

2019年5月24日 全10頁

米国経済見通し 貿易摩擦下での構造変化

追加関税の拡大によってサプライチェーンの再編が加速する可能性

経済調査部
シニアエコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 米中間の通商協議は深刻化、長期化の様相を呈している。トランプ政権は、昨年12月から延期されてきた2,000億ドル規模の輸入品に対する追加関税率の引き上げ（10%→25%）を5月10日から実施し、さらに現在中国に対して追加関税を課していない輸入品、およそ3,000億ドル規模に対する追加関税第4弾実施に向けた手続きを開始した。
- 5月10日からの追加関税率が引き上げられた中国製品の輸入金額が米国全体の輸入金額に占める割合は8.4%であり、15%ptの関税率の引き上げを単純に計算すれば輸入コストを1.3%程度押し上げることになる。また、仮に追加関税第4弾が実施されれば、輸入コストはそこからさらに2.6%程度押し上げられると試算される。
- ただし、中国への追加関税が導入された2018年以降、中国からの主力輸入品であるコンピューター・電子部品の輸入が減少する一方、ベトナム、台湾からの輸入が急増している。また、2018年以降、輸入浸透度も低下傾向にあり、企業はサプライチェーンの再編によって、追加関税によるコスト増を軽減していることが示唆される。今回の追加関税率の引き上げは、こうした企業によるサプライチェーン再編の動きを一層加速させる可能性が高い。

中国との交渉は決裂、追加関税第 4 弾の検討本格化

米中間の通商協議は深刻化、長期化の様相を呈している。5月9、10日にワシントンで開催された米中閣僚級による会合では、直前まで政府高官が合意に向けて楽観的な見方を示していたにもかかわらず、合意に至らなかった。この結果、昨年12月から延期されてきた2,000億ドル規模の輸入品（5,745品目）に対する追加関税率の引き上げ（10%→25%）が、5月10日から実施されることとなった。また、米国の措置に対し、中国は対抗措置として、現在5%～10%に設定されている600億ドル規模の米国からの輸入品に対する追加関税率を、6月1日以降、最大25%まで引き上げることを決定した。

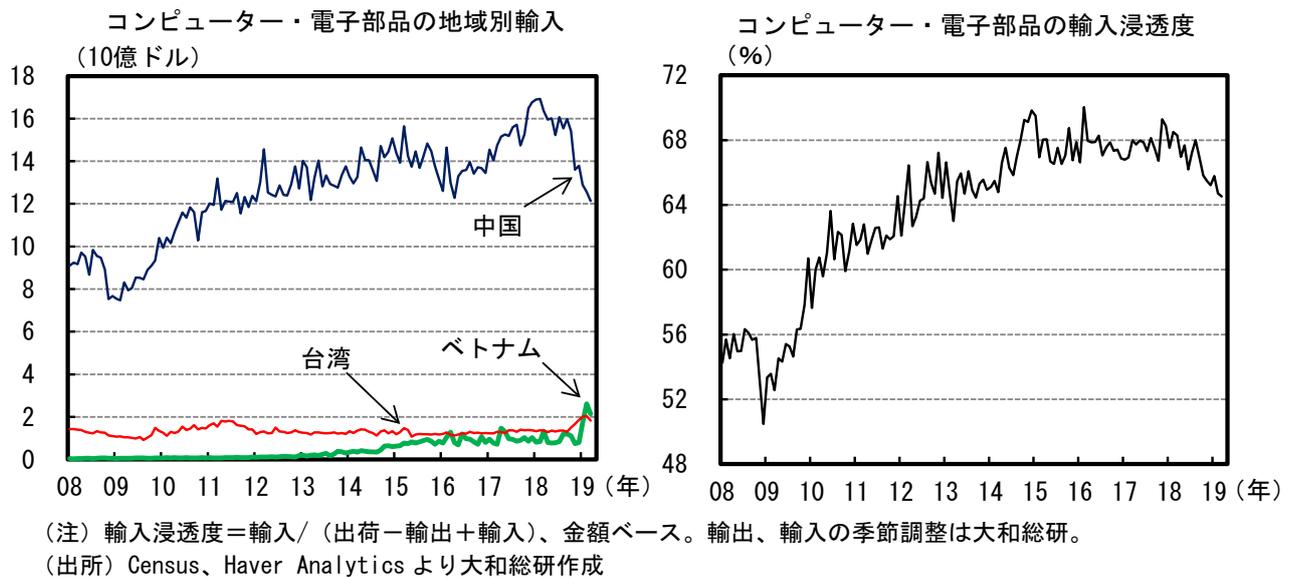
さらにトランプ政権は、現在中国に対して追加関税を課していない輸入品、およそ3,000億ドル規模に対する追加関税第4弾実施に向けた手続きを開始し、USTR（米国通商代表部）は、追加関税の対象となる品目リスト案（3,805品目）を公開した。最終的な対象品目などの詳細については、6月中旬に開催される公聴会、パブリックコメント等を経て決定されことになるが、ムニューシン財務長官は5月22日時点で、30～45日後に追加関税を発動させる予定であると表明している。米国側としては、6月28～29日に開催されるG20大阪サミットまでに追加関税第4弾発動の準備を整え、そこで開催が予定される米中首脳会談において、中国からの譲歩を引き出す狙いがあるとみられる。だが、追加関税率の引き上げに加えて、トランプ大統領が中国通信機器大手ファーウェイ社およびその関連会社への輸出を事実上禁止する規制を導入したことで米中間の対立は一層激化しており、現状、追加関税第4弾の発動が回避される可能性は低い。

