米国経済金融

当面のピークを迎えた米国経済

～インフレ鈍化を受け、7 月利下げへ～

佐古　佳史

要旨

労働市場の堅調さは維持されているものの、それ以外の指標からは徐々に先行きに対する弱さが見られており、足元の米国経済は当面のピークを迎えたと思われる。先行きは、利下げや個人消費が景気を下支えし、ソフトランディングに向けた動きが見込まれる。

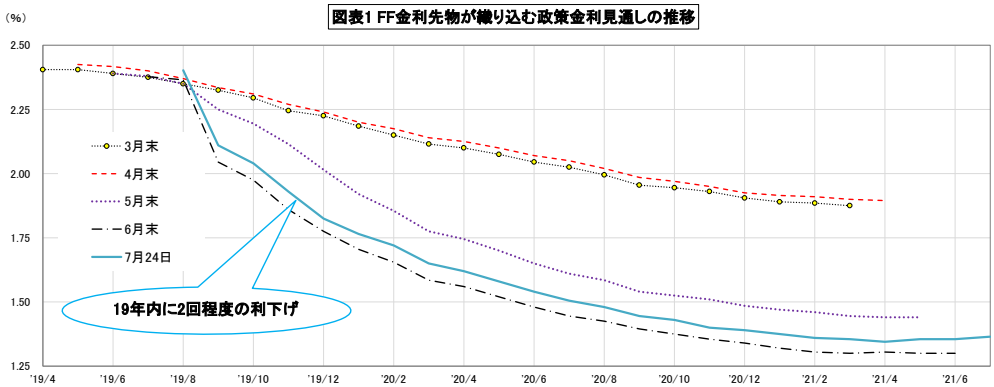
7 月 FOMC で予防的利下げへ

パウエル FRB 議長は 7 月 10～11 日に行われた議会証言にて、米国経済は堅調に推移しているものの、海外経済の減速や、通商協議、連邦政府の債務上限問題、ブレグジットなどをめぐる不確実性が高まっていることを指摘した。加えて、低インフレが長期に及ぶリスクへの警戒感を強調したことで、予防的利下げを示唆する内容となった。

議会証言以降に発表された経済指標をみると、堅調なものが多いものの、経済状況に関するパウエル議長の発言内容が一貫していることから、7 月 FOMC での利下げは確実視されている。金融政策を行うにあたり、データを注視する姿勢を表明してはいるが、内実トランプ大統領からの利下げ圧力が透けて見える政策運営と言えなくもない。もっとも、歴史的な観点からは、インフレ上昇のために中銀の独立性を毀損させるのは理にかなっているのかもしれない。

こうしたなか、7 月 FOMC での利下げ幅については、一度に 50bp の利下げについては、FOMC 参加者から否定的な意見が出ていることから、25bp になると思われる。

図表1 FF金利先物が織り込む政策金利見通しの推移



（資料）Bloombergより農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

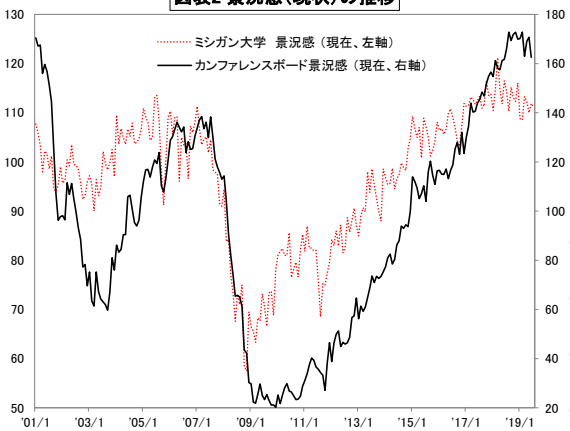
景気の現状

さて、経済指標を確認してみると、6 月の非農業部門雇用者数は前月から 22.4 万人増、4～6 月の平均では 17.1 万人増、と堅調に推移している。また、失業率は 3.7%へとわずかに上昇したが、労働市場が悪化に転じたわけでもないだろう。

