

2018年8月21日 全10頁

# 米国経済見通し 一層高まる関税への懸念

ドル高が輸入コストの上昇を相殺、ただしドル高の悪影響にも注意

ニューヨークリサーチセンター  
シニアエコノミスト 橋本 政彦

## [要約]

- 6月上旬を最後に途絶えていた米中通商協議が8月の22日～23日に再開されることになったのは、貿易摩擦の解決に向けた前向きな動きと言える。だが、6月には関税を棚上げにするという合意を無視して、米国が関税の導入に踏み切ったという経緯があることを踏まえると、今後の交渉に楽観的になるべきではないだろう。
- ISMレポートなどの企業サーベイでは、関税措置による輸入コストの上昇を懸念するコメントは明らかに増加傾向にある。ただし、実際の輸入コストについては、ドル高の進行が関税による影響を一部相殺することで、今のところは急速な上昇には至っていない。
- 足下でドル高傾向が続いている最大の要因は、堅調な米国経済動向を背景にFRBが着実に利上げを進めていることであろう。加えて、足下の貿易摩擦の高まり自体がドル高の一因になっている可能性がある。
- 現状、関税によるコストの増加が企業部門の最大の関心事項になっているため、ドル高に関心が集まりづらい状況にあると考えられる。しかし、ドル高の進行は輸出産業の競争力を低下させるため、景気を下押しする要因としてドル高の影響にも十分注意を払っていく必要があるだろう。

## 関税による輸入コストの増加をドル高が一部相殺

このところ米国経済にとっての最大の懸念事項となっている通商政策は、引き続き不透明感が晴れない。

7月25日に開催された米EU首脳会談では、EUが米国からの大豆やLNGの輸入を増やすという譲歩を示したことにより、自動車を除く工業製品について、関税・非関税障壁・補助金の撤廃に向けて協力することが合意され、米EU間の緊張関係が和らぐ形となった。他方で、トランプ大統領は中国に対して、従来10%としていた2,000億ドル規模の輸入品に対する追加関税率を、25%に引き上げるよう検討を指示し、中国に対しては引き続き強硬な姿勢を貫いている。また、8月23日からは、160億ドル規模の中国製品に対する関税が発動され、中国も同日から同規模で報復関税の実施を決定している。

こうした中、6月上旬を最後に途絶えていた米中通商協議が8月22日～23日に再開されることになったのは、貿易摩擦の解決に向けた前向きな動きと言える。だが、6月には関税を棚上げにするという合意を無視して、米国が関税の導入に踏み切ったという経緯があることを踏まえると、今後の交渉に楽観的になるべきではなく、引き続き交渉の進展を注視していく必要があるだろう。

関税措置に対する懸念は米国内でも着実に高まっている。8月20日からは2,000億ドル規模の対中製品への追加関税についての公聴会が実施されているが、関税対象となる品目が大幅に拡大した結果、公聴会で意見を述べたいという希望者が多数集まり、公聴会は当初予定の3日間から、6日間へと延長されることになった。また、ISMレポートなどの企業サーベイでも、関税措置による輸入コストの上昇を懸念するコメントは明らかに増加傾向にある。

ただし、実際の輸入コストについては、ドル高の進行が関税による影響を一部相殺することで、今のところは急速な上昇には至っていない。名目実効ドル（ブロード）は、2018年2月以降、前月比ベースで上昇が続き、2018年6月以降は、前年比でもドル高に転じた。この結果、石油製品を除いた輸入物価はドル高傾向に沿う形で、このところ上昇ペースが鈍化している<sup>1</sup>。