貿易摩擦再燃による追加関税の拡大は、米国企業、家計の負担増となり、米国経済にとってネガティブな影響を及ぼすことになりそう。5月10日からの追加関税率が引き上げられた中国製品の輸入金額は2018年時点で2,129億ドル、米国全体の輸入金額に占める割合は8.4%であり、15%ptの関税率の引き上げを単純に計算すれば輸入コストを1.3%程度押し上げることになる。また、仮に追加関税第4弾が実施されれば（全品目に25%の追加関税を想定）、輸入コストはそこからさらに2.6%程度押し上げられると試算される。

だが、現実の輸入コストの変化はこうした単純な税率の変更のみでは測れない。なぜなら、関税をコストとして負担する企業は、追加関税によるコスト増を軽減するため、調達先を中国以外の地域に変更することを検討する可能性が高いからである。

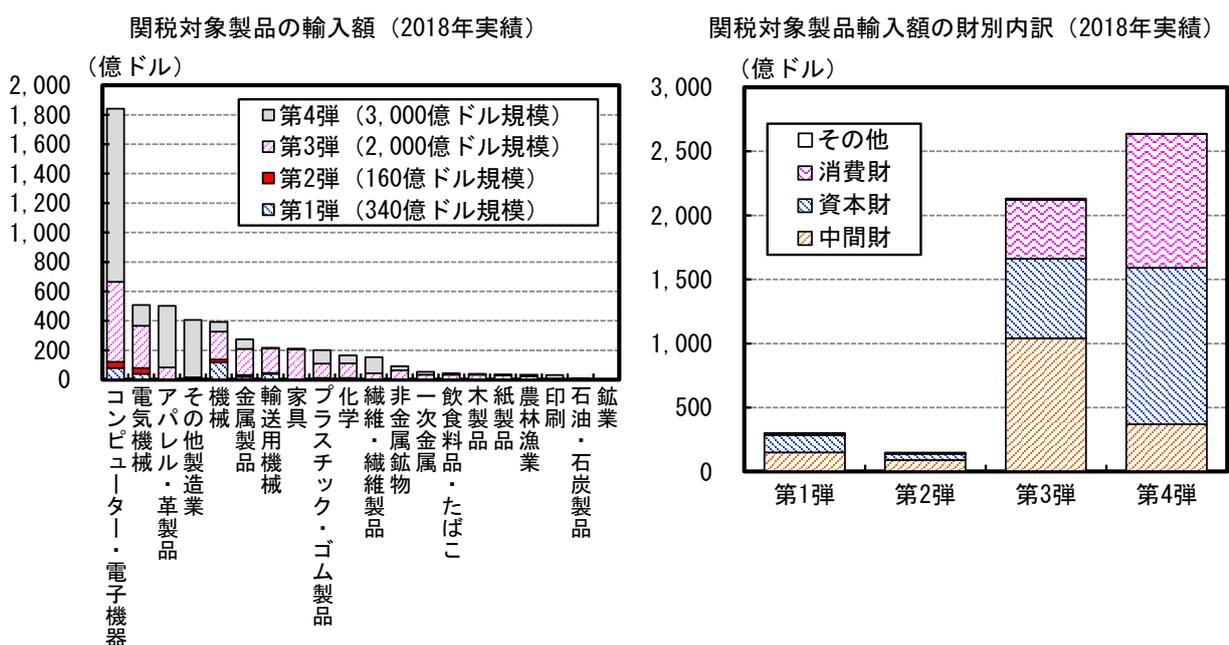
実際、足下までの中国からの輸入の動向を確認すると、中国への追加関税が導入された2018年以降、主力輸入品であるコンピューター・電子部品を中心に減少傾向となる一方で、コンピューター・電子部品についてはベトナム、台湾からの輸入が急増している。また、同製品では2018年以降、輸入浸透度も低下傾向にあり、米国内での生産・調達の割合が上昇していることも示唆される。今回の追加関税率の引き上げは、こうした企業によるサプライチェーン再編の動きを一層加速させる可能性が高い。当然ながら、サプライチェーンの再編には金銭的・時間的なコストがかかるものの、中国への追加関税率の引き上げによる影響はこうした企業努力によって軽減されることが期待される。

