

2019年1月23日 全10頁

米国経済見通し 政府閉鎖で高まるリスク

短期的には景気を下押し、債務上限を巡る意見対立にも注意が必要

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]

- 2018年12月22日から始まった政府機関の一部閉鎖は開始から1ヵ月が経過した。政府閉鎖によって、およそ80万人、米国の就業者全体の約0.5%が給与を得られない状況にあり、これによる個人消費への悪影響は避けられないだろう。また、政府機関の一部で機能が停止していることで手続きが滞り、民間部門の活動にも支障を来している。
- 1月16日にトランプ大統領は、政府閉鎖終了の際には対象となる政府職員に対して、過去に遡って給与を支払うことを定める法案に署名した。このため、政府閉鎖が終了すれば、悪影響から回復に向かうことが見込まれる。ただし、政府閉鎖が長期化すればするほど、一時的とはいえその悪影響が大きくなるとみられ、そこからの回復にも長い時間を要することになる。
- さらに、トランプ政権・共和党と民主党の対立の激化は別の問題を引き起こす可能性がある。現在、適用が停止されている連邦政府の債務上限は、3月2日から再開される。政府閉鎖を巡る議論のもつれを見る限り、債務上限についても共和・民主両党による駆け引きが行われる可能性が高く、米国債の格下げリスクや、それに伴う金融市場の変動などへの警戒が必要である。

政府閉鎖は過去最長を更新、広がる悪影響

予算未成立により 2018 年 12 月 22 日から始まった政府機関の一部閉鎖は過去最長を更新、開始から 1 ヶ月が経過したものの、なおも解決の兆しが見られない。予算が未成立となっている経緯は、トランプ大統領が米国南部国境に壁を建設するために 57 億ドルの費用を予算に計上すべきと主張する一方で、議会下院の過半数を握る民主党がこれに強く反対しているためである。

今回の政府閉鎖では、およそ 38 万人の連邦政府職員が自宅での一時帰休を命じられていることに加え、42 万人程度が無給で勤務していることが伝えられている。すなわち合計およそ 80 万人、米国の就業者全体の約 0.5% が給与を得られない状況にあり、これによる個人消費への悪影響は避けられないだろう。給与を得られない政府職員の一部は、家賃の支払いや住宅ローン、自動車ローンなどの債務返済が困難になっているとみられ、FRB などの金融監督当局は、こうした事態に対応するため、金融機関に対して救済措置を実施するよう声明を公表している。

また、政府機関の一部で機能が停止していることで手続きが滞り、民間部門の活動にも支障を来している。例えば、FHA（連邦住宅局）による住宅ローンの設定に遅れが生じ、住宅購入の契約への影響が伝えられている。また、SEC（証券取引委員会）による IPO 審査の遅れや、当局の承認が必要な M&A の手続きにも遅れが発生しているという。

1 月 16 日にトランプ大統領は、政府閉鎖終了の際には対象となる政府職員に対して、過去に遡って給与を支払うことを定める法案に署名しているため、政府閉鎖が終了すれば、給与未払いによって政府職員に生じている悪影響はなくなることが見込まれる。手続きの遅れについても、徐々に正常化に向かうことになろう。ただし、政府閉鎖が長期化すればするほど、一時的とはいえその悪影響が大きくなるとみられ、そこからの回復にも長い時間を要することになろう。また、足下で顕在化する消費者や企業マインドの悪化にも、少なからず政治不安が影響しているとみられ、政府閉鎖が長期化することで景気が下振れするリスクは高まっている。

さらに、トランプ政権・共和党と民主党の対立の激化は別の問題を引き起こす可能性がある。とりわけ警戒が必要なのは債務上限の問題である。現在、適用が停止されている連邦政府の債務上限は、3 月 2 日から再開されることになっている。通常、債務上限が迫った際には、連邦政府が特別措置によって資金をやり繰りすることで、数ヶ月程度の猶予が得られるとみられるが、その期限までには新たに債務上限の引き上げ、もしくは債務上限の適用停止が合意されなければ、米国債のデフォルトが発生することになる。

