

25 年は 2.2%と堅調な成長

～ウォーシュ氏を次期FRB 議長に指名～

佐古佳史

要旨

米連邦最高裁は2月20日、相互関税などを違憲と判断した。これを受けてトランプ政権は通商法122条を根拠に一律10%の新関税を課すこととなった。

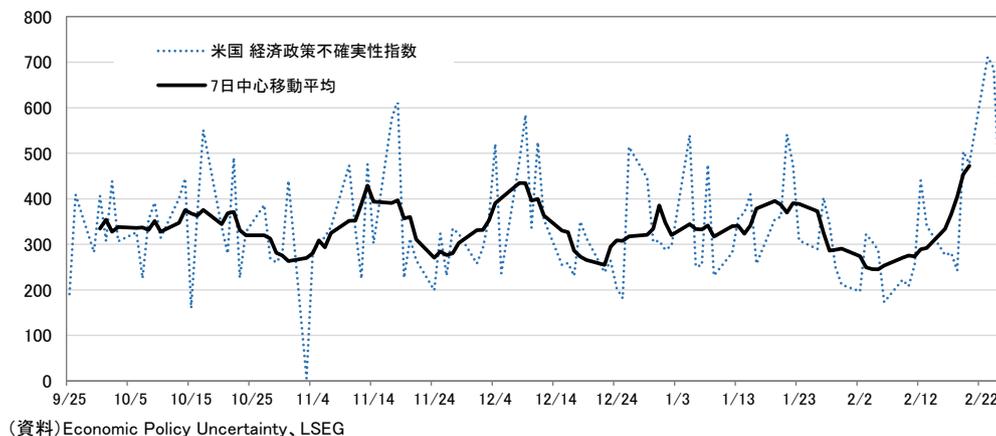
トランプ大統領は1月30日、5月に任期を迎えるパウエルFRB議長の後任として、元FRB理事のウォーシュ氏を正式に指名したと発表した。ウォーシュ氏はFRBのバランスシート縮小や準備預金を削減したいとみられる。

米経済分析局が2月20日に公表した10～12月期GDPは前期比年率1.4%と7～9月期の同4.4%から大きく減速したが、25年を通じてGDPは前年比2.2%と堅調な成長となった。

違憲判決と新関税

米連邦最高裁は20日、第2次トランプ政権が導入した相互関税などを違憲と判断し、これを受けてトランプ政権は24日に相互関税を停止した。同時に、通商法122条を根拠に各国一律で10%の新関税を課した。新関税は最長150日間となる。今後は通商法301条、通商拡大法232条などに基づき、新関税を賦課する見通しであり、関税率が大きく変更されることはなさそうだ。また、現時点では、トランプ政権と貿易交渉をした各国は概ね様子見姿勢となっているが、一部の州や企業は関税の還付を要求している。こうした状況を受け足元では、経済政策不確実性指数が上昇した。

