

米国経済 UPDATE：好況下、貿易摩擦懸念に大きな振れ

9月下旬には日米通商交渉開始、NAFTA 再交渉（USMCA）妥結と経済・市場への好材料が続いたが、10月に入ると一転して米中摩擦懸念が高まりを見せた。足元の实体经济は、消費者マインド、企業マインドとも極めて高水準で推移しており、好調を維持している。貿易摩擦の対象は、当面は中国に絞られることになり、米中間の相互の追加関税は景気への一定の下押し圧力とはなるが、好況や NAFTA 再交渉妥結などを受け、利上げ継続シナリオの蓋然性は増している。他方、FOMC 声明文から、中立金利をめぐる「緩和的」の文言が削除されるなど、利上げ打ち止めの手がかりが掴みにくくなっている。

貿易摩擦懸念に大きな振れ

米国経済にとって目先の大きな懸念材料であった貿易摩擦激化リスクが、9月下旬には大きく減退した。7月の米 EU 首脳会談に続き 9月26日の日米首脳会談でも、通商交渉開始とともに自動車・同部品への追加関税猶予が決まり、さらに9月末にはカナダ、メキシコとの NAFTA 再交渉（USMCA）が妥結、米国の当面の通商制裁対象は、中国に絞り込まれてきた。さらには、USMCA という「前例」が出来たことにより、EU、日本との交渉についても、もちろん予断は許さず日本にとっては厳しい交渉が予想されるが、米国経済からみれば、USMCA 妥結前と比較すると、先行きの不透明感がかなり薄れたといえる。

市場では9月下旬から10月月初にかけて、一旦、一連の摩擦リスク減退を好感した。しかし、その後、今度は米中摩擦激化への懸念が材料視され始める。後述するように中国だけとはいえ、制裁関税と対抗関税がエスカレートしていけば、米国経済に対する一定の下押し圧力とはなる。また、10月4日にペンス副大統領が演説し、厳しい対中政策を打ち出したことも、米中対立への不安を強めたものと考えられる。その結果、NAFTA 再交渉妥結からあまり日を置くことなく、市場は今度は米中摩擦を強く織り込む展開となった。長期金利の上昇もあって、10月上旬の株式相場は10月10日にダウ平均が800ドル超下げるなど、かなり乱高下している。

こうした市場の懸念拡大にかかわらず、後述のとおり、实体经济面では好況が続いている。グローバル展開する米国企業の多くは、貿易摩擦に関する9月下旬以降の一連の動きを、総じてポジティブに受け止めている可能性が高い。

個人消費は堅調、マインドも高止まり

個人消費について、直近9月の小売・外食売上高（振れの大きいガソリンスタンドを除く）をみると、前月比0.2%増となり、横這いとなった8月と合わせて2カ月連続で弱い結果となった。ただし、5月以降、小売売上高はトレンドから上振れした状態にあり、それがトレンド線に戻ってきた状況とみられることから、悲観する状況ではない。内訳をみると、6~8月に減少・横這いとなっていた自動車販売店が同0.8%増と復調。また、家電は同0.9%増となり、7カ月連続で増加するなど好調を維持している。シアーズが破綻した百貨店は同0.8%減。8月も同0.9%減であり苦戦している。

財・サービスまで含めた実質個人消費は、直近8月は同0.2%増。7月の0.3%増からはやや減速したものの、4~7月は毎月、前月比0.3%増のペースで確実に拡大しており、堅調である。しかも、先の GDP

統計改定により家計貯蓄率が上方修正された結果、貯蓄率も6%超と比較的高水準を維持していることが明らかになり、所得対比での過剰消費懸念も払拭されている。

好調な雇用・所得状況に年初からの減税が後押しとなり、消費者マインドは高止まりを続けている。コンファレンスボード調査の直近9月の消費者信頼感指数138.4はITブームのピーク時である2000年9月以来の高水準となっている。

当面の貿易摩擦の対象がほぼ中国だけになったとはいえ、輸入品にさらに追加関税が課されていけば、一定程度の物価上昇とこれに伴う消費へのマイナス効果は覚悟しておく必要がある。しかし、現状の好況、景気の上振れがバッファーとなることも考慮すれば、景気後退を意識するような大きな消費減退が生じるリスクは、少なくともEU、日本との通商交渉が続く向こう1年程度は、かなり減退したものとみられる。

