米国経済金融

7～9 月期も堅調さが維持された米国経済

～トリプルレッドで始動する第 2 次トランプ政権～

佐古佳史

要旨

トランプ候補の大統領選勝利に加えて、共和党が上下両院とも過半数の議席を獲得したことで、25 年から始まる第 2 次トランプ政権の運営は容易になったと見込まれる。

こうしたなか、7～9 月期 GDP（速報値）は、前期比年率 2.8%と米国経済の堅調さが維持されている。第 2 次トランプ政権の政策が即座に実行されるわけではないことから、しばらくは堅調な個人消費と労働市場の減速、ペースは遅いながらインフレ率の鈍化が続くと考えられる。その後は、25 年終わりにかけて、景気の再加速やインフレ率と政策金利の高止まりなどが見込まれる。

また、一部の FOMC 参加者の発言からは利下げを急がない姿勢が確認されている。依然として 12 月 FOMC（17、18 日）にて 25bp の利下げが決定される可能性はあるものの、利下げの見送りも慎重に検討されていると考えられる。FOMC 後に公表される経済見通しでは、第 2 次トランプ政権の政策をどの程度織り込んだかという点にも注目が集まるだろう。

トリプルレッドとなった米大統領・連邦議会選挙

11 月 5 日に行われた米大統領選において、共和党のトランプ候補が勝利し第 47 代大統領となることが決まった。あわせて行われた連邦議会院選挙の結果、上下院ともに共和党が過半数の議席を獲得したことで、第 2 次トランプ政権は政策が実現しやすい環境となった（いわゆるトリプルレッド）。足元では、論功行賞に基づきつつ、重要ポストの人事が続々と発表されている。こうしたなかトランプ次期大統領は 25 日、中国製品に対して 10%、カナダとメキシコの全ての製品に対して 25%の関税を課すことを表明し、対象国の通貨安がみられた。

選挙後の分析では、所得、学歴、人種、性別など様々な区分において共和党の支持が広がっており、共和党の「労働者の政党としての存在感」が強まったとの評価がみられた。また、物価高から多くの米家計が生活苦となるなか、民主党とハリス候補が支柱とするリベラルな考えや政策が支持されづらい環境だったとも考えられる。このため、頻繁に指摘されていた「米国の分断」に関する考察は選挙後に減少した印象を受けた。

堅調さが維持された 7～9 月期 GDP

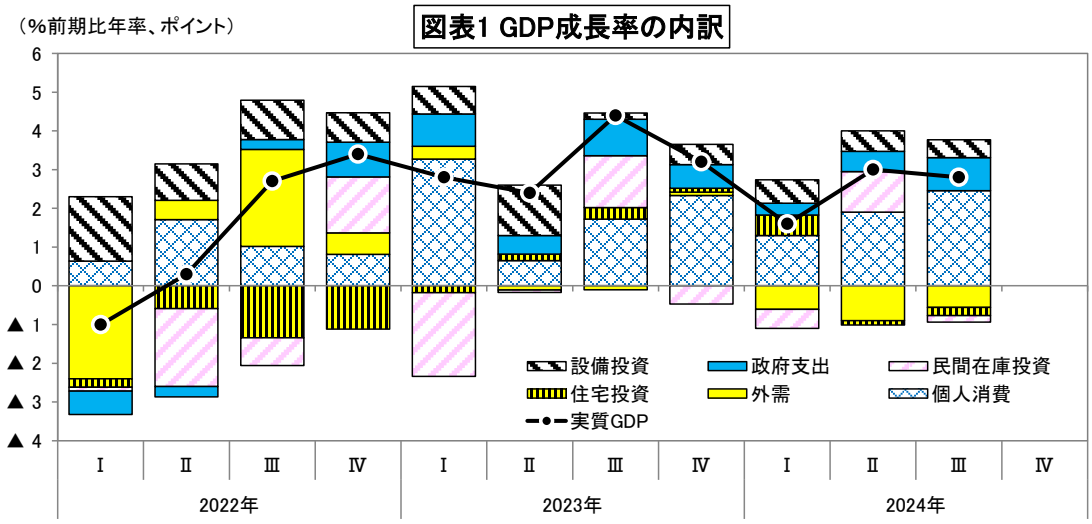
10 月 30 日に公表された 7～9 月期 GDP（速報値）は、前期比年率 2.8%と 4～6 月期の同 3.0%から小幅に鈍化したが、堅調

