

労働市場の緩みから低インフレが継続

～輸入の急落が10～12月期GDPを押し上げ～

佐古 佳史

要旨

10～12月期GDPは前期比年率2.1%と一見底堅い数字となったが、背景には輸入の急落があるため数字が示すほど堅調な内容ともいえない。

労働市場の緩みから賃金上昇率は鈍化しており、低インフレの一因と考えられる。

新型コロナウイルスの影響を見極める必要があるなか、FRBの利下げ織り込みが進んでいる。

民主党候補選： バイデン前副大 統領は出遅れ

20年の大統領選に向けた民主党候補選びが白熱している。3日のアイオワ州と11日のニューハンプシャー州では、ブティージェッジ・前インディアナ州サウスベンド市長とサンダース上院議員がそれぞれ1、2位を分け合う形となった。また、今後参戦が予定されているブルームバーグ・元ニューヨーク市長の支持率も一部の調査では高く、ウォーレン上院議員や前評判では有力視されていたバイデン前副大統領は出遅れた格好となった。

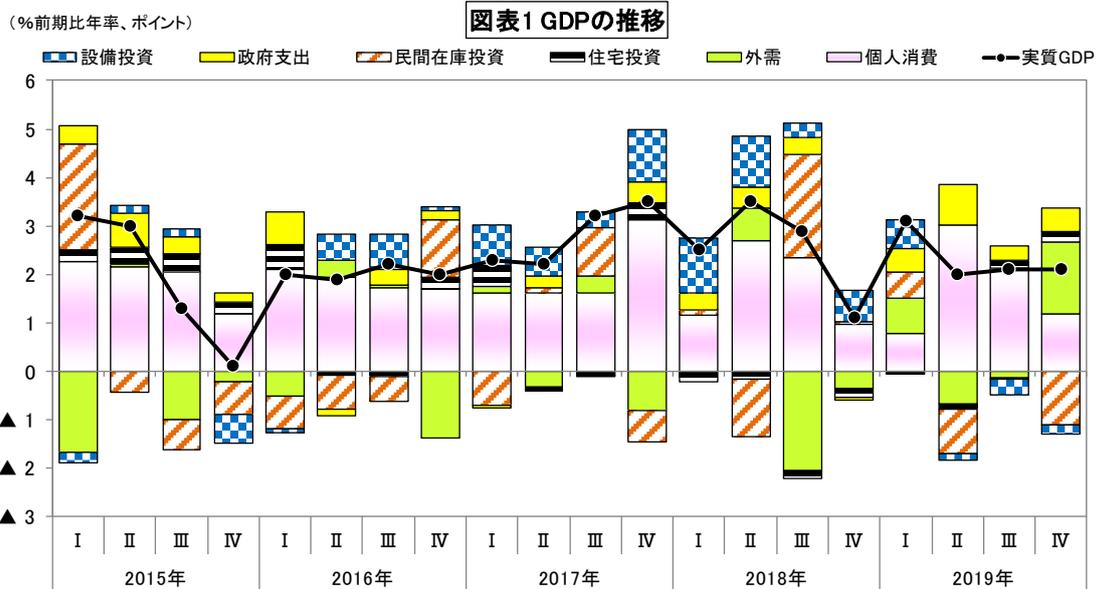
ヒスパニックや黒人などのマイノリティー層が多いネバダ州で22日に行われた党员集会では、サンダース氏が得票率46.8%と圧勝し、左派的な主張が幅広い層に浸透していることが示唆された。

なお余談だが、8ヶ国語を操りかつて「神童」と評されたブティージェッジ氏はデータを駆使した選挙戦略に秀でる一方で、ブルームバーグ氏は世界富豪ランク9位の資金力を背景とした広告攻勢から、序盤戦を見送ったにもかかわらず特異な存在感がある。また、オバマ政権の副大統領だったことからバイデン氏は黒人に人気が高く外交通と目されている。学生ローン全額免除を掲げるサンダース氏はローン負担の大きいミレニアル世代に熱心な支持者がいるとされるが、外交政策は欠落している。

10～12月期 GDP：前期比年率 2.1%

1月30日に公表された10～12月期GDP（速報値）は前期比年率2.1%となった。内訳をみると、個人消費が同1.8%とやや弱く、住宅投資が同5.8%と7～9月期に続き高い伸びとなった。一方で、設備投資項目は、鉱業関連の建造物（structure）と、製造業関連の機械（equipment）がそれぞれ3四半期連続、2四半期連続でのマイナス成長となった。また、輸入が同▲8.7%とマイナス幅が大きかった結果、外需は1.48%ポイントと約10年ぶりの高い寄与度

