

2019年10月23日 全12頁

米国経済見通し 不確実性という雲間に見える一筋の光

米中部分的合意、GM 暫定合意、そして月末の FOMC での利下げ決定へ

ニューヨークリサーチセンター
研究員 矢作 大祐

[要約]

- 米国経済を取り巻く不確実性という雲が景気後退という嵐をもたらすかもしれない。来る嵐に不安を募らせる中、米中貿易摩擦という分厚い雲から一筋の光が見えてきた。10月11日に米中通商交渉が開催され、部分的合意に達した。米中の間には多くの懸案が残るものの、双方が更なる歩み寄りを進めるインセンティブはあると考える。
- また、労働協約の改定を巡り、従業員によるストライキが発生していた GM は、10月16日に UAW との間で暫定合意に至った。従業員によるストライキの発端は、事業再編を目指す GM への反発という側面もある一方、賃金の伸び悩みという米国製造業共通の課題への不満の高まりという側面もある。なお、GM でのストライキの影響が、9月の鉱工業生産の落ち込みや、10月の雇用統計の悪化予測など様々な分野に及んでいる点に留意が必要だろう。
- 米中通商交渉が部分的合意に至り、GM のストライキも収束に向かうなど、各所で進展がみられる中、2019年10月29・30日に開催される FOMC に注目は移る。流動性供給対策が公表・実施される中、焦点は利下げの有無である。ページブックでは足下の経済状況が悪化したというトーンが示されており、10月の FOMC において利下げが決定される公算は大きくなったといえる。
- 堅調な個人消費に加え、利下げによる住宅市場の回復がけん引し、2019年7-9月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.2%と予想する。年末商戦も相まって、個人消費の堅調さが維持され、2019年通期の実質 GDP 成長率は前年比+2.4%と、潜在成長率以上の成長が続くと考える。他方で、企業収益・マインドの悪化が設備投資の先送りを引き起こしている。停滞する企業活動が再び積極化するには、更なる不確実性の解消が不可欠といえる。

米中両国は部分的合意だけでなく、更に歩み寄るインセンティブがある

米国経済を取り巻く不確実性という雲が景気後退という嵐をもたらすかもしれない。来る嵐に不安を募らせる中、米中貿易摩擦という分厚い雲から一筋の光が見えてきた。2019年10月10・11日にワシントンで閣僚級の米中通商交渉が開催され、中国による米国産農産物の購入（年間400-500億ドル）や、米国による対中追加関税第1-3弾の関税率引き上げの延期などを含む部分的合意に達した。このほか、外国為替や金融市場の開放、知的財産権保護等に関しても部分的な取り決めが交わされたとされるが、詳細は発表されていない。合意内容の協定文書化は3-5週間程度の準備期間が必要であり、11月16・17日に開催されるAPEC首脳会合にあわせてトランプ大統領と習近平国家主席が会談を行い、署名することが目指されている。米中間の歩み寄りが見られたわけだが、11月半ばまで制裁措置が延期されたファーウェイに関する合意などは今回の部分的合意に含まれていない。残された懸案事項は第2-3段階の交渉を行うとトランプ大統領も指摘しており、双方が譲り合える内容を優先して合意した形である。

部分的合意は米中貿易摩擦の激化に歯止めをかける第一歩と評価できる。しかし、米中関係に暗雲は漂ったままである。今回の部分的合意の主要成果とトランプ大統領が喧伝する中国による米国産農産物の購入に関しても、これまで課されてきた追加関税を撤廃しない限り実現は難しいといった中国側の認識を指摘する報道もある。また、今回延期された米国による対中追加関税には、12月15日に実施予定の第4弾リストBに関しては含まれておらず、実際に実施するか否かは今後の交渉の進展次第とされる。

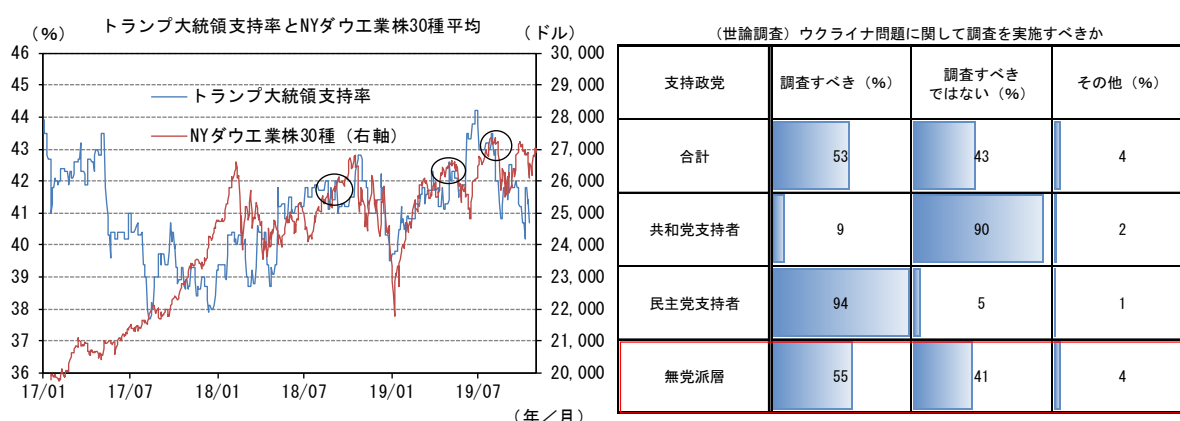
また、部分的合意に含まれる内容以外にも懸案は残る。香港における自治等が損なわれた場合、責任を負う当局者に制裁を科すことを可能にした香港人権法案が15日には米国下院で可決され、今後上院で議論・採決が行われる予定である。こうした米国による介入に対し、中国政府は内政干渉と米国を批判し、報復措置をとることを示唆するなど反発を強めている。このほか、今回の通商交渉前に、米商務省がウイグル弾圧に加担した政府機関や企業に対する米国企業への輸出制限措置を講じたことや、米務省がウイグル弾圧に加担した中国政府関係者へのビザ発給制限を講じたことも、未解決の争点である。