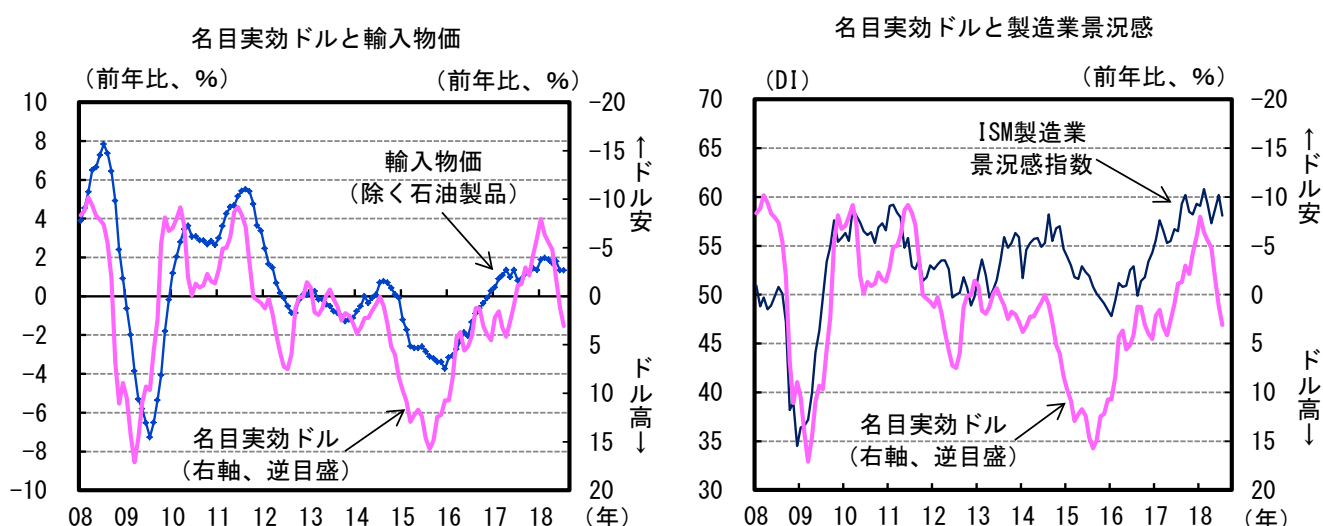
足下でドル高傾向が続いている最大の要因は、米国経済の堅調さを背景にFRBが着実に利上げを進めていることであろう。加えて、足下の貿易摩擦の高まり自体がドル高の一因になっている可能性がある。貿易摩擦によって世界経済の減速懸念が高まる中でも、米国は相対的にそのダメージを受けづらく、関税による輸入コストの上昇はインフレ率の上振れ、利上げの加速を想起させる。

ドル高の進行は関税によるコストの増加を和らげるが、その一方で輸出産業の競争力を低下させる。貿易相手国の報復関税による米国経済への直接的な悪影響はさほど大きくないと考えられるものの、同時に進んできたドル高によって輸出の伸びが鈍化する可能性は高まっている。

<sup>1</sup> ただし、輸入物価指数には関税が含まれていないため、関税も含めた企業の輸入コストは、輸入物価よりも大きく上昇している可能性が高いことには留意が必要である。

また、ドル高は海外収益を目減りさせ、連結ベースでの企業収益の下押し要因になる。現状、関税によるコストの増加が企業部門の最大の関心事項になっているため、ドル高に関心が集まりづらい状況にあると考えられるが、景気を下押しする要因としてドル高の悪影響にも十分注意を払っていく必要がある。

図表1 名目実効ドルと輸入物価、名目実効ドルと製造業景況感



(注) 名目実効ドルはブロード。

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

## 減速しつつも米国雇用者数は底堅く増加<sup>2</sup>

2018年7月の非農業部門雇用者数は前月差+15.7万人と、2018年3月以来の低い伸びに留まった。前月から伸びが縮小する要因となったのは、教育・医療の雇用者数の増勢鈍化と、運輸・倉庫業、金融業での雇用者数の減少によって、民間サービス部門の雇用者数が同+11.8万人と2017年12月以来の低い伸びとなったことである。しかし、完全雇用下で労働市場への新規参入を吸収するには、毎月10万人程度の伸びで十分であることに鑑みれば、減速しつつも7月の雇用者数の増加ペースは十分底堅い。また、貿易摩擦を巡る不透明感による雇用への悪影響が懸念されるものの、貿易摩擦による直接的な影響を受けやすいと考えられる製造業の雇用者数は、7月も同+3.7万人と前月と同程度の増加幅を維持しており、今のところ目立った影響は見られていない。非農業部門雇用者数増減の3ヵ月移動平均値は、同+22.4万人と、均して見た雇用増加ペースは依然非常に力強い。

雇用者数の着実な増加が続く中、家計調査による7月の失業率は前月差▲0.1%pt低下の3.9%となった。就業者数が前月差+38.9万人と大きく増加したことに加えて、前月に大幅に減少した非労働力人口が同+9.6万人と増加に転じたことも、失業率の押し下げに寄与した。失業

