

消費主導で景気拡大が持続する米国経済

～ 白人至上主義への対応をめくり、トランプ政権は一時混乱 ～

佐古 佳史

要旨

米国経済は雇用者の増加を伴いながら、消費主導で景気拡大が持続すると思われる。

7月のFOMC議事要旨から、インフレ率の鈍化にこれまで以上に懸念が示されていたことが明らかとなり、年内の追加利上げ観測が後退した。

白人至上主義をめくり混乱したトランプ政権であったが、首席戦略官バノン氏の解任により、政権運営は安定すると期待されている。しかし、早ければ10月初めとされるデフォルトの回避に向けた債務上限引き上げについての合意は難航する可能性もある。

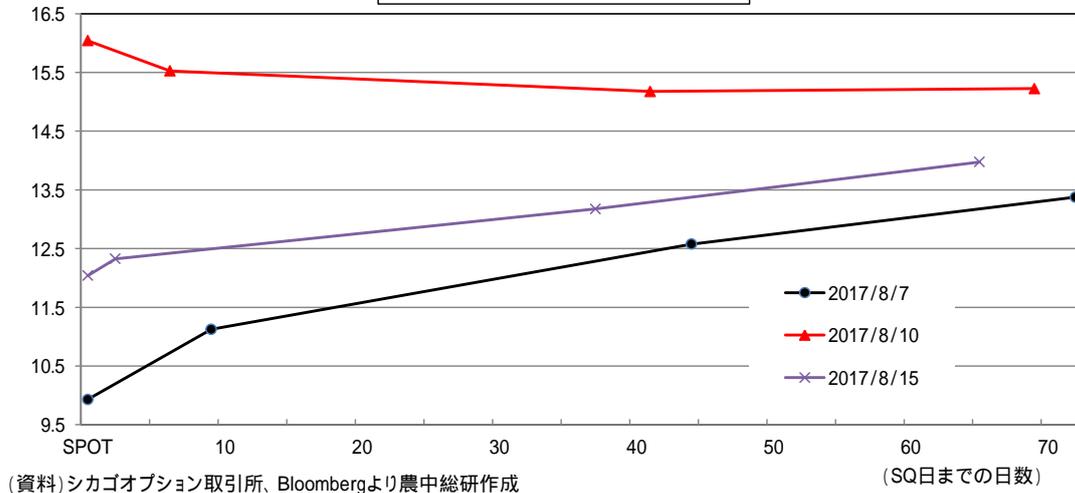
北朝鮮の地政学的リスク

大陸間弾道ミサイルの発射実験を行う等、米国への挑発行為を続ける北朝鮮に対して、トランプ大統領は8月8日に、北朝鮮は挑発行為をやめるべきであり、さもなければ「炎と怒り（fire and fury）」に見舞われるであろうと述べた。これに反発する形で、9日には北朝鮮の国営メディアが、北朝鮮は米領グアム沖へのミサイル発射計画を検討していると報道し、市場では北朝鮮の地政学的リスクが再び意識され始めた。10日にトランプ大統領が「北朝鮮が起こり得ないと思っていたようなことが同国に起こるだろう」との発言から米朝間の緊張がさらに高まり、11日にはスポットVIX^(注1)が一時17.28まで急上昇するなか、米国株は急落した。その後、米国国防当局者が、北朝鮮問題は話し合いでの解決が望ましいとの発言をしたことや、15日に朝鮮人民軍首脳からミサイル発射計画の報告を受けた金正恩委員長が「米国の行動をもう少し見守る」と述べたとの報道を契機に米朝間の緊張は一旦和らぎ、VIXも12台へと低下した。しかし、21日から予定通り実施されている米韓合同軍事演習への北朝鮮の反発や、25日の先軍節、9月9日の建国記念日にも引き続き注意する必要がある。

さて、VIXの期間構造^(注2)に目を向けると、8月10日にスポットVIXが急騰し、期近の方が期先よりも値が高くなるバックワーデーションの状態になっていた。これは、市場において直近30日間の不確実性が認識されていたと同時に、今回の混乱はしばらくすると落ち着くと認識されていたと解釈できる。15日には米朝間の緊張が緩和し、VIXの期間構造は期近の方が期先よりも値が低く

なるコンタンゴの状態^(注3)に戻り、市場は落ち着きを取り戻したと解釈できる。

図表1 VIXの期間構造の推移



(注1)スポット VIX は S&P500 を対象とするオプションの値動きを元に算出される指数であり、今後 30 日間の株価の変動の推定範囲 (インプライド・ボラティリティ) を表している。

(注2) VIX には先物が存在し、将来時点から向こう 30 日間のインプライド・ボラティリティを表している。

(注3)市場が落ち着いている際の VIX の期間構造はコンタンゴの状態であり、将来の株価の変動が現在よりも大きいと考えられていると解釈できる。

トランプ大統領は孤立するも、税制改革は前進か

北朝鮮の地政学的リスクが後退しつつあった 12 日、米南部のバージニア州シャーロットビルでは、白人至上主義者とそれに反対するグループが衝突し、1 人が死亡する事件が発生した。それについて、白人至上主義者を強い口調で非難せず、双方に責任があると述べたトランプ大統領に非難が集中した。こうしたトランプ大統領の対応に米企業 CEO らが抗議した結果、大統領の助言機関である製造業評議会と戦略政策フォーラムが解散される運びとなった。また、共和党内部でもトランプ大統領のこうした対応に公然と抗議する動きが広がった。一方で、トランプ政権内部の混乱・対立を招いてきたとみられる首席戦略官パノン氏が 18 日に退任したことで、同氏の影響力が排除され、政権運営は安定すると考えられている。

22 日にはトランプ政権の主要閣僚が、税制改革における減税分の財源を確保する手段について大筋で合意したとの報道があり、今後も紆余曲折が予想されるものの、税制改革は実現に向けて一

債務上限問題

歩前進したといえる。

6月29日に米議会予算局は、米政府は連邦債務上限を引き上げない限り、10月初めから半ば頃に資金が底を突く可能性があるとして報告している。ムニューシン財務長官は、9月末までに無条件での債務上限引き上げを議会に求めているが、オバマケアの撤廃を巡って既に分裂状態である与党共和党内では、シャーロットビルでの衝突と白人至上主義に関するトランプ大統領の発言に反発が強まっており、スムーズに債務上限が引き上げられるか怪しくなってきた。25日時点では、デフォルト確率は15%程度と認識されている。

景気の先行き： 拡大基調を維持

先行きについては、米国経済の自律的な景気拡大が継続するとこのこれまでの見方に変更はない。7月の非農業部門雇用者数が20.9万人増と堅調であり、企業マインドも高い水準で推移している。直近のデータとなる6月の個人消費支出はやや頭打ち感がみられ、個人所得は5月から僅かに（0.1%未満）減少したが、これは5月に増加した個人配当所得が6月には減少したためであり、一時的なものであろう。ミシガン大学の調査による8月の消費者マインドは97.6と非常に高い水準であり、7月の小売売上高も堅調なことから、個人消費支出は今後も堅調に推移し、経済成長を牽引すると思われる。

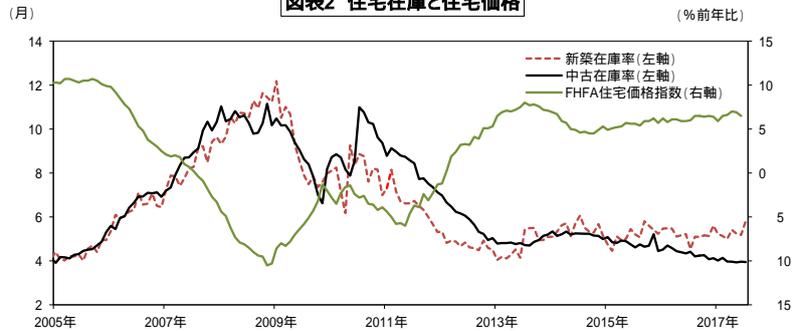
受給が逼迫する 住宅市場

住宅市場の動向をみると、当月の在庫と販売件数の比率として定義される在庫率が、7月は新築で5.8ヶ月、中古で3.9ヶ月と大きく低下している一方、住宅販売件数は堅調に推移していることから、住宅市場が逼迫していることがうかがえる。住宅在庫率は住宅価格に先行することが知られており、代表的な一戸建ての住宅価格指数であるFHFA住宅価格指数(購入分のみ)は、前年比6%台後半で推移している。好調な住宅販売の背景として、80年代から00年代初めに生まれたミレニウム世代を中心に住宅需要が高まっていることや、モーゲージローン金利が低い水準で安定していることが挙げられる。

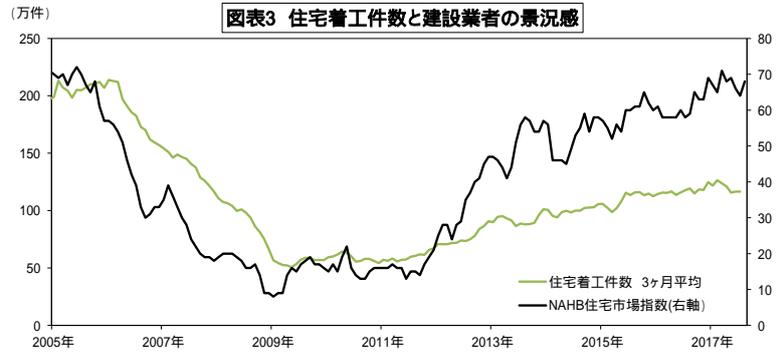
また、全米ホームビルダー協会（NAHB）が発表している住宅建設業者のマインド指数は判断の分かれ目となる50を上回って推移しており、高い景況感を維持している。一方で、00年代後半のデータと比較すると、住宅着工件数が景況感に追いついていないことがうかがえる。木材の高騰や宅地と人手が不足していると指摘されており、今後も住宅着工件数の飛躍的な増加は見込めないで

あろう。従って、住宅在庫率が低い水準で推移し住宅価格が上昇を続けると考えられる。ミレニアル世代を中心に住宅需要が強いこともあり、全米不動産協会は17年、18年ともに、住宅市場は堅調に推移するとの見通しを示している。

図表2 住宅在庫と住宅価格



図表3 住宅着工件数と建設業者の景況感



図表4 住宅販売件数



図表5 住宅動向の予測

		(前年比 %)	
		2017年	2018年
新築	着工件数	1.4	12.7
	価格	0.5	3.1
	販売件数	12	8.2
中古	価格	5.2	3.6
	販売件数	2.6	1.8

(資料)全米不動産協会

**FOMC 議事要旨に
て、低インフレ
の懸念が強まる**

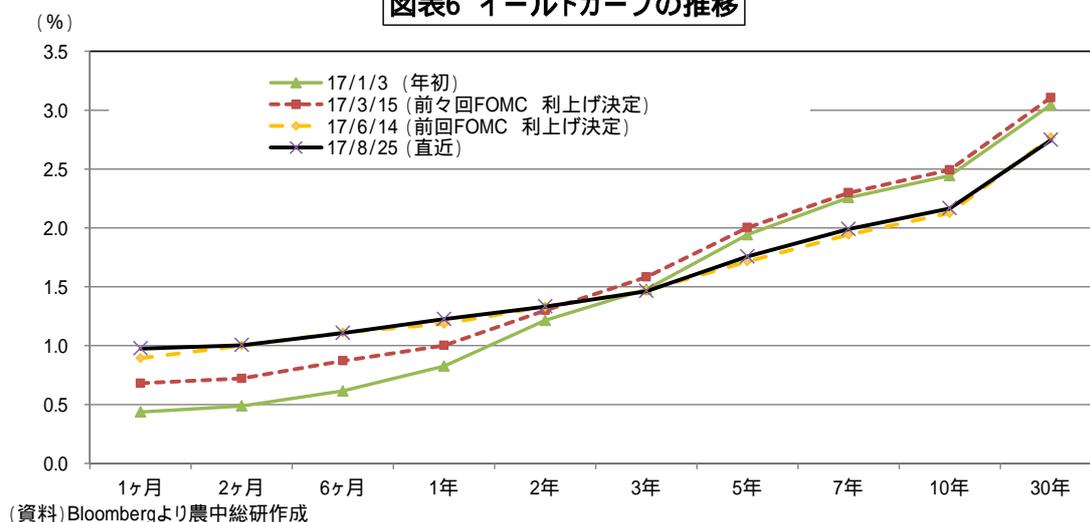
依然として、インフレ率は鈍いままである。6月のPCEデフレーター（コア）は前年比1.5%であり、FRBが目標とする2%を下回る水準である。また7月の生産者物価指数、消費者物価指数（ともにコア）は前年比でそれぞれ1.9%、1.7%と足踏み状態となっている。

7月の連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨から、最近のインフレ率の鈍化の大半は個別要因（idiosyncratic factors）によるものであるとしつつも、FOMCメンバーが低インフレにこれまで以上に懸念を示していることが明らかとなり、市場では年内の追加利上げ観測が遠のいた。低インフレの理由としては、逼迫する労働環境からの価格反応度の低下や、自然失業率の低下、グローバル環境の変化と技術進歩で拍車がかかったビジネスモデルの革新による価格決定力の制限等が指摘された。

**イールドカーブ
の推移**

イールドカーブの推移をみると、利上げ実施とその継続方針を受けて、前々回FOMC（3月15日）時や前回FOMC（6月14日）時から、金利は短期ゾーンで上昇している。一方で弱いインフレ見通しを反映し、長期～超長期にかけては前回FOMC時からほぼ変化していない。年初と比較するとイールドカーブはフラット化している。

図表6 イールドカーブの推移

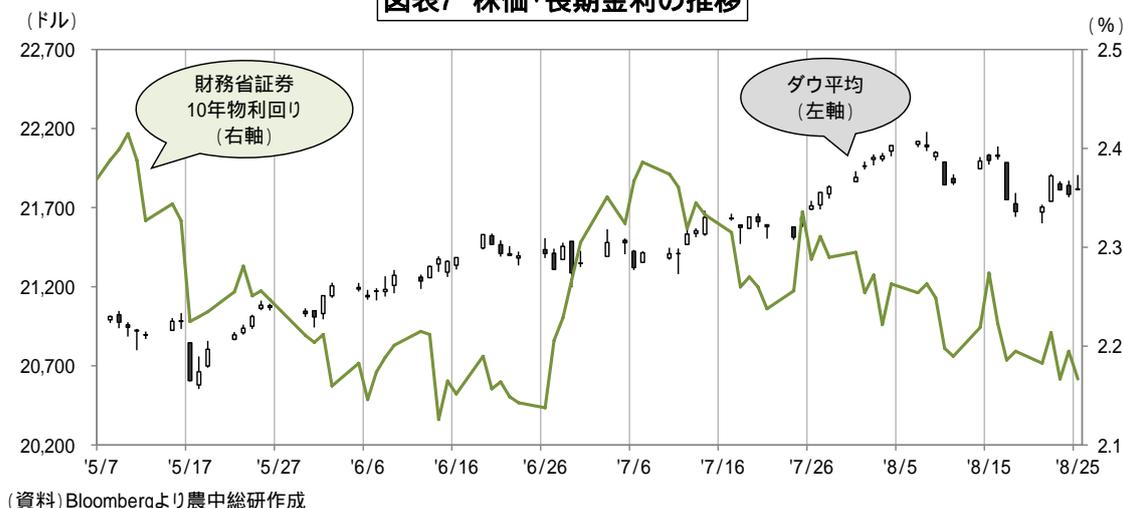


**金融市場：現
状・見通し・注
目点**

5月中旬には2.4%台まで上昇した長期金利（米国債10年物利回り）は、その後再び低下し、6月下旬には物価の伸びの鈍化等から一旦は2.2%台を割り込んだが、ドラギ ECB 総裁のタカ派発言や、米ISM製造業指景況数等の強い経済指標を受け、7月初めにかけて2.4%目前に迫った。しかし、イエレン議長が7月12日の公

聴会にてハト派化した印象を与えた影響で再び金利は低下し、7月半ばにかけて、2.2%台半ばで低下した。足元では、北朝鮮に関する地政学的リスクの高まったことや、公開された7月のFOMC議事要旨から利上げ見通しが後退したこと等が影響し、再び2.2%を割り込んでいる。足元では、8月24日から26日にかけてジャクソンホールにて開催された年次経済シンポジウムにおいて、イエレン議長が年内追加利上げの可能性など、金融政策に言及しなかったことがハト派的と受けとめられ、金利は低下傾向を保っている。今後については、引き続きインフレ指標の推移とそれをFRBがどのように解釈し、利上げ見通しを修正するかどうかが焦点になる。

図表7 株価・長期金利の推移



株式市場では、5月から6月前半にかけて、主要指数が上値を追う展開が続いた。6月半ば以降は方向感を欠いたが、7月に入り、好調な経済指標とイエレン議長の公聴会での発言等を受けて、主要指数が史上最高値を更新した。8月前半には、好調な決算発表や、低金利環境が追い風となり、史上最高値の更新が連続し、7日には終値で22,118.42ドルを付けたものの、8月半ばには、北朝鮮に関する地政学的リスクの高まりや、白人至上主義者に関するトランプ大統領の発言に端を発する政治的混乱等から、一時軟調に推移した。足元では、税制改革の前進期待等を受けて株価は持ち直しつつあるが、トランプ大統領の発言や地政学的リスクには引き続き注意が必要であろう。

(17.8.25 現在)