

堅調な個人消費がけん引

～世界経済の先行き懸念から米金利低下が進んだ～

佐古 佳史

要旨

米中通商摩擦や世界経済の先行きに対する懸念などの影響はみられるが、堅調な個人消費を背景に、潜在成長率を上回る底堅い成長が持続している。先行きについては、経済成長率の減速が見込まれるものの、個人消費が下支えとなるであろう。

対中追加関税第4弾を一部延期

米通商代表部（USTR）は13日、9月1日に発動を予定していた第4弾の対中追加関税（3,000億ドル相当の中国製品に対して10%の追加関税）について、携帯電話やPCモニターなど一部の品目への発動を12月15日まで延期すると発表した。関税の発動が延期された品目には中国依存度（輸入に占める中国製品の割合）が90%に達するものもあり、トランプ政権がクリスマス商戦を控えて米消費者に一定の配慮を示したといえるだろう。

また、米商務省は19日、中国通信機器大手ファーウェイ製品に対する禁輸措置発動の期限をさらに90日間延長し、同社への依存が高い米企業がサプライチェーンを再構築する時間を確保した。一方で、ファーウェイ関連会社46社を新規にエンティティリスト（制裁対象リスト）に加えることも同時に公表し、米国からの締め出しをより強固にする姿勢を示した。

景気の現状

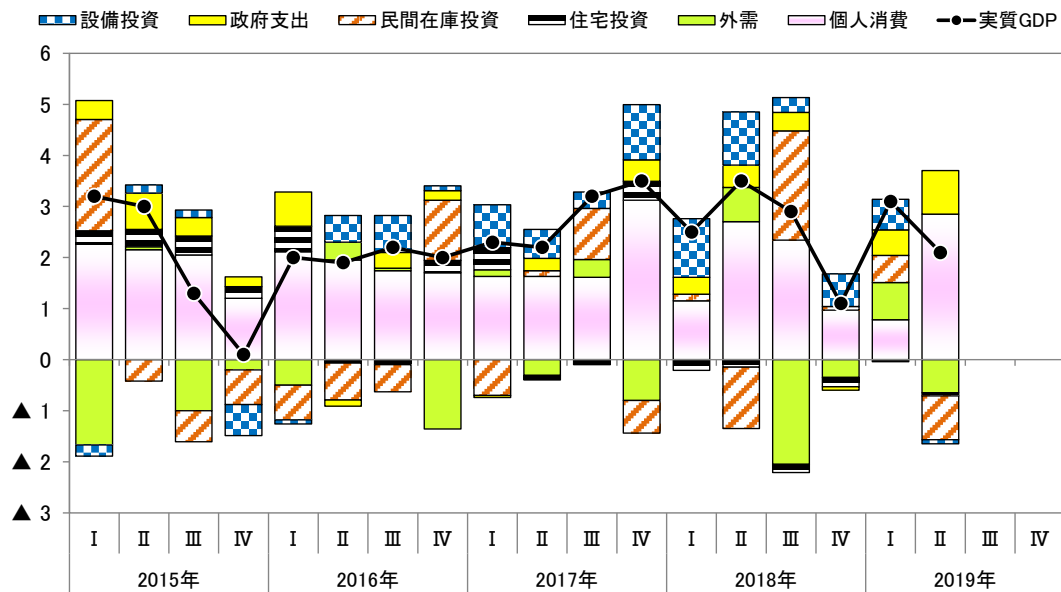
さて、経済指標を確認してみると、7月の非農業部門雇用者数は前月から16.4万人増、5～7月の平均では14万人増、と堅調に推移しているが、増加ペースは鈍化している。また、失業率は6月から変わらずの3.7%だった。ただ、25～54歳の労働参加率（82%、7月）と求人件数（734.8万人、6月）については、それぞれ19年1月をピーク（82.6%、762.5万人）に頭打ちとなっている。また、ミシガン大学調査などでは、現状についての景況感も横ばいから低下基調で推移している。

7月26日に公表された4～6月期のGDPを確認すると、経済成長率は前期比年率2.1%（速報値）と、19年1～3月期の同3.1%からは減速した。項目別にみると、米中通商摩擦や世界経済の先行きに対する懸念などから、輸出が同▲5.2%と3四半期ぶり、設備投資も同▲0.6%と13四半期ぶりに、ともにマイナスとなった。1～

3 月期にあった政府機関閉鎖の反動から、非国防政府支出が同 15.9%と急増したことや、同 4.3%となった個人消費が GDP をけん引した。総じて見ると、GDP の約 7 割を占める個人消費の堅調さが下支えとなり、2%弱とされる潜在成長率を上回る底堅い成長が維持されていると評価できる。

(%前期比年率、ポイント)

図表1 GDPの推移



(資料)米商務省、Bloombergより農中総研作成 (注)各需要項目は寄与度。

景気の先行き

次に、先行きについて考えてみよう。プラスの GDP ギャップが維持されるなか、経済成長率自体は自律的な減速傾向にあるとみられる。通商摩擦による不確実性の高まりもあり、設備投資が鈍化傾向にあることに加えて、製造業の景況感も悪化している。こうしたことから、今後も経済成長率は減速が続くと考えてよいだろう。

もっとも、賃金上昇や雇用の増加、個人資産の拡大などから消費は堅調に推移すると考えられる上に、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ると思われる。

また、7 月 23 日に成立した超党派合意予算（BBA 2019）によって、21 年 7 月まで債務上限の適用が停止された。加えて、20、21 会計年度（10 月～9 月）の裁量的経費の上限がそれぞれ 1,686、1,529 億ドル拡大された。これによる緩やかな政府支出の拡大が景気下支え要因となると考えられる。

