

ソフトランディングに向けた動き

～ 1～3 月期 GDP の堅調さは一時的 ～

佐古 佳史

要旨

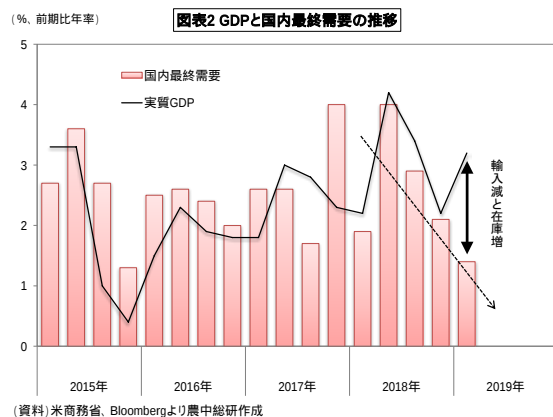
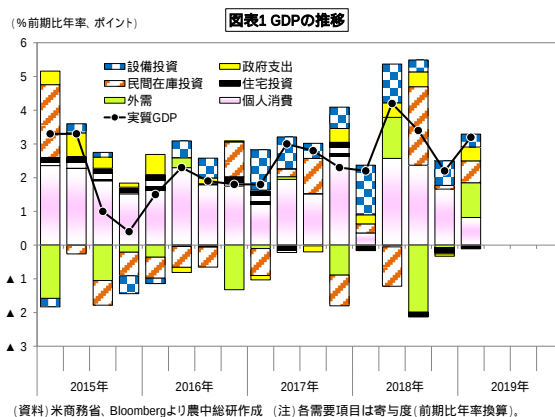
数字の上では堅調な内容となった1～3月期GDPであるが、中身をみると米国経済の成長は鈍化している点が指摘できる。経済指標からは先行きも弱含んだ推移が見込まれ、ソフトランディングに向けた動きとなるだろう。

多くの国と通商問題を抱える米国であるが、3,000 億ドルの中国製品に追加関税を発動する見通しなどから、当面は中国との貿易問題に集中的に取り組むとみられる。

在庫増と輸入減が GDP をかさ上げ

1～3月期 GDP 成長率は前期比年率 3.2%（速報値）と、高い伸びを示した。項目別にみると、住宅投資が5 四半期連続のマイナス寄与となったことに加え、政府機関閉鎖の影響などから個人消費支出の寄与度は 0.82%ポイントと小さい一方で、設備投資（0.38%ポイント）と政府支出（0.41%ポイント）が GDP 成長率を下支えした形となった。

しかしながら、一時的な要因と考えられる在庫投資と、輸入の減少による純輸出の寄与度が合計 1.68%ポイントと大きく、GDP から在庫投資と純輸出を除いた国内最終需要の伸びは前期比年率 1.4%にとどまっており、1～3月期の米国経済は数字が示すほどは強くないと評価できる。



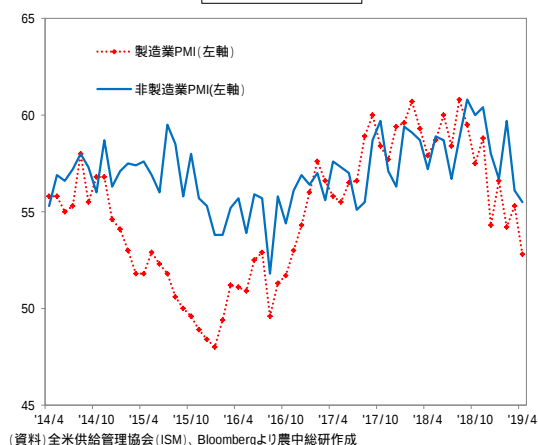
経済成長鈍化の見通し

さて、経済指標を確認してみると、4月の非農業部門雇用者数は前月から26.3万人増、2～4月の平均では16.9万人増と堅調な推移となり、失業率は約50年ぶりの水準となる3.6%に低下した。しかしながら、4月の25～54歳の労働参加率は82.2%と1月の

