

## 政策期待に支えられ、底堅さを維持する米国経済

### ～株式市場は一時調整入り～

佐古 佳史

#### 要旨

18、19 会計年度の裁量的経費の歳出上限が合計 3,000 億ドル引き上げられ、インフラ投資を含む、より一層の拡張的な財政政策が行われる可能性が高まった。

1 月の小売売上高が弱含んだことから、18 年に入り実質消費支出は鈍化していることがうかがえる。貯蓄率が歴史的に低い水準で推移する中、持続的な消費の拡大は賃金上昇に大きく依存するといえる。

雇用統計で賃金上昇率が高まったことをきっかけに金利は上昇し、株式市場は調整入りしたが、最悪期は脱したと考えられる。

#### 2 年間で歳出上限を 3000 億ドル引き上げ

2 月 9 日にトランプ大統領が 3 月 23 日までのつなぎ予算に署名し、政府機関の閉鎖は実質的に回避された。同時に 18、19 会計年度において、公共事業費や国防費などを含む裁量的経費の歳出上限を合計 3,000 億ドル引き上げる予算関連法案も可決された。17 年末に実現した 10 年間で 1.5 兆ドル規模の減税政策と合わせると、実質 GDP（約 17 兆ドル）比で 1% 程度の拡張的な財政政策が実施されることになる。

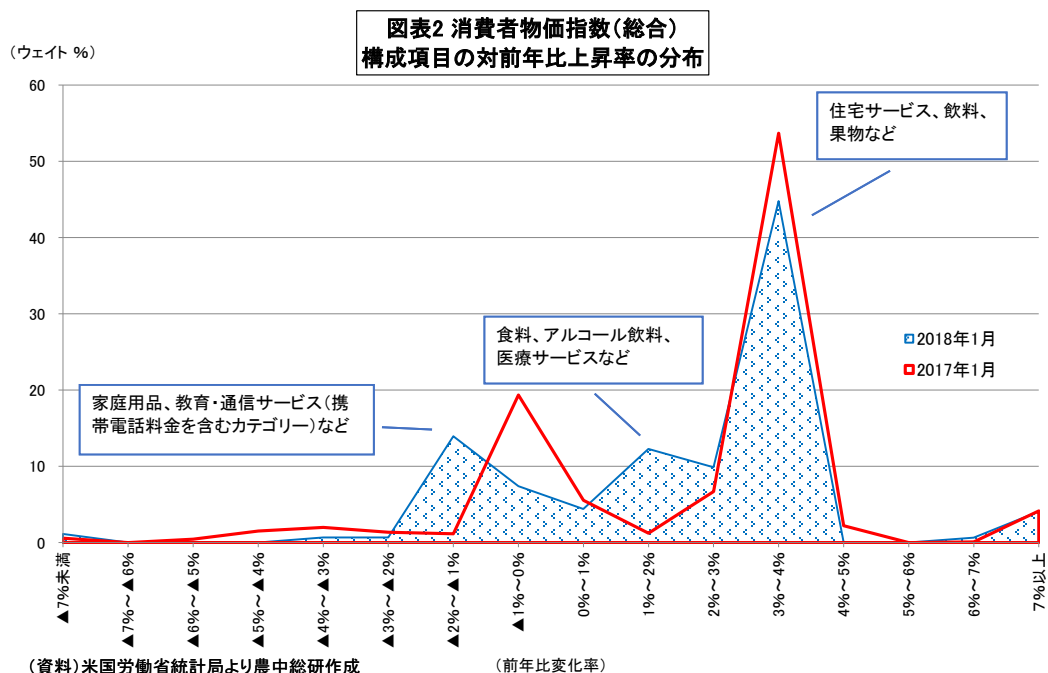
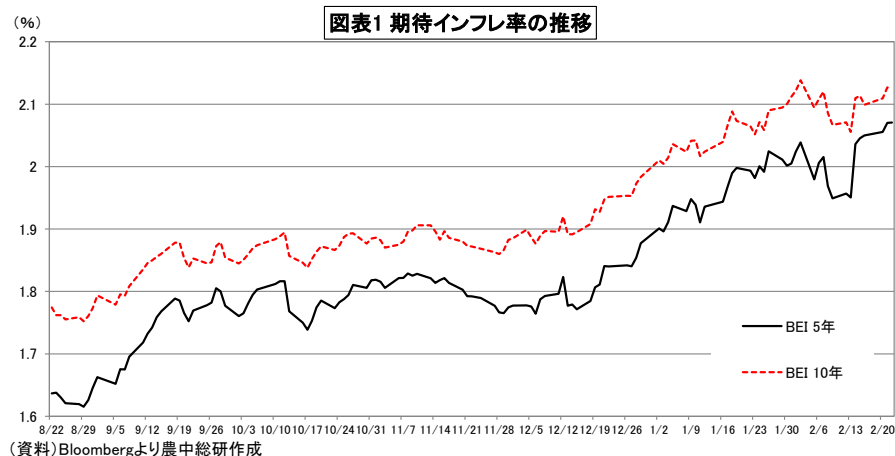
#### インフレ率の加速がマーケットのテーマに

