

分析レポート

米国経済金融

19年の米国経済に関する10の注目点

佐古 佳史

要旨

四半期ごとに作成している米国経済見通しを補完する目的も兼ねて、本稿では18年の米国経済を振り返りつつ、19年を見通す上で重要と思われる10の注目点を考察する。なお、本稿の内容について19年半ばに検証する予定である。

1. 中間選挙を振り返って

18年11月6日に投開票された中間選挙の結果、民主党が下院では過半を奪還、共和党が上院での過半を維持したことで「ねじれ議会」となった。投票の傾向としては、共和党は、白人、肉体労働者、地方在住者、非大卒、保守層といったトランプ氏のコアな支持基盤をまとめ上げた。一方の民主党は、マイノリティ、都市在住者、大卒、中道～リベラル層からの支持を集めた。

主要メディアの選挙結果の分析によると、ペンシルベニアやウィスコンシン、ミシガン州といった16年の大統領選でトランプ大統領が勝利した州において民主党が躍進したこともあり、トランプ政権が発足してからの2年間で、中道派への民主党の訴求力が回復していると考えられている。今回の選挙で躍進したわけではないが、民主党内では急進左派が台頭しており、20年の選挙においても中道派の票を確保するためには、民主党が左傾化しすぎないことが求められる。

一方、共和党へ投票した有権者の67%が自身を保守と表明しており、中道派は27%にとどまると指摘されている。共和党の支持基盤の保守色が強まっていることがうかがえる。

20年の大統領選挙において、トランプ大統領が再選を目指す現時点では考え

られているが、過去の大統領選などから、大統領支持率と得票率が概ね一致する傾向が指摘されており、現在の40%台前半の支持率が続くと、やや苦戦を強いられるかもしれない。とは言え、民主党も「反トランプ」以外に求心力がなく、中道と左派が分裂気味なため、次期大統領選までに、トランプ大統領と比肩するスター候補を作れるかどうかが鍵になるだろう。

2. 議会とトランプ政権

下院で民主党が多数派となったことで、両党の対立の先鋭化が見込まれている。ロシア疑惑への追及に加え、医療保険制度改革（オバマケア）や減税第2弾、国境の壁建設などでも両党の対立が深まるだろう。また、トランプ大統領の納税記録などの調査も進行すると思われる。一方、トランプ政権が目指すインフラ投資の拡大については、両党が妥協点を見出せる可能性はあるものの、投資を拡大するインフラの所在地（地方か都市部か）や、財源をめぐって対立する可能性も指摘されている。

20年の大統領選挙での再選を目指すためにも、トランプ大統領の公約実現にこだわる姿勢が強まると思われることから、思わぬところでディールや合意が生じる可能性もあるだろう。また、トランプ大統領は、上下院でねじれ状態となった議

会での対立などを回避するため、大統領権限で処理できる外交政策に傾斜していくのではとも予想される。

3. 米中貿易摩擦

10月4日のペンス副大統領による中国批判もあり、18年は、テクノロジーや知的財産権、安全保障などにおける覇権をめぐる全面的な米中冷戦構造が構築された一年だったかもしれない。この米中冷戦構造において、目下の貿易摩擦は米国による中国封じ込め政策の一環として捉える見方もある。

例えば、9月26日に合意に達した日米物品貿易協定（TAG）声明文において「第三国の非市場指向型の政策や慣行から日米両国の企業や労働者を守るための協力を強化する」ために、日米あるいは、日米欧が協力する旨が明記されている。また、NAFTAの後継として合意された米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）では、「非市場経済国」と自由貿易協定（FTA）を結ぶことを禁じる条項があり、これらは、中国封じ込め政策の布石とも解釈できる。

米国と基本的な価値観を共有していないと断定した上での中国に対する強硬策は、米国の幅広い有権者の支持を集めやすく、簡単に現在の中国に対するスタンスが変化するとは想像しがたい。従って、米中貿易摩擦は長期化し、19年も対立構造が続くことになると思われる。