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

な成長率が維持された。2%程度と考えられる潜在成長率を上回るペースでの経済成長が続いている。内訳をみると、個人消費支出は同 3.7%（寄与度は 2.46 ポイント）と 4～6 月期の同 2.8%から加速し、実質可処分所得の鈍化や労働市場の減速がみられるなかでも堅調に推移した。特に、耐久財消費は同 8.1%と高い伸びを示した。なお、貯蓄率は小幅に低下した。

価格指数をみると、GDP デフレーター、PCE デフレーター、コア PCE デフレーターはそれぞれ前期比年率 1.8%、1.5%、2.2%となり、いずれも 24 年 1～3 月期からの鈍化傾向が継続している。全体としては、インフレ率の鈍化が継続するなか、好調な個人消費を背景に 7～9 月期にかけても米国経済は堅調に推移したことが確認できる内容となった。

図表1 GDP成長率の内訳



（資料）米商務省、Bloombergより農中総研作成 （注）各需要項目は寄与度。

全体としては、減速傾向が続く労働市場

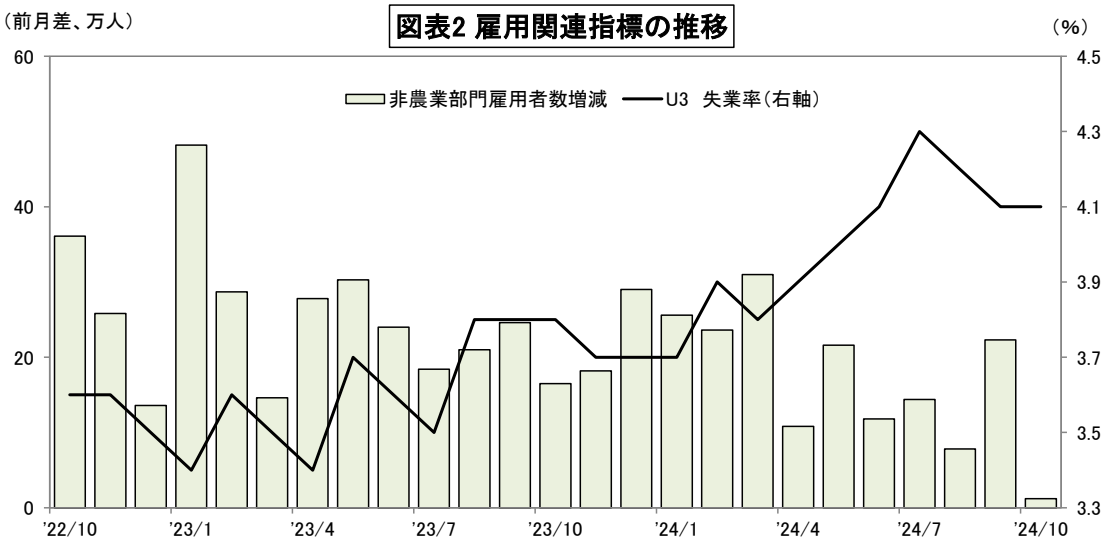
10 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から 1.2 万人増（事業所調査）と雇用増加ペースは大幅に減速したものの、事前に指摘されていた通り、2 つのハリケーンやストライキなどの影響を受けたと考えられる。加えて、8、9 月の雇用増は 11.2 万人下方修正された。もっとも、失業率は変わらずの 4.1%となり、労働市場の底堅さも維持されている。失業率の算出に用いられる家計調査では、ストライキ参加者が雇用者扱いされることや、悪天候のために働けなかった労働者は休業者と分類されるため、失業率はこうした特殊要因の影響をあまり受けなかったと考えられる。

