

米国経済

Point of View～エコノミストの見方～

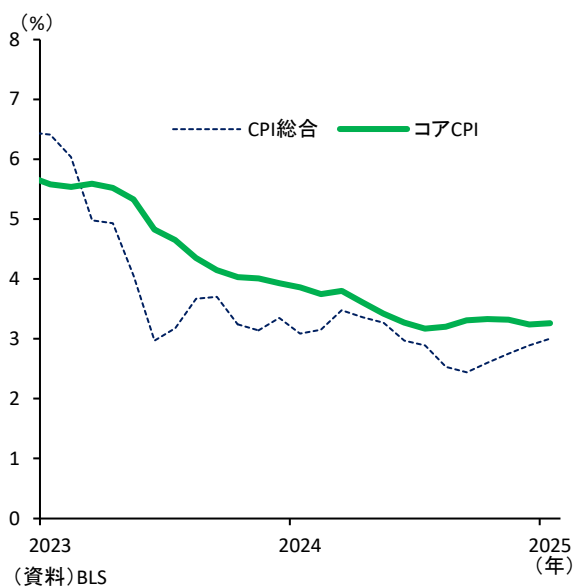
スタグフレーション懸念～バツセント財務長官発言の真意とは～

主任研究員 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

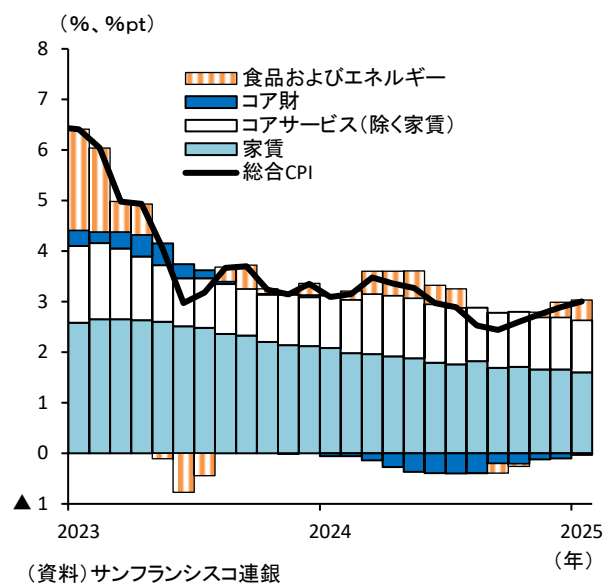
1. 1月 CPI ショックと個人消費の減速

■ 米労働省が発表した 25/1月分の CPI は前年比+3.0%と市場予想(同+2.9%)を超える伸び率となり、昨年と同様、年始の“CPI ショック”が再来した格好である(図表1)。発表直後は、FRB の利下げ観測が後退し、再利上げすらも議論の対象になり得るとの見方も台頭した。やや子細にみると、引き続きウェイトの3割近くを占める家賃の伸びが高い中で、鶏卵などの食品やエネルギーの上昇のほか、コア財のマイナス幅が縮小したことも伸び率の拡大に繋がった(図表2)。

(図表1) 米国 CPI・前年比



(図表2) 米国 CPI(総合)前年比寄与度



■ 以前の拙コラム¹でも指摘したが、鶏卵などの食料品価格の高騰が家計の負担となる中で、トランプ政権の関税政策によるインフレ再燃懸念も相俟って、消費マインドが悪化している模様である。実際、2月のミシガン大学やコンファレンスボードが発表した消費者信頼感指数は、いずれも前月から大幅な悪化となっており、先行きの期待インフレ率の上昇と併せて「貿易政策や関税への不安」(コンファレンスボード)がマインド悪化の背景として指摘されている(図表3)。また、同調査では、労働市場への不安も指摘されており、市場では雇用環境の悪化のシグナルとして捉える向きもある。