住宅投資、金利上昇が逆風に

住宅投資に関しては、9月の住宅着工件数は前月比5.3%減の年率120.1万件となり、3か月ぶりにマイナスに転じた。9月はハリケーンの襲来が影響した。ただし、今年1~5月には年率130万件を超えるような高水準が続いていたが、後述する市場環境を考慮するとそもそもこの水準は出来すぎであり、8月(年率126.8万件)もやや上振れしていたものとみられる。

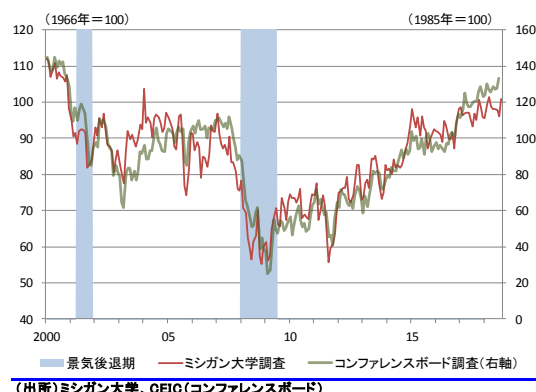
実際、市場環境は悪化に向かっている。雇用・所得の改善は引き続き住宅需要を下支えしているものの、じわじわと上昇していた住宅ローン金利(30年固定)は、足元で4.9%へと急騰している(10月10日までの週平均)。金利全般の上昇は持家一戸建て需要を冷やす効果に加えて、賃貸共同住宅を建設運営する事業者へも悪影響を及ぼす。トランプ政権にとって、学生ローン返済負担や人手不足、ゾーニング規制など、その他の住宅投資抑制要因への対処については優先順位が低く、これといった改善策が打ち出されない中では、市場環境の改善は見込めない。今後の着工件数は、均せばせいぜい120万台前半程度での推移となろう。

企業マインドは高水準維持だが設備投資先送りも

企業部門では、対中制裁関税、あるいは自動車・同部品への追加関税に関する公聴会では、関係する企業のうち圧倒的多数が課税反対の論陣を張り、危機感を露わにしていた。しかし、企業部門全体でみれば、企業マインドを示す統計をみる限り、総じて好調を維持している。

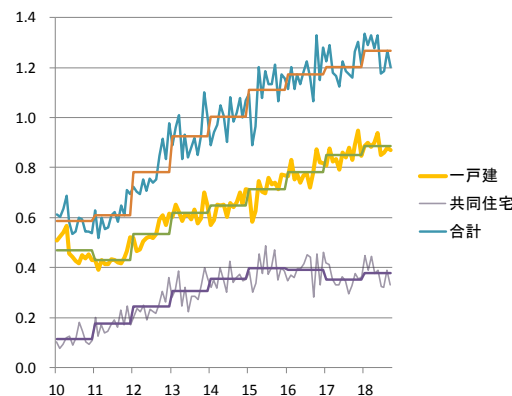
全米の企業のサプライマネジメント責任者を対象としたアンケート調査であるISM製造業指数をみると、8月は前月から3.2ポイント上昇して61.3となり、2004年5月以来の高水準を記録した。

消費者マインドの推移



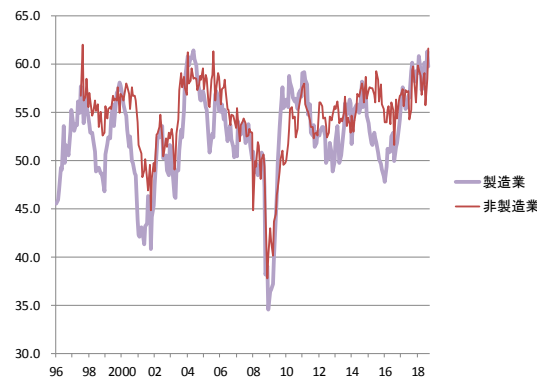
(出所) ミシガン大学、CEIC(コンファレンスボード)

住宅着工件数(年率、百万戸)



(出所) 米国商務省

ISM指数の推移(総合指数)



(出所) CEIC(Institute for Supply Management)