図表1 コンピューター・電子部品の地域別輸入、輸入浸透度



ただし、現在検討中の追加関税第4弾が実施された場合、追加関税第3弾までに比べて、サプライチェーンの再編にかかるコストが大きくなるとみられ、短期的な影響は免れないだろう。これまでの追加関税では、対象品目の選定の際に、米国経済への影響が小さくなるよう配慮されてきた。だが、追加関税第4弾では、これまで課税が回避されてきた携帯電話機など、中国からの輸入に対する依存度が高い製品も追加関税の対象となる。また、これまでの追加関税が中間財、資本財中心であったのに対し、追加関税第4弾は、関税対象品目のおよそ4割が消費財となるため、家計部門への悪影響の広がりを警戒する必要があるだろう。

図表2 対中追加関税対象製品の輸入額、財別内訳

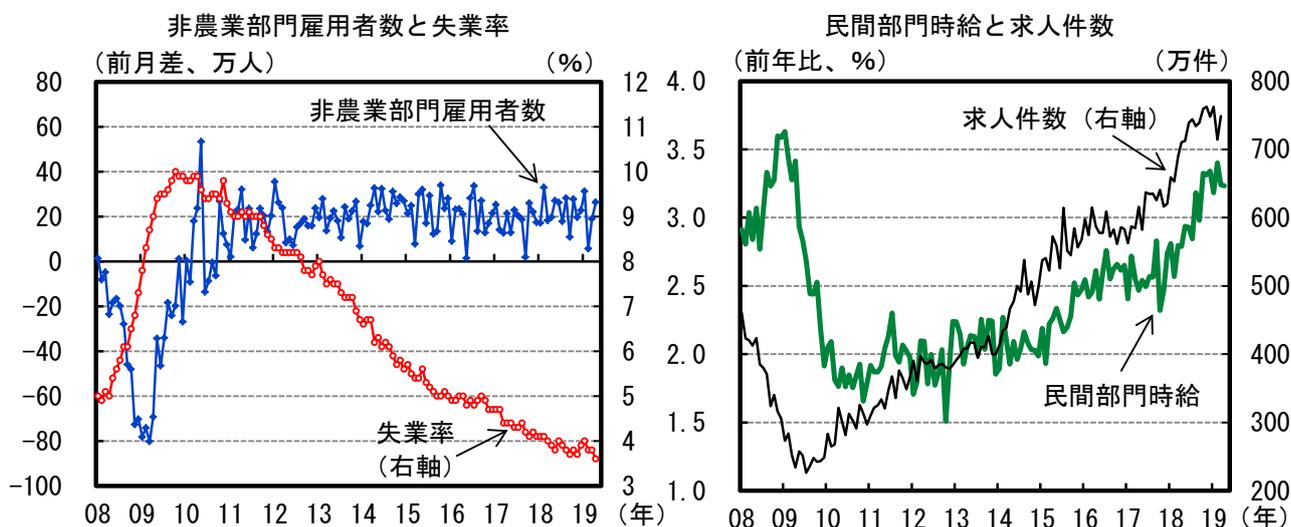


4月の雇用者数は堅調、失業率は49年ぶりの低水準に¹

2019年4月の非農業部門雇用者数は前月差+26.3万人と力強く増加した。雇用者数の増加ペースが2月に急減速したことで景気減速への懸念が高まっていたが、2ヵ月連続で増加幅が拡大し、そうした懸念を払拭する結果であったと言える。内訳を部門別に見ると、民間サービス部門（同+20.2万人）、生産部門（同+3.4万人）の双方で前月から増加幅が拡大しており、内容も総じて良好である。民間サービス部門においては、専門・企業向けサービス業、教育・医療、娯楽サービス業などで雇用者数が増加し、生産部門では建設業が好調だった他、製造業の雇用者数も小幅ながら前月から増加した。

また、家計調査による4月の失業率は前月差▲0.2%pt低下し3.6%となった。失業率の水準は直近のボトムである3.7%（2018年9月、11月）を下回り、1969年12月以来となる歴史的な低水準を記録した。ただし、失業率変化の内訳を見ると、失業率は前月から低下しつつも内容は良くない。失業者数は同▲38.7万人と前月から大きく減少したが、就業者数は同▲10.3万人と2ヵ月連続で減少し、失業率の押し上げに寄与した。他方で、非労働力人口が同+64.6万人と大幅に増加しており、労働市場からの退出が失業率低下の主な要因となった。労働参加率は同▲0.2%pt低下の62.8%となっており、失業率の低下を過度にポジティブに評価すべきではないだろう。

図表3 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

労働市場を取り巻く環境に関して、ISM景況感指数などに見る企業マインドは、製造業を中心に減速傾向が続いている。しかし、指数の水準自体は依然として決して低いわけではなく、雇用者数の急減速を懸念するような状況ではない。実際、3月の求人件数は前月比+4.8%増加の