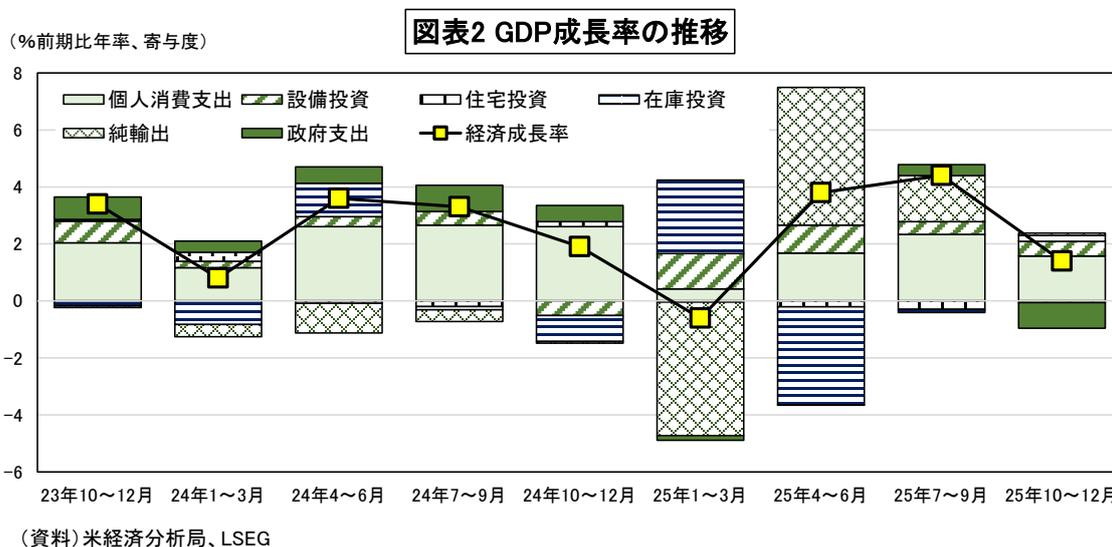
図表1 米国経済政策不確実性指数の推移



25年は2.2%と堅調な成長

米経済分析局が20日に公表した10～12月期GDPは前期比年率1.4%と7～9月期の同4.4%から大きく減速した。寄与度をみると個人消費支出が+1.58ポイント、設備投資が同+0.51ポイント、住宅投資が同▲0.06ポイント、純輸出が同+0.08ポイント、政府支出が同▲0.90ポイントとなり、6週間にわたる政府機関閉鎖の影響が反映された。

25年を通じてGDPは前年比2.2%成長となった。輸入は24年の同8.2%から25年は同2.5%へ、政府支出も24年の同3.8%から25年は同1.2%へと大きく減速し、第2次トランプ政権の特徴がうかがえるGDP統計となった。



大幅な悪化を回避できている労働市場

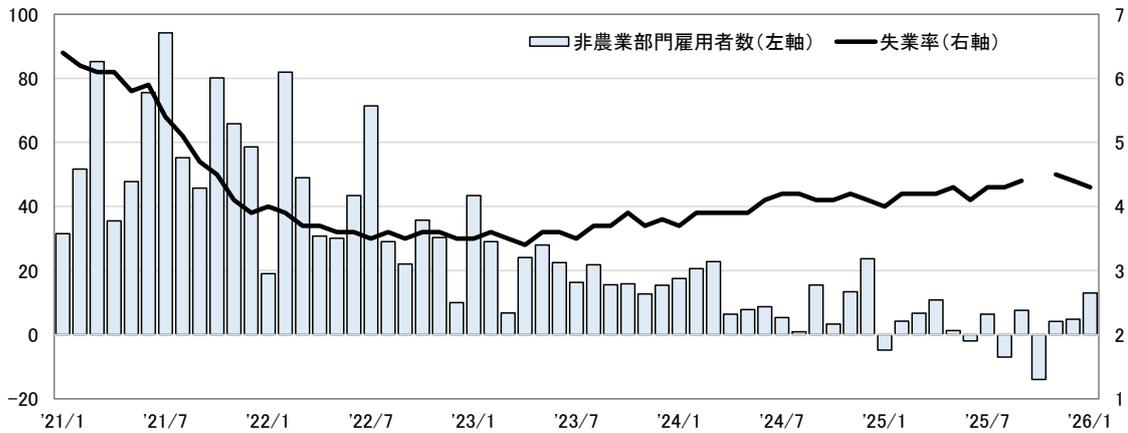
1月の雇用統計をみると、非農業部門雇用者数は前月から13.0万人(事業所調査)の増加となり、3か月平均では同7.3万人となった。今回の改定を受けて、25年の雇用者数は18.1万人増加(月平均1.5万人増)となり、24年の145.9万人増(同12.2万人増)から大きく減速した。

失業率は同0.1ポイント低下の4.3%となった。引き続き労働市場の減速が警戒されてはいるものの、1月の雇用統計からは、依然として大幅な悪化を回避できていると判断できる。

(万人、前月差)

図表3 雇用統計

(%)



(資料)米労働省統計局、LSEG

12月の求人労働異動調査によると、求人数は前月から38.6万人減の654.2万人となり、求人率(=求人数÷(求人数+雇員数))は同0.3ポイント低下の3.9%、自発的な離職率は変わらずの2.0%となった。12月は求人数の低下幅が大きかった。