こうした中、部分的合意の協定文書化や第2-3段階の交渉がまとまる可能性は低いと、悲観的に捉える見方も多い。しかし、米中双方は更に歩み寄るインセンティブはあると考えられる。2020年に大統領選挙を控える中、トランプ大統領にとっては、米国経済のこれ以上の成長鈍化を避けたいと考える公算が大きい。12月15日に予定される対中追加関税第4弾リストBについては対中依存度が高く、消費者の負担が大きく増加する恐れがあるため、できる限り実施を避けたいというのが本音だろう。また、これまでトランプ大統領が対中追加関税を公表・実施したタイミングは、自身の支持率及び株価が相対的に高水準にあった時である。足下のトランプ大統領の支持率は、対中追加関税を公表・実施してきた時と比べて低水準となっており、第4弾リストBを実施しやすい地合いにはない。

また、トランプ大統領が7月25日にウクライナのゼレンスキー大統領との電話会談時に、バイデン前副大統領とその息子に関連する疑惑を調査するよう依頼したという内部告発があり、

民主党は外交を個人の政治的利益を得る目的で活用した憲法違反の恐れがあるとし、トランプ大統領の弾劾調査を進めている。今回の弾劾調査について、世論の関心度は高く、弾劾調査の実施を支持するという世論調査の結果も出ている。とりわけ、民主党支持者からの支持率が高いが、無党派層も過半を超えて弾劾調査の実施を支持している。大統領選を1年後に控える中、トランプ大統領は支持率を高めるために実績を得ようとするインセンティブが働きやすい。トランプ大統領はこれまで部分的合意は行わないと繰り返してきたが、部分的合意を行ったのも大統領選挙を控えて功を急ぐ現実的な判断だったと考えられよう。

図表1 トランプ大統領支持率と NY ダウ工業株 30 種、(世論調査) ウクライナ問題に関して調査を実施すべきか



(注) NY ダウ工業株 30 種に関しては、14 日間先行。Quinnipiac University より世論調査は 2019 年 10 月 8 日に実施。黒丸部分是对中追加関税を公表・実施した時期。

(出所) RealClearPolitics、Bloomberg、Quinnipiac University、Haver Analytics より大和総研作成

また、習近平国家主席も、米中通商交渉を進展させるインセンティブを有する。2020 年は GDP を 2010 年比で実質 2 倍にするという目標の最終年であり、2019 年・2020 年と前年比で 6%強の実質 GDP 成長率を維持する必要がある。こうした中、2019 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比で +6.0%と 4-6 月期からさらに鈍化したことから、目標達成に黄色信号が灯っている。景気テコ入れの余地は十分あるものの、米中関係の更なる悪化は避けたいのが本音であろう。

以上を踏まえれば、様々な懸案は残るものの、米中がお互いに譲歩可能な分野を模索し、歩み寄りを進める可能性は十分にあると考えられる。米中間の歩み寄りが続けば、企業マインドの改善、ひいては停滞する企業活動が再び積極化する契機となるだろう。他方で、上述した香港人権法案やウイグル弾圧に関連した制裁に米国が固執する場合、中国の主権に関連する分野であることから習近平国家主席にとっても譲歩できないだろう。また、ファーウェイの制裁猶予期限が APEC 首脳会談直後であることも不安要素である。今回の部分的合意に関する協定文書に署名が行われたとしても、ファーウェイに対して制裁が実施されれば、米中間の歩み寄りに水を差しかねない点に留意が必要だろう。

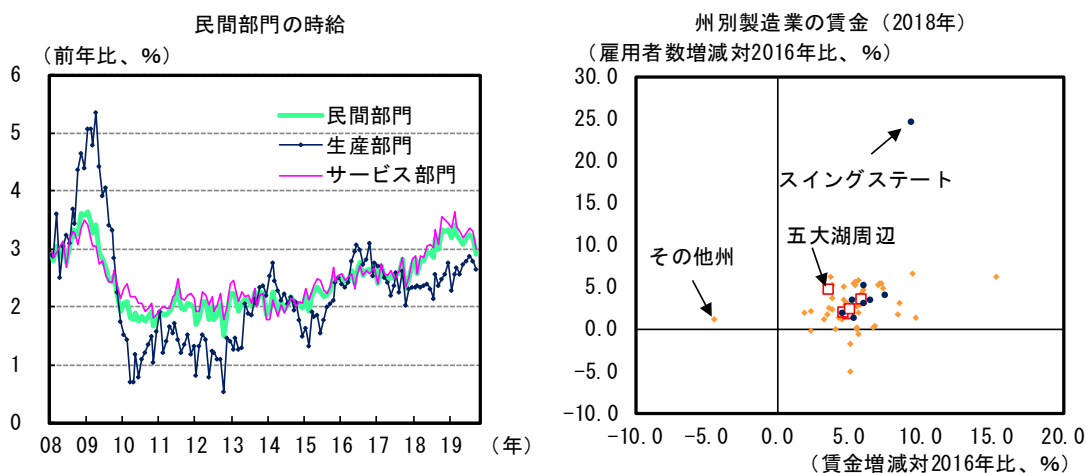
GMのストライキが示唆する米国製造業の課題と大統領選挙での争点化

米中通商交渉が部分的合意に至った後、米国内でもう一つの暫定合意がなされた。10月16日、UAW（全米自動車労働組合）とGM（ゼネラル・モーターズ）は、4年に1度の労働協約改定に関し、暫定合意に達した。UAWに加盟するGM従業員によるストライキが9月15日にGMの国内拠点で開始してから、暫定合意に至るまで1ヵ月の時間を要したことになる。この1ヵ月にわたるストライキは、GMにとって1970年の2ヵ月強に次ぐ長さである。暫定合意には至ったものの、ストライキは組合員投票で批准するまで継続される。組合員選挙は10月19-25日に行われる予定である。