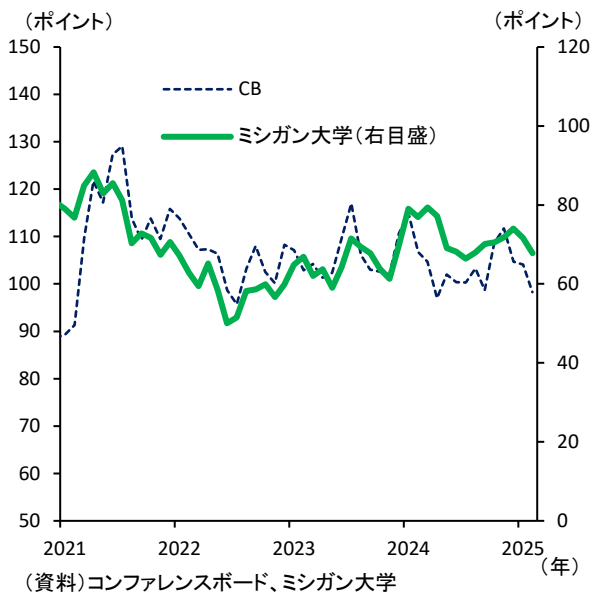
■ この間、米商務省が発表した1月の小売売上高も、前月比▲0.9%(コントロールグループ:同▲0.8%)と大幅な減少となり、1月の寒波やカリフォルニアの山火事の影響などを加味しつつも、これまで堅調だった米国の個人消費が急減速し始めているとの見方が浮上している(図表4)。

しかしながら、筆者は、こうした見方は時期尚早であるとみている。このところの小売売上高は、近年のトレンドに比べオーバーシュート気味だったほか、年末商戦が含まれる 24/12 月の売上高は更に上方改定された。トランプ関税前の駆け込み需要などが影響している可能性があり、1月の減速は巡航速度に回帰している過程と捉えることも可能だろう。実際、Fed のウォラー理事²も、今後の政策を考える上で今回の小売売上高の数字を重視しないスタンスを示しており、必ずしも利下げが早まることを意味しないようだ。

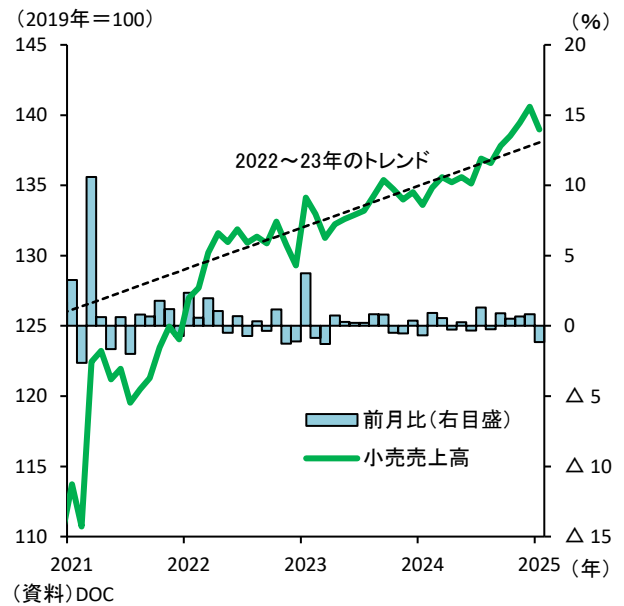
¹ 2/14 日付コラム「消費マインドを冷やす食料品価格高騰～コメの次は鳥インフレ(鶏卵)にご注意～」

² 「Disinflation Progress Uneven but Still on Track Rates Cuts on Track as Well」 2/17 日シドニーでの講演