となった。このため、GDP から純輸出と在庫投資を除いた国内最終需要は同 1.6%と、4~6 月期から 2 四半期連続で減速した。全体としてみれば、GDP 成長率が示すほどには堅調な内容とはいえないだろう。

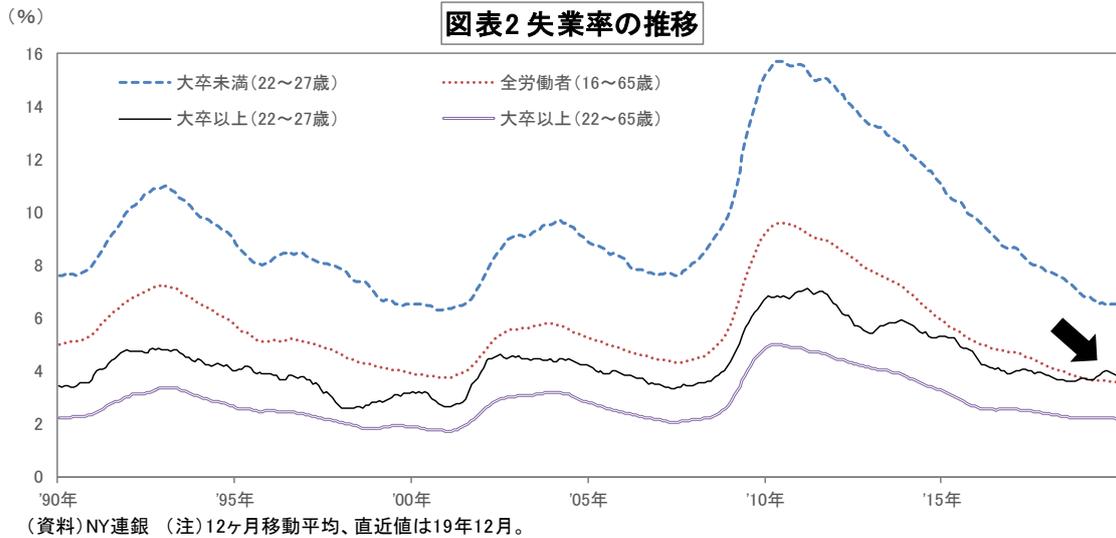


労働市場：底堅いがひっ迫していない

さて、足元の経済指標を確認してみると、1月の非農業部門雇用者数は前月から22.5万人増と、12月の同14.7万人増から増加ペースが加速した。また、11、12月分が合計0.7万人上方修正され、直近3ヶ月平均では一月当たり21.1万人となった。なお、失業率(U3)は12月から小幅に上昇し3.6%となったが、依然として低い水準を維持している。労働参加率は全年齢区分と25~54歳区分でともに12月から0.2ポイント上昇し、それぞれ63.4%、83.1%となった。

賃金上昇率は前年比3.1%と12月から0.1ポイント加速したが、依然として鈍いといえる。12月の求人労働異動調査によると、求人数は11月から36.4万人減となる642.3万人となり19年1月をピークに減少傾向が続いている。

ニューヨーク連銀が12日に公表した、大卒者向けの労働市場調査によると、22~27歳の大卒労働者の失業率が全労働者よりも悪化しており、労働市場に緩みが残っている証拠と考えられるだろう。全体としてみると、労働市場は底堅いもののひっ迫しているとは考えにくい。



**消費：足元では
やや弱い動き**

消費関連統計を確認すると、1月の小売売上高は総合が前月比0.3%、自動車、ガソリン、建材、食品サービスを除くコアが同0.0%とやや弱かった。12月分も下方修正（総合が0.3%から0.2%、コアが0.5%から0.2%）されたことや、12月の実質個人消費支出も同0.1%と11月の0.3%から伸びが鈍化しており、足元はやや弱い動きといえる。

しかし、ミシガン大学とカンファレンスボードの消費者マインドは頭打ち気味ながらも高水準で推移していることや、家計の資産が緩やかに増加していること、雇用者の増加が続いていることなどからも個人消費が腰折れするとは考えにくいだろう。