今回GMでストライキが起きるに至った背景は、①GM固有の問題と②米国製造業全体に共通する問題に分かれる。①GM固有の問題としては、業務再編の目的で2018年11月にミシガン州・オハイオ州・メリーランド州の3工場の事実上の生産停止と人員削減を公表したことが挙げられる。こうした工場の生産停止に対してUAWは再開を申し立ててきたが、今回の暫定合意では工場の生産停止に同意する一方、退職金や職業訓練等のインセンティブが付与されることとなった。

他方で、GM以外にも共通の問題としては、賃上げ等の待遇改善だろう。事業再編を計画するGMが賃金上昇率をできる限り抑制したい一方で、UAWは給与やヘルスケアを含む福利厚生の改善に加え、臨時雇用者に対する待遇の是正（正規雇用への登用機会の確保）などを要求し、GMから一定程度の譲歩を得ることとなった。こうした待遇改善への要求は、リーマン・ショック以降の賃金上昇率が緩やかであることに対する労働者の不満を示しているといえる。時給水準を考慮する必要はあるものの、製造業等生産部門の時給はサービス部門に比べても伸びが相対的に低い。また、地域別にみても、GMの工場や本社があるミシガン州等を含む五大湖周辺の製造業集積地（いわゆる、ラストベルト）の賃金上昇率、及び雇用者増加率は他の州の中でおおむね中央に位置しており、極端に低いわけではない。つまり、今回のGMのストライキは、GMだけの問題ではなく製造業全体が抱える問題であることを示している。

図表2 民間部門の時給、州別製造業の賃金（2018年）



(出所) BEA、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

また、労働者に追い風が吹きやすい政治的環境であったことも確かであろう。2016年、トランプ大統領が、米国製造業の復活を声高く唱え、ラストベルトなどに居住する労働者などの不満を票に変え、当選を果たしたとされる。今回のGMでのストライキを契機に、民主党の大統領候補者はトランプ大統領の製造業復活が実現できていないと批判の声をさらに強めている。10月15日にラストベルトの一角であるオハイオ州で、民主党の大統領候補者討論会が開催された。討論会でトランプ大統領の通商政策が米国の製造業を苦境に立たせていると批判するとともに、GMでのストライキを例に出しながら、労働者の権利を守るために労働組合の強化が不可欠との声が出た。UAWによるストライキはこうした政治的環境をレバレッジにかけたと考えられ、民主党もラストベルトの支持を得るための手がかりとしてストライキを活用しているといえる。

GMとUAWの間の暫定合意は安心感を与えるものだが、ストライキは継続したままである。後述するように、GMでのストライキの影響はGMの収益悪化にとどまらず、9月の鉱工業生産の落ち込みや、10月の雇用統計の悪化予測など様々な分野に及んでいる。更なる悪影響を防ぐ上でも、現在実施されている組合員投票での批准が期待される。なお、批准が終わったとしても、GMのストライキが示唆した製造業労働者の苦境は、2020年の大統領選挙を左右する論点として認識しておきたい。

10月のFOMCは年内3回目の保険的利下げへ

米中通商交渉が部分的合意に至り、GMのストライキも収束に向かうなど、各所で進展がみられる中、2019年10月29・30日に開催されるFOMC（連邦公開市場委員会）に注目は移る。9月のFOMC（9月17・18日）のパウエルFRB議長の記者会見を踏まえれば、10月のFOMCの焦点は、①年内3回目となる利下げの実施、②短期金融市場の混乱への流動性供給対策の2点であった。しかし、②に関しては、10月11日にFRBが、（1）2020年4-6月期までT-Bill（米政府短期証券）の購入を実施（当初購入ペースは1ヵ月で600億ドル程度）、（2）すでに実施しているターム物及び翌日物の資金供給オペを2020年1月まで実施、することを公表した。内容にサプライズはなかったものの、タイミングは想定外であった。9月17日以降のFRBによる資金供給オペや、今回発表された流動性供給対策によって、短期金融市場は落ち着いたまま推移している。

②の対応策がすでに公表された以上、10月のFOMCでの焦点は利下げに絞られた。CME（シカゴ・マーカンタイル取引所）が算出するFedWatch（FF先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）は、11日の米中通商交渉の部分的合意やFRBの流動性供給対策を受け、利下げ期待が若干低下したが、その後再び上昇し、10月18日時点で9割が10月のFOMCにおいて0.25%ptの利下げを予想している。

9月のFOMCで集計されたドットチャートを見ると、9月の利下げ前の水準を維持するが5名、9月の利下げ後の水準を維持するが5名、年内に1回の追加利下げを実施するが7名と、意見が分かれた。もちろん、パウエルFRB議長が記者会見でも示したように、10月以降のFOMCでの利下げは、あらかじめ決まったものではなく、会合ごとに判断していくこととされている。つま

