

米国経済は消費が弱含むものの底堅さを維持

～トランプリスクの顕在化により、貿易戦争への懸念が強まる～

佐古 佳史

要旨

11月の中間選挙を見据え、トランプ大統領による追加関税の導入や対外強硬派、保護貿易派の重用など、米国の貿易政策や地政学的リスクにはますます注意が必要となつた。

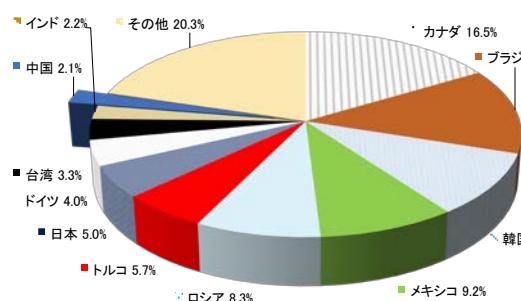
足元の統計では消費が弱含むものの、雇用者の増加など景気の足腰はしっかりしており、特段心配する必要は無いであろう。

20、21日に開催されたFOMCでは事前予想通り25bpの利上げが行われた。また、18年内の金利見通しは前回の12月時点から変わらなかつたため、ハト派的な印象を与えた。

中国を念頭に強硬な貿易政策発動

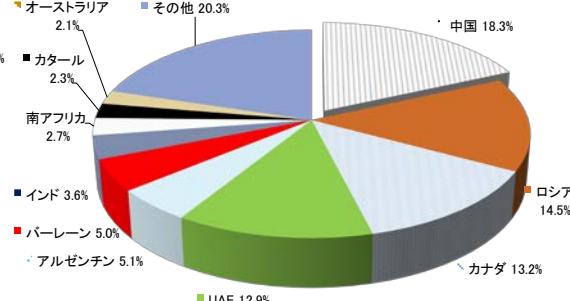
ライアン下院議長など多くの共和党議員の反対をよそに、トランプ大統領は8日、鉄鋼に25%、アルミニウムに10%の追加関税の導入を決定した。メキシコとカナダなど7ヶ国・地域は追加関税の適用対象から当初除外され、その他の国も適用除外に向けて交渉している最中であり、最終的にどの程度強硬的な措置となるのか現段階では不透明である。また22日には、トランプ大統領は米通商代表部(USTR)の調査に基づき、中国による知的財産侵害に対抗して、最大600億ドルの中国製品に対する追加関税適用を発表した。中国も対抗措置として米国からの輸入品30億ドル相当への追加関税を発表し、米中間で本格的に貿易戦争に突入する懸念が強まつた。

図表1 米国の各国別鉄鋼輸入の割合(数量、17年)



(資料)米商務省センサス局より農中総研作成

図表2 米国の各国別アルミ輸入の割合(数量、17年)



(資料)米商務省センサス局より農中総研作成

こうしたなか、経済政策の司令塔であるコーン国家経済会議委員長が追加関税導入に反対し、6日に辞任を発表した。これによりロス商務長官やナバロ通商製造政策局長ら保護主義の勢力が政権

3月 FOMC にて 25bp の利上げを 実施

内で強まると考えられる。なお、コーン氏の後任にはレーガン政権で予算を担当した自由貿易派のカドロー氏が検討されている。また、トランプ大統領は13日に、対北朝鮮政策など国家安全保障を巡る多数の問題で以前から意見の相違が指摘されていたティラーソン国務長官を更迭し、後任に中央情報局長官（CIA）で国家安全保障や貿易に関してより強硬派のポンペオ氏を充てると発表した。こうした動きから、トランプ政権の保護主義かつ強硬なトーンがより強まるのは確実と考えられる。

一方で、こうした選挙対策とも取れる最近のトランプ大統領の動きとは裏腹に、13日に行われたペンシルバニア州の下院補選では民主党のラム候補が勝利し、共和党は敗北した。同州はラストベルトに含まれ、鉄鋼業界で働く有権者も多くトランプ大統領の支持基盤とされてきただけに、11月の中間選挙を控えた共和党には暗雲が立ちこめることとなった。

3月はホワイトハウスの動きに注目が集まったが、金融政策に目を転じると、20、21日にかけて、パウエル議長の就任後初となる連邦公開市場委員会（FOMC）が開催され、大勢の予測通り政策金利の誘導目標が1.5%～1.75%へ引き上げられた。むしろ、かねてから焦点となっていた利上げ見通しが18年内は3回と17年12月時点から変わらなかったことが市場からはハト派的と受け止められた。一方で、15人のFOMC参加者の内7人が年内利上げ回数を4回以上と予想しており、利上げペース加速の可能性が残る内容となつた。また、減税政策の効果などを加味し、19年の利上げ回数予想も3回へ引き上げられた。パウエル議長はFOMC後に開かれた記者会見で、2%インフレ目標を見据えつつも、利上げが後手に回ることを回避するため、早くも遅くもない中立的な利上げペースの維持に努めることを強調した。

図表3 FRB大勢見通し(3月時点)