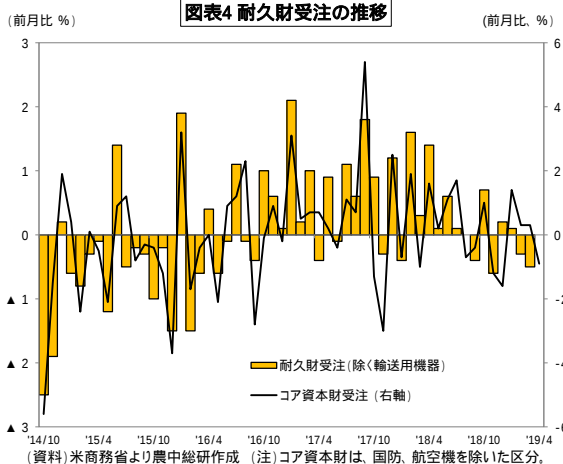
82.6%をピークに低下している。また、求人情数も、1月の762.5万人をピークに減少傾向となっており、今後の雇用増加のペースは鈍化が見込まれる。

また、ISM 指数の低下や鉱工業生産の弱含み、景気に対する先行性が高いと考えられる耐久財受注の鈍化など、経済指標も弱含んでおり、先行きは成長率が低下すると見込まれる。もっとも、賃金上昇が消費拡大要因と考えられる上に、中立水準の下限にある政策金利も経済成長を阻害するとはいえない。こうしたことから、米国経済は減速しつつもリセッション入りは回避できそうであり、先行き1年程度はソフトランディングに向けた動きとなりそうだと。

図表3 企業マインド



図表4 耐久財受注の推移

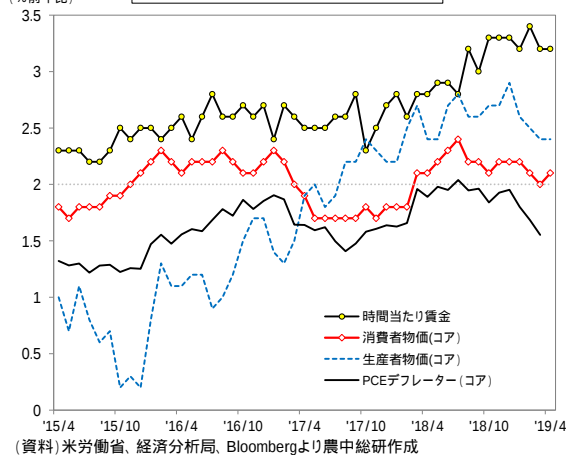


インフレ率については、4月の消費者物価、生産者物価(ともにコア)がそれぞれ前年比2.1%、2.4%とやや改善した。しかしながら、アパレル商品などの一時的要因でPCEデフレーター(コア、3月)は同1.6%とFRBの2%物価目標を下回っている。もっとも、3月の刈り込み平均PCEデフレーター(ダラス連銀公表)は同2.0%となっている。全体としては、確かにインフレ指標はやや弱いものの、基調としてはFRBの目標と整合的に推移していると考えられる。

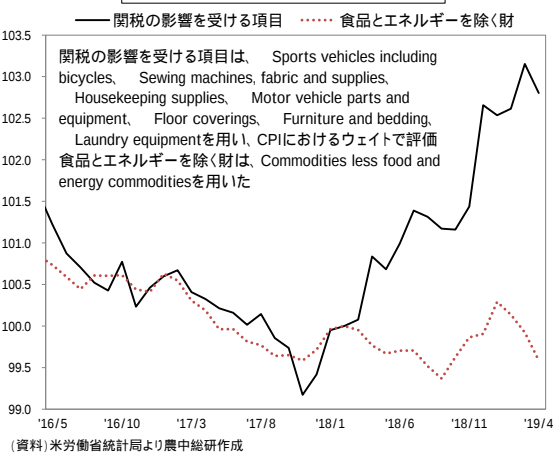
このように、全体としてのインフレ率に加速感はないものの、これまでトランプ政権が導入した関税によって直接影響を受ける消費財については、価格上昇が確認できる(図表6)。現在6月末をめどに検討中の3,000億ドル相当の中国製品への追加関税が実際に導入されれば、該当するスマートフォンなどのIT製品や、アパレルやおもちゃなどの消費者により身近な商品の価格上昇は避

けられず、消費者マインドの悪化にもつながるだろう。一方で、米国の個人消費（13兆ドル）のうち、財消費は3分の1程度（4.6兆ドル）であり、一概に輸入額と消費額は比較できないものの、3,000億ドル相当の中国製品に対する追加関税によって、消費が大きく減速するとは考えにくいだろう。

図表5 近年のインフレ関連指標の推移



図表6 関税による価格上昇(CPIベース)