図表2 2019年超党派予算法による
裁量的経費の歳出上限引き上げ

(単位:億ドル)

会計年度	項目	現行法	2019年 超党派予算法	増加額
2020年度	国防費	5,762	6,665	903
	非国防費	5,432	6,215	783
	合計	11,194	12,880	1,686
2021年度	国防費	5,902	6,715	813
	非国防費	5,549	6,265	716
	合計	11,451	12,980	1,529

(資料)米議会調査局 (注)会計年度は10月から翌年9月まで。

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、7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2.2%、2.1%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。コアCPIについては、新車がマイナス寄与となった一方で、これまで低下を続けていた医療ケア商品価格が上昇に転じた。また、賃金上昇率も7月は同3.2%と6月から伸びが高まったものの、同様に勢いに欠ける。

PCEデフレーターを確認すると、(コア、6月)は同1.6%と5月の同1.5%からは上昇したものの、FRBの2%物価目標を下回る期間が長期化している。一方で、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デフレーターも基調としてはFRBの目標と整合的に推移していると思われる。

金融政策：9月利下げも

7月30～31日に開催された連邦公開市場委員会(FOMC)では、貿易摩擦や世界経済先行き懸念、低インフレの長期化などへの予防的措置として事前予想通り25bpの利下げが決定され、政策金利の誘導目標は2.00～2.25%となった。また、17年10月から実施されているバランスシートの縮小は、当初の予定より2ヶ月早く、8月1日で終了することが決定された。

21日に公表された議事要旨からは、世界経済や貿易に関する不確実性や米国の設備投資の減速、低インフレなどに対する保険として利下げが適切と、FOMC参加者が判断したことが示された。

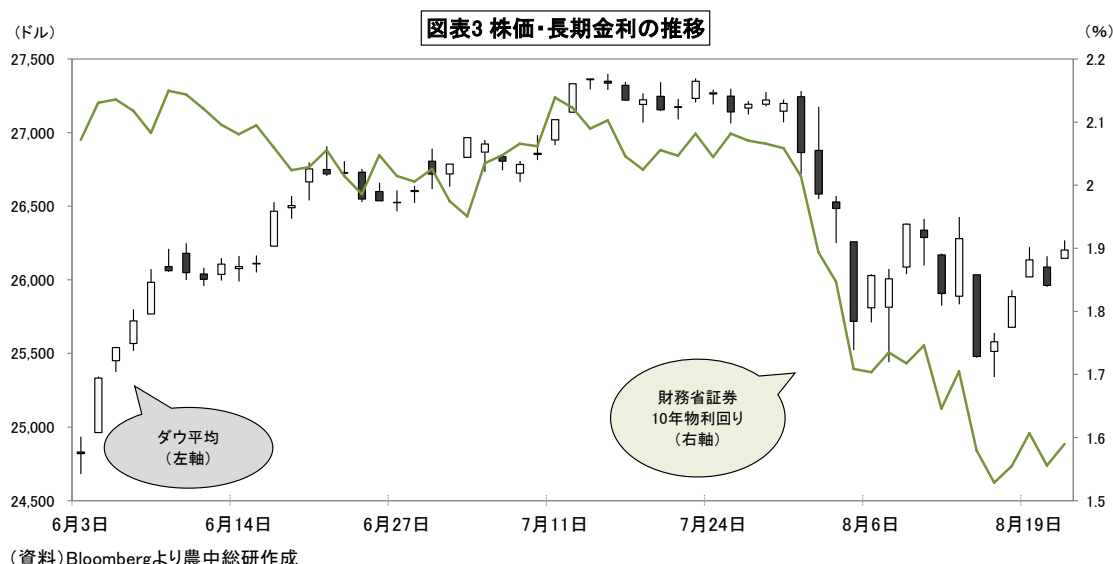
また、9月FOMCでの利下げも考えられるなか、23日のジャクソンホールにおけるパウエル議長の発言にも注目したい。

長期金利：利回りは小幅な上昇を予想

最後にマーケットを概観すると、6、7月にかけては米中通商協議が継続されたことで合意への期待感も維持され、米長期金利(10年債利回り)は2%をやや上回る水準での推移となった。しかし、

8月1日に、トランプ大統領が第4弾となる対中追加関税を発表したことで市場心理が悪化し、急速に利回りが低下した。また、中国やドイツの経済指標の悪化からリスク回避姿勢の強まり、金利低下に拍車がかかり、10年債利回りは15日に3年ぶりの水準となる1.53%まで低下した。なお、14日は12年ぶりとなる2-10年債での逆イールドが発生した。また、30年債も過去最低水準の2.0%台で推移している。

先行きについて考えてみると、世界経済への不安が根強いなかで大幅な金利上昇は見込みにくい反面、中国の実質的な利下げ（8月20日）や、ドイツが500億ユーロ（5.9兆円相当）の財政支出の用意があるとの報道（8月18日）もあり、過度な悲観論は後退すると思われる。こうしたことから、10年債利回りは1.5%～1.8%程度での推移を見込む。



株式市場：上昇に転じると予想

株式市場では、通商協議の継続と利下げ観測が強まるなか、6、7月にかけて堅調に推移した。しかし、7月31日のFOMC後の記者会見から、市場の想定ほどFRBがハト派化していないと判明したほか、8月1日の追加関税などが嫌気され大幅に下落。8月入り後は26,000ドルを中心に方向感を欠く展開が継続している。

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く、バリュエーションも依然として高めであるため、一本調子での上昇は考えにくい反面、世界的な金融緩和環境やドイツの景気刺激策期待など、景気を下支えする動きもみられることから、株価は再び上昇に転じると見込む。 (19.8.22 現在)