(図表3) 消費者信頼感指数



(図表4) 小売売上高

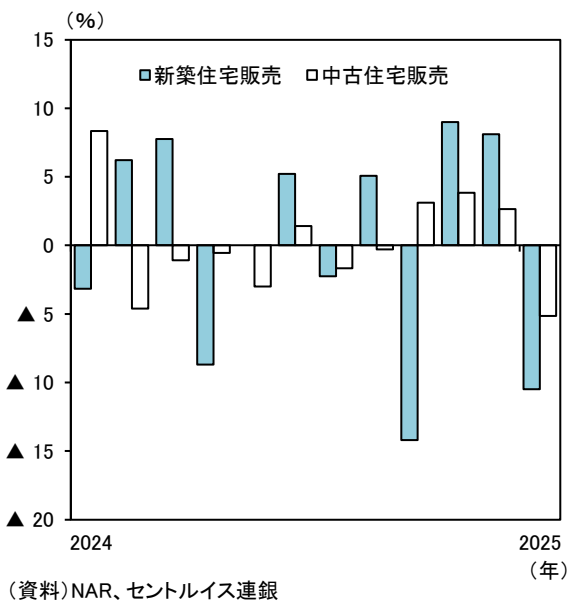


2. Fed は利下げしたのに実は引き締めてしまったトランプ政権

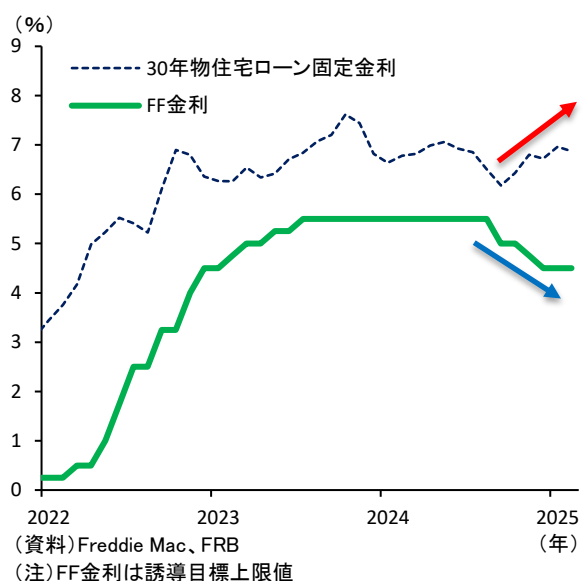
■ しかしながら、筆者がやや気がかりなのは、1月の住宅販売統計である。新築、中古とも前月比で大幅な減少に転じており、先述の小売売上高をみても、住宅投資との連動性が高い家具や建築資材が前月比で減少していることと整合的である(図表5)。住宅販売の下振れが個人消費に一部波及したと指摘でき、この点は今後の個人消費を見通す上で注意が必要だ。

足もとの住宅販売の不振について、巷間では1月の寒波の影響を指摘する声もみられるが、住宅ローン金利の上昇の影響もあるだろう。図表6で、住宅ローン金利(米国で一般的な30年固定)とFF金利の推移をみると、Fedは24/9月から▲1%ptも利下げしているにも拘らず、住宅ローン金利は24/10月から反転上昇していることがわかる。

(図表5) 住宅販売前年比

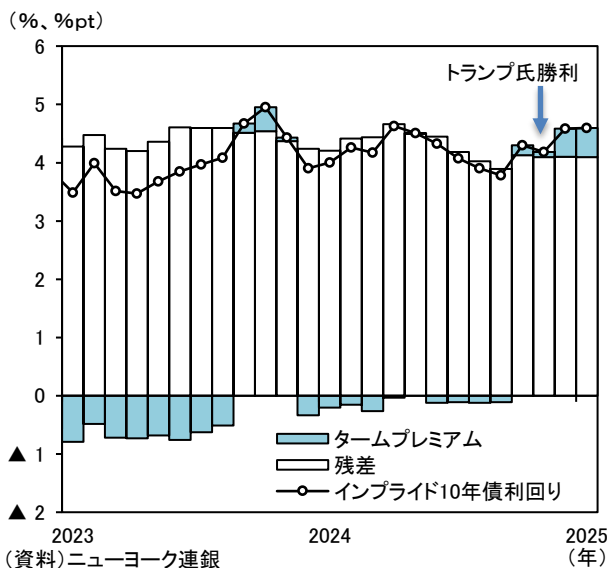


(図表6) 住宅ローン金利とFF金利



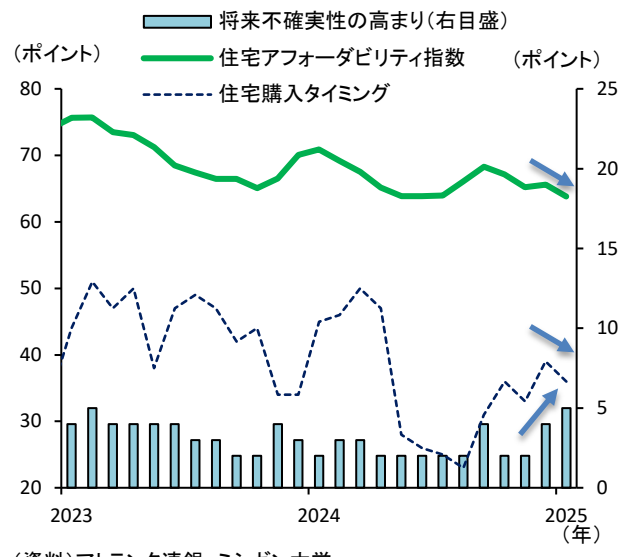
■ ここ最近の住宅ローン金利の上昇は、主に長期・超長期ゾーンの金利上昇が影響しており、端的に言えば大統領選におけるトランプ氏勝利確定後のタームプレミアムの上昇が影響しているだろう(図表7)。タームプレミアムは、トランプ氏の大規模減税政策による財政不安や関税政策によるインフレ再燃懸念を反映しているとみられ、これが皮肉にも低金利を好むトランプ氏の志向とは裏腹に長期金利を引き上げ、金融環境を引き締めてしまったのである。実際、図表8のアトランタ連銀が算出する住宅アフォーダビリティ指数(米国家計の住宅取得余力)は低下しているほか、ミシガン大学による調査でも家計の「住宅購入タイミング」は「将来不確実性の高まり」を背景に低下した。トランプ政権の政策は、米家計の住宅取得環境の悪化を惹起しただけでなく、取得意欲まで低下させてしまったのである。