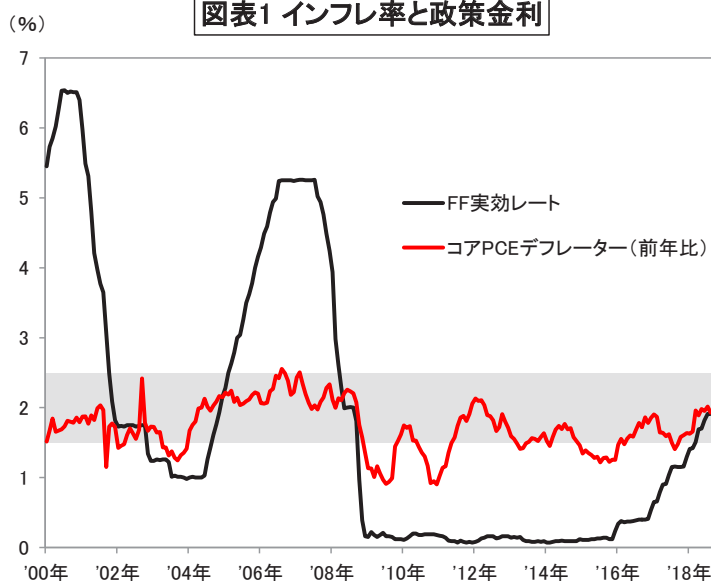
4. FRB の利上げ回数

12月18～19日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）後に公表されたFOMC参加者の政策金利見通し（ドット・チャート）によると、利上げペースは、19年は2回と9月時点から1回下方修正され、20年は9月と変わらずの1回となり、鈍化した。また、中立金利の一つの参考値となる長期における政策金利水準の中央値も9月時点の3.0%から2.75%へと引き下げられた。

米国経済が堅調な推移を続けるなかでの利上げペースの鈍化見通しを公表した背景としては、足元でくすぶる世界経済減速への警戒感や下落基調が強まりつつある株式市場への配慮が考えられる。実際に12月のFOMC声明文では、米国経済の先行きに関するリスクは概ね均衡しているものの、FRBは世界経済と金融情勢に注意し、経済の先行きに与える影響を評価していく旨が表明された。

インフレ率が目標とする2%を足元で

図表1 インフレ率と政策金利



（資料）FRB、米商務省、Bloombergより農中総研作成

（注）シャドー部分はFRBがゴールとして掲げているインフレ率（2%±0.5%）。

はやや下回って推移するなか、減税政策の効果の剥落や米中貿易摩擦、世界経済減速懸念の強まりなど、19年の米国経済における金融政策の舵取りは非常に難しい局面に差し掛かったといえる。従って、FRBの利上げ回数に関する分析と予想が19年の中心的なテーマであるのは間違いなく、FRBが経済データに依拠して金融政策を決定する以上、米国のインフレ率や世界経済動向には鋭敏になる必要がある。