1月のニューヨーク連銀の調査をみると、今後12か月間の失業確率の平均認識値は同0.4ポイント低下の14.8%となり、過去12か月平均の14.6%をわずかに上回る水準を維持した。しかし、現在の職を失った場合、今後3か月以内に新たな職を見つける可能性の平均認識値は同2.5ポイント上昇し45.6%となり、依然として低い水準にとどまっている。同統計は、新規就業の困難さがうかがえる内容が続いており、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。

図表4 就職と失業に関するニューヨーク連銀調査



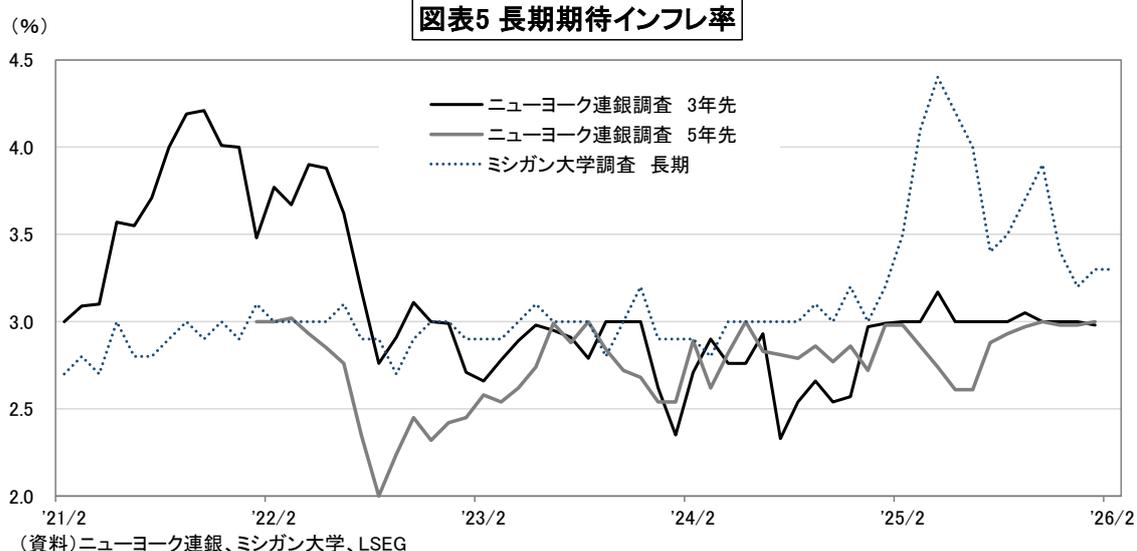
(資料)ニューヨーク連銀、LSEG

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、ミシガン大学調査(2月確報)の1年先インフレ期待は前月の4.0%から3.4%へ低下し、25年1月以来の低水準となった。もっとも、コロナ禍前の2年間に見られた2.3~3.0%の範囲を引き続き大きく上回っている。長期インフレ期待は3.3%となった。

ニューヨーク連銀調査(1月)を確認すると、1年先期待インフレ率は、先月から0.3ポイント低下の3.1%となった。3年先および5年先期待インフレ率は変わらずの3.0%となっている。期待インフレ率は落ち着いていると判断できる。

