

2019年3月19日 全9頁

米国経済見通し 貿易が製造業の重石に

貿易赤字の拡大で、通商交渉の先行きは一層不透明

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年の米国の貿易収支（財、通関ベース）は8,787億ドルの赤字と、2006年以来12年ぶりに過去最大を更新した。トランプ大統領は2018年以降、貿易赤字の削減を意図して、鉄鋼・アルミ製品や中国からの輸入品に対して追加関税を導入してきたが、そうした意図に反する結果になったと言える。
- しかし、意図に反して貿易赤字が拡大したからと言って、トランプ大統領が保護主義的な通商政策から路線変更するとは考え難い。むしろ、2018年に貿易赤字が拡大した中国やEUに対しては、交渉姿勢が一層厳しくなる可能性すらあろう。
- 企業部門、とりわけ製造業では、通商政策を巡る不透明感や輸出の減速がマインド面、実体面での重石となっている。米国経済は、政府閉鎖などから2019年1-3月期は一旦減速する可能性が高い一方で、個人消費を中心に4-6月期には反動による高成長が期待されるが、製造業の停滞が足を引っ張る可能性には注意が必要であろう。

貿易赤字は過去最高を更新、通商交渉姿勢はより厳しく

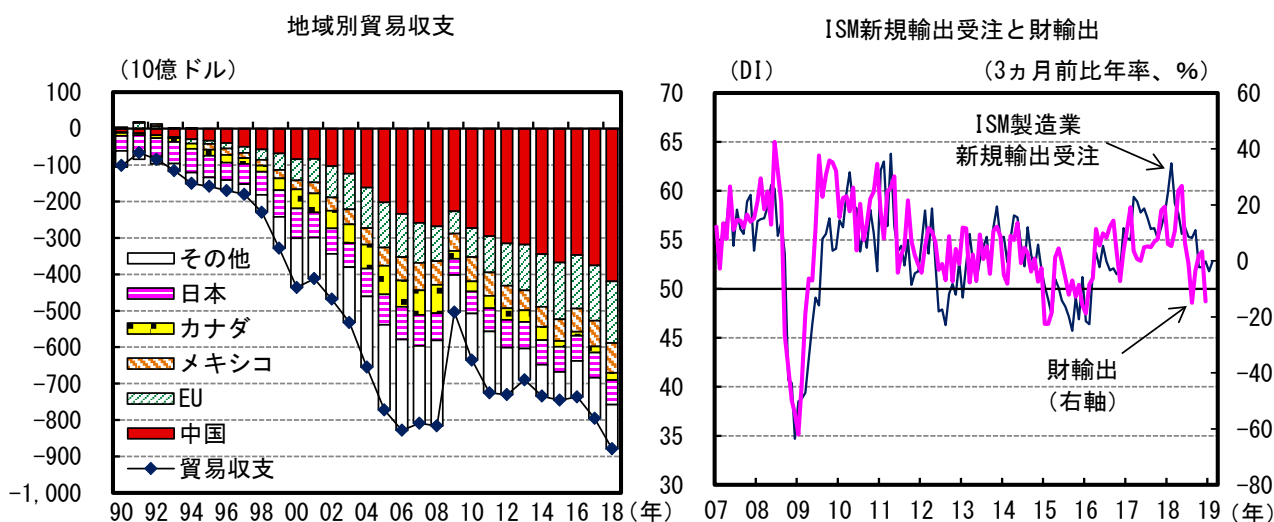
2018年の米国の貿易収支（財、通関ベース）は8,787億ドルの赤字と、前年から赤字額が830億ドル（前年比+10.4%）拡大し、2006年以来12年ぶりに過去最大を更新した。トランプ大統領は2018年以降、貿易赤字の削減を意図して、鉄鋼・アルミ製品や中国からの輸入品に対して追加関税を導入してきたが、そうした意図に反する結果になったと言える。

2018年の貿易収支を輸出入に分けて見ると、輸出が前年から1,178億ドル（前年比+7.6%）増加する一方、輸入が前年から2,008億ドル（同+8.6%）増加している。すなわち、追加関税を導入したにもかかわらず、輸入が輸出以上に増加したことが貿易赤字の拡大の要因となった。輸入が増加した背景としては、世界経済が総じて減速傾向となる中、米国では税制改革の効果などによって内需成長が加速したことや、段階的に追加関税が導入されたことで中国からの駆け込み輸入が発生したことが考えられる。他方、輸出については、報復関税を受けて中国向けの農業製品の輸出が大きく減少したことに加えて、海外経済の減速やドル高によって主力輸出先であるEU、カナダ、メキシコ向けが軒並み年後半にかけて減速している。