5. 利上げの一時停止について

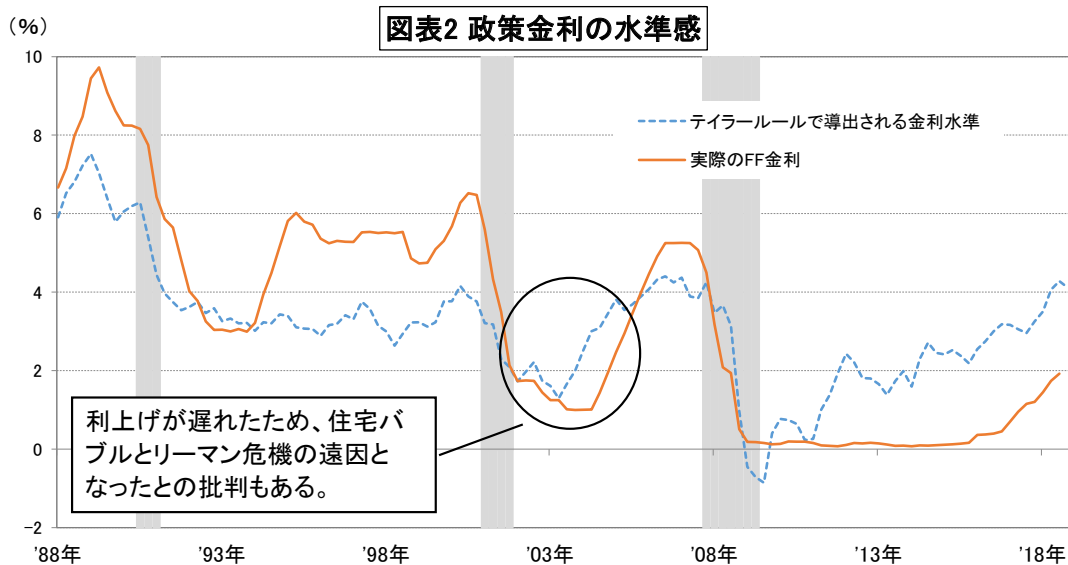
欧州や中国を中心に世界経済減速懸念や、18年10月以降調整局面入りした株式市場に鑑みて、足元では、FRBは利上げを一時停止すべき、あるいは、よりハト派色の強い金融政策へとシフトすべきとの主張も多く見受けられる。

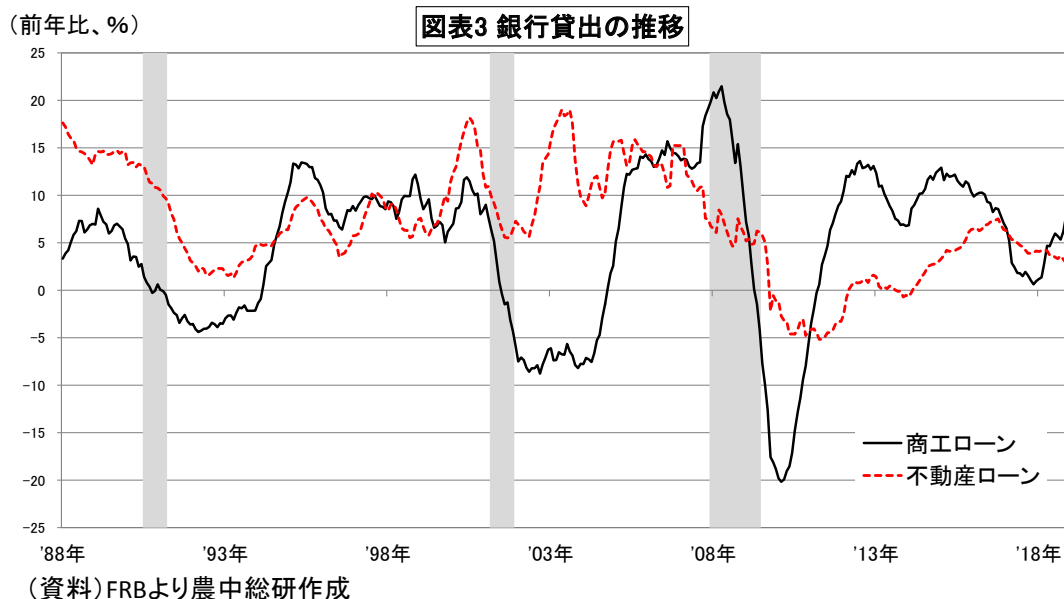
18年末にかけて低下したインフレ率、原油価格の下落、軟調な株式市場、世界経済減速懸念、米国住宅市場など金利上昇に敏感なセクターの減速、税制政策の効果の剥落から経済成長率が鈍化する見