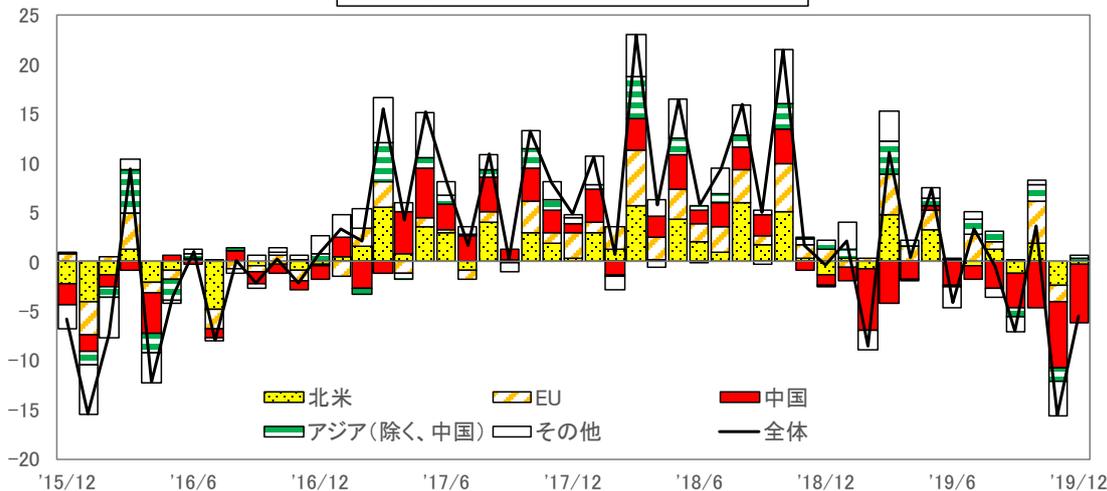


貿易：マイナス幅の大きい輸入

10～12月期のGDPでは輸入が大幅なマイナスとなったが、輸入の動向を国別にみると、やはり米中通商摩擦の影響から中国からの輸入の落ち込みが目立つ。財別では、消費財や工業用品、自動車など、ほぼすべての区分で輸入が減少した。

(%、%寄与度、前年比)

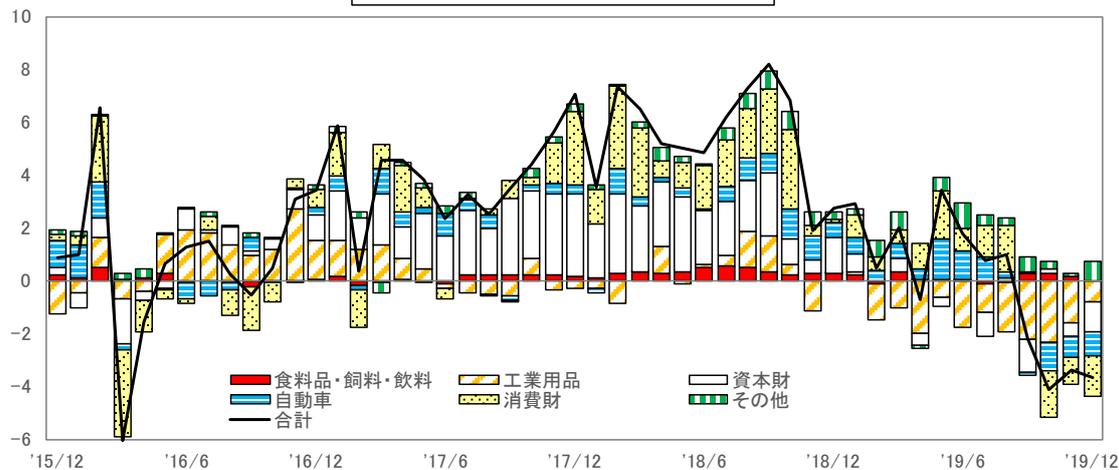
図表4 輸入の推移(名目、財サービス)



(資料)米商務省センサス局、Bloomberg

(%、%寄与度、前年比)

図表5 輸入の推移(実質、財のみ)



(資料)商務省センサス局、Bloomberg (注)統計上の誤差あり。

**景気の先行き：
新型肺炎で先行警戒**

先行きについて考えてみよう。通商摩擦による不確実性の高まりから設備投資が鈍化傾向であることに加え、新型肺炎の影響による世界経済の減速から米国経済にも下押し圧力が発生するとみられる。一方で、ニューヨーク連銀が0.94%と推定する実質中立金利と比較して緩和的とみられる現在の政策金利(実質値では0%程度)は景気を下支えすると考えられる。