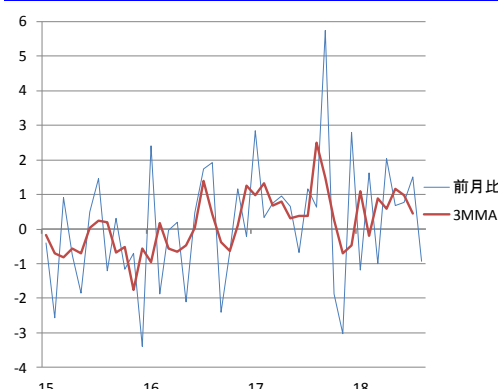
9月は若干低下したものの、59.8と高水準を維持している。ISM非製造業指数はさらに高水準であり、9月は前月比3.1Pt上昇して61.6となった。これは、指数が公表され始めて間もない1997年8月(62.0)以来。

9月分の内訳をみると、製造業では、新規受注が61.8と絶好調である半面、輸出受注は拡大/縮小の境目となる50は大きく上回るものの56.0にとどまっており、保護主義政策の影響がみられる。9月12日に公表された地区連銀報告では、「短期見通しは総じて楽観的を維持しているものの、ほとんどの地区連銀は通商上の緊張に対して、製造業のみならず(非製造業からも)懸念と不確実性が生じていることを指摘。多くの地区連銀は、こうした懸念のために、複数の業種が設備投資の縮小や先送りを決めたと報告した」とされている。もともと好調な中での縮小・先送りではあるが、貿易摩擦が米国内設備投資に対する一定の下押し圧力となることは不可避な情勢である。ただし、9月12日以後の日米首脳会談やNAFTA再交渉妥結を受けて、その下押し圧力の規模は、9月上旬の想定からは縮小していく見込みである。

好調な経済と企業活動を受けて、既存設備では賄いきれない状況が生じている。たとえば、原油価格の高止まりにもかかわらず、掘削リグ稼働数は5月頃から増加が止まっている。これはパイプラインの容量が一杯となり、これ以上掘削を増やしても原油を輸送できないためであり、パイプライン建設が急ぎ進行している。鉱業全体の設備稼働率は今年3月から90%の大台に乗り、足元9月も92.1%と高水準にある。

企業収益はGDPベースで5四半期連続増、直近の4~6月期は前期比年率12.5%増と絶好調なこともあり、これまでは、将来の貿易摩擦に不安を抱えつつも設備投資は出ているものと考えられる。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、直近の8月は前月比マイナス(▲0.9%)となったが、それまでは4カ月連続で増加しており、均せば増加トレンドが続いている。

非国防資本財(航空機除く)受注の推移(%)



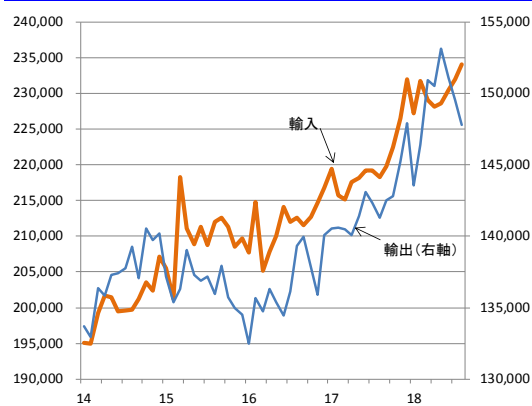
(出所)米国商務省

対中輸出減が輸出全体を押し下げ

直近8月の実質輸出は、前月比1.2%減。輸出は、5月まではハイペースで伸びていたが、6月以降は3か月連続でのマイナスとなった。

名目ベースでは、同1.3%減。国別では、対中輸出が同11.3%減と大きく減少して、昨年3月以来の100億ドル割れ(97.8億ドル)となった。7月も同8.2%減少しており、マイナスは2カ月連続。7月の輸出全体の減少▲1.6%のうち中国の寄与度は▲0.7%Pt、8月は輸出全体の減少▲1.3%のうち中国の寄与度が▲0.9%Ptとなるなど、対中輸出減が輸出全体を押し下げている。7月6日から、米中が相互に年間340億ドル規模の輸入品への追加関税(+25%)を実施、8月23日からは、やはり相互に年間160億ドル規模の輸入品への追加関税(+25%)を実施した影響が出ている。9月24日から、米国は対中輸入年間2000億ドル規模の輸入品への追加関税(+10%)、

輸出・入推移(実質ベース、季節調整値、百万ドル)



(出所)米国商務省

中国もこれに対抗して対米輸入年間 600 億ドル規模の輸入品に追加関税 (+5 ないしは+10%) を賦課しており、9 月分の貿易統計にはこの追加関税の影響も生じてくる。貿易摩擦のエスカレートに従い、輸出への下押し圧力が当面、継続・累積されていくことになるため、輸出全体への影響は着実に増加することが見込まれ、折からのドル高傾向も合わさり、10~12 月期の輸出は前期比マイナスとなることも想定される。