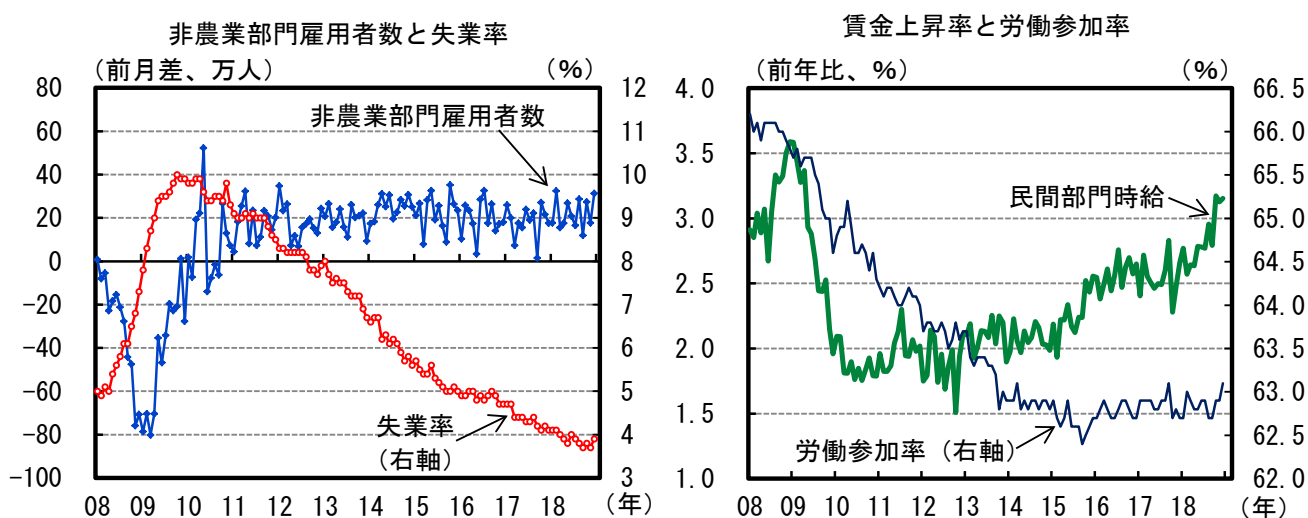
債務上限の問題を巡っては、無条件での引き上げを民主党が主張する一方で、共和党は歳出削減とセットでの上限引き上げを主張し意見が対立するというのが近年の構図であり、今回も同様の議論が見込まれる。政府閉鎖を巡る議論のもつれを見る限り、債務上限についても直前まで両者による駆け引きが行われる可能性が高いだろう。仮に米国債のデフォルトが発生すれば、その影響は政府閉鎖とは比べものにならないほどに大きくなることが想定される。このため、最終的には責任回避のため共和・民主両党が歩み寄り形での合意が成立すると見込むが、米国債の格下げリスクや、それに伴う金融市場の変動などへの警戒が必要であろう。

雇用数は堅調な増加、賃金も上昇ペース加速¹

労働市場の動向に関して、2018年12月の非農業部門雇用者数は前月差+31.2万人と、2018年2月以来の大幅な増加となった。部門別では、生産部門が同+7.4万人と2018年2月以来の増加幅となった他、教育・医療、娯楽サービス業の増加を主因に民間サービス部門が同+22.7万人と2017年10月以来の大幅な増加となった。また、政府部門についても、州政府、地方政府での増加によって同+1.1万人と前月から増加幅が拡大し²、幅広い部門、業種で雇用者数の増加が見られる良好な内容であった。非農業部門雇用者数の3ヵ月移動平均値は同+25.4万人と2016年9月以来の大きさへと加速しており、企業マインドの弱含みが見られる中でも、雇用者数の増加ペースは堅調さを維持している。

一方、家計調査による12月の失業率は、前月差+0.2%ptと2ヵ月ぶりに上昇し、3.9%となった。失業率の前月からの変化の内訳を見ると、就業者数は同+14.2万人と4ヵ月連続で増加し失業率を押し下げる要因となる一方、非労働力人口が同▲23.7万人減少し、労働参加率が同+0.2%pt上昇の63.1%となったことが失業率を押し上げた。このため失業率は前月から上昇したものの内容としては悪くなく、依然として失業率は歴史的低水準圏での推移が続いている。

図表1 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

賃金動向に関して見ると、12月の民間部門の平均時給は、前月比+0.4%と前月の同+0.2%から上昇幅が拡大した。前年比ベースの変化率も前年比+3.2%と、前月(同+3.1%)から上昇ペースが加速し、2009年4月以来の上昇率を記録した2018年10月と並ぶ高い伸びとなった。労働需給のひっ迫が続く中で、緩やかながらも着実に賃金の上昇ペースは速まっている。