10 月の平均時給は前年比 4.0%（前月比 0.4%）、生産・非管理職の時給は同 4.1%（同 0.4%）の上昇となり、2%物価目

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

標と整合的な上昇率をやや上回っていると思われる。また、7～9 月期の雇用コスト指数は同 3.9%となり、雇用統計における平均時給の伸びと概ね同様な上昇率が確認できた。

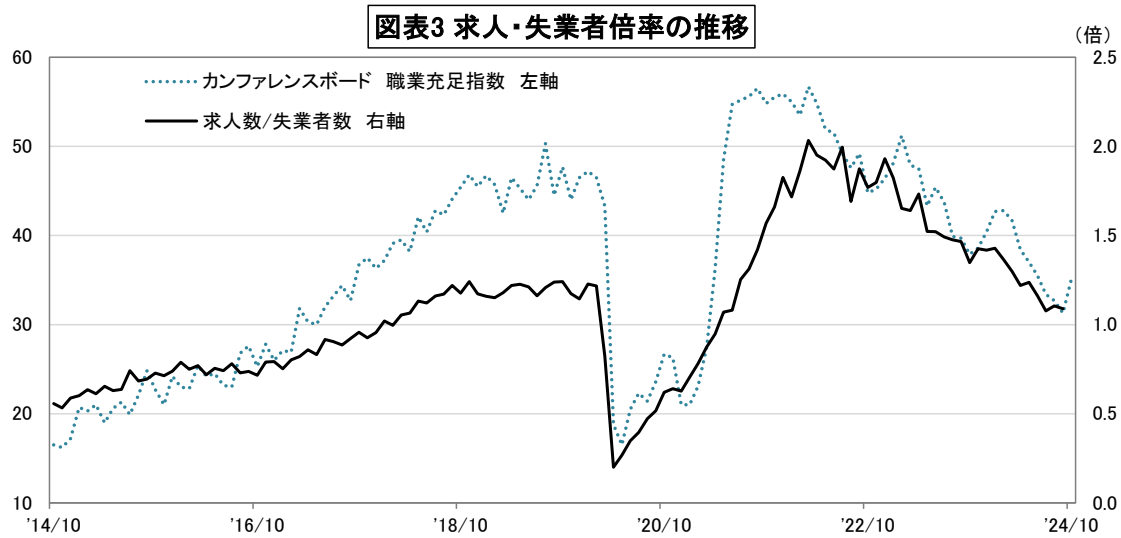
図表2 雇用関連指標の推移



（資料）米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成

求人数と失業者数の比率をみると、9 月は職を選ばなければ 1 人の失業者に対して 1.09 倍の求人が確認された。同比率は低下が続いており、労働市場の減速傾向が維持されていると判断してよいだろう。10 月の雇用統計は特殊要因が強かったことから判断材料にしづらいが、全体としては労働市場の減速傾向が続いている。

図表3 求人・失業者倍率の推移



（資料）米労働省統計局、Bloomberg

下げ渋るコアインフレ率

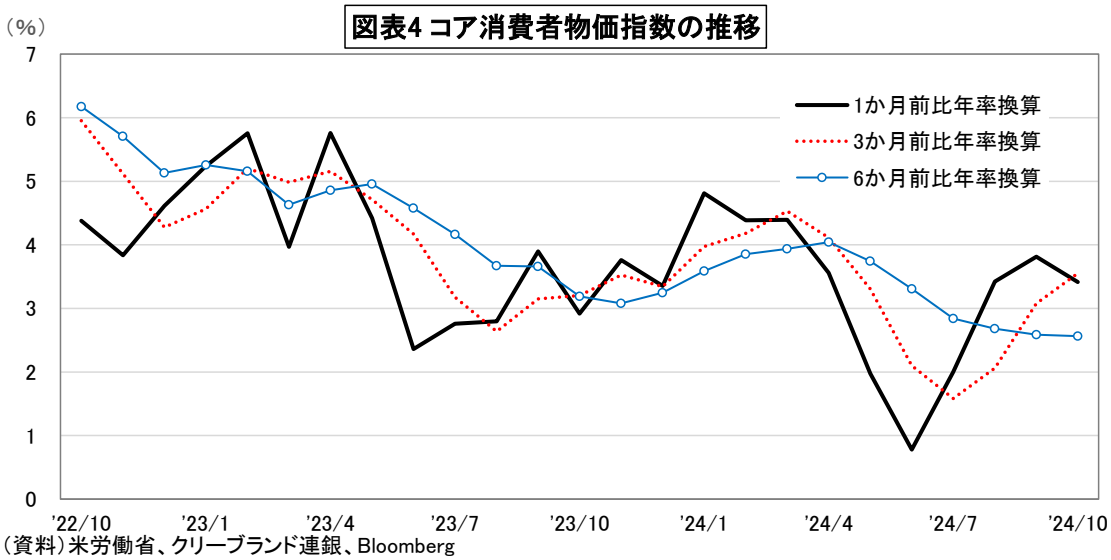
10 月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比 2.6%（前月比は 0.2%）、食料とエネルギーを除くコアは同 3.3%（同 0.3%）となり、総合ではインフレ率の鈍化が確認された一方で、コア

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

指数は下げ渋りが継続している。下げ渋りがみられるコア CPI について、より足元の動きを確認しやすい 1、3、6 か月前比（年率換算）を計算すると、10 月はそれぞれ 3.4%、3.6%、2.6%となり、（PCE デフレーターでの）2%物価目標と比較すると、やや高いといえる。

また、10 月の生産者物価指数（PPI、最終需要区分）の動きを確認すると、総合は前年比 2.4%（前月比 0.2%）、食料・エネルギー・輸送を除いた区分であるコアは同 3.5%（同 0.3%）となり、やはりコアでみると下げ渋りがみられる。

図表4 コア消費者物価指数の推移



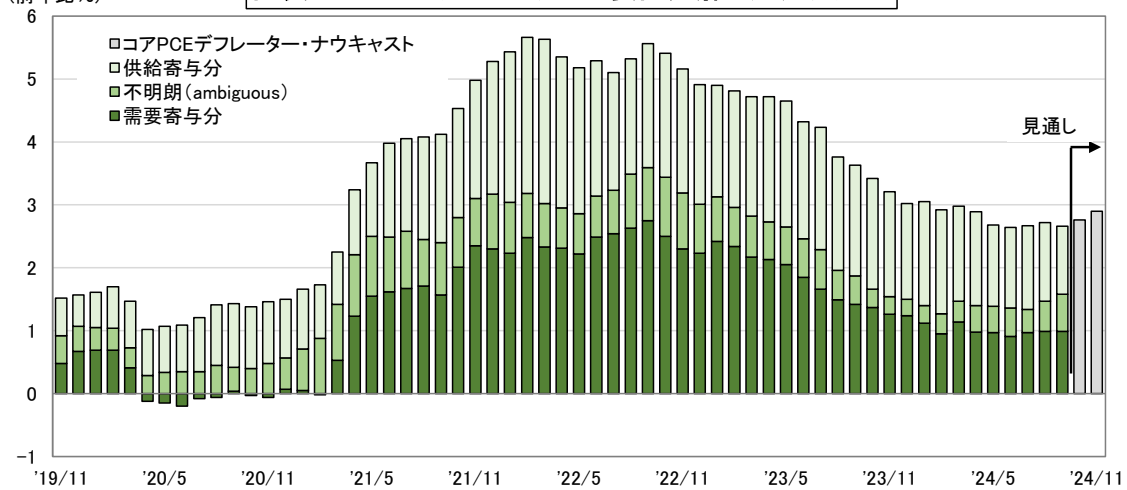
（資料）米労働省、クリーブランド連銀、Bloomberg

9 月のコア PCE デフレーターは変わらずの前年比 2.7%（前月比は 0.3%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターも変わらずの同 2.7%となった。CPI や PPI の動きとあわせて考えると、金融政策の判断上重要視されるコアインフレ率は下げ渋っている。