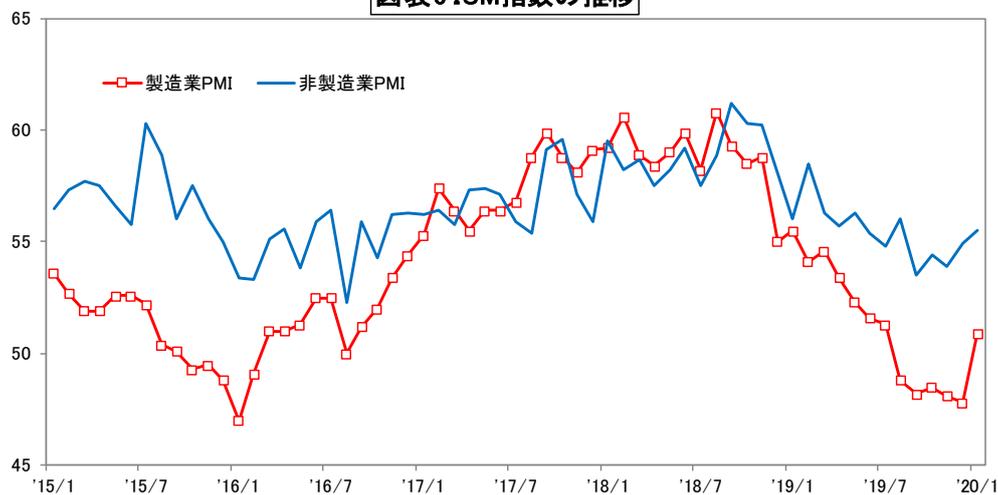
実際に住宅市場は回復傾向となっており、1月は住宅着工数はやや減少したものの12月に続き高水準を維持したほか、着工許可件

数も前月比 9.2%増と高い伸びを示した。

企業部門では、1月の製造業 PMI が 50.9%と 12月から 3.1 ポイント上昇し、6ヶ月ぶりに判断の節目となる 50%を上回った。ほぼ全ての項目で改善が見られたものの、雇用指数は 46.6%と依然として低い。一方で、非製造業 PMI は 12月から 0.6 ポイント上昇し 55.5%と 120ヶ月連続でサービス業の拡大傾向を示唆した。項目別では、製造業における「生産」に該当する企業活動 (Business Activity) が 60.9%と高い。

全体的には経済成長のペースはスローダウンしつつも安定的に推移しているが、新型肺炎の影響が未知数ななか先行きへの警戒感が高まらざるを得ない。

図表6 ISM指数の推移



(資料) 全米供給管理協会 (ISM)、Bloombergより農中総研作成

金融政策：インフレ率の低さを示唆した 1月 FOMC

投票権を持つ連銀総裁が入れ替わった 1月の FOMC (28、29日) では、政策金利の据え置きが全会一致で決定された。声明文からは足元のインフレ率が 2%目標より低いと FRB が認識していることが示唆されたものの、政策金利は現行の 1.50~1.75%が適切との認識は変わっていない。

21日に公開された 1月 FOMC の議事要旨からは、金融政策の枠組み変更について懸念を示す FOMC 参加者が多いことが明らかになった。また、新型肺炎の影響を注視する姿勢が示された。

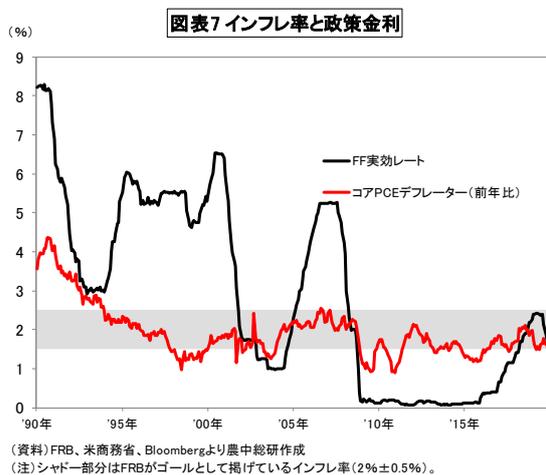
なお、新型肺炎をめぐる FOMC 参加者の発言としては、カプラン・ダラス連銀総裁が新型肺炎の影響を推し量るのは時期尚早と述べたことや、クラリダ副議長が新型肺炎の影響で世界経済や米国経済が停滞しても基本的な見通し (the big picture) は変えるべきでないと述べた。

