

2018年4月19日 全10頁

米国経済見通し 貿易を巡る不透明感は続く

景気拡大への自信が保護貿易を押し進める一因に

ニューヨークリサーチセンター
エコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 米国による関税を発端に貿易戦争が勃発した場合、米国、および世界経済への悪影響は免れないだろう。しかし、個人消費を中心とする内需主導の経済構造を持つ米国は、相対的に保護貿易による悪影響を受けづらいと考えられる。加えて、2017年末に成立した税制改革による後押しもあり、短期的には米国の経済成長率は加速する公算が大きい。力強い景気拡大が続くことへの自信は、トランプ大統領が強硬に保護貿易を押し進める要因の1つになっていると考えられる。
- また、税制改革の実施によって、経済成長率の加速を踏まえても連邦政府の財政収支は悪化が続く公算が大きく、財政を活用した政策は実行しづらい状況にある。関税の導入は直接的には財政収支を改善させると考えられ、財政上の縛りが無いという意味でも、政権にとっては合理的な選択とも言える。保護主義的な通商政策は支持層へのアピールとの見方が一般的であり、中間選挙までは、中国向けを中心に強硬な態度で通商交渉に臨む可能性が高いだろう。
- 2018年1-3月期は個人消費の減速を主因に、実質GDP成長率は前期比年率+2.0%と、前期の同+2.9%から減速すると予想する。しかし、4-6月期には個人消費の再加速によって、GDP成長率が再び高まる見通しである。税還付の遅れという一時的要因の剥落に加え、税制改革による所得の押し上げも個人消費の再加速を後押しすることになろう。通商政策を巡る不透明感が景気を下押しするリスクは高まっているが、内需主導の成長により、2019年まで潜在成長率を上回る高めの成長が続くという従来の景気シナリオに変更はない。

中国向け関税リストを公表、TPP 復帰への発言は二転三転

目下、米国経済の先行きを巡る最大の懸案事項である中国への関税措置に関して、USTR（米国通商代表部）は関税対象の候補となる品目のリストを4月3日に公表した。関税対象として挙げられた品目の2018年の輸入推計額は約500億ドルであり、およそ1,300品目に対して一律25%の関税を課すとされている¹。

USTRは関税対象品目の選定にあたって、中国政府による産業高度化策である「中国製造2025」で指定された産業の製品のうち、米国経済への影響が大きい品目を除いたと説明した。実際、関税品目リストには、半導体、産業用ロボット、医療機器、航空・宇宙機器など広範な製品が記載されているものの、中国からの主力輸入品である衣服や携帯電話などの消費財がリストから除外されており、米国経済、とりわけ米国家計への悪影響に対する配慮が見られる。なお、USTRは公表した品目リストに関するパブリックコメントを5月11日まで実施、その後、公聴会などを経て対象製品を最終的に決定するとしており、関税が開始される日程はまだ決定していない。

一方、中国との貿易戦争への懸念が高まる中、トランプ大統領は就任直後に脱退を決定したTPPについて、復帰を検討するようUSTRのライトハイザー代表とNEC（国家経済会議）のクドロー委員長に指示した。TPPの復帰検討には、多国間で協力することで中国への圧力を一層高める意図があると考えられるが、米国の保護貿易に対する懸念が緩和することへの期待感は幾分か高まったと言える。しかし、その後クドロー委員長はTPPへの参加よりも日米二国間FTAに対して前向きであると表明、トランプ大統領もTPPは米国にとって望ましくないと発言するなど、通商政策を巡る発言は二転三転しており、今後の方向性は見えてこない。

米国による関税を発端に貿易戦争が勃発した場合、米国経済、ひいては世界経済への悪影響は免れないだろう。しかしながら、個人消費を中心とする内需主導の経済構造を持つ米国は、相対的に保護貿易による悪影響を受けづらいつと考えられる。加えて、自律的な景気拡大が続く中、2017年末に成立した税制改革による後押しもあり、短期的には米国の経済成長率は加速する公算が大きい。

4月9日にCBO（議会予算局）が公表した経済見通しでは、2018年、2019年は、それぞれ税制改革が実質GDP成長率を+0.3%pt程度押し上げ、2018年は前年比+3.0%、2019年は同+2.9%と潜在成長率を大きく上回る成長を見込んでいる。また、IMFが4月19日に公表した見通しでも、2018年の経済成長率が同+2.9%、2019年が同+2.7%とされ、従来見通しから予想が引き上げられた。これらの見通しには、貿易戦争による世界経済への悪影響は織り込まれていないが、高めの経済見通しを前提とすれば、仮に貿易戦争が実際に起こったとしても、米国経済が即座に景気後退に陥るとは考え難い。力強い景気拡大が続くことへの自信は、トランプ大

