

米国経済 UPDATE : 2019 年の米国経済は減速するが底堅く推移

足元の経済状況は FRB による利上げや米中貿易摩擦により一部に弱さが見られるものの、引き続き雇用・所得環境は改善が続いており、個人消費は年末商戦で好スタートを切るなど今後も堅調な増加が見込まれる。2019 年の米国経済は、①米中貿易摩擦、②FRB による金融政策、③米議会運営の停滞の3つが主なリスク要因となる。しかし、いずれも米国経済を腰折れさせるほどの影響はないと考えられ、2019 年は本年に比べて減速こそするものの、2%程度とみられる潜在成長率を若干上回る底堅い成長が続くと見込む。

2019 年の米国経済は3つのリスクに直面し減速するも底堅く推移

足元の経済状況は、利上げの影響等による住宅市場や輸出入の落ち込みなど一部に弱さが見られるものの、雇用環境は改善が続き、個人消費をはじめ主な経済指標は引き続き堅調と言えるだろう。

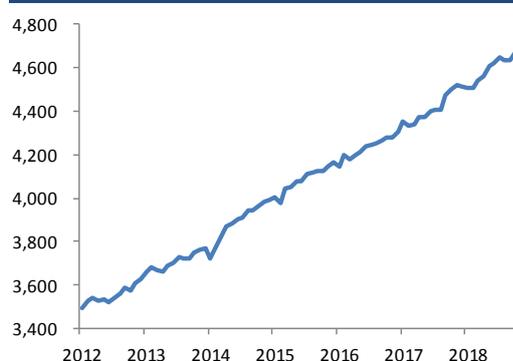
2019 年にかけては減税などの政策効果が剥落することや、足元で金融市場混乱の要因となっている①米中貿易摩擦、②FRB による金融政策、③米議会運営の停滞、が 2019 年の主なリスクとなるだろう。特に、前半は現在政府機関の一部が閉鎖する原因となっている 2019 会計年度の予算協議（年内決着の可能性も残されているが）、米中貿易摩擦の 90 日間の協議期限（3月1日）、債務上限の撤廃期限（3月1日¹）を控えており、大きな混乱が生じる可能性がある。また、後半は 2020 年の大統領選挙に向けて予備選への機運が高まることが想定され、トランプ大統領が有権者に向けてより強いメッセージを発するため政治スタンスが強硬化する可能性がある。

しかし、過去の経験からは政府閉鎖が実体経済に与える影響は小さく、債務上限問題による米国債のデフォルトも発生しない可能性が高い。また、米中間の対立が貿易に限らず安全保障などを含めた複雑なものとなっており未だ解決の目途はたっていない米中貿易摩擦に関しては、マインド悪化に伴う金融市場の大きな混乱や設備投資の大幅な減速などが生じなければ、物価上昇などにより経済を一定程度下押しするものの、腰折れさせるほどの影響はないと考えられる。金融政策に関しては、2018 年 12 月の FOMC で 2019 年の利上げ見通しの中央値が 3 回から 2 回に減少したことで示されたように、FRB は景気への影響を見極めるスタンスを強めており、景気を冷やさないよう慎重なかじ取りが行われる見込みである。そのため、議会運営の停滞や米中貿易摩擦による下押し圧力が生じ、今年以上に不確実性が高くなるものの 2019 年の米国経済は潜在成長率を若干上回る底堅い成長が続くと見込む。

好調な年末商戦のスタートを切った個人消費

足元の個人消費の動きを小売統計からみると、振れの大きいガソリンスタンドを除外した 11 月の小売・外食売上高は前月比+

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。

¹ 債務上限の撤廃期限は 3 月に迎えるが、Bipartisan Policy Center (2018/11/8) によれば財務省の手持ち資金や政府系基金の一時的流用などの特例措置により実際に資金が枯渇するのは 2019 年夏ごろとみられている。

<https://bipartisanpolicy.org/press-release/new-congress-to-face-record-high-debt-limit-in-2019/>