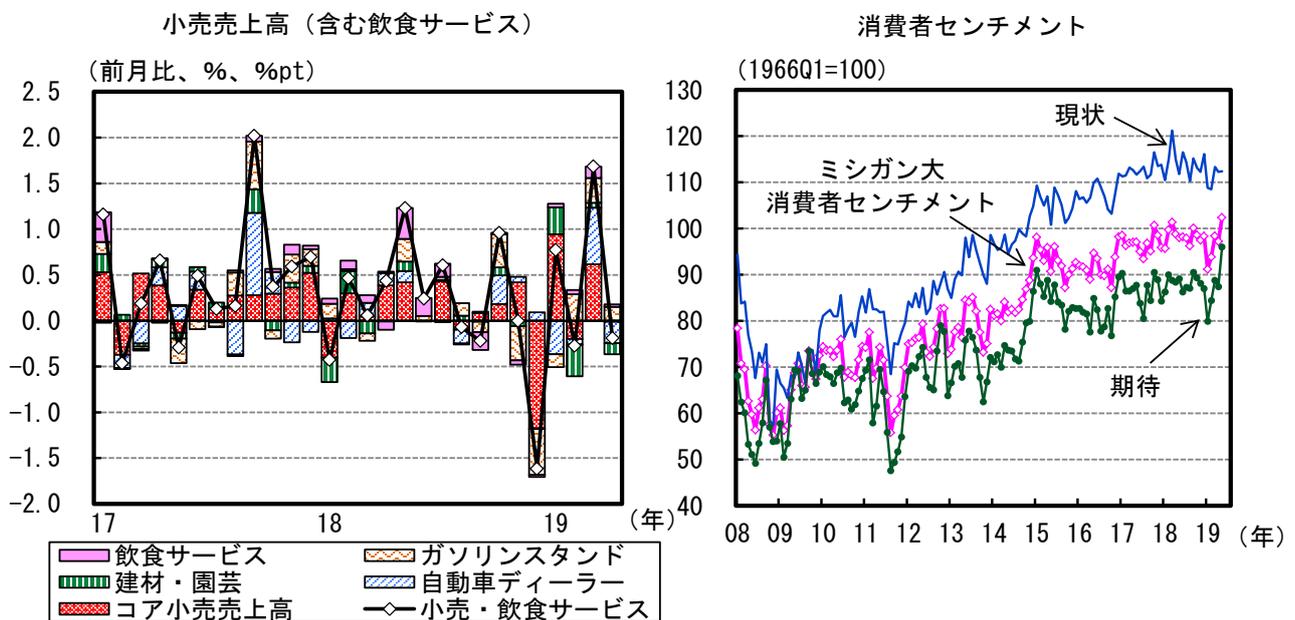
¹ 大和総研 経済調査部 橋本政彦「米雇用者数は+26.3万人と想定を上回る伸び」（2019年5月7日）参照。
https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20190507_020776.html

748.8万人と、大きく落ち込んだ2月から反発し、引き続き過去最高に近い水準を保っている。企業による旺盛な労働需要が続く中、雇用者数は先行きも緩やかな増加基調が続くと見込まれる。むしろ、ISMレポートやページブックなど企業からの定性的なコメントにおいては、非製造業を中心に人手不足に対する懸念が広く指摘されており、労働供給不足が雇用増加や企業活動拡大のボトルネックとなる可能性がある。賃金についても、4月は前年比+3.2%と前月並みの伸びとなり、落ち着いたペースでの推移が続いているが、労働需給面での上昇圧力は強い状況が先行きも続く見通しである。

4月の小売売上高は冴えない結果だが、5月以降の持ち直しに期待

個人消費の足下までの動向を確認すると、4月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比▲0.2%と2ヵ月ぶりの減少に転じた。また、振れが大きい業種（自動車、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス）を除く、コア小売売上高も同▲0.0%とわずかながら減少しており、総じて軟調な結果であった。ただし、4月の小売売上高の減少は、3月の大幅な増加（小売売上高：同+1.7%、コア小売売上高：同+1.1%）からの反動とみられ、改善は一服しつつも、均してみれば昨年末の落ち込みからの回復トレンド上での動きと言える。

図表4 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、Haver Analytics より大和総研作成

4月の小売売上高の内訳を業種別に見ると、新車販売の減少を受け、自動車・同部品の売上が前月比▲1.1%減少したことが全体の押し下げに最も大きく寄与した。また、建材・園芸（同▲1.9%）、家電量販店（同▲1.3%）の減少幅が相対的に大きい。この他、衣服・宝飾品（同▲0.2%）、ヘルスケア（同▲0.2%）、無店舗販売（同▲0.2%）でも前月から売上が減少したが、これらの業種はいずれも前月の増加に比べて小幅な減少に留まった。一方、ガソリンスタンド

(同+1.8%) が価格上昇を受けて 3 ヶ月連続で売上が増加した他、百貨店などを含む一般小売(同+0.2%)、飲食料品(同+0.2%)、飲食サービス(同+0.2%)で売上が増加した。

一方、消費者マインドに関して、5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+5.2pt 上昇の 102.4pt となり、2004年1月以来の高水準を記録した。構成指数のうち、現状指数が同+0.1pt とほぼ横ばいに留まる一方で、期待指数が同+8.6pt と 2011年12月以来の大幅な改善となり全体を押し上げた。2018年末から 2019年初にかけて弱含んでいた消費者マインドが、ここに来て再び非常に高い水準となっていることは、個人消費をサポートする大きな要因となろう。