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「米雇用者数は上振れ、労働市場は堅調持続」(2019年1月7日)参照。 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20190107_020564.html

² 12月雇用統計の事業所調査の調査週は12月9日～15日であったため、12月22日からの政府機関の一部閉鎖の影響は含まれていない。

労働市場は足下まで堅調さを維持しているが、先行きについてはやや慎重にみるべきであろう。2019年以降は、2018年に景気を押し上げる要因となった税制改革の効果が減衰し、企業収益の増加率や経済成長率は鈍化する公算が大きい。加えて、海外経済の減速懸念の高まりや、貿易摩擦・関税を巡る不透明感、政治不安などが、企業マインドの下押し要因になると考えられる。まだ雇用者数の減少を覚悟しなければならないほどに企業マインドが落ち込んでいるわけではないが、雇用者数の増加ペースが鈍化する可能性は高まっている。

なお、連邦政府機関の一部閉鎖は、2019年1月以降、雇用統計の結果に大きな影響を及ぼすことが見込まれる。記述の通り、政府職員およそ80万人が一時帰休、ないし無給での勤務を命じられており、事業所統計による雇用者数は連邦政府の雇用者数が大幅に減少する可能性が高い。政府閉鎖が解除されれば、速やかに持ち直すとみられるが、統計の振れが大きくなることが予想され、当面、結果の解釈には注意を要する。

年末商戦は好調も、消費者マインドが大幅に悪化

個人消費に関して、マクロベースの個人消費動向を把握する上での最重要統計の1つである小売売上高（商務省センサス局）の2018年12月分は、政府閉鎖によって公表が延期されている。そこで関連統計である Johnson Redbook Index（一般小売業の週次売上高³、既存店ベース）を確認すると、12月に入って伸びが加速し、12月最終週には前年比+9.3%と非常に高い伸びを記録した（12月の平均は同+7.6%、11月の平均は同+6.6%）。また、米アドビ社が集計する米国大手小売のeコマース売上高は、ホリデー商戦（11月1日～12月31日）合計で、過去最高となる1,260億ドルに達し、伸び率も同+16.5%と前年（同+14.7%）から加速したことが報告されている⁴。11月の小売売上高では、ホリデー商戦前半の好調な滑り出しが確認されていたが、後半戦の12月についても、良好な結果が続いたと推察される。

既述のように、12月は雇用・所得環境の改善ペースが加速しており、個人消費の増加に大きく寄与したと考えられる。加えて、12月は原油価格低下に伴いエネルギー価格が大きく低下しており（12月のCPIエネルギーは前月比▲3.5%低下）、必需消費であるエネルギー関連の支出の抑制が、他の消費を押し上げる要因になったとみられる。12月の新車販売台数は、同+0.3%と2ヵ月ぶりの増加に転じたが、内訳では乗用車の販売が減少する半面、ライトトラックの増加が全体を押し上げており、ここにもガソリン価格の低下が影響している可能性がある。

一方、足下で消費者マインドの大幅な悪化が見られていることは懸念材料である。2019年1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▲7.6ptの90.7となった。前

³ 調査対象は、大規模一般小売（General merchandise retailers）約9,000店舗。なお、センサス局が公表する小売売上高のうち、一般小売業の売上高が小売業（含む飲食サービス）全体に占める割合は、2018年11月時点で11.8%。