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

0.5%と2か月連続で増加した。また、10月分も同+0.5%から同+0.9%へ上方修正されており、引き続き堅調に推移していることが示された。内訳を見ると、オンラインショッピングを含む無店舗小売をはじめ、スポーツ用品店や一般小売店などで増加が見られた。全米小売業協会の調査によれば11月下旬の感謝祭以降のセール期間は堅調に推移しており、年末商戦が消費全体を押し上げているとみられる。個人消費をめぐるファンダメンタルズは、雇用環境の改善に伴って11月の実質可処分所得が前月比+0.2%と増加が続いており好調である。高止まりが続く消費者マインドにより貯蓄率が緩やかに低下しているが、それでもなお6%程度と比較的高い水準を維持しており、消費の余力は残っているとと言えるだろう。

足元の住宅市場は引き続き軟調

住宅投資については、11月の住宅着工戸数は前月比+3.2%と3か月ぶりの増加に転じた。ただし、内訳を見ると、全体を牽引したのは振れの大きい集合住宅（2戸以上）が同+22.4%と急増したためである。住宅着工戸数の大半を占める一戸建ては同▲4.6%と3か月連続で減少した。また、先行指標である住宅着工許可件数も同様に、集合住宅の急増により同+5.0%と増加したが、一戸建ては同+0.1%と前月とほぼ同水準である。住宅市場は引き続き停滞が続いていると判断できよう。

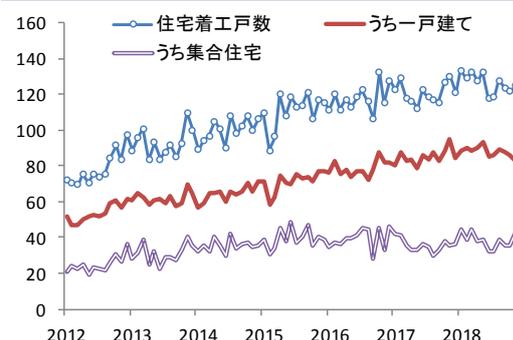
住宅投資を取り巻く環境を確認すると、住宅ローン金利（30年固定）は上昇が続いており（11月は4.87%）、新築住宅価格も上昇傾向である。消費者の住宅取得環境は厳しさを増している。また、12月の住宅建設業者への調査では、現況、先行き（6か月）、来場見込客数、全てが前月に続いて大幅に悪化し、引き続き業者側が住宅建設に前向きな様子は窺えない。他方、足元で住宅価格の上昇ペースは鈍化傾向にあることや、後述するように今後のFRBの利上げペースの鈍化が見込まれることなど、今後は厳しい環境が緩和される可能性がある。堅調な内需に伴う雇用・所得環境の改善や世帯数が継続的に増加する潜在的な住宅需要もあり、2019年の住宅投資の伸びは小幅に留まるものの緩やかに増加することが見込まれる。

設備投資は足元で軟調だが需要は引き続き強い

設備投資については、先行指標となる11月の資本財コア受注が前月比▲0.6%と2か月ぶりに減少、3か月移動平均でも同▲0.2%と減速しつつある。2017年から高い伸びが続いたスピード調整、足元でFRBの利上げによる金利上昇や油価下落に伴うシェールオイル・ガス関連の投資環境の悪化などが影響しているとみられる。

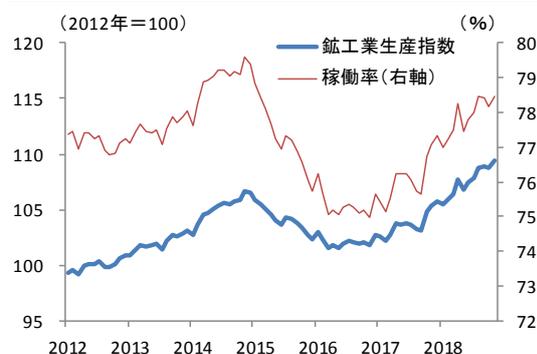
ただし、鉱工業生産指数にみる企業活動は引き続き拡大している。11月の鉱工業生産指数は前月比+0.6%と前月（同▲0.2%）から増加に転じた。内訳を見ると、電気・ガスなどの公益は寒波の影響により大幅増となったほか、鉱業は原油・ガスの採掘が増加したが、製造業は前月から横ばいであった。好調な生産が続く中で稼働率も上昇傾向にあり、10月は78.5%と1990年以降の長期平均である78.9%に近づいている。11月のISM製