りは、9月のFOMC以降にFRBが経済見通しを引き下げる兆候が見られるかがポイントとなる。

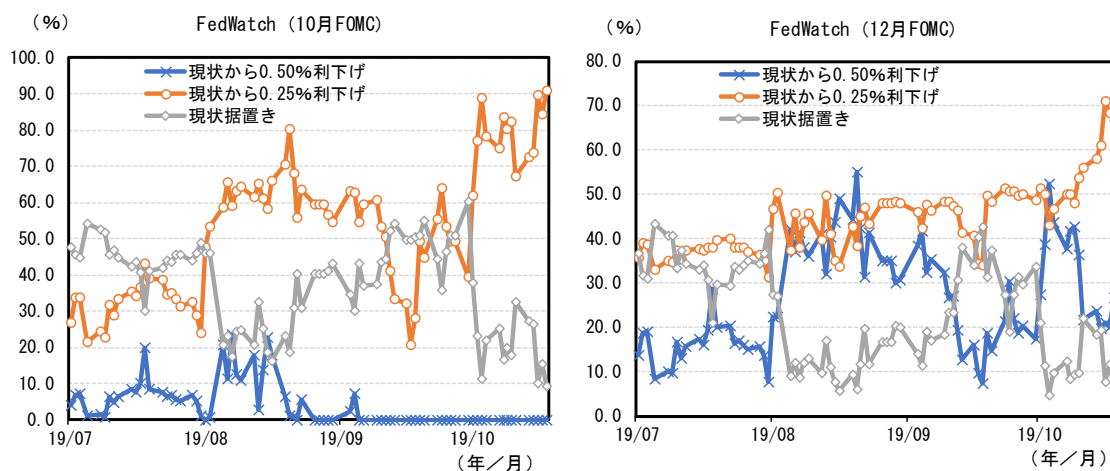
こうした中、FRBが10月16日に公表したページブック（地区連銀経済報告）では、9月のページブックから個人消費の判断を引き上げた一方、足下の経済状況について、緩やかなペースで拡大から、わずかに緩やかなペースで拡大していると表現を下方修正した。最大の要因となったのが、製造業等を中心とした企業活動の鈍化である。また、企業の大半は景気拡大が続くと考えているが、多くの企業が今後6-12ヵ月の成長見通しを引き下げた、と指摘している。加えて、雇用に関しても、緩やかなペースで拡大という表現から、わずかに増加した、と判断を引き下げた。9月のFOMCの時に比べて、足下の経済状況が悪化したというトーンが示されており、10月のFOMCにおいて利下げが決定される公算は大きくなったといえよう。

年内3回目となる利下げは、住宅ローン金利の更なる低下をもたらし、住宅購入需要が高まることで、住宅市場の回復を促進すると考えられる。住宅供給不足は課題であるものの、住宅購入が進めば、付随的な家具等の購入も増加し、個人消費もより堅調なものとなるだろう。

他方で、10月のFOMCで更なる利下げを実施した場合、12月のFOMCにおける利下げ余地が狭まることになる点は留意すべきだろう。これまでの2回の利下げは、景気後退を予防する保険的利下げであった。過去に保険的利下げを行った際は、最大で年間3回合計0.75%ptの利下げにとどまり、年間1.00%pt以上の利下げは景気後退時のみであった。もし10・12月に利下げを行う場合には、FRBが保険的利下げから景気後退期の本格的な利下げサイクルに突入したとのシグナルをマーケットに送りかねない。

FedWatchを見ると、12月のFOMCで更に利下げを見込む確率は高くないが、10月のFOMCで利下げをする場合には、今後の会合での更なる利下げ期待を抑制するような表現が、声明文やパウエルFRB議長の記者会見で使用されるかが注目される。また、過去は過去であり、年間1.00%ptの利下げを行っても保険的利下げと主張することも可能である。ただし、そうした場合、意図せぬシグナルを送らないよう、FRBにはマーケットへの慎重な対応が求められる。

図表3 FedWatch (2019年10月)、FedWatch (2019年12月)



(注) 現状とは、FF(フェデラルファンド)レートの誘導目標レンジ=1.75-2.00%

(出所) CME より大和総研作成

雇用環境は底堅いが、下振れリスクには要注意¹

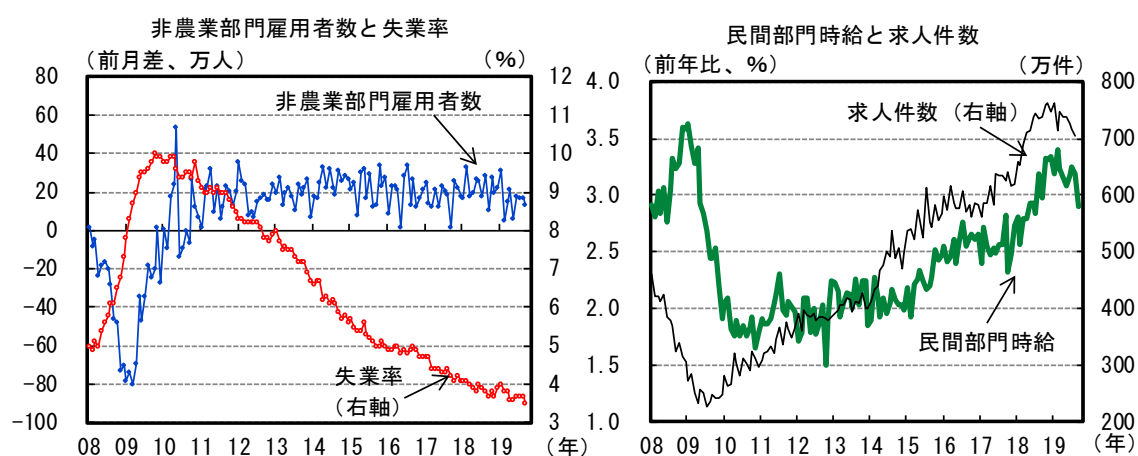
2019年9月の非農業部門雇用者数は前月差+13.6万人と、市場予想（Bloomberg調査：同+14.5万人）を下回った。他方で、7月、8月ともに上方修正されたことや、完全雇用下で労働市場への新規参入を吸収するために必要な雇用者数の伸びは、毎月10万人程度で十分であることに鑑みれば米国の雇用環境は十分に底堅いといえる。