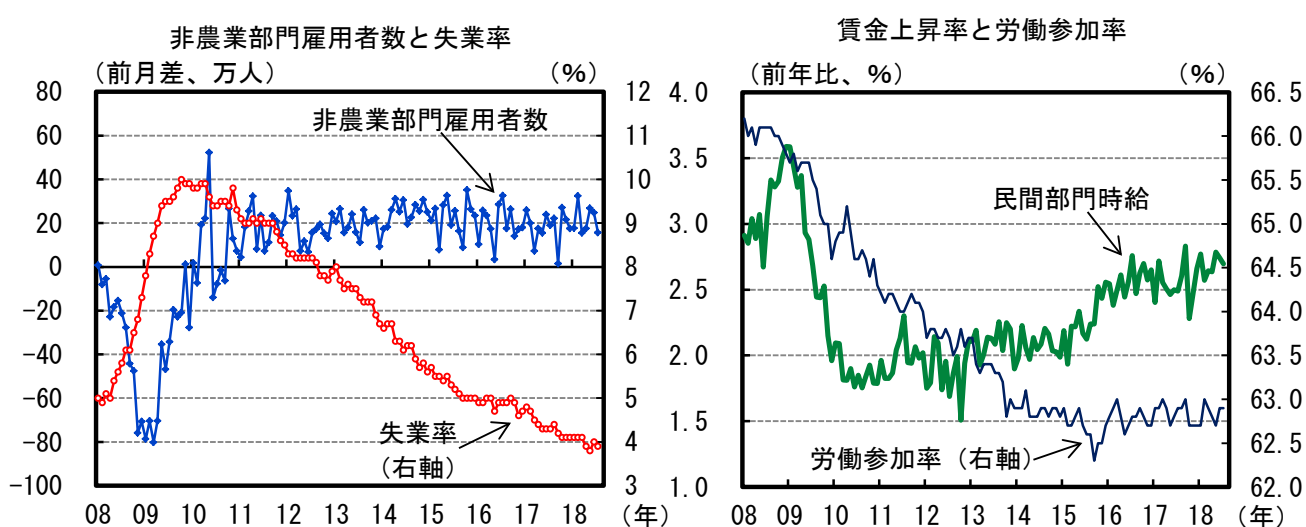
<sup>2</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「減速しつつも米国雇用者数は底堅く増加」(2018年8月6日)参照。 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20180806\\_020240.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20180806_020240.html)

率は引き続き低水準で推移し、労働需給はひっ迫した状況が続いている。

他方で、賃金については依然緩やかな上昇に留まっている。7月の民間部門の平均時給は、前年比+2.7%と前月と同じ伸びとなった。インフレ率が前月から加速した結果、7月の実質賃金は同▲0.2%と2017年1月以来の前年割れとなっており、インフレ率との関係で見ても賃金上昇率は物足りない。

6月の求人数は前月差+0.3万人とわずかに増加し、666.2万人と2018年4月に次いで統計開始以来2番目の高水準となり、企業の労働需要はなおも旺盛な状況にある。だが一方で、失業率は既に低い水準まで低下し、企業では人員確保の難しさが大きな問題となっている。活用できる労働力が限られる中、雇用者数の増加ペースが今後加速するとは考え難く、足下まで堅調な増加が続く雇用者数は、今後増加ペースが鈍化する可能性が高い。労働需給のひっ迫が続けば、依然低水準に留まる労働参加率の上昇が期待されるものの、労働市場の外側にいる非労働力人口はスキルが陳腐化している可能性が高く、企業が求める人材とのミスマッチによって、必ずしも企業の人手不足の解消に繋がるとも限らないだろう。

図表2 非農業部門雇用者数と失業率、賃金上昇率と労働参加率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

## 個人消費は足下堅調だが、マインドに悪化の兆し

7月の小売売上高（飲食サービス含む）は前月比+0.5%と6ヵ月連続で増加した。振れが大きい業種を除いたコア小売売上高も同+0.5%と2ヵ月ぶりの増加に転じており、7月の小売売上高は、個人消費の好調さが持続していることを確認させる結果であった。

業種別の動向を確認すると、特に全体への押し上げ寄与が最も大きかったのは、飲食サービスが前月比+1.3%と増加したことである。7月はガソリン価格が前月から低下したにもかかわらず、ガソリンスタンドの売上高が同+0.8%増加しており、レジャー関連の好調さが小売売上