しかし、意図に反して貿易赤字が拡大したからと言って、トランプ大統領が保護主義的な通商政策から路線変更するとは考え難い。むしろ、2018年に貿易赤字が拡大した中国やEUに対しては、交渉姿勢が一層厳しくなる可能性すらあろう。2018年から続く中国との交渉においては、早ければ3月中にも開催されると取り沙汰されていた米中首脳会談が、4月以降に後ずれすると報じられており、交渉がさらに長期化する可能性が高まっている。

企業部門、とりわけ製造業では、通商政策を巡る不透明感や輸出の減速がマインド面、実体面での重石となっている。米国経済は、政府閉鎖などから2019年1-3月期は一旦減速する可能性が高い一方で、個人消費を中心に4-6月期には反動による高成長が期待されるが、製造業の停滞が足を引っ張る可能性には注意が必要であろう。

図表1 地域別貿易収支、ISM新規輸出受注と財輸出



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

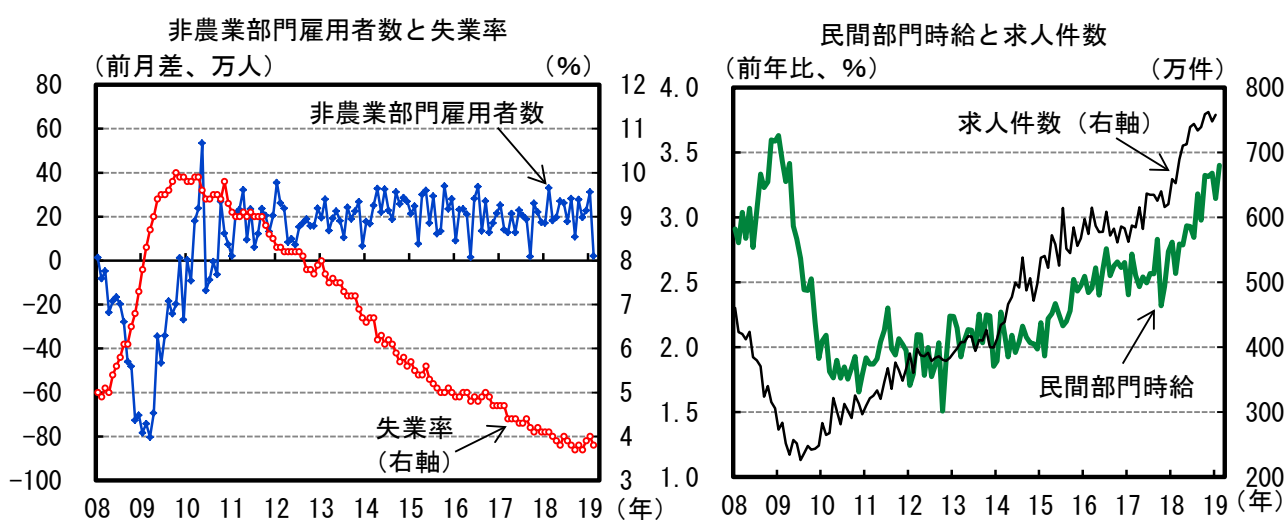
雇用者数の伸びは2月に急減速¹

2019年2月の非農業部門雇用者数は前月差+2.0万人と、ハリケーン被害によって下振れした2017年9月以来の小幅な増加に留まるネガティブな結果であった。内訳を部門別に見ると、民間サービス部門の雇用者数は、小売業や運輸・倉庫業の減少に加え、教育・医療、娯楽サービス業の減速などから、同+5.7万人と2017年9月の減少以降で最も小幅な伸びに留まった。また、生産部門の雇用者数は、建設業での減少を主因に同▲3.2万人と2016年8月以来の減少に転じている。2月は北東部、中西部を中心とした寒波、大雪が経済活動や雇用に影響した可能性はあるが、いずれにせよ総じて振るわない内容であったと言える。