(図表7) 米長期金利・タームプレミアム



(資料)ニューヨーク連銀
(注)NY連銀によるAdrian, Crump, and Moenchモデル推計値

(図表8) 住宅アフォーダビリティ指数とマインド



(資料)アトランタ連銀、ミシガン大学

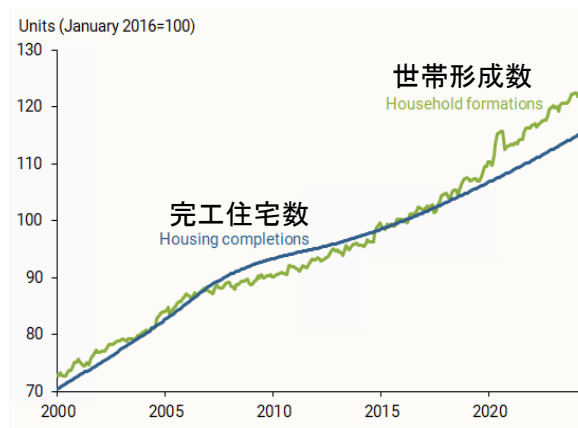
3. バッセント財務長官の発言の真意とは

■ 一般に、長期金利の上昇は、膨張した米財政への影響はもちろんのこと、債券利回り対比での株式(=益回り)の割高感を生み出すため、基本的に資本市場にとってはネガティブな反応になりがちである。この間、中国発の生成 AI である“DeepSeek”ショックも相俟って、ここもとの米国株(特にハイテク)には勢いがなく、個人消費への影響を加味すると、トランプ政権は長期金利の動向にセンシティブにならざるを得ないとみられる。

こうした中で、2. で指摘した通り、家計の住宅取得意欲の減退は、政権にとってアキレス腱となる可能性がある。すなわち、米国の住宅事情は深刻な供給不足に陥っており(図表9)、前回の大統領選でも争点の一つになっていた³。当時、トランプ氏は「(FRB に圧力を強めて)政策金利を下げてローン金利低下をめざす」とか、「不法移民を追放して、住宅価格上昇をもたらす悪影響を取り除く」と主張していたようだが、既述の通り、現実はその逆になっている。このため、(近年の人手不足など建築コスト上昇の影響もあり)住宅価格の引き下げは容易に達成できないと見込まれる中で、せめて住宅ローン金利は引き下げておきたいという思いは政権側にあるだろう。

³ 「住宅「高くて買えない」と不満 アメリカ大統領選の争点に」(2024/9/22 日付日本経済新聞)

(図表9) 住宅供給量と新規世帯形成数



(資料) サンフランシスコ連銀
「When Is Shelter Services Inflation
Coming Down?」より抜粋

■ こうした中、ベッセント財務長官は、自身の経済政策である「3-3-3」経済理論において、財政赤字をGDP比3%まで削減することを掲げ、市場の財政に対する不安を払拭してきた。また、ここ最近も、長期債の発行増は「まだ先」(ブルームバーグ)と述べたり、長期金利の上昇を「注視している」(FOXビジネス)として市場をけん制した形だ。