ただ、労働参加率(82.2%、6 月)と求人件数（732.3 万人、5 月）については、それぞれ 19 年 1 月をピーク（82.6%、762.5 万人）に頭打ちとなっている。また、現状についての景況感も横ばいから低下基調となっている。加えて、4、5 月の実質個人消費支出はいずれも前月比 0.2%と伸びが鈍化している。

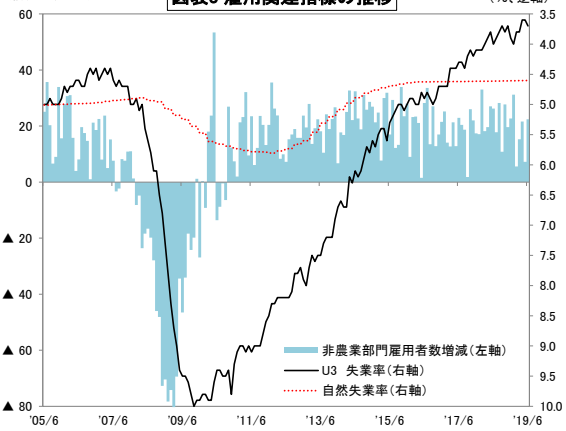
こうしたことから、総じていうと、労働市場は堅調なものの景気は当面のピークを迎えたと考えられる。

図表2 景況感(現状)の推移



（資料）ミシガン大学、カンファレンスボード、Bloombergより農中総研作成

図表3 雇用関連指標の推移



（資料）米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成

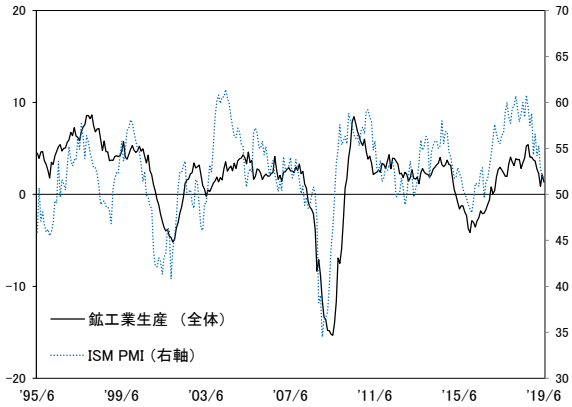
景気の先行き

次に、先行きについて考えてみよう。GDP ギャップがプラスで推移し、自律的な減速傾向にあるなか、通商摩擦による不確実性の高まりもあり、設備投資は弱含んでいる。先行指標とみなされるコア資本財については、受注が出荷を下回って推移していることもあり勢いは弱い。ISM 指数の低下や鉱工業生産の弱含みも確認され、先行きについては弱含んだ推移が予測される。こうした先行性のある経済指標の悪化から、今後は経済成長の減速が予想される。

もっとも、賃金上昇や雇用の増加が消費拡大要因と考えられる上に、FRB は 19 年内に 2 回程度の利下げを行ない、経済を下支えする見通しとなっている。こうしたことから、米国経済は減速しつつもリセッション入りは回避できそうであり、先行き 1 年程度はソフトランディングに向けた動きとなりそうだ。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表4 鉱工業生産の推移



