

米国経済 UPDATE : 2020 年に向けて先行き不透明感が後退

米国では、海外経済の減速や米中貿易摩擦、それに伴う先行き不透明感の高まりが製造業の生産・投資を抑制。しかし、非製造業を含めた経済全体では、雇用・所得環境の改善と個人消費を中心とした内需拡大の好循環が続いている。更に、年末にかけては米中協議や歳出予算、USMCA など政治・外交面からの不透明感は一定程度後退した。2020 年に向けては、大統領選に絡めて経済・財政政策の行方に注目が集まろうが、労働需給のひっ迫によりインフレ上昇圧力が一段増す可能性や、それに応じて FRB が利上げに動く可能性にも十分注意したい。

年末にかけて政治・外交面で混乱回避の動き

米国では 12 月に政治・外交面で大きな動きが相次いだ。12 月 13 日には米国と中国の貿易協議において「第 1 段階の合意」に達した。詳細が全て明らかになったわけではないが、米国からの農産品輸出の拡大や米国が従来から問題視していた中国による知財権保護への対応などが盛り込まれた模様である。そして、経済に対して短期的にインパクトが大きいのは第 4 弾前半部分（リスト 4A、1,200 億ドル分）の税率引き下げ（15%→7.5%）、12 月 15 日に予定されていた第 4 弾の後半部分（リスト 4B、1,600 億ドル分）の見送りである。第 4 弾は第 1-3 弾に比べて消費財の割合が高く、特に後半部分についてはスマホなど中国以外からの代替が困難な品目が含まれていたため、実施されれば消費者への影響が大きかったと考えられる。中国の構造問題への本格的な対応などは「第 2 段階」に先送りされたことから米中関係は依然不透明であるものの、少なくとも今回の合意は米国経済の下振れリスクを一定程度後退させたと言えるだろう。

また、12 月 19 日には 2020 会計年度（2019 年 10 月-2020 年 9 月）の歳出法案が上院で可決、20 日の大統領の署名によって成立した。10 月からの本会計年度は事前に歳出法が成立していなかったため、いわゆるつなぎ予算で財源が賄われていた。12 月 20 日がつなぎ予算の期限であり、与野党対立が続けば「政府閉鎖」の可能性があったが、今回の成立を受けて少なくとも年度内はそのリスクが払しょくされた。

さらに 12 月 19 日、メキシコ、カナダとの貿易協定である USMCA の実施法案が下院で可決した。上院での採決スケジュールは大統領の弾劾裁判（後述）との兼ね合いで後ずれする可能性があるものの、超党派の支持を得ており早晩可決、成立する見込みである。

このように、景気の下振れにもつながりかねなかった目先の政治的波乱リスクは相当程度後退した。もちろん、来年 11 月の大統領選の行方は予断を許さないが、新年を迎えるにあたっては、とりあえず霧は薄れたように思われる。

なお、12 月 18 日にはトランプ大統領が史上 3 人目となる弾劾訴追を受けた。大統領選を有利に進めるため、民主党有力候補であるバイデン前副大統領に関する問題を調査するようウクライナ側に圧力をかけた権力乱用に加え、議会の弾劾調査に協力しなかった議会妨害が根拠とされ、近く上院で弾劾裁判が行われる。上院で 2/3 の議員が賛成票を投じると有罪となり、トランプ氏は大統領職を罷免される。もし罷免されれば史上初の出来事となるが、トランプ大統領の共和党支持者からの信認は厚いため、近く大統領・

議会選挙を控える中で、現実的には共和党が過半数を占める上院で離反者が多数出るとは考えづらい。そのためか、ミシガン大の消費者アンケートにおいて、弾劾が経済に影響を与えると回答した者は全体の2%に留まっており、景気に与える影響は限定的と考えられる。

個人消費は堅調に推移、年末商戦も好調に推移する見込み

米国経済拡大のけん引役である個人消費に関しては、11月の小売売上高が前月比+0.2%と前月に続いて増加した。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+0.1%と小幅ながら増加した。業態別には、自動車ディーラーやオンライン販売を含む無店舗小売が全体をけん引した。自動車販売は2019年に入って以降減速していたが、引き続き年率換算1,700万台程度の高水準で推移している。

11月28日の感謝祭から毎年恒例の年末商戦が始まった。全米小売業協会の事前予想では、今年の年末商戦の小売売上高（自動車ディーラーなどは除く）は前年比+3.8-4.2%と過去5年の平均的な伸びである同+3.7%を上回っていた。また、11月28日からブラックフライデー、サイバーマンデーを含む12月2日までの5日間の買い物客数は同約+14%増加し約1.9億人、一人当たり購入額も同約+16%増加し約360ドルとなった。今年の年末商戦は昨年比べて6日遅く始まったため、その影響は主に12月の指標に反映されることになる。