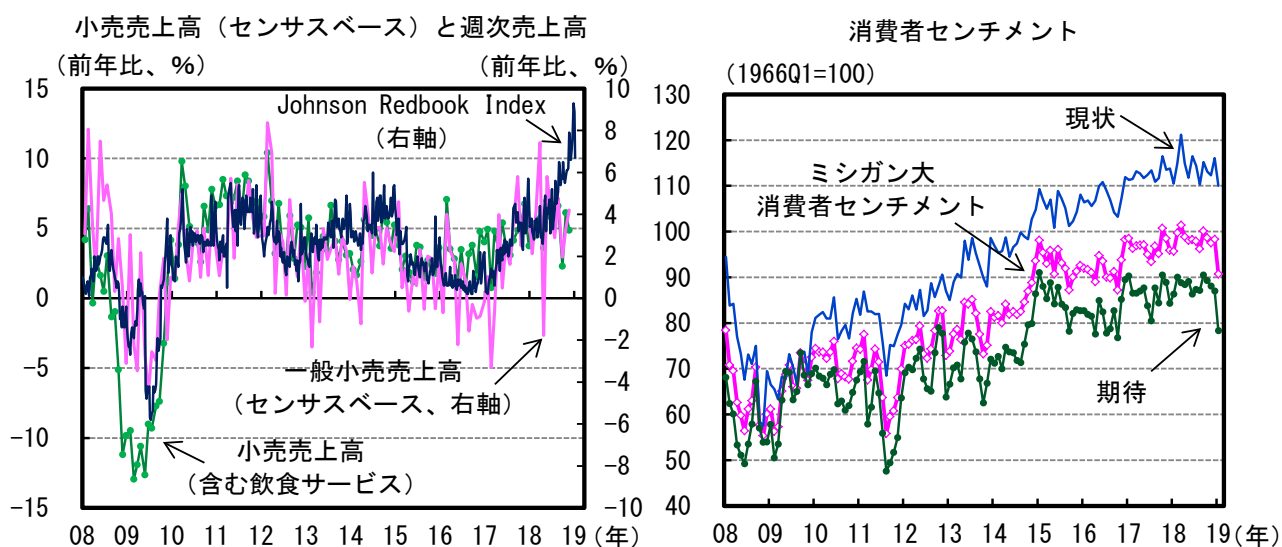
⁴ 集計対象は、米國小売上位100社の取引のうち80%とされる。調査結果の概要は以下のURL参照。

<https://www.cmo.com/adobe-digital-insights/articles/2019/1/8/5-holiday-online-shopping-trends-to-guide-your-2019-strategy.html#gs.LAL6rNrD>

月からの悪化幅は2012年12月以来の大きさである。指数の内訳を見ると、現状指数が同▲6.1pt、期待指数が同▲8.7ptと、とりわけ期待指数が大幅に低下し全体を押し下げた。ミシガン大のコメントによれば、政府機関の一部閉鎖、追加関税、金融市場の動揺、世界経済の減速、金融政策の不透明感など、多くの要因が期待指数の急低下に繋がったとされている。

金融市場については2019年に入って落ち着きを取り戻しているものの、その他の要因については引き続き不透明な状況が続く可能性が高く、期待指数を中心に消費者マインドの弱含みが続くことへの警戒が必要であろう。

図表2 小売売上高（センサスペース）と週次売上高、消費者センチメント



(注) Johnson Redbook Index は既存店ベース。

(出所) Redbook Research、Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

住宅販売は減少が続くも、金利低下が下支えの兆し

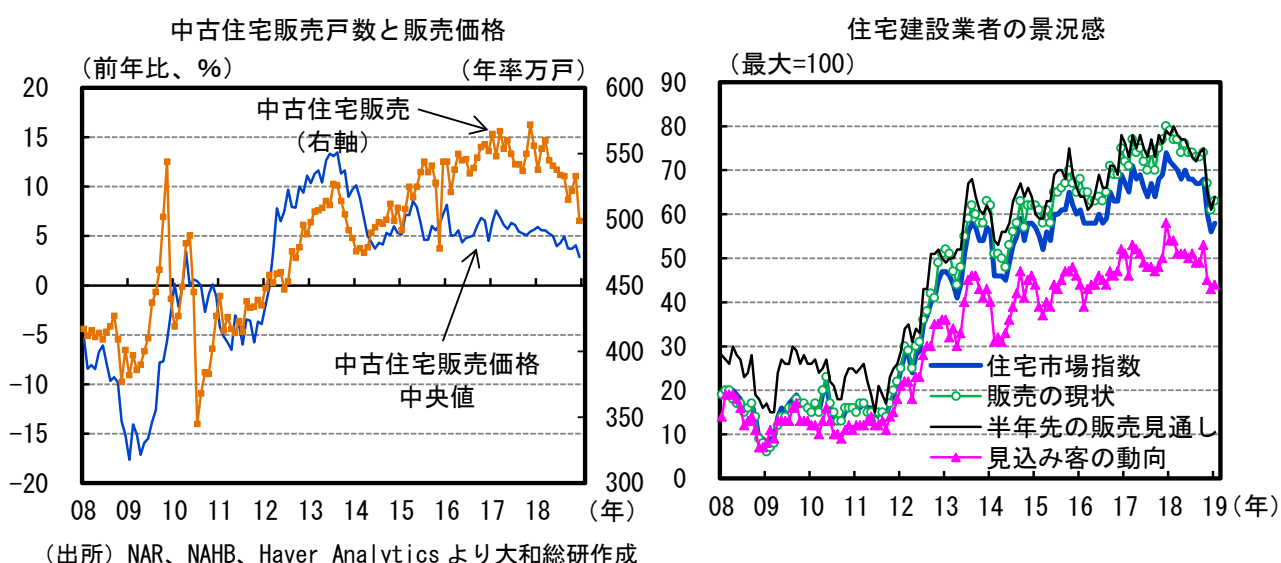
個人消費が底堅く推移する一方で、同じ家計関連需要でも住宅投資については、弱い動きが続いている。