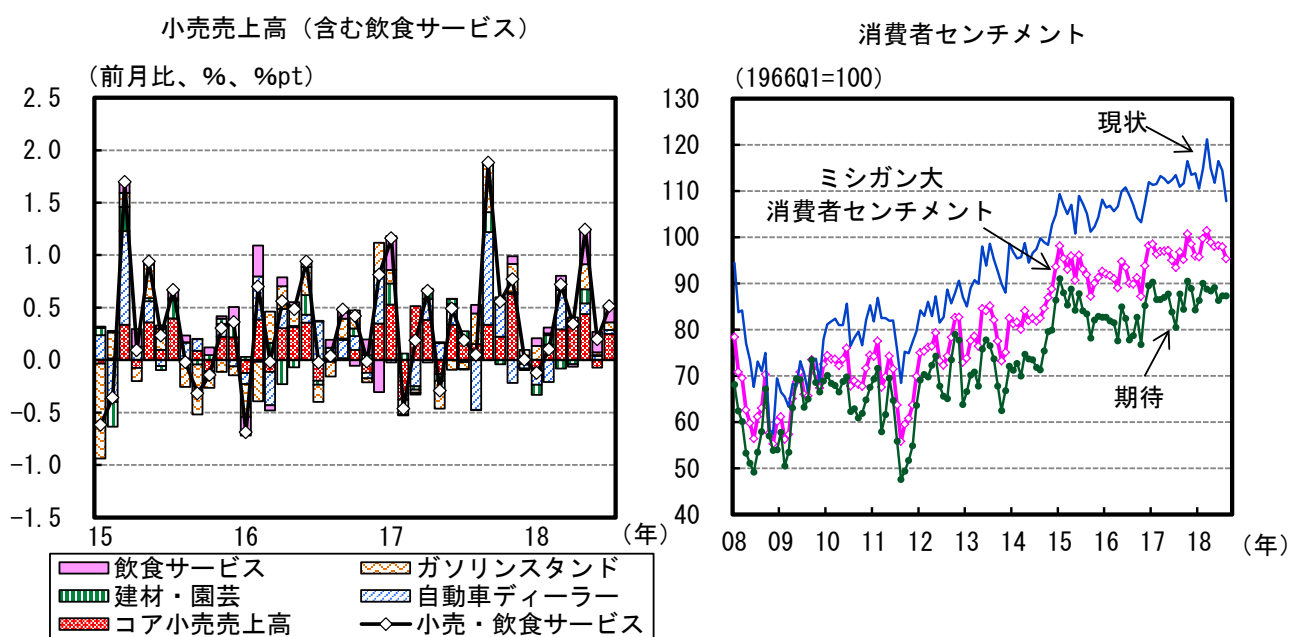
高を押し上げる要因になったと言える。また、通販等を含む無店舗販売が同+0.8%と前月から加速したことも全体を押し上げる要因となったが、これにはアマゾンのプライムデーの効果があつたとみられる。この他、6月に売上高が減少していた一般小売、衣服・宝飾品小売の売上高が増加に転じ、飲食料品小売では同+0.6%と2017年12月以来の増加幅となるなど、幅広い業種で売上高が増加しており、全般的に良好な内容であった。

他方、個人消費動向に関して、消費者マインドに悪化の兆しが見られているのは懸念材料である。8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▲2.6pt 低下の95.3となり、2017年9月以来の低水準となった。指数の内訳を見ると、期待指数が前月から横ばいとなる一方で、現状指数が同▲6.6pt と大きく落ち込んだことが全体を押し下げた。

現状指数が低下した要因は、構成指数である「大型耐久財購入判断」が、価格上昇を理由に大幅に悪化したことである。統計公表元のミシガン大学は、大型耐久財以外にも、自動車や住宅購入における価格判断の悪化を指摘しており、足下のインフレ率の加速とそれに伴う実質賃金の押し下げが消費者マインドの悪化に繋がっている。

既述のように、7月の実質賃金は前年割れとなったが、実質賃金は今後一層低下する可能性がある。関税などを理由に企業部門ではこれまで以上にコストの増加に対する懸念が強まっている。コスト増による企業収益の圧迫は、賃上げの抑制、ないしはコストの販売価格への転嫁、すなわちインフレ率の加速の可能性を高めるため、いずれにせよ実質賃金の押し下げ要因となる公算が大きい。減速しつつも雇用者数の増加は維持されると見込まれることから、マクロベースでの実質所得の増加トレンドは続くと考えられるものの、ミクロベースの実質賃金の低下が、消費者マインドの悪化を通じて個人消費を抑制するリスクは高まっている。

図表3 小売売上高、消費者センチメント



## 住宅販売の減速感は強まる

6月の中古住宅販売は前月比▲0.6%と3ヵ月連続で減少し、年率換算538万戸となった。集合住宅の販売が前月から横ばいとなる中、主力の一戸建てが南部、西部での減少により同▲0.6%と3ヵ月連続で減少したことが全体を押し下げた。中古住宅販売の先行指標となる中古住宅仮契約指数の6月分は、同+0.9%と3ヵ月ぶりの上昇に転じたものの、低下トレンドが反転するほどの力強さはなく、中古住宅販売は停滞感を強めている。