（資料）FRB、全米供給管理協会、Bloombergより農中総研作成

図表5 資本財受注の推移

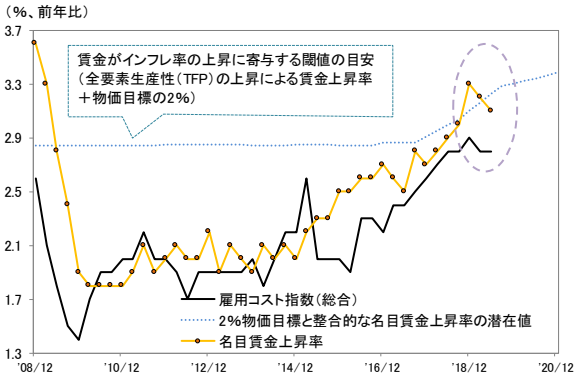
（資料）米商務省より農中総研作成 （注）3ヶ月移動平均。

一時的とみられるインフレ率の鈍化

インフレ率については、6月のコア消費者物価（CPI）、コア生産者物価（PPI）がそれぞれ前年比2.1%、2.3%と、過去の景気がピークを向かえた局面と比較すると、勢いに乏しい推移が続いている。CPIについては、コア項目に含まれるアパレルと医療ケア商品などの価格下落が鈍化要因だが、これらは一時的とみられることから再び上昇率が高まると考えられる。PPIについては、追加関税による投入価格の上昇を商品に転嫁できていない状況が、ベージュブックで継続的に報告されている。また、賃金上昇率も6月は同3.1%と同様に勢いに欠ける。

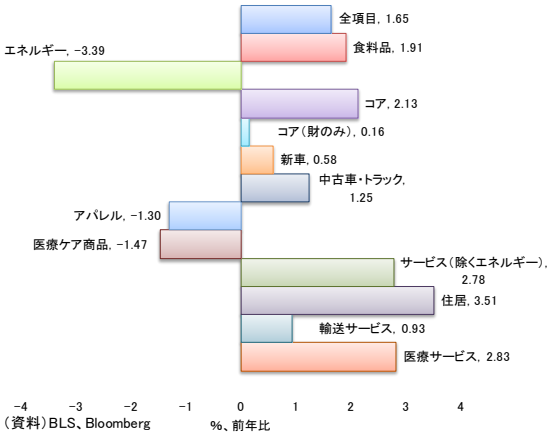
5月のコアPCEデフレーターは同1.6%とFRBの2%物価目標を下回る期間が長期化している。一方で、前述した一時的要因や、刈り込み平均PCEデフレーター（ダラス連銀公表）から判断すると、PCEデフレーターについても基調としてはFRBの目標と整合的に推移していると判断される。

図表6 賃金上昇率、雇用コストの推移（四半期ベース）



（資料）米労働省統計局、米議会予算局（CBO）、Bloombergより農中総研作成
（注）名目賃金上昇率の潜在値については、CBOの労働分配率とTFP成長率見通し、FRBの2%物価目標より農中総研作成。

図表7 6月のCPI上昇率（前年比%）



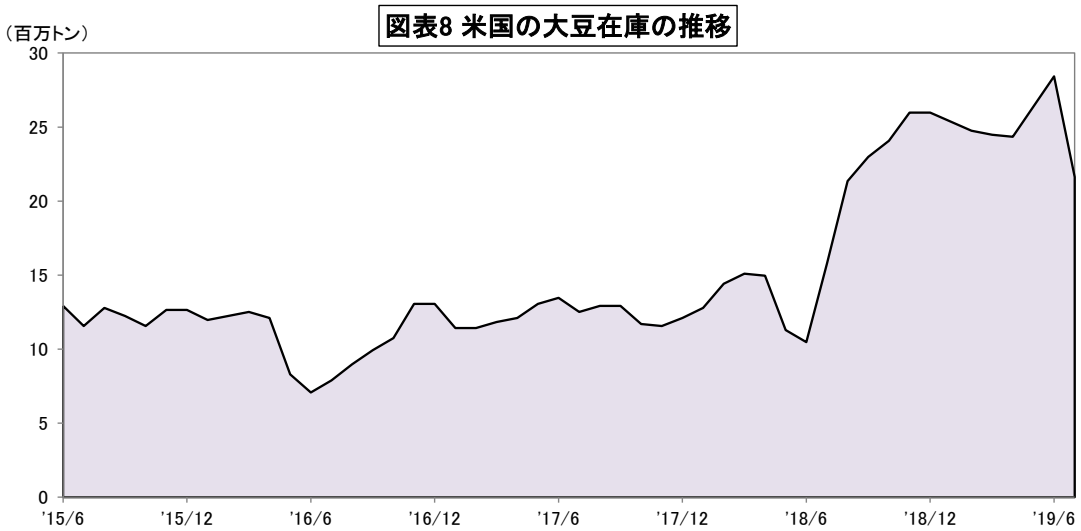
（資料）BLS、Bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