通しであることなどを背景に、民間では、19年の利上げ回数は1回ないしは2回とする予測が現時点では圧倒的に多い。

筆者としては、19～20年にかけてポジティブなGDPギャップが維持される見通しであること、労働市場のひっ迫度合いが強まり賃金上昇率が高まっていること、ヘルスケアセクターでのインフレ率が底打ちとなったことなどから、19年のインフレ率は18年と比べて幾分か高まると考えており、19年の利上げは4回程度が妥当なのではないかと思っているものの、これは利上げについて相当タカ派的な見方といえる。また、12月FOMCなどから考えれば現実的な利上げ回数は2回程度となるだろう。

FRBは「雇用の最大化と物価の安定」を使命としているため、そもそも論としては、金融政策を行う上で米国から見た海外要因の重要度は低いと考えられるものの、利上げは一般的に景気を冷ますため、批判的な声が大きくなるのももったもな話であろう。





政策金利を考える上で適切な水準を把握することは非常に困難であるものの、インフレ率、目標インフレ率、中立金利、GDPギャップなどから構成されるテイラールールが一応の目安となりうる。01年以降にかけて低金利が長期化したために、住宅バブルとリーマン危機の遠因を作ったと批判される向きもあるグリーンズパン議長時代の政策金利をこのテイラールールと比較すると、政策金利の方が低い期間が3年半ほどあったことがうかがえる。

一方で、金融危機を経た現在の政策金利は8年ほどテイラールールを下回っている。また、両者の乖離幅も当時と比べて大きいこともうかがえる。足元のデータからは銀行貸出や、住宅価格、住宅ローンのクレジットスコアなどが安定的に推移しているため、これをもって、足元でバブルが発生しているとの主張は成り立たないであろう。

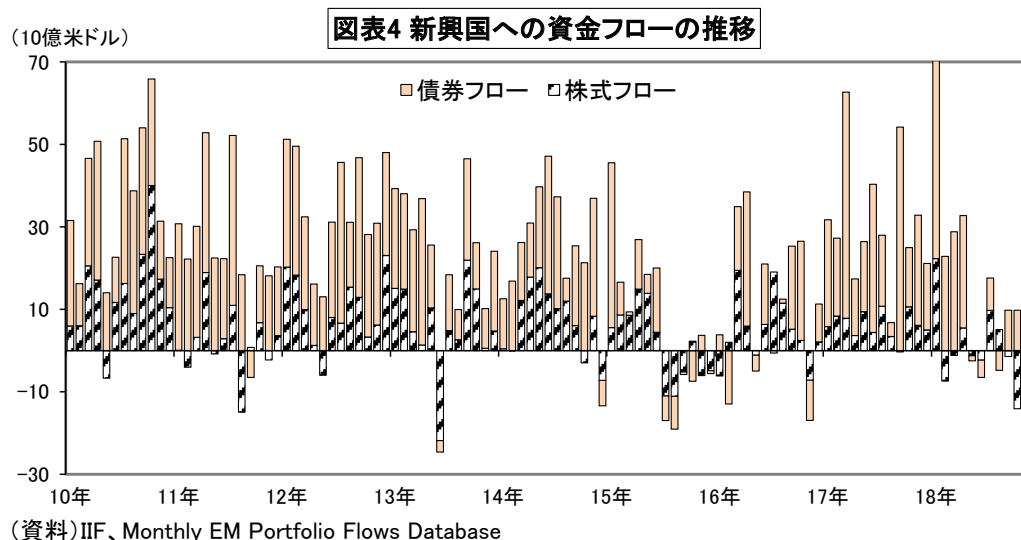
しかしながら、現在の相対的に低いインフレ率を考慮しても、過去の水準と照

らし合わせて考えると、現行の金融政策は緩和的すぎである可能性が高いと筆者は考えている。自然失業率を下回って推移している現在の米国経済は既に過熱気味であると考えられ、利上げを一時的にせよ停止することが、次の景気後退を拡大させてしまうのではないかとも思われる。このテーマについても、19年の米国経済を見る上で是非注目したい。