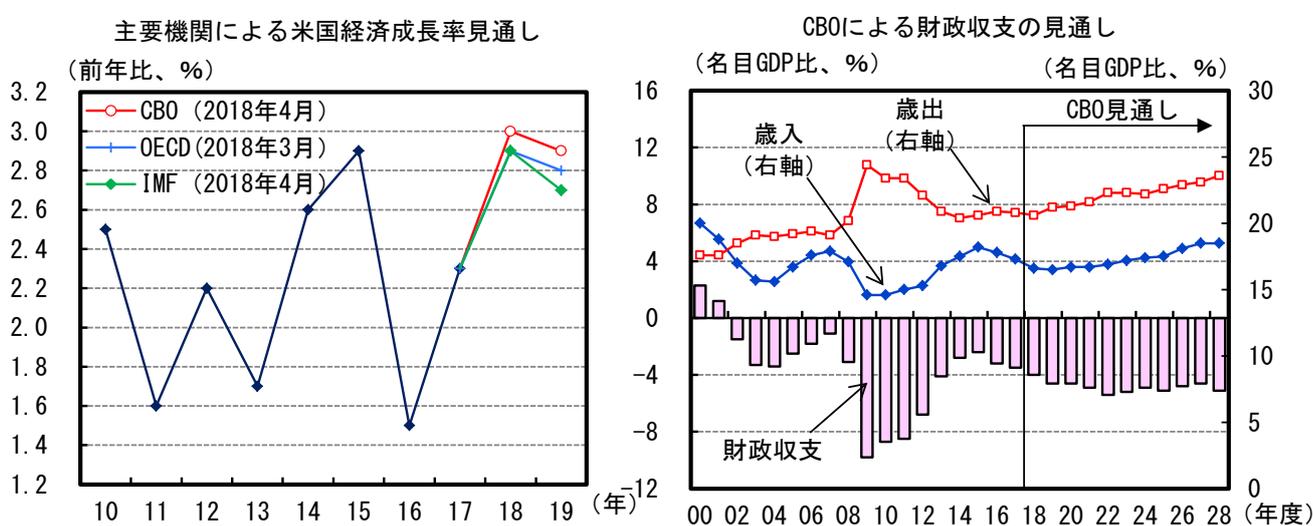
¹ 関税対象品目の詳細についてはUSTR資料を参照。

<https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2018/april/under-section-301-action-ustr>

統領が強硬に保護貿易を押し進める要因の1つになっていると考えられる。

また、CBOの経済見通しでも指摘されているように、税制改革の実施によって、経済成長率の加速を踏まえても連邦政府の財政収支は悪化が続く公算が大きく、財政を活用した政策は実行しづらい状況にある。一方、関税の導入は直接的には財政収支を改善させると考えられ、財政上の縛りが無いという意味でも、政権にとっては合理的な選択とも言える。トランプ大統領による保護主義的な通商政策は製造業従事者を中心とする保守派支持層へのアピールとの見方が一般的だが、実際に中国への関税導入がトランプ大統領の支持率の持ち直しに寄与したとの指摘もある。少なくとも中間選挙までは、中国向けを中心に強硬な態度で通商交渉に臨む可能性が高いだろう。

図表1 主要機関による米国経済成長率見通し、CBOによる財政収支の見通し



(出所) BEA、CBO、IMF、OECD、Haver Analytics より大和総研作成

雇用者数は前月の反動で減速も、均せば底堅い²

2018年3月の非農業部門雇用者数は前月差+10.3万人と6ヵ月ぶりの小幅な伸びに留まった。雇用者数増加の主なけん引役である民間サービス部門の雇用者数の伸びが同+8.7万人と、前月の同+21.4万人から大幅に鈍化したことに加えて、前月に好調だった生産部門の雇用者数も同+1.5万人と小幅な伸びに留まった。しかし、非農業部門雇用者数増減の3ヵ月移動平均値は同+20.2万人となっており、均して見た雇用者数の増加ペースは依然底堅い。

家計調査による3月の失業率は前月から横ばいの4.1%であった。内訳を見ると、就業者数が前月差▲3.7万人と5ヵ月ぶりに減少し、失業率の押し上げに作用する一方で、非労働力人口の増加(同+32.3万人)が失業率の上昇を抑制した。失業者数は同▲12.1万人と3ヵ月ぶりの減少に転じたものの、その要因は就業ではなく、非労働力化、すなわち労働市場からの退出であ

² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「米国雇用者数は前月からの反動で下振れ」(2018年4月9日)参照。 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20180409_020040.html

