

米景気拡大のカギを握る個人消費

消費を取り巻くリスク要因の整理

ニューヨーク事務所主任エコノミスト

松本 博

+1-212-282-3532

atsushi.matsumoto@mizuhogroup.com

- 米国景気拡大の持続性は個人消費がカギを握る。今年4～6月期の米国実質GDP成長率は、企業部門の不振を背景に前期比年率2%台へと鈍化したが、個人消費が大幅に加速して成長を下支えした。
- 足元では、好調な消費を背景に、雇用全体の6割強を占める「個人消費依存業種」を中心に雇用が底堅く推移し、それが所得改善を通じてさらなる消費拡大につながるという「好循環」がみられる。
- 今後についても「好循環」が続くとみられるが、それに水を差すリスクとして、人手不足による雇用の減速、追加関税によるインフレ加速、消費者マインドの軟化の3点に注意が必要である。

1. 米国景気拡大の持続性のカギは個人消費

(1) 今年4～6月期のGDP成長率は鈍化したが、個人消費が大幅に加速

2019年4～6月期の米国実質GDP成長率は前期比年率+2.1%と、1～3月期(同+3.1%)から鈍化した。ただし、在庫投資の寄与度が▲0.9%pt(1～3月期:同+0.5%pt)、設備投資が同▲0.6%(1～3月期:同+4.4%)、輸出が同▲5.2%(1～3月期:同+4.2%)と企業部門がいずれも低調な中、個人消費が同+4.3%(1～3月期:同+1.1%)と大幅に加速して成長を下支えした。世界経済の減速や通商を巡る不確実性の残存等を踏まえると、先行きに関しても投資や輸出には力強さを期待しにくいだろう。こうした中、米国の景気拡大が続くかは個人消費がカギを握る。

(2) 足元における「消費と雇用の好循環」

米国では、「消費と雇用の好循環」という自立的な拡大軌道が形成されており、個人消費拡大の持続性は高い。

雇用は底堅い。非農業部門雇用者数は、6月(前月差+19.3万人)、7月(同+16.4万人)とも大幅に増加し、5月の急減速(同+6.2万人)が一時的であったことを示した(次頁図表1)。前年比でみた増加率は、今年1月(+1.9%)をピークに足元では+1.5%まで鈍化しているが、そのペースは緩やかである。

底堅い雇用の背景には好調な個人消費がある。次頁図表2は、各最終需要により誘発される雇用を産業毎に求めた結果を元に、各産業を「消費依存業種(外食・宿泊業や小売業、食品製造業等)」、「政府支出依存業種(公的部門)」、「投資・輸出依存業種(機械類の製造業や建設業、鉱業等)」に区分したものだ¹。7月の雇用者数の伸びをみると、消費依存業種では前年比+1.5%と1月(同+1.8%)から小幅な減速にとどまった。政府支出依存業種の伸びは同+0.4%と、1月(同+0.6%)からの鈍化ペースは緩やかだった。投資・輸出依存業種の伸びは同+2.3%と1月(同+3.2%)から大幅に減速したが、雇用全体に占める割合が60%強と高い消費依存業種が底堅く(次頁図表3)、雇用全体でも底堅さが維持された²。

雇用の底堅さは、所得改善を通じてさらなる消費拡大につながっており、消費と雇用が相互に正の影響を及ぼし合う「消費と雇用の好循環」が形成されている。このように自立的な拡大軌道にあることから、消費、雇用とも腰折れの可能性は低い。

2. 好循環に水を差す3つのリスク

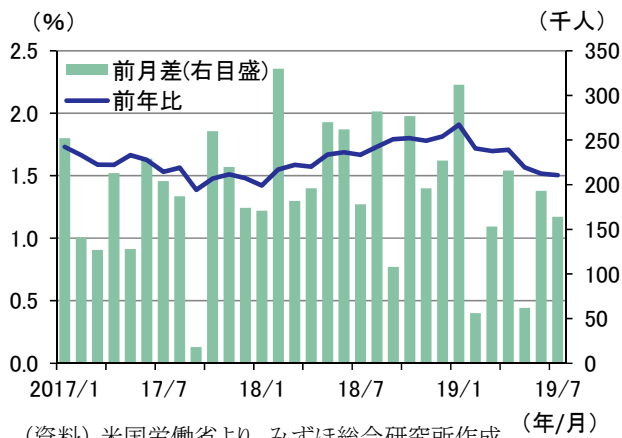
先行きに関しても「消費と雇用の好循環」が続き、消費・雇用とも底堅く推移するとみられるが、こうしたシナリオに水を差すリスクとして、(1)人手不足による雇用の減速、(2)追加関税によるインフレの加速、(3)消費者マインドの軟化の3点が挙げられる。

