

米国経済をめぐる2つの「想定外」

消費減速にもかかわらず米株式市場の上昇が続く。ファンダメンタルズ以上の評価となっている可能性も。

森田長太郎 オールニッポン・アセットマネジメント執行役員／チーフストラテジスト、ウオールズ&ブリッジ代表



もりた・ちょうたろう
慶応大学経済学部卒業。日興リサーチセンター、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、ドイツ証券、パークレイズ証券、SMBC日興証券を経て2023年10月から現職。日本国債市場での経験は通算で30年超。グローバルな経済、財政政策の分析などマクロ的アプローチに特色。

撮影・大澤 誠



Getty Images

FRBのパウエル議長は、雇用者数の伸び鈍化は移民抑制による労働力人口の減少が要因とみるが…

2 025年もすでに3分の2が終わった。ここまでの世界中の政策当局および市場参加者の最大の関心事は、1月に誕生した米トランプ政権の打ち出す経済・通商政策にあったことは間違いない。振り返ると、実際に打ち出された政策へのサプライズも大きかったが、それと同じくらいのインパクトは、米国経済自体の動きだ。しかも、その米国経済の想定外の動きに対して、米国市場およびグローバル市場が必ずしも整合的に動いていないという意味でも二重のサプライズが生じている。

米国経済は、23年、24年は3%近い高成長にある。今年初めの時点では、関税の影響がある程度生じるにせよ、トランプ政権が減税の継続、追加を掲げていたこともあり、潜在成長率並み（2%程度）の成長は期待されていた。

ところが、25年上半期の成長率は年率で+1.2%にとどまり、中でも個人消費は+0.9%と明確な減速傾向を示した。ただ、これが関税引き上げの影響による減速なのかといえ、そうとはいえない。

上半期のCPI（消費者物価指数／エネルギー・食品を除くコア指数）の上昇率は、前年下半期の3.1%から2.7%へとむしろ鈍化している。この間、財価格に限ると0.8%から2.9%に上昇している。関税の影響も一部表れ始めているものの、CPI全体の数値は抑制されており、消費への影響はまだ限定的とみるべきだ。にもかかわらず、消費は想定外に大きく鈍化した。

関税の影響以外の消費減速要因としては、主に2つのことが指摘できる。1つは、24年後半に100ベーシスの利下げは行われたものの、まだ引き締め的な高金利水準が維持されていることの影響だ。金融政策が实体经济に影響を及ぼす際のタイムラグを考えると、23年までに実施された急激な金利引き上げの影響がここきて顕在化しているとの見方ができる。深刻とはいえないものの、住宅投資もやや低調な動きになってきており、やはり高金利の影響が見られる。

消費減速の要因としてもう1つ

指摘されているのは、雇用市場とくに労働供給サイドの減速だ。7月の雇用統計で、雇用者数の伸びが過去数カ月で大きく鈍化していることが明らかになった。

F R B（米連邦準備制度理事会）のパウエル議長は、先月のジャクソンホール会議での講演で、その主な要因として、移民抑制による労働力人口の減少を挙げた。今年上半年の労働力人口の伸びは年率換算で▲（マイナス）0・5%まで落ち込んでおり、消費性向の高い移民の消費が減少していることで消費全般の伸びが急速に鈍化しているという解釈にもなる。

しかし、中身を見ると、労働力人口減少への寄与が大きいのはヒスパニックではなく白人や黒人だ。移民抑制の影響が実際にどの程度あるかには疑問もある。労働力人口の減少はむしろ、労働需給の軟化によって労働市場からの退出が進み始めているためとの見方も有力だ。つまり、消費減速の要因としては、1つ目の理由（高金利の遅行的な影響）が起点で、それが雇用市場悪化を通じて一段と消費を弱めていることになる。今年前半の消費減速が過去の金融政策などマクロ経済政策の影響だとすると、実は米国経済の減速は「想定外」ではなく起こるべくして起こ

っているといえる。

実力以上の米株価上昇？

ただ、ここでもう1つのサプライズなのが、そういった経済実態（消費減速に伴う経済成長の鈍化）と整合的でない形で、株価上昇が続いていることだ。4月上旬に相互関税が発表された直後はグローバル市場を巻き込んで米国株市場は急落した。だが、そこから回復して、8月末時点での株価水準はすでに年初の水準を約10%も上回っている（S & P 500指数）。関税をめぐる不確実性が低下したためという説明がされているが、年初時点に比べ成長見通しが下振れていることと整合的でない。

F R Bが今後、金利を引き下げ

ることへの期待が株式市場において小さくないことは確かだろう。しかし、過去の米国における経済成長と株式市場との関係を見ると、景気サイクルのボトムに到達する前から株価が明確な上昇過程に入るケースは少ない。利下げ開始後一定期間を経て、景気がボトムをつけた後により早く株価の上昇が始まるというのが通常である。実際に景気サイクルの代表指標であるISM（全米供給管理協会）指数の動きは、GDP（国内総生産）成長率の鈍化と一致する形で、製造業指数が1月、サービス指数は昨年10月をピークに緩やかな減速局面にある。景気との関係から見ると、やはり現在の株価の動きは「想定外」といってよいだろう。

金融緩和への過剰な期待、来年・再来年にかけての財政拡張への期待など、マクロ経済政策への期待が通常以上に強いということはいえるかもしれないが、そういった期待は、景気の減速局面ではつねに存在する。今回、1つだけ過去と違う点があるとすれば、現在トランプ政権が行おうとしている金利引き下げや財政拡張が、景気減速の程度に対して過大なものになる可能性があることだ。その分、株価が「現在のファンダメンタルズ」以上に上昇している可能性はある。もしそうであれば、その「過大」な政策が将来どのような事態を引き起こすのかについては想像を働かせておく必要があるのではないかな。

9月8～21日の経済日程

8日(月)

4～6月期のGDP(国内総生産)
改定値発表
中国8月の貿易統計発表

11日(木)

8月の企業物価指数発表
米8月のCPI(消費者物価指数)
発表

16日(火)

米FOMC(連邦公開市場委員会、
17日まで)

17日(水)

8月の貿易統計発表

18日(木)

4～6月期の資金循環統計速報
発表
7月の機械受注統計発表

19日(金)

日銀・植田和男総裁会見
8月の全国消費者物価指数発表