り、単月として良い内容ではなかった。だが、失業率は歴史的に見ても低水準にあり、引き続き労働需給は非常にタイトな状況にある。

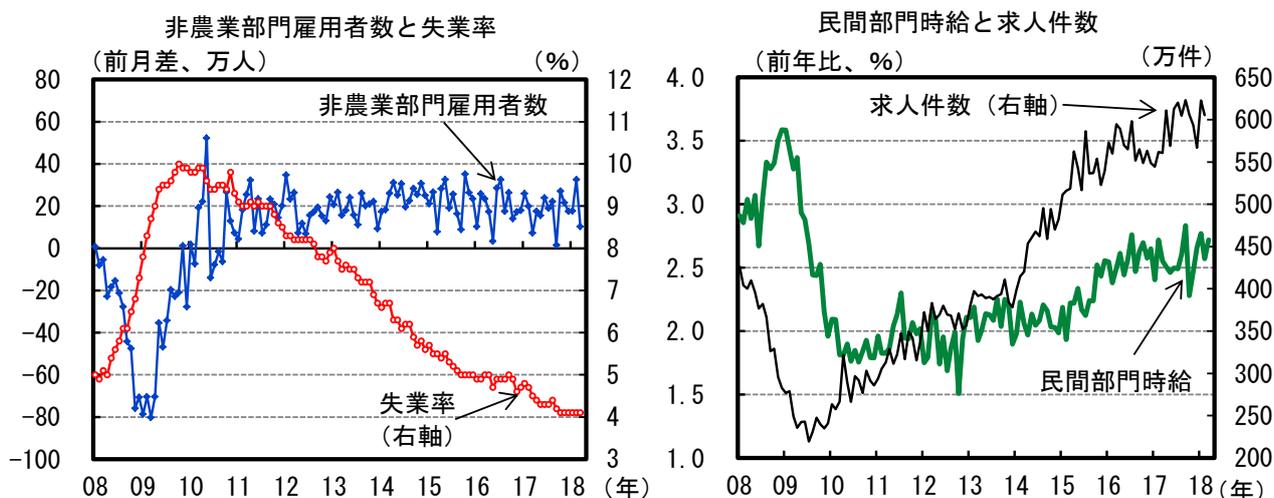
労働需給がひっ迫する中、賃金上昇率は緩やかに加速しつつある。3月の民間部門の平均時給は前月比+0.3%上昇し、前年比変化率は+2.7%と前月の+2.6%から加速した。また、民間部門の週平均労働時間は、前月から横ばいとなったが、雇用者数、時給が前月から増加したことで、3月の総賃金（雇用者数×週平均労働時間×時給）は前月比+0.4%増加し、マクロベースの賃金は底堅い増加が続いている。

労働市場の先行きに関して、緩やかな雇用者数の増加基調が続くと見込む。底堅い内・外需の拡大に加えて、税制改革の成立後、企業による米国内での投資、雇用創出に対する機運が高まっており、雇用を取り巻く環境は良好である。2月の求人件数は前月比▲2.8%と2ヵ月ぶりに減少したが、それでも605.2万人と高い水準を維持している。

ただし、通商政策を巡る不透明感は先行きのリスクとして注意が必要である。企業マインドに関して、一連の関税措置を受け、将来見通しに悪化の兆しが見られている。通商政策の行方やその悪影響の見極めには時間を要すると見込まれるものの、企業マインドの悪化による採用意欲低下の可能性は高まっている。

一方で、仮に企業の労働需要が堅調さを維持したとしても、労働供給がボトルネックとなり雇用者数の伸びは鈍化する公算が大きい。失業率は既に自然失業率を下回る水準にあり、各種サーベイでのコメントを見ても、建設業や運輸業、製造業など、幅広い業種で人手不足が指摘されている。以前からFRBなどが指摘するように、労働市場への新規参入を吸収するには、毎月10万人程度の雇用者数の伸びで十分と考えられており、前月から大きく減速した3月の雇用者数の伸びも完全雇用下においては、決して低い伸びではない。