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

造業・非製造業指数などに見る企業のマインドも引き続き高いことが示された。12月のフィラデルフィア連銀製造業景況指数が市場予想に反して低下したことが金融市場で注目されたが、依然として水準は高く、ISM製造業指数と相関が高いものの単月ではかい離が生じやすい特徴もある。米中貿易摩擦による企業の景況感悪化の可能性はあるものの、当指標は現時点で企業活動の今後の停滞を裏付けるものではないだろう。

設備投資の先行きを占ううえで、FRBの利上げに伴う金利上昇や中国との貿易摩擦による不透明感は設備投資の下押し要因となる（現時点で目立った国内回帰の動きは見られない）。また、油価下落に伴いシエール関連投資も鈍化が予想される。しかし、企業の人手不足感を表す欠員率はすでにリーマン・ショック前を上回っていたが、2018年に入ってさらに上昇ペースが加速しており、企業の設備投資の意欲は引き続き高いとみられる。2019年の設備投資は伸びが鈍化するものの、緩やかな拡大基調が継続するだろう。

輸出入ともに貿易摩擦の影響で減少

輸出入については、10月の貿易統計で実質輸出が前月比▲0.8%、実質輸入が同▲0.2%とそれぞれマイナスに転じた。輸出では、中国の報復関税措置により大豆や自動車の輸出が前年を大きく下回っており、全体を下押しした。輸入では、好調な個人消費を背景に消費財の増加が続いたものの、前月に急増した資本財の反動減により小幅ながら減少した。資本財は、上述のように足元で設備投資にスピード調整などが生じており設備需要が一時的に後退したほか、対中関税措置第3弾に伴う9月の駆け込みが影響した可能性がある。



このように既に貿易においては一部で影響が顕在化している米中貿易摩擦に関しては、現在90日間の協議中である。米国側の発表によれば交渉の期限は2019年3月1日となっており、米国側が納得できる回答を中国が用意できなければ、3月2日から対中輸入2000億ドル分に対する関税を現在の10%から25%に引き上げるとしている。米国の懸念する内容は貿易不均衡に加えて①知財権の窃盗、②技術移転の強要、③非関税障壁、④サイバーテロ、⑤サービス・農業部門と考えられる。すでに中国側は米国産大豆の輸入を再開、他にも1兆2000億ドルの対米輸入を増やすことを提案するなど歩み寄る姿勢を示している。

しかし、現在トランプ政権内で通商交渉をリードしているのはライトハイザー通商代表部代表であり、他にもナバロ大統領補佐官やロス商務長官など政権内では対中強硬派が存在感を増している。対中強硬派は貿易赤字の解消だけではなく、安全保障などを含めた米国第一主義を脅かさない確証を求めていると見られ、米中両国の隔たりは依然として大きい。また、上述のように通商代表部がすでに交渉が決裂した際の関税引き上げ措置を公表している。これまで選挙中の公約を忠実に実施してきたトランプ大統領や閣僚は、中国が米国に相当な譲歩をしなければ関税引き上げを実施する可能性が高いだろう。

その後については、関税引き上げはすでに一部の米国企業や消費者へ悪影響を及ぼしていることもあり、関税引き上げを続けていくかは不透明であるものの、米国第一主義を掲げる米国側が中国側の提案を全面

的に受け入れるとは考えづらく、米中対立は長期化が予想される。なお、米国の実体経済へは 2019 年も米中貿易摩擦による直接的影響、不確実性の高まりなど間接的影響が生じるとみられる。間接的影響の度合いは図りづらいものの、直接的影響による下押し圧力は限定的であることが見込まれ、米国経済を腰折れさせる可能性は小さいだろう。

2019 年の引締め過ぎリスクが後退

足元の労働環境は引き続き改善が続いている。9 月にハリケーンの影響で鈍化がみられた非農業部門雇用者数は 10 月に前月差+23.7 万人（9 月は同+11.9 万人）と 20 万人を上回る増加幅であった。11 月は同+15.5 万人と伸び幅が縮小したが、後述のように失業率は上昇しておらず、すでに完全雇用の状況にある中で労働供給余力は低下しており、20 万人を下回ったことをもって労働市場の悪化と判断する必要はない。内訳を見ると、雇用者の太宗を占める民間・サービス部門は同+13.2 万人と前月（同+19.8 万人）から縮小した。年末商戦を控え、一般小売やトラック輸送などで増加幅が拡大した半面、前月に急増したレジャー関連などで増加幅が縮小した。