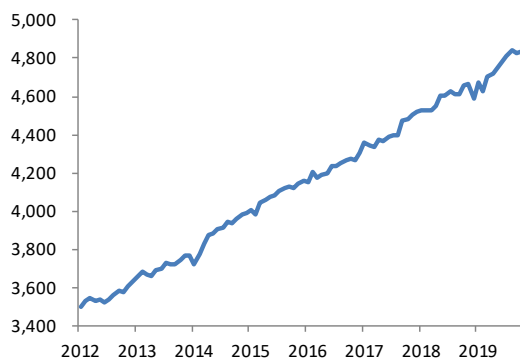
住宅市場は持ち直しが続くが先行きは供給不足の懸念

住宅市場については、2018年中の減少から着実に持ち直している。11月の住宅着工戸数は前月比+3.2%増加し年率換算136.5万戸となり、2019年8月以来の高水準となった。内訳では戸建・集合住宅ともに増加が続いた。また、先行指標である着工許可件数も増加した。更に、11月の新築戸建住宅販売戸数は同+1.3%と増加に転じ、年率換算71.9万戸と引き続き高水準を維持している。

住宅ローン金利はボトムである9月の3.6%から若干上昇したが3.7%と依然低水準であり、後述のとおり雇用・所得環境は堅調に改善している。更に、最近では実家住まいの多かったミレニアル世代が自分の住宅を所有し始めたとも言われており、住宅の需要は底堅いと言えるだろう。

ただし、今後も需要の増加に伴って住宅着工・販売も回復基調を強めるかどうかは予断を許さない。なぜなら、リーマン・ショック後の住宅市場急落により多くの建設業者が廃業、今でも従前の供給力まで回復していないと考えられるためである。実際、建築業者の景況感を表す住宅市場指数は歴史的な高水準となっているにもかかわらず、現在の住宅着工戸数は2006年のピーク（年率換算230万戸弱）の6割程度水準にとどまっている。そのため、住宅着工・販売は今後も需要拡大に伴って増加することが期待される

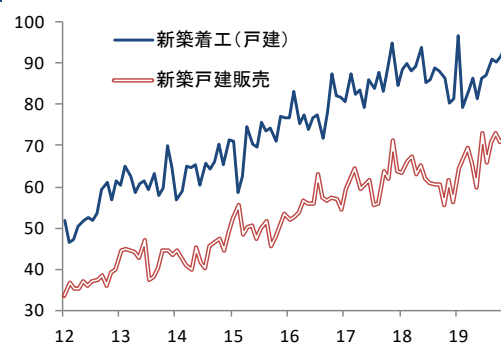
小売・外食売上高の推移(億ドル、季節調整値)



(出所)CEIC

(注)ガソリンスタンドを除く。

新築戸建ての着工・販売(季節調整値、年率万戸)



(出所)CEIC

が、このまま一本調子で増えていくと見るのは難しく、増勢は徐々に緩やかになっていくであろう。

製造業は引き続き頭打ちだが先行きの回復に期待

輸出入については、10月の実質輸出は前月比▲0.5%、実質輸入は同▲2.2%とそれぞれ2か月連続で減少した。実質輸出を財別にみると、輸送機器や消費財、食料など幅広い品目で減少した。輸送機器に関しては中国向けをはじめ航空機類が大幅に減少した。これは、大手航空機メーカーの事故に伴う納入中止の影響が考えられる。実質輸入を財別にみると、輸送機器や消費財、工業用品などが減少した。消費財に関しては、米中貿易摩擦の激化に備え、年末商戦向けの玩具などが事前に輸入され、当月はその反動により減少したとみられる。輸出入は引き続き、海外経済の減速や保護主義的な貿易政策などにより一進一退が続いている。

企業の生産活動に関しては、11月の鉱工業生産指数が前月比+1.1%と3か月ぶりの増加に転じた。ただし、10月はGM社ストの影響で大幅に下落しており、今月の急増はその反動が多分に含まれているとみられる。水準は9月と同程度であり、横ばい圏内の動きであることに変わりはない。設備の稼働率も前月から上昇したものの水準は低く、依然として生産設備の稼働状況から設備投資需要が拡大する兆しは窺えない。