家計調査による9月の失業率は、前月差▲0.2%ptの3.5%と1969年12月以来の低水準となった。失業率変化の内訳を見ると、就業者数が同+39.1万人と増加したことに加え、失業者数が同▲27.5万人と減少したことが失業率の主要な押し下げ要因となった。非労働力人口の増加（同+8.9万人）も失業率低下の一要因だが、労働市場からの退出増加というネガティブな側面も持つ。過度な懸念は必要ないが、今後の非労働力人口の推移を確認する必要があるだろう。

賃金の動向に関して、9月の民間部門の平均時給は前月から概ね横ばいとなり、市場予想（Bloomberg調査：同+0.2%）を下回った。ただし、2019年5月以降、前月比で0.3%程度の増加ペースを続けてきたことを踏まえれば、9月は小休止といえる。加えて、「自発的失業」が失業者全体に占める割合も上昇しており、賃金の先行きを悲観視する必要はない。

企業マインドが弱含む中、雇用環境の悪化が懸念されていたが、9月の雇用統計は十分に底堅いと結果といえる。ただし、雇用環境の先行きに関しては、下振れ懸念は残る。一つは求人件数の頭打ち傾向が顕著になりつつある点が挙げられる。8月の求人件数は、705.1万件と2018年3月以来の低水準となった。求人件数と相関の強い、NFIB（全米独立企業同盟）の新規雇用計画が弱含むことから、中小企業の採用意欲が低下しつつあると考えられる。加えて、9月15日に始まったGMのストライキによる影響が10月の雇用統計には反映される。10月16日に労使間で暫定合意に至ったことはポジティブな兆候と言えるが、10月の雇用統計は芳しくない結果となる可能性が高い点には、注意を要しよう。

図表4 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

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「失業率は1969年12月以来の低水準」(2019年10月7日) 参照。 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20191007_021067.html

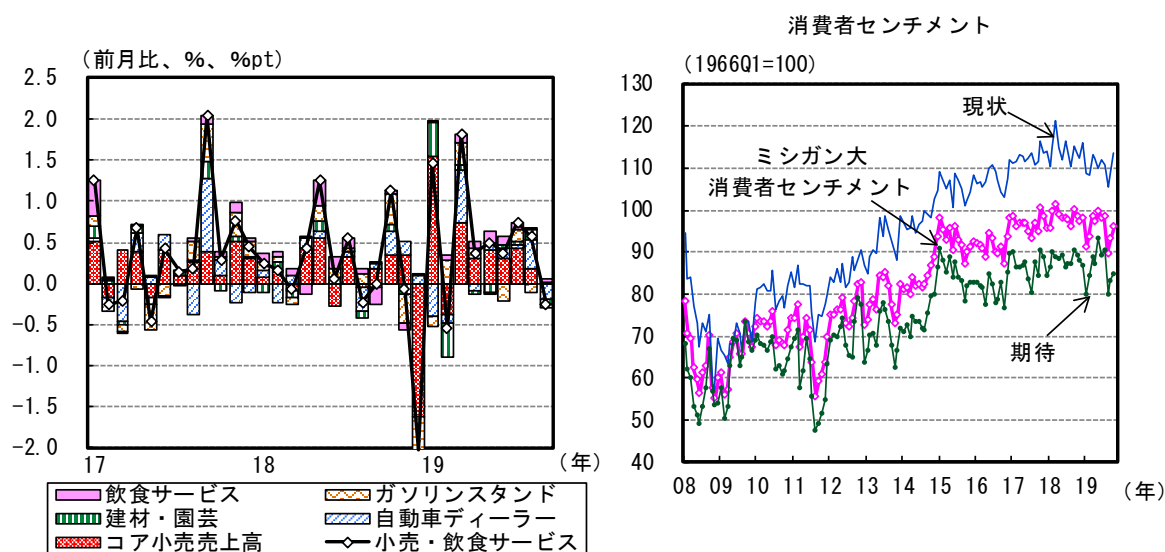
9月の小売売上高は7ヵ月振りの減少も、消費者マインドは改善

個人消費の足下までの動向を確認すると、9月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比▲0.3%と7ヵ月振りの減少となった。振れが大きい業種（自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス）を除く、コア小売売上高は横ばいであった。8月の小売売上高が+0.2%ptの上方修正となり、同+0.6%と大幅に上昇したことから、9月の結果は反動減とも考えられる。9月の小売売上高の内訳を業種別に見ると、振れが大きい業種である自動車・同部品（前月比▲0.9%）、建材・園芸（同▲1.0%）、ガソリンスタンド（同▲0.7%）が全体を下押しした。他方で、衣服・宝飾品（同+1.3%）、家具・身の回り品（同+0.6%）、ヘルスケア製品（同+0.6%）などは底堅い結果となっており、コア小売売上高を下支えしたと言える。

個人消費の先行きについて消費者マインドを見ると、10月のロイター／ミシガン大消費者センチメント（速報値）が前月差+2.8pt上昇し、96.0ptとなった。構成指数のうち、現状指数（同+4.9pt）が期待指数（同+1.4pt）よりも大きく改善した。現状指数は、113.4ptと2018年12月以来の高水準となっている。消費者マインドは、再び改善傾向を示しつつあると言える。

9月の小売売上高は予想外の減少となったが、消費者マインドは改善しており、年内の個人消費に関して懸念は必要ない。ミシガン大学によれば、底堅い雇用環境と低インフレを背景に、実質所得の改善期待が高まっており、家計は購買意欲を強めていると指摘している。足下住宅市場の回復が進む中、住宅購入に伴う耐久財購入の積極化も見込まれる。また、NRF（全米小売業協会）は、2019年の年末商戦での小売売上高（自動車ディーラー、ガソリンスタンド、飲食サービスを除く）は、前年比で3.8%-4.2%になると予想している。NRFの予想を過信すべきではないが、年末にかけてセールが続く中、年内の個人消費の急速な腰折れが考えにくいことも確かである。他方で、2020年の個人消費の下振れリスクは依然くすぶったままである。12月半ばの対中追加関税第4弾リストBが予定通り実施されれば、企業のコスト増が消費者の負担増へと波及し、消費者マインドが悪化することで、家計が消費行動を消極化させる可能性がある。