2018年12月の中古住宅販売は前月比▲6.4%減少し、年率換算499万戸と2015年11月以来の低水準へと落ち込んだ。西部での急減を主因に集合住宅の販売が同▲12.9%と大幅に減少した他、主力の一戸建てについても同▲5.5%と3ヵ月ぶりの減少に転じ全体を押し下げた。統計公表元のNAR（全米リアルター協会）は、12月の販売の大幅な減少に関して、住宅ローン金利の高さが主な押し下げ要因になったと説明している。一方、足下で長期金利、住宅ローン金利が低下していることを受け、販売は持ち直しに向かうとの見方をNARは示した。

2019年1月のNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数は、前月差+2ptと3ヵ月ぶりの上昇に転じたが、NAHBもその主因として住宅ローン金利の低下を挙げている。同指数は2018年末にかけて大幅に悪化しており、1月の小幅な上昇を以て持ち直しに転じたとは言えないが、悪化にブレーキがかかる結果となった。

また、NAR が言及している通り、販売が大きく減少したことによって、在庫が増加していることも住宅市場の先行きを見通す上では好材料と言えよう。12 月の中古住宅の在庫は前年比+6.2%と5ヵ月連続で増加し、増加幅も前月から拡大した。在庫率も5ヵ月連続で前年を上回っており、中古住宅販売価格の中央値は同+2.9%と2012年2月以来の水準まで上昇ペースが縮小した。これは、12月の賃金上昇率（民間部門、週給ベース）を下回っており、家計の住宅取得能力の改善に繋がることになる。ただし、仮に今後住宅価格が上昇ペースの鈍化に留まらず、下落に転じた場合には、逆資産効果によって個人消費などへの悪影響が拡大する可能性があり、適度な調整が維持されるか否かが、今後の注目点となる。

図表3 中古住宅販売戸数と販売価格、住宅建設業者の景況感



企業マインドは総じて悪化、貿易戦争が最大の懸念材料

企業部門の動向に関して、まず企業マインドの状況を見ると、2018年12月のISM製造業景況感指数は前月差▲5.2%ptと2008年10月以来の大幅な下落を記録、指数水準は2016年11月以来の低さとなる54.1%まで落ち込んだ。指数の内訳を見ると、構成指数5系列全てが前月から悪化し、とりわけ景気に対する先行性が強いとされる新規受注指数が同▲11.0%ptと大幅に低下したことが全体の押し下げに大きく寄与しており、先行きを懸念させる内容であった。雇用指数（同▲2.2%pt）、在庫指数（同▲1.7%pt）の低下は比較的小幅に留まったものの、生産指数（同▲6.3%pt）、入荷遅延指数（同▲5.0%pt）の落ち込みも大きい。

回答企業によるコメントでは関税の影響を懸念する声が多く挙げられた。実際、12月の新規輸出受注指数は前月から小幅に改善したものの、均して見れば2018年初をピークに低下傾向にあり、製造業のマインドを下押しする大きな要因になっているとみられる。

12月のISM非製造業景況感指数は、前月差▲3.1%pt低下の57.6%となった。新規受注指数が同+0.2%ptと小幅ながら上昇する一方、事業活動指数（同▲5.3%pt）、入荷遅延指数（同▲