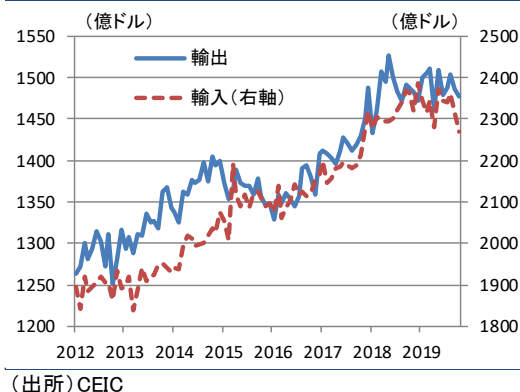
設備投資に関しては、先行指標となる11月の非国防資本財受注（除く航空機）は前月比+0.1%と小幅増となり、基調としては引き続き抑制されている。

もっとも、今後は、前述したように米中貿易協議や内政に一定の進展が見られたことから、輸出や製造業の企業マインドも持ち直すことが期待される。緩和的な金融政策も実体経済をサポートすることから企業の生産活動・設備投資も次第に下げ止まり、拡大に転じると考えられる。

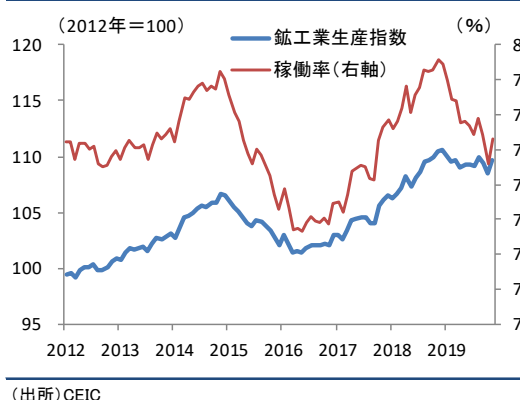
盤石な雇用環境

雇用環境については、11月の雇用統計では非農業部門雇用者数が前月から26.6万人増加し、2019年1月以来の拡大幅となった。2019年に入ってから11月の月当たりの平均的な増加幅は18万人と、雇用が急拡大した2018年（約22万人/月）には及ばないものの、2017年と同程度の増加ペースを維持している。なお、過去分に関しても、9月分は約1万人下方修正されたが、10月は約3万人上方修正され、雇用の減速懸念は払しょくされた。

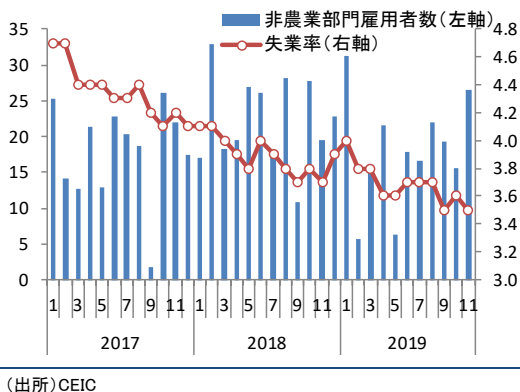
実質輸出入の推移(季節調整値)



鉱工業生産指数、稼働率の推移



雇用者数と失業率(万人、%)



業種別に見ると、製造業が前月差+5.4万人と10月から増加に転じた。10月はGM社従業員のストにより自動車関連が大幅に減少したが、ストは10月25日に解除が発表され、11月には労働者が就労に戻ったため雇用者数の押し上げにつながった。雇用の大半を占める民間サービス部門は同+20.6万人と、10月（同+18.8万人）から増加幅が拡大した。医療で増加幅が拡大したことに加え、情報関連や輸送・倉庫などが全体を押し上げた。

失業率は3.5%と10月から0.1%pt低下し、引き続き歴史的低水準を維持している。現役世代（20～54歳）の労働参加率は前月と変わらず約10年ぶりの高水準で横ばい、経済的理由のパートタイム労働者も減少しており、雇用のひっ迫感は依然強いと言えるだろう。このように労働需給がひっ迫する中で、11月の賃金上昇率は前年比+3.1%と10月（同+3.2%）からわずかに減速したが、2018年8月から続く3%台の堅調な伸びを維持した。内訳をみると、相対的に低賃金であるサービス業のうち輸送は伸びが加速、小売やレジャーは前月から減速したが小幅に留まり引き続き高い伸びが維持された。また、製造業も2016年後半以来となる約3%の伸びに加速した。