インフレ率：上昇は鈍い

インフレ率に目を転じると、一時的と見られる要因が解消したことで19年半ばに再び加速したが、依然として2%物価目標には届いていない。この背景の一つとして、鈍い賃金上昇率が挙げられるだろう（数値自体は年次改定などで若干上方修正された）。1月の賃金上昇率は12月から0.1ポイント加速し前年比3.1%となったが、労働市場の緩みを背景に19年半ばにかけての同3.4~3.5%をピークに上昇率は鈍化傾向にある。

FRBが重視するPCEデフレーター（コア）の12月分を確認すると、総合、食品とエネルギーを除くコアともに11月から加速し同1.6%となった。ダラス連銀が公表している刈込平均PCEデフレーターによると、基調としては2%物価目標と整合的とも考えられるが、ニューヨーク連銀やミシガン大学の調査などからは、期待インフレ率が統計開始以来の最低水準付近で推移しており、インフレが加速するとは考えづらい。

20年から21年にかけてインフレの加速を見込みつつ金利据え置きを基本シナリオとするFRBと、足元のインフレ関連統計との間で齟齬があるとみられる。こうしたなか、足元では新型コロナウイルスの影響を緩和するためにFRBが金融緩和するのではとの思惑も加わり、FF金利先物市場では20年半ば頃の利下げ織り込みが進んでいる。

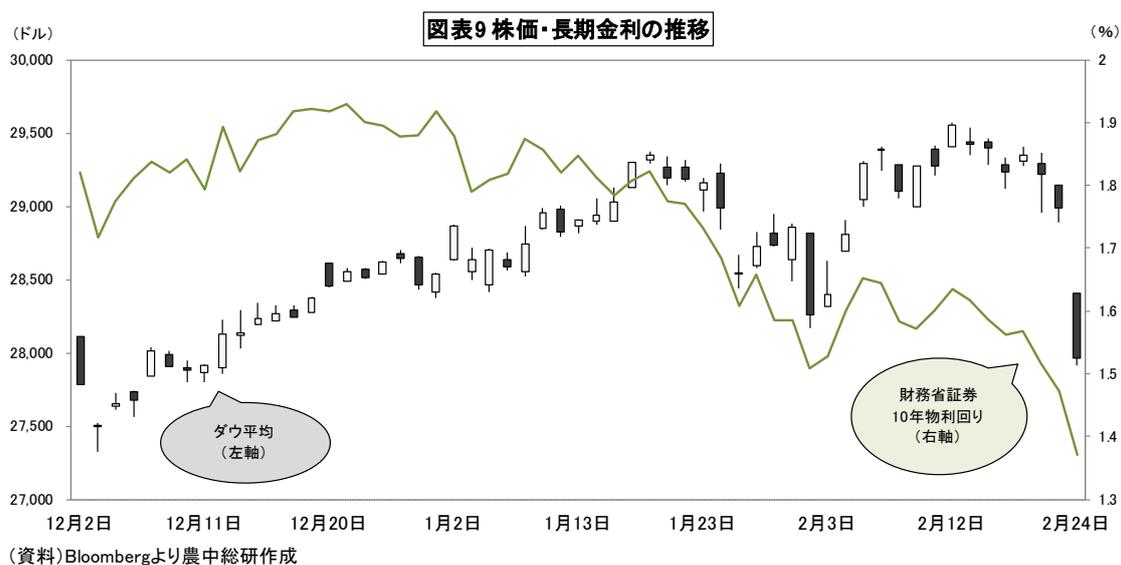


長期金利：振れ幅の大きい展開を予想

最後にマーケットを概観すると、12月12日に米中が合意に達したとの報道を受けて米長期金利（10年債利回り）は一時1.9%まで上昇したが、13日以降は合意内容についての不透明感から、1.8%台前半から1.9%台前半にかけてのやや荒い動きとなった。1月に入るとスレイマニ・イラン革命防衛隊司令官の殺害を契機と

した中東情勢の緊迫化からリスクオフとなり、利回りは一時1.8%を下回った。結局、一触即発の事態は回避されたが、足元では新型コロナウイルスの感染拡大と世界経済への影響が意識され、24日は1.3%台まで低下した。