ただし、ミシガン大学が指摘するように、5月の消費者センチメントの調査期間は5月15日までであり、中国への追加関税率の引き上げや、それに対する報復関税の影響が十分に織り込まれていない可能性が高い。個人消費の裏付けとなる雇用・所得環境は堅調な改善が続いており、中国との貿易摩擦再燃が消費者マインドを腰折れさせるとは考え難いが、さらなる改善が続くにはハードルは高い。

金利低下を背景に住宅市場の持ち直しが継続

住宅市場の動向に関して、4月の中古住宅販売は前月比▲0.4%減少し、年率換算 519 万戸となった。集合住宅については同+5.6%と増加に転じたものの、一戸建ての販売が同▲1.1%と 2 ヶ月連続で減少し全体を押し下げた。中古住宅販売全体としても、2 ヶ月連続で減少しており期待外れの結果であったと言えるが、これは 2月の大幅な増加からの揺り戻しとみられる。販売水準は 2019年1月のボトムをなおも上回っていることに加え、中古住宅販売の先行指標である仮契約指数の3月分は同+3.8%増加しており、中古住宅販売は金利低下を背景に持ち直しの動きが続いていると判断できよう。

また、4月の新築住宅販売は前月比▲6.9%と大きく落ち込む結果となったが、1月から3月まで高い伸びが続いてきたことと併せて考えれば、こちらも決して悲観的になるような結果ではない。販売水準は年率換算 67.3 万戸と、直近のボトムである 2018年末に比べて 2割程度高く、今回の景気拡大期における最高値に近い水準を維持している。

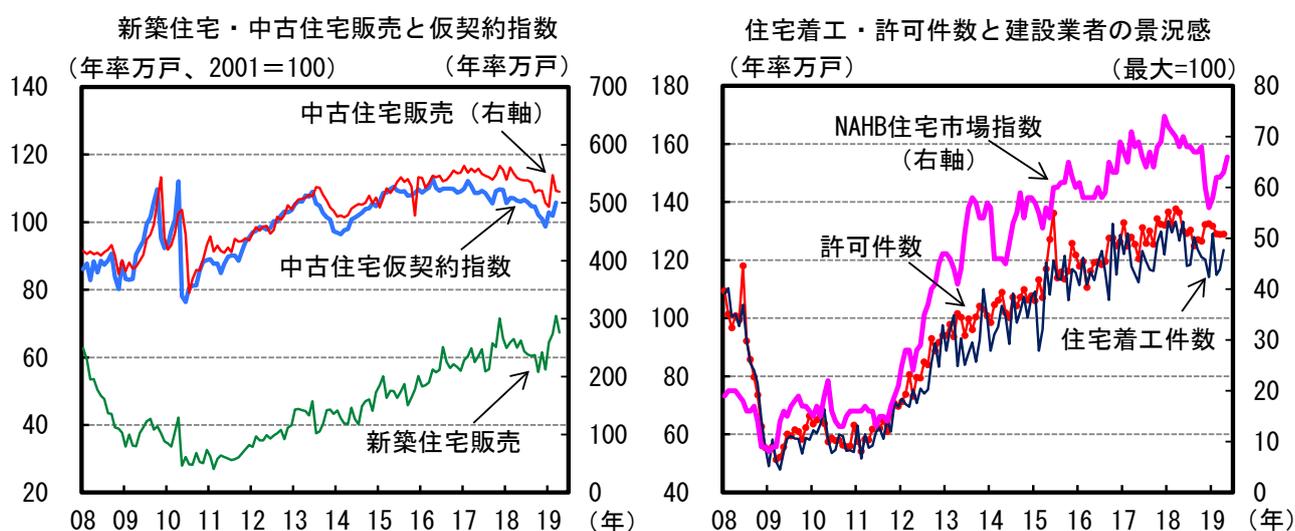
販売に持ち直しの動きが見られる中、住宅着工についても 2018年初からの減少傾向には歯止めが掛かりつつある。4月の新築住宅着工は前月比+5.7%と 2 ヶ月連続で増加、年率換算 123.5 万戸と好調な結果となった。一戸建ての着工が同+6.2%増加したことに加え、集合住宅の着工も北東部での急増を主因に同+4.7%と 3 ヶ月連続で増加した。さらに住宅着工の先行指標である建設許可件数も4月は同+0.2%増加の年率換算 129.0 万戸と、着工を上回る水準での推移が続いており、着工の更なる持ち直しを示唆する。

以上のように、住宅市場では 2019年に入って明るい兆しが見られ始めており、先行きも雇用者数の増加や低金利などを背景に、持ち直しが続くことへの期待が高まっている。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5月分は、前月差+3pt と 2

ヵ月連続で上昇し、2019年に入ってからの持ち直しが継続する形となった。指数の内訳を見ると、「販売の現状」が同+3ptと5ヵ月連続で上昇したことに加え、「見込み客の動向」が同+2pt、「半年先の販売見通し」は同+1pt 上昇と、住宅建設業者の需要見通しは明るさを増している。