図表5 長期期待インフレ率



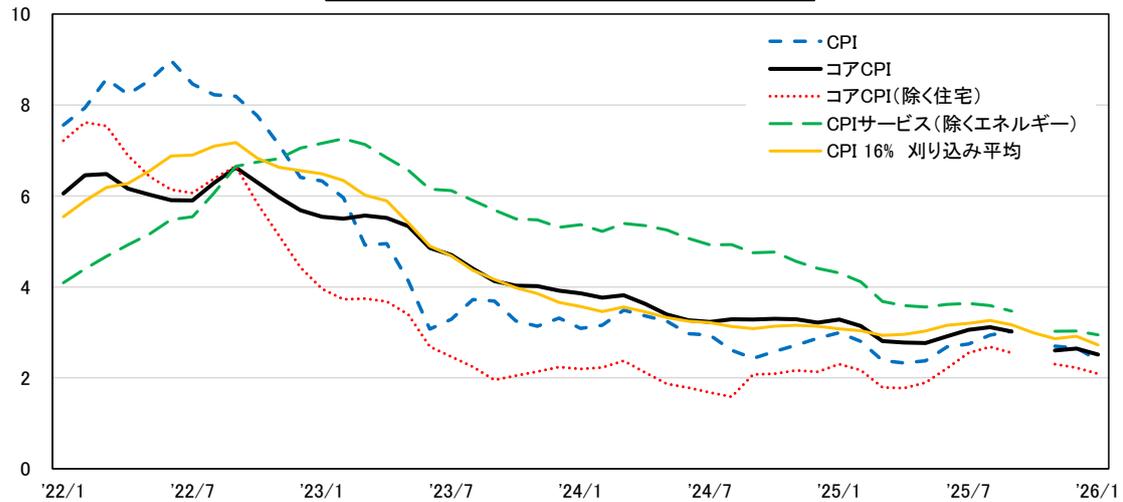
インフレ率は下げ 渋りが続く

1月の消費者物価指数(CPI)は、総合が前年比2.4%(前月比0.2%)、食料とエネルギーを除くコアは同2.5%(同0.3%)となった。エネルギー(前月比▲1.5%)と中古車・トラック(同▲1.8%)がインフレ率の鈍化に寄与した。欠損値処理の関係で前年比での正確性に疑問が残るものの、コア区分で見ればインフレ率は下げ渋りといえるだろう。

また、12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%(同0.5%)、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同3.5%(同0.4%)となり、前月比で見れば加速した。

(前年比%)

図表6 消費者物価指数の推移(前年比)



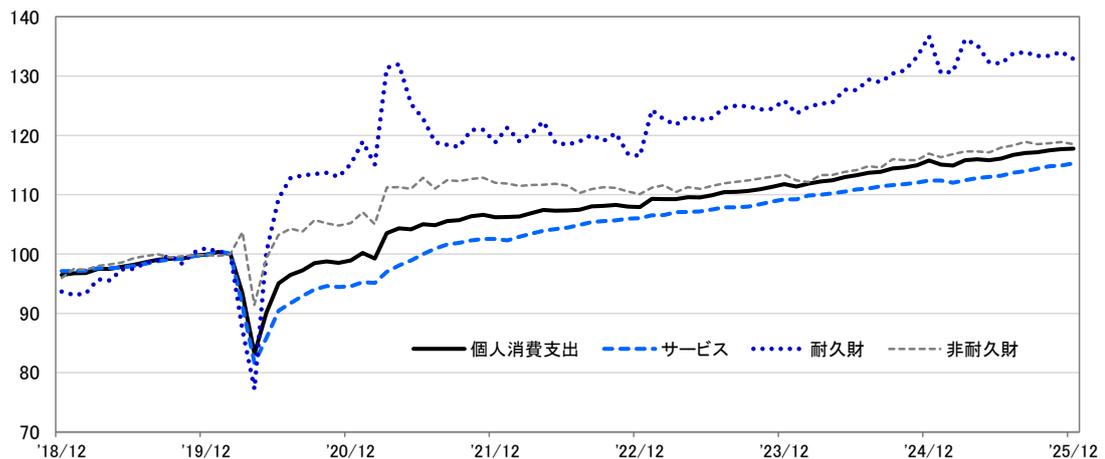
(資料)米労働省統計局、LSEG

12月の個人消費は頭打ち

12月の個人消費支出を確認すると、財消費は前月比▲0.5%（前年比▲0.1%）、サービス消費は同0.3%（同2.6%）、全体としては同0.3%となった（同0.9%）。また、12月の小売売上は前月から変わらずとなった。12月の個人消費支出は頭打ち感が見られたが、10～12月期としては、前期比年率2.4%、前年比2.2%と、政府機関閉鎖がありながらも、底堅さが維持された。

図表7 個人消費支出の推移

(20年2月=100)