図表5 小売売上高（含む飲食サービス）、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

住宅需要は堅調も、在庫不足による価格上昇が重石に

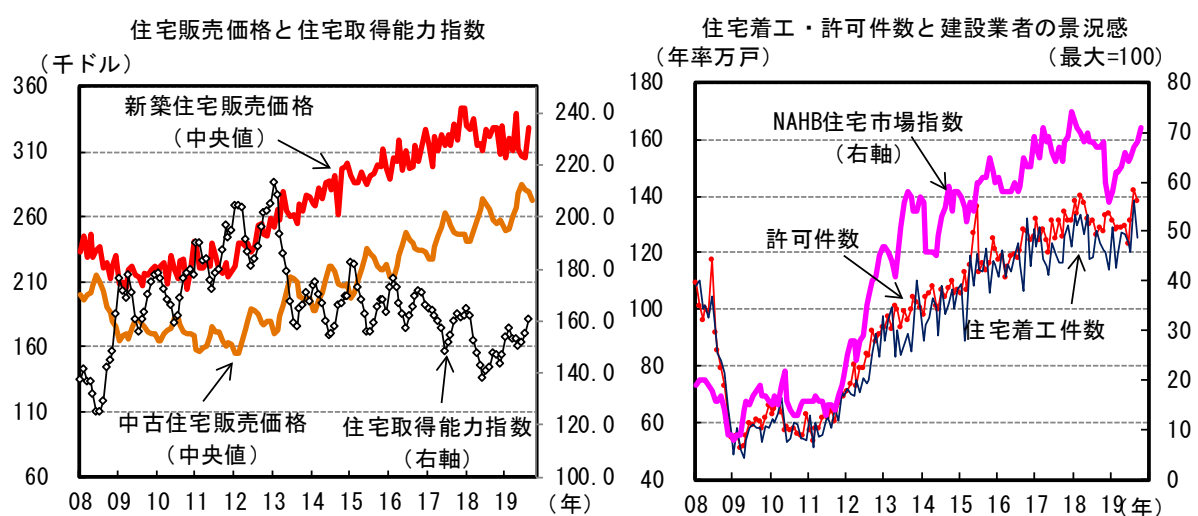
住宅市場の動向に関して、9月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は前月比▲2.2%と減少し、年率換算で538万件となった。市場予想を下回る減少幅であったが、7・8月と堅調な伸びであったことや年率換算の水準も相対的に高いことから、9月の結果だけで悲観すべきではない。住宅ローン金利の低下から住宅取得能力指数は改善しており、ロイター／ミシガン大の調査による家計の住宅購入判断も回復傾向にある。住宅購入需要自体は依然堅調といえる。

ただし、NAR（全米リアルター協会）が指摘するように、住宅ローン金利が低下する一方、販売が減少したのは、住宅在庫不足を背景に中古住宅価格が急速に上昇しており、住宅購入希望者も手を出しにくい、という点は懸念点であろう。実際に、9月の中古住宅の在庫率は4.1ヵ月と、過去10年平均の5.9ヵ月を大きく下回る。また、8月の新築住宅の在庫率は5.5ヵ月と過去10年平均の6.0ヵ月を下回る水準である。9月の中古住宅販売価格（中央値）は前年比+5.9%と伸びが加速し、8月の新築住宅販売価格（中央値）は前年比+2.2%と上昇に転じた。住宅供給が購入需要に追い付かなければ、住宅価格の上昇が住宅市場の回復に水を差しかねない。

新築住宅の供給面である、9月の新築住宅着工は前月比▲9.4%、年率換算で125.6万戸と減少に転じた。大幅に増加した8月の新築住宅着工が、さらに上方修正されたことから、9月は反動減と捉えるべきだろう。ただし、住宅着工の先行指標である建設許可件数は、9月に同▲2.7%と減少に転じた。許可件数は依然高水準にあるが、住宅供給の先行きに一抹の不安は残る。

住宅建設業者のマインドを示すNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数は、前月差+3ptの71と、2018年2月以来の高水準となった。住宅建設業者のマインドが堅調であることは好感できるが、NAHBは経済成長の鈍化等が住宅建設の積極化を阻害する可能性を指摘している。10月のFOMCで利下げが実施されることで住宅市場の回復は継続すると見込むが、緩やかに進展すると考えられる。

図表6 住宅販売価格と住宅取得能力指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



(注) 住宅取得能力指数は、100であれば、中間的な所得層が中間的な住宅を購入できることを意味する。
(出所) Census、NAHB、NAR、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