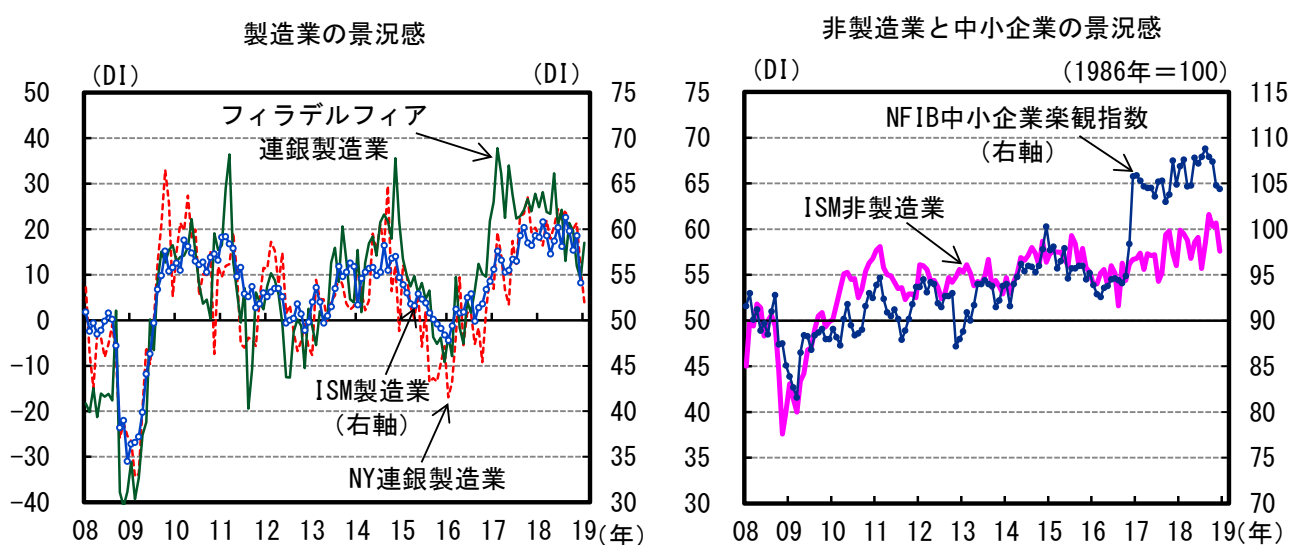
5.0%pt)、雇用指数(同▲2.1%pt)の低下が押し下げに寄与した。製造業と同様、非製造業でも関税の影響を懸念する声が目立つことに加え、住宅販売の減速、原油価格の下落などがマインドの押し下げに寄与したとみられる。

また、中小企業の景況感を表す12月のNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数は、前月差▲0.4ptと4ヵ月連続で低下し、104.4となった。

以上のように、12月の企業マインドは総じて悪化する形となったが、非製造業、中小企業については、依然として非常に高い水準を保っており、過度に悲観視する必要はないだろう。また、製造業についても、ISM製造業景況感指数は基準となる50%を上回っており、企業活動の縮小を警戒しなければならないような状況ではない。ただし、とりわけ製造業の景況感を押し下げているとみられる通商政策の不透明感が払拭されていないことに加え、12月末からの政府閉鎖は幅広く企業マインドを悪化させるとみられる。企業マインドの先行きは慎重にみる必要がある。

なお、2019年1月前半までの状況を含む、1月の地区連銀による景況感指数を見ると、NY連銀製造業景況感指数が前月差▲7.6%ptと2ヵ月連続で低下する一方、フィラデルフィア連銀による製造業景況感指数は同+7.9%ptと4ヵ月ぶりの上昇に転じ、まちまちの結果となっている。

図表4 製造業の景況感、非製造業と中小企業の景況感



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

マインドの悪化に反して、鉱工業生産指数は堅調維持

企業ではマインド面での弱含みが見られる一方で、実体面については底堅い推移が続いている。2018年12月の鉱工業生産指数は前月比+0.3%と、7ヵ月連続で上昇する結果となった。指数全体の75%弱を占める製造業が同+1.1%と、2018年2月以来の大幅な上昇となった他、鉱業が同+1.5%と2ヵ月連続で上昇したことが押し上げに寄与した。他方、公益部門について