(資料)米経済分析局、LSEG

低調な消費者マインド

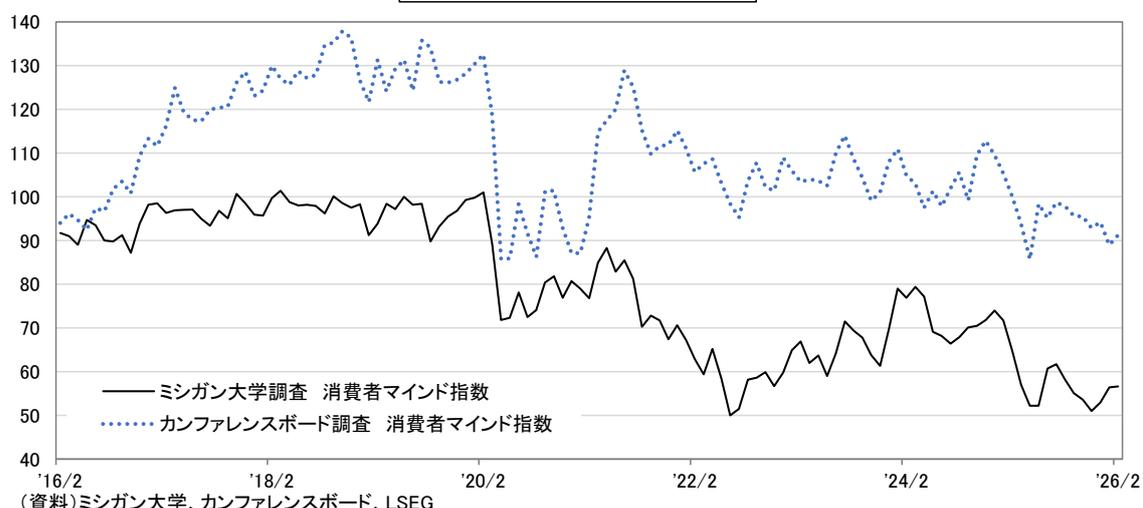
2月のミシガン大学消費者マインド調査（速報）を確認すると、消費者マインドは先月からほぼ変わらずの57.3%となった。25年年初と比べると約20%低い水準にある。

ミシガン大学からは、①株式ポートフォリオが最も大きい消

消費者層ではマインドが急上昇した一方で、株式を保有しない消費者層では依然として低水準に留まったこと、②歴史的な観点から見ても景況感の全体水準は依然として極めて低いこと、③物価高による家計の悪化や失業リスクの高まりへの懸念が広く続いていること、などが報告された。労働市場の減速から生じる富裕層以外の景況感の悪化がうかがえる。

2月のカンファレンスボード調査では、将来に対する消費者の悲観的な見通しがやや緩和されたことから、消費者マインドは小幅に上昇した。

図表8 消費者マインドの推移



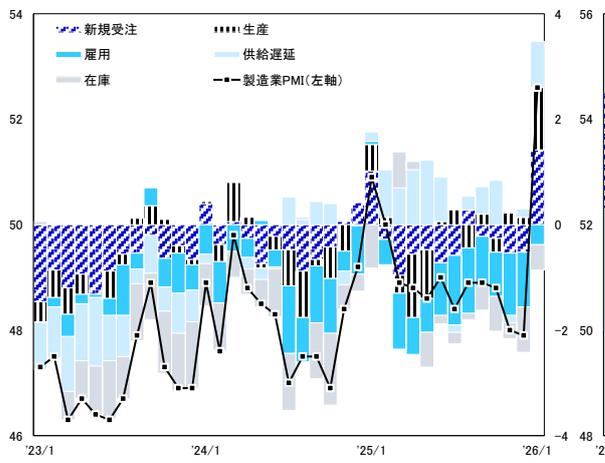
企業部門の拡大がうかがえる1月のISM指数

1月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から+4.7ポイントの52.6%と、判断基準となる50%を11か月ぶりに上回り、製造業の拡大局面を示した。3年5か月ぶりの高水準となった。特に、新規受注が同+9.7ポイントと高い伸びを示した。また、サービス業指数は前月から変わらずの54.4%と19か月連続で拡大局面を示した。