やや緩和した通商摩擦

6 月 29 日の米中首脳会談では、通商協議の再開で合意に至り、第 4 弾となる 3,250 億ドル相当の中国製品への追加関税は先送りされた。また、中国通信機器大手、ファーウェイ製品についても部品販売が一部許可された。トランプ大統領の要請に対する措置として、中国による米国の大豆などの農産品の輸入拡大の動きも足元では報道（7 月 22 日）され、米中関係はやや改善したといえる。一方で、首脳会談後もトランプ大統領は従来通り、追加関税の発動に関する発言（16 日）をしていることから、将来的に追加関税が導入される可能性は依然残っているといえる。

図表8 米国の大豆在庫の推移



（資料）米農務省WASDEレポート、Bloombergより農中総研作成　（注）1ブッシェル=0.0272トンで計算。

長期金利：利回りはさらに低下へ

最後にマーケットを概観すると、通商摩擦激化懸念が高まった 5 月 23 日以降、リスク回避の動きが進み、米長期金利（10 年債利回り）は低下基調となった。6 月に入ると、FOMC 参加者からのインフレ見通しと世界経済の先行きに関する慎重な発言が増加し、利下げ観測が高まったことで金利はさらに低下した。6 月の FOMC（18、19 日）にて、19 年内に 2 回程度利下げされる可能性が高まったことも金利低下圧力となった。

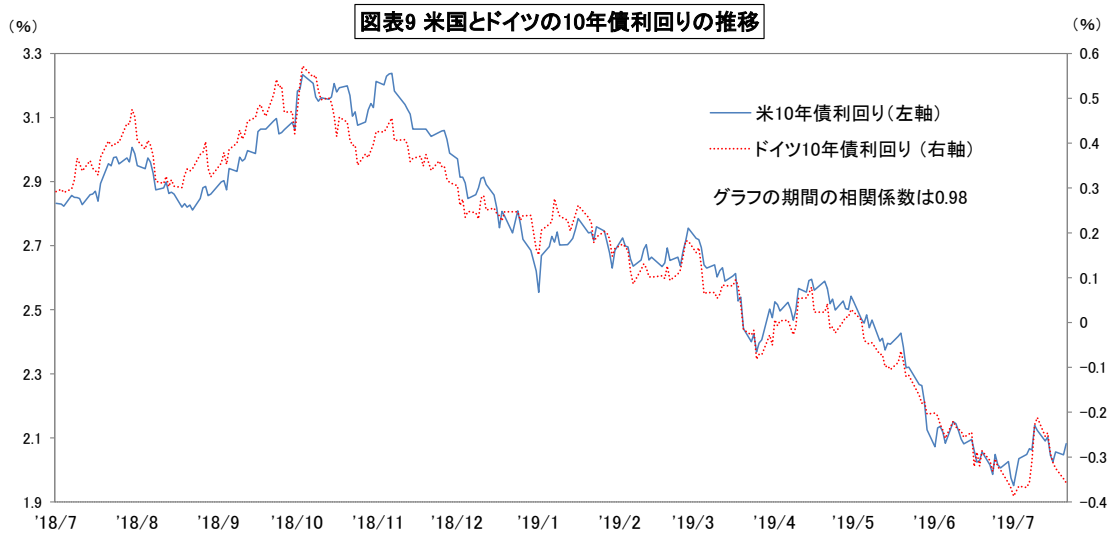
7 月半ばにインフレ指標が持ち直したことで、一旦金利は上昇したが、パウエル議長の議会証言などから 7 月 FOMC での利下げが確実視されるなか、金利は再び低下。足元では 2%をやや上回る水準での推移となっている。