(1) 人手不足による雇用の減速

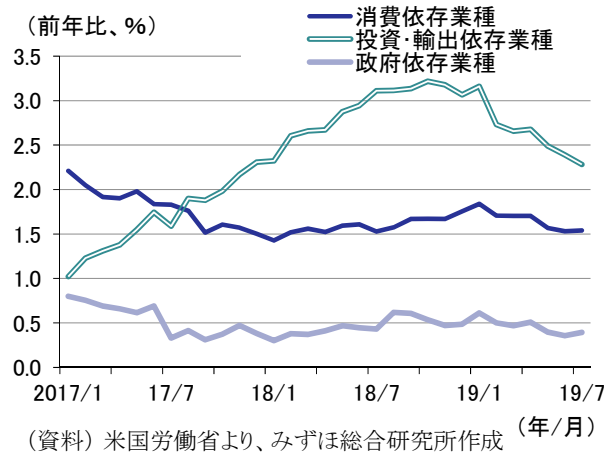
これは、労働需要が底堅くとも、人手不足という労働供給側の理由から雇用が減速するリスクである。米国では労働力人口(=労働供給)が安定的に増加してきたが、その背景には、低下を続けていた労働参加率が2015年に下げ止まり、その後は横ばい推移を続けたことがあった(図表4の緑線)。足元の参加率の水準は63.0%と金融危機前のピーク(67.3%)から4%pt程度も低く、一見すると、参加率には上昇余地が十分にある、つまり、追加的な労働供給余力が十分にあるように見える。

しかし、労働参加率が高齢化によって押し下げられている点には留意が必要である。年齢層毎に参加率をみると、足元の水準は総じて金融危機前の水準に迫っており、追加的な労働供給余力は公表値

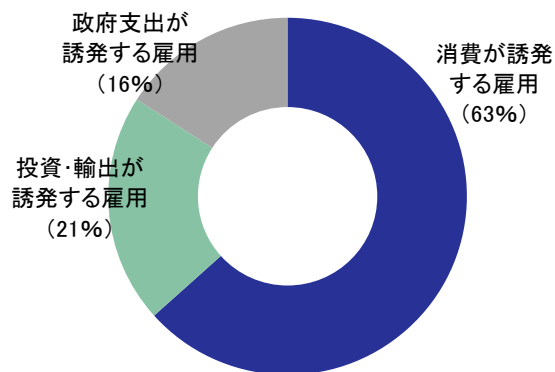
図表1 非農業部門雇用者数



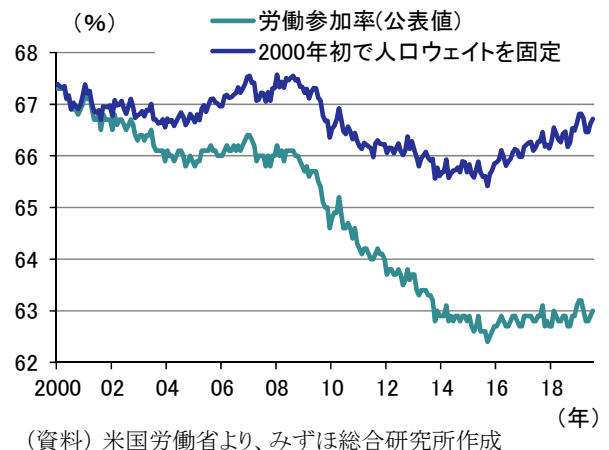
図表2 最終需要への依存度別にみた雇用



図表3 各最終需要が誘発する雇用の割合



図表4 労働参加率



(図表4の緑線)が示すほど大きくないと思われる³。実際、高齢化の影響を受けないよう、2000年初時点の人口構成を使って参加率を再計算すると、足元の水準は66.7%となり、金融危機前のピーク(67.5%)との差は1%pt弱にまで縮小する(図表4の青線)。こうした中、既に一部の企業からは「求職者が不足しており求人枠を埋めることが困難」、「供給側の問題が雇用の伸びを抑制」等、人手不足によって労働需要を満たせていないとの指摘が聞かれる⁴。

(2) 追加関税によるインフレの加速

これは、米国が輸入品に追加関税を課すことでインフレが加速し、それに伴って家計の実質所得が悪化するリスクである。実施済みの追加関税(対中国輸入品に対する関税第1～第3弾等)については、現状、マクロ全体でみてインフレ加速につながるほどの影響は生じていない。6月の個人消費支出(PCE)デフレータは前年比+1.4%と、2%台半ばだった昨年夏以降、伸びは鈍化傾向にある。PCEデフレータの内、財消費デフレータは同▲0.6%と下落が続いている。

今後については、まず、対中国輸入品への追加関税の行方が注目される。トランプ政権は、第4弾として、9月初より約3,000億ドルの対中国輸入品に対して10%の追加関税を課す考えを示している。

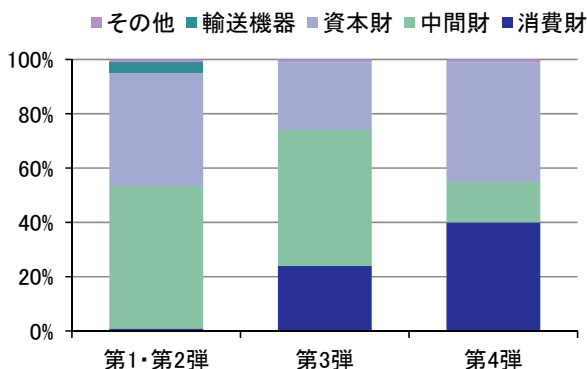
第1～第3弾との比較という点で、第4弾がPCEデフレータに及ぼす影響は相対的に大きくなるリスクがある。まず、第4弾の対象金額は約3,000億ドルと、第1弾(340億ドル)、第2弾(160億ドル)、第3弾(2,000億ドル)よりも大きい。また、第4弾の約4割が消費財であり、その比率は第1～第3弾より高い(図表5)。さらに、第4弾の約6割は、中国依存度が80%超と高く、短期的には他国からの代替輸入が難しいと思われる(図表6)。こうした中、第4弾については企業から「転嫁やむなし」等の声も聞かれる⁵。

また、詳細を検討中の対EU(欧州連合)輸入品への関税のほか⁶、ひとまず見送りとなった自動車関税⁷や対メキシコ全輸入品への関税⁸についても、今後の動向に注意が必要である。特に、金額の大きい自動車関税(約3,700億ドルが対象)⁹、メキシコ関税(約3,500億ドルが対象、うち約30%が消費財)¹⁰が発動となれば、PCEデフレータにも相応の影響が生じるリスクがある。

(3) 消費者マインドの軟化

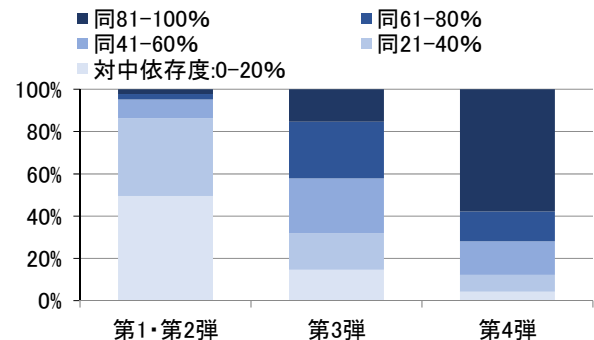
これは、マインドが軟化することで、消費者が財布の紐を固くする(貯蓄を増やす)リスクである。7月の消費者信頼感指数をみると、カンファレンスボード指数が135.7(5月:124.3)と大幅上昇、ミシガン大学指数が98.4(5月:98.2)で横ばい圏と、強弱まちまちだったが、両指数とも低調だった6月から一段の下振れを回避した(次頁図表7)。従来、信頼感指数は景気の先行指標とされる株価との相関が高

図表5 財別の追加関税対象



(資料) Brown, Jung and Lu(2018)を元に、みずほ総合研究所作成

図表6 対中依存度別の追加関税対象



(注) 関税対象の品目を対中依存度(中国輸入÷世界輸入)によって分類したもの。2018年。

(資料) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

く、まずは、今月に入ってから下落を続ける株価の行方が注目される¹¹。

ただし、今年前半には、株価が持ち直しても消費者信頼感指数の上昇につながらない局面があった。これは、株価上昇が、FRB(連邦準備制度理事会)の利下げ期待を織り込んだもので、景気見通しの改善を反映したものではなかったためと思われる。経済指標の「サプライズ指数」が年初以降マイナス圏にある通り、市場には景気下振れ懸念が残っているとみられる(図表8)。

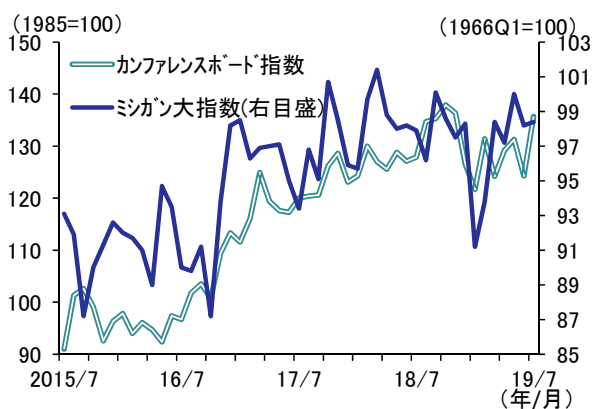
景気下振れ懸念が晴れていないと、株価の上昇が消費者信頼感指数の上昇につながらない場合もある。サプライズ指数がプラスかマイナスかを考慮した上で、株価と信頼感指数との過去の関係を見ると、サプライズ指数がプラスの局面(景気下振れ懸念なし)では、株価が1%上昇すれば信頼感指数が1%ほど上昇し、マインド改善を示していた¹²。一方、マイナスの局面(景気下振れ懸念あり)では、株価が1%上昇しても信頼感指数は2%低下し、マインド改善につながらなかった。消費者マインド改善の持続性には留意しておくべきだろう。

3. まとめ

米国では、設備投資や輸出が低調なものの、消費と雇用が相互に誘発し合う「好循環」が続いている。企業部門が弱い中で家計部門が景気を牽引するという構図は、2015・2016年にもみられており、今回も同様に、消費を中心に景気拡大が持続することが期待される。

ただし、当時とは下振れリスクの所在が異なる。消費者マインドの軟化は当時と共通するが、足元では人手不足が深刻化し、企業からは供給側の理由から人が雇えないという声が聞かれるようになった。また、当時はリスク要因でしかなかったトランプ大統領の保護主義的な通商政策が現実となり、消費への悪影響が懸念されている。こうした状況を踏まえると、当時より消費の下振れリスクが高まっていることには注意が必要だ。

図表7 消費者信頼感指数



(資料) カンファレンスボード、ミシガン大より、みずほ総合研究所作成

図表8 サプライズ指数



(注) Bloombergが市場予想を集計する米景気指標につき、実際の結果と市場予想との乖離を標準化したもの。
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【参考文献】

- Brown, Chad P., E. Jung and Z. L. Lu(2018) “Trump and China Formalize Tariffs on \$260 Billion of Imports and Look Ahead to Next Phase”, Peterson Institute for International Economics
- Timmer, Marcel. P., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R. and de Vries, G. J. (2015) “An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production”,

¹ 具体的には、まず、産業連関表を用いて、マクロ全体及び個別産業に関し、各最終需要によって誘発される雇用者数を求めた上で、各最終需要への雇用の依存度を産出した。即ち、マクロ全体及び個別産業の雇用を、個人消費によって誘発される雇用、投資・輸出によって誘発される雇用、政府支出によって誘発される雇用に分類した。次に、マクロ全体及び個別産業の雇用につき、「雇用の個人消費依存度＝個人消費によって誘発される雇用÷雇用全体」のようにして、各最終需要への依存度を求めた(本文の図表3は、これをマクロ全体に関してみたものである)。その上で、個別産業に関して、雇用の個人消費依存度が高い順番に「個人消費依存業種」に区分した。この作業は、消費依存業種として区分された産業の雇用ウェイトの合計が、マクロ全体でみた場合の消費依存度(60%強)になるまで続けた。消費依存業種に区分されなかった産業についても、同様に「投資・輸出依存業種」と「政府支出依存業種」に分類した。なお、産業連関表を用いると、投資と輸出の各々について雇用誘発度を求めることが出来るが、本稿では、企業部門の雇用が特に減速していることを示すため、両者を合計して雇用動向を分析した。

² 長期的にみても、雇用に占める消費依存業種の割合は高く、同業種が雇用全体の趨勢を規定してきた。なお、雇用の底堅さは、消費拡大の必要条件ではないが、その「持続性」を考える上では重要である。過去の景気回復の初期段階では、雇用が減少・低迷したが、政策効果が所得の下支え要因となって消費は持ち直した。例えば、世界金融危機後は、2009年半ばに景気が底入れした後も、1年程度、消費依存業種も含めて雇用は減少し、その後も雇用回復ペースは緩やかだった。そうした中でも消費回復が続いたのは、個人向け減税や失業給付の拡充、自動車購入支援策等の効果があったためと思われる。しかし、こうした政策効果は、消費と互いに誘発し合うような「好循環」を描けないため、政策効果だけでは、消費拡大の「持続性」を考える上で心もとない。

³ 直近7月の参加率の水準をみると、大学生等を含む16～24歳は56.4%と金融危機前(2000～2007年)の平均である62.1%を大幅に下回るが、25～34歳は82.1%(危機前:83.4%)、35～44歳は83.0%(危機前:84.1%)、45～54歳は81.0%(危機前:82.1%)といずれも危機前の水準に迫っている。55歳以上は40.5%で危機前(35.7%)を上回っている。なお、図表4の試算値については、 t 時点の労働参加率 $=\sum \Delta v_i$ (年齢層*i*の2000年初時点での人口構成比率×年齢層*i*の*t*時点での労働参加率)として求めた($t=2000$ 年1月～2019年7月、 $i=16\sim 24$ 歳、25～34歳、35～44歳、45～54歳、55歳以上)。

⁴ 地区連銀経済報告(ページブック)、2019年7月

⁵ 地区連銀経済報告(ページブック)、2019年6月

⁶ 米国政府は、今年4月、EUによる航空機メーカー・エアバス社への補助金に対する対抗措置として、対EU輸入品の一部に追加関税を導入する方針を表明し、7月、当該関税の対象を拡大すると発表した。関税対象の合計輸入額は250億ドルに及ぶが、発動の有無も含め、最終的な対象金額や関税率は現在検討されている。

⁷ トランプ大統領は、今年5月、検討されていた自動車及び同部品の輸入制限措置に関して、USTR(通商代表部)に対し、日本やEUと交渉して180日以内に成果を報告するように指示した。そのため、一先ず自動車関税は見送りとなった。

⁸ トランプ大統領は、今年5月、メキシコからの不法移民流入を理由に、今年6月10日以降、対メキシコ輸入品の全てに対して5%の関税を課し、メキシコ側の対応に進展が無ければ、7月以降、関税率を5%ptずつ引き上げて最終的に25%にすると発表していた。6月、両国が不法移民対策に関して交渉を行い、メキシコ関税は無期限で延期されることになった。ただし、トランプ政権側は、今後の進展次第では追加関税を課す可能性を示唆している。

⁹ 自動車及び同部品・エンジンの輸入金額(国際収支統計ベース、2018年)。

¹⁰ 対メキシコ財輸入金額(国際収支統計ベース、2018年)。なお、RIETI-TIDによると、米国の対メキシコ財輸入金額の約30%が消費財であり、特に自動車、食品、家電の割合が高いとされている。

¹¹ 消費者信頼感指数(カンファレンスボード指数)と株価(S&P500)との相関は、2000年1月から2019年6月までの期間において、0.41となった。これに対して、信頼感指数と景気指標との相関は、ISM製造業指数の場合が0.25、ISM非製造業指数の場合が0.22、非農業部門雇用者数との場合が0.13、失業率との相関が▲0.18となるなど、株価との相関よりも低かった。

¹² 2000年1月から2019年6月までの期間を、(1)株価が上昇かつサプライズ指数がプラス、(2)株価が上昇かつサプライズ指数がマイナス、(3)株価が下落かつサプライズ指数がプラス、(4)株価が下落かつサプライズ指数がマイナスの4局面に分類し、各局面に関して、消費者信頼感指数(カンファレンスボード指数の前月比)を株価(S&P500の前月比)に回帰した。(1)と(2)の推計結果は以下の通りである。なお、ここでは信頼感指数としてカンファレンスボード指数を用いた結果を示すが、ミシガン大学指数を用いた場合でも、得られるインプリケーションは変わらない。

	(1)の場合	(2)の場合
	係数	係数
定数項	0.499	-3.097 *
(標準誤差)	(1.114)	(1.135)
株価	0.742 *	1.129 *
(標準誤差)	(0.378)	(0.361)
サンプル数	81	65
自由度修正済み決定係数		
	0.034	0.121

(注) *は有意水準5%で有意にゼロと異なる。

(資料) カンファレンスボード、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。