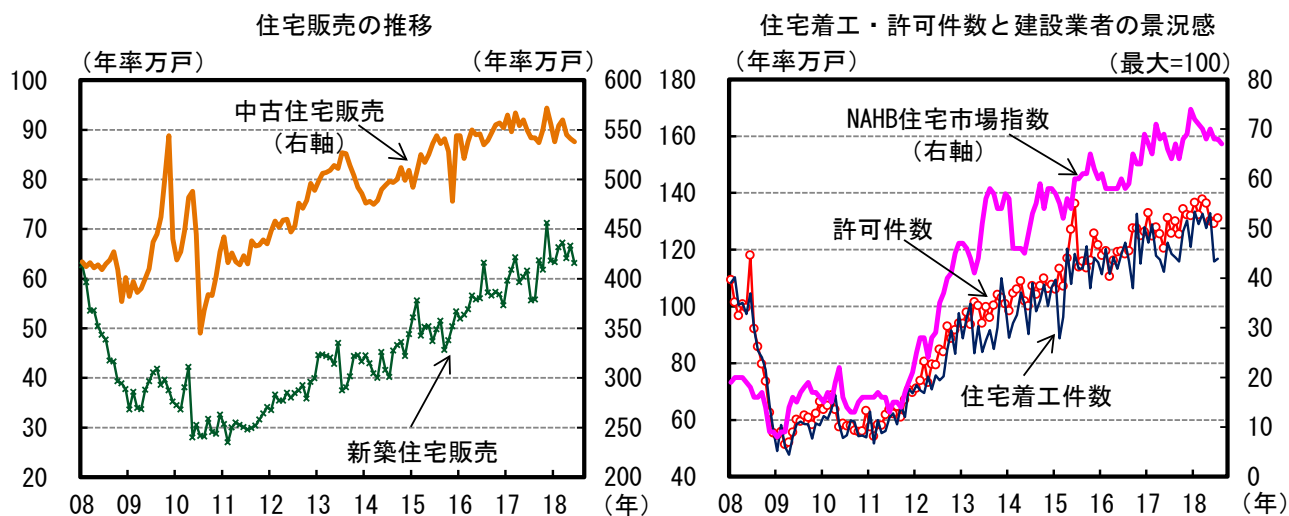
NAR（全米リアルター協会）は、引き続き、住宅供給の不足とそれによる価格上昇ペースの加速が中古住宅販売減速の最大の要因であるとしている。しかし、6月の中古住宅の在庫は、前月比+4.3%と6ヵ月連続で増加し、前年比変化率は+0.5%と2015年5月以来、およそ3年ぶりの増加に転じた。NARが指摘するように、それでもなお在庫水準は歴史的に見て非常に低いが、価格上昇や金利上昇によって販売が減速してきたことで、これまでひっ迫してきた中古住宅市場の需給は徐々に緩和し始めている可能性がある。

また、6月の新築住宅販売は前月比▲5.3%減少し、年率換算63.1万戸と2017年10月以来の低水準となった。北東部での販売が同+36.8%と大幅に増加したものの、南部（同▲7.7%）、中西部（同▲13.4%）、西部（同▲5.2%）で販売が減少した。これまで中古住宅販売に比べて、堅調さを維持してきた新築住宅販売についても、足下で減速感が見られている。特に足下では、中～高価格帯の販売が不調であり、結果として販売価格の中央値は前年比▲4.2%と2ヵ月連続で低下している。

住宅の供給面に関して見ると、7月の新築住宅着工は前月比+0.9%増加の年率換算116.8万戸となった。2ヵ月ぶりの増加に転じたものの、前月の大幅な落ち込み（同▲12.9%）に対して増加幅は小さく、住宅着工は停滞が続いている。主力の一戸建て住宅の着工は同+0.9%、集合住宅は同+0.7%と、いずれも増加に転じたものの小幅な増加に留まった。一方、住宅着工に先行する着工許可件数が同+1.5%と4ヵ月ぶりの増加に転じ、131.1万戸と着工を大きく上回ったのは、心強い材料と言える。地域別に見ると、とりわけ西部で許可件数と着工の差が大きく開いていることから、カリフォルニア州における大規模な山火事が、着工の遅れの一因になっている可能性がある。火災はなおも鎮火の目途が立っていないと伝えられているが、火災が鎮火すれば、着工は許可件数並みの水準に回帰することになるだろう。

ただし、住宅建設業者の需要見通しが慎重さを増す中、許可件数についてもこのところ頭打ちとなっている点には注意が必要である。8月のNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数は、前月から▲1pt低下の67となり、長期的に見れば高い水準を維持しつつ、2017年末をピークに緩やかに低下しつつある。NAHBの報告によれば、労働市場の改善に伴う世帯形成の増加を好材料とする一方、資材価格の上昇や、人材不足、用地不足によって住宅価格が上昇し、家計の住宅取得能力が低下することが懸念材料として挙げられている。