6. EM への波及

米国が利上げする過程において、相対的に魅力度が低下する新興国マーケット(EM)の資産から資金が流出する点が度々指摘される。18年夏のトルコ・リラやアルゼンチン・ペソ急落なども、個別要因はあるものの、こうした文脈で解釈することもできる。

IIF(国際金融協会)が公表する月次証券フローをみると、18年は5、6、10月にEMの資産からの資金流出が確認される。近年では、テーパータントラムが話題となった13年半ばと、中国経済の減速

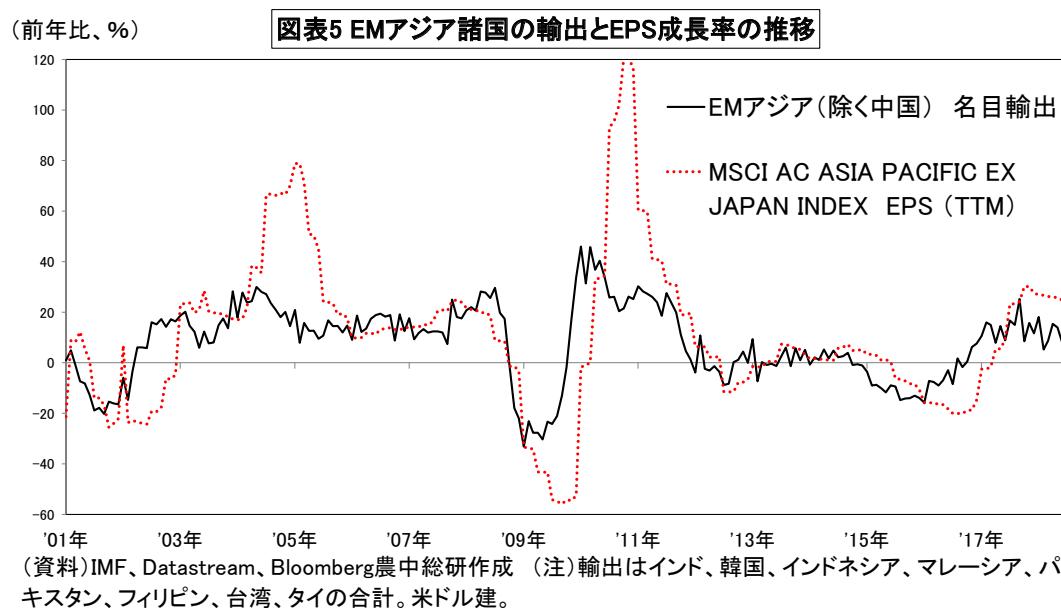


が懸念された15～16年以外は、ほぼ一貫して資金流入基調で推移してきたことに鑑みると、18年のEMへの投資はかなり弱含んだ印象を受ける。

18年9月ごろと比較すると、急速にハト派化した印象のあるFRBではあるものの、米国の利上げが継続する見通しである19年もEMへの資金流入は弱含みの展開が予想される。

7. 米中貿易摩擦とアジアEM

物価の安定と雇用の最大化が使命であるFRBが新興国の景気や金融環境を配慮することは、基本的には考えづらい。しかし、利上げが期待されていた15年9月のFOMCでは、中国経済の減速や人民元の切り下げなどの国際情勢(international developments)への懸念を理由に利上げを見送ったという前例もあるため、米中貿易摩擦の影響を受ける新興国経済へ目を配る必要性も増している。