	2018年	2019年	2020年	長期見通し
実質GDP (%前年比)	2.6～3.0	2.2～2.6	1.8～2.1	1.8～2.0
(12月時点 (%前年比))	2.2～2.6	1.9～2.3	1.7～2.0	1.8～1.9
失業率 (%)	3.6～3.8	3.4～3.7	3.5～3.8	4.3～4.7
(12月時点 (%))	3.7～4.0	3.6～4.0	3.6～4.2	4.4～4.7
PCEデフレーター (%前年比)	1.8～2.0	2.0～2.2	2.1～2.2	2.0
(12月時点 (%前年比))	1.7～1.9	2.0	2.0～2.1	2.0
コアPCEデフレーター (%前年比)	1.8～2.0	2.0～2.2	2.1～2.2	
(12月時点 (%前年比))	1.7～1.9	2.0	2.0～2.1	
政策金利(中央値) (%)	2.1～2.4	2.8～3.4	3.1～3.6	2.8～3.0
(12月時点 (%))	1.9～2.4	2.4～3.1	2.6～3.1	2.8～3.0

(資料)FRBより作成

景気の先行き：
消費が弱含むも

2月の非農業部門雇用者数は前月から31.3万人と、16年7月以来となる大幅な増加を記録した。1月分は前月比20万人増から同

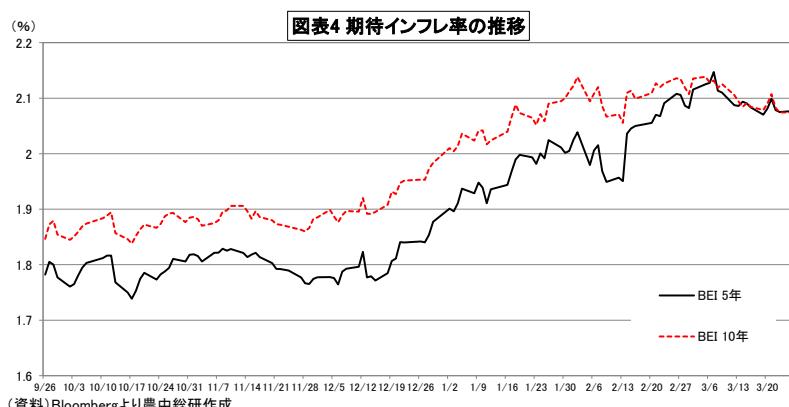
堅調さを維持

23.9万人増に、12月も同16万人増から同17.5万人増にそれぞれ上方修正された。また、失業率は1月から変わらずの4.1%と低い値で推移しており、総じて労働市場は堅調と判断できる。一方で、前年比2.9%と高い伸びを示したことで市場の注目を集めた1月の賃金上昇率は同2.8%と下方修正され、かつ2月分は同2.6%と市場予想を下回る緩慢な伸びにとどまつたことで、インフレ懸念は幾分か後退したことがうかがえる（図表4）。

企業部門については、ISM製造業景況指数が60.8、非製造業景況指数が59.5といずれも高い水準を維持しており、マインドは総じて強い。さらに、1月に弱含んだ鉱工業生産は、2月分では前月比1.2%（内、製造業は同1.2%）と大幅な上昇に転じたことで、企業部門の底堅さも確認された。

一方で、小売売上高（総合）が3ヶ月連続で前月比割れとなるなど足元の消費は力強さを欠いている。米国のGDPは約7割が個人消費で構成されるだけに、こうした消費の弱含みを示唆するデータを受けて、アトランタ連銀とニューヨーク連銀が公表するGDP速報値は、2月半ば以降に低下基調で推移している（18年第1四半期のGDP成長率はそれぞれ前期比年率1.8%、2.73%）。しかしながら、高い鉱工業生産の伸びやGDPの算出とは直接の関係はないものの雇用者数の大幅な増加など、基調としては底堅さを維持しており、特段の心配は無用であろう。

こうしたなか、2月のコア生産者物価指数は前年同月比2.5%と高い伸びを示したが、1月のPCEデフレーターは同1.5%、コア消費者物価指数は同1.8%とパウエル議長が記者会見で認めた通り、インフレ率は加速していない。



金融市場：現状・見通し・注目点

1月の雇用統計にて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、金利は激しい変動を

伴いつつ上昇し、22日は2.95%まで上昇した。その後は株式市場が落ち着きを取り戻すにつれて金利上昇も一段落した。3月に入ると、2月の雇用統計にて賃金上昇率が鈍化したことや小売売上高が弱含んだこと、またトランプ大統領による保護主義的な貿易政策への警戒感などから債券需要が高まり、金利はやや低下方向で推移している。先行きについては、①減税政策などにより18年の国債発行額は倍増すると考えられているものの、既に債券市場は織り込み済みと想定されることや、②追加的な関税措置など貿易政策における保護主義的な動きがリスク回避的な債券需要につながり金利低下圧力となることなどから、金利が大幅に上昇するとは想定しづらい。しかし、強いインフレ指標が確認されれば、3月FOMCにて年内3回の見通しとなった利上げ回数が増加するとの観測が高まり、短期的には金利急騰も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、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との不安感から、2月初旬以降株式市場はピークから10%程度の調整を余儀なくされた。その後は落ち着きを取り戻し2月末にかけて株価は上昇傾向となった。3月に入り、閣僚の辞任や、トランプ大統領による保護主義的な動きの強まり、フェイスブックによる個人情報漏洩問題など悪材料が重なり、再び株価は軟調に推移している。先行きについては、好調な業績が期待されていることに加え、法人税減税による自社株買い期待はあるものの、利上げペースの加速観測が生じやすい環境にある上に、米国の保護貿易主義に対する中国の対抗措置や、4月に上院での公聴会が予定されている、ポンペオ現CIA長官の北朝鮮への対応など懸念材料も多く、目前の上値は重いと考えられる。 (18.3.23現在)