図表4 住宅販売の推移、住宅着工・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

## 企業マインドは総じて高水準ながら、方向感はまだ

7月のISM製造業景況感指数は前月差▲2.1%pt低下の58.1%となった。指数の内訳では、入荷遅延指数、生産指数、新規受注指数の3系列が前月から低下、他方で在庫指数、生産指数の2系列は前月から上昇した。とりわけ入荷遅延指数が同▲6.1%ptと落ち込んだことが全体の低下に大きく寄与したが、これは前月に同指数が大幅に上昇したことからの反動とみられる。他方、新規受注指数(同▲3.3%pt)、生産指数(同▲3.8%pt)はこのところ指数が頭打ちとなっており、在庫指数の上昇も含めて良い内容ではない。

また、7月のISM非製造業景況感指数は前月差▲3.4%ptと大きく低下し、55.7%となった。指数の水準は依然基準となる50%を上回っているものの、2017年8月以来の低さとなり、足下で減速の動きが見られる。指数の内訳では、雇用指数を除く3系列(事業活動指数、新規受注指数、入荷遅延指数)が前月から低下、とりわけ事業活動指数が同▲7.4%ptと大きく低下した。また、新規受注指数についても同▲6.2%ptと低下幅が大きい。

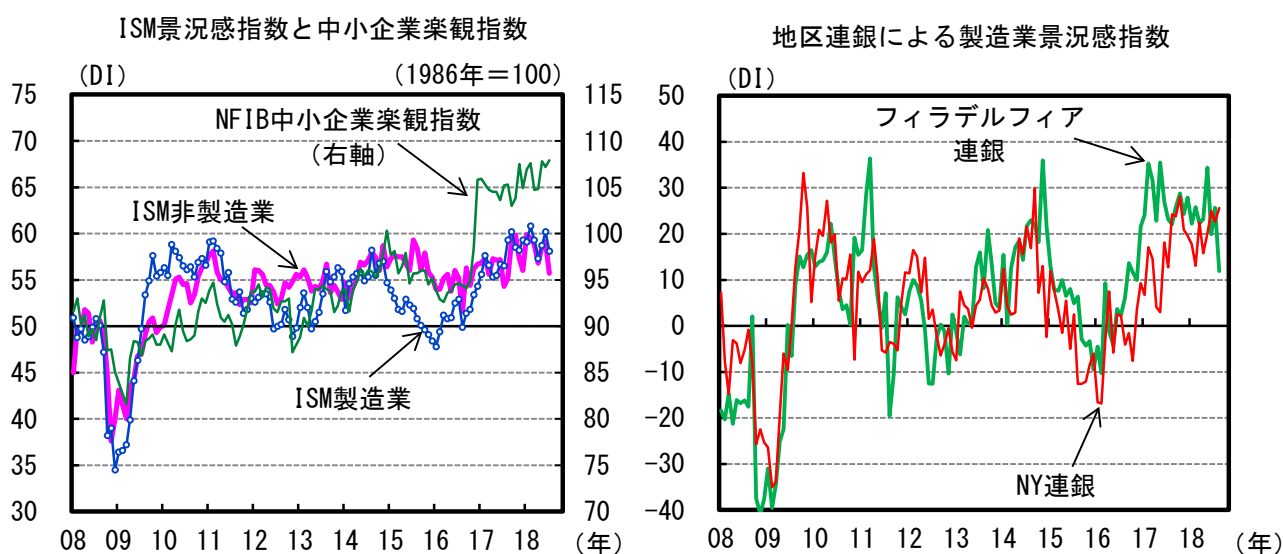
ISMレポートの個別企業によるコメントを見ると、製造業、非製造業ともに関税を懸念する声が多く見られている。ただし、関税に関する懸念の多くはコストの増加に対するものである。相手国による報復関税の対象となった一部の業種では、輸出の減速が言及されているが、貿易摩擦の高まりが7月に生産指数や受注指数が悪化した主因とは言い切れない。別の懸念材料として、労働力不足や輸送能力の不足など、供給能力に関する言及も増えており、これらの要因も足下で企業景況感を減速させる要因になっていると考えられる。

ISMによる景況感指数が前月から悪化する一方で、中小企業の景況感を示すNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数の7月分は、前月から+0.7pt上昇の107.9となり、1983年7月の史上最高値(108.0)に次いで過去2番目に高い水準を記録した。同指数とISMでは調査項目の違いはあるものの、企業マインドは足下で悲観一辺倒というわけではないと言える。ただし、

NFIB は事業環境の良好さを強調しつつも、労働者、とりわけハイスキル労働者を確保することの難しさを懸念材料として挙げているという点は、ISMの結果とも共通している。