これに対して、8 月の実質輸入は前月比 0.9% 増。米国内需の強さが輸入増に反映されており、増加は 4 か月連続。名目ベースでは同 0.8% 増。対中輸入は、7 月は制裁関税発動にもかかわらず同 1.6% 増加したが、さすがに 8 月は同 2.1% の減少となった。ただし、内需が好調な限りは輸入全体の増勢も維持されるものと考えられ、貿易摩擦激化により内需がある程度鈍化したとしても、輸入の増勢は維持されるものとみられる。

着実な賃金上昇、低下を続ける失業率、減らない潜在的失業者

直近 9 月の労働市場については、ハリケーンの影響のためにやや評価しづらいものとはなったが、総じて堅調に推移していると考えられる。9 月の非農業部門雇用者数は前月比 13.4 万人増となり 8 月の 27.0 万人増から鈍化した。業種別にみると、製造業の雇用増がむしろ加速 (8 月 0.5 万人増、9 月 1.8 万人増) したのに対して、気象に影響され易い小売 (8 月 1.2 万人増、9 月 2.0 万人減)、外食 (8 月 1.8 万人増、9 月 1.8 万人減) がマイナスに転じた。ただし、人口増を吸収するには毎月 10 万人程度、新規雇用が産み出されていけば間に合うため、13.4 万人でも十分ということになる。また、小売、外食の 2 業種が 9 月も 8 月なみに伸びていけば、9 月の雇用増は全体で 13.4 万人から 20.2 万人増に膨らむ。

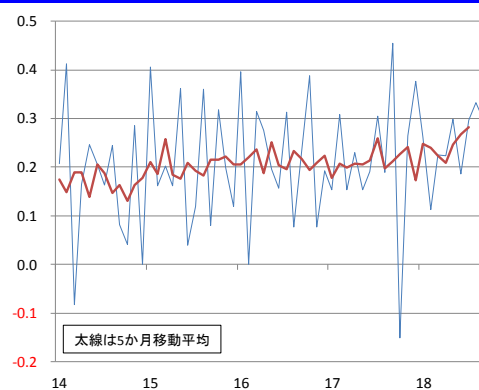
9 月の民間時給は、前月比 0.29% (年率 3.6%) の上昇となり、8 月の 0.33% に続いて高い伸びを記録した。ただし、9 月に雇用が減少した小売、外食産業については賃金が相対的に安いため、それが民間時給の平均値を一時的に押し上げた可能性がある。その場合は、10 月の雇用統計において、雇用は反動増、時給は反動減となることも考えられる。均せば、賃金は着実に上昇しているものの、依然として急加速には至っていないものとみられる。

9 月の失業率は前月から 0.2%Pt 低下して 3.7% となった。ただし 9 月は、労働参加率が全世代で横這い (62.7%)、20~54 歳では 0.1% Pt 低下して 80.2% になった。失業率こそ約 49 年ぶりの低水準をつけたものの、就職活動を止めた失職者で実質的には失業者とカウントできるとみられる潜在的失業者数は 2 カ月連続で増加して 220 万人弱となった。この潜在的失業者の存在が労働市場の隠れたバッファとなり、賃金上昇圧力を緩和する一因となっている。

物価上昇は足元でむしろ鈍化

直近 9 月の消費者物価指数 (CPI) は前月比 0.06% (年率 0.7%) 上昇、コア指数 (CPI コア) は同 0.12%

民間部門時給の推移 (前月比、%)



(出所)米商労働省

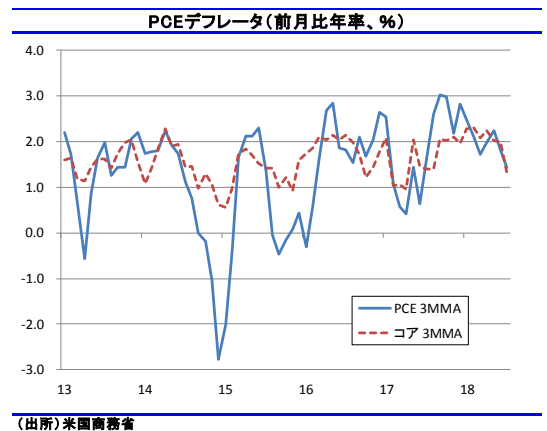
潜在的余剰労働力の推移 (千人)