一方、家計調査による2月の失業率は、前月差▲0.2%ptの3.8%となり、事業所調査のネガティブな結果とは対照的に良好な結果となった。失業率の前月からの変化の内訳を見ると、就業者数が同+25.5万人と、事業所調査による雇用者数の減少に反して前月から伸びが加速し、失業率の押し下げに寄与した。1月に政府閉鎖によって失業者としてカウントされていた政府職員などが、政府閉鎖の解除に伴って再び就業者となったことが就業者数の押し上げに寄与したとみられる。同様の理由で、失業者数は同▲30.0万人と2017年9月以来の大幅な減少となった。

また、政府閉鎖が解除された結果、経済的理由によるパートタイム就業者（非自発的パートタイム就業者）は、前月差▲83.7万人と1994年1月以来の大幅な減少となった。この結果、1月に悪化した広義の失業率（U-6）は、同▲0.8%ptと大幅に低下し、7.3%と2001年3月以来の低水準となっている。

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

賃金の動向を見ていくと、2月の民間部門の平均時給は前月比+0.4%と、前月の同+0.1%か

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「米雇用者の伸びは前月比+2.0万人に急減速」(2019年3月11日) 参照。 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20190311_020680.html

ら加速した。前年比ベースの変化率は、前年比+3.4%と直近のピークである同+3.3%（2018年10月～12月）を上回る、2009年4月以来の高さとなっており、労働需給のひっ迫が続く中、賃金上昇ペースの着実な加速が確認されたと言える。ただし、既述のように2月は雇用者数の伸びは急減速しており、業種別に見ても賃金が堅調、雇用者数が軟調という組み合わせが多く確認できる。1月の求人件数は前月比+1.4%の758.1万件と、過去最高に近い水準を維持し、企業の労働需要はなおも旺盛だが、賃金上昇によるコスト増が、今後企業の雇用増加を抑制する要因となる可能性には注意が必要であろう。

1月の小売売上高は力強さに欠ける結果、2月以降の持ち直しに期待

1月の小売売上高（含む飲食サービス）は、前月比+0.2%と3ヵ月ぶりの増加に転じた。前月の大幅な落ち込み（同▲1.6%）から下げ止まる形とはなったものの、増加幅は小幅であり力強さに欠ける結果であったと言える。

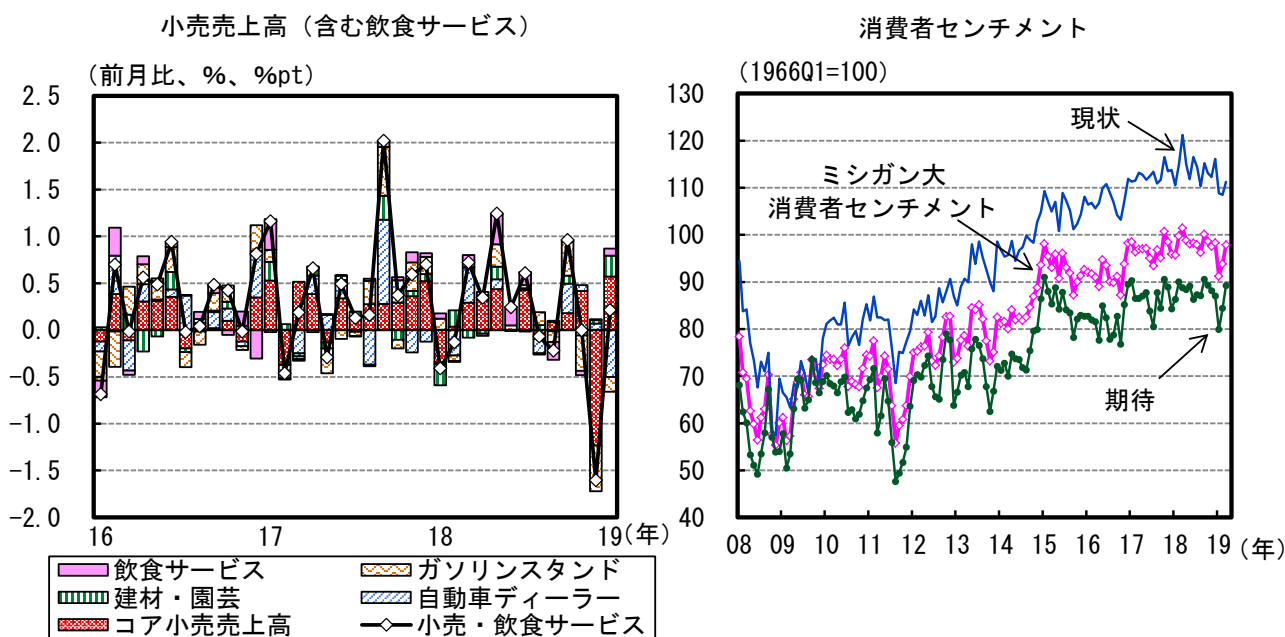
業種別の動向を見ると、1月の売上が増加したのは、無店舗販売（前月比+2.6%）、建材・園芸用品（同+3.3%）、飲食料品（同+1.1%）、一般小売（同+0.8%）、ヘルスケア（同+1.6%）、飲食サービス（同+0.7%）、スポーツ・娯楽用品（同+4.8%）である。2ヵ月連続で増加した建材・園芸用品と飲食サービス以外の業種については、前月の減少から増加に転じる形となったが、前月の減少幅よりも増加幅が大きかったのは飲食料品のみであり、総じて持ち直しの動きが鈍い。また、新車販売が減少する中、自動車・同部品の売上は同▲2.4%と2014年1月以来の大幅な減少となった上、価格下落によってガソリンスタンドは同▲2.0%と3ヵ月連続で減少し、全体の伸びを抑制した。振れの大きい業種を除いたコア小売売上高は同+1.1%と、ヘッドラインに比べて大きな伸びとなったが、前月が同▲2.3%と大きく落ち込んでいたことを踏まえば、やはり物足りない結果である。