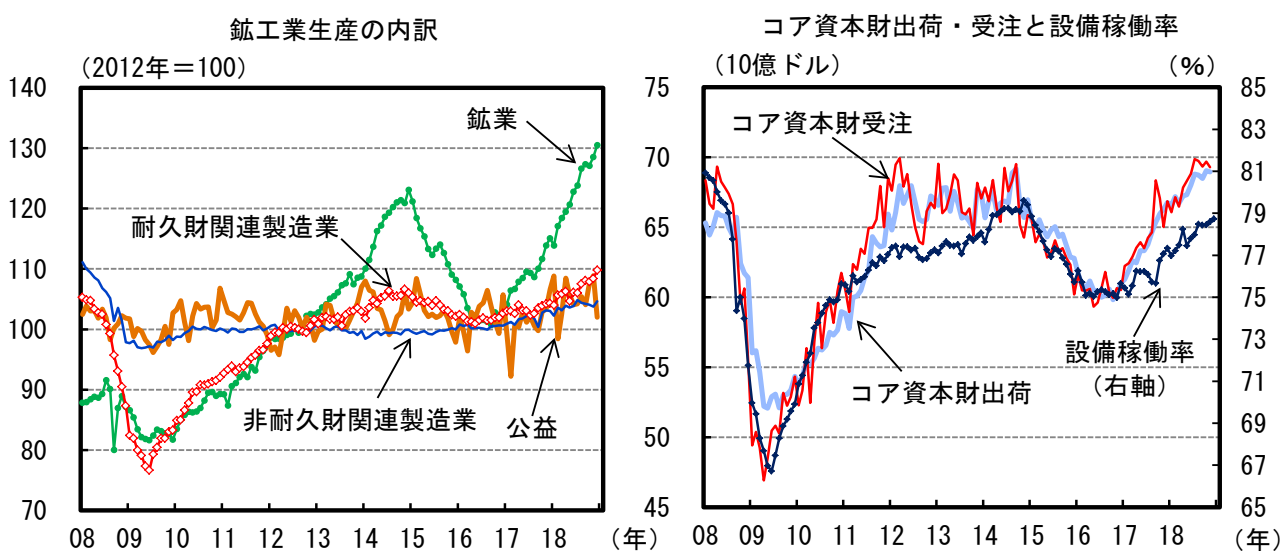
は、例年よりも気候が温暖だったことによる暖房需要の低迷により、同▲6.3%と3ヵ月ぶりの低下に転じている。

好調な結果となった製造業の内訳を見ると、耐久財関連製造業の生産指数が前月比+1.3%と高い伸びとなり全体を牽引した。とりわけ自動車・同部品が同+4.7%と大幅に上昇し、全体の押し上げに寄与した他、非金属鉱物（同+2.8%）、木製品（同+1.8%）が好調な結果となった。

非耐久財関連製造業についても前月比+0.9%と5ヵ月ぶりの上昇に転じている。石油・石炭製品が前月までの減少からの反動で同+3.5%と大きく伸びたことに加え、食品が同+0.9%と3ヵ月ぶりの上昇に転じたことが主な押し上げ要因となった。

生産指数が前月から上昇した結果、12月の鉱工業の稼働率は前月差+0.1%ptと2ヵ月連続で上昇し、78.7%となった。生産の増加基調が続く中、稼働率も緩やかな上昇が続いている。稼働率の水準は依然として長期平均（1972-2017年平均：79.8%）を下回った状態にあり、さらなる上昇余地があると考えられる。だが一方で、これまでの設備投資の増加によって設備ストックは徐々に積み上がっており、稼働率は以前よりも上昇しづらくなりつつある。稼働率の上昇を誘因とした能力増強のための設備投資については、今後、ペースが鈍化していくことになろう。実際、機械設備投資の一致指標であるコア資本財出荷の11月分（速報値）は前月比▲0.1%、先行指標となるコア資本財受注は同▲0.6%と、いずれもこのところ伸びが頭打ちとなっている。人手不足を背景とした省力化投資に対するニーズなどは先行きも設備投資を下支えする要因として期待されることから、設備投資全体としては緩やかなペースでの増加が見込まれる。

図表5 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

2018 年 10-12 月期は個人消費を主因に高い成長を維持

足下までの経済指標を踏まえると、2018 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率+2.5%と予想する⁵。4-6 月期、7-9 月期の高成長からは減速することが見込まれるものの、それでも+2%程度とみられる潜在成長率を上回る堅調な成長が続いたと予想する。需要項目別では、ホリデー商戦の好調さによって個人消費が高い伸びとなり、GDP 全体を押し上げたとみられる他、減速しつつも設備投資の増加基調が続く見込みである。一方、販売の減少が続く住宅投資は 4 四半期連続のマイナス成長が見込まれることに加え、中国からの輸入の増加を主因に外需寄与度は 2 四半期連続のマイナス寄与となったと予想する。なお、暦年ベースで見ると、2018 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.9%と 2015 年以来の高成長を記録したとみられる。