価格指数については、製造業が59.0%、サービス業は66.6%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48.1%と28か月連続で縮小傾向を示唆した。一方で、サービス業は50.3%と2か月連続で拡大傾向を示した。

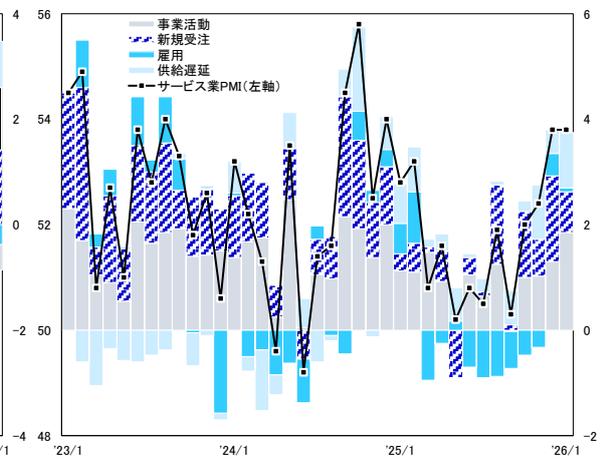
1月のISM指数全体をみると、企業部門の拡大がうかがえる内容となった。しかし、雇用については、サービス業がかろうじて拡大傾向を維持しているものの、弱含みといえるだろう。

図表9 ISM 製造業PMIの推移



(資料)ISM、LSEG (注)各指数の寄与度は、50%からの乖離分とウェイトの積。

図表10 ISM サービス業PMIの推移



(資料)ISM、LSEG (注)各指数の寄与度は、50%からの乖離分とウェイトの積。

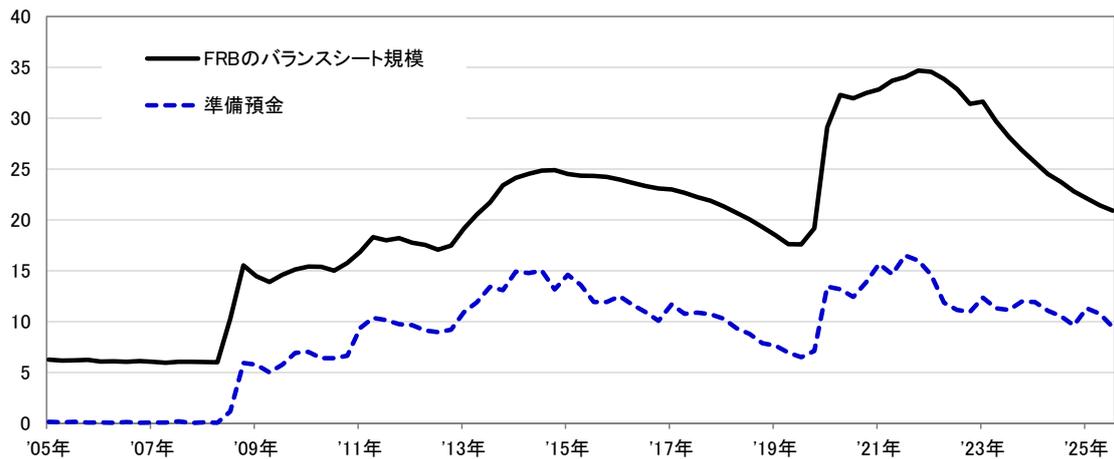
トランプ大統領はウォーシュ元FRB理事を次期FRB議長に指名

トランプ大統領は1月30日、5月に任期を迎えるパウエルFRB議長の後任として、元FRB理事のウォーシュ氏を正式に指名したと発表した。

ウォーシュ氏はFRBのバランスシート(BS)縮小や準備預金を削減したいとの報道が多いが、FRBに対してどのような利点があるのか不透明なこともあり、要注目といえそうだ。とはいえ、BSを過度に縮小するとFF金利の制御が困難になるため、BS縮小は難しいとの予想が大半だと現時点では思われる。

(名目GDP比)