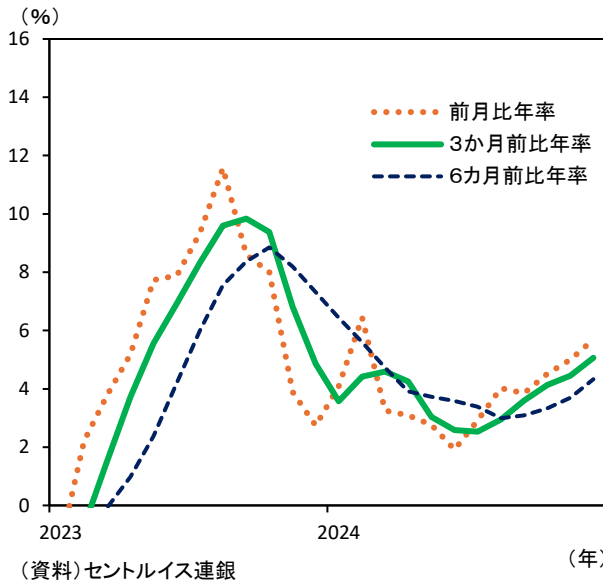
これに加えて、2/25日、オーストラリア大使館における初の経済政策演説で、「民間部門はリセッション(景気後退)に陥っている」と言及し、一部で話題を呼んだ。この発言は、ここ最近の不冴えな景気指標と併せて景気減速懸念を高めることに繋がり、リスクオフの動きから(狙い通り?)長期金利が低下してきている。以上を踏まえると、トランプ政権は、長期金利の上昇を相当に警戒している様子が窺われる。

4. スタグフレーション懸念の中で

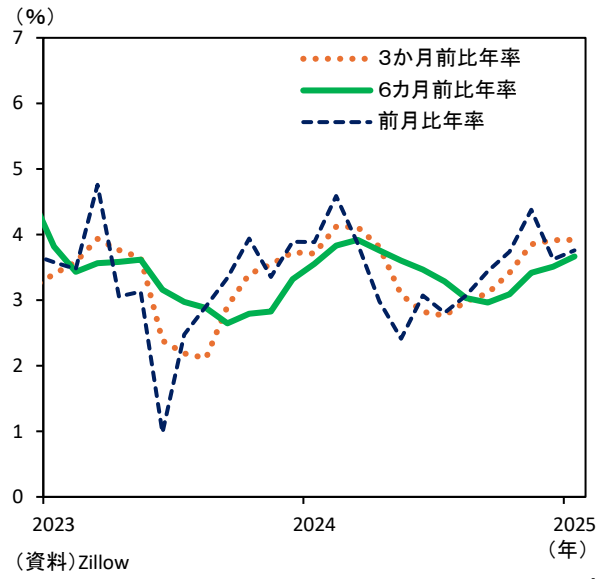
■ 昨夏の雇用統計ショックの際には、インフレの減速もあって Fed は利下げで乗り切ったが、インフレの再燃と景気減速が意識される現在のような局面(スタグフレーション懸念)では、利下げをすれば問題を乗り越えられるものではない。アトランタ連銀が推計する 25 年第1四半期の GDPNow は、2月末時点で前期比▲1.5%となっているが、これは関税導入前の駆け込み輸入の増加や家計支出の反動減が大きいと指摘されている。物価に関しても、こうした関税政策による家計支出動向の変化がノイズとなっている可能性もあるため、単月の統計指標だけで景気の実勢を評価するのは現時点では困難とみられる。このため、Fed は、当面、現状のスタンスを維持しながら実体経済を慎重にみていくほかないだろう。この点、先月 28 日に公表された Fed の重視する PCE コア指数は、市場予想通りに伸び率が鈍化したことは安心材料であった。

■ 他方で、構造的に需給のアンバランスがある住宅問題は別である。例えば、民間の住宅価格指標であるケースシラー住宅価格指数やゼロ一家賃指数をみると、このところ反転の兆しがみられている(図表 10、11)。クリーブランド連銀は、昨年 10 月の調査「Model predicts rent inflation will remain elevated until mid-2026 if key variables hold steady」において、過去に新規テナント賃料は急速に上昇したものの、継続テナント賃料については、賃料上昇が完全に転嫁されるまでに時間を要することなどを踏まえ、家賃インフレが新型コロナ禍前の水準まで戻るのに 2026 年半ばまで要するとの推計を示している。こうした中、——多くの木材を輸入するカナダ向けの関税政策も併せて——現政権が住宅政策に手間取るようであれば、米国は想定よりもしつこい家賃インフレに悩まされる可能性もある。

(図表 10) ケースシラー住宅価格指数



(図表 11) ジロー家賃指数



以上

【Disclaimer】

本資料は、情報提供を目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく書類ではありません。当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当研究所は責任を負いません。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料は執筆者が信ずるに足ると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。当資料の内容に関する一切の権利は当研究所にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。本資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも当研究所およびグループ会社の見解を示すものではありません。