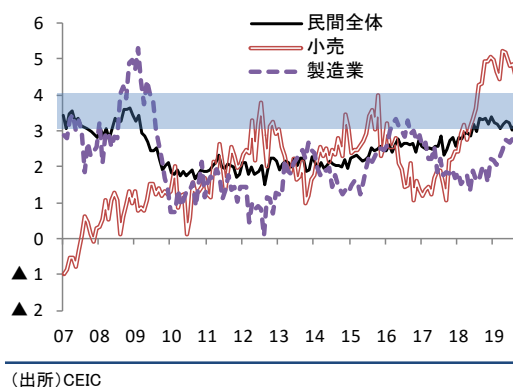
足元のインフレ率は安定しているが高まる上昇圧力

インフレ動向については、11月の消費者物価指数が前年比+2.1%と10月（同+1.8%）から加速した。ただし、加速の要因はエネルギー価格の下押し剥落（2018年は10月まで原油価格が高かった）であり、変動の激しい食料・エネルギーを除くコアCPIは同+2.3%と10月から伸びが変わらなかった。財に関しては、ドル高の影響もあり伸びが鈍化したが、足元でドルは横ばい圏の動きとなっており、為替面からの価格下落効果は早晩一巡すると見られる。また、サービスに関しては、住居費や医療サービスが引き続きけん引役となっている。特に住居費に関しては、前述のように住宅市場の需給がタイト化しており、空室率が低下傾向にあることから今後も上昇圧力が続くと思込まれる。さらに、賃金は高い伸びを維持しており、今後は労働需給の更なるひっ迫に伴い、インフレ圧力が一段と高まる可能性もある。来年はインフレ動向に一層注目しておくべきだろう。

2020年の金融政策は据え置き見通しが大勢もインフレに注意

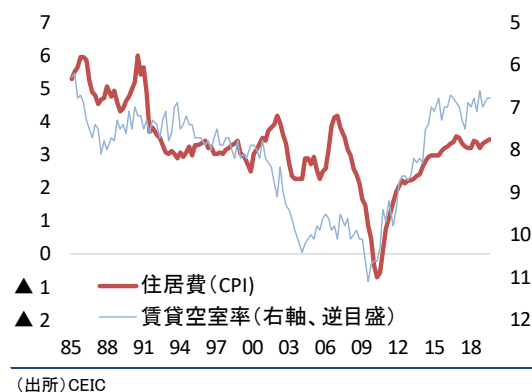
12月10-11日に開催された年内最後のFOMCではフェデラルファンド・レートの誘導目標が1.50-1.75%に据え置かれた。同日公表された声明文では「堅調な景気拡大の見通しに対する不確実性が残る」という文言が削除され、10月にかけて3会合連続で打ち出された利下げ措置はひとまず終了した模様である。

民間企業の時給の推移（前年比、%）



（出所）CEIC

住居費（前年比、%）と空室率（%）



（出所）CEIC

そうすると気になるのは来年以降の金融政策だが、FOMC 参加者の金利見通し（いわゆるドットチャート）では 17 人中 13 人が据え置きを予想、4 人が 1 回の利上げを予想した。多くの FOMC 参加者が底堅い景気拡大を予想する中で、過去 3 回の利下げをもって将来の利下げ予想が消滅した。パウエル議長の記者会見では現在の金融政策を緩和的

と表現しており、従来から指摘していた海外経済の減速や貿易に関する下振れリスクを含めて米国景気を下支えする金利水準と評価していることが窺える。今後景気見通しに大きな変動をもたらすイベントや経済環境の変化がない限り政策金利変更はないということになる。

こうした見方に対するリスクシナリオとして、インフレ率の上振れによって利上げ転換を余儀なくされることが挙げられる。パウエル議長が発言したように、現役世代の労働参加率が上昇、低賃金労働者を中心に賃上げ圧力が高まっている。また、最近では企業が人手不足へ対応するため、賃上げだけでなく福利厚生や軽犯罪者などの採用にも意欲的になっていると言われている。労働需給のひっ迫具合はより深刻になっていることが窺え、今後個人消費を中心とする内需の堅調な拡大が続けば賃金上昇圧力が一段と高まることが予想される。また、人手不足は建設業でも深刻になっており、賃金上昇が住宅価格の押し上げに寄与することも想定される。

パウエル議長は会見の中で、利上げに動くためにはインフレの持続的で顕著な上昇を確認する必要があると指摘している。インフレ率が現在の FRB の目標である 2%を超えてすぐに利上げに動くことは考えづらいが、需給ひっ迫によるインフレ圧力の高まりは原油価格など商品価格の変動と異なり持続性が高いとみられる。現時点の FOMC 参加者の多くが 2020 年中の金利据え置きを予想するものの、特に 2020 年後半にかけては利上げに動く可能性を意識して雇用・インフレの動向を見ていく必要があるだろう。