図表2 非農業部門雇用者数と失業率、民間部門時給と求人件数



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

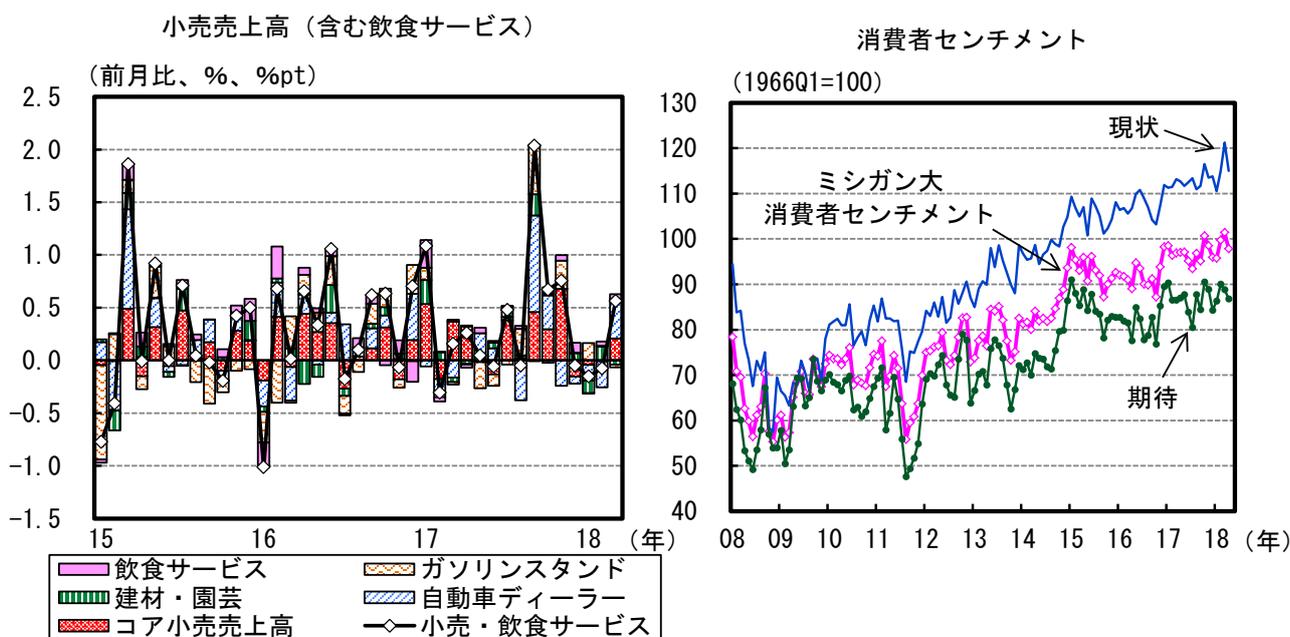
3月の小売売上高は4ヵ月ぶりの増加

2018年1月の実質個人消費は前月比▲0.2%、続く2月は同横ばいと、2018年に入って個人消費は軟調に推移してきたが、3月になって持ち直しの兆しが見られている。

3月の小売売上高（飲食サービス含む）は前月比+0.6%と4ヵ月ぶりの増加となった。増加に最も大きく寄与したのは、新車販売の増加を受けて、自動車・同部品の売上が同+2.0%と5ヵ月ぶりに増加したことである。また、通信販売などを含む無店舗販売が同+0.8%と2ヵ月連続で増加した他、ヘルスケア関連（同+1.4%）、飲食料品（同+0.2%）などで売上が増加した。振れの大きい業種を除いたコア小売売上高も、同+0.4%と4ヵ月ぶりの増加に転じており、このところの減少に歯止めが掛かる結果となった。なお、3月のCPI（消費者物価指数）は前月比▲0.1%低下、CPIのうち財は同▲0.6%低下していることから、実質ベースで見た小売売上高は、一層持ち直し傾向が明確である。

一方、消費者マインドの動向を確認すると、4月は前月から悪化した。4月のロイター/ミシガン大消費者センチメント（速報値）は前月差▲3.6ptと3ヵ月ぶりに低下し、97.8となった。指数の内訳では、現状指数、期待指数の双方が前月から低下しており、とりわけ現状指数が同▲6.2ptと大きく落ち込んだことが全体を押し下げた。統計公表元のミシガン大学によれば、回答者のうち29%が、トランプ政権による通商政策に言及し、その大半がネガティブなコメントであったと報告されており、通商政策を巡る不透明感が消費者マインドの押し下げに繋がったとみられる。

図表3 小売売上高、消費者センチメント



しかし、4月は前月から悪化したとは言え、消費者マインドは依然高い水準にあり、マインド悪化が個人消費を腰折れされるような状況にはない。また、通商政策が当面、消費者マインドを下押しする要因となる可能性はあるものの、これまでの消費者マインドの堅調さの最大の要因は労働市場の改善が続いてきたことと考えられる。保護主義的な通商政策によって、労働市場の改善が阻害されるリスクも考えられるが、現時点で労働市場が悪化トレンドへと転換する可能性は限られる。完全雇用が近づく中、雇用者数の増加ペースの減速が見込まれる一方、労働需給のひっ迫を背景に賃金上昇圧力は着実に高まっており、マクロベースでの所得の拡大は、個人消費のマインド、実体の両面での改善を下支えしていくと考えられる。

住宅投資はこのところ伸び悩み

2月の新築住宅販売は前月比▲0.6%と3ヵ月連続で減少し、年率換算61.8万戸となった。このところ軟調だった北東部での販売が同+19.4%と4ヵ月ぶりの増加に転じ、販売のおよそ半分を占める南部での販売も同+9.0%と増加したものの、西部での販売が同▲17.6%と大幅に落ち込んだことが全体を押し下げた。