先行きについては、新型コロナウイルスの感染者数や死亡者数などのニュースに反応しつつ、2月分以降の統計から実体経済への影響を読み取ろうとする動きになると考えられる。現時点では不確実性が高いため、1.2~1.6%と振れ幅の大きい展開を見込む。



株式市場：一進一退の展開を予想

株式市場は12月3日に対中追加関税を発動する可能性が示唆されたことで、ダウ平均は一時27,300ドル前半まで急落。その後は、米中通商摩擦の緩和が好感され史上最高値の更新が続いた。しかし、新型コロナウイルスへの対応のため中国当局が春節休暇を延長した1月27日や、感染拡大が懸念された31日、2月24日のダウ平均は大幅に下落した。

先行きについては、新型コロナウイルスによる世界経済成長鈍化の影響を見極める動きとなるだろうが、金融緩和の織り込みが強まることで相場が下支えされているとも考えられる。以上から、一進一退の展開が続くと予想する。

図表10 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言、投票
FOMCメンバー 投票権あり	パウエル議長	-1	2/11 2/12	現行の金融政策スタンスは引き続き適切となる公算が大きい 次回の景気悪化時には、フォワードガイダンスとQEを利用する予定
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-1	1/14 2/13	金融業界の非倫理的行動を指摘 政策金利の調整はデータ次第
	クラリダ副議長	-1	2/20 2/21	利下げ予想に疑問。低金利下の高バリュエーションは当然 FRBは市場の利下げ予想に、奴隷のように(slavishly)従うわけではない
	ブレイナード理事	-1	2/5 2/21	リブラを念頭に、仮想通貨についてFRBの研究を紹介 フォワードガイダンス期間の年限にある債券利回りに上限を設定してはどうか
	ボウマン理事	?		銀行監督が業務の中心で、政策金利については合意形成重視?
	クオールズ副議長	?		銀行監督が業務の中心で、政策金利については合意形成重視?
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1	1/17 2/11	経済成長率は2%のトレンドへ。インフレ率は2%目標間近 金利調整の前に、十分にデータを見極めるべき
	カプラン総裁 (ダラス)	0	2/18 2/19	20年は、2~2.25%の経済成長、金利は据え置きの見通し マイナス金利導入に否定的
	カシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	2/11 2/19	新型肺炎は米国経済にとってもダウンサイドリスクとなる可能性 次の金利変更は利上げではなく、利下げと予想
	メスター総裁 (クリーブランド)	0~1	2/21 2/24	より市場とのコミュニケーション取るべき。 新型肺炎は脅威。金融政策の対応はまだ決まっていない。
FOMCメンバー 投票権なし	エバンス総裁 (シカゴ)	0	1/3 1/9	イランとの対立で原油価格が上昇しても、米経済は堅調さを維持できる 20年の経済成長率は2~2.25%程度を予想。上振れも
	パーキン総裁 (リッチモンド)	0~-1	1/3 2/20	イランとの対立は米経済への脅威となりうる やや高めインフレ率を許容するスタンス→デイトリー総裁と同様ややハト派?
	ポスティック総裁 (アトランタ)	0~1	2/19 2/21	米国経済は良好。B/Sのサイズは、金融政策というよりは、技術的な問題 新型肺炎は中国では脅威だが、米国では短期的な影響にとどまるとの見解
	デイトリー総裁 (サンフランシスコ)	-1	1/15 2/10	インフレ率は徐々に加速し、21年に安定。イールドカーブはフラット化へ インフレ率が2%をやや上回る方が、やや下回るより遥かに望ましい
非FOMCメンバー 投票権なし	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1	10/30 1/14	利下げ反対 金利据え置きが妥当。20年の成長を楽観視。 →ハト派化?
	ブラード総裁 (セントルイス)	-2	2/11 2/21	インフレ率が2%を上回ることを歓迎(welcome) 新型肺炎では利下げすべきでない
	ローゼングレイン総裁 (ボストン)	2	12/17 1/13	金融の安定について懸念。資産価格について考える必要がある 低賃金労働者の賃金上昇率が高く、悪性のインフレを懸念。

(資料)各種報道 (注)鷹/鳩の評価は農中総研による。+はタカ派、-はハト派の意。

21年は、メスター、ハーカー、カプラン、カシュカリ総裁に代わり、エバンス、パーキン、ポスティック、デイトリー総裁に投票権

(20.2.25 現在)