2019 年の実質 GDP 成長率は従来通り、前年比+2.6%の予想を維持する。2018 年の経済を押し上げた税制改革の効果の減衰が見込まれることで、四半期ベースの成長率は年後半にかけて鈍化していく見通しである。短期的なかく乱要因として、政府機関の一部閉鎖の影響によって 1-3 月期の成長率が押し下げられる可能性には留意が必要であろう。

今回新たに予想を公表する 2020 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.0%を見込む。景気拡大の持続が見込まれる一方、完全雇用を背景に雇用者数の伸びの鈍化が予想され、それに伴い内需最大のけん引役である個人消費も減速傾向が続く見通しである。ただし、減速しつつも暦年全体では潜在成長率並みの成長が続く見通しであり、巡航速度による安定成長が続くシナリオを想定している。

⁵ なお、2018 年 10-12 月期の GDP 統計は 1 月 30 日に公表が予定されているが、GDP 統計を作成する BEA (Bureau of Economic Analysis: 商務省経済分析局) は政府機関の一部閉鎖によって業務を停止している。このため、公表予定日までに政府閉鎖が解除されなければ、統計の公表は延期されることになる。また、1 月 30 日の公表までに政府閉鎖が解除されたとしても、それまでの政府閉鎖によって、GDP 統計作成のための基礎統計の公表が遅れているため、公表日が変更になる可能性がある点には留意が必要である。

図表6 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020
	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、%〉	2.2	4.2	3.4	2.5	2.0	2.8	2.3	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6				
個人消費	0.5	3.8	3.5	4.1	2.6	2.7	2.3	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	2.5	2.7	3.0	2.1
設備投資	11.5	8.7	2.5	2.3	5.1	4.8	4.4	4.1	3.7	3.2	2.8	2.4	5.3	6.7	4.3	3.6
住宅投資	-3.4	-1.3	-3.6	-2.2	-2.6	0.0	1.2	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4	3.3	-0.1	-1.3	1.6
輸出	3.6	9.3	-4.9	2.8	2.5	2.5	2.7	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	3.0	4.0	2.1	2.9
輸入	3.0	-0.6	9.3	7.1	4.8	1.5	2.2	3.2	3.0	2.9	2.8	2.8	4.6	4.9	4.3	2.8
政府支出	1.5	2.5	2.6	1.8	0.6	1.2	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	-0.1	1.6	1.3	0.7
国内最終需要	1.9	4.0	2.9	3.3	2.4	2.7	2.3	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7	2.5	2.9	2.8	2.1
民間最終需要	2.0	4.3	3.0	3.6	2.8	2.9	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1	1.9	3.0	3.2	3.0	2.3
鉱工業生産	2.5	5.2	4.7	3.8	3.5	2.0	2.8	2.7	2.6	2.4	2.3	2.2	1.6	4.1	3.3	2.5
消費者物価指数	3.5	1.7	2.0	1.8	0.8	2.7	2.9	2.8	2.5	2.4	2.4	2.4	2.1	2.4	1.9	2.6
失業率 (%)	4.1	3.9	3.8	3.8	3.7	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	4.4	3.9	3.6	3.5
貿易収支 (10億ドル)	-154	-135	-159	-162	-162	-161	-162	-164	-165	-165	-165	-165	-552	-610	-648	-659
経常収支 (10億ドル)	-122	-101	-125	-128	-127	-128	-130	-133	-136	-140	-144	-149	-449	-476	-517	-570
FFレート (%)	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	1.50	2.50	3.00	3.00
2年債利回り (%)	2.16	2.47	2.67	2.80	2.58	2.65	2.85	2.90	3.08	3.07	3.06	3.05	1.40	2.53	2.75	3.06
10年債利回り (%)	2.76	2.92	2.93	3.03	2.75	2.81	2.99	3.02	3.19	3.16	3.13	3.10	2.33	2.91	2.89	3.14

(注1) 網掛けは予想値。2019年1月22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