11 月のミシガン大学調査（確報値）によれば、1 年先期待インフレ率は前月から小幅に低下し 2.6%となり、コロナ禍前の 2 年間にみられた範囲内に入っている。一方で、長期期待インフレ率は+0.2 ポイントの 3.2%となり、長期のインフレに対する不確実性が高まったと報告された。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表5 コアPCEデフレーターの要因分解とナウキャスト

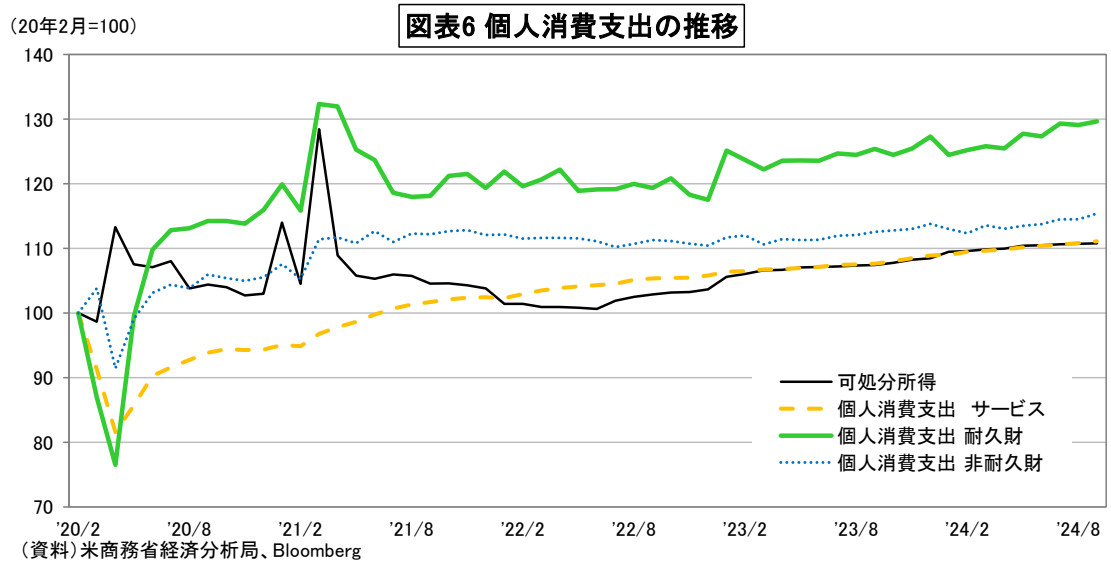


(資料)サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

堅調さが続く個人消費

個人消費をみると、9 月の実質個人消費支出の内、財消費は前月比▲0.1%、サービス消費は同 0.3%となり全体としては同 0.2%となった。前段の 7～9 月期 GDP でも述べた通り個人消費支出は堅調といえる。また、10 月の小売売上高(総合)は同 0.4%となり実質値では 0.2%程度の伸びと考えられる。加えて、9 月分は 0.4 ポイント上方修正され、同 0.8%となった。

図表6 個人消費支出の推移



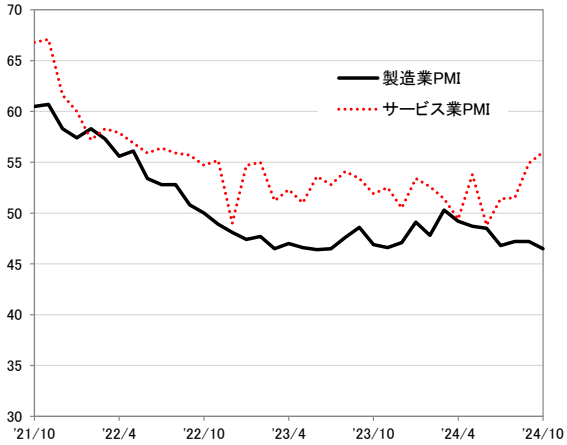
(資料)米商務省経済分析局、Bloomberg

ISM 指数はサービス業の堅調さを示唆

ISM 指数を確認すると、11 月の ISM 製造業指数は、前月から▲0.7 ポイントの 46.5%と、判断基準となる 50%を 7 か月連続で下回り製造業の縮小局面を示した。一方で、サービス業指数は、前月から+1.1 ポイントの 56.0%と約 2 年の高水準となり、前月に引き続きサービス業の堅調さが示唆された。