1月の小売売上高が低調な結果となった要因としては、まず12月22日からの政府機関の一部閉鎖が1月25日まで続いていたことが考えられる。事後的に給与が支払われることが法案成立によって確約されていたとはいえ、給与未払いが発生したことによって消費行動が制約された政府職員が多くいたとみられる。また、政府閉鎖によって1月からの税還付が平年に比べて大きく遅れたことや、月末に中西部および北東部に記録的な寒波が襲来したことも、1月の個人消費を下押ししたと考えられる。

だが、先行きの好材料として、政府閉鎖などから1月に大きく落ち込んだ消費者マインドに明確に持ち直しの動きが見られている。3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+4.0ptと2ヵ月連続で改善し97.8となった。指数の内訳では現状指数が同+2.7pt、期待指数が同+4.8ptとなり、とりわけ期待指数の持ち直しが顕著である。政府閉鎖を巡る不透明感が払しょくされたことに加えて、年初からの株価上昇が続いていること、さらには期待インフレ率低下による実質所得見通しの改善が、消費者マインドを押し上げたとみられる。1月に軟調な結果となった個人消費も、消費者マインドの改善に沿う形で、2月以降、持ち

直し基調を強めることが期待される。

図表3 小売売上高、消費者センチメント



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

住宅販売の減少が続くが、マインドは下げ止まり

住宅市場の状況に関して、まず販売の動向を確認すると、1月の中古住宅販売は前月比▲1.2%と3ヵ月連続で減少し、年率換算494万戸となった。これは2015年11月以来の低水準であり、中古住宅販売は減少傾向が続いている。北東部での増加によって集合住宅の販売が同+3.6%と3ヵ月ぶりの増加に転じたものの、主力の一戸建てが同▲1.8%減少したことが全体を押し下げた。また、1月の新築住宅販売は同▲6.9%減少し、年率換算60.7万戸となった。新築住宅販売は2018年11月、12月と増加が続き減少基調に歯止めが掛かるかにみえたが、再び減少に転じ、持ち直しの動きが一服する形となった。

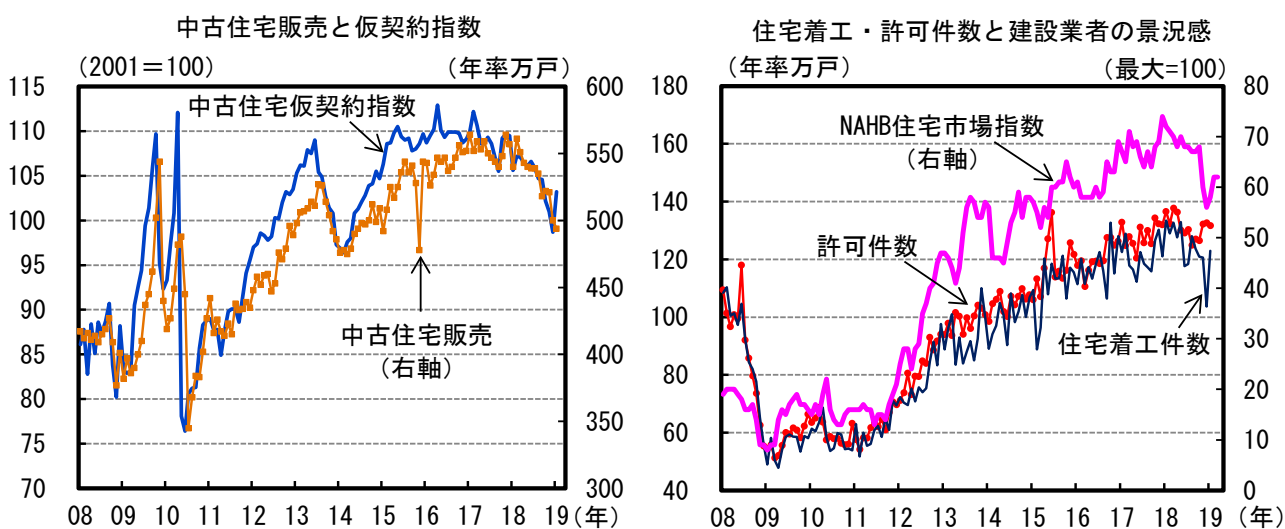
中古住宅販売を公表するNAR（全米リアルター協会）のコメントによれば、1月は金利低下が住宅市場の追い風となったものの、とりわけ低価格帯の物件供給が不足したことが販売低迷に繋がったと指摘されている。また、1月は政府閉鎖による住宅ローン審査手続きの遅れや、月末の記録的な寒波も販売の減少に繋がったとみられる。

だが、2018年から悪化が続いてきた住宅市場では徐々に改善の兆しが見られている。中古住宅販売の先行指標となる仮契約指数の1月分は前月比+4.6%と7ヵ月ぶりの上昇に転じ、減少が続く中古住宅販売の底打ちを示唆している。また、1月の新築住宅着工は同+18.6%と大幅に増加し、年率換算123.0万戸となった。12月の住宅着工は先行指標である建設許可件数から大きく下振れしていたため、下振れからの揺り戻しによって1月は大きく増加したとみられる。1月の建設許可件数は前月比▲0.7%と3ヵ月ぶりの低下に転じているものの、年率換算131.7万

戸となおも新築住宅着工を上回っており、住宅着工は短期的にはもう一段の増加が見込まれる。

住宅建設業者のマインドである NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数の3月分は、内訳の「見込み客の動向」が前月差▲4pt 低下する一方で、「販売の現状」が同+2pt、「販売の半年先見通し」が同+3pt 改善し、指数全体では前月から横ばいとなった。2018 年末の急低下以前と比べると低水準ながらも、住宅建設業者の需要見通しは悪化傾向に歯止めが掛かっており、NAHB は春以降の販売に関して強気な見方を示している。住宅ローン金利の低下と、在庫調整による住宅価格の上昇ペース鈍化によって、家計の住宅所得能力は改善しつつあり、減少が続いてきた住宅販売が持ち直しに向かう可能性は高まっている。