(出所)米商労働省より伊藤忠経済研究所試算

(年率 1.4%) 上昇に留まり、ともに抑制された状況を維持している。8 月はエネルギー価格の上昇から CPI が同 0.22% とやや上振れしていたが、9 月はガソリン価格がマイナスに転じたことから、CPI の伸びも鈍化した。CPI コアは、8 月も同 0.08% 上昇と抑制されていた。

FRB が金融政策の目標とする個人消費デフレーターは、7 月の前月比 0.13% (年率 1.6%) 上昇から、直近の 8 月には同 0.11% (年率 1.3%) 上昇へと伸びが鈍化した。コア指数も、7 月の同 0.17% (年率 2.0%) 上昇から同 0.04% (年率 0.4%) 上昇へと鈍化した。ガソリンが同 2.9% 上昇したものの、家具・家電、衣料などが下落し、財指数全体でも前月比マイナスとなった。依然、指数の動きは安定しており、3 か月平均で均してみると、ここ数か月はむしろ上昇率が鈍化していることが分かる。これまでに実施された対中制裁関税は、対象品目の生産者物価には影響を及ぼすものの、規模的には全体の物価趨勢に影響を及ぼすものではない。



このように、物価は落ち着いた状況に見えるが、上述の通り、賃金の上昇率が徐々に加速してきており、これに合わせて物価にも上昇圧力がかかり続けている。さらに、今後、残りの対中輸入品へも追加関税が課されれば物価全体への影響は大きくなる。米国が最終的には中国からの全輸入品に 25% の追加関税を賦課し、その半分が小売価格に転嫁され、また、自動車・同部品輸入の 1 割程度に追加関税 25% が賦課されると仮定すれば、来年末にかけて累計で物価を 0.5%Pt 程度は押し上げることが考えられる。米国経済を景気後退に追い込むほどではないが、一定程度は、内需を押し下げるものとみられる。

これは、通商政策上、いくつかの仮定を置いたうえでの経済動向の予測であり、トランプの胸一つで先行きはいくらでも変わるものではある。しかし、トランプ政権の通商政策の動向と、それに民間部門がどのように対応するのか、金融政策はどう対処していくのか、引き続き注視していく必要がある。

中立金利より確実に低い今、「緩和的」を削除

こうした中、9 月 25~26 日、日米首脳会談での通商交渉開始合意 (26 日) の当日、USMCA の妥結前というタイミングで、FOMC (連邦公開市場委員会) が開催された。この会合では、政策金利である FF 金利誘導目標水準を 0.25%Pt 引き上げて、2.00~2.25% とすることを決定した。利上げは今年 3 回目だが、市場の事前予想通りであり、株式市場や為替市場への影響は限定的であった。

今回の FOMC は、四半期ごとに参加メンバーが今後の経済および金融政策見通しを発表する回に当たる。メンバー見通しの中央値をみると、2018 年の GDP 成長率が、6 月 FOMC での見通し (2.8%) から 0.3%Pt 引き上げられて 3.1% となる一方で、物価、失業率、利上げ見通しは 6 月見通しと同じか、0.1%Pt の微修正にとどまっている。経済実績を後追いする形で、足元の「イ

	FOMCメンバーによる経済見通し(中央値)				
	2018	2019	2020	2021	長期
実質GDP成長率 ¹	3.1	2.5	2.0	1.8	1.8
(6月FOMCでの見通し)	2.8	2.4	2.0	-	1.8
失業率 ²	3.7	3.5	3.5	3.7	4.5
(6月FOMCでの見通し)	3.6	3.5	3.5	-	4.5
個人消費デフレーター ¹	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
(6月FOMCでの見通し)	2.1	2.1	2.1	-	2.0
個人消費デフレーター(コア) ¹	2.0	2.1	2.1	2.1	-
(6月FOMCでの見通し)	2.0	2.1	2.1	-	-
FF金利誘導目標水準	2.375	3.125	3.375	3.375	3.000
(6月FOMCでの見通し)	2.375	3.125	3.375	-	2.900