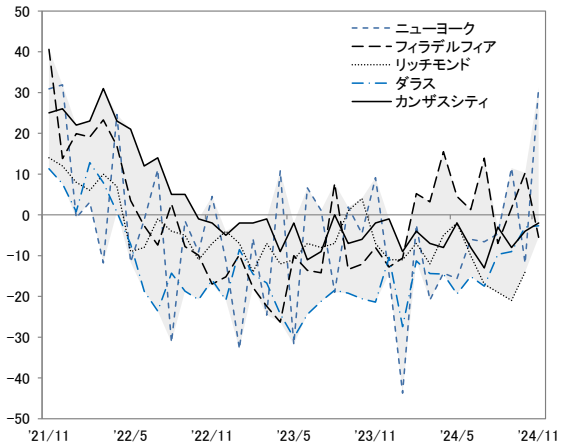
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表7 ISM景況感指数の推移



（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloomberg

図表8 地区連銀製造業景況指数



（資料）各地区連銀、Bloomberg

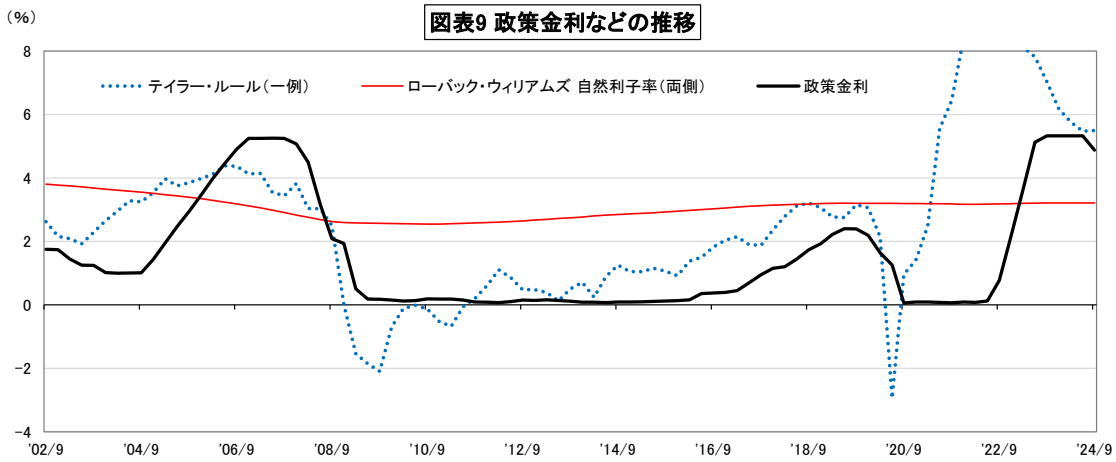
修正が進む利下げ見通し

足元の米国経済は、労働市場こそ減速しているものの、個人消費が底堅いことやGDP成長率が比較的高いこと、コアインフレ率が下げ渋っていることなどから、利下げペースが鈍化する可能性も考えられる。26日に公開された11月FOMCの議事要旨では、インフレ率が高止まりする場合は利下げを休止し、金融引き締めを継続することができるとの意見もみられた。

こうしたなか、12月FOMC（17、18日）にて25bpの利下げが決定される可能性は依然としてあるものの、最近のFOMC参加者の発言からも利下げを急がない姿勢が確認できる。また、FOMC後に公表される経済見通しでは、第2次トランプ政権の政策をどの程度織り込んだかという点にも注目が集まるだろう。