図表 4 中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



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

製造業のマインド悪化が続く一方、非製造業のマインドは高水準維持

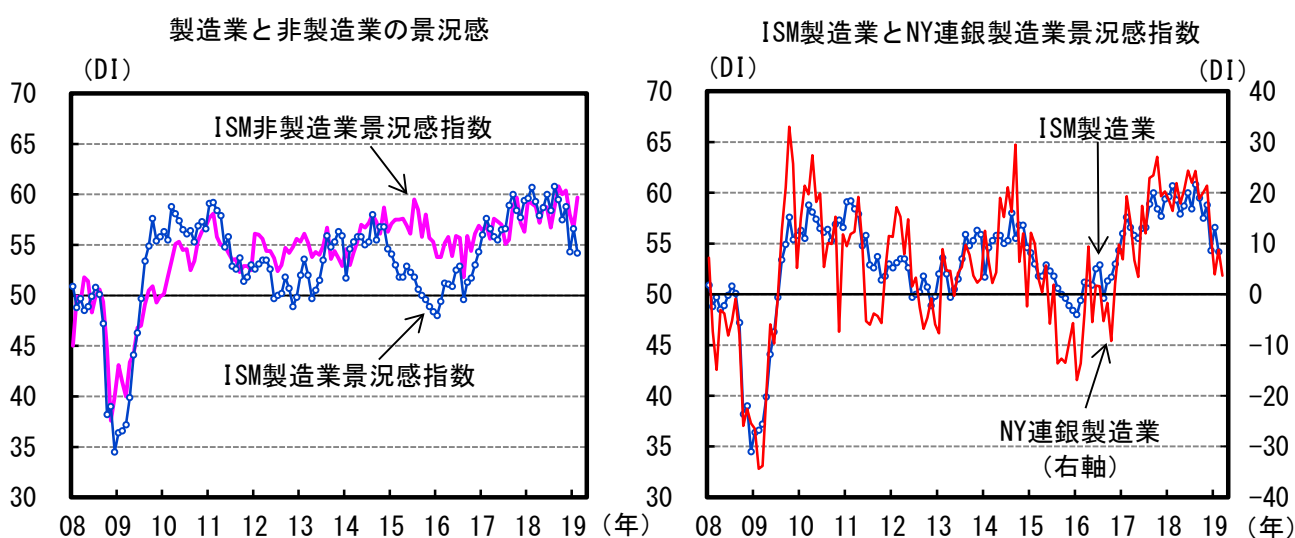
企業部門の動向に関して、企業マインドの状況を確認すると、2月のISM製造業景況感指数は前月差▲2.4%pt 低下の54.2%となった。指数は依然として基準となる50%を上回りつつも、2016年11月以来の低さとなり、製造業のマインドは悪化傾向が続いている。指数の内訳を見ると、在庫指数が2ヵ月連続の上昇となったものの、在庫指数以外の4系列が前月から悪化し、とりわけ前月に大きく改善した生産指数が同▲5.7%pt と大幅に落ち込んだ。

一方で、2月のISM非製造業景況感指数は、前月差+3.0%pt 上昇し、59.7%となった。内訳では雇用指数が同▲2.6%と低下したが、事業活動指数、新規受注指数、入荷遅延指数の3系列が前月から改善した。新規受注が同+7.5%pt と2009年4月以来の大幅な改善となったことに加え、事業活動指数も同+5.0%pt と大きく改善し、このところの減速から持ち直す形となっている。また、2018年4月以来で、非製造業の18業種全てで拡大が報告されていることから、非製造業のマインドの底堅さが確認できる。

2月の企業マインドは製造業と非製造業で明暗が分かれる形となったが、その大きな要因と考えられるのは、外需依存度が相対的に高い製造業では海外経済の減速や関税など、貿易による悪影響をより大きく受けていることであろう。ISMレポートの回答企業によるコメントを見ると、関税を懸念する声は、製造業だけでなく非製造業からも聞かれる。だが、非製造業は輸出入の変動が直接的に収益に与える影響が小さいため、相対的にマインドの堅調さを維持していると考えられる。

通商政策を巡る不透明感や海外経済の減速懸念は払しょくされておらず、製造業の景況感は今後一層弱含む可能性があるだろう。実際、3月上旬までの動向を含む、3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▲5.1ptと2ヵ月ぶりに低下し、2017年5月以来の低水準となった。一方で、非製造業については、貿易による影響を受けづらい分、下振れのリスクは製造業に比べて小さいとみられる。2018年に景気を押し上げた税制改革の効果の剥落などから、非製造業でも景況感が減速する可能性は高まっているが、製造業と非製造業の景況感格差は今後一層拡大する可能性がある。

図表5 製造業と非製造業の景況感、ISM製造業とNY連銀製造業景況感指数



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

鉱工業生産指数は上昇に転じるも、製造業は軟調

企業の実体面に関して、2月の鉱工業生産指数は、前月比+0.1%と2ヵ月ぶりの上昇に転じた。ただし、押し上げに寄与したのは、気温低下によって公益部門が同+3.7%と大きく上昇したことと、鉱業が同+0.3%上昇したことである。製造業については同▲0.4%と2ヵ月連続で低下しており、マインド統計と同様に冴えない結果となった。

