以降は3%台が定着していただけに、今月の結果は今後の賃金上昇圧力に懸念を生じさせる内容である。

しかし、前述のように労働需給は2018年夏よりさらに引き締まっており、追加的な労働供給力が低下している。9月の賃金上昇率を業種別に見ると、卸売や情報、金融、教育医療などで賃金上昇率が低下し

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%)

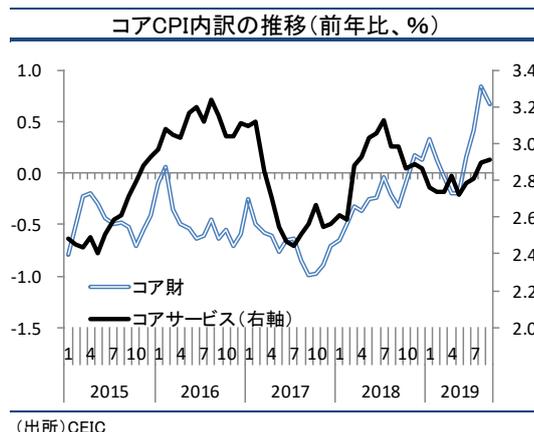


(出所)CEIC

た。他方、レジャーや専門サービス、輸送などは上昇、小売業もおおむね横ばいとなっている。レジャーや小売、輸送など労働集約型で相対的に賃金が低く、雇用者数を多く必要とする業種の賃上げ圧力は弱まっていないことがわかる。依然として上昇圧力は強いとみるべきだろう。

このように、9月の雇用統計は強弱入り混じるも、基本的に雇用環境の改善継続を示唆する内容であった。今後も雇用が底堅く拡大する中で個人消費を中心に内需が拡大し、さらなる雇用の拡大を招く好循環が継続することを見込んでいる。

インフレについては、9月の消費者物価指数が前年比+1.7%と8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であり、変動の大きい食料・エネルギーを除くコアCPIは同+2.4%と8月と変わらず、基調的なインフレ圧力は高い状況に変わりない。内訳を見ると、米中貿易摩擦の影響とみられる財の価格上昇率が高止まりする中、サービス価格の上昇が続いている。9月に関しては家賃上昇による押し上げの影響が大きいものの、引き続き医療サービスや自動車メンテナンスなどが高い伸びを維持している。



10月FOMCは据え置きを予想

こうした経済環境の下、10月29-30日に開催されるFOMCで3回連続となる利下げが実施されるかが注目されている。利下げの根拠を考えると、以上で見てきたように製造業を中心に企業活動は伸び悩んでおり、単月、かつ天候要因があったとは言え小売売上上の減少や賃金の伸び悩みが見られた。また、金融市場参加者による次回会合での利下げ確率は直近で90%を上回り大方織り込まれている状況である。

しかし、製造業の不振が続いていることは確かだが、個人消費を中心とした内需の落ち込みは単月に過ぎず、背景となる雇用環境の改善、高水準の消費者マインドと株価が続いており、基調的に個人消費は底堅いと見るべきだろう。10月16日に公表された地区連銀景況報告においては、経済全体については下方修正されたが、主に製造業の下振れが原因だと考えられ、個人消費の判断はむしろ上方修正された。

また、FOMC内部でも利下げの有無を巡ってはこれまで以上に意見が割れているとみられる。そもそも、9月FOMCで公表された2019年の金利見通しでは、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。その後の参加者の発言を追うと、7月、9月の会合で利下げに反対を投じたカンザスシティ連銀ジョージ総裁、ボストン連銀ローゼングレン総裁だけでなく、ニューヨーク連銀ウィリアムズ総裁は明言を避けたものの利下げ余地の小さいこと、効果発現まで時間を要すること、貿易や地政学的問題に対して金融政策が有効なツールとは言えないことを言及、ダラス連銀カプラン総裁はまだ立場を決めていないが、現状はこれまでに比べて均衡がとれた状態である旨発言している。

このように、FOMC内部での意見が分かれており、12月にもFOMCが控えている。10月の利下げは見送り、個人消費の落ち込みが一時的かどうか判断し、必要であれば12月にもう一段の利下げに動くのではないだろうか。