企業マインドは悪化が続く

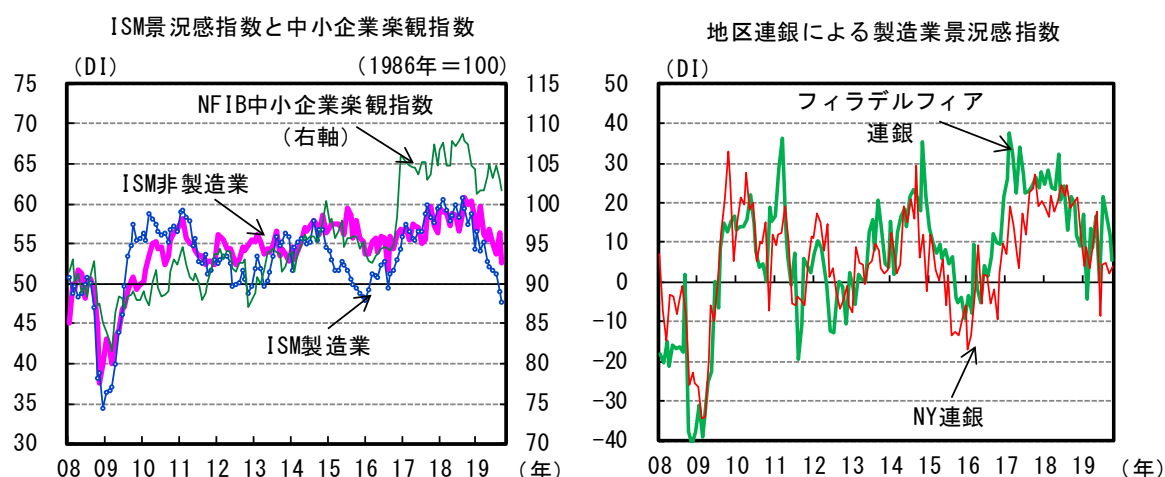
企業マインドは、製造業、非製造業ともに悪化した。9月のISM製造業景況感指数は、前月差▲1.3%ptと6ヵ月連続で低下し、47.8%と2009年6月以来の低水準となった。景況感の分岐点である50%（上回れば景況感が良い、下回れば景況感が悪い）を2ヵ月連続で割ったことになる。業種別にみても、9月に成長したと回答したのは3業種にとどまり、残りの15業種は後退したと答えた。構成項目を見ると、ほぼ横ばいとなった新規受注指数以外の項目（生産指数、雇用指数、入荷遅延指数、在庫指数）は低下した。回答企業のコメントを見ると、新規受注が減少したという指摘が目立つ。

9月のISM非製造業景況感指数は前月差▲3.8%pt低下の52.6%となり、市場予想(Bloomberg調査；55.5%)を下回った。2016年8月以来の低水準となる。構成項目のうち、事業活動指数(同▲6.3%pt)、新規受注指数(同▲6.6%pt)、雇用指数(▲2.7%pt)と、入荷遅延以外の項目はいずれも大きく低下した。他方で、9月に成長したと答えた業種は18業種中13業種と大半を占める。回答企業のコメントも、コスト増への懸念はあるものの、年末商戦等を控え、受注や売上の先行きに対して楽観的な指摘もある。

中小企業のマインドに関して、9月のNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数は、前月差▲1.3pt低下の101.8となった。中小企業のマインドは悪化したものの、水準自体は低くない。NFIBによれば、中小企業による雇用創出、設備投資等は引き続き堅調で、近々景気後退に陥るとは考えにくい、不確実性が高まり、成長は鈍化していると指摘している。

企業マインドはいずれの指標を見ても、芳しくない状況が続いている。特に製造業のマインド悪化が顕著であり、10月中旬までの動向を含む各地区連銀による製造業景況感指数(現況)も横ばい、或いは悪化を続けている。米中通商交渉における部分的合意はあったものの、既存の対中追加関税は継続し、12月15日には第4弾リストBも控えていることから、企業が負担するコストは軽減されておらず、短期的には企業マインドは改善しにくいだろう。企業マインドが底入れするためには、部分的合意の着実な履行や、更なる合意の積み上げが不可欠といえる。

図表7 ISM景況感指数、NFIB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

鉱工業生産指数は前月からの反動減とストライキの影響から低下

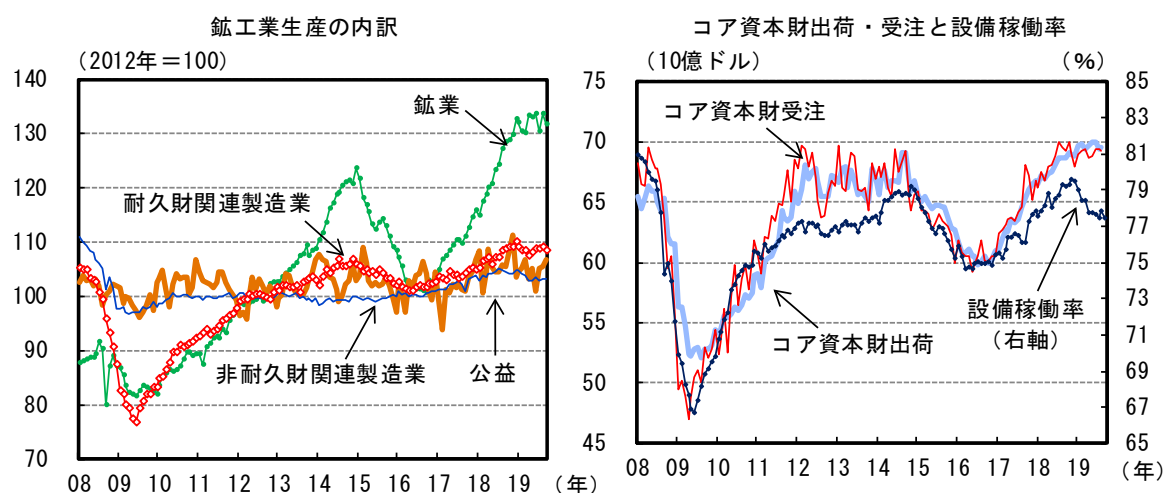
企業の実体面に関して、9月の鉱工業生産指数は前月比▲0.4%の低下となり、市場予想（Bloomberg 調査；同+▲0.2%）を下回った。過去分に関しては7月が前月比ベースで▲0.1%pt 下方修正された結果、8月は水準こそ変わらなかったものの+0.2%pt 上方修正され、同+0.8%となった。9月の結果はこうした8月の大幅上昇からの反動減という面もあるだろう。

加えて、FRBが指摘するようにGMのストライキの影響も見受けられる。自動車・同部品は同▲4.2%と大きく低下し、製造業全体（同▲0.5%）を下押した。なお、GMの労使交渉が10月16日に暫定合意に至ったことから、鉱工業生産指数への影響は一時的なものになると考えられる。また、鉱業に関しては同▲1.3%の低下となった。公益は季節外れの暑さから電力需要が増え、同+1.4%上昇した。9月の設備稼働率は製造業と鉱業が大きく落ちこんだことが影響し、前月差▲0.4%ptの77.5%となった。