8月中旬までの動向を含む、ニューヨーク連銀による製造業景況感指数は2ヵ月ぶりの上昇に転じ、2017年10月以来の高水準を記録した。他方、フィラデルフィア連銀による製造業景況感指数は前月から大きく低下、2016年11月以来の低さとなり、強弱まちまちの結果となった。両指数とも、月々の振れが大きいことから、単月の結果のみでトレンドを判断するのは難しいが、8月に入って企業マインドが大きく悪化している可能性には注意が必要である。

図表5 ISM景況感指数と中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



(出所) ISM、NFIB、NY連銀、フィラデルフィア連銀、Haver Analyticsより大和総研作成

## 鉱工業生産は前月からわずかに上昇

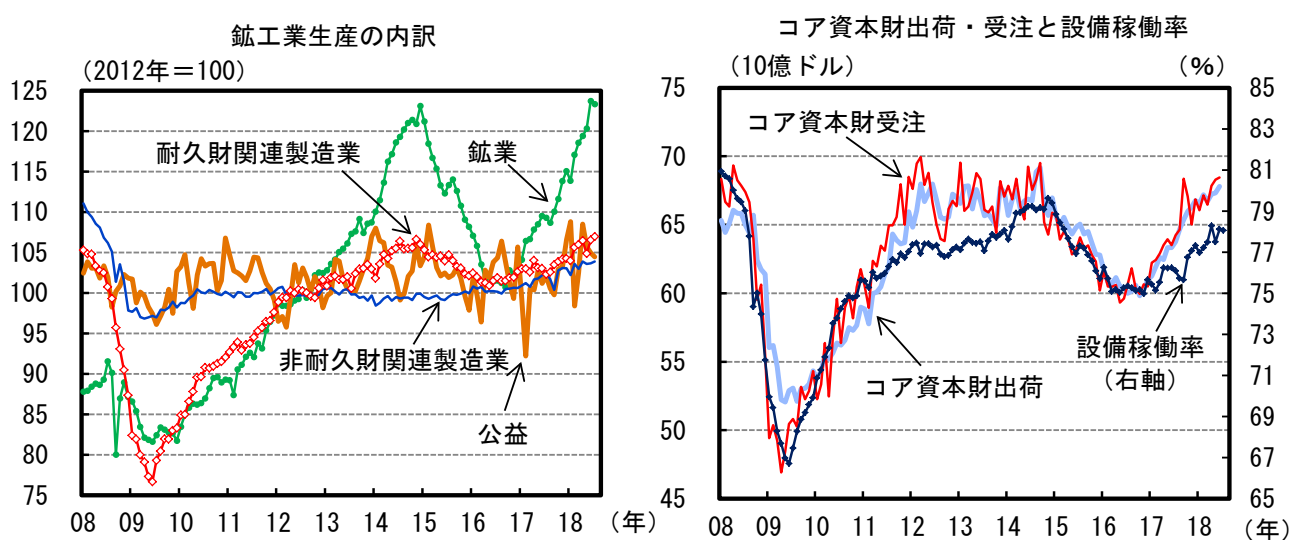
企業の実体面に関して、7月の鉱工業生産指数は前月比+0.1%となり、小幅ながら2ヵ月連続の上昇となった。原油価格の上昇基調が一服する中、鉱業の生産指数が同▲0.3%と2018年1月以来6ヵ月ぶりに低下したことに加え、公益の生産指数も同▲0.5%と3ヵ月連続で低下したが、製造業の生産が同+0.3%上昇したことが全体を下支えした。

製造業の内訳を見ると、耐久財関連製造業の生産指数は前月比+0.4%、非耐久財関連製造業は同+0.2%となり、いずれも2ヵ月連続で上昇した。耐久財関連製造業では、コンピューター・電子機器が同+1.3%と上昇した他、自動車・同部品(同+0.9%)、機械(同+0.6%)など幅広い業種で生産が増加した。一方、非耐久財関連製造業では、化学(同+0.4%)、ゴム・プラスチック製品(同+1.4%)、石油・石炭製品(同+0.9%)の素材業種の生産が好調であったことに加え、前月の落ち込みからの反動で衣服・革製品の生産が同+3.5%と高い伸びとなった。他方で、全体に占めるウェイトが大きい飲食料品・たばこが同▲0.3%と低下したことなどが全体の伸びを抑制する要因となった。



鉱工業生産指数が前月からわずかながら上昇する中、鉱工業の生産能力は前月比+0.2%増加したため、7月の鉱工業の稼働率は前月から横ばいの78.1%となった<sup>3</sup>。生産指数が前月から低下した鉱業、公益での稼働率の低下が全体の足を引っ張り、鉱工業全体として足踏みする結果となったが、均して見た稼働率の改善基調は続いていると言える。設備投資関連指標である、6月のコア資本財出荷は前月比+0.7%と3ヵ月連続で増加し、先行指標となるコア資本財受注も同+0.2%と3ヵ月連続で増加しており、設備投資は底堅い推移が続いている。