注1: 第4四半期の前年第4四半期との比較。

注2: 第4四半期の数値。

出所: FRB

「インフレなき高成長」を見通しに織り込んだといえる。

トランプ政権の通商政策については、6月 FOMC からの3か月間でみると貿易摩擦が激化しており、パウエル議長は、FOMC 後の記者会見において、①企業信頼感 (business confidence) の喪失と、②金融市場の反応を懸念材料に挙げ、さらには、③なにより長期的に、公正で関税の低い世界に行きつくのか、関税の高い保護主義的な世界に行きつくのかが重要になると強調、不安感、警戒感を示している。ただしその一方で、今回の GDP 成長率見通しは、2018 年のみならず 2019 年についても上方修正されている。FOMC は貿易摩擦に警戒感を示しつつも、米国マクロ経済に与える影響という面では総じて楽観的であるといえる。パウエル議長は、「これまでアナウンスされている制裁関税を全て実施したとしてもなお、マクロレベルでの影響は比較的小さい」と述べており、貿易摩擦による下振れリスクはあるものの、経済見通しに沿った緩やかな利上げ継続が現時点でのメインシナリオである。FOMC の数日後の USMCA 妥結により、メイシイナリオ実現の可能性はさらに高められた形となっている。

となると、次の興味は、FF 金利の利上げがどこで打ち止めになるかである。今回の FOMC 見通し (中央値) では、今年あと1回 (0.25%Pt)、来年3回 (0.25%Pt×3回) であり、6月 FOMC での見通しと変わらない。長期の FF 金利見通しも、2.9%から 3.0%へと 0.1%Pt 上昇しただけで、ほぼ同水準である。

他方、変化もみられる。8月の FOMC 声明文までは、「金融緩和スタンスを維持する政策をとることにより、力強い労働市場の状況と 2%のインフレ率への持続的な復帰を支えていく」との文言が記載されていたが、今回、これが削除された。しかし、パウエル議長は、それが即、緩和局面や利上げの終了などの「政策経路の変更を示すものではない」と、釘を刺している。FOMC メンバー全員の想定する長期中立金利 (FF 金利の長期水準) の中央値が 3.0%、分布も 2.5~3.5%の範囲となっていることから、FOMC としても、現時点の FF 金利は確実に長期中立金利より低いとみなせる。そもそも「緩和的」の定義は、FF 金利が長期中立金利より低い状態を指しており、現状はまさに「緩和的」である。だからこそ、この文言を削除したとしても、現時点で政策金利が中立金利に到達したと誤解される可能性はゼロであり、パウエル議長は、削除するには完璧なタイミングであったという。そもそも議長は、正確な中立金利の測定は困難と考えており、にもかかわらず、市場がその曖昧な「中立金利」に注目しすぎるのを嫌ったものと考えられる。

しかし、実際のところ、金融政策の先行きを考えるに当たっては、フォワードガイダンスや中立金利の概念は、数少ない重要な手がかりであった。さらに、今回の記者会見でパウエル議長は、フィリップス・カーブ (景気が過熱して失業率が下がると物価が上がる関係性) というツールの意義を、2021 年までの比較的短期の政策金利予測においては事実上否定している。会見で議長は、「インフレ率約 2%、失業率 3% 台後半という FOMC 見通しは、現状の物価上昇プロセスへの我々の理解と、インフレ率は余剰労働力の変化に対して極めて非感応的にみえる、すなわち平らなフィリップス・カーブという事実に基づいている。これは、インフレ期待が強力に固定されていて上昇してこない世界である」と述べる。議長は、少なくとも短期的な予測においては、自然失業率を下回る失業率と安定したインフレ率の両立は問題とはならないとみており、その意味において、フィリップス・カーブの示す関係性は目先の金融政策を占う手がかりとはならない。

では何を以って、利上げ見通しを占えばよいのか。各 FOMC 時点で入手可能な様々な経済指標という

ことになろうが、それではあまりに教科書的に過ぎるであろう。パウエル議長は10月2日の講演で、特に留意すべきポイントとして、インフレ期待や、賃金、生産性等を挙げているが、それでも幅広い。前述の通り、今回の0.25%Pt利上げは市場予想通りであり、また、今後の利上げ見通しもほとんど変わらなかったために、FOMCは市場に大きな影響を与えなかった。しかし、その後、USMCA妥結、月次経済指標の上振れなどが続くと、長短金利はするすると急上昇した。金融政策を占う上での手がかりが減った分、今後は様々な情報に対してよりセンシティブに利上げ加速/減速を意識せざるをえなくなることが考えられる。パウエルFOMCには、金融政策に対するより透明性の高い説明と丁寧な市場との対話が求められることになろう。