失業率、労働参加率はそれぞれ 3.7%、62.9%と 10 月と同水準を維持しており、労働市場の需給は引き続き逼迫していると言えるだろう。こうした労働需給の引き締まりを映じ、賃金は前月比で+0.2%と上昇が続き、前年比では+3.1%と 2 か月連続で 3%を上回った。

2018 年を通じて雇用環境の改善が続き、賃金は依然として力強さに欠けるものの着実に上昇してきた。労働供給余力は徐々に低下していることから、今後の非農業部門雇用者数の増加分は過去に比べれば見劣りすることが増えてくると考えられるが、2019 年にかけても雇用環境の改善が続く見込みである。

11 月の消費者物価指数は前月比+0.0%（年率換算+0.2%）と前月（同+0.3%）から伸びが鈍化し横ばいで推移した。ただし、伸び鈍化の主因はエネルギー価格の下落であり、食料・エネルギーを除くコア CPI は前月比+0.2%（年率換算+2.5%）と前月と同程度の伸びを維持した。内訳を見ると、9 月の対中関税引き上げの対象となった家具や衣料品などの財は前月比で下落しており、現時点で関税による消費者への影響は軽微と言えるだろう。ただし、今後は対中関税による影響の発現、関税の更なる引き上げ、関税対象品目の追加の可能性があるため、輸入価格上昇を通じたインフレ上昇圧力が強まることに加え、上述のように労働市場の引き締まりにより賃金上昇も加速しつつある。来年以降は緩やかながらもインフレの上昇ペースが加速することが見込まれる。

こうした雇用、物価動向の中、12 月 18~19 日に開かれた年内最後の FOMC では市場の事前予想通り政策金利の誘導目標が 0.25%pt 引き上げられ、2.25~2.50%となった。同日発表された声明文においては、利上げ見通しについては“further gradual increase”（更なる緩やかな上昇）から“some further gradual increase”（幾分更なる緩やかな上昇）へと利上げ余地が僅かに縮小した表現となった。

雇用者数と賃金の動向(万人、前年比%)



(出所)CEIC

今回は FOMC 参加者の見通しが発表され、経済や物価の見通しに大きな変化は無かった。しかし、2019 年の利上げ回数については 9 月時点の中央値が 3 回であったのに対し、今回の見通しでは 2 回に減少した。本見通しが FOMC 参加者のコンセンサスではないことは従前から説明されているものの、最近の FOMC 参加者のハト派寄りの発言や後述するパウエル議長の記者会見の内容を鑑みると、2019 年は今年に比べて利上げに慎重な姿勢となる見込みである。

パウエル議長は記者会見の中で現在の金利水準は FOMC 参加者の長期見通し

(=中立金利) の下限に達したと指摘し、今後の金融政策の決定はデータ次第であることを強調した。この点はハト派寄りの発言と考えられるが、現在機械的に行っている資産規模の縮小については、経済成長への影響が小さく、2019 年も同様のペースで行っていくタカ派寄りの考えを示した。これらから、FRB はこれまで以上に景気変動に対して慎重な金融政策を行っていく考えであるものの、主に金利の変動で調整を行い、資産縮小については基本的に調整の役割を与えず粛々と実行するとみられる。資産縮小の影響を正しく計ることは難しいため、機械的に圧縮を続ければ引き締め過ぎる可能性が生じる。しかし、今回の FOMC で利上げ見通しの中央値が 2 回に減ったこと、データをより注意深く見ながら柔軟に利上げを行うスタンスを示したことから、2019 年に過度の金融引き締めが行われるリスクは後退したとみられる。なお、今回の FOMC 後に株価が急落したことなどを受けてトランプ大統領がパウエル議長の解任を検討していることが一部で報じられているが、トランプ大統領が実際に解任に向けて動くのかわからないことに加えて、独立した機関である FRB の議長を大統領が解任する権限があるのか不透明な部分も多い。そのため現時点でパウエル議長が解任されることは見込んでいない。