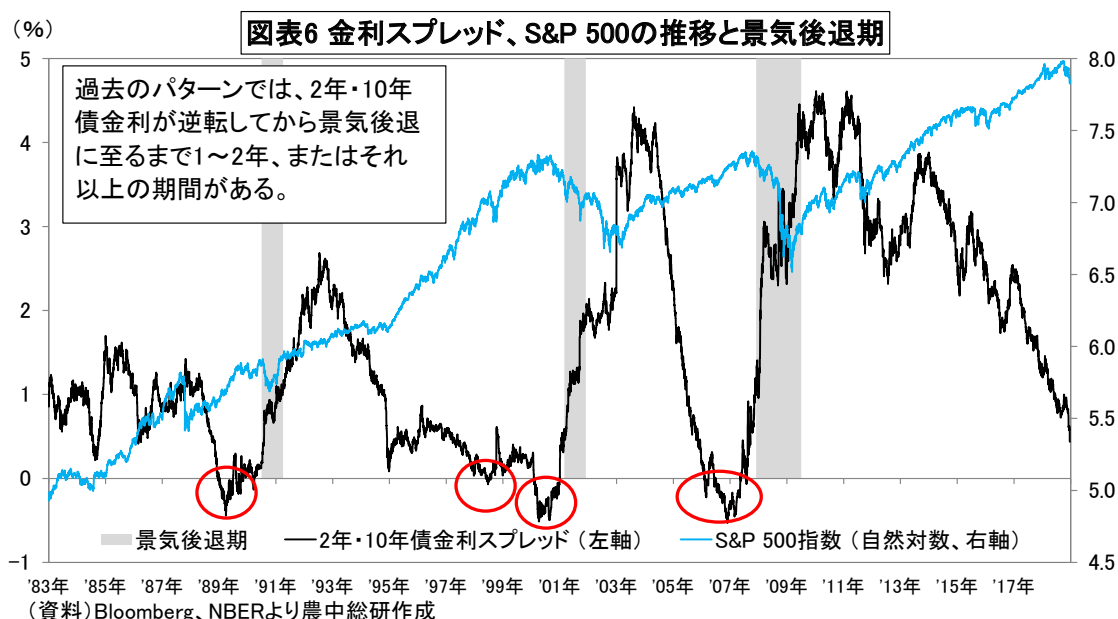
特に東南アジア各国は米中貿易摩擦の影響を受けやすい点が指摘されているが、アジア開発銀行が12月11日に公表した経済見通し（Asian Development Outlook 2018 Supplement）は、全45加盟国の19年の成長率見通しを18年9月時点から5.8%で据え置いており、地域別には、東南アジア地域が5.1%へと0.1%ポイント下方修正された一方で、東アジア地域は5.7%で据え置かれた。全般としては、米中貿易摩擦やブレグジット、原油価格の下落など経済の下振れリスクがあるなかでも、堅調な成長が見込まれている。

一方で、EPS（一株あたり利益）成長率については弱含みの展開が予想される。EM11ヶ国とニュージーランド、オーストラリア株で構成されるMSCI AC アジア太平洋インデックスと、域内のEM各国の輸出量にはそれなりの相関がある上に、18年に比べ19年は世界貿易量の伸びが減速する見込みであることには注意すべきであろう。

8. イールドカーブの形状

18年はしばしば、イールドカーブのフラット化や逆イールドカーブが話題となった。統計的に逆イールドが景気後退に先行する関係にあるため、12月3日に3年債と5年債で逆イールドが生じたことは非常に耳目を集めた。また、更なる利上げが予定されている19年は、18年以上にイールドカーブに注目が集まり、金融政策に敏感な2年債と長期的な景気見通しを反映する10年債との金利スプレッドや、その解釈はニュースなどで頻繁に目にするようになるだろう。

リーマン危機以降のFRBによる大規模な資産買い入れプログラム（QE）によって、10年債金利は「本来の妥当な水準」よりも低く抑えられ、逆イールドが景気後退の予兆とはなりにくいとの見方もある。また、先進国において高齢化が進み、貯蓄超過となっていることから、リスク回避的なスタンスでの退職金の運用などが米国債金利の低下圧力がこれまでと比べて強まっているとの意見もある。



一方で、サンフランシスコ連銀が8月27日に公表したレポートによると、「本来の妥当な水準」ではなく、マーケットで付けられた金利そのものを用いるほうが、イールドカーブの景気後退の予測力が高いとも指摘されている。