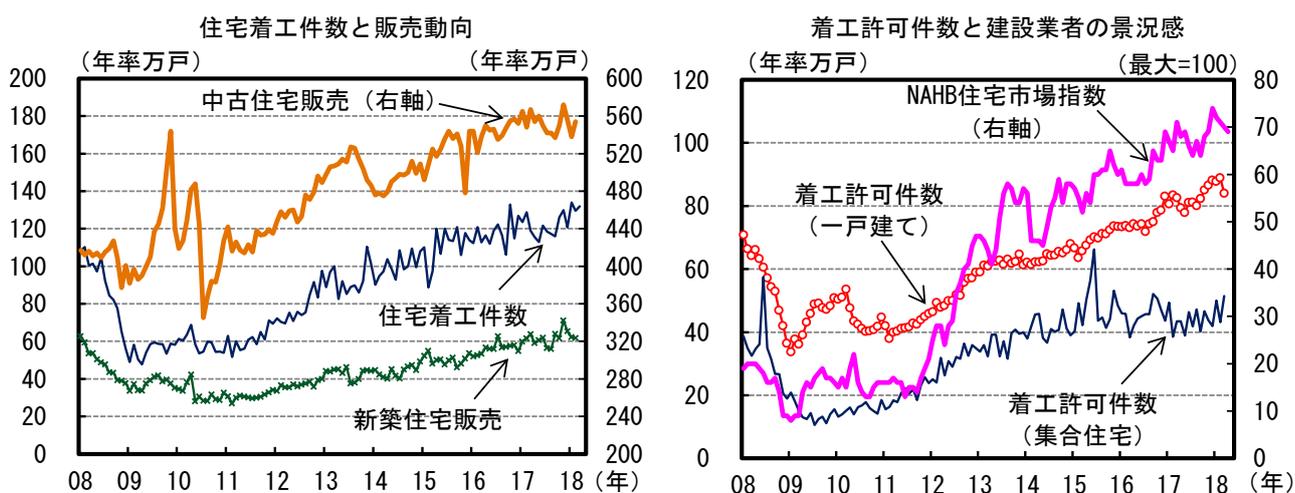
一方、2月中古住宅販売は、前月比+3.0%と3ヵ月ぶりの増加に転じ、年率換算554万戸となった。ただし、均して見た中古住宅販売は、このところ頭打ちとなっている。中古住宅販売の先行指標となる仮契約指数を見ても、2月は同+3.1%と上昇に転じたものの、前月の低下(同▲5.0%)に比べると増加幅は小さく、減速傾向が続いている。統計公表元であるNAR(全米リアルター協会)が指摘するように、中古住宅市場では供給不足が深刻さを増しており、需給ひっ迫による価格上昇も相まって、販売が抑制される状況が続いている。

新築住宅の供給面に関して、3月の新設住宅着工は前月比+1.9%増加の年率換算131.9万戸となった。集合住宅の着工が、前月の減少からの反動により南部、西部で大幅に増加したことに加えて、北東部では4ヵ月連続の増加となり、全米合計では同+14.4%と大幅に増加した。集合住宅の着工は、2017年初から半ばまで減少傾向にあったが、2017年後半以降持ち直し傾向が続いている。他方で一戸建ての着工については、中西部で増加したものの、北東部、南部、西部の減少によって、全米では同▲3.7%と3ヵ月ぶりに減少し、住宅着工全体の伸びを抑制した。着工の先行指標となる許可件数は、同+2.5%と2ヵ月ぶりに増加、年率換算135.4万戸と着工を上回る水準となり、着工の緩やかな増加を示唆する結果となった。ただし、内訳を見ると、集合住宅の許可件数が同+19.0%となる一方、一戸建てについては同▲5.5%と2011年2月以来の大幅なマイナスとなった。これまで住宅着工の伸びを牽引してきた一戸建ての着工に減速の兆しが見られているのは懸念材料であり、今後の動向を注視していく必要がある。

実際、一戸建ての着工許可件数の減速に沿う形で、住宅販売業者のマインドにも減速の動きが見られている。2018年4月のNAHB(全米住宅建設業協会)住宅市場指数は、前月差▲1ptと4ヵ月連続で低下し69となった。構成指数のうち「見込み客の動向」については前月から横ばいとなったものの、「販売の現状」が同▲2pt、「半年先の販売見通し」が同▲1ptとなり、全体を押し下げた。

労働市場の改善が続く中、住宅購入需要は先行きも底堅く推移すると見込まれるが、供給制約の解消は困難であり、住宅投資の増加は緩やかなものとなろう。新築住宅については、建設労働者や住宅用地の確保が困難さを増していると伝えられており、先行きも住宅着工の増加ペースを抑制するとみられる。また、中古市場においては、需給ひっ迫による価格上昇が供給（住宅の売却）を増加させる要因になる一方で、住宅ローン金利の上昇による借り換えコストの増加が供給の増加を抑制するとみられ、需給の急速な緩和は見込み難い。