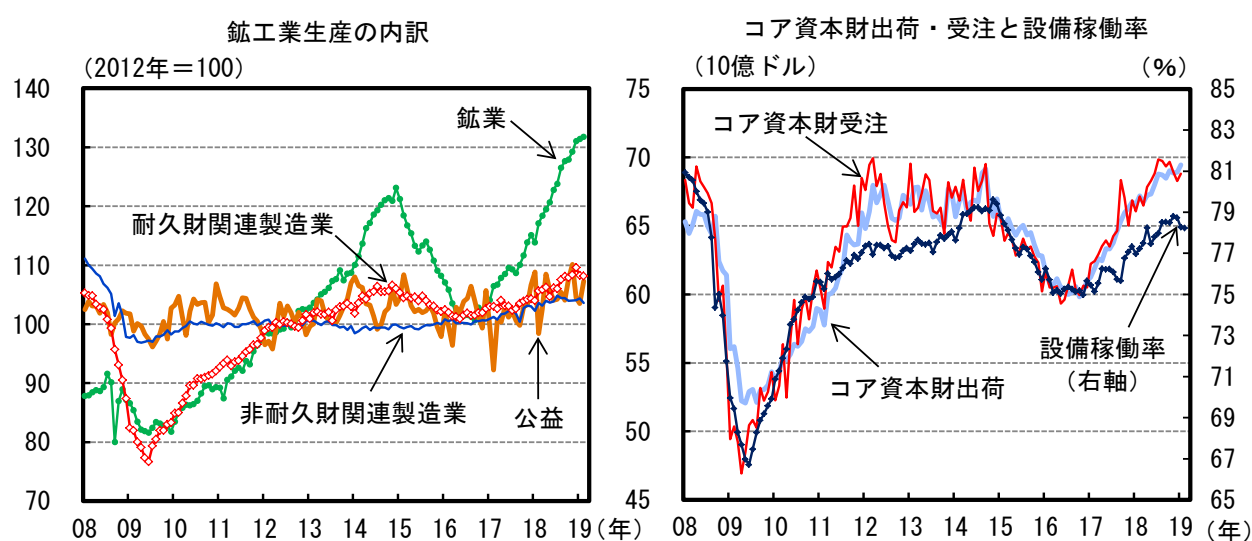
製造業の内訳を見ると、耐久財関連製造業は前月比▲0.1%、非耐久財関連製造業は同▲0.7%と双方が前月から低下し、個別業種ごとに見ても幅広い業種で生産が低下している。低下幅が大きかった非耐久財関連製造業では、石油・石炭製品が同▲5.2%と落ち込んだ他、化学(同▲

0.6%)、印刷(同▲1.5%)などの低下が全体を押し下げた。耐久財関連製造業では、機械(同▲1.9%)、非金属鉱物(同▲2.1%)、電気機械(同▲0.5%)などの減少が全体の低下に寄与した。また、自動車・同部品は同▲0.1%と小幅な低下に留まったものの、1月に同▲7.6%と大きく低下しており、低迷が続く結果となった。他方、コンピューター・電子機器は同+1.4%と2ヵ月ぶりの上昇に転じたことに加え、航空・その他輸送用機器が同+1.1%と増加基調を維持したことが全体を下支えし、耐久財関連製造業全体としても低下幅は小幅に留まった。

鉱工業生産指数は前月から上昇したものの、生産能力の上昇(前月比+0.2%)を下回ったことから、2月の鉱工業稼働率は前月から▲0.1%pt低下の78.2%となった。稼働率の低下は3ヵ月連続と、このところ上昇傾向が足踏みし、長期平均(1972-2018年平均:79.8%)を下回っての推移が続いている。過去の設備投資の結果、このところ生産能力の上昇ペースが加速していることもあり、能力増強を目的とした設備投資の増勢は今後鈍化する可能性が高まっている。

設備投資の動向に関して、機械投資の先行指標となるコア耐久財受注の1月分は前月比+0.8%と3ヵ月ぶりの上昇に転じつつも、2018年半ばをピークとした停滞から脱しているとはいえない。1月のコア耐久財出荷は同+0.8%と2ヵ月連続で増加し、足下まで増加基調を維持しているが、今後頭打ちとなる可能性に注意が必要と考えられる。