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



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

## 経済見通し

2018年4-6月期の実質GDP成長率は、個人消費の再加速と輸出の大幅増加を主因に、前期比年率+4.1%と、2014年7-9月期以来の高い伸びを記録し、米国経済の好調さを確認させる結果となった<sup>4</sup>。

7-9月期以降も米国経済の拡大基調は続くと思われ、2018年の実質GDP成長率は前年比+2.8%、2019年は同+2.5%と、潜在成長率を上回る高い成長が続くと思込む。

目下最大のリスク要因として、貿易摩擦の高まりが挙げられる。4-6月期に輸出が大幅に増加した背景には、関税実施前の駆け込み需要があったとみられることから、短期的にはその反動減が見込まれることに加えて、貿易相手国の対抗措置や、足下のドル高傾向によって輸出の減速感が強まる可能性が高いだろう。

しかし、米国経済は貿易依存度が低いことに加え、税制改革による後押しもあって、貿易摩

<sup>3</sup> 稼働率を小数点第4位まで見ると、6月は78.1104%、7月は78.0537%であり、厳密には7月の稼働率は前月から低下している。

<sup>4</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「米GDPは2014年7-9月期以来の高成長」(2018年7月30日)参照。[https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20180730\\_020228.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20180730_020228.html)

擦をきっかけに米国景気が腰折れするとは考え難い。労働需給のひっ迫により、雇用者数の増加ペースは鈍化する公算が大きいことから、個人消費の伸びも徐々に鈍化するとみられるものの、個人消費を中心とした内需主導の成長が続くという基本シナリオの変更はない。

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	1.8	3.0	2.8	2.3	2.2	4.1	3.3	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0				
〈前年同期比、%〉	1.9	2.1	2.3	2.5	2.6	2.8	3.0	3.0	3.0	2.5	2.2	2.1	1.6	2.2	2.8	2.5
個人消費	1.8	2.9	2.2	3.9	0.5	4.0	3.4	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0	2.7	2.5	2.6	2.5
設備投資	9.6	7.3	3.4	4.8	11.5	7.3	4.3	6.4	6.6	6.3	5.8	5.5	0.5	5.3	6.9	6.1
住宅投資	11.1	-5.5	-0.5	11.1	-3.4	-1.1	1.1	2.1	1.5	1.0	0.7	0.2	6.5	3.3	0.8	1.1
輸出	5.0	3.6	3.5	6.6	3.6	9.3	5.6	2.8	3.0	3.2	3.5	3.6	-0.1	3.0	5.4	3.8
輸入	4.8	2.5	2.8	11.8	3.0	0.5	4.4	4.3	3.9	3.8	3.7	3.7	1.9	4.6	4.3	3.8
政府支出	-0.8	0.0	-1.0	2.4	1.5	2.1	1.8	0.4	0.3	0.0	-0.1	-0.2	1.4	-0.1	1.3	0.5
国内最終需要	2.6	2.6	1.7	4.0	1.9	3.9	3.2	2.7	2.5	2.4	2.2	2.1	2.3	2.5	2.9	2.6
民間最終需要	3.3	3.2	2.3	4.4	2.0	4.3	3.4	3.1	3.0	2.8	2.7	2.5	2.5	3.0	3.2	3.0
鉱工業生産	1.0	5.0	-1.5	7.7	2.5	6.0	3.3	2.2	2.9	2.8	2.6	2.5	-2.0	1.6	3.8	2.9
消費者物価指数	3.0	0.1	2.1	3.3	3.5	1.7	2.1	1.8	2.0	2.4	2.7	2.8	1.3	2.1	2.5	2.1
失業率 (%)	4.7	4.3	4.3	4.1	4.1	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.6	4.9	4.4	3.9	3.7
貿易収支 (10億ドル)	-135	-137	-133	-148	-156	-136	-135	-135	-135	-135	-137	-138	-502	-552	-561	-545
経常収支 (10億ドル)	-108	-122	-103	-116	-124	-105	-104	-103	-103	-105	-108	-110	-433	-449	-437	-425
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	2.47	2.67	2.84	2.96	3.03	3.14	3.19	0.84	1.40	2.54	3.08
10年債利回り (%)	2.44	2.26	2.24	2.37	2.76	2.92	2.94	3.09	3.19	3.25	3.33	3.37	1.84	2.33	2.93	3.28

(注1) 網掛けは予想値。2018年8月20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