株価との関係では、逆イールドとなった直後に株価が下落するのではなく、むしろ上昇傾向を保ってしばらく推移しその後、景気の悪化にやや先行して大きく下落する傾向にあることがうかがえる。19年の金融政策次第では、2年債・10年債でも逆イールドが発生する可能性が十分に考えられるものの、過去の傾向からすると景気の先行きについて悲観的になるには、少なくとも1年ほど早いと思われる。

9. 労働参加率

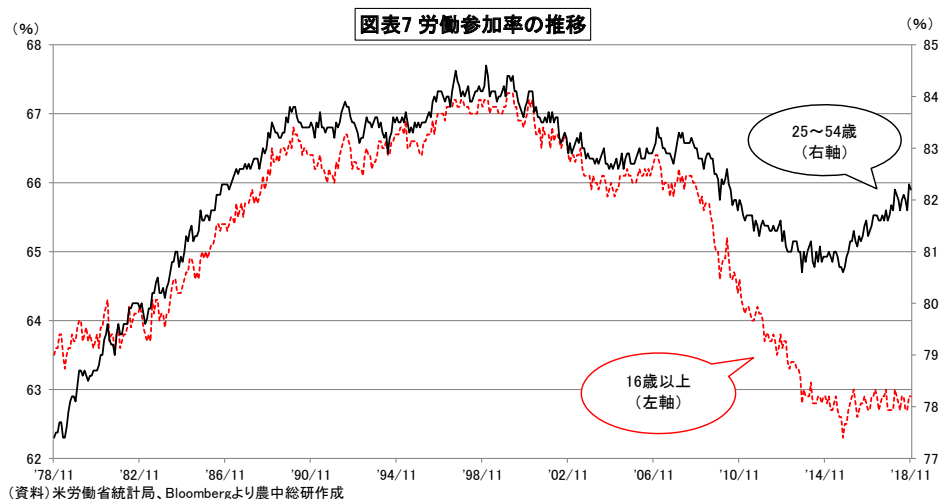
09年7月から始まった米国の景気回復局面では、労働参加率が上昇しないことが度々注目を集めてきた。

全年齢区分でみて労働参加率が低下するのは、統計の性質上、高齢化の進展に因るところが大きい。一方で、プライムエイジと呼ばれる働き盛りと考えられる

25～54歳の労働参加率は足元では82%前後で推移しており、前回の景気循環(01年12月～09年6月)時の平均である83%を1%ポイント下回っている。

わずか1%ポイントのような印象があるものの、18年11月時点の25～54歳の人口は、1億2,656万人であるため、統計上の処理とはやや異なるが、1%ポイントの労働参加率が労働者120万人程度に相当することになる。毎月注目を集める非農業部門雇用者数の増加数換算では月20万人増の早い雇用拡大ペースでも6ヶ月分程度の純増となることから、この年齢層での労働参加率が景気見通しや景況感、金融政策に及ぼす影響は非常に大きいといえる。

米国の労働市場がひっ迫し、求人情数が求職者数を上回る状態が18年3月から8ヶ月続いているなかでも、プライムエイジの労働参加率がなかなか上昇しない背景には、製造業や単純労働における雇用の減少といった、単なる景気循環を超えた構造的な要因が指摘されている。こうしたことから、プライムエイジの労働参加率の上昇は見込みづらいと予想される。