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10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.6%と、前期から減速しつつも2%程度とみられる潜在成長率を上回る堅調な伸びとなった²。個人消費が同+2.8%と底堅い伸びとな

² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「米GDPは減速も、市場予想から上振れ」(2019年3月1日)参照。 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20190301_020668.html

ったことに加え、設備投資が同+6.2%と前期から加速したことが押し上げに寄与した。

先行きに関して、足下までの経済指標を踏まえると、2019年1-3月期は政府閉鎖や悪天候によって個人消費が減速する可能性が高く、実質GDP成長率全体でも前期から減速する公算が大きい。一方、消費者マインドの持ち直しなどを踏まえれば、個人消費は4-6月期には再加速する可能性が高いだろう。また、減少が続く住宅投資についても、金利低下などによって減少ペースが縮小すると見込まれ、4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2%台後半の高めの成長を見込む。その後、7-9月期以降は潜在成長並みの成長に回帰するという見通しに変更はなく、暦年ベースの成長率見通しは、2019年、2020年ともに従来見通しを据え置く。

金融政策に関して、2019年後半に利上げサイクル再開という見方に変更はないが、今回の利上げタイミングは、反発が見込まれる4-6月期GDP統計の公表後³、かつFOMC参加者による経済見通しが公表される2019年9月へと、従来予想の6月から変更する。

図表7 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	2.2	4.2	3.4	2.6	2.0	2.7	2.2	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5				
〈前年同期比、%〉	2.6	2.9	3.0	3.1	3.0	2.6	2.4	2.2	2.2	1.9	1.8	1.7	2.2	2.9	2.6	1.9
個人消費	0.5	3.8	3.5	2.8	1.7	2.7	2.3	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	2.5	2.6	2.6	2.1
設備投資	11.5	8.7	2.5	6.2	4.1	4.8	4.3	4.0	3.4	2.9	2.6	2.2	5.3	7.0	4.7	3.4
住宅投資	-3.4	-1.3	-3.6	-3.5	-5.6	-2.2	0.7	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2	3.3	-0.2	-2.8	1.1
輸出	3.6	9.3	-4.9	1.6	2.8	2.2	2.3	2.5	2.8	2.7	2.4	2.3	3.0	3.9	1.8	2.5
輸入	3.0	-0.6	9.3	2.7	2.2	1.5	2.3	3.4	3.1	3.1	3.0	2.9	4.6	4.6	2.9	2.9
政府支出	1.5	2.5	2.6	0.4	2.4	1.3	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	-0.1	1.5	1.5	0.7
国内最終需要	1.9	4.0	2.9	2.6	1.9	2.6	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7	2.5	2.9	2.5	2.0
民間最終需要	2.0	4.3	3.0	3.1	1.8	2.9	2.6	2.4	2.2	2.1	2.0	1.9	3.0	3.2	2.7	2.3
鉱工業生産	2.5	5.2	4.9	4.6	0.5	4.1	1.4	2.3	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6	4.1	2.9	2.1
消費者物価指数	3.2	2.1	2.0	1.5	0.6	2.4	2.4	2.6	2.4	2.3	2.4	2.4	2.1	2.4	1.7	2.4
失業率(%)	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.7	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	4.4	3.9	3.8	3.6
貿易収支(10億ドル)	-156	-137	-161	-166	-166	-166	-167	-170	-171	-173	-174	-176	-552	-621	-669	-695
経常収支(10億ドル)	-122	-101	-125	-132	-132	-133	-135	-138	-143	-148	-154	-160	-449	-480	-537	-604
FFレート(%)	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.75	2.75	2.75	3.00	3.00	3.00	1.50	2.50	2.75	3.00
2年債利回り(%)	2.16	2.47	2.67	2.80	2.51	2.48	2.57	2.76	2.76	2.83	3.02	3.01	1.40	2.53	2.58	2.91
10年債利回り(%)	2.76	2.92	2.93	3.03	2.67	2.62	2.69	2.86	2.84	2.90	3.07	3.04	2.33	2.91	2.71	2.96

(注1) 網掛けは予想値。2019年3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

³ 2019年4-6月期GDP統計は2019年7月26日公表予定。