こうしたなか、米労働省統計局が 2 日に発表した 1 月の雇用統計によると、平均賃金が前年比で 2.9% と 09 年以来の高い上昇率となった。税制改革が実現した 17 年 12 月 22 日以降上昇傾向であった期待インフレ率が、賃金上昇の加速を受けてインフレ率が加速するのではとの思惑などから、一段と上昇した。

14 日に発表された 1 月の消費者物価指数（CPI）についても、総合、コアはそれぞれ前年比 2.1%、1.8% と事前予想を上回った。総合について仔細にみると、1 年前と比べて幅広い項目でインフレ率が上昇していることがうかがえる（図表 2）。また、17 年中にしばしば指摘された携帯電話の通信料金値下げの影響<sup>（注 1）</sup>は 2 月で剥落するため、3 月以降の CPI の上昇率は 17 年より高めに出ると考えられる。生産者物価指数（コア）についても前年比 2.2% と市場予想を上回ったことなどからも、当面はインフレ率が本格的に高まるのかどうか目が集まるであろう。

（注 1）17 年 3 月に携帯電話料金が一斉値下げされた影響で、18 年 1 月

の消費者物価指数（総合）は値下げが無かった場合に比べて、前年比で0.18%程度押し下げられた。18年3月以降、この影響は消えるため、インフレ率の上昇が想定される。



**市場は3月FOMC  
での利上げを想  
定**

**景気の先行き：  
指標は強弱入り  
混じるものの、**

パウエル議長の議会証言が28日に予定されており、金融政策の方向性や賃金上昇の加速、2月はじめに大幅な調整局面を迎えた株価下落についてのFRBの見解を探るべく注目が集まるであろう。こうした中、マーケットは、終了後にパウエル議長の記者会見が予定される3月FOMCでの利上げを100%の確率で織り込んでいる。

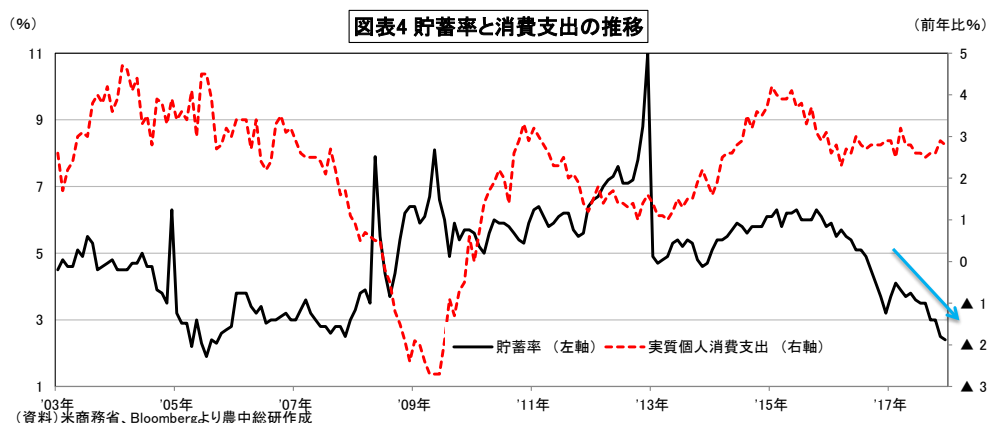
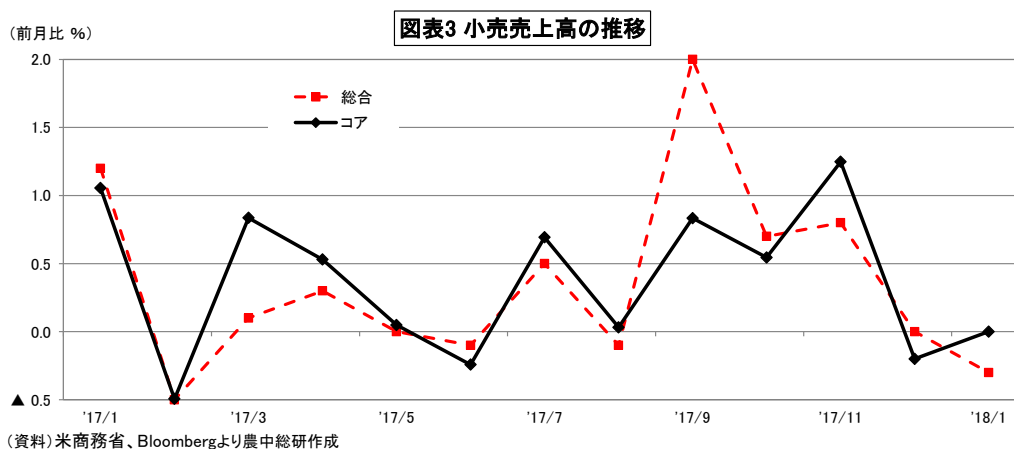
1月の非農業部門雇用者数は前月から20.0万人と大幅に増加した。また、失業率は12月から変わらずの4.1%と低い値で推移しており、労働市場は堅調と判断できる。

## 政策期待が下支え

企業部門については、ISM 製造業景況指数が 04 年 7 月以来の 59.1、非製造業景況指数が 05 年 8 月以来の 59.9 といずれも高い水準を維持しており、マインドは非常に強いと判断できる。一方で、1 月の鉱工業生産は前月比▲0.1%と弱含んでおり、企業部門の全てが好調とも言い切れない。

1 月の小売売上高（総合）は 5 ヶ月ぶりに前月から減少し、コア<sup>（注 2）</sup>も前月から変わらずとやや弱含んだ。12 月の貯蓄率が 2.4%と歴史的な低水準となり低下余地が乏しいことも踏まえると、今後消費が持続的に拡大するかは賃金上昇や雇用の改善に大きく依存するといえる。一方で、2 月のミシガン大学調査消費者信頼感指数は 99.9 と 04 年以来の高水準を記録した。消費者へのアンケートでは、所得、雇用環境の改善や税制改革への好感が、調整に入った株式市場から生じる懸念を上回ることが報告されており、現状は、政策が消費者マインドを通じて経済を下支えしているといえる。

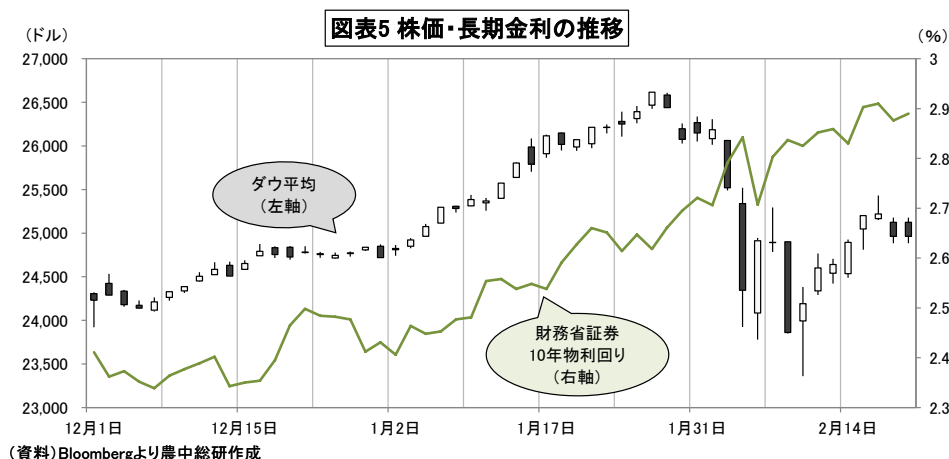
（注 2）コア小売売上高は、総合から変動の大きい自動車、ガソリン、建材、外食を除いた項目



金融市場：現状・見通し・注目点

17 年末の税制改革の成立以降、徐々に高まった期待インフレ率に連動して、米国の長期金利（10 年債利回り）は 1 月にかけて 30bp 上昇した。2 日の雇用統計にて平均賃金が高い伸びを示したことが引き金となり、2 月初めに金融市場が不安定化した際には、金利は激しい変動を伴いつつ上昇し、15 日は 2.9% 台に乗せ、現在に至っている。

減税政策で歳入が減る一方で、歳出上限が引き上げられたことから 17 年には約 5,500 億ドルだった国債発行額が 18 年には倍増すると考えられており、金利上昇圧力が生じやすい。一方で、小売売上高が前月比で減少した月に CPI が上昇するのは稀なため、今回の CPI の上昇には特殊要因が反映されているのではと考えられ、来月以降のインフレ関連指標が安定的に上昇しなければ、いずれ金利も再び低下すると思われる。以上より、先行きについては大幅な上昇は想定しないものの、強いインフレ指標に起因する短期的な金利高騰は起こりうると思われる。



平均賃金が高い伸びを示したことで、近年の低インフレ、低金利かつ低ボラティリティのいわゆるゴルディロックス相場が崩壊するのではとの不安感から、2 月初頭にかけて株式市場はピークから 10% 程度の調整を余儀なくされた。しかし、その後は VIX が 2 月初頭の調整前に比べて高い水準にとどまっているものの、低下しつつあり、足元では再び株価が上昇傾向にあると確認できる。先行きは、10～12 月期決算発表にて S&P500 採用企業について前年比 15% 程度の増益が見込まれていることや、法人税減税が自社株買いを加速させるとの期待などから、株価は落ち着きを取り戻すと考えられる。しかし、強いインフレ関連指標や FRB 関係者のタカ派発言には注意する必要があるだろう。 (18. 2. 21 現在)