先行きに関しても、金利上昇は見込みにくい。10 月末に任期満了となるドラギ ECB 総裁が、退任前に利下げや量的緩和に道筋をつけると考えられていることから、ユーロ圏の債券では金利低下が進んでいる。間接的に、米国債への金利低下圧力が既に生じて

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

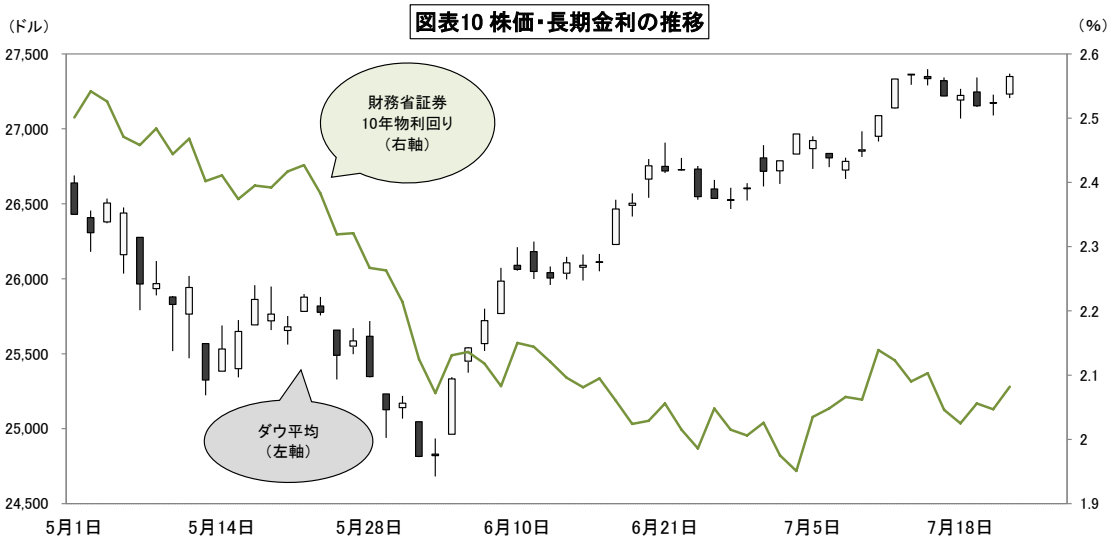
いるとみられる。また、7 月 FOMC で 25bp の利下げが行われた後は、年内の利下げ回数へと焦点が移ると思われるが、年内 2 回（計 50bp）は既に完全に織込まれていることから、3 回利下げ（計 75bp）の織込みが進めば金利低下圧力になりうる。以上より、金利低下圧力は強く、米長期金利（10 年債利回り）は 1.8～2.1%程度の推移を見込む。

図表9 米国とドイツの10年債利回りの推移



（資料）Bloombergより農中総研作成

図表10 株価・長期金利の推移



（資料）Bloombergより農中総研作成

株式市場：底堅い推移を予想

株式市場では、通商摩擦激化懸念から 5 月は下落基調での推移となったが、6 月に入り利下げ観測が強まるにつれて反発し、足元ではダウ平均などの主要指数が史上最高値を更新するなど、堅調に推移している。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

先行きについて考えてみると、予想 EPS の成長率が 1 桁台前半とかなり弱いなか、バリュエーションが切りあがっていることから、一本調子での上昇は考えにくい。一方で、FRB や ECB による緩和観測を背景に金融相場の様相を呈していることに加えて、通商摩擦激化も一旦は回避されたことなど好材料も多い。このため、一本調子の上昇ではないにせよ底堅い推移となり、史上最高値の更新も予想される。

（19.7.24 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます