

成熟しつつある米国経済

～新規就業者不足が成長の抑制要因となる可能性も～

佐古 佳史

要旨

トランプ政権は、340億ドル相当の中国製品に25%の追加関税を発動し、新たに2,000億ドル相当中国製品に対する追加関税リストも公表した。

減税政策の効果もあり、4～6月期は総じて堅調な経済成長が確認された一方で、新規就業者不足が経済成長の抑制要因となる可能性がページブックで指摘された。

GDPギャップが正に転じる見込みのなか、米国経済は次第に2%程度とされる潜在成長率並みのゆるやかな成長率に収束していくと想定される。

中国製品への追加関税を導入

トランプ政権は7月6日、中国製品への追加関税第一弾（総額500億ドル）の内、340億ドル相当に対して25%の追加関税を発動し、中国も即座に対抗関税を発動した。また、米通商代表部（USTR）は10日、さらに10%の追加関税を課す2,000億ドルの中国製品のリストを新たに発表したことで、5月下旬にかけて一旦は下火になったかにみえた米中経済摩擦は再び激化してきた。

ページブックでは新規就業者不足が指摘される

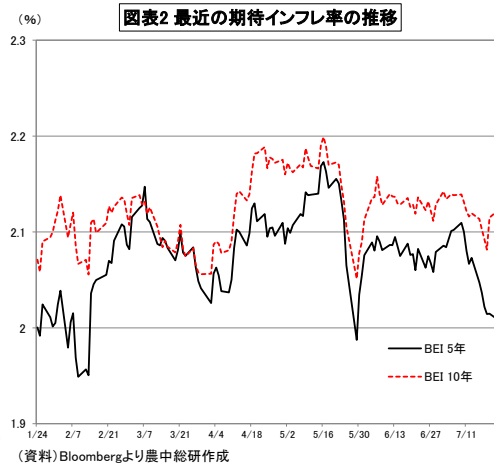
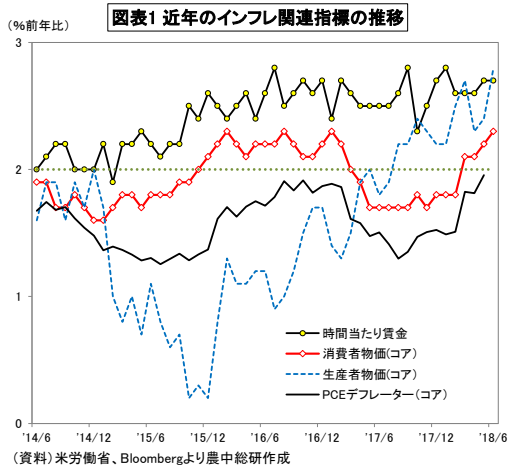
こうしたなか、6月18日に発表された地区連銀経済報告（ページブック）は、米国経済の堅調さを確認する内容であったものの、全地区の製造業者が関税についての懸念を表明し、貿易政策に起因する物価上昇と供給混乱を報告する製造業者も多く、地区で確認された。特にフィラデルフィア連銀の報告では、機械製造業者について鉄鋼への追加関税によりサプライチェーンに大混乱（chaotic）が生じていると指摘されている。また、関税による木材と金属の価格上昇はあるものの、消費財への価格転嫁は現在のところ小幅なものにとどまっている旨も報告されている。

労働市場に関する報告では、建設業や製造業などの分野で熟練労働者を探すのが困難化し、新規就業者の不足が成長の抑制要因となっていることに加え、従業員数を維持するために待遇の改善を行う企業の存在も指摘されている。

コア PCE デフレーターが FRB の目標とする前年比 2% に到達

さて、インフレ関連指標の動きをみると、6月の生産者物価指数は前年同月比2.8%、消費者物価指数は同2.3%（それぞれコア）と5月から加速した。一方、期待インフレ率（ブレイク・イーブン・インフレ率）は6月から7月にかけてはほぼ変わらずであっ

たが、足元ではやや低下している。FRB が注目する PCE デフレーター（コア）の上昇率は4月から加速し、5月は同2.0%と6年2ヶ月ぶりにFRBが目標とする前年比2%に到達した（ただし小数第3位まで見ると同1.955%）。



速いペースでの雇用拡大が進む

以下では月次の指標を確認してみたい。6月の非農業部門雇用者数は前月から21.3万人増となり、3～5月の平均では21.1万人増と速いペースでの雇用拡大が続いている。一方、失業率は4.0%へと悪化した。これについては、労働参加率が62.9%と5月から0.2ポイント上昇するなど求職者が増加したことに起因するため特段懸念する必要はなく、むしろ7月以降の雇用者の増加につながると考えられる。こうしたなか、6月の賃金上昇率は前年比2.7%と5月から伸び率は加速しなかったものの、労働市場がひっ迫していることもあり、先行きについては緩やかに高まると思われる。

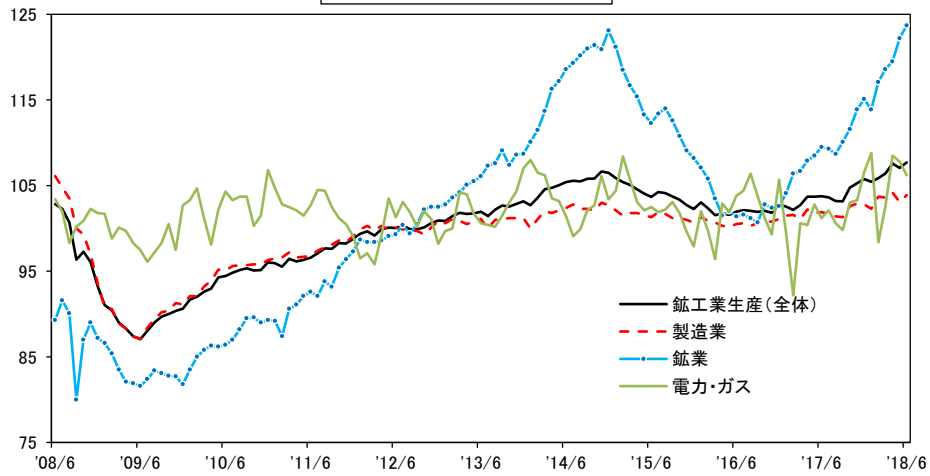
個人消費、企業部門も堅調に推移

6月の小売売上高（総合）は前月比0.5%の増加となった。また5月分が0.8%から1.3%へと上方修正された。このため、同0.0%だった5月の実質個人消費支出も上方修正される可能性が考えられ、第2四半期の個人消費は堅調に推移したといえる。先行きについても、雇用者数の伸び、緩やかな賃金上昇や減税政策の効果に支えられ、消費の拡大は続くと考えられる。

企業部門については、6月のISM製造業景況指数が60.2、非製造業景況指数が59.1とマインド指数は高い水準で推移している。6月の鉱工業生産は前月比0.6%だった。製造業部門は、一時的に低下した5月からの反動で同0.8%上昇した。また、鉱業部門は原油生産量の増大を背景に同1.2%上昇となり、直近のピークである14年12月の水準を上回った。以上から、全体としてみれば企業部門は底堅く推移していると判断できる。

(2012年=100)

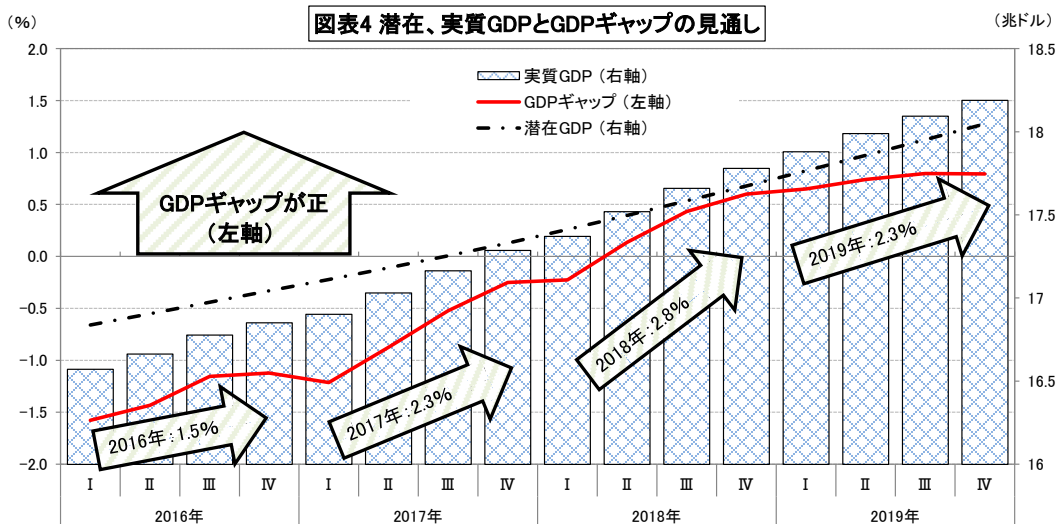
図表3 鉱工業生産の推移



(資料)FRB、Bloombergより農中総研作成

**景気の先行き：
堅調さを維持するも、徐々にスローダウン**

消費の拡大や貿易赤字の縮小などから18年第2四半期のGDPは前期比年率4%前後の高成長が見込まれている。今次景気回復局面において初めて実質GDPが潜在GDP(米国議会予算局による試算ベース)を上回り、GDPギャップが正に転換する見込みであり、米国経済は景気の成熟が進んでいる。先行きについては、減税政策の効果から18年は高い経済成長が持続すると考えられるものの、労働者不足による供給制約に加え、FRBが漸進的な利上げを継続する姿勢を示していることから、経済成長のスピードは緩やかに減速し、2%程度とされる潜在成長率へと収束していくとみられる。



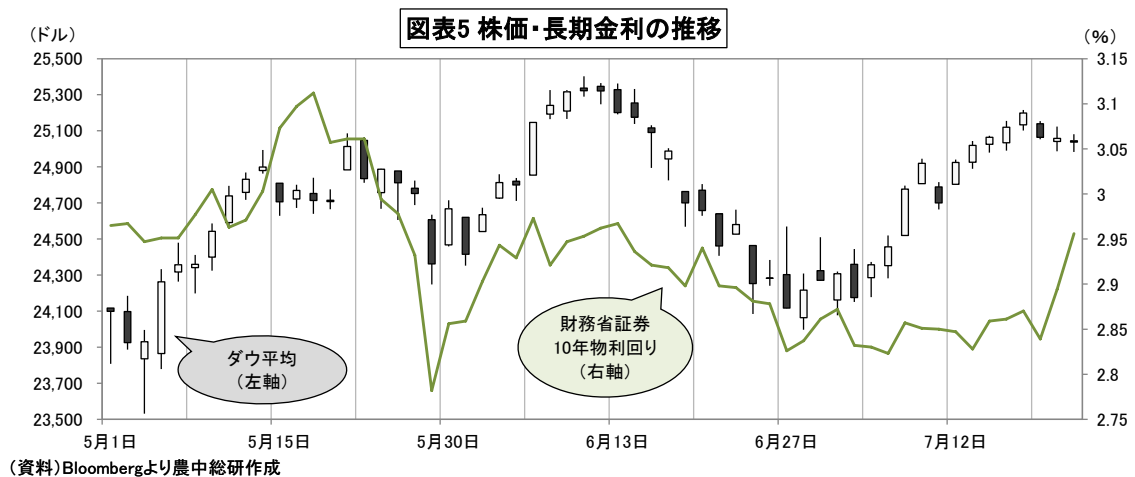
(資料)米議会予算局、経済分析局、Bloomberg (注)見通しは農中総研作成。19年の成長率を18年3月時点から下方修正した。

**金融市場：現
状・見通し・注
目点**

最後にマーケットを概観すると、2月22日に2.95%まで上昇した長期金利(10年債利回り)は、3月に入ると保護主義的な通商政策への警戒、4月前半にかけては米中経済摩擦懸念やシリアをめ

ぐる地政学的リスクの高まりなどから一旦金利は低下した。4月半ば以降はこうした懸念が和らいだことに加え原油価格の上昇もあり、5月18日には約6年10ヶ月ぶりの水準となる3.12%まで上昇したが、5月末から6月初めにかけてはイタリア情勢不安などで金利が急低下する場面が見られた。6月半ば以降は、米中貿易摩擦や、米国の輸入自動車への追加関税導入に対する懸念などから、金利は2.85%を中心に動意に乏しい展開が続いている。

先行きについては、インフレ率が緩やかに上昇しており、FRBによる利上げ回数の増加を織り込みやすい環境にあるものの、依然として貿易をめぐる緊張した局面が続いている上に、18年11月に中間選挙を控え、トランプ政権の姿勢が軟化するとは想定しづらい。以上から、金利の大幅な上昇は考えづらく、10年債利回りは3%を下回り推移すると思われる。



株式市場は、3月から5月にかけて方向感を欠く展開であった。6月前半にかけて、米中経済摩擦が一段落したかにみえたことから株価は一旦上昇したものの、6月15日に公表された中国製品への追加関税の発表を受け再び下落した。7月に入ると、貿易摩擦が一旦小康状態になったことや決算発表への期待感などから再び株高となった。

先行きについては、貿易摩擦に関する悪材料が一旦出尽くしたことから、堅調な業績見通しに支えられた株価上昇を見込む。一方で、足元では「不公平な」貿易や、対ドルでの通貨安に関して、トランプ大統領が頻繁に批判しており、貿易を取り巻く懸念が生じやすい環境にある。こうした懸念が市場のセンチメントを冷ませば、株価は再び調整を余儀なくされるだろう。(18.7.23 現在)