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8月分は前月比+0.3%と再び増加に転じた。他方で、先行指標であるコア資本財受注は同▲0.4%と、4ヵ月振りに低下した。なお7月分に関しては出荷が▲0.1%pt、受注が▲0.2%pt 下方修正された。出荷が増加に転じたとはいえ、こうした過去分の修正も鑑みれば、足下の設備投資関連の指標は冴えない結果といえる。

設備投資の先行きに関しては、設備稼働率は引き続き低水準にあることから、製造業による設備投資の積極化は期待しにくい。FRBが10月に公表したページブックにおいても、追加関税を巡る不透明感から製造業を中心に設備投資の先送りや、設備投資資金の削減が報告されている。非製造業による設備投資は製造業に比べて底堅さを維持すると考えられるが、追加関税によるコスト増は非製造業にとっても収益減、つまりは設備投資余力の減退をもたらしかることから、米中通商交渉の進展なくして設備投資の増加は見込みにくいだろう。

図表8 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

足下までの経済統計を踏まえ、2019年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.2%と予想する。堅調な個人消費に加え、住宅投資がプラスに転換することが実質GDP成長率全体をけん引する。また、10月のFOMCでは9月のFOMCに引き続き、年内3回目の保険的利下げを実施すると見込む。今回の利下げによって、住宅ローン金利は一層低下し、住宅販売が増加することで、住宅市場の回復の継続が期待される。住宅供給不足は住宅市場の回復を緩やかなペースにするものの、住宅市場の回復が着実に進めば、付随的に家具等の購入が増えると思込まれる。年末商戦も相まって、年内は堅調な個人消費がけん引することで、2019年通期の実質GDP成長率は前年比+2.4%と、潜在成長率以上の成長が続くと考える。

他方で、不確実性の存在や世界経済の成長鈍化が企業収益・マインドを悪化させることで、設備投資は先送りされ、実質GDP成長率全体を下押しする。米中通商交渉での部分的合意やGMとUAW間の労使交渉の暫定合意は、米国企業を取り巻く不確実性を減らすための第一歩と言える。ただし、更なる前進が必要である。とりわけ、企業収益・マインドを改善する上で、米中通商交渉の部分的合意の着実な履行に加え、更なる合意の積み上げが期待される。米中ともに経済成長の一層の鈍化を避けたい思惑があることから、米中がお互いに譲歩可能な分野を模索し、歩み寄りを進めることは可能と考える。ただし、香港やウイグルといった中国の主権に関わるテーマやファーウェイに対する制裁執行は、米中関係の歩み寄りに水を差しかねない。引き続き、事態の推移は要注意である。

図表9 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	前年比、%			
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	2.5	3.5	2.9	1.1	3.1	2.0	2.2	2.3	1.9	1.9	1.8	1.8				
〈前年同期比、%〉	2.9	3.2	3.1	2.5	2.7	2.3	2.1	2.4	2.1	2.1	2.0	1.8	2.4	2.9	2.4	2.0
個人消費	1.7	4.0	3.5	1.4	1.1	4.6	2.7	2.8	2.3	2.2	2.1	2.1	2.6	3.0	2.6	2.5
設備投資	8.8	7.9	2.1	4.8	4.4	-1.0	-1.0	0.5	0.8	0.7	0.8	0.9	4.4	6.4	2.4	0.4
住宅投資	-5.3	-3.7	-4.0	-4.7	-1.0	-3.0	3.0	1.1	2.1	1.8	1.7	1.6	3.5	-1.5	-1.9	1.7
輸出	0.8	5.8	-6.2	1.5	4.1	-5.7	3.6	2.8	2.0	2.0	2.0	2.0	3.5	3.0	0.4	1.9
輸入	0.6	0.3	8.6	3.5	-1.5	0.0	3.7	3.3	2.4	2.2	2.1	2.0	4.7	4.4	2.0	2.5
政府支出	1.9	2.6	2.1	-0.4	2.9	4.8	2.9	2.8	2.2	2.2	2.0	1.7	0.7	1.7	2.5	2.5
国内最終需要	2.3	4.0	2.8	1.3	1.8	3.6	2.3	2.4	2.1	2.0	1.9	1.8	2.5	3.0	2.4	2.2
民間最終需要	2.4	4.2	2.9	1.7	1.6	3.3	2.1	2.4	2.0	1.9	1.9	1.9	2.9	3.3	2.4	2.1
鉱工業生産	2.3	4.6	5.2	3.9	-1.9	-2.2	1.1	0.3	0.5	1.4	1.4	1.4	2.3	3.9	0.9	0.7
消費者物価指数	3.2	2.1	2.0	1.5	0.9	2.9	1.8	1.6	1.9	1.8	1.9	2.1	2.1	2.4	1.8	1.9
失業率(%)	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.6	4.4	3.9	3.7	3.5
貿易収支(10億ドル)	-153	-140	-163	-171	-156	-163	-163	-164	-165	-166	-167	-168	-550	-628	-648	-666
経常収支(10億ドル)	-114	-107	-126	-144	-136	-128	-128	-128	-129	-128	-129	-131	-440	-491	-520	-517
FFレート(%)	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.50	2.50	1.75	1.75
2年債利回り(%)	2.16	2.47	2.67	2.80	2.48	2.12	1.69	1.47	1.46	1.52	1.56	1.57	1.40	2.53	1.94	1.53
10年債利回り(%)	2.76	2.92	2.93	3.03	2.65	2.33	1.80	1.65	1.70	1.77	1.83	1.84	2.33	2.91	2.11	1.78

(注1) 網掛けは予想値。2019年10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