25年半ば頃から、トランプ政権の政策がインフレ率に与える影響を確認する必要があると思われるため、利下げを一旦中断し、FRBは様子見姿勢となるのではないだろうか。

図表9 政策金利などの推移



（資料）ニューヨーク連銀、アトランタ連銀、FRB、米議会予算局、米商務省経済分析局
（注）自然利子率は物価目標の2%を加えて名目化した。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

景気の先行き：25年終わりにかけて景気の再加速も

さて、景気の先行きを考えると、雇用増加ペースの鈍化や過剰貯蓄の減少、カードローン遅延率の上昇、金融引き締めなど個人消費に対する下押し圧力は多く指摘されてはいるものの、米国民の資産増加ペースが速いこともあり、個人消費は堅調に推移している。

関税引き上げはほとんどの米家計の生活を圧迫するものの、トランプ政権は株高を志向し、減税や規制緩和によって景気拡大を後押しすると見込まれることから、個人消費や経済成長率にとっても追い風となるだろう。もっとも政策の調整や手続きに時間が必要なこともあり、政権発足から即座に米国経済に影響が及ぶことはなさそうだ。そうした政策の効果は 25 年後半から終わりにかけて出始めると見込まれる。

こうしたことから、しばらくは堅調な個人消費と労働市場の減速、ペースは遅いながらインフレ率の鈍化が続くと考えられる。その後は、25 年終わりにかけて、景気の再加速やインフレ率と政策金利の高止まりなどが現実味を帯びてきそうだ。筆者を含めて、ある程度コンセンサスがあったと思われるソフトランディング見通しは再考が必要になり、景気の再加速が中心的な見方になるだろう。

長期金利：上昇傾向が一段落

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では 10 月前半は堅調な経済指標を受け、大幅利下げ観測が後退したことなどから、長期金利（米 10 年債利回り）は約 2 か月ぶりに 4.0%を上回った。10 月半ば以降は、大統領選においてトランプ候補の勝利予想が高まったことなどから長期金利は上昇傾向となり、30 日は 4.3%となった。

11 月 5 日の大統領選にてトランプ候補が勝利すると、インフレ高進や経済成長率が高まるとの期待が上昇圧力となった。加えて 11 月半ばには、パウエル FRB 議長が利下げを急がないと発言したことなどから利下げ織り込みが後退したこともあり、長期金利は 4.4%台での推移が続いた。25 日は、著名投資家ベッセント氏の財務長官指名を受け、米財政への安心感から利回りは 4.2%台へと低下した。長期金利の上昇傾向は一段落したと思われる。

先行きについては、主要閣僚人事や関税をめぐるこれまでの発言など材料が一旦出尽くしたと思われることから、現状と同じく 4.3%前後の推移を見込む。もっとも、トランプ次期大統

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp

領の発言やソーシャルメディアへの投稿などに左右される環境が続くだろう。

図表10 株価・長期金利の推移

（資料）Bloomberg

株式市場：上昇が続くと予想

株式市場では、9 月半ば以降に長期金利の低下や好決算を反映して再度上昇傾向となり、10 月 18 日のダウ平均は終値で 43,275.91 ドルと史上最高値を更新した。その後は小幅に反落したもののトランプ候補が勝利すると、減税や経済成長の加速などへの期待感からダウ平均は一旦上昇した。

11 月半ば以降は、パウエル FRB 議長の利下げを急がないとする発言などから、利下げ織り込みが後退するとともに長期金利が上昇したことを嫌気し、ダウ平均は 14 日から 19 日にかけて続落した。その後は、決算を消化するなか好調な経済指標や長期金利の低下を好感し再び上昇した。3 営業日連続で市場最高値更新となり、26 日の終値は 44,860.31 ドルとなった。

先行きについては、24 年後半から 25 年半ばにかけて S&P500 構成銘柄についての収益見通しが前年比 10%台前半となっており、長期金利も上昇傾向が一旦は収まったと思われることから、ダウ平均は上昇が続くと予想する。

（24.11.26 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp