

再び政府機関閉鎖か

～低調な消費者マインド～

佐古佳史

要旨

ミネソタ州で移民税関捜査局の捜査官に市民2人が射殺されたことを契機として、1月30日以降に再び政府機関が閉鎖する可能性が高まった。26年入り後のトランプ政権は様々な動きがみられたが、これまでのところ米国経済政策不確実性指数はほぼ横ばいで推移している。

景気の先行きについては、AI関連投資が継続すると見込まれることから、設備投資、株高、富裕層を中心とした個人消費支出の拡大によって、米国景気の堅調な成長を見込む。また、拡張的な財政政策とこれまでの利下げも下支え要因となりそうだ。こうしたなか、1月FOMCは政策金利の据え置きを決定し、景気判断を上方修正した。

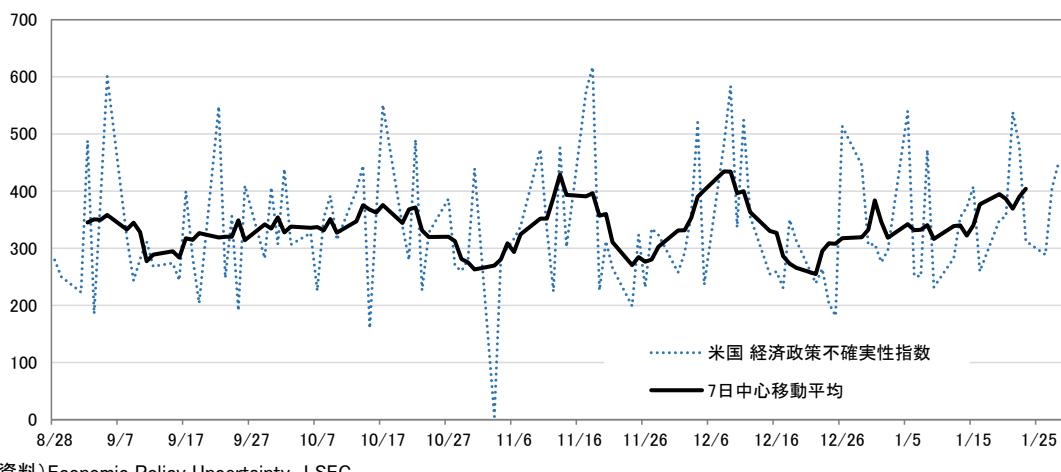
政府機関閉鎖の可能性が高まった

26年入り後のトランプ政権は、ベネズエラ攻撃と石油利権の掌握、キューバ対応、グリーンランド領有権主張の本格化、複数の国際機関から脱退、イラン抗議運動への支援表明、パウエルFRB議長への刑事捜査、クレジットカード金利上限設定要求、機関投資家の一戸建て住宅購入禁止措置発表、韓国とカナダへの関税引き上げ示唆、インドへの関税引き下げなど、多岐にわたる動きがみられた。もっとも、1月入り後の米国経済政策不確実性指数は小幅な上昇にとどまっている。

こうしたなか、ミネソタ州で移民税関捜査局の捜査官に市民2人が射殺されたことを契機として、国土安全保障省向けの歳出法案をめぐって上院での民主・共和党間の対立が深まり、1月30日以降に再び政府機関が閉鎖される可能性が高まった。予測サイトであるポリマーケットでは、政府機関閉鎖の確率は70%程度とされている。

なお、25年12月から26年1月ごろと見込まれていた、IIEPA(国際緊急経済権限法)についての最高裁判決は延期が続いている。

図表1 米国経済政策不確実性指数の推移



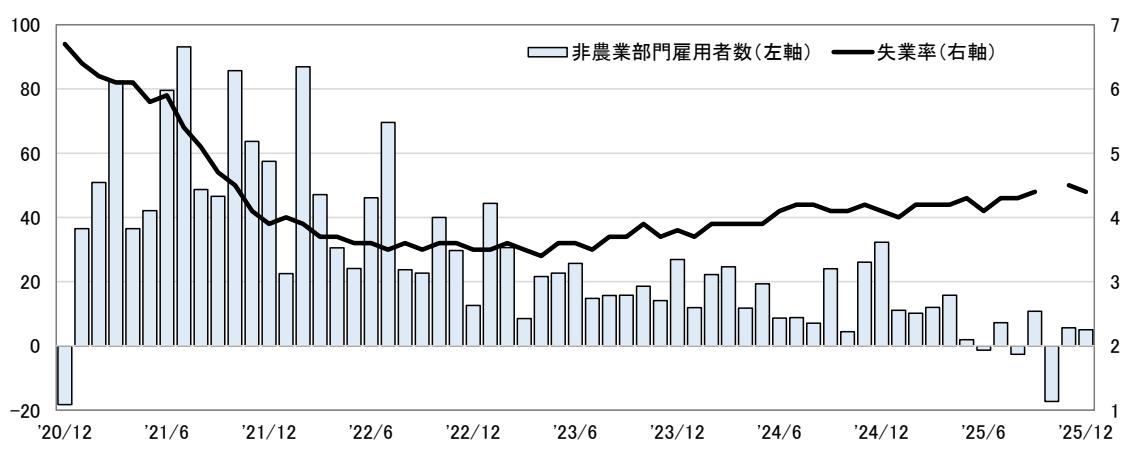
大幅な悪化は回避できている労働市場

12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5.0万人（事業所調査）の増加となり、3か月平均では同▲2.2万人となった。25年の雇用者数は58.4万人増加（月平均4.9万人増）したが、24年の200万人増（同16.8万人増）から大きく減速した。失業率は同0.1ポイント低下の4.4%となった。労働市場の減速が警戒されてはいるものの、12月の雇用統計からは、依然として大幅な悪化は回避できていると判断できる。

（万人、前月差）

図表2 雇用統計

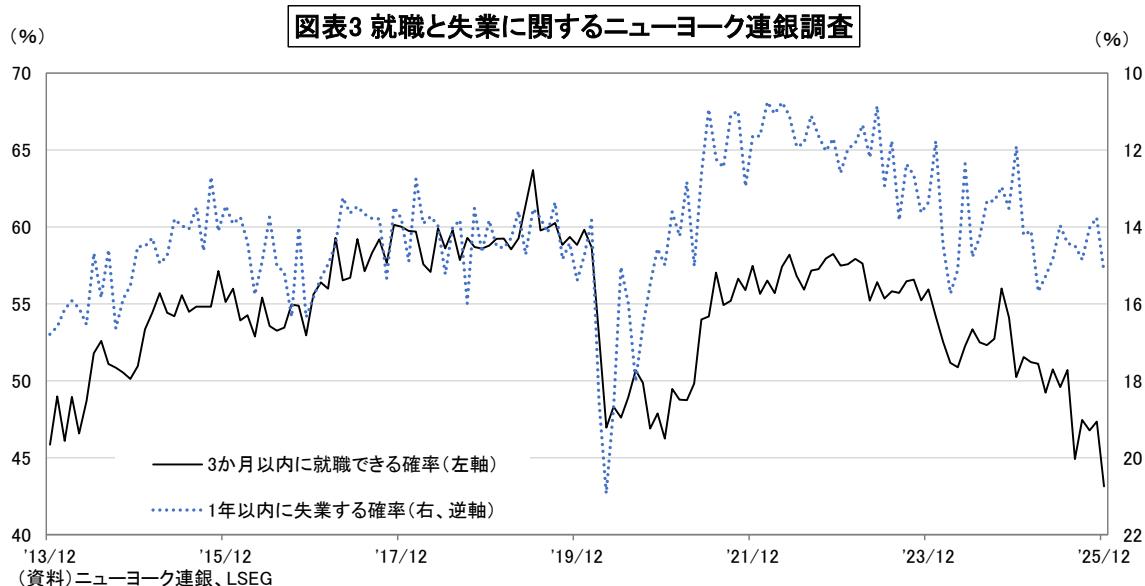
（%）



11月の求人労働異動調査によると、求人数は前月から30.3万人減の714.6万人となり、求人率（=求人数÷（求人数+雇用者数））は同0.2ポイント低下の4.3%、自発的な離職率は同0.1ポイント低下の1.9%となった。この1年半ぐらいにかけ

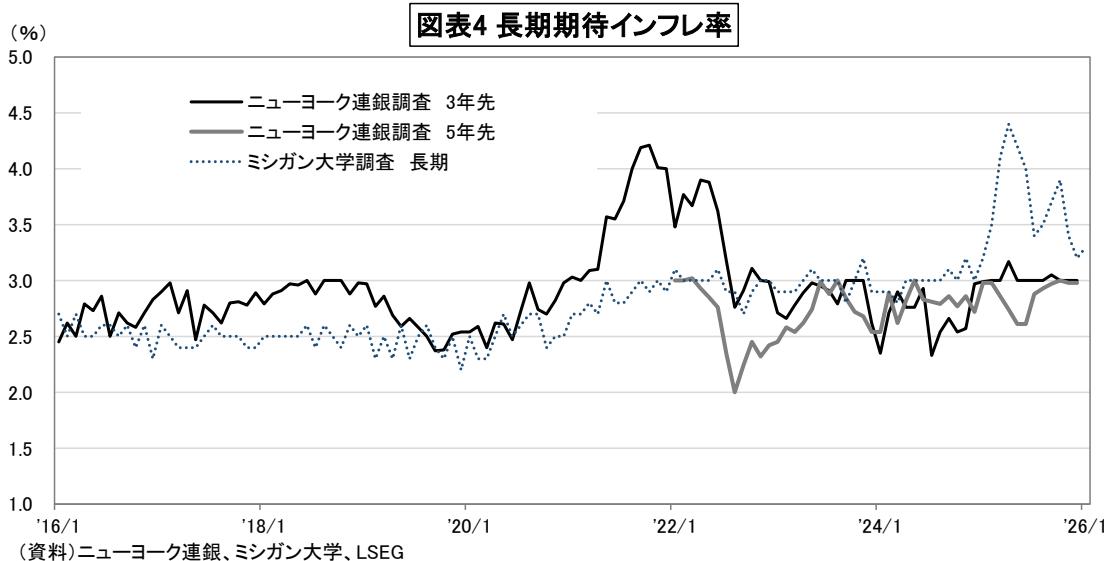
て、いずれも横ばいで推移している。

とはいっても、就職と失業に関する12月のニューヨーク連銀の調査をみると、特に、就職の困難さがコロナ禍よりも意識されており、労働市場についてのマインドが大幅に悪化していることがうかがえる。



落ち着いている期待インフレ率

続いて、期待インフレ率の動きを確認すると、12月のニューヨーク連銀調査では、1年先期待インフレ率が前月から0.2ポイント上昇の3.4%、3、5年先は変わらずの3.0%となった。また、1月のミシガン大学調査（確報値）では、1年先は同▲0.2ポイントの4.0%、長期は同0.1ポイントの3.3%となった。全体としては、期待インフレ率は落ち着いている。

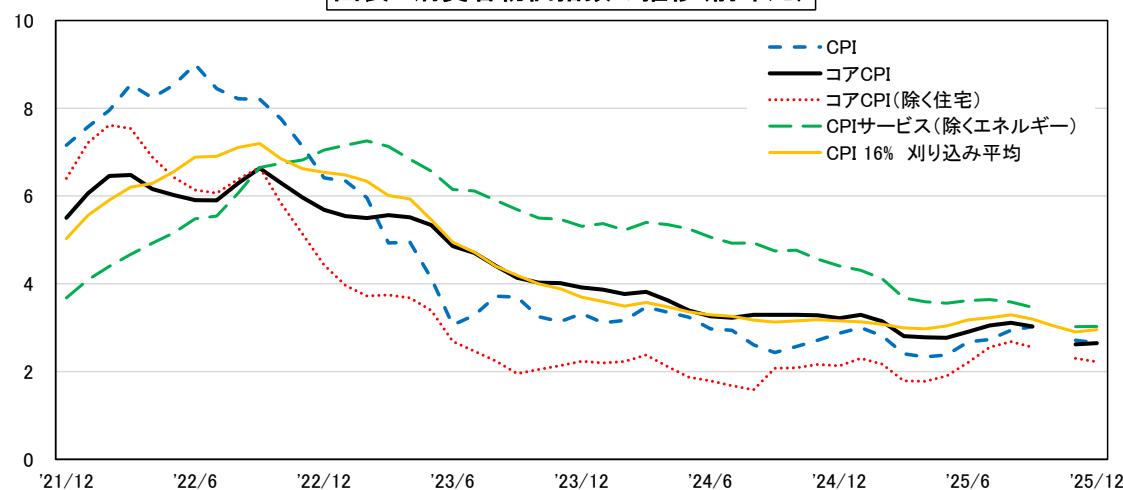


12月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比2.7%（前月比は0.3%）、食料とエネルギーを除くコアは同2.6%（同0.2%）となった。データの欠損から足元の動きは比較や解釈がしづらいものの、主要項目別では、食料品が前月比0.7%、住宅が同0.4%、中古車・トラックが同▲1.1%となった。インフレ率は依然としてやや高止まりしていると考えてよいだろう。

また、11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3.0%（前月比0.2%）、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同3.5%（同0.2%）とやや高止まりしている。

（前年比%）

図表5 消費者物価指数の推移(前年比)



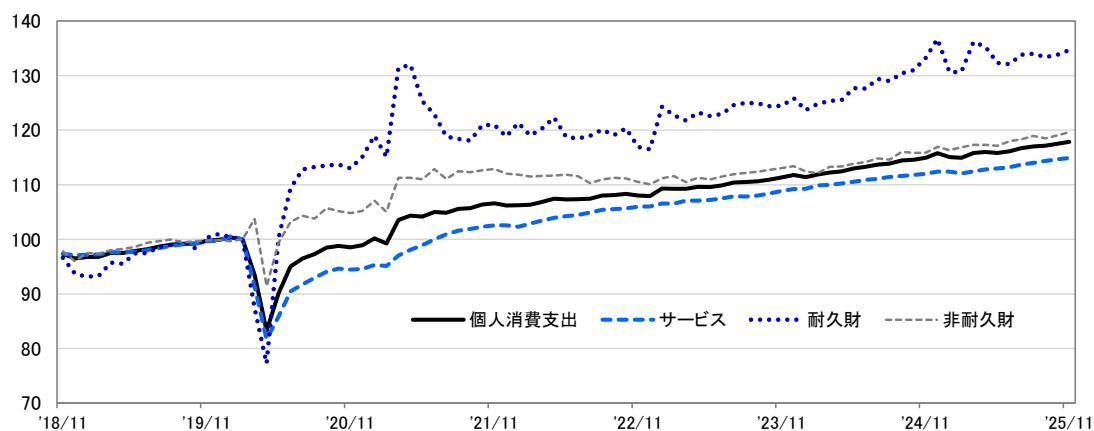
（資料）米労働省統計局、LSEG

11月は個人消費が拡大

11月の個人消費支出を確認すると、財消費は前月比0.6%（前年比2.5%）、サービス消費は同0.2%（同2.6%）、全体としては同0.3%となった（同2.6%）。また、11月の小売売上をみると、前月比は0.6%となり、弱含んでいた9、10月（それぞれ同0.1%、▲0.1%）から大幅に増加した。内訳をみると、自動車・自動車部品が同1.0%と高い伸びを示した。11月12日まで続いた政府機関閉鎖の影響を含んでいると思われるが、改めて個人消費の底堅さが確認された。

(20年2月=100)

図表6 個人消費支出の推移

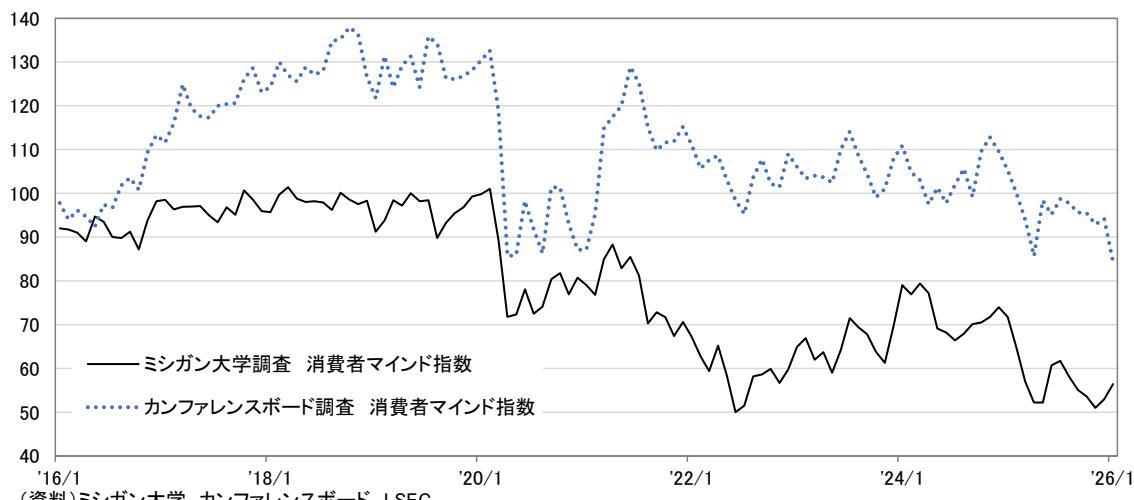


(資料)米経済分析局、LSEG

低調な消費者マインド

1月のミシガン大学消費者マインド（確報）は、前月から3.5ポイントの小幅上昇にとどまった。物価高と労働市場の減速懸念による購買力への圧迫が継続していることから、景況感は依然として前年比20%以上低い水準にある。また、1月のカンファレンスボード消費者信頼感指数も、ミシガン大学調査と同様の理由から低下し、11年半ぶりの低水準となった。

図表7 消費者マインドの推移



(資料)ミシガン大学、カンファレンスボード、LSEG

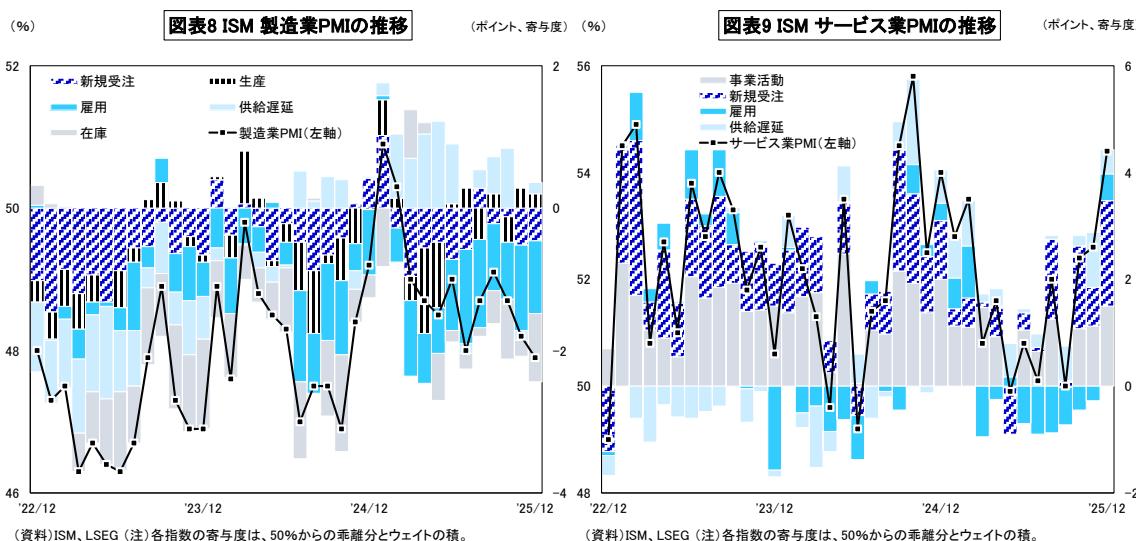
サービス業で雇用センチメントが改善

12月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から▲0.3ポイントの47.9%と、判断基準となる50%を10か月連続で下回り、製造業の縮小局面を示した。一方で、サービス業指数は同+1.8ポイントの54.4%と3か月連続で拡大局面を示し、約1年ぶりの水準となった。

価格指数については、製造業が変わらずの58.5%、サービス

業は同▲1.1 ポイントの 64.3%となり、いずれも上昇傾向が継続している。雇用指数については、製造業が同+0.9 ポイントの 44.9%と 11か月連続で縮小傾向を示唆した。一方で、サービス業は同+3.1 ポイントの 52.0%と 7か月ぶりの拡大傾向となつた。

12月のISM指数からは全体として、製造業とサービス業でまちまちな動きが続くなか、これまで縮小傾向であった雇用については、サービス業で縮小傾向が一段落したことがうかがえる。



1月 FOMC では政策金利を据え置き、景気判断を上方修正

景気の先行き：財政・金融政策とAIブームによる経済成長

こうしたなか、1月 27、28 日にかけて開催された FOMC では、政策金利を 3.50~3.75%で据え置くことが賛成 10、反対 2 で決定された。反対票を投じたウォラー理事とマイラン理事は 25bp の利下げを主張した。

声明文では、経済活動は堅調に推移し、雇用の伸びは低いままであり、失業率は安定化の兆しをいくぶんか示したと記された。12月 FOMC 声明文との比較では、経済活動が緩やか (moderate) から堅調 (solid) へと上方修正されたほか、従来までの「雇用の下振れリスクが高まった」との文言は削除された。1月 FOMC では景気判断が上方修正されたと考えられる。

さて、以下では景気の先行きを考えたい。まず関税については平均関税率が 20%程度まで上昇するが、大規模な対抗関税は回避できる見込みである。経済効果についての様々な試算値から判断すると、関税による GDP 成長率の押し下げは 0.5 ポイント程度と見積もられる。

他方、TaxFoundation は減税・歳出法が 26 年から 28 年にか

長期金利：下がりににくい展開を予想

けて GDP をそれぞれ 1.2、1.4、1.5 ポイント押し上げると試算しており、財政主導での経済成長が見込まれる。26 年 1 月の IMF 世界経済見通しでは、拡張的な財政政策とこれまでの利下げが米国の 26 年経済成長率を押し上げる要因とされた。

AI 関連企業の業績予測からは、半導体やデータセンターへの旺盛な需要が見込まれることから AI ブームが続くと想定される。このため、マクロ経済見通しとしては、設備投資や株高、富裕層による個人消費に支えられることで、26 年も米国景気の堅調な成長を見込む。

なお、米議会予算局は 6 週間の連邦政府機関閉鎖が 10～12 月期 GDP に対して前期比年率 1.5% ポイントの押し下げ効果を、26 年 1～3 月期 GDP に対して同 2.2 ポイントの押し上げ効果を持つと推計している。

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では 12 月入り後、労働市場の底堅さを示す統計が相次いだことを背景に、26 年の利下げ織り込みが巻き戻されたことから、FOMC (9、10 日) を控えて、米長期金利（10 年債利回り）は 4.1% 台後半まで上昇した。しかし、FOMC 後のパウエル議長の記者会見がハト派的に受け止められたことで、利回りは低下した。その後は小動きとなるなか、市場予想を下回った消費者物価指数（18 日）が材料視され、利回りは低下した。12 月を通じて狭いレンジでの取引となった。

1 月入り後も小動きが続いたものの、20 日は日本国債利回りの上昇に加えて、グリーンランドの領有権をめぐりトランプ政権が欧州への追加関税を示唆しインフレ懸念が強まったことなどから、長期金利は 4.3% 目前まで上昇した。

先行きについて考えてみると、現時点では、労働市場とインフレ率が 12 月 FOMC 時点での FRB の見通しと概ね整合的であることから、利下げ回数織り込みが増加することはない見込まれる。また、インフレ率が下げ渋っていることや、トランプ政権の動きが複雑化していることからタームプレミアムも低下しづらいと見込まれる。このため、長期金利は下がりにくい展開予想する。



株式市場：緩やかな上昇継続を予想

株式市場は、トランプ政権による4月2日の相互関税発表で急落した後、関税の延期や免除、各国との交渉の継続姿勢などが好感され株価は徐々に回復してきた。ダウ平均は6月末に44,000ドルを回復した後、7月は概ね横ばいとなった。8月以降は、FRBの利下げ観測や通商政策に対する楽観的な見方、好決算などを背景に再び上昇基調となり、最高値更新が続いた。

11月半ば以降は、AI関連企業の割高なバリュエーションや循環的に見える取引内容、巨額の設備投資、OpenAIの資金繰りと事業計画などについて投資家の警戒感が高まり、株価は調整色が強くなり、AI関連企業以外へ投資資金を移す動きも垣間見られる。

26年1月入り後は、テクノロジー企業にけん引される形で12日のダウ平均は終値で最高値(49,590.20ドル)を更新した。その後は決算発表を消化するなかで、米欧間の新たな貿易戦争の可能性を嫌気して下落し、以降は上値の重い展開となっている。

先行きについては、バリュエーションの高さへの警戒感は根強いものの、堅調な経済とAIブームの継続を背景に、株価は緩やかな上昇が続くと想定する。

(26.1.28現在)