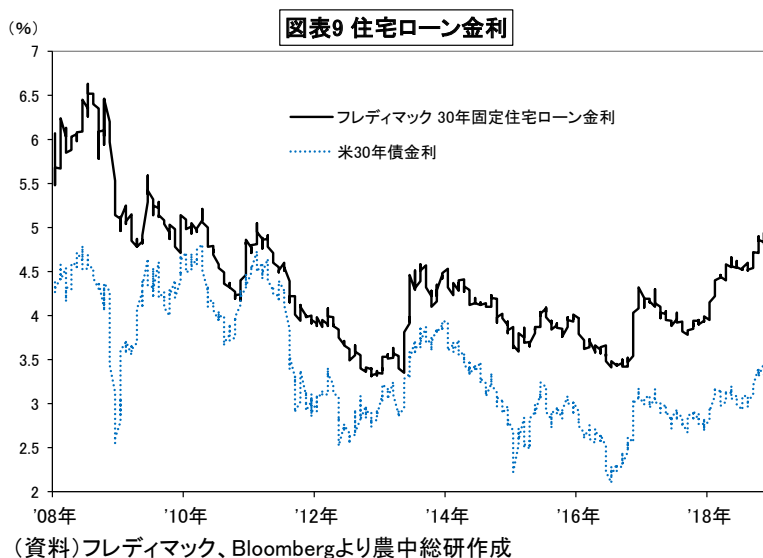
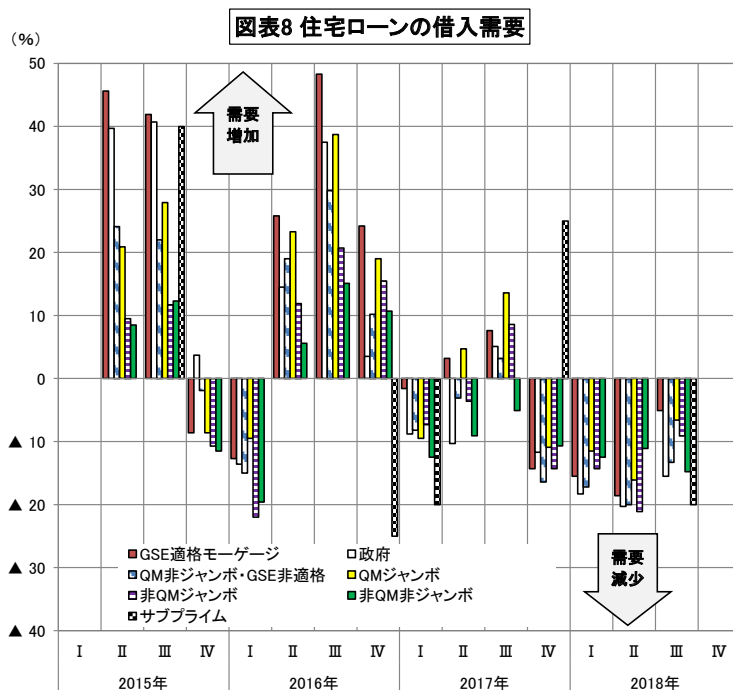


仮に、プライムエイジの労働参加率が上昇しない場合には19年は18年以上に労働者確保の困難化が見込まれることになるだろう。今後の経済成長率の制約となる可能性も考えられ、米国経済を考える上で重要な変数となりうる。引き続き、非農業部門雇用者数と合わせて、雇用統計における労働参加率にも注目したい。

10. 弱い住宅市場

18年中に住宅市場はピークアウトしたとみられる。建設業における労働者100人あたりの空職率（求人数）の15年間の平均は約2%である一方で、最新となる10月の統計では4%程度にまで上昇しており、労働者不足が顕著になっている。こうした、供給面での制約もあり、住宅着工件数は伸び悩んでいる。

需要面について考えると、漸進的な利上げが続くなかで30年固定ローン金利が上昇し、住宅を購入しづらい環境になりつつある。実際に、中古・新規住宅販売件数も共に減少傾向にあり、住宅在庫が増加したことにより住宅価格指数の上昇率が鈍化したことも確認される。



また、銀行上級貸出担当者調査(SLOOS)によると住宅ローンの貸し出し基準は緩和方向にあるものの、借り入れ需要の減少も報告されている。19年にかけても、こうした環境が継続すると考えられるため、住宅市場は弱含むと想定される。