

緩やかな拡大の続く米国経済

～賃金上昇率は依然として高まっていない～

佐古 佳史

要旨

ページブックによると、12月末にかけて、ほとんどの製造業者が景気の緩やかな拡大を報告するなど、足元の米国経済は堅調と判断してよいだろう。

税制改革で即時償却が5年間認められた設備投資については、増加基調が継続するなど先行きも米国経済は緩やかな拡大が続くとみられる。一方で、賃金上昇率は高まっておらず、インフレ率の上昇につながっていない。

2月8日に先送りされた暫定予算や、貿易についての米国政府の保護主義的な姿勢が今後の懸念材料となりうる。こうした中、マーケットでは終了後にパウエル次期議長の記者会見が予定される3月FOMCでの利上げを70%強の確率で織り込んでいる。

2月8日までの 暫定予算が成立

1月20日からの連邦政府機関の一部閉鎖は、22日に2月8日までの暫定予算が成立したことで解消され、経済への影響はほぼ無かったといえるだろう。しかし、約80万人いるとされる、幼少期に親に連れられ不法に米国に入国した移民（ドリーマー）に対する国外退去を免除する制度（DACA）の維持をめぐる問題を3週間先送りしたに過ぎず、同様の事態の再発が懸念される。

貿易赤字は政権 の懸念事項だ が、国内の旺盛 な需要は輸入増 加に寄与

12日に発表された中国税関総署の貿易統計によると、17年の中国の対米貿易黒字が過去最高を更新した。貿易赤字の縮小を目指す姿勢を有権者に訴えるために、トランプ政権が11月の中間選挙を前に中国等対米貿易黒字国との貿易に関してより強固な姿勢を示す可能性も否定できず、リスク要因として、政権の動きに目を配る必要があるだろう。

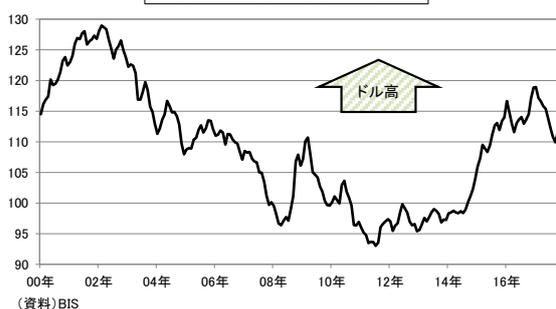
ところで、米国の貿易赤字の一因である「過剰な」輸入については、国内の旺盛な需要に依るところが大きい。米国の輸入量^(注1)を分析すると、価格弾性値については統計的に有為な数値は得られなかった一方で、所得弾性値は2程度となった。つまり、GDP1%の増加に対して輸入量が約2%増加するという傾向が見られた。また、期間に応じて弾性値が大きく変動しているかどうか検証するために行ったローリング推計^(注2)の結果から、2010年以降の期間において弾性値は2.3～2.4を中心に推移していることがうかがえる。以上より、堅調な経済成長が期待される米国経済では、今後

も輸入量が着実に増加し、貿易赤字が拡大すると考えられる。

(注1) 輸入数量については、オランダ経済分析局の World Trade Monitor を、実質実効為替レートについては BIS のデータを用いた。分析期間は、2000 年第 1 四半期から 2017 年第 3 四半期とした。

(注2) ローリング推計とはサンプル期間の長さ(ウィンドウ)を一定としながら、少しずつ推定期間をずらして係数を推定する手法である。ここではサンプル期間の長さを 10 年とした。

図表1ドルの実質実効為替レート



図表2 輸入の実質GDP弾性値



景気の先行き： 引き続き堅調に 推移

12月の非農業部門雇用者数は前月から14.8万人増加とやや勢いに欠けたが、失業率は11月から変わらずの4.1%と非常に低い値で推移しており、労働市場は堅調と判断できる。サービス部門については、ISM非製造業景況指数が55.9と11月から低下したものの、判断基準の50を依然として上回って推移しており、サービス業は堅調と判断してよいであろう。

緩やかな拡大が 続く製造業と、 増加基調の設備 投資

米連邦準備制度理事会(FRB)が17日に公表した地区連銀経済報告(ベージュブック)によると、11月末から12月末にかけて、ほとんどの製造業者が景気の緩やかな拡大を報告している。

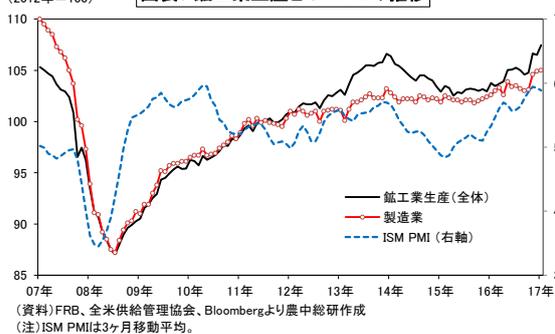
関連指標を確認してみると、12月の鉱工業生産(速報値)は前月比0.9%と市場予測(同0.4%)を上回り、ISM製造業PMIも59.7と60.8を記録した17年9月の水準に迫ったことなどから、ハードデータとマインドデータの両面にて製造業の堅調さがうかがえる(図表3)。また、ISM製造業受注指数が69.4と、ほぼ14年ぶりの高水準となったこともあり、製造業の先行きについても好調に推移することが想定される。

12月22日にトランプ大統領が署名して実現した税制改革で、即時償却が5年間認められた設備投資についても、足元では増加基調が確認できる。設備投資の先行指標であるフィラデルフィア連銀調査設備投資計画DI(注3)は40に迫る高い値を記録していることなどから、設備投資の増加基調が継続すると判断して良いであ

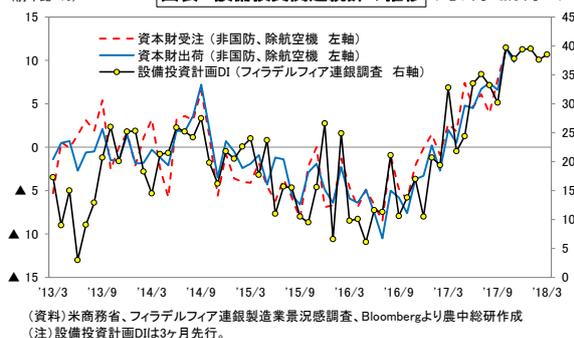
ろう（図表4）。

（注3）フィラデルフィア連銀調査設備投資計画DIはフィラデルフィア連銀が管轄する3州のみを対象としており、資本財受注などの先行指標として利用される。設備投資計画DIは、今後6ヶ月の期間に、設備投資を「増やす」と回答した企業の割合から「減らす」と回答した企業の割合を引いた値。

図表3 鉱工業生産とISM PMIの推移



図表4 設備投資関連統計の推移

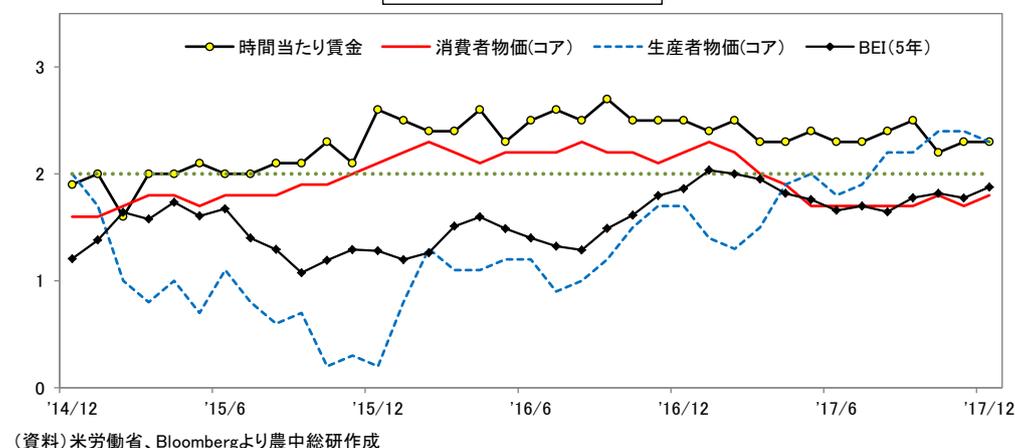


消費者物価の上昇率は高まったが、持続性は不透明

一方、物価については、11月のPCEデフレーター（コア）は前年比1.5%とFRBが目標とする2%には依然として届いていない。また、雇用統計によると平均時給は前年比2.5%と11月から伸び率が高まっておらず、今後のインフレ率の加速につながるかは依然として不透明である。こうした中、12月の消費者物価指数（コア）は前月比で0.3%、前年比で1.8%とともに市場予想を上回り、インフレ率がようやく加速したかにみえたものの、10月、11月と上昇率の高かった生産者物価指数（コア）が12月は前月比▲0.1%と冴えない動きで、持続的にインフレ率が高まっていくかは依然として不透明である。ページブックでは、一部の地域にて、企業が今後の賃金上昇を想定していると指摘されており、1月分以降の賃金上昇率に注目したい。

(%前年比)

図表5 インフレ関連指標



市場は、3月FOMCでの利上げを70%強の確率で織り込んでいる

1月3日に公開された米連邦公開市場委員会(FOMC)議事要旨(12月分)によると、複数の当局者が低インフレの長期化が期待インフレ率の低下につながるのではないかと懸念を表明したことや、当局者らが現在のイールドカーブのフラット化の度合いは歴史的な基準と比較して異例というわけではないという見解で概ね一致したことなどが明らかとなった。

こうした中、マーケットは、終了後にパウエル次期議長の記者会見が予定される3月FOMCでの利上げを70%強の確率で織り込んでいる。

金融市場：現状・見通し・注目点

11月から12月半ばにかけて、主に2.3%~2.4%のレンジで推移していた米国の長期金利(10年債利回り)は、税制改革の実現や消費者物価指数の上昇率加速などを受け上昇基調となり、18日には昨年3月以来となる2.6%台を回復した。先行きについては、期待インフレ率が11月から0.1ポイント程度上昇したものの、(BEI 5年物は1.8%台後半から1.9%台前半で推移している)、賃金上昇率が依然として緩やかなものにとどまっている(図表5)ことなどから、インフレ率の上昇が急激に高まるとは考えにくい。従って、基本的にはさらなる金利の大幅な上昇は見込みづらい。

図表6 株価・長期金利の推移



株式市場では、税制改革が想定より難航するとの思惑から11月前半から半ばにかけて一時売られる展開となったものの、11月下旬には、税制改革が進展したことから再び上昇基調となった。17年の流れを引継ぎ、1月半ばまでは、主要指数の史上最高値の更新が相次いだ。先行きについては、好調な経済指標、本格化する10~12月期決算発表にてS&P500採用企業について前年比12%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、株価は底堅く推移すると考えられる。

(18.1.23 現在)