米中 通商 摩擦の 激化

米中通商協議は継続中であるものの、互いに追加関税を応酬し合うなど、5月に入り通商摩擦は激化している。米商務省は15日、中国通信機器大手のファーウェイを「エンティティリスト(Entity List)」に加え、事実上取引を禁じる措置を取った。また、トランプ大統領も、同社製品を米国から事実上排除する大統領令に署名した。こうした米国の動きが通商摩擦に拍車をかけたといえるだろう。習主席との会談が予定されている6月28、29日のG20に向けて、どのような展開になるのか注意する必要があるが、基本的に通商問題は難航が予想される。

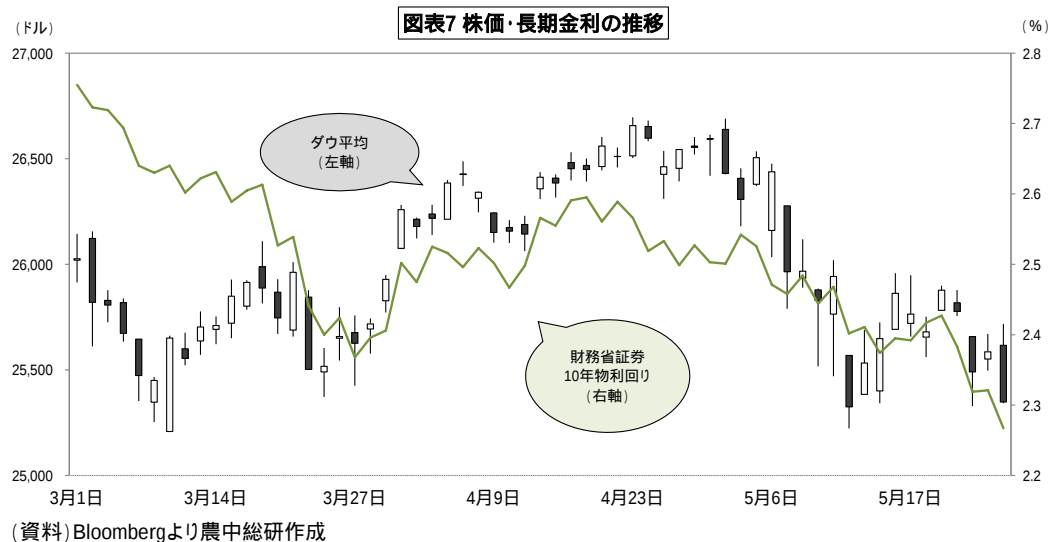
一方で、対中国以外では、通商問題をめぐる対立の一部を緩和させる動きもみられる。トランプ政権は17日、米国経済への影響が甚大と懸念されていた日本、EUからの輸入自動車、同部品に対する関税発動について最大180日間の延期を決定したことで、交渉の時間を確保した。また、19日以降はカナダ、メキシコからの鉄鋼・アルミニウムへの関税が撤廃され、USMCAの批准へ向け一歩前進したといえる。

長期金利：利回りはさらに低下へ

最後にマーケットを概観すると、世界経済の先行き懸念が強まるなか、年内の利上げ回数が0回との見通しが示された3月のFOMC（20日）以降、金利（米10年債利回り）は一旦2.4%まで低下したものの、4月半ばにかけては堅調な経済指標を受けた金利上昇が

見られた。しかし、その後は米中摩擦の激化を受けたリスクオフの動きや、弱い経済指標が多く見られたことから金利低下圧力が強まり、足元では2.3%と17年10月以来となる低水準にまで下落している

先行きに関しては、米中通商協議の行方次第と思われるが、現状では妥協点が見出しにくいとためリスクオンとなるのは難しいと考えられる。また、足元の経済指標も米経済の先行きに対してやや悲観的な見方を裏付けており、金利上昇は限定的と考えられる。さらに、残りの3,000億ドル相当の中国製品に対する追加関税も6月末までには導入される可能性が高く、金利低下要因と考えられる。以上から、10年債利回りについては2.2%～2.5%のレンジを想定する。



株式市場：上値の重い展開

株式市場では、一般的に景気後退の先行指標として知られる逆イールドが3月22日に生じたことで、ダウ平均は25,000ドル台半ばまで下落した。一旦持ち直したものの、4月末以降、米中通商協議の行き詰まりが嫌気されて株価は再び下落し、足元では25,500ドル前後での推移となっている。

先行きについて考えてみると、経済指標が弱含み始めたことや、米企業の19年の業績見通しは低調であること、通商協議や中国への依存度が大きいテクノロジー系企業への懸念などが上値を抑えると思われる。一方で、株価が下がるとトランプ大統領から楽観的なツイートや発言が発信されるという、いわゆる「トランプ・プット」の存在も意識され、大崩れすることもないと見込まれる。

(19.5.29 現在)