図表11 FRBのバランスシートと準備預金の推移



(資料)FRB、BEA、LSEG

景気の先行き：財政・金融政策とAIブームによる経済成長

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違憲判決が出た後も、代替措置を用いることで、20%程度の平均関税率の継続を予想する。また、関税による景気の下押し効果は徐々に弱くなっていくだろう。

長期金利：下がり にくい展開を予想

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

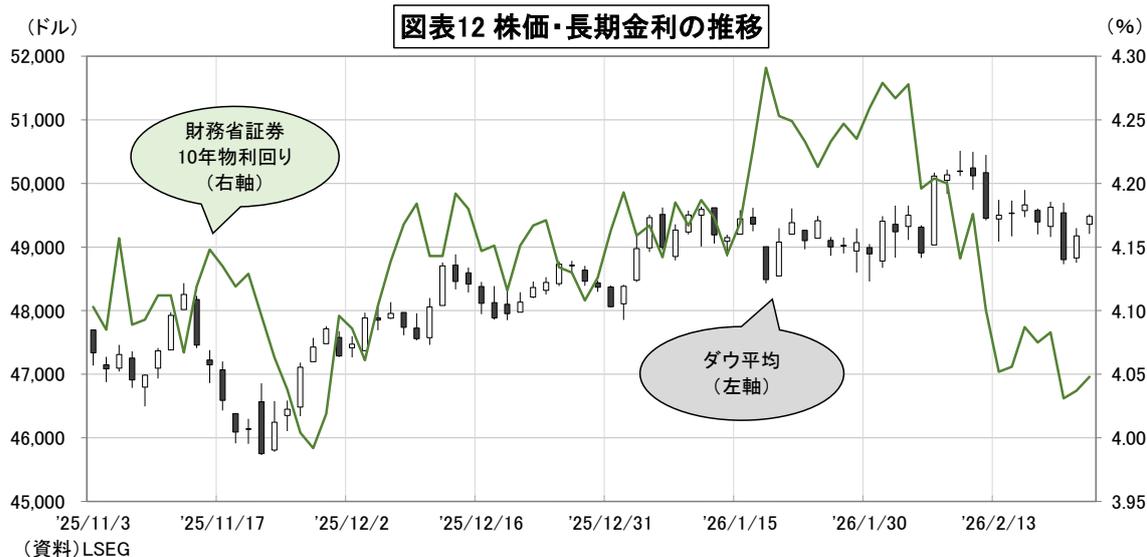
AI 関連企業の業績予測からは、半導体やデータセンターへの旺盛な需要が見込まれることから AI ブームが続くと想定される。このため、マクロ経済見通しとしては、設備投資や株高、富裕層による個人消費に支えられることで、26 年も米国景気の堅調な成長を見込む。

なお、米議会予算局は 6 週間の連邦政府機関閉鎖が 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、26 年入り後の債券市場は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る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（10 年債利回り）は 4.3% 目前まで上昇した。

2 月 2 日はウォーシュ氏の手腕を見極める動きから、長期金利は 4.2% 台後半へと再上昇した。一方で、求人労働異動調査の悪化（5 日）、小売売上高の悪化（10 日）、好調な 30 年債入札（12 日）、市場予想を下回った消費者物価指数（13 日）などを背景に、長期金利は 4.0% 目前まで低下した。

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、足元の合計 50bp 程度の利下げ織り込みが拡大することはないと見込まれる。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を予想する。



株式市場：緩やかな上昇継続を予想

26年1月入り後の株式市場（ダウ平均）は、テクノロジー企業にけん引され、12日は終値で最高値を更新した。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。

2月入り後は1月末から反発基調で推移し、6～10日にかけて3営業日連続で最高値を更新、10日は50,188.14ドルで取引終了となった。一方で、2月半ばにかけてAI関連リスクの認識が強まり、不安定な相場が続いた。23日はイランを巡る地政学的リスクの高まりや、AIの懸念と混乱を指摘したシトリニ・リサーチのレポートなどを受け下落した。

先行きについては、バリュエーションの高さやAIがもたらす破壊的イノベーションへの警戒感は根強いものの、好決算や堅調な経済、26年内50bp程度の利下げ予想などを背景に、株価は緩やかな上昇が続くと想定する。

(26.2.26 現在)