

米国、関税影響「相対抑制」非製造業は底堅さ 関連の雇用と景況感、小売売上、住宅ローン等は改善

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2025/5/9 (金)

米国経済では関税影響が相対的に抑制される非製造業に関して、底堅さが見られている。最新統計では関税引き上げ前の駆け込み要因があるものの、サービス業の雇用や非製造業の景況感、小売売上高、住宅ローン申請指数などが改善となっている。先行き関税打撃の本格波及は警戒される一方、ガソリンなどの商品価格と住居費の各下落や、高齢化や移民規制等による人手不足を含めた雇用の安定持続、物価上昇率を上回る賃金のプラス維持などにより、米国の消費サービス等の非製造業は打たれ強さが注目される。

ガソリン・住居費下落、雇用安定、実質賃金改善

「(FRB による昨年 9 月からの利下げ開始前に) 労働市場の下振れリスクに懸念を示したが、幸いにもそれ以降、失業率は横ばいで推移しており、さらなる冷え込みへの懸念はかなり和らいだ」、「今年 1-3 月の実質 GDP は関税引上げの駆け込み輸入の要因で減速したが、国内最終民需 (PDFP) は昨年と同じく 3% の伸びを維持した」、「米国経済は順調で、FRB の政策はそれほど引き締めのめではない」——。

FRB のパウエル議長は 7 日、FOMC 後の会見でこのように現状の米国景気に自信を示しつつ、利下げを急がない姿勢を示した。

現段階での米景気については、「労働市場はおおむね均衡で、最大雇用と整合的」、「非常に注意深く観察しているが、経済の減速を示す実際のデータはあまり見られない」、「人々は関税影響を心配しているが、ショックはまだ起きていない」などと説明。関税不況の先行きリスクを否定している。

最新の米経済指標でも、関税影響が相対的に抑制される非製造業に関して、以下のような底堅さが見られている。

■4 月雇用統計の雇用者数・前月比増減では、民間部門でサービス業が +15.6 万人の増加。3 月の +16.1 万人に続く大幅増で、4 月としては 3 年ぶりの高い伸びとなった。ヘルスケアを中心とした教育・医療や、娯楽・接客業、運輸・倉庫業、対事業所サービスなど、幅広い業種で改善となっている。

■4 月の ISM 景況指数では「非製造業」が 51.6 となり、前月の 50.8 から改善したほか、景気判断の節目である 50 を維持した。同じ 4 月分では関税影響が大きい「製造業」が 48.7 (直近最高は 1 月の 50.9) と、5 カ月ぶりの低水準に悪化となっている。

■米ジョンソン・レッドブック調査による週間の小売売上高指数は、最新 5 月 3 日週に前年同週比 +6.9% の上昇となった。前週の +6.1% を上回り、3

月 29 日週の +4.8% を直近最低として、昨年 12 月末以来の高い伸び率を回復。

■米 MBA (全米抵当銀行協会) による週間の住宅ローン申請統計では、最新 5 月 2 日週に購入指数が 162.8 となり、前週の 146.6 から大幅な上昇となる。2 月 14 日週の 144.0 を直近最低として、2023 年 7 月時以来の高レベルを回復。

こうした改善は、関税引き上げ前の駆け込み需要も影響している。その一方で米国の内需ではガソリンなどの商品価格と住居費の各下落や、高齢化や移民規制等による人手不足を含めた雇用の安定持続、物価上昇率を上回る賃金のプラス維持 (実質賃金の改善維持) などがあり、消費サービス等の非製造業は打たれ強さが注目されそうだ。

為替相場のドル/円との関係でいえば、過去の長期実績として、米国の非製造業関連を含めた内需指標が底堅さを保っている局面では、過度なドル安の抑制やドル下支えのパターンが観測されてきた。今回は関税ショックや世界的なドル離れの懸念といった大きな問題がドルを押し下げているとはいえ、過度な不安感や関税問題が落ち着くに連れて、米国の内需指標の底堅さに即したドル安余地の狭まりやドル安定化が支援される余地がある。

銀行株が国際優良の工業株比で優位、内需に耐性

米雇用統計の雇用者数・前月比増減では、民間のサービス業が最新 4 月に +15.6 万人の大幅増となった。トレンドを示す 6 カ月移動平均では +16.5 万人、12 カ月移動平均では +12.5 万人となり、安定軌道が見られている。

過去にこうした水準超えは 2021 年 4 月から観測されたが、ドル/円は同月のドル安値 107 円台からドル底固めを経て、ドル高トレンドへと移行。約 1 年半後となる 2022 年 10 月には、151 円超えにドル高が進展している。

その前では 2011 年 7 月から観測された。当時はドル安局面にあり、同月のドル安値 77 円台から 10 月には 75 円台という過去ドル最安値をつける場面があった。しかし、結果論ながらも同局面が「歴史的なドルの買い場」となる形で、ドル下げ渋りからドル高トレンドに移行した実績を有している。

現状は米国株市場でも関税打撃による製造業株の大幅な下振れに対し、非製造業株は相対比較で下落の度合いが抑制されている。主要株価指数の「月間安値 - 前年同月の月間高値」比較による前年同月比の成績では、NY ダウ工業株 30 種が 4 月に -8.0% の

下落になった。それに対して非製造業の S&P500 商業銀行株指数（ブルームバーグ算出）は、-5.7%のマイナスにとどまっている。

結果「商業銀行株-工業株」の前年比格差は、+2.3%の銀行株優位となっている。過去のリスク回避激化や大幅株安の局面では、国際優良株が揃う NYダウ工業株 30 種が相対優位となり、銀行株は大幅な下振れとなるパターンが目立ってきたなってきた。

例えば同格差はコロナ危機時の 2020 年に-30%という銀行株の下振れがあったほか、2016 年に-22%、2011 年に-27%、リーマン・ショック時の 2008 年に-39%といった大幅な銀行株の劣勢が観測されている。いずれも米国の金融不安定化や内需の悪化懸念などもあり、為替ドル/円ではドルの深押しとドル安基調の深化が連動で進展となっていた。

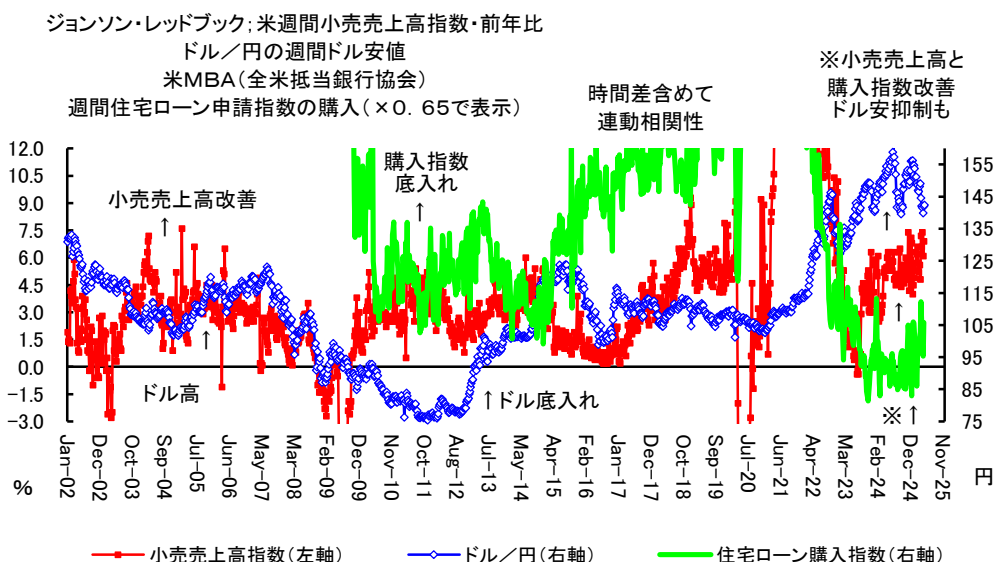
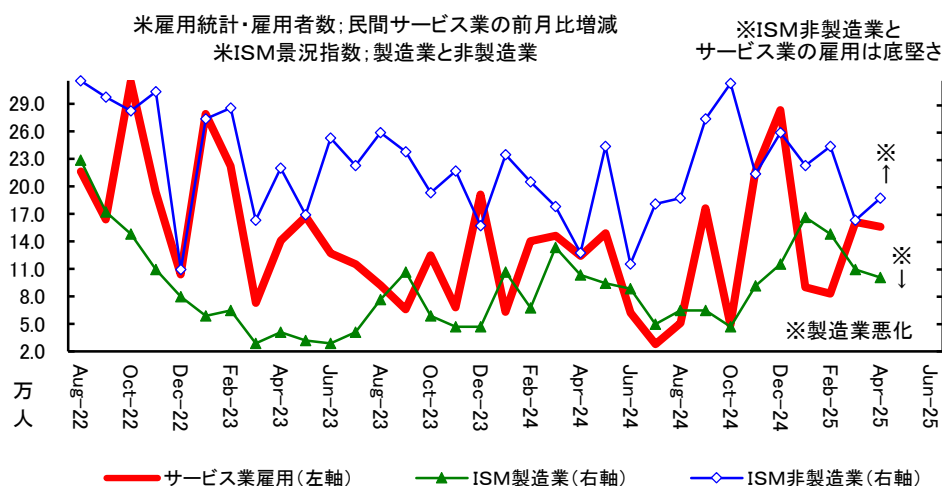
その点で現状の銀行株を始めとした非製造業株の相対優位と安定化は、米国の金融環境や内需の悪化懸念を抑制させていく。連動する形でドル安の度合い抑制や、先行きドルの安定化につながる潜在余地を秘めている。

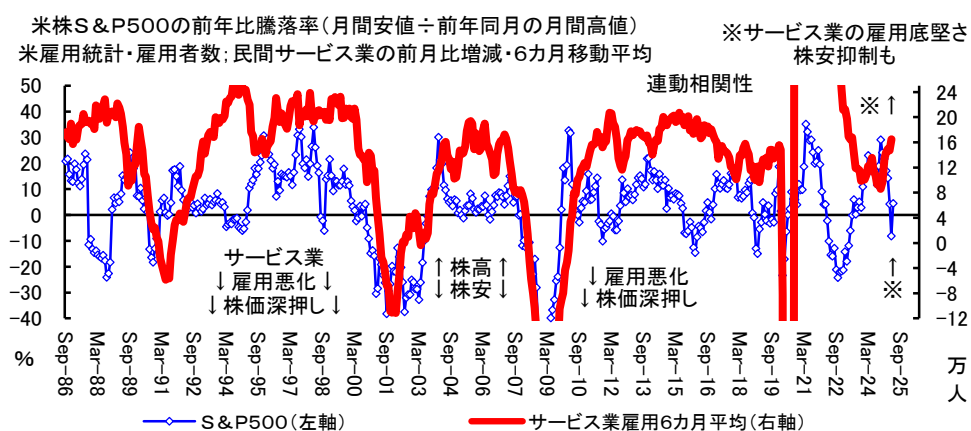
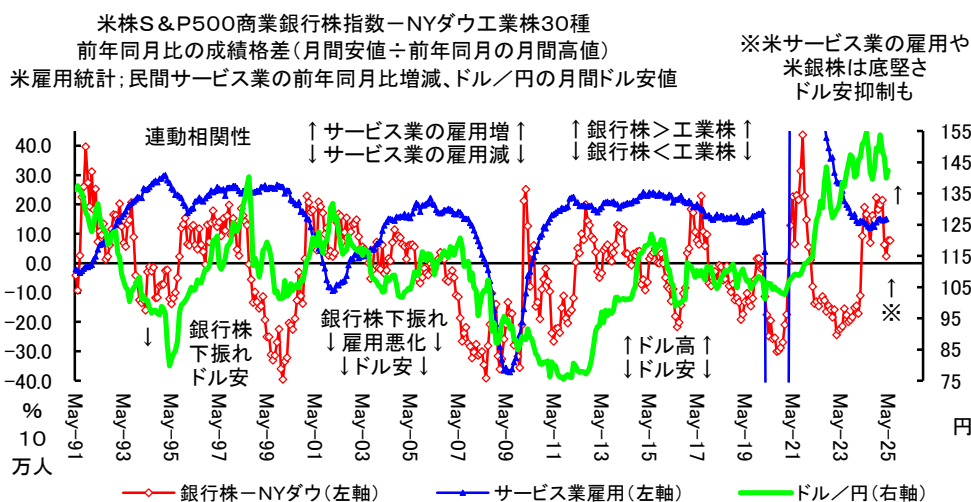
現在のトランプ政権は米製造業の海外移転や国外からの輸入増加に歯止めをかけ、賃金の低い非製造業主体の経済から、製造業の復活による中間層以下

の底上げなどを目論んでいる。こうした構造改革に向けた関税攻勢は混乱ショックを招いているが、「痛みを伴う改革の過渡期」におけるバッファー役（緩衝材）として、まだ経済影響度の大きい非製造業の打たれ強さが焦点になってきた。

米国では2022年からのFRBによる大幅利上げ以降にも、再三再四、景気後退（リセッション）が警戒されながら持ちこたえてきた。その抵抗力の一因としては、「サービス業（非製造業）の影響度増大」があり、昨年後半に世界最大の資産運用会社ブラックロックの最高幹部、リック・リーダー・グローバル債券 CIO は以下のような指摘を行っている。

「これから米国経済がハードランディングになるとは思えない。多くの人は気づいていないが、米国は『サービス型の経済』になっている。サービス業は安定している。今や米国経済の 70%が医療、教育、通信、インターネット関連などサービス業だ。こうした安定した経済では、ハードランディングのような景気後退は起きにくい。ハードランディングはかつての製造業、コモディティ（商品）、石油が主体の経済で見られた現象だ」（昨年 11 月 22 日、テレビ東京のインタビュー）。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。