もともと、住宅市場においては、資材価格上昇や建設用地、人手不足など供給面での問題点が指摘されていることには注意を要する。供給制約によって、足下で落ち着きつつある住宅価格の上昇ペースが再加速すれば、販売の増加ペースは抑制されることになるだろう。

図表5 新築住宅・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

企業マインドは軟化傾向、製造業と非製造業で異なる悪化要因

企業マインドの状況を確認すると、4月のISM製造業景況感指数は前月差▲2.5%ptと2ヵ月ぶりに低下し52.8%となった。基準となる50%を依然として上回っているものの、指数の水準は2016年10月以来の低さとなり、製造業マインドは軟化傾向が続いている。4月の結果に関して内訳を見ると、新規受注指数、雇用指数、生産指数の3系列が前月から低下、とりわけ新規受注指数が同▲5.7%ptと大きく悪化し全体を大きく押し下げた。入荷遅延指数、在庫指数の2系列については前月から改善したが、在庫指数の上昇については、新規受注、生産の低下と合わせて考えると意図せざる在庫増の可能性があり、ポジティブな内容とは言い難い。

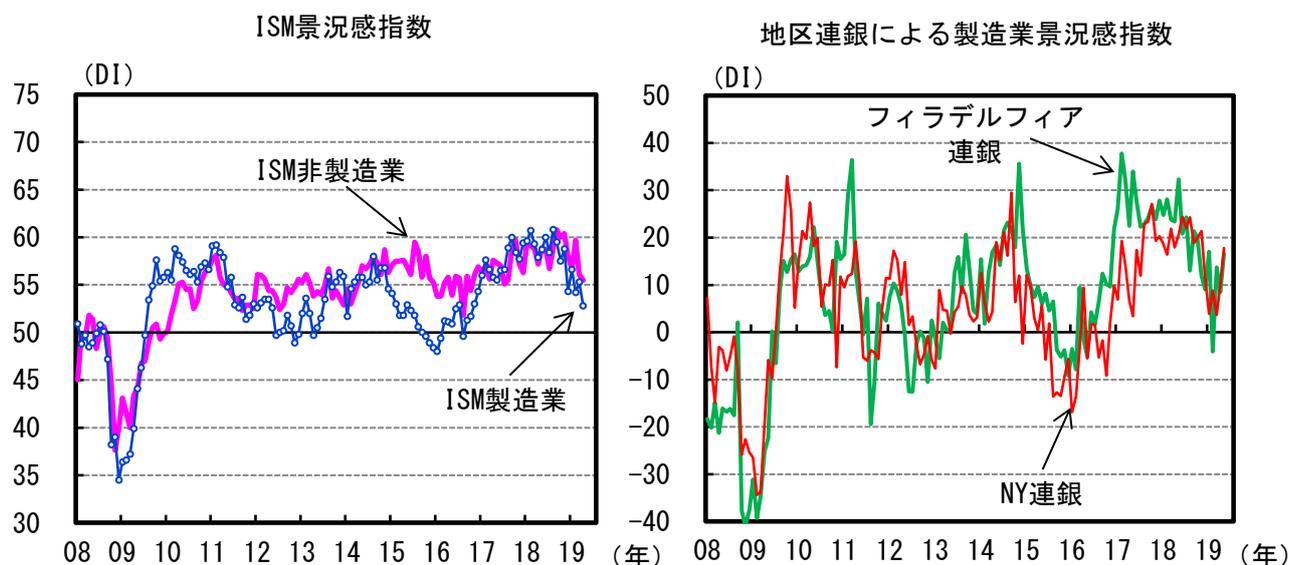
また、4月のISM非製造業景況感指数は前月差▲0.6%ptの55.5%となり、こちらも小幅ながら前月から低下した。雇用指数が同▲2.2%ptと低下したことが主な押し下げ要因となった他、入荷遅延指数、新規受注指数が2ヵ月連続で低下した。事業活動指数については2ヵ月ぶりの上昇に転じているものの、前月の大幅な低下に比べて上昇幅は小さく力強さに欠ける。

4月は製造業、非製造業ともにマインドが悪化する結果となったが、回答企業によるコメントを見ると、悪化の要因が両者で異なる。製造業では、米国南部のメキシコとの国境に関する懸

念が多く見られたのが4月の大きな特徴である。トランプ大統領がツイッターで示唆した国境の閉鎖は回避されたものの、3月29日に国土安全保障省は南部国境が緊急事態にあるとの声明を発表し、これによって通関や出入国手続きの遅れが発生していることが、製造業マインドを大きく悪化させた。また、追加関税に対する懸念も製造業においては根強い。一方、非製造業では国境問題や関税への言及は少なく、人手不足やそれに伴う人件費負担の増加が懸念材料として多く挙げられている。