図表4 住宅着工件数と販売動向、着工許可件数と建設業者の景況感



(出所) Census、NAR、NAHB、Haver Analytics より大和総研作成

企業マインドは減速しつつも高水準、ただし見通しが悪化

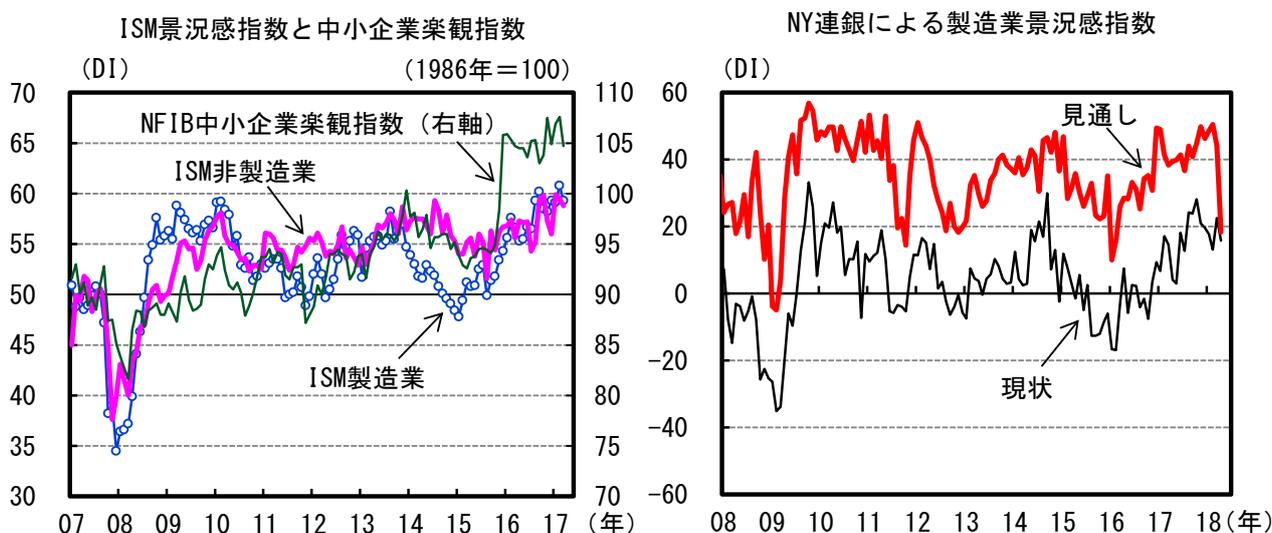
企業部門に関して、3月のISM製造業景況感指数は前月差▲1.5%pt低下の59.3%となった。構成指数の5系列全てが前月から低下する中、とりわけ前月に大きく改善していた雇用指数が同▲2.4%ptと大幅に低下した他、新規受注指数が同▲2.3%ptと3ヵ月連続低下し、全体の低下に大きく寄与した。また、3月のISM非製造業景況感指数についても、同▲0.7%ptと2ヵ月連続で低下し、58.8%となった。指数の内訳では、雇用指数と入荷遅延の2系列は前月から上昇したものの、新規受注指数が同▲5.3%ptと大幅に低下したことに加えて、事業活動指数が同▲2.2%pt低下し全体を押し下げた。製造業、非製造業とも、指数の水準は高く、企業マインドは総じて楽観的な状況が続いているが、前月からはややトーンダウンする結果となった。

中小企業のマインドを表す3月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数も、前月差▲2.9ptと3ヵ月ぶりに低下し、104.7となった。ただし、NFIBはこれまで指数が歴史的に高い水準にあったこと、低下してもなお過去に比べれば十分高いことを指摘し、中小企業の景況感は非常に好調であると結論付けている。加えて、同指数と同時に調査される、企業にとっての最大の問題という設問で、前月に引き続き「税金」と回答した企業の割合が低下したことも好材料として挙げ、中小企業は投資や雇用の拡大に対しても引き続き前向きである。

4月前半までの動向を含む、4月のニューヨーク連銀による製造業景況感指数は、前月差▲

6.7%pt 低下した。低下幅は前月の上昇幅（同+9.4%pt）に比べて小さいことから、4月に入っても製造業のマインドは高水準を維持していると言える。だが一方で、4月は同調査による見通し指数が同▲25.8%ptと急低下し、2016年2月以来の低水準となった。見通し指数の大幅低下の理由は明らかではないが、3月半ばに決定された中国向け関税を発端にした貿易戦争への懸念が見通しを押し下げる要因になった可能性が高い。現時点で確認できるのはあくまで米国の一地域にすぎず、見通し指数は必ずしも現状指数に先行するとは限らないが、今後、企業マインドが悪化するリスクには一定の注意が必要であろう。

図表5 ISM景況感指数と中小企業楽観指数、NY連銀による製造業景況感指数



(出所) ISM、NFIB、NY連銀、Haver Analyticsより大和総研作成

鉱工業生産は3月も好調維持

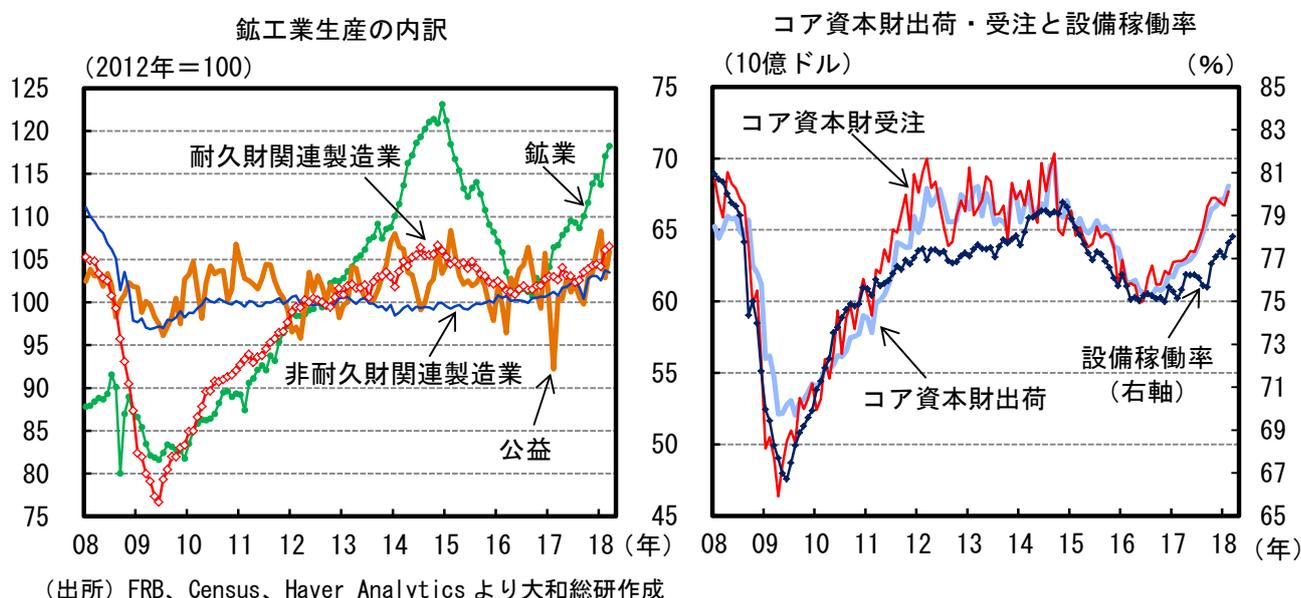
企業の実体面に関して、3月の鉱工業生産指数は前月比+0.5%と2ヵ月連続で上昇した。指数全体のおよそ75%を占める製造業は同+0.1%と小幅な上昇に留まったが、前月が同+1.5%と大幅に上昇したことに鑑みると、十分堅調な結果であったと言える。また、原油価格が上昇する中、鉱業の生産が同+1.0%と2ヵ月連続で上昇したことに加え、公益部門も前月の温暖な気候による暖房需要の不振からの反動により同+3.0%と増加に転じ、全体を押し上げた。

製造業の内訳では、耐久財関連製造業の生産が前月比+0.4%と2ヵ月連続で上昇し、前月に引き続き好調を維持した。新車販売が増加する中、自動車・同部品の生産が同+2.7%上昇した他、コンピューター・電子部品（同+1.0%）、一次金属（同+0.5%）などが上昇し、全体を押し上げた。他方で、非耐久財関連製造業の生産については同▲0.3%と2ヵ月ぶりの低下に転じた。ウエイトの大きい飲食料品・たばこが同▲1.3%と減少したことが主な押し下げ要因になったことに加え、繊維・同製品（▲1.1%）、印刷（同▲1.0%）、プラスチック・ゴム製品（同▲0.7%）など、幅広い業種で指数が低下している。ただし、非耐久財関連全体で見れば、3月の低下幅は前月の増加幅に比べて小さく、均して見た上昇トレンドに大きな変化はない。

鉱工業生産指数の上昇を受け、3月の鉱工業の稼働率は前月差+0.3%pt 上昇の78.0%となった。依然、過去の長期平均（1972-2017年平均：79.8%）を下回っているものの、稼働率は着実に上昇傾向にある。とりわけ、足下では原油価格の上昇を背景とした鉱業の稼働率の上昇が顕著であり、3月の鉱業の稼働率は90.1%と2014年12月以来の高水準を記録し、長期平均（1972-2017年平均：87.0%）を上回る水準を回復している。

設備投資動向に関して、2月のコア資本財出荷は前月比+1.4%と13ヵ月連続で増加した。また、先行指標となるコア資本財受注も同+1.4%と3ヵ月ぶりの増加に転じており、機械設備投資は着実な増加基調が続いている。内外需拡大による稼働率の上昇に加え、原油価格の上昇も米国の設備投資にとっては追い風であり、設備投資は先行きも増加が続く公算が大きい。

図表6 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



経済見通し

足下までの経済統計を踏まえ、2018年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.0%と、前期の同+2.9%から減速すると予想する。減速の主因は2017年春頃から高い伸びが続いてきた個人消費が同1%台前半の、低い伸びに留まるとみられることである。また、前期に大幅に増加した住宅投資の伸びも鈍化するとみられ、家計部門を中心とする内需の減速がGDP全体を減速させると見込む。

しかし、4-6月期には個人消費の再加速によって、GDP成長率が再び高まる見通しである。四半期ベースで1-3月期に大きく減速したとみられる個人消費は、月次ベースで見れば3月には持ち直しの兆しが見られている。また、税還付の遅れが1-3月期の個人消費の減速要因として指摘されているが、そうした要因は4-6月期には剥落することになる。個人消費の拠り所となる雇用・所得環境の改善が続くと見込まれることに加え、2018年からの税制改革による所得の

押し上げも個人消費の再加速を後押しすることになろう。通商政策を巡る不透明感が景気を下押しするリスクは高まっているが、内需主導の成長により、2019年まで潜在成長率を上回る高めの成長が続くという従来の景気シナリオに変更はない。

図表7 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV				
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産 (前年同期比、%)	1.2	3.1	3.2	2.9	2.0	3.0	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1				
個人消費	1.9	3.3	2.2	4.0	1.2	2.8	2.7	2.6	2.4	2.3	2.1	2.0	2.7	2.8	2.6	2.4
設備投資	7.2	6.7	4.7	6.8	7.4	6.3	5.3	5.6	6.1	6.3	6.5	6.7	-0.6	4.7	6.3	6.0
住宅投資	11.1	-7.3	-4.7	12.8	4.8	4.8	4.9	4.4	3.8	3.3	2.8	2.3	5.5	1.8	4.2	3.8
輸出	7.3	3.5	2.1	7.0	2.9	5.0	3.4	3.5	3.7	3.8	4.1	4.2	-0.3	3.4	4.1	3.8
輸入	4.3	1.5	-0.7	14.1	5.7	4.8	4.3	4.3	4.6	5.0	4.9	4.8	1.3	4.0	5.7	4.6
政府支出	-0.6	-0.2	0.7	3.0	0.9	1.5	0.2	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.8	0.1	1.1	0.1
国内最終需要	2.4	2.7	1.9	4.5	2.1	3.1	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.1	2.5	2.9	2.6
民間最終需要	3.1	3.3	2.2	4.8	2.3	3.4	3.2	3.1	3.0	3.0	2.8	2.8	2.3	3.0	3.2	3.0
鉱工業生産	1.0	5.0	-1.5	7.8	4.5	5.1	2.2	2.8	2.8	2.8	2.8	2.9	-2.0	1.6	4.1	2.9
消費者物価指数	3.0	0.1	2.1	3.3	3.5	1.4	1.8	2.1	2.2	2.3	2.5	2.5	1.3	2.1	2.4	2.2
失業率 (%)	4.7	4.3	4.3	4.1	4.1	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	4.9	4.4	4.0	3.8
貿易収支 (10億ドル)	-138	-141	-135	-154	-170	-169	-170	-173	-176	-180	-184	-189	-505	-568	-682	-729
経常収支 (10億ドル)	-113	-124	-101	-128	-142	-142	-139	-141	-142	-145	-149	-152	-452	-466	-564	-588
FFレート (%)	1.00	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	0.75	1.50	2.50	3.00
2年債利回り (%)	1.24	1.29	1.36	1.70	2.16	2.42	2.63	2.83	2.96	3.03	3.13	3.18	0.84	1.40	2.51	3.07
10年債利回り (%)	2.44	2.26	2.24	2.37	2.76	2.89	3.07	3.25	3.36	3.42	3.51	3.55	1.84	2.33	2.99	3.46

(注1) 網掛けは予想値。2018年4月18日時点。

(注2) FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

(出所) BEA、FRB、BLS、Census、Haver Analytics より大和総研作成