5月以降の状況に関して、5月のNY連銀、フィラデルフィア連銀による製造業景況感指数はいずれも前月から改善し、製造業マインドの持ち直しを示唆する結果となった。ただし、既述した消費者マインドと同様に、これらの調査結果には中国との貿易摩擦再燃の影響はほとんど織り込まれていない²。とりわけ製造業では関税への関心が高い状況が続いており、先行きについては慎重に見るべきであろう。

図表6 ISM景況感指数、地区連銀による製造業景況感指数



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

鉱工業生産指数は2ヵ月ぶりに低下、低下傾向が続く

企業の実体面に関して、4月の鉱工業生産指数は前月比▲0.5%低下した。鉱工業生産指数は2019年に入ってからの4ヵ月間のうち、3ヵ月（1月、2月、4月）で前月から低下しており、2018年末をピークに低下傾向にある。

4月の内訳を部門ごとに見ていくと、原油価格の上昇を受けて鉱業が前月比+1.6%と4ヵ月ぶりの上昇に転じている。だが一方、気温上昇に伴う暖房需要の減少により公益部門が同▲

² NY連銀の調査は調査票の配布が毎月1日、回答締切が15日。ただし、NY連銀によれば、回答の大半は10日までに提出されると説明されている。また、フィラデルフィア連銀による調査の5月の回答期限は5月13日。

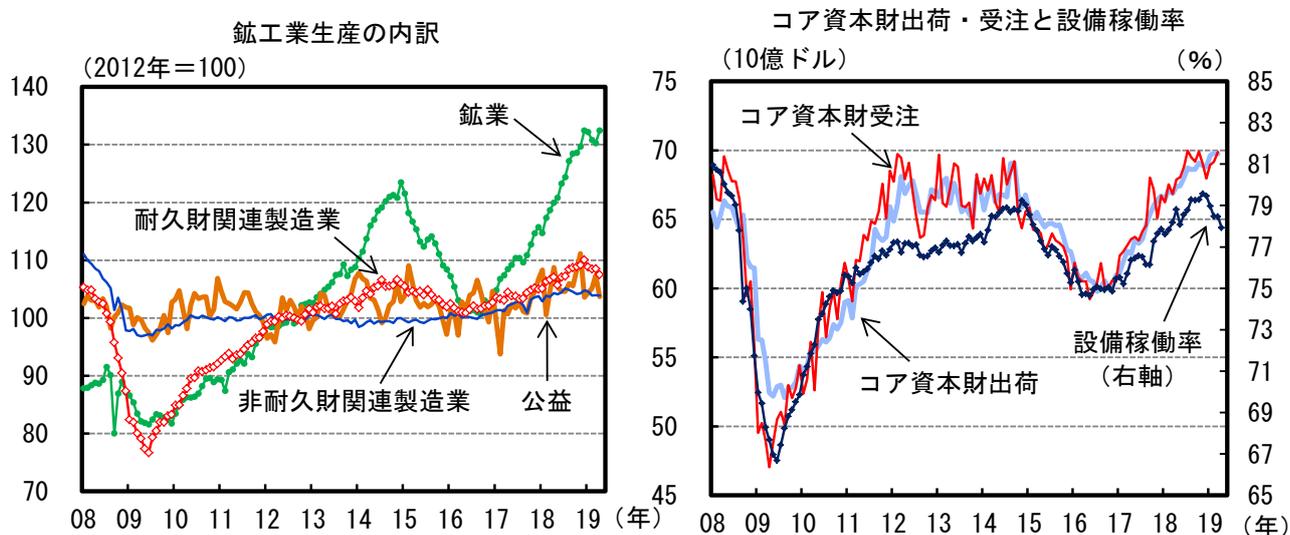
3.5%低下したこと、および指数全体のおよそ75%を占める製造業が同▲0.5%低下したことが、全体を押し下げた。製造業の内訳で特に前月からの低下幅が大きかったのは、自動車・同部品(同▲2.6%)、機械(同▲2.6%)、電気機械(同▲2.0%)であり、これらを含む耐久財関連製造業は同▲0.9%の低下となった。自動車・同部品の低下は、このところの新車販売の頭打ちによるものと考えられる。一方、機械、電気機械は輸出向けの割合が大きいことから、輸出の停滞が生産の減少に寄与した可能性がある。非耐久財関連製造業では、繊維・同製品(同▲1.1%)、ゴム・プラスチック製品(同▲0.7%)、飲食料品・たばこ(同▲0.2%)の指数が低下したものの、紙製品(同+1.2%)や化学(同+0.1%)の上昇が下支えとなり、全体では同▲0.1%と小幅な低下に留まった。

鉱工業生産指数が前月から低下したことで、4月の鉱工業稼働率は前月差▲0.5%ptと5ヵ月連続で低下した。生産の減少に加えて、過去の設備投資の増加に遅行して生産能力の上昇が続く中、稼働率は低下傾向にあり、4月時点では77.9%と2018年2月以来の低水準となっている。

設備投資関連の指標を確認すると、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷の3月分は前月比▲0.1%となり、これまでの増加基調が一服する形となった。一方で、先行指標となるコア資本財受注は同+1.0%増加し、稼働率の低下基調とは対照的に、2018年末にかけての減速から2019年に入って持ち直しの動きが見られている。

足下での資本財出荷・受注と稼働率の乖離は、製造業を中心とした鉱工業と、それ以外の業種での設備投資需要の乖離を反映しているとみられる。目下、企業にとっての大きな懸念材料である外需の減速や関税については、製造業に与える悪影響が大きい。一方、内需のウェイトが高いサービス業は相対的に影響を受けづらく、サービス業の生産活動や設備投資需要は製造業ほどには落ち込んでいない可能性が高い。鉱工業稼働率の低下は設備投資の先行きを考える上で大きな懸念事項であるが、過度に悲観的に捉えるべきではない。

図表7 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

2019年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.2%と、前期（同+2.2%）から加速する結果となったが、その主な要因は、輸入の減少および、在庫寄与が上振れしたことである。輸入の減少、および在庫の増加は、個人消費を中心とした国内最終需要の減速を反映したものであることに鑑みれば、内容としてはむしろ前期よりも良くない。

だが、1-3月期の個人消費の減速については、政府機関一部閉鎖など一時的な要因が影響していたとみられ、悲観的に捉える必要はないだろう。既述の通り、4月の小売売上高は冴えない結果となったが、労働市場の力強い改善や、消費者マインドの堅調さに鑑みれば、4-6月期の個人消費は再加速する可能性が高い。1-3月期の結果とは反対に、個人消費を中心に内需で再加速の動きが強まれば、輸入の増加や在庫の減少によってGDP全体としての成長率は高まりづらくなるとみられる。しかし、内需の再加速とそれによる労働市場の改善が、自律的な経済成長にとって重要であり、成長ペースは鈍化しつつも景気拡大が持続するというシナリオに変更はない。

一方、これまでもリスク要因として指摘してきた米中貿易摩擦を中心とする通商政策については、追加関税率の引き上げの実施、対中輸入品全品への追加関税拡大の検討によって、悪影響がさらに拡大するリスクが高まっている。米国経済の貿易依存度の低さに鑑みれば、追加関税による物価上昇や、輸出の停滞など、追加関税による直接的な影響によって米国経済が腰折れする可能性は低いとの見方は従来通りである。だが、企業、家計マインドや金融市場など、さまざまな経路で悪影響が拡大する可能性があり、引き続き注意を払っていく必要がある。

図表8 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	2.2	3.2	1.9	2.1	2.1	2.0	1.8	1.8	1.6				
個人消費	0.5	3.8	3.5	2.5	1.2	2.7	2.3	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	2.5	2.6	2.3	2.1
設備投資	11.5	8.7	2.5	5.4	2.7	4.3	4.1	4.0	3.5	3.0	2.6	2.2	5.3	6.9	4.1	3.4
住宅投資	-3.4	-1.3	-3.6	-4.7	-2.8	-0.3	0.5	1.5	1.4	1.2	1.1	0.9	3.3	-0.3	-2.0	1.1
輸出	3.6	9.3	-4.9	1.8	3.7	3.9	2.6	2.9	2.8	2.7	2.8	2.6	3.0	4.0	2.4	2.8
輸入	3.0	-0.6	9.3	2.0	-3.7	5.0	3.0	2.8	2.6	2.4	2.2	2.1	4.6	4.5	2.0	2.7
政府支出	1.5	2.5	2.6	-0.4	2.4	0.6	1.0	1.0	1.1	0.8	0.6	0.4	-0.1	1.5	1.3	0.9
国内最終需要	1.9	4.0	2.9	2.1	1.4	2.5	2.3	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7	2.5	2.9	2.3	2.0
民間最終需要	2.0	4.3	3.0	2.6	1.3	2.8	2.5	2.4	2.2	2.1	2.0	1.9	3.0	3.1	2.4	2.3
鉱工業生産	2.3	4.6	5.2	3.9	-1.9	-1.4	1.3	2.1	1.9	1.8	1.7	1.5	2.3	3.9	1.2	1.6
消費者物価指数	3.2	2.1	2.0	1.5	0.9	3.7	2.6	2.5	2.1	2.3	2.4	2.4	2.1	2.4	2.1	2.4
失業率（%）	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	3.5	4.4	3.9	3.7	3.6
貿易収支（10億ドル）	-156	-137	-162	-167	-150	-151	-152	-152	-151	-151	-150	-149	-552	-622	-606	-601
経常収支（10億ドル）	-124	-104	-127	-134	-118	-120	-123	-125	-127	-130	-134	-139	-449	-488	-485	-530
FFレート（%）	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75	1.50	2.50	2.50	2.75
2年債利回り（%）	2.16	2.47	2.67	2.80	2.48	2.27	2.24	2.25	2.37	2.52	2.50	2.49	1.40	2.53	2.31	2.47
10年債利回り（%）	2.76	2.92	2.93	3.03	2.65	2.47	2.45	2.47	2.58	2.71	2.68	2.65	2.33	2.91	2.51	2.66

（